

公司研究/中报点评

2019年08月21日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 27.17  
合理价格区间(元): 32.58~36.20

**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**刘璐** 执业证书编号: S0570519070001  
研究员 liulu015507@htsc.com

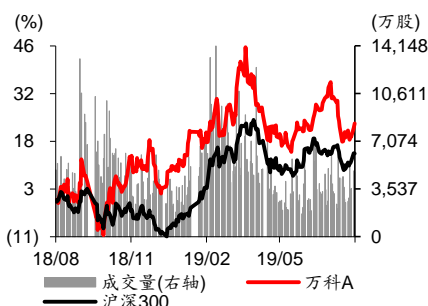
**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 hanxiao012792@htsc.com

**林正衡** 021-28972087  
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《万科 A(000002,买入): 结转大幅增长, 销售稳步修复》2019.04
- 2《万科 A(000002,买入): 夯实基本盘, 转型定基础》2019.03
- 3《万科 A(000002,买入): 推盘加速营销发力, 11月销售大增》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	11,302
流通 A 股 (百万股)	9,715
52 周内股价区间 (元)	20.59-33.48
总市值 (百万元)	307,079
总资产 (百万元)	1,577,057
每股净资产 (元)	14.25

资料来源: 公司公告

# 结算量质齐升, 拓展渐趋积极

## 万科 A(000002)

### 核心观点

公司发布半年报, 2019H1 实现营收 1393 亿元, 同比+31%; 实现归母净利润 118 亿元, 同比+30%; 业绩略超预期。我们认为在房地产融资收紧背景下, 公司经营和融资优势凸显, 有望把握下半年土地市场和收并购机遇; 重点城市韧性保障销售增长。维持 2019-2021 年 EPS 为 3.62、4.17、4.78 元的盈利预测, 维持“买入”评级。

### 量质齐升推动业绩超预期, 增长具备可持续性

2019H1 公司竣工面积 1060 万平, 同比+16%, 带动结算面积同比+21%, 结算收入同比+32%。结算质量同步提升, 房地产毛利率同比+2.1 个百分点至 36.8%。业绩增速略低于收入的原因在于少数股东权益占比自去年底 31%提升至 39%, 从拿地权益比例来看, 调整已基本到位。2019H1 已售未结金额同比+20%, 公司计划全年竣工面积+12%, 为结算收入增长打下基础。尽管行业结算利润率拐点将至, 但公司近三年楼面价/销售均价恒定在 40%左右, 我们认为未来三年毛利率下行幅度有限, 业绩稳增长可持续。

### 销售增速领跑 TOP3, 滚存充沛新开工降速

2019H1 公司以去化库存为主, 新开工面积 1953 万平, 同比-16%, 主要因为 17H2 至 18H2 新开工同比增速持续高达 40%, 滚存货值充沛, 上半年末可售总量依然维持在 1 亿平左右。1-7 月公司销售面积 2464 万平, 同比+5%; 销售金额 3822 亿元, 同比+9%, 销售增速大幅领跑 TOP3 房企, 市占率达 4.6%, 较 18 年进一步+0.55 个百分点。公司深耕能力出众, 根据中报, 上半年 75 个有项目销售的城市中, 在 41 个城市销售金额位列前三。我们预计公司全年销售有望保持稳健增长。

### 5 月以来拓展渐趋积极, 一二线和权益比例提升

上半年土地市场热度较高, 公司适度放缓拿地力度, 而 5 月以来市场降温, 公司逐渐转向积极拓展。1-7 月公司开发项目新增建面同比-36%, 拿地总价同比-18%, 拿地强度为 37%, 较去年-5 个百分点, 其中 5-7 月拿地强度已经回升至 50%。根据月度拿地数据, 1-7 月一线、二线、三四线新增建面分别占 7%、67%、26%, 权益比例为 71%, 继续加强一二线城市布局, 提升权益比例。截至 2019H1, 公司在建和规划中项目总建面分别为 9868、5473 万平, 权益比例分别为 59%、63%; 旧改项目权益建面 341 万平。

