

强烈推荐-A (维持)

万科A 000002.SZ

目标估值: 38.3
当前股价: 31.26 元
2021年01月18日

“管理红利时代”，公司战略清晰化及 α 能力或推动第二次大发展

基础数据

上证综指	3596
总股本(万股)	1161773
已上市流通股(万股)	971431
总市值(亿元)	3632
流通市值(亿元)	3037
每股净资产(MRQ)	17.4
ROE(TTM)	20.0
资产负债率	83.3%
主要股东	深圳市地铁集团有限公司
主要股东持股比例	27.91%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万科A(000002)一前三季度业绩平稳增长符合预期,维持中期增长提速判断》2020-10-30
- 2、《万科A(000002)一上半年业绩平稳,增长提速态度初显》2020-09-09
- 3、《万科A(000002)一提请回购授权或助力估值修复,4月拿地力度已较明显改善》2020-05-18

赵可 博士

zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

李洋

liyong24@cmschina.com.cn
S1090519030002

刘畅

luchang1@cmschina.com.cn
S1090521010001

申忆扬 研究助理

shenyiyang@cmschina.com.cn

公司作为高质量周转典范,前端(拟开发)+后端(在建未售)周转效率均较高,基本盘拥有造血功能而不是靠周期来换账面盈利,近年来公司的系列动作或均反应对主业的重新聚焦,在行业即将全面到来的“管理红利时代”,公司战略清晰化及 α 能力或推动第二次大发展。我们持续看好公司中长期价值且短期经营或迎改善,维持“强烈推荐-A”评级,目标价38.3元/股。

投资要点:

去年全年销售额实现7000亿元, YOY +12%; 拿地上半年保守而下半年土地溢价率回落后适当改善,节奏较为得当。公司2020年全口径销售面积/金额分别为4668万平米/7042亿元,同比分别增长13.5%/11.6%,销售均价约1.51万元/平,其中12单月销售额实现1000亿元,同比+77%,超市场预期。全年新增全口径计容建面约3219万平米(权益比67%),平均楼面价约0.66万元/平,拿地金额约2115亿元;对应全口径“拿地额/销售额”约30%,权益比较2019年全年亦有下降,反映疫情下拿地偏保守。节奏上看,疫情影响最严重的一季度拿地极少;二季度疫情虽逐步得到控制但土拍市场较为激烈,公司拿地力度改善不明显;三、四季度土地市场溢价率下行后拿地适当改善,对应全口径“拿地额/销售额”分别回升至40%/43%,从土地溢价率的角度看,拿地节奏较为得当。

整体而言,公司未售货量较为充裕且聚焦一二线和热点三四线城市,截至2020年底,公司全口径可售货值约1.6万亿元,按12个月滚动销售测算可供开发2.3年,维持高质量周转特色。

行业已进入“管理红利时代”,近年来公司的系列动作或均反应对主业的重新聚焦,公司 α 能力或推动第二次大发展。公司近些年在多元化的探索中前进、变革,推动中长期战略的进一步清晰化。我们认为,2020年6月广信资产包处置50%股权回笼资金390亿,8月新设西北区域事业集团,三四季度适当加大拿地力度,10月万科物业更名为万物云,并进一步梳理组织框架、业务版图乃至品牌矩阵与战略规划,商业板块持续创新与提效、物流地产板块成功发行首单类REITs产品,都一定程度上反映了公司战略清晰化、聚焦主业的思路。我们认为,在即将全面到来的“管理红利时代”,公司 α 能力或推动第二次大发展。

财务数据与估值

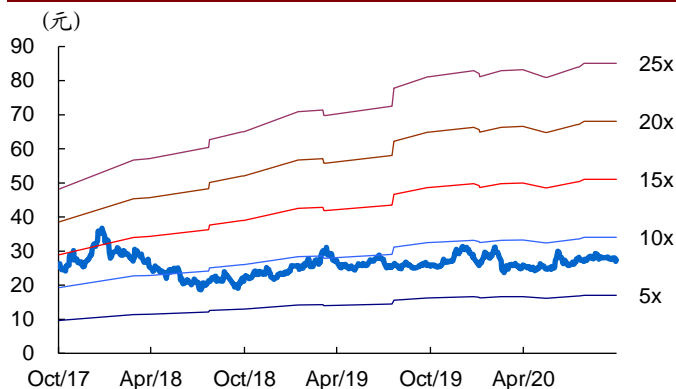
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	297679	367894	439265	520090	614226
同比增长	23%	24%	19%	18%	18%
营业利润(百万元)	67499	76613	82882	95192	109054
同比增长	33%	14%	8%	15%	15%
净利润(百万元)	33773	38872	43482	49423	56657
同比增长	20%	15%	12%	14%	15%
每股收益(元)	3.06	3.44	3.74	4.25	4.88
PE	10.2	9.1	8.4	7.3	6.4
PB	2.2	1.9	1.7	1.4	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

