

房地产

2019年10月25日

万科 A (000002)

——基本盘稳固、债务结构进一步优化

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)
投资要点：

- **公司收入和利润持续较快增长，符合预期。**2019年1-9月公司实现营业收入2239.2亿元，同比增长27.2%；实现归属于上市公司股东的净利润182.4亿元，同比增长30.4%；其中，房地产业务结算面积为1455.0万平方米，贡献营业收入人民币2125.7亿元，同比分别增长13.6%和26.9%；结算毛利率为27.6%，较去年同期下降0.2个百分点。鉴于部分城市房地产市场调整，公司对个别存在风险的项目计提存货跌价准备。截至9月末，公司存货跌价准备余额为人民币30.6亿元，Q3计提存货跌价准备人民币11.4亿元，影响归属于上市公司股东的净利润人民币7.8亿元。
- **销售稳健增长，继续重仓一二线。**公司1-9月实现销售面积3061.6万平，销售金额4756.1亿元，同比分别上升5.5%和10.2%。1-9月公司累计新增116个开发项目，总建筑面积约2832.1万平方米，权益规划建筑面积约2042.0万平方米，按权益投资金额计算，其中81%位于一二线城市。截至9月底，公司在建项目总建筑面积约10587.8万平方米，权益建筑面积约6,275.4万平方米；规划中项目总建筑面积约5,594.2万平方米，权益建筑面积约3,629.4万平方米。此外，公司还参与了一批旧城改造项目，权益建筑面积合计约341.4万平方米。公司土地资源充足，预计可供销售两年以上。
- **业绩步入释放期。**公司结算周期为18-24个月，可供待结算量充裕：截至9月底，公司合并报表范围内有4474.3万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约人民币6362.4亿元，较年初分别增长20.6%和19.9%。公司前三季度新开工面积3243.4万平方米，占全年开工计划的89.9%；竣工面积1640.1万平方米，同比增长5.5%，占全年计划竣工面积的53.3%，竣工节奏与2018年基本一致。从已售未结金额/营收的角度看，公司2019Q3达到1.3倍。
- **坚持现金流为基础，债务结构进一步倾斜长期负债。**截至9月底，公司持有货币资金人民币1072.4亿元，远高于短期借款和一年内到期有息负债总和人民币590.8亿元。有息负债中，74.0%为长期负债，长期负债占比环比增加3.6pct，剔除预收款的资产负债率49.2%，环比减少0.1pct。此外，公司进行新型融资渠道的探索，成功发行2019年第二期住房租赁专项公司债券，发行规模25亿元，票面利率3.55%。
- **维持增持评级，维持盈利预测。**公司提出地产行业进入白银时代，行业集中度提升持续的背景下，我们看好公司是市场最能抓住结构性机会的房企。在房地产开发业务和各项新业务均是行业领军者，基本盘稳固，增长机会多于其余房企。房地产核心主业业绩确定性维持历史最高水平，并逐步进入业绩释放期，2019年结算毛利率有望再攀高峰。我们维持公司2019-2021年归母净利润为421.2/511.6/597.0亿元，同比增速为24.7%/21.5%/16.7%。当前价格对应的PE为7.3X、6.2X、5.4X。

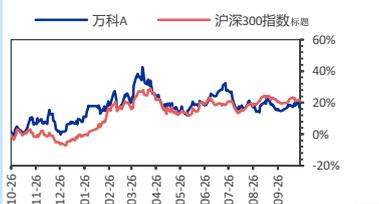
市场数据： 2019年10月24日

收盘价(元)	26.66
一年内最高/最低(元)	33.6/22.65
市净率	1.8
息率(分红/股价)	3.92
流通A股市值(百万)	259006
上证指数/深证成指	2940.92/9555.76

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日

每股净资产(元)	14.8
资产负债率%	85.06
总股本/流通A股(百万)	11302/9715
流通B股/H股(百万)	-/1578

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《万科 A (000002) 点评：基本盘稳固、业绩进入释放期》 2019/09/02

《万科 A (000002) 点评：竣工大增、业绩确定性达历史高点》 2019/04/30

证券分析师

曹一凡 A0230518110002
caoyf@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	297,679	223,915	384,532	486,958	574,098
同比增长率(%)	22.6	27.2	29.2	26.6	17.9
归母净利润(百万元)	33,773	18,241	42,115	51,160	59,703
同比增长率(%)	20.4	30.4	24.7	21.5	16.7
每股收益(元/股)	3.06	1.61	3.73	4.53	5.28
毛利率(%)	37.5	36.0	37.3	35.8	35.1
ROE(%)	21.7	10.9	21.7	22.0	21.6
市盈率	9		7	6	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	242,897	297,679	384,532	486,958	574,098
其中: 营业收入	242,897	297,679	384,532	486,958	574,098
减: 营业成本	160,080	186,104	240,913	312,742	372,512
减: 税金及附加	19,722	23,176	31,916	37,983	42,483
主营业务利润	63,095	88,399	111,703	136,233	159,103
减: 销售费用	6,262	7,868	11,536	13,635	15,501
减: 管理费用	8,252	10,341	13,843	16,070	18,371
减: 研发费用	613	946	1,222	1,548	1,825
减: 财务费用	2,075	5,999	5,003	6,440	7,506
经营性利润	45,892	63,246	80,099	98,540	115,900
减: 资产减值损失	1,319	2,354	463	0	0
减: 信用减值损失	0	264	0	0	0
加: 投资收益及其他	6,245	6,788	8,768	11,104	13,091
营业利润	50,813	67,499	88,401	109,641	128,988
加: 营业外净收入	329	-38	174	155	97
利润总额	51,142	67,460	88,575	109,796	129,085
减: 所得税	13,934	18,188	23,782	31,088	37,234
净利润	37,208	49,272	64,793	78,708	91,851
少数股东损益	9,157	15,500	22,677	27,548	32,148
归属于母公司所有者的净利润	28,052	33,773	42,115	51,160	59,703
全面摊薄总股本	11,039	11,039	11,302	11,302	11,302
每股收益 (元)	2.54	3.06	3.73	4.53	5.28

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。