

强烈推荐-A (维持)

万科A 000002.SZ

目标估值: 38.3  
当前股价: 26.66 元  
2019年10月24日

逢低拿地保驾增长, 存货跌价计提下利润仍略超预期

基础数据

上证综指	2941
总股本(万股)	1130214
已上市流通股(万股)	971517
总市值(亿元)	3013
流通市值(亿元)	2590
每股净资产(MRQ)	14.8
ROE(TTM)	22.7
资产负债率	85.1%
主要股东	深圳市地铁集团有限
主要股东持股比例	28.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	-6	22
相对表现	0	-2	0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万科A(000002)——高质量发展标杆, 上半年适当收敛拿地》2019-08-21
- 2、《万科A(000002)——业绩稳健增长, 预收锁定性提高》2019-05-07
- 3、《万科A(000002)——业绩稳健增长, 高质量发展标杆》2019-03-28

李洋

liyang24@cmschina.com.cn  
S1090519030002

赵可 博士

0755-82943231  
zhaoke@cmschina.com.cn  
S1090513110001

刘义

liuyi5@cmschina.com.cn  
S1090512050003

路畅 研究助理

luchang1@cmschina.com.cn

公司核心优势在于战略及管理水平领先, 拥有一般地产企业所不具备的业务内生与进化能力, 在行业集中度提升趋势下, 未来能够充分释放自身和行业波动带来的阿尔法。短期角度, 公司业绩持续稳健增长能力较强, 新业务潜在价值逐步凸显, 与同行比估值溢价也不算高, 三季度“宝能系”和太保人保(原安邦人保)减持或引发交易层面担忧对股价有一定压制, 但交易层面的压力并不构成对公司价值的压制, 持续看好公司长期价值且短期兼具性价比, 维持“强烈推荐-A”评级, 目标价 38.3 元/股(对应 2020 年 PE=9X)。

投资要点:

(1) 前三季度盈利略超预期。公司前三季度营收/营业利润/归母净利分别为 2239 亿/420 亿/182 亿, 同比分别 27%/33%/30%。具体来看, 开发业务结算面积和结算均价同比分别增长 14% 和 12%, 推动结算收入同比增长 27%; 考虑到资产减值损失(主要是存货跌价)和信用减值损失计提等虽较去年同期有所减少但仍有约 21 亿, 且期内投资收益亦有减少, 结算项目权益比也在下降等, 但归母净利增速仍实现了 30% 增长, 略超市场预期。

另外, 前三季度新开工 3243 万平, 同比下降 11%, 一是受去年高基数影响, 二是受上半年拿地收敛影响。前三季度竣工面积 1640 万方(同比+5%), 而全年竣工计划面积 3077 万平(同比+12%), 预计全年结算面积或略高于全年竣工面积; 前三季度结算均价 1.46 万元/平(同比+12%), 截至三季度末已售未结资源均价约 1.42 万元/米, 预计全年结算均价增速较前三季度所收敛; 综合来看, 全年结算收入或维持稳健增长。

(2) 权益拿地强度并未减弱, 节奏上半年适当收敛而三季度积极补货。公司今年 1-9 月全口径销售面积/金额分别为 3062 万平米/4756 亿元, 同比分别增长 5.5%/ 10.2%。1-9 月新增全口径计容建面 2832 万平米(权益比 72%, 较 18 年 +19 PCT), 其中 83.6% 位于一二线城市(土地款口径); 1-9 月全口径“新增计容建面/销量”约 92%, 较 17、18 全年水平虽有所下降但拿地权益比确有较明显提高, 也即权益拿地强度并未减弱; 拿地节奏上, 上半年土地市场局部过热时适当收敛, 对应“新增计容建面/销量”仅 64%, 三季度土地市场降温后积极补货,

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	242897	297679	359762	430165	512572
同比增长	1%	23%	21%	20%	19%
营业利润(百万元)	50818	67499	88363	105978	124992
同比增长	30%	33%	31%	20%	18%
净利润(百万元)	28057	33772	40606	48146	56894
同比增长	33%	20%	20%	19%	18%
每股收益(元)	2.54	3.06	3.59	4.26	5.03
PE	10.5	8.7	7.4	6.3	5.3
PB	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

