

强烈推荐-A (维持)

万科A 000002.SZ

目标估值: 38.3
当前股价: 25.65 元
2020年03月31日

高质量周转标杆, 事业合伙人增持彰显发展信心

基础数据

上证综指	2750
总股本(万股)	1130214
已上市流通股(万股)	971517
总市值(亿元)	2899
流通市值(亿元)	2492
每股净资产(MRQ)	16.6
ROE(TTM)	20.7
资产负债率	84.4%
主要股东	深圳市地铁集团有限公司
主要股东持股比例	28.69%

股价表现



相关报告

- 《万科A(000002)——高质量周转标杆, 关注焦点应落在今年后续拿地上》2020-03-18
- 《万科A(000002)——11月销售略有放缓, 累计权益拿地并未减弱》2019-12-11
- 《万科A(000002)——高质量周转标杆, 交易层面压力或正逐步释放》2019-11-26

赵可 博士

0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

李洋

liyang24@cmschina.com.cn
S1090519030002

研究助理

路畅

luchang1@cmschina.com.cn

行业整体去杠杆背景下, 新的起跑线已出现, 具备高质量周转的类万科公司或已和其余公司拉开距离, 高质量周转=无息负债驱动+非囤地模式, 特点是前端(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, 在现金流量表上则体现为销售回款持续且稳定的高于融资回款, 理应享有估值溢价; 短期角度, 公司业绩持续稳健增长能力较强, 新业务潜在价值进一步凸显, 事业合伙人再次增持充分彰显对公司发展信心, 持续看好公司长期价值且短期性价比凸出, 维持“强烈推荐-A”评级, 目标价38.3元/股。

投资要点:

(1) 事业合伙人增持16亿元, 彰显对公司中长期发展信心。3月31号, 公司公告, 代表事业合伙人的“盈安合伙”通过大宗交易形式继续购入公司0.65亿股(占当前总股本0.58%), 平均价格25元/股, 对应金额16.25亿元。盈安合伙成立于2014年5月, 当时房地产市场低迷, 公司估值偏低, 同时, 公司大股东持股比例较低, 股权分散。公司在2014年5月至2015年1月期间, 将当时“集体奖金”账户的资金作为劣后资金, 通过资管计划(金鹏计划)累计购入公司4.96亿股(占当前股本4.39%)。时隔五年的这次增持完成后, 盈安合伙总共持有公司5.61亿股, 占总股本比例4.97%。我们认为, 该事件充分彰显了对公司中长期发展信心, 且当前股权结构已基本稳定; 同时, 公司股价已超调, 对应2020PE=6.3X, 安全边际显著, 配置价值凸出。

(2) 2019年权益拿地力度并未减弱, 公司前端(拟开发)周转效率持续加快, 2020年关注焦点应落在后续拿地上。公司19年全口径销售面积/金额分别为4112万平米/6308亿元, 同比分别增长1.8%/3.9%, 销售均价约1.53万元/平。全年新增全口径计容建面3717万平米, 平均楼面价约0.63万元/平, 从“拿地建面/销售面积”看拿地力度, 19年仅90%, 低于17、18年水平, 但拿地权益比相较18年提升14PCT至67%, 也即从权益角度看, 19年拿地力度较18年并未减弱; 从节奏上看, 19年上半年土地市场局部过热时拿地适当收敛, 下半年土地市场降温后积极补货, 拿地纪律造就较好的踩点能力, 全年新增土储80%位于一二线城市(权益土地款口径); 地价房价比(楼面均价/销售均价)全年约41%, 高于18年但跟过去3年平均水平相当, 也即潜在盈利能力相对可控。

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	439449	520308	631654
同比增长	23%	24%	19%	18%	21%
营业利润(百万元)	67499	76613	90159	105896	127631
同比增长	33%	14%	18%	17%	21%
净利润(百万元)	33773	38872	46056	54049	65100
同比增长	20%	15%	18%	17%	20%
每股收益(元)	3.06	3.44	4.08	4.78	5.76
PE	8.4	7.5	6.3	5.4	4.5
PB	1.8	1.5	1.3	1.1	.9

