

万科 A(000002.SZ)/万科企业(02202.HK)

销售表现稳定，丰富土地结构

核心观点:

- **高基数期整体压力较大，结构性因素价格略有回落。**2019 年 11 月份万科实现操盘口径合同销售金额 545.4 亿元，同比下滑 6.5%，前 11 月累计销售金额 5735 亿元，同比上升 5.4%，当月数据高于 19 年月均，但高基数下增速表现低于年内平均。与行业龙头公司相比，11 月公司销售额增速显著弱于龙头房企（top10）平均销售增速，年内累计增速在 9 月达到下半年相对高点后开始进入高基数期，增速水平逐步回落，但从全年角度来看公司大概率仍将创历史销售新高。
- **拿地力度有所回落，新增项目质量维持稳定。**19 年 11 月份公司新增项目 9 个，合计建筑面积 210.1 万方，同比下滑 46%，总地价 78.3 亿元，同比下滑 70%。拿地强度来看，19 年 11 月土地获取总建面占销售面积的比例为 58%，拿地金额占销售金额的比重为 14%，均为 19 年下半年以来拿地力度最低的一个月。土地成本方面，公司 11 月拿地楼面均价 3726 元/方，整体水平较低主要是由于拿地结构的原因。11 月新增拿地测算毛利率水平约为 31%，19 年以来平均为 34%，土地质量基本维持稳定。分线来看，一二线整体占比基本能维持稳定，而长珠三角占比显著下降，而中西部市场占比则大幅提升。
- **19-20 年业绩分别对应动态 PE7.6x、6.6x。**预计 2019-2021 年公司归母净利润分别 405/466/521 亿元，对应 19 年 7.6XPE，20 年 6.6XPE，给予万科 A 股 19 年 PE11x 的合理估值，对应合理价值为 40.37 元/股，维持“买入评级”，给予万科 H 股 19 年 PE9.5x 合理估值，对应合理价值为 38.65 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业基本面景气程度不断下降，新进入城市去化放缓，公司地产结算进度不及预期。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242897	297679	364416	435737	496703
增长率(%)	1%	23%	22%	20%	14%
EBITDA(百万元)	49277	72166	76718	87433	95941
净利润(百万元)	28052	33773	40508	46637	52109
增长率(%)	33%	20%	20%	15%	12%
EPS(元/股)	2.54	3.06	3.67	4.22	4.72
市盈率(P/E)	11.0	9.2	7.6	6.6	5.9
市净率(P/B)	2.3	2.0	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	7.3	4.5	5.6	5.3	5.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格