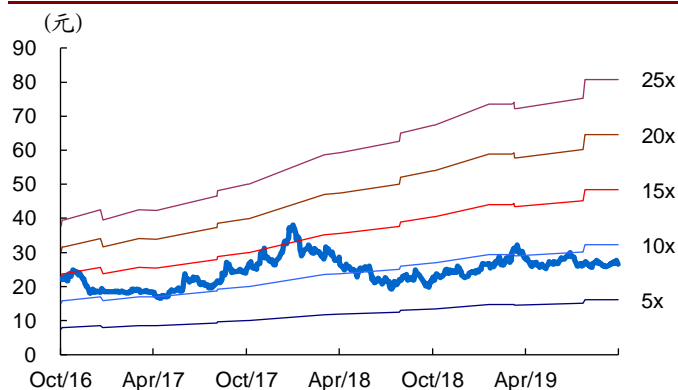
对应“新增计容建面/销量”高达 162%。截至年中公司全口径在建及未建土储面积约 1.5 亿平，剔除已售未结后可售建面约 1.1 亿方，再考虑三季度新增土储和销售面积，对应 9 月末公司可售建面约 1.15 亿方，可售货值 1.7 万亿元，按 12 个月滚动销售测算可供开发 2.6 年，延续高周转特点。

**(3) 负债率维持低位，财务结构极为稳健。**截至三季度末，公司账面有息负债约 2300 亿元，有息负债规模较 18 年底略有减少，但受三季度积极拿地补货等影响在手现金较明显下降，进而导致 19Q3 净负债率较 18 年底提高 25PCT 至 50%，但仍位于行业较低水平；截至三季度末，公司在手现金 1072 亿元，对即期有息负债的保障倍数仍高达 1.8 倍，财务结构极为稳健。

**投资建议：**公司核心优势在于战略及管理水平领先，拥有一般地产企业所不具备的业务内生与进化能力，在行业集中度提升趋势下，未来能够充分释放自身和行业波动带来的阿尔法。短期角度，公司业绩持续稳健增长能力较强，新业务潜在价值逐步凸显，与同行比估值溢价也不算高，三季度“宝能系”和众人寿（原安邦人寿）减持或引发交易层面担忧对股价有一定压制，但交易层面的压力并不构成对公司价值的压制，持续看好公司长期价值且短期兼具性价比，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 38.3 元/股（对应 2020 年 PE=9X）。

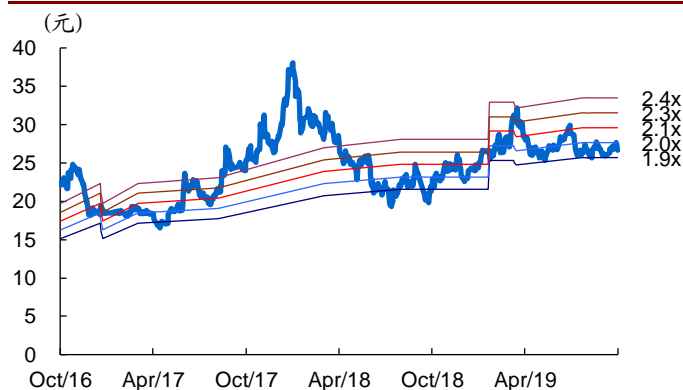
**风险提示：**股权结构不确定性导致的股价波动性风险、长效机制落地超预期、地产销售不及预期。

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

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1017553	1295072	1439265	1618153	1882335
现金	174121	188417	214915	237933	261237
交易性投资	0	11912	11912	11912	11912
应收票据	0	3	4	4	5
应收款项	1433	1586	1891	2261	2694
其它应收款	163250	244324	287810	326925	358800
存货	598088	750303	804273	895719	1075772
其他	80662	98527	118461	143399	171916
<b>非流动资产</b>	147794	233508	221159	220966	220808
长期股权投资	81224	129528	129528	129528	129528
固定资产	7099	11534	7586	7774	7932
无形资产	1438	4953	1164	1048	943
其他	58033	87493	82881	82616	82405
<b>资产总计</b>	1165347	1528580	1660424	1839119	2103143
<b>流动负债</b>	847355	1121914	1223783	1332117	1513147
短期借款	16109	10102	12534	15645	17298
应付账款	173439	229597	275624	334869	402182
预收账款	407706	254	305	370	445
其他	250101	881961	935320	981233	1093222
<b>长期负债</b>	131318	171045	157725	165265	174225
长期借款	96029	120929	107609	115149	124109
其他	35289	50116	50116	50116	50116
<b>负债合计</b>	978673	1292959	1381508	1497382	1687372
股本	11039	11039	11302	11302	11302
资本公积金	8329	5607	8329	8329	8329
留存收益	113072	136909	165703	199637	239679
少数股东权益	53999	79857	93347	122234	156225
归属于母公司所有者权益	132675	155764	185570	219503	259546
<b>负债及权益合计</b>	1165347	1528580	1660424	1839119	2103143