资料来源: 公司数据、招商证券

整体而言，公司未售货量充裕且聚焦一二线和热点三四线城市，截至 19 年底，公司全口径在建及拟开发建面约 1.77 亿平，剔除已售未结后可售建面约 1.1 亿方，对应可售货值 1.6 万亿元，按 12 个月滚动销售测算可供开发 2.5 年，本轮周期以来，公司前端（拟开发）周转效率持续加快，凸显极致的高质量周转特色。

（3）多元化业务潜在价值逐步凸显。

a. 物业管理：在管面积 4.5 亿平，累计签约面积 6.4 亿平（同比+26%），19 年全年营收 127 亿元，同比+30%（18 年全年+33%），占比公司总营收的 3.5%；报告期内，一方面，继续积极拓展资源，全年新增项目签约饱和收入近 54 亿元，同比+33%，其中住宅/非住宅占比分别为 62%/38%；另一方面，与戴德梁行成立合资公司，实现商业物业服务 and 设施管理的强强联合。万科物业近几年积极拓展项目资源，快速增长、且市场口碑好，具备较高潜在价值。

b. 商业物业：截至 19 年末，公司合计管理商业项目总建筑面积超过 1350 万平（19 年中）；其中，印力集团运营项目逾 108 个（较年初减少了 12 个），管理面积近 900 万平，已开业面积为 644 万平方米（90%为购物中心，出租率 90+%）。另外，19 年 11 月公司发起印象壹号商业投资基金，总规模 30 亿元，未来将投向购物中心的开发和运营。整体而言，公司商业物业规模已处于行业前列，且持续在提升既有项目的运营表现，潜在价值也较大。

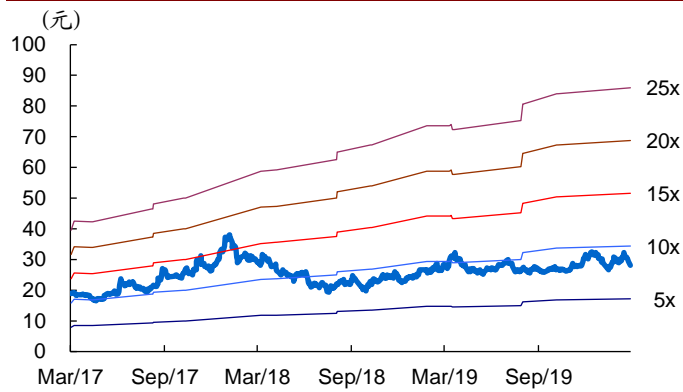
c. 物流地产：19 年万纬物流新获取项目 21 个，对应可租赁物业建面 191 万方；截至 19 年底，已进驻 44 个城市，累计获取 138 个项目（123 个高标库+15 个冷库），对应可租赁物业建面 1086 万平，其中稳定运营项目 53 个，含 45 个高标库项目和 8 个冷链项目，高标库稳定运营项目平均出租率为 92%，冷库的全年仓库使用率为 82%。另外，公司持有普洛斯 21.4% 股权，为单一最大持有人。公司物流地产已处于行业领先地位，重估价值较为可观（数百亿量级）。

（4）负债率维持低位，财务结构极为稳健，无息负债驱动的标杆。截至 19 年末，公司账面有息负债 2579 亿元，从期限上看，即期有限负债占比仅 36.4%，从融资对象上看，银行借款/债券/其他借款占比分别为 55%/24%/21%，对应综合成本约 5.4%，与 18 年持平；净负债率较 18 年底提高 3 PCT 至 34%，持续位于行业较低水平；公司在手现金 1662 亿元，对即期有息负债的保障倍数约 1.8 倍，财务结构极为稳健。

投资建议：行业整体去杠杆背景下，新的起跑线已出现，具备高质量周转的类万科公司或已和其余公司拉开距离，高质量周转=无息负债驱动+非囤地模式，特点是前端（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，在现金流量表上则体现为销售回款持续且稳定的高于融资回款（图 3），理应享有估值溢价；短期角度，公司业绩持续稳健增长能力较强，新业务潜在价值进一步凸显，事业合伙人再次增持充分彰显对公司发展信心，持续看好公司长期价值且短期性价比凸出，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 38.3 元/股。

