



中信证券研究部



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



李金哲
地产分析师
S1010520090001

核心观点

我们认为，在管理红利时代，公司会进一步轻资产化（只持有少数核心资产，并发挥运营管理能力轻资产经营大量资产）；精益化（持续不懈提升管理能力，控制费用率）；科技化（加大科技系统的投入）和综合化（在城乡服务的不同领域协同作战，优化品牌）。总而言之，公司十分适应三道红线之后的管理红利时代，我们看好公司前景。维持“买入”评级。

■ **三道红线预计将进一步推动资产出表。**2020年6月底，公司剔除预收帐款的资产负债率为75.5%，净负债率为27.9%，现金对有息负债的覆盖比为195.5%，公司有息负债规模为2755.5亿元，同比增长20.1%。公司经营极为看重信用，但由于物流地产、商业产城等业务板块以成本入账，公司资产负债率仍显较高。相比ESR等竞争对手，公司仓储物流等业务资产显著偏重。我们相信，公司盘活存量资产，有利于降杠杆率，也有利于聚焦运营，提升服务水平。

■ **好产品、好服务的内涵是管理红利。**公司致力于提供好产品和好服务。我们认为，房住不炒和三道红线意味着杠杆率、拿地时间等不再成为企业价值决定因素，而全产业链整合之下的产品红利、管理红利成为决定房地产公司优劣的长期关键因素。好产品、好服务并没有简单划一的标准（比如快周转这样的一招鲜），公司相对广泛的产品系提升了其产品和服务的综合竞争力。

■ **品牌年轻化，科技化提效推动服务内容差异化。**万科的服务质量素来享有美誉。这不仅是说万科物业口碑良好，也是说物流、商管、长租、冰雪、教育等各条战线服务水平位列前茅。我们认为，服务的品质将是未来公司轻资产业务领先行业的根本。目前物业管理等行业的服务同质化严重，人员效率提升空间很大，公司是业内最重视科技投入的开发企业，也是最重视理解年轻人的地产开发品牌，未来公司综合服务优势有望进一步巩固。

■ **各项业务经营指标进一步提升。**截至2020年6月，万科物业在管面积超过5亿平米，是当前在管规模最大的物管公司；泊寓已开业12.7万间，入住率方面疫情的冲击已经完全消除；公司累计开业商业面积836万平米，规划在建543万平米，累计开业物流仓储616万平米，规划在建459万平米。公司已经成为商业和物流仓储领域全国领先的品牌。

■ **风险提示：**在好服务领域，公司面临跨界竞争的压力。尽管公司在打造品牌，科技投入方面于地产业内领先，但和科技巨头相比仍有很大的差别。

■ **看好公司的轻资产化、精益化、科技化和综合化。**我们认为，在管理红利时代，公司会进一步轻资产化（只持有少数核心资产，并发挥运营管理能力轻资产经营大量资产）；精益化（持续不懈提升管理能力，控制费用率）；科技化（加大科技系统的投入）和综合化（在城乡服务的不同领域协同作战，优化品牌）。总而言之，公司十分适应三道红线之后的管理红利时代。我们维持公司2020/21/22年3.83/4.56/5.07元的EPS预测，维持34.47元目标价（对应2020年9倍PE），维持“买入”的投资评级。

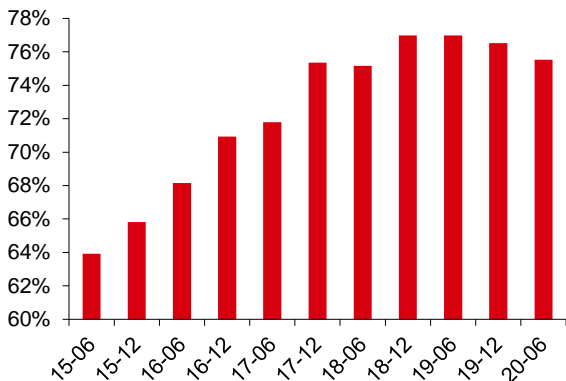
万科 A	000002
评级	买入（维持）
当前价	28.40 元
目标价	34.47 元
总股本	11,618 百万股
流通股本	9,714 百万股
52周最高/最低价	32.56/24.55 元
近1月绝对涨幅	1.07%
近6月绝对涨幅	2.09%
近12月绝对涨幅	4.33%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679	367,894	430,480	537,290	612,746
营业收入增长率	22.6%	23.6%	17.0%	24.8%	14.0%
净利润(百万元)	33,773	38,872	44,453	52,952	58,846
净利润增长率	20.4%	15.1%	14.4%	19.1%	11.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.06	3.47	3.83	4.56	5.07
毛利率%	37.5%	36.2%	35.7%	35.2%	34.7%
净资产收益率 ROE%	21.68%	20.67%	19.49%	19.88%	19.10%
每股净资产(元)	13.41	16.19	19.64	22.93	26.52
PE	9.3	8.2	7.4	6.2	5.6
PB	2.1	1.8	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