28.05 元/29.8 港元

合理价值

40.37 元/38.65 港元

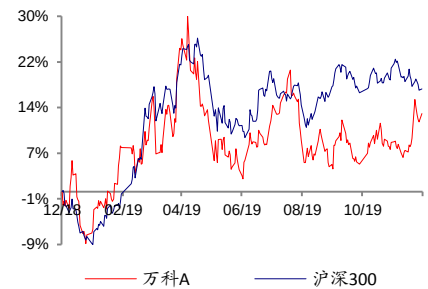
前次评级

买入/买入

报告日期

2019-12-03

相对市场表现



分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

万科 A(000002.SZ)/万科企业 2019-10-27

(02202.HK):利润率持续改

善，逆周期加大土地投资力

度

万科 A(000002.SZ)/万科企业 2019-08-26

(02202.HK):收敛聚焦，巩固

提升基本盘

万科 A(000002.SZ)/万科企业 2019-04-08

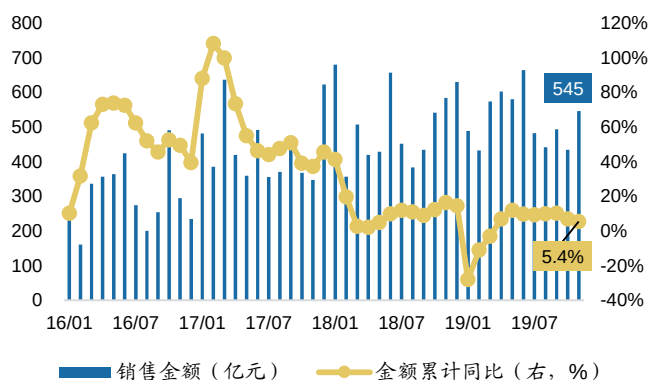
(02202.HK):稳固基本盘，拓

展新方向

高基数期整体压力较大，结构性因素价格略有回落

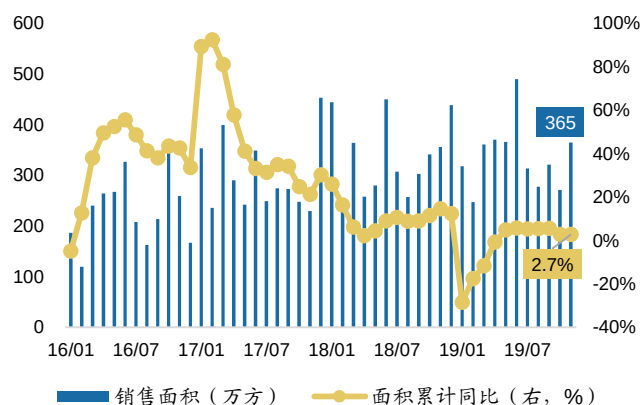
2019年11月份公司实现操盘口径合同销售金额545.4亿元，同比下滑6.5%，回落幅度较上月收窄13.3个百分点，操盘合同销售面积364.5万方，同比上升2.5%，增速较上月提高23个百分点，销售均价14963元/方，同比下降8.8%，环比下滑6.4%。从当月数据来看高于2019年月均销售水平，但较高的同期基数是公司的增速表现低于年内平均表现。累计数据来看，前11月累计销售金额5735亿元，同比上升5.4%，前11月累计销售面积3698万方，同比上升2.7%，累计销售均价15511元/方，同比上升2.6%。

图1：万科A单月销售金额及累计同比增速



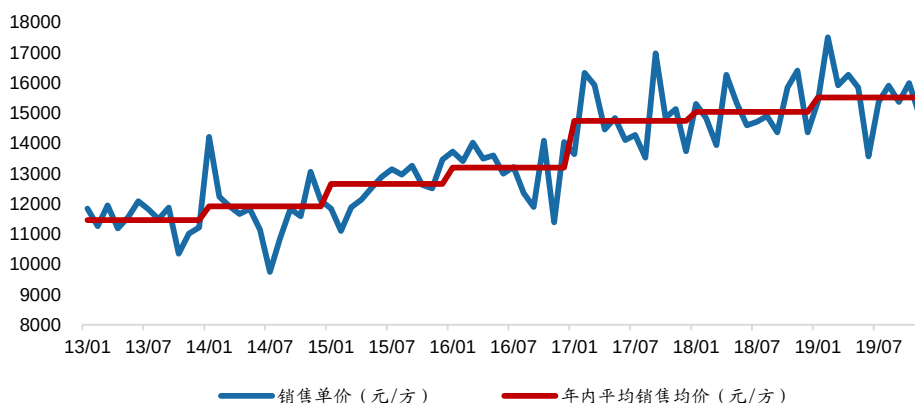
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图2：万科A单月销售面积及累计同比增速



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图3：万科A单月销售均价（元/方）及年度销售均价（元/方）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

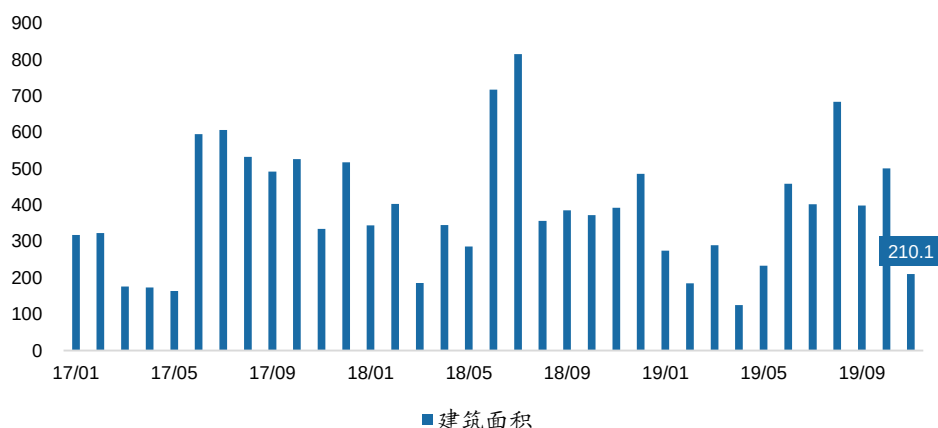
与行业龙头公司相比，11月公司销售额增速（-6.5%）显著弱于龙头房企（top10）平均销售增速（28.6%）。公司年内销售累计增速在9月达到10.2%下半年的相对高点，之后开始进入高基数期，累计增速水平逐步回落，但从全年角度来看公司大概