风险提示：疫情影响超预期、拿地力度低于预期、结算规模低于预期。

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

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	1661133	1888502	2165233
现金	188417	166195	190317	238940	306240
交易性投资	11912	12068	12671	13304	13970
应收票据	3	29	35	41	50
应收款项	1586	1988	2351	2784	3380
其它应收款	244324	235465	254881	270560	303194
存货	750303	897019	1048736	1181869	1317871
其他	98527	126226	152142	181004	220529
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	1960547	2200072	2483773
流动负债	1121914	1272610	1434484	1607573	1811532
短期借款	10102	15365	16902	17916	18991
应付账款	229597	268222	296200	330926	366536
预收账款	504965	577818	674599	793548	938991
其他	377250	411205	446784	465183	487014
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	1630751	1807968	2016192
股本	11039	11302	11302	11302	11302
资本公积金	8006	12384	12384	12384	12384
留存收益	136719	164372	204777	245009	293895
少数股东权益	79857	82521	101332	123409	149999
归属于母公司所有者权益	155764	188058	228464	268696	317582
负债及权益合计	1528579	1729929	1960547	2200072	2483773

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	33618	45687	93918	73205	89447
净利润	33773	38872	46056	54049	65100
折旧摊销	2922	4120	4359	4164	4004
财务费用	5999	5736	6032	7157	8046
投资收益	(6788)	(4984)	(5855)	(6616)	(7726)
营运资金变动	(11397)	(6493)	24508	(7632)	(6576)
其它	9110	8436	18818	22083	26598
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)	(62212)	(14243)	(18232)
借款变动	42086	(49286)	(50530)	6730	6029
普通股增加	0	263	0	0	0
资本公积增加	(324)	4379	0	0	0
股利分配	(5520)	(5520)	(5651)	(13817)	(16215)
其他	8555	16825	(6032)	(7157)	(8046)
现金净增加额	11051	(16278)	24122	48623	67300

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	439449	520308	631654
营业成本	186104	234550	283445	337680	411838
营业税金及附加	23176	32905	40429	46307	55586
营业费用	7868	9044	10804	12792	15529
管理费用	10341	11018	13161	15583	18918
研发费用	946	1067	1274	1509	1831
财务费用	5999	5736	6032	7157	8046
资产减值损失	(2618)	(1866)	1643	1321	1013
公允价值变动	87	69	69	69	69
投资收益	6785	4974	5786	6547	7657
营业利润	67499	76613	90159	105896	127631
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	90085	105822	127557
所得税	18188	21408	25217	29697	35867
净利润	49272	55132	64868	76125	91691
少数股东损益	15500	16260	18812	22076	26590
归属于母公司净	33773	38872	46056	54049	65100

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	23%	24%	19%	18%	21%
营业利润	33%	14%	18%	17%	21%
净利润	20%	15%	18%	17%	20%
获利能力					
毛利率	37.5%	36.2%	35.5%	35.1%	34.8%
净利率	11.3%	10.6%	10.5%	10.4%	10.3%
ROE	21.7%	20.7%	20.2%	20.1%	20.5%
ROIC	11.8%	12.0%	13.8%	14.2%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	84.6%	84.4%	83.2%	82.2%	81.2%
净负债比率	13.1%	12.2%	8.2%	7.6%	6.9%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
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	202.0
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	4.08	4.78	5.76
每股经营现金	3.05	4.04	8.31	6.48	7.91
每股净资产	14.11	16.64	20.21	23.77	28.10
每股股利	0.50	0.50	1.22	1.43	1.73
估值比率					
PE	8.4	7.5	6.3	5.4	4.5
PB	1.8	1.5	1.3	1.1	.9
EV/EBITDA	23.4	20.8	17.5	15.0	12.6

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，主要从事房地产行业研究，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，3 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，1 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。

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。