### 融资优势助力把握拓展机遇, 维持“买入”评级

公司股债融资优势明显, 年内发行 20 亿元公司债、17 亿元 ABS、6 亿美元境外债, 利率仅为 3.65%、3.62%、4.2%; 4 月配售 2.63 亿 H 股, 融资 78 亿港元。在融资收紧的背景下, 公司经营和融资优势进一步凸显, 35% 的净负债率依然处于行业低位, 有望把握土地市场和收并购机遇。我们维持 2019-2021 年 EPS 为 3.62、4.17、4.78 元的盈利预测。参考可比公司 2019 年 7.13 倍 PE 估值, 我们认为公司融资和经营优势显著, 2019 年合理 PE 估值为 9-10 倍, 目标价 32.58-36.20 元, 维持“买入”评级。

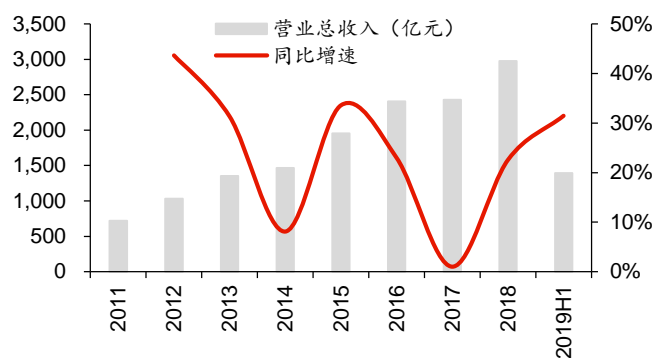
风险提示: 房地产基本面下滑; 钜盛华及其一致行动人持股行为不确定。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	242,897	297,679	359,338	417,320	484,870
+/-%	1.01	22.55	20.71	16.14	16.19
归属母公司净利润 (百万元)	28,052	33,773	39,916	45,996	52,743
+/-%	33.44	20.39	18.19	15.23	14.67
EPS (元, 最新摊薄)	2.54	3.06	3.62	4.17	4.78
PE (倍)	10.69	8.88	7.51	6.52	5.69

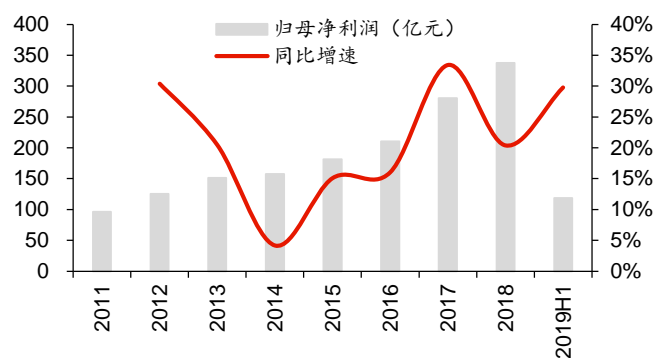
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1： 公司营收和同比增速**



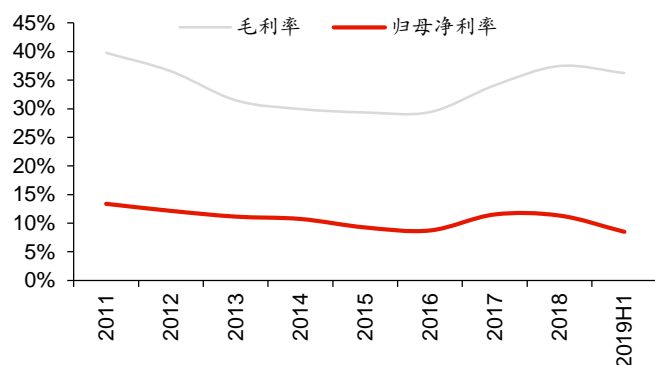
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表2： 公司归母净利润和同比增速**



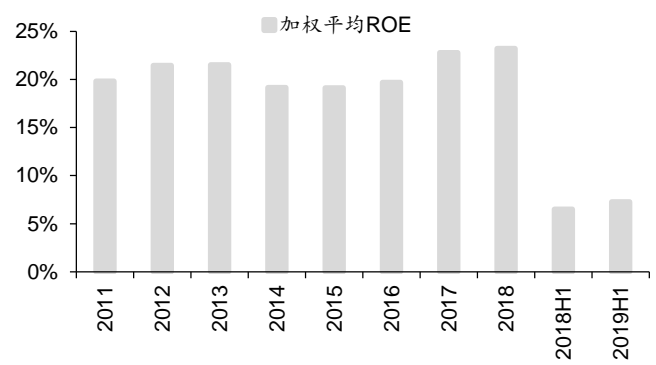
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表3： 公司毛利率和归母净利率**