率仍将创历史销售新高。

拿地力度有所回落，新增项目质量维持稳定

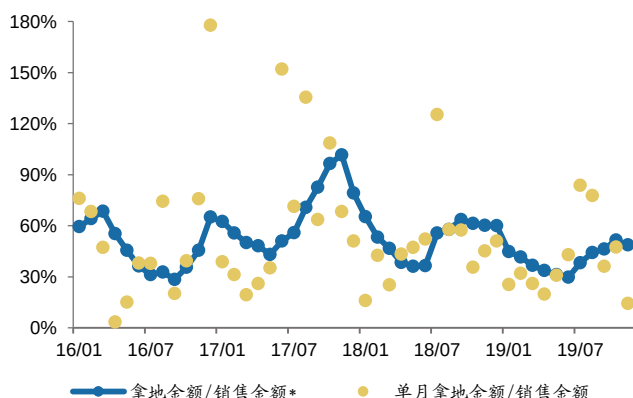
拿地方面，19年11月份公司新增项目9个，合计获取土地规模90.7万方，规划建筑面积210.1万方，同比下滑46%，总地价78.3亿元，同比下滑70%，其中归属万科的权益建筑面积为86.9万方，权益地价款为78.3亿元，地价权益比例为37%，建面权益比例为41%，楼面均价3726元/方。前11月累计来看，万科合计新增项目150个，合计获取土地规模1720万方，规划建筑面积3759万方，同比下降18%，总地价2202亿元，同比下滑16%，其中归属万科的权益建筑面积2752万方，权益地价款1661亿元，地价权益比例为75%，建面权益比例为73%，楼面均价5858元/方。

图4：万科A单月新增土地建筑面积（万方）



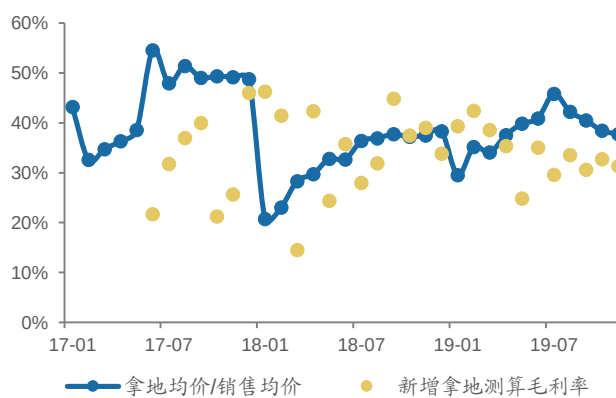
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图5：万科A土地投资力度趋势



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图6：万科拿地均价/销售均价及测算毛利率表现



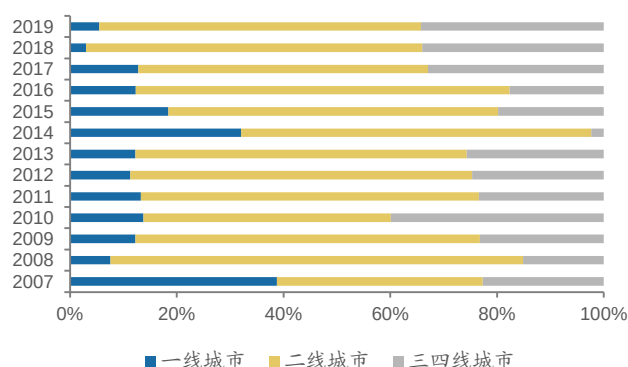
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

拿地强度来看，19年11月，单月土地获取总建面占销售面积的比例为58%，拿地金额占销售金额的比重为14%，均为19年下半年以来拿地力度最低的一个月。累

计土地获取总建面占销售面积的比例为102%，较上月回落4个百分点，较去年全年下滑24个百分点。累计拿地金额占销售金额的比重为38%，较上月下滑3个百分点，较去年全年下滑10个百分点。19年公司全口径拿地力度有所下滑，但权益占比显著提升，19年累计权益拿地金额上升20%。