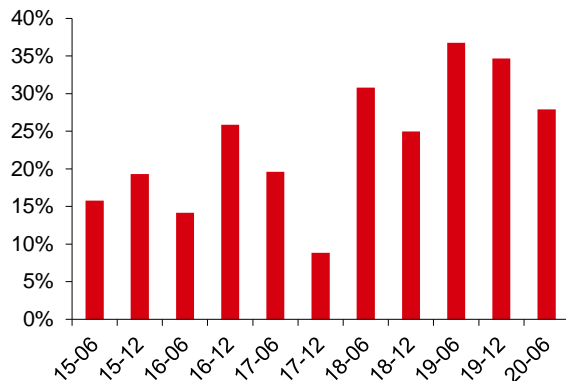
注：股价为2020年9月28日收盘价

图 1: 公司剔除预收账款的资产负债率



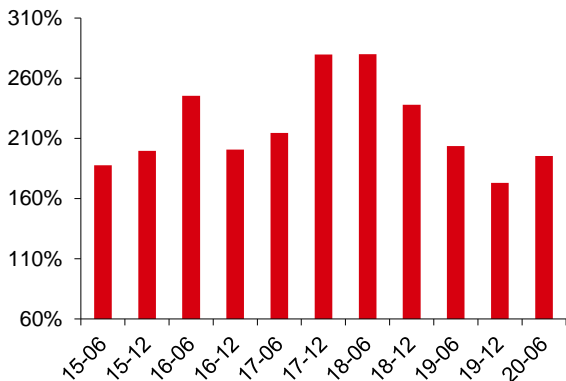
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 公司净负债率



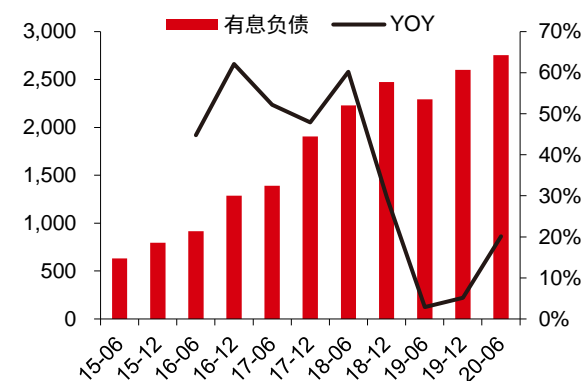
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 公司现金对短期有负债的覆盖比例



