

强烈推荐（首次）

业绩超预期，未来锁定性强

目标股价：N/A 元

当前股价：27.17 元

万科A 000002.SZ

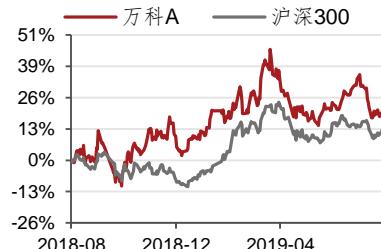
基础数据

流通市值 (百万元)	263,961.1
发行股份 (百万股)	9715.1
每股净资产 (元)	14.2
近3月平均日交易量(百万元)	1013.1
主要股东持股比例 (%)	
深圳市地铁集团有限公司	29.38
HKSCL NOMINEES LIMITED	11.91

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-8.87	0.22	19.01
绝对表现	-7.98	3.66	29.41
近12月最高价(元)	19-04-09	33.60	
近12月最低价(元)	18-10-19	20.40	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券
相关报告

分析师 徐婵娟

执业证号：BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

联系人 张春娥

852-25105555

zhangchune@cric.com

联系人 董浩

852-25105555

hao.dong@cricsec.com

投资要点

事件：20日晚，公司公告2019年半年度业绩，2019年1-6月公司实现营业收入1393.2亿元，YOY+31.5%；实现归母净利润118.4亿元，YOY+29.8%；实现每股收益1.06元，YOY+28.8%；全面摊薄净资产收益率7.35%，较2018年末增长0.59pct。

- 业绩超预期。**2019年1-6月，公司实现营业收入1393.2亿元，YOY+31.5%；实现归母净利润118.4亿元，YOY+29.8%；业绩增速超市场预期。报告期内营收的增加主要源于房地产业务结算的增长；期内公司分别实现房地产业务结算收入1329.9亿元，YOY+32.15%，结算面积846.27万方，结算均价15714.87元/平米，结算均价较2018年末结算均价提升近2727.02元/平米，提升幅度为21%；以结算面积比重看，南方区域、上海区域、北京区域、中西部区域占比分别为25.41%、28.84%、20.12%、25.63%；结算金额比重看，南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域分别为26.94%、29.33%、24.18%、19.55%；结算区域结构相对均衡。
- 已售未结丰富。**报告期内公司合并报表内已售未结资源约4403.7万方，合同负债金额约6215.5亿元，较2018年末分别提升18.7%、17.1%；已售未结面积/18年结算面积为2.01；合同负债/18年结算金额为2.18；两个指标均具优势。以合同负债/已售未结面积看，未来锁定结算均价水平约为14114元/平米，考虑结算结构的变化，未来结算均价或较当前15714.87元/平米结算均价有所回落。期末公司存货金额7904.6亿元，较2018年末增长5.4%，其中拟开发产品占比22.9%，较2018年末下降约0.9pct；在建开发产品占比约68%，较2018年末略微提升0.4pct；已完工开发产品占比约9%，较2018年末略微提升0.5pct；从存货结构看，或能对上半年新开工面积略微下滑有所理解。2018年为公司新开工面积的大年，全年完成4992.8万方的新开工规模，较17年增长36.7%，较18年初计划增长40.8%；对于高基数年份叠加拟开发产品结构占比减少背景，未来或存在新开工规模下降的可能性；且伴随前期新开工规模的高增长，公司或将迎来库存消化周期。

核心数据

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	240,477	242,897	297,679	353,784	412,358
增长率(%)	23.0%	1.0%	22.6%	18.8%	16.6%
净利润(百万元)	28,350	37,213	49,272	57,708	68,465
增长率(%)	9.3%	31.3%	32.4%	17.1%	18.6%
每股收益 (EPS)	1.90	2.54	3.06	3.55	4.16
市盈率 (P/E)	14.71	11.02	9.16	7.88	6.74
市净率 (P/B)	2.73	2.33	1.99	1.69	1.43