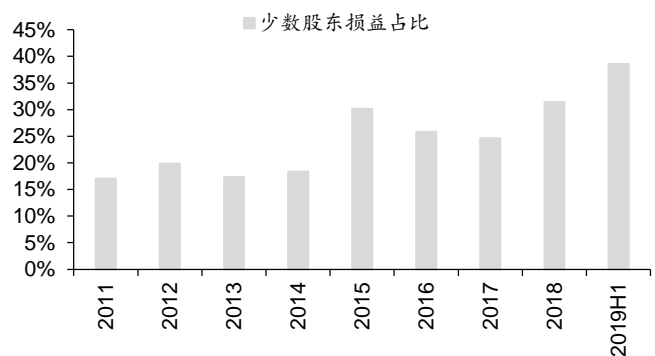
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表4： 公司加权平均 ROE**



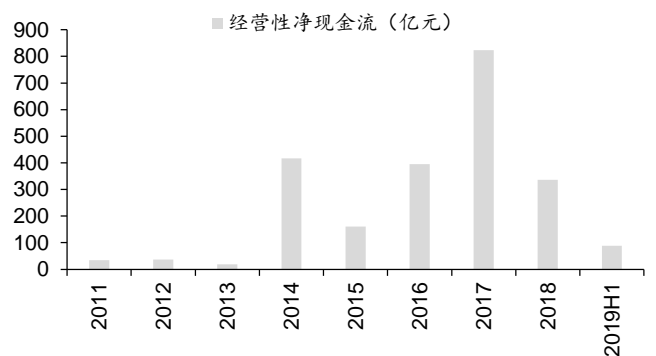
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表5： 公司少数股东损益占比**



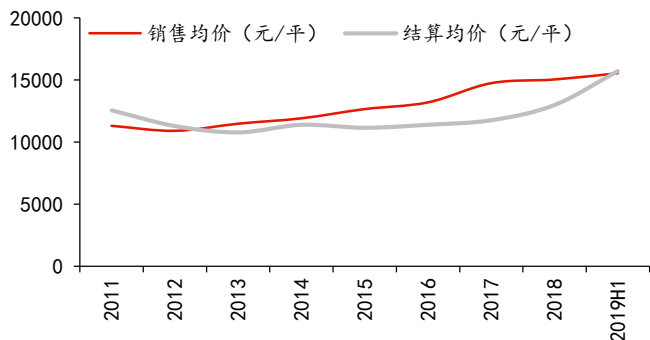
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表6： 公司经营性净现金流**



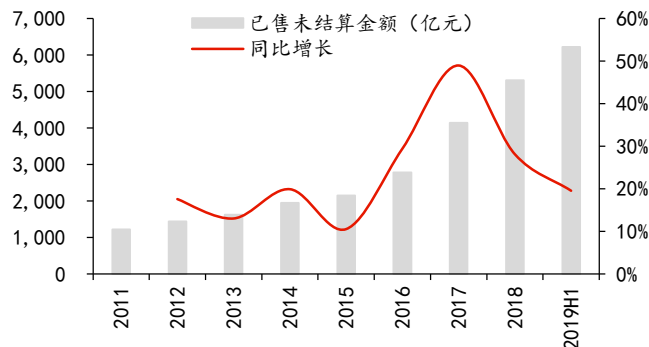
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 公司销售均价与结算均价



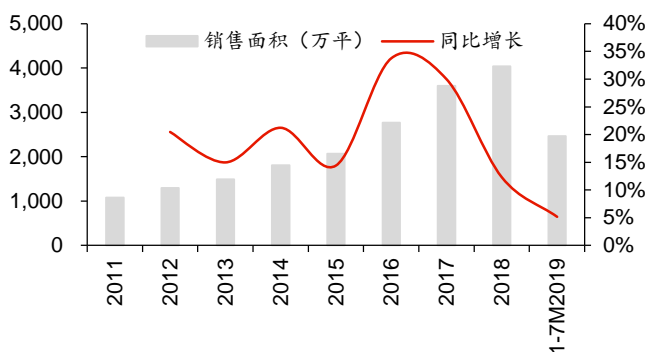
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司已售未结算金额和同比增速