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	82323	50614	102153	22417	23588
净利润	28057	33772	40606	48146	56894
折旧摊销	1929	1681	1626	1582	1547
财务费用	2075	5999	3500	3500	3500
投资收益	(6245)	(6872)	(8229)	(9052)	(10843)
营运资金变动	49904	6354	40797	(50653)	(61510)
其它	6602	9680	23854	28894	34000
<b>投资活动现金流</b>	(51613)	(74226)	6840	7663	9454
资本支出	(2360)	(1389)	(1389)	(1389)	(1389)
其他投资	(49253)	(72837)	8229	9052	10843
<b>筹资活动现金流</b>	55265	40150	(84738)	(7061)	(9738)
借款变动	59865	44253	(72412)	10651	10613
普通股增加	0	(0)	263	0	0
资本公积增加	61	(2722)	2722	0	0
股利分配	(5520)	(9935)	(11812)	(14212)	(16851)
其他	859	8555	(3500)	(3500)	(3500)
<b>现金净增加额</b>	85974	16539	24255	23018	23304

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	242897	297679	359762	430165	512572
营业成本	160080	186104	223412	271434	325996
营业税金及附加	19722	23176	28781	31832	41006
营业费用	6262	7868	8558	10233	10974
管理费用	8866	10341	12498	13449	14423
研发费用		946	1165	1268	1387
财务费用	2075	5999	3500	3500	3500
资产减值损失	1319	2354	1800	1500	1500
公允价值变动	0	87	87	96	96
<b>投资收益</b>	6245	6785	8142	8956	10747
营业利润	50818	67499	88363	105978	124992
营业外收入	723	474	711	711	711
<b>营业外支出</b>	394	513	513	513	513
利润总额	51147	67460	88561	106176	125190
所得税	13934	18188	24106	29143	34305
净利润	37213	49272	64454	77033	90884
<b>少数股东损益</b>	9157	15500	23848	28888	33991
<b>归属于母公司净</b>	28057	33772	40606	48146	56894

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	1%	23%	21%	20%	19%
营业利润	30%	33%	31%	20%	18%
净利润	33%	20%	20%	19%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.1%	37.5%	37.9%	36.9%	36.4%
净利率	11.6%	11.3%	11.3%	11.2%	11.1%
ROE	21.1%	21.7%	21.9%	21.9%	21.9%
ROIC	10.6%	11.8%	15.7%	15.9%	15.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.0%	84.6%	83.2%	81.4%	80.2%
净负债比率	13.6%	13.1%	7.8%	7.7%	7.2%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
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	138.5	197.2	207.0	207.3	206.9
应付帐款周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	2.54	3.06	3.59	4.26	5.03
每股经营现金	7.46	4.59	9.04	1.98	2.09
每股净资产	12.02	14.11	16.42	19.42	22.96
每股股利	0.90	1.07	1.26	1.49	1.76
<b>估值比率</b>					
PE	10.5	8.7	7.4	6.3	5.3
PB	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.1	3.7	3.0	2.5	2.1

## 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，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，高级经济师。

**刘义：**现任招商证券研究发展中心房地产行业联席首席分析师，同济大学金融专业，10 年证券行业研究经验（6 年房地产+4 年纺织），08-11 年就职于天相投顾，12 年加盟招商证券纺织团队（所在团队一直保持新财富前三），15 年再次从事房地产行业研究。

**李洋：**2017 年加入招商证券，2 年房地产行业研究经验，中南大学工学学士、管理学硕士。

**路畅：**2018 年加入招商证券，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；房地产行业盈利预测最准确分析师第二名。

## 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。