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

- **销售稳健增长。**2019年7月，公司实现合同销售面积313.5万方，同比增长2.18%（前值+8.76%），较6月增速收缩6.57pct；实现合同销售金额481.9亿元，同比增长6.76%（前值+1.16%），较6月增速提升5.60pct；7月单月销售均价较6月提升1803.25元/平米，提升幅度为13.29%，较18年同期提升658.44元/平米，提升幅度为4.48%。19年1-7月份公司累计实现销售面积2462.6万方，同比上升5.18%（前值+5.63%），较6月增速略微收缩0.45pct；累计合同销售金额3821.9亿元，同比增长9.26%（前值+9.63%），较6月增速略微收缩0.37pct；累计销售均价15513.1元/平米，同比增长3.88%（前值+3.78pct），较6月增速提升0.09pct；累计销售均价较18年全年提升481元/平米，较当月销售均价提升141元/平米。
- **投资力度回升。**公司19年7月新增土地项目20个，无物流地产项目。新增土地项目中，土地净占地面积213.8万方，计容建筑面积402.1万方，较上年同期分别下降46.86%、下降52.60%，权益建筑面积324.7万方，权益建筑面积/计容建筑面积比例达80.75%（前值60.09%）。7月新增土地总价款403.52亿元，同比下降24.52%（前值-17.08%），权益价款313.31亿元，同比增长23.17%（前值-14.79%）；权益拿地额/总价款为77.64%（前值66.37%），高于累计权益拿地额计总价款的72.52%；50%以上权益的项目（含50%）：50%以下权益的项目为20:0；100%权益的项目：非100%权益的项目为15:5；**从权益比例的表现看，7月增储提权效果显著。**拿地力度上，7月权益拿地额/销售额占比为65.02%（前值28.44%），高于1-7月平均拿地力度26.53%；**7月拿地力度为年初至今高位，与部分年初高位拿地房企有较为明显的节奏上的区别。**从拿地均价来看，7月新增土地楼面价10035.42元/平米（同比+59.25%），权益楼面价9649.21元/平米（同比+65.23%）；楼面价/销售均价为65.29%（前值45.73%），7月拿地成本上升较快，主要源于7月新增土储基本位于长三角或粤港澳等都市圈；累计拿地均价计销售均价为45.84%，仍相对成本可控。
- **财务稳健。**截至上半年，公司持有货币资金1438.7亿元，远高于短期借款及一年内到期长期负债的总和666.5亿元，其中货币资金中人民币占比91.9%，美元、港币及其他币种占比8.1%。期末公司有息负债规模为2253.2亿元，较年初减少约358.9亿元，有息负债中，期限结构以一年以上为主，占比约70.4%；负债类型中以银行借款为主，占比约59.2%；债务结构及期限结构较为合理。期末公司净负债率35.04%，较2018年末提升近5pct；净负债率的提升主要源于期内货币资金的减少。
- **投资建议：**公司中期业绩超预期，且未来业绩锁定性进一步提高。作为行业标杆，公司多年来秉承高周转战略，实现了穿越多轮周期的稳健增长。公司各项新业务发展迅速且均已处于行业领先地位。预计公司19-20年公司EPS为3.55元、4.16元，对应PE分别为7.9X、6.7X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**行业销售下滑；股权结构不确定性；地产调控政策超预期。

公司财务数据

利润表(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	240,477	242,897	297,679	353,784	412,358
营业成本	191,721	179,802	209,280	256,011	298,705
毛利	48,756	63,095	88,399	97,773	113,653
销售费用	5,161	6,262	7,868	8,416	9,809
管理费用	6,801	8,866	10,341	12,290	12,892
财务费用	1,592	2,075	5,999	3,500	3,500
其他费用/(-收入)	6,773	8,681	10,213	10,282	11,562
营业利润	39,254	51,147	67,460	79,071	93,932
所得税费用	10,903	13,934	18,188	21,363	25,467
净利润	28,350	37,213	49,272	57,708	68,465
少数股东损益	7,328	9,157	15,500	18,466	22,593
归属于母公司净利润	21,023	28,057	33,772	39,241	45,871