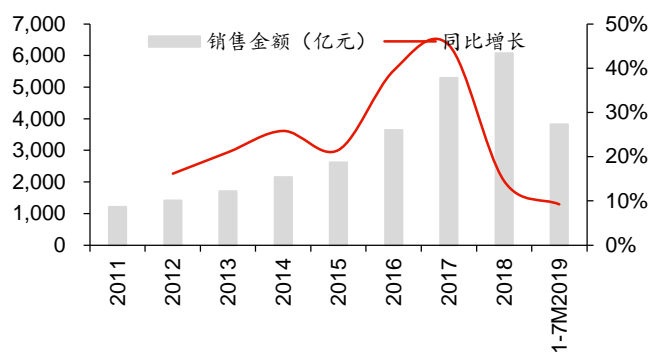
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 公司销售面积和同比增速



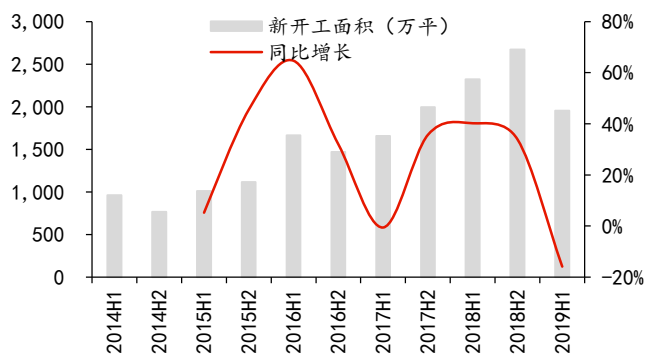
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 公司销售金额和同比增速



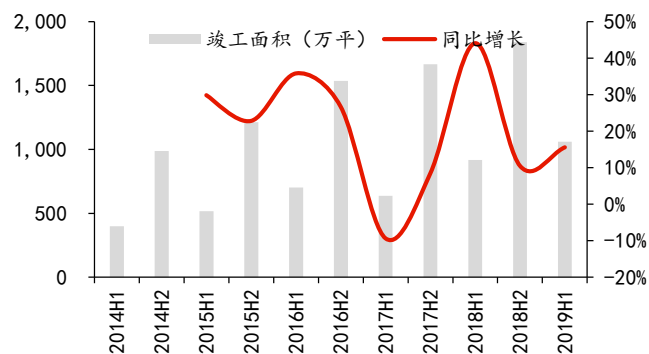
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 公司新开工面积和同比增速



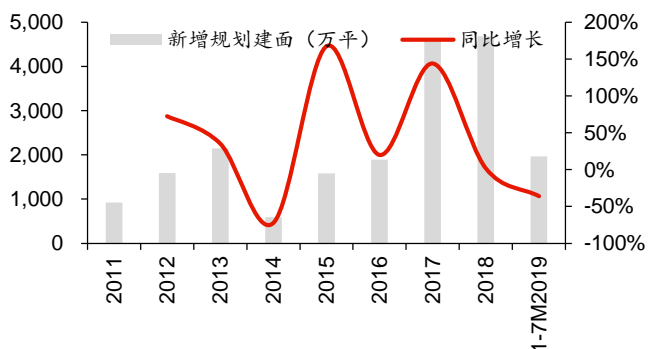
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 公司竣工面积和同比增速



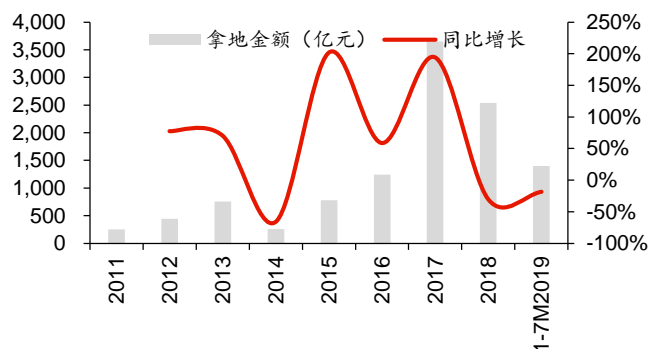
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 公司新增规划建面和同比增速