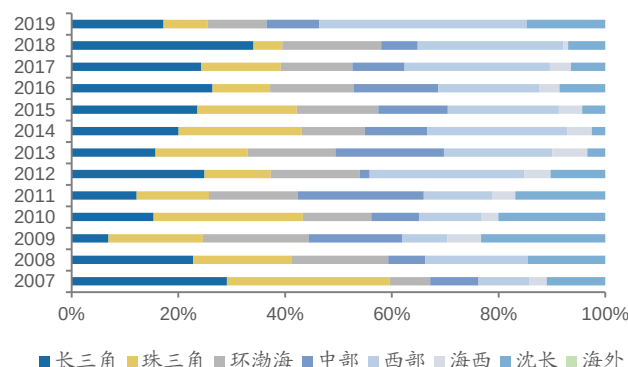
土地成本方面，公司11月拿地楼面均价3726元/方，整体水平较低主要是由于拿地结构的原因，19年累计拿地均价为5858元/平米，占销售均价比例为37.8%，与去年水平基本相当但优于17年。11月新增拿地测算毛利率水平约为31%，19年以来平均为34%，土地质量基本维持稳定。分线来看，一二线整体占比基本能维持稳定，而长三角占比显著下降，而中西部市场占比则大幅提升。

图7：万科拿地面积分线分布



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图8：万科拿地面积分区域分布



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表 1：万科 19 年 11 月获取地产项目明细

城市	项目名称	分线	分区域	权益	建面	权益建面	总价款	楼面价
				(%)	(万方)	(万方)	(亿元)	(元/方)
广州	中新知识城 ZSCN-C1-1 地块项目 (幸福誉 4 期)	1	珠三角	20%	23.20	4.73	17.79	7670
杭州	运河万科中心 4 号地块	2	长三角	25%	6.20	1.52	3.96	6386
太原	控制中心项目 SG-1963 用地	2	中部	50%	5.00	2.50	2.36	4720
四平	硅谷大街项目	3	沈长	51%	45.30	23.10	2.90	641
哈尔滨	孙家材料厂项目	2	沈长	50%	28.80	14.40	12.80	4444
青岛	远通物联地块	2	环渤海	49%	9.60	4.70	5.16	5378
西宁	城中区 293 亩	2	西部	20%	52.00	10.61	19.36	3724
贵阳	花冠路项目	2	西部	65%	35.00	22.75	11.22	3204
贵阳	翡翠公园后续 31 亩用地	2	西部	51%	5.00	2.55	2.73	5451
合计				41%	210.1	183.3	86.8	3726

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

此外，公司11月新增两块物流用地，分别位于长沙和杭州，合计建筑面积32.2万方，权益拿地金额5.03亿元，19年以来公司新增物流用地20宗，拿地建筑面积178.8

万方，与18年接近500万方的体量相比有所回落。

盈利预测与投资评级

公司前11月经营稳定，销售预计全年将会再创新高，而土地投资方面总量稳定，权益占比显著提升，对于优质资产的掌控能力加强。公司可结算资源依旧充沛（预收账款保障倍数维持在1.6左右的高位），未来2-3年对于业绩增长的保障能力较强。

预计2019-2021年公司收入规模为3644/4357/4967亿元，同比增长22%/20%/14%，归母净利润分别为405/466/521亿元，同比增长20%/15%/12%；对应19年7.6XPE，20年6.6XPE。

合理价值方面，过去两年地产行业公司A股平均PE为9x，H股平均PE为7x，而万科的A股平均PE为11.6x，H股平均PE为10.1x，具有一定估值溢价。我们认为板块以及主流地产公司估值具备进一步提升空间，谨慎起见，给予万科A股19年PE11x的合理估值，对应合理价值为40.37元/股，维持“买入评级”，给予万科H股19年PE9.5x合理估值，对应合理价值为38.65港元/股，维持“买入”评级。

风险提示

行业基本面景气程度不断下降，新进入城市去化放缓，影响公司的销售情况。公司地产结算进度不及预期。融资成本上升对于行业整体利润率水平会有较大的影响。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	1,017,553	1,295,072	1,438,882	1,499,566	1,487,463	
货币资金	174,121	188,417	177,825	183,471	191,939	
应收及预付	237,700	321,864	355,272	354,372	363,892	
存货	598,088	750,303	891,197	947,136	917,046	
其他流动资产	7,645	34,488	14,588	14,588	14,588	
非流动资产	147,794	233,508	306,141	419,120	588,263	
长期股权投资	81,224	129,528	200,768	309,183	473,049	
固定资产	7,099	11,534	13,841	16,609	19,930	
在建工程	1,022	1,913	4,490	7,363	10,612	
无形资产	3,710	10,214	10,214	10,214	10,214	
其他长期资产	54,739	80,319	76,829	75,753	74,457	
资产总计	1,165,347	1,528,579	1,745,023	1,918,687	2,075,727	
流动负债	847,355	1,121,914	1,265,224	1,344,834	1,397,890	
短期借款	16,109	10,102	23,911	29,460	34,428	
应付及预收	784,063	986,496	1,101,070	1,167,436	1,197,678	
其他流动负债	47,184	125,316	140,243	147,938	165,784	
非流动负债	131,318	171,045	183,911	211,340	240,883	
长期借款	96,029	120,929	131,921	157,417	184,936	
应付债券	32,323	47,095	47,095	47,095	47,095	
其他非流动负债	2,966	3,020	4,895	6,828	8,851	
负债合计	978,673	1,292,959	1,449,135	1,556,174	1,638,773	
股本	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039	
资本公积	8,329	8,006	16,107	25,435	35,856	
留存收益	113,072	139,118	171,524	208,834	250,521	
归属母公司股东权益	132,675	155,764	198,671	245,308	297,417	
少数股东权益	53,999	79,857	97,217	117,204	139,537	
负债和股东权益	1,165,347	1,528,579	1,745,023	1,918,687	2,075,727	