财务指标	2016	2017	2018	2019E	2020E
------	------	------	------	-------	-------

盈利能力	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE	18.5%	21.1%	21.7%	21.4%	21.3%
毛利率	29.4%	34.1%	37.5%	35.4%	35.3%
营业利润率	16.2%	20.9%	22.7%	22.3%	22.7%
销售净利率	8.7%	11.6%	11.3%	11.1%	11.1%
成长能力					
营业收入增长率	23.0%	1.0%	22.6%	18.8%	16.6%
营业利润增长率	17.8%	30.2%	32.8%	16.9%	18.9%
净利润增长率	16.0%	33.5%	20.4%	16.2%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	80.5%	84.0%	84.6%	83.9%	82.8%
流动比	1.24	1.20	1.15	1.15	1.18
速动比	0.44	0.50	0.49	0.51	0.51

每股指标与估值	2016	2017	2018	2019E	2020E
每股指标					
EPS	1.90	2.54	3.06	3.55	4.16
BVPS	10.28	12.02	14.11	16.62	19.53
估值					
P/E	14.71	11.02	9.16	7.88	6.74
P/B	2.73	2.33	1.99	1.69	1.43
P/S	0.05	0.05	0.04	0.03	0.03

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金及现金等价物	87,032	174,121	188,417	191,325	203,738
应收账款及其他应收款项	107,510	164,682	245,913	292,238	340,622
存货	467,361	598,088	750,303	776,777	906,433
其他流动资产	59,392	80,662	98,527	120,071	140,076
流动资产合计	721,295	1,017,553	1,295,072	1,392,323	1,602,780
固定资产及在建工程	6,811	7,099	11,534	7,586	7,774
长期股权投资	61,702	81,224	129,528	129,528	129,528
无形资产、商誉	1,260	1,438	4,953	1,164	1,048
其他非流动资产	39,606	58,033	87,493	82,881	82,616
非流动资产合计	109,379	147,794	233,508	221,159	220,966
资产总计	830,674	1,165,347	1,528,580	1,613,482	1,823,747
短期借款	16,577	16,109	10,102	17,500	18,000
应付账款及其他应付款项	138,048	173,439	229,597	239,890	279,931
合同负债	274,646	407,706	504,711	619,598	723,017
其他流动负债	150,729	250,101	377,504	331,268	342,841
流动负债合计	579,998	847,355	1,121,914	1,208,255	1,363,789
长期借款	56,406	96,029	120,929	96,029	96,029
长期应付账款及其他应付款项	29,108	32,323	47,095	47,095	47,095
其他长期负债	3,485	2,966	3,021	3,021	3,021
非流动负债合计	88,999	131,318	171,045	146,145	146,145
负债和股东权益总计	668,998	978,673	1,292,959	1,354,400	1,509,934
股本	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039
储备	93,741	113,072	139,118	166,547	198,684
少数股东权益	48,232	53,999	79,857	98,323	120,917
负债和股东权益总计	830,674	1,165,347	1,528,580	1,636,152	1,846,416
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	21,023	28,057	33,772	39,241	45,871
折旧摊销	1,149	1,929	2,922	1,626	1,582
营运资本变动	15,482	49,904	-11,428	43,688	-43,016
利息净支出	1,592	2,075	5,999	3,500	3,500
其他	321	358	2,353	10,580	13,535
经营活动现金流	39,566	82,323	33,618	98,635	21,472
资本支出	-2,147	-2,360	-5,897	-1,389	-1,389
其他	-41,242	-49,253	-61,467	7,891	9,064
投资活动现金流	-43,389	-51,613	-67,364	6,502	7,675
债务融资	26,621	59,865	48,719	-83,492	500
权益融资	241	61	-2,722	-	-
其它	4,434	-4,661	-1,380	-15,312	-17,234
筹资活动现金流	31,297	55,265	44,616	-98,804	-16,734
汇率变动	-	-	-	-	-
现金净增加额	27,474	85,974	10,870	6,334	12,413

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证：

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见；分析师的薪酬不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系；分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向CEO直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报；分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券；分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司；分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅（复权后）超 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅（复权后）介于 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度（复权后）介于±5%之间

回避：公司股价跌幅（复权后）超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数组产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。