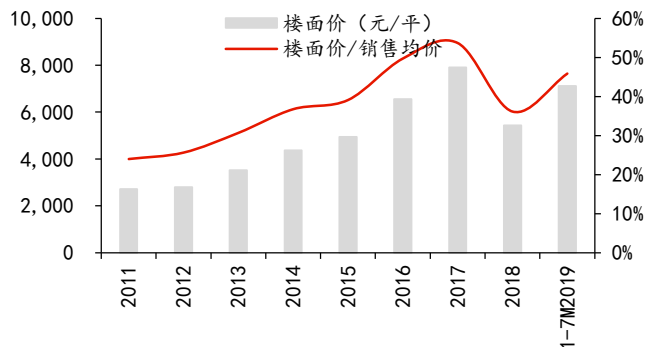
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表14: 公司新增土地总价和同比增速



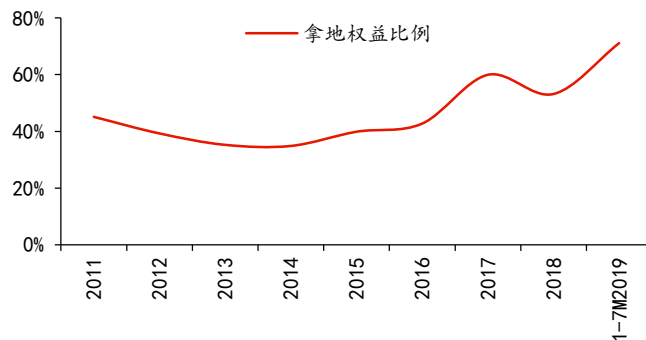
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表15: 公司拿地楼面价和地售比



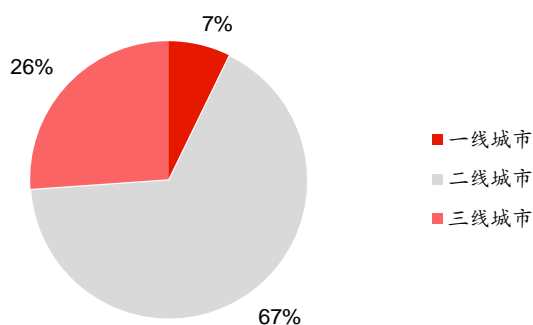
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 公司拿地权益比例



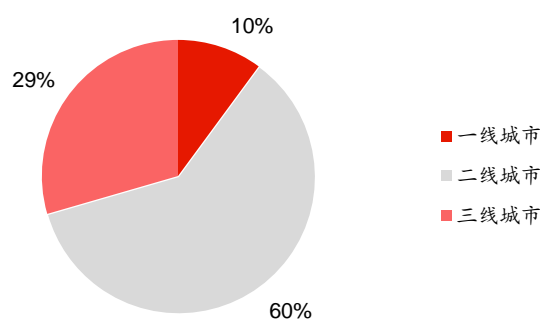
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 2019年1-7月公司新增建面城市能级分布



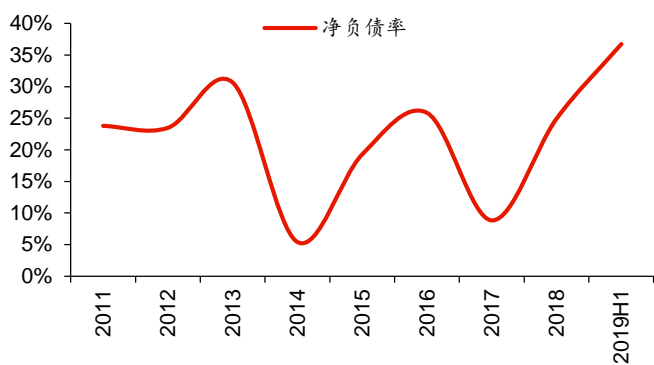
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表18: 2018年末公司未竣工建面城市能级分布