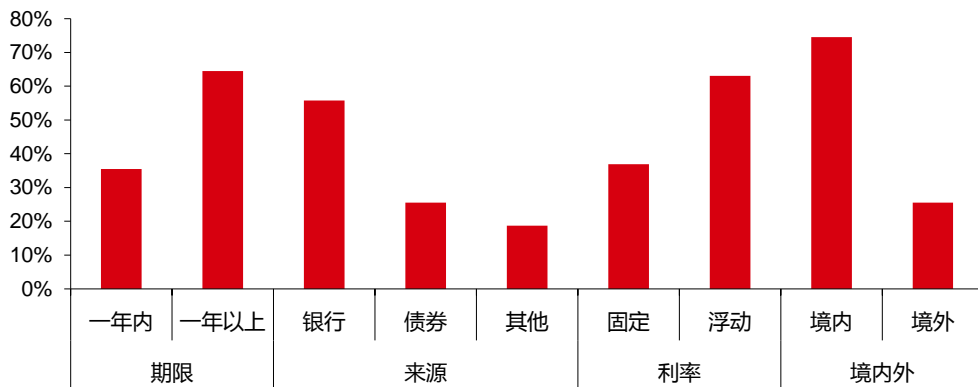
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 公司有息负债规模及同比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 5: 2020 年 6 月公司有息负债结构情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	297,679	367,894	430,480	537,290	612,746
营业成本	186,104	234,550	276,855	348,034	400,288
毛利率	37.48%	36.25%	35.69%	35.22%	34.67%
营业税金及附加	23,176	32,905	38,958	48,056	49,903
销售费用	7,868	9,044	11,020	13,184	12,811
营业费用率	2.64%	2.46%	2.56%	2.45%	2.09%
管理费用	10,341	11,018	14,520	17,626	18,481
管理费用率	3.47%	2.99%	3.37%	3.28%	3.02%
财务费用	5,999	5,736	7,274	10,865	20,614
财务费用率	2.02%	1.56%	1.69%	2.02%	3.36%
投资收益	6,788	4,984	6,006	5,926	6,766
营业利润	67,499	76,613	87,042	103,108	115,225
营业利润率	22.67%	20.82%	20.22%	19.19%	18.80%
营业外收入	474	715	638	609	654
营业外支出	513	789	815	706	770
利润总额	67,460	76,539	86,864	103,011	115,109
所得税	18,188	21,408	23,794	28,267	31,771
所得税率	26.96%	27.97%	27.39%	27.44%	27.60%
少数股东损益	15,500	16,260	18,618	21,793	24,492
归属于母公司股东的净利润	33,773	38,872	44,453	52,952	58,846
净利率	11.35%	10.57%	10.33%	9.86%	9.60%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	188,417	166,195	172,192	214,916	245,098
存货	750,303	897,019	966,056	1,214,294	1,396,574
应收账款	1,586	1,988	2,386	2,915	3,344
其他流动资产	354,766	373,788	386,747	439,226	457,590
流动资产	1,295,072	1,438,989	1,527,382	1,871,351	2,102,607
固定资产	11,534	12,400	30,255	45,989	59,600
长期股权投资	129,528	130,476	130,476	130,476	130,476
无形资产	4,953	5,270	5,270	5,270	5,270
其他长期资产	87,493	142,795	149,448	156,426	162,941
非流动资产	233,508	290,940	315,448	338,160	358,286
资产总计	1,528,579	1,729,929	1,842,830	2,209,511	2,460,893
短期借款	10,102	15,365	35,986	297,238	505,520
应付账款	0	267,281	205,149	218,165	220,158
其他流动负债	1,111,812	989,964	1,077,694	1,102,053	1,068,900
流动负债	1,121,914	1,272,610	1,318,830	1,617,456	1,794,579
长期借款	120,929	114,320	120,320	126,320	132,320
其他长期负债	50,116	72,420	74,420	76,420	78,420
非流动性负债	171,045	186,740	194,740	202,740	210,740
负债合计	1,292,959	1,459,350	1,513,570	1,820,196	2,005,319
股本	11,039	11,302	11,618	11,618	11,618
资本公积	8,006	12,384	19,170	19,170	19,170
归属于母公司所有者权益合计	155,764	188,058	228,122	266,384	308,150
少数股东权益	79,857	82,521	101,139	122,931	147,424
股东权益合计	235,621	270,579	329,261	389,316	455,574
负债股东权益总计	1,528,579	1,729,929	1,842,830	2,209,511	2,460,893

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	67,460	76,539	86,864	103,011	115,109
所得税支出	-18,188	-21,408	-23,794	-28,267	-31,771
折旧和摊销	2,922	4,120	3,362	5,483	7,605
营运资金的变化	-13,963	-10,623	-56,742	-264,763	-232,838
其他经营现金流	-4,613	-2,941	-4,471	145	8,794
经营现金流合计	33,618	45,687	5,220	-184,391	-133,101
资本支出	-5,897	-6,244	-21,217	-21,217	-21,217
投资收益	6,788	4,984	6,006	5,926	6,766
其他投资现金流	-68,256	-27,367	-969	-1,291	-855
投资现金流合计	-67,364	-28,627	-16,180	-16,583	-15,305
发行股票	19,491	11,814	7,101	0	0
负债变化	208,890	194,336	28,621	269,252	216,282
股息支出	-9,935	-11,537	-11,490	-14,690	-17,079
其他融资现金流	-173,649	-227,951	-7,274	-10,865	-20,614
融资现金流合计	44,798	-33,338	16,958	243,697	178,589
现金及现金等价物净增加额	11,051	-16,278	5,997	42,724	30,182

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	22.55%	23.59%	17.01%	24.81%	14.04%
营业利润增长率	32.84%	13.50%	13.61%	18.46%	11.75%
净利润增长率	20.39%	15.10%	14.36%	19.12%	11.13%
毛利率	37.48%	36.25%	35.69%	35.22%	34.67%
EBITDA Margin	25.10%	23.48%	18.32%	18.16%	19.39%
净利率	11.35%	10.57%	10.33%	9.86%	9.60%
净资产收益率	21.68%	20.67%	19.49%	19.88%	19.10%
总资产收益率	2.21%	2.25%	2.41%	2.40%	2.39%
资产负债率	84.59%	84.36%	82.13%	82.38%	81.49%
所得税率	26.96%	27.97%	27.39%	27.44%	27.60%
股利支付率	34.16%	29.56%	33.05%	32.25%	31.62%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。