投资建议：公司作为高质量周转典范，前端（拟开发）+后端（在建未售）周转效率均较高，基本盘拥有造血功能而不是靠周期来换账面盈利，近年来公司的系列动作或均反应对主业的重新聚焦，在行业即将全面到来的“管理红利时代”，公司战略清晰化及 alpha 能力或推动第二次大发展。我们持续看好公司中长期价值且短期经营或迎改善，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 38.3 元/股。

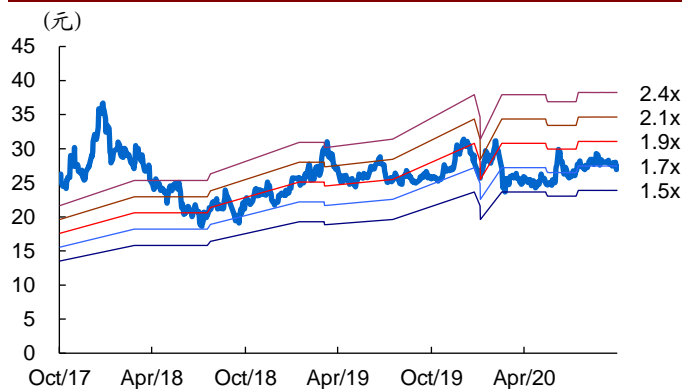
风险提示：拿地力度低于预期、结算规模低于预期、销售额增长低于预期。

图 1：万科 A 历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：万科 A 历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：招商证券房地产组全行业现金流模型

万科A	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
现金流入合计	1228	1389	1732	2331	2297	2498	4096	5558	6121	6092	4282
销售回款	72%	75%	67%	66%	73%	77%	70%	66%	65%	71%	71%
其他经营回款	2%	5%	3%	10%	7%	8%	6%	8%	4%	6%	5%
投资回款	1%	0%	0%	1%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
融资回款	24%	20%	29%	24%	16%	14%	22%	22%	28%	20%	19%
- 股权	2%	3%	2%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	2%	5%
- 借款	22%	17%	27%	19%	13%	9%	17%	17%	16%	13%	13%
- 发债	0%	0%	0%	3%	2%	3%	3%	2%	6%	2%	2%
- 其他	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	0%
其他回款	2%	0%	1%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	1%	3%
现金流出合计	1098	1403	1557	2412	2110	2598	3821	4698	6010	6255	4204
土地/工程/税费等	71%	73%	70%	64%	58%	62%	57%	60%	54%	63%	58%
其他经营支出	10%	4%	6%	8%	10%	13%	14%	10%	11%	5%	12%
投资支出	3%	4%	2%	4%	2%	7%	13%	15%	12%	7%	4%
融资支出	15%	19%	22%	24%	27%	15%	15%	15%	21%	25%	27%
其他支出	1%	1%	0%	0%	2%	2%	0%	0%	2%	0%	0%
现金流净额	131	(15)	176	(81)	186	(100)	275	860	111	(163)	78

资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1295072	1438989	1709817	1933655	2164640
现金	188417	166195	178125	219589	285460
交易性投资	11912	12068	12671	13304	13970
应收票据	3	29	35	41	48
应收款项	1586	1988	2350	2783	3286
其它应收款	244324	235465	254774	270447	294829
存货	750303	897019	1103556	1239624	1344407
其他	98527	126226	158306	187868	222640
非流动资产	233508	290940	299414	311570	318540
长期股权投资	129528	130476	131972	138764	141637
固定资产	11534	12400	13182	13816	14329
无形资产	5170	5491	4942	4447	4003
其他	87276	142574	149318	154543	158572
资产总计	1528579	1729929	2009231	2245225	2483181
流动负债	1121914	1272610	1492639	1670114	1841302
短期借款	10102	15365	16902	17916	18991
应付账款	229597	268222	311683	347098	373916
预收账款	504965	577818	709861	832326	957898
其他	377250	411205	454192	472774	490496
长期负债	171045	186740	196267	200395	204661
长期借款	120929	114320	123846	127975	132240
其他	50116	72420	72420	72420	72420
负债合计	1292959	1459350	1688905	1870508	2045963
股本	11039	11302	11618	11618	11618
资本公积金	8006	12384	12384	12384	12384
留存收益	136719	164372	196043	230247	269606
少数股东权益	79857	82521	100281	120468	143609
归属于母公司所有者权益	155764	188058	220045	254249	293609
负债及权益合计	1528579	1729929	2009231	2245225	2483181