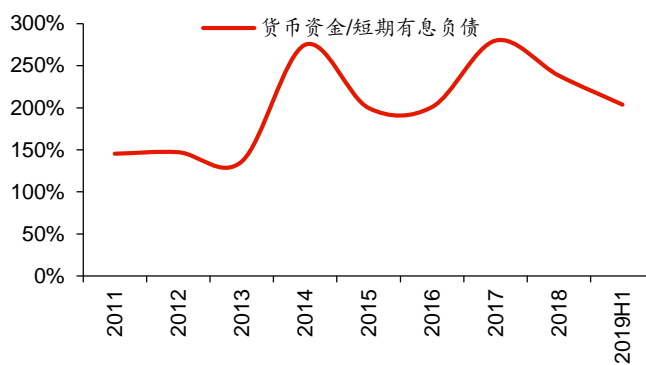
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: 公司净负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表20: 公司短债覆盖率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

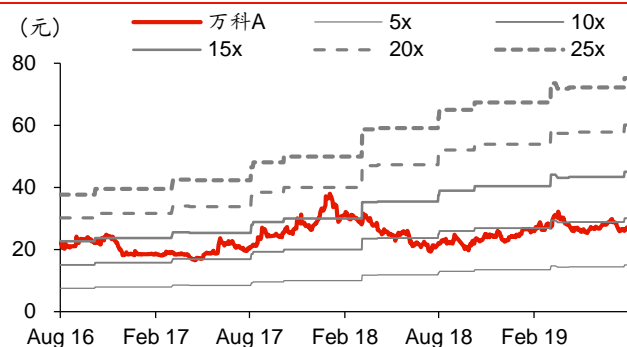
图表21: 可比公司估值表 (截至2019年8月20日, 盈利预测数据来自Wind一致预期)

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
保利地产	1,719.01	14.45	1.32	2.03	2.47	2.93	10.95	7.10	5.86	4.93
绿地控股	826.22	6.79	0.74	1.18	1.44	1.77	9.18	5.77	4.70	3.84
招商蛇口	1,632.67	20.63	1.55	2.42	2.92	3.47	13.31	8.51	7.06	5.95
平均							11.14	7.13	5.87	4.91

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

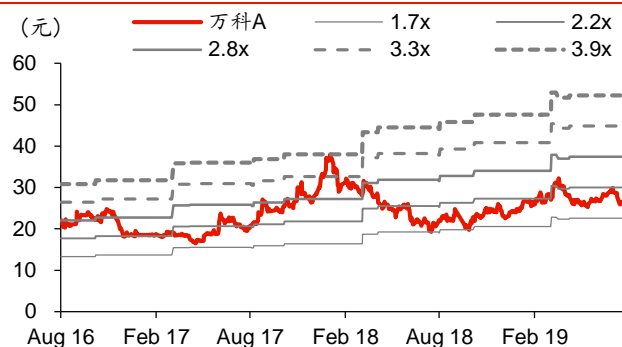
**PE/PB – Bands**

**图表22: 万科 A 历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表23: 万科 A 历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

融资收紧的节奏、范围、力度，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险:若调控政策未出现较大力度放松,行业经历 2008 年以来最长上行周期后,需求存在一定透支,叠加居民加杠杆空间和能力的收窄,本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能(尤其是部分三四线城市),使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

截至 2019 年 6 月末,钜盛华及其一致行动人仍持有公司 15.99%股份,并未披露股份处置计划,持股行为存在一定不确定性。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,017,553	1,295,072	1,524,480	1,784,238	2,090,807
现金	174,121	188,417	201,963	213,871	227,585
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	163,250	244,324	294,931	342,521	397,963
预付账款	68,316	75,951	91,683	106,476	123,711
存货	598,088	750,303	900,363	1,080,436	1,296,523
其他流动资产	13,779	36,077	35,540	40,933	45,024
非流动资产	147,794	233,508	301,318	367,925	439,245
长期投资	81,224	129,528	168,386	202,063	242,476
固定投资	7,099	11,534	13,291	14,159	14,420
无形资产	1,438	4,953	6,805	8,933	11,200
其他非流动资产	58,033	87,493	112,835	142,771	171,149
资产总计	1,165,347	1,528,579	1,825,798	2,152,162	2,530,052
流动负债	847,355	1,121,914	1,347,021	1,599,245	1,899,615
短期借款	16,109	10,102	10,102	10,102	10,102
应付账款	176,770	229,597	285,378	334,821	392,929
其他流动负债	654,477	882,215	1,051,541	1,254,322	1,496,584
非流动负债	131,318	171,045	196,358	217,264	233,832
长期借款	96,029	120,929	140,929	155,929	165,929
其他非流动负债	35,289	50,116	55,429	61,335	67,903
负债合计	978,673	1,292,959	1,543,379	1,816,509	2,133,447
少数股东权益	53,999	79,857	98,176	119,285	143,491
股本	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039
资本公积	8,329	8,006	8,006	8,006	8,006
留存公积	113,072	139,118	165,098	197,124	233,768
归属母公司股东权益	132,675	155,764	184,243	216,369	253,113
负债和股东权益	1,165,347	1,528,579	1,825,798	2,152,162	2,530,052