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	242,897	297,679	364,416	435,737	496,703
营业成本	160,080	186,104	232,827	286,940	337,930
营业税金及附加	19,722	23,176	36,302	41,846	41,831
销售费用	6,262	7,868	8,747	9,555	10,755
管理费用	8,866	10,341	11,343	11,789	12,438
财务费用	2,075	5,999	6,649	7,512	6,897
资产减值损失	1,319	2,354	0	0	0
公允价值变动收益	0	87	0	0	0
投资净收益	6,245	6,788	6,476	8,031	9,275
营业利润	50,813	67,499	75,023	86,124	96,127
营业外收入	723	474	0	0	0
营业外支出	394	513	0	0	0
利润总额	51,142	67,460	75,023	86,124	96,127
所得税	13,934	18,188	17,155	19,499	21,685
净利润	37,208	49,272	57,868	66,625	74,442
少数股东损益	9,157	15,500	17,360	19,987	22,332
归属母公司净利润	28,052	33,773	40,508	46,637	52,109
EBITDA	49,277	72,166	76,718	87,433	95,941
EPS (元)	2.54	3.06	3.67	4.22	4.72

现金流量表			单位: 百万元		
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	82,323	33,618	34,363	86,840	135,729
净利润	37,208	49,272	57,868	66,625	74,442
折旧摊销	1,310	1,976	1,522	1,827	2,192
营运资金变动	36,761	-34,399	-59,727	11,326	50,813
其它	7,044	16,770	34,700	7,062	8,282
投资活动现金流	-51,613	-67,364	-75,179	-107,852	-163,355
资本支出	-2,360	-5,897	-13,183	-10,790	-12,750
投资变动	-30,429	-29,976	-61,996	-97,062	-150,605
其他	-18,824	-31,492	0	0	0
筹资活动现金流	55,265	44,798	30,223	26,657	36,094
银行借款	94,576	96,053	119,553	147,301	172,139
债权融资	10,620	38,983	0	0	0
股权融资	14,254	19,491	0	0	0
其他	-64,185	-109,729	-89,330	-120,643	-136,044
现金净增加额	84,836	11,342	-10,592	5,645	8,468
期初现金余额	79,490	164,326	175,668	165,076	170,721
期末现金余额	164,326	175,668	165,076	170,721	179,189

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	1.0%	22.6%	22.4%	19.6%	14.0%
营业利润增长	30.2%	32.8%	11.1%	14.8%	11.6%
归母净利润增长	33.4%	20.4%	19.9%	15.1%	11.7%
获利能力					
毛利率	34.1%	37.5%	36.1%	34.1%	32.0%
净利率	15.3%	16.6%	15.9%	15.3%	15.0%
ROE	21.1%	21.7%	20.4%	19.0%	17.5%
ROIC	28.6%	31.0%	28.0%	33.0%	46.8%
偿债能力					
资产负债率	84.0%	84.6%	83.0%	81.1%	78.9%
净负债比率	8.8%	25.0%	37.1%	39.4%	42.3%
流动比率	1.20	1.15	1.14	1.12	1.06
速动比率	0.41	0.42	0.38	0.36	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.22	0.22	0.24	0.25
应收账款周转率	138.48	197.21	60.77	29.13	20.47
存货周转率	0.30	0.28	0.28	0.31	0.36
每股指标 (元)					
每股收益	2.54	3.06	3.67	4.22	4.72
每股经营现金流	7.46	3.05	3.11	7.87	12.30
每股净资产	12.02	14.11	18.00	22.22	26.94
估值比率					
P/E	11.0	9.2	7.6	6.6	5.9
P/B	2.3	2.0	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	7.3	4.5	5.6	5.3	5.2

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。