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	33618	45687	87577	67463	89121
净利润	33773	38872	43482	49423	56657
折旧摊销	2922	4120	4359	4164	4004
财务费用	5999	5736	6038	7172	8066
投资收益	(6788)	(4984)	(5855)	(6616)	(7726)
营运资金变动	(11397)	(6493)	21786	(6874)	4971
其它	9110	8436	17767	20193	23148
投资活动现金流	(67364)	(28627)	(7583)	(10339)	(3914)
资本支出	(5897)	(6244)	(3147)	(3147)	(3147)
其他投资	(61468)	(22383)	(4436)	(7192)	(768)
筹资活动现金流	44798	(33338)	(68063)	(15661)	(19335)
借款变动	46502	(43268)	(50530)	6730	6029
普通股增加	0	263	316	0	0
资本公积增加	(324)	4379	0	0	0
股利分配	(9935)	(11537)	(11811)	(15219)	(17298)
其他	8555	16825	(6038)	(7172)	(8066)
现金净增加额	11051	(16278)	11931	41464	65871

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	297679	367894	439265	520090	614226
营业成本	186104	234550	298261	354181	420131
营业税金及附加	23176	32905	34263	42127	50367
营业费用	7868	9044	10103	11962	15356
管理费用	10341	11018	12299	14563	17198
研发费用	946	1067	1274	1508	1781
财务费用	5999	5736	6038	7172	8066
资产减值损失	(2618)	(1866)	1643	1321	1013
公允价值变动	87	69	69	69	69
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	6785	4974	5786	6547	7657
营业利润	67499	76613	82882	95192	109054
营业外收入	474	715	715	715	715
营业外支出	513	789	789	789	789
利润总额	67460	76539	82808	95118	108980
所得税	18188	21408	21566	25508	29181
少数股东损益	15500	16260	17760	20187	23142
归属于母公司净	33773	38872	43482	49423	56657

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	23%	24%	19%	18%	18%
营业利润	33%	14%	8%	15%	15%
净利润	20%	15%	12%	14%	15%
获利能力					
毛利率	37.5%	36.2%	32.1%	31.9%	31.6%
净利率	11.3%	10.6%	9.9%	9.5%	9.2%
ROE	21.7%	20.7%	19.8%	19.4%	19.3%
ROIC	11.8%	12.0%	13.3%	13.5%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	84.6%	84.4%	84.1%	83.3%	82.4%
净负债比率	13.1%	12.2%	8.0%	7.4%	6.9%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转率	197.0	204.1	199.6	199.7	199.5
应付帐款周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
每股资料 (元)					
EPS	3.06	3.44	3.74	4.25	4.88
每股经营现金	3.05	4.04	7.54	5.81	7.67
每股净资产	14.11	16.64	18.94	21.88	25.27
每股股利	1.05	1.05	1.31	1.49	1.71
估值比率					
PE	10.2	9.1	8.4	7.3	6.4
PB	2.2	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	24.4	21.6	19.6	17.2	15.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师、董事，主要从事不动产与综合服务研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师。

李洋：2017 年加入招商证券，4 年房地产行业研究经验，中南大学工学学士、管理学硕士。

刘畅：2018 年加入招商证券，2 年房地产行业研究经验，山东大学物理学学士，曼彻斯特大学物理学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围奖；2016 年度“天眼”中国最佳分析师房地产行业盈利预测最准确分析师第一名；2017 年中国证券分析师金牛奖房地产行业第四名。2018 年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业第一名；2018 年 Wind 金牌分析师房地产行业第四名；2018 年金牛奖最具价值分析师；2018 年度“天眼”明星分析师团队成员分获第一、四名；2019 年新财富房地产行业入围奖；2019 新浪金麒麟房地产行业最佳分析师第四名；2020 年新财富金麒麟房地产行业最佳分析师第五名；2020 年 21 世纪金牌分析师第五名；2020 年新财富、水晶球地产行业入围奖。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。