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	82,323	33,618	56,223	55,565	65,730
净利润	37,208	49,272	58,235	67,105	76,949
折旧摊销	1,929	2,922	2,924	3,336	3,702
财务费用	2,075	5,999	4,168	3,448	2,931
投资损失	(6,245)	(6,788)	(7,467)	(8,213)	(9,035)
营运资金变动	48,585	(13,963)	(162.14)	(5,790)	(3,563)
其他经营现金	(1,231)	(3,824)	(1,475)	(4,320)	(5,254)
投资活动现金	(51,613)	(67,364)	(58,591)	(54,019)	(57,046)
资本支出	2,360	5,897	2,500	2,500	2,500
长期投资	43,466	45,823	60,481	56,381	60,089
其他投资现金	(5,787)	(15,645)	4,390	4,861	5,543
筹资活动现金	55,265	44,798	15,914	10,362	5,030
短期借款	(467.73)	(6,007)	0.00	0.00	0.00
长期借款	39,623	24,900	20,000	15,000	10,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	61.00	(323.64)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	16,049	26,228	(4,086)	(4,638)	(4,970)
现金净增加额	84,836	11,342	13,546	11,908	13,714

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	242,897	297,679	359,338	417,320	484,870
营业成本	160,080	186,104	231,318	271,395	318,495
营业税金及附加	19,722	23,176	27,977	32,491	37,750
营业费用	6,262	7,868	9,343	10,642	12,122
管理费用	8,252	10,341	12,397	14,189	16,243
财务费用	2,075	5,999	4,168	3,448	2,931
资产减值损失	1,319	2,354	2,100	1,700	1,200
公允价值变动收益	0.00	86.63	100.00	100.00	100.00
投资净收益	6,245	6,788	7,467	8,213	9,035
营业利润	50,813	67,499	79,602	91,770	105,264
营业外收入	723.29	474.50	544.47	550.95	536.05
营业外支出	394.25	512.91	415.36	444.36	446.12
利润总额	51,142	67,460	79,731	91,876	105,354
所得税	13,934	18,188	21,496	24,771	28,404
净利润	37,208	49,272	58,235	67,105	76,949
少数股东损益	9,157	15,500	18,319	21,109	24,206
归属母公司净利润	28,052	33,773	39,916	45,996	52,743
EBITDA	54,817	76,419	86,694	98,553	111,896
EPS (元, 基本)	2.54	3.06	3.62	4.17	4.78

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.01	22.55	20.71	16.14	16.19
营业利润	30.22	32.84	17.93	15.28	14.70
归属母公司净利润	33.44	20.39	18.19	15.23	14.67
获利能力 (%)					
毛利率	34.10	37.48	35.63	34.97	34.31
净利率	11.55	11.35	11.11	11.02	10.88
ROE	21.14	21.68	21.66	21.26	20.84
ROIC	53.38	66.61	72.50	74.30	78.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	83.98	84.59	84.53	84.40	84.32
净负债比率 (%)	16.18	15.48	14.71	13.74	12.56
流动比率	1.20	1.15	1.13	1.12	1.10
速动比率	0.49	0.48	0.46	0.44	0.42
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.22	0.21	0.21	0.21
应收账款周转率	228.29	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	1.02	0.92	0.90	0.88	0.88
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.54	3.06	3.62	4.17	4.78
每股经营现金流(最新摊薄)	7.46	3.05	5.09	5.03	5.95
每股净资产(最新摊薄)	12.02	14.11	16.69	19.60	22.93
估值比率					
PE (倍)	10.69	8.88	7.51	6.52	5.69
PB (倍)	2.26	1.93	1.63	1.39	1.19
EV_EBITDA (倍)	4.42	3.17	2.80	2.46	2.17

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com