

2019年12月03日

沈嘉婕  
H70455@capital.com.tw

目標價(元/港元) RMB 32/HKD 34

**公司基本資訊**

產業別	房地產		
A 股價(2019/12/4)	27.78		
深證成指(2019/12/4)	9687.95		
股價 12 個月高/低	32.3/22.43		
總發行股數(百萬)	11302.14		
A 股數(百萬)	9715.17		
A 市值(億元)	2698.87		
主要股東	深圳市地鐵集團有限公司 (28.69%)		
每股淨值(元)	14.80		
股價/賬面淨值	1.88		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	3.3	4.0	12.3

**近期評等**

出刊日期	前日收盤	評等
2019-6-19	26.63	買入

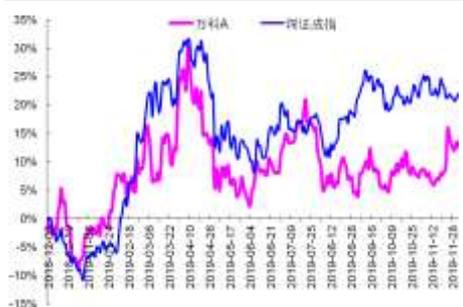
**產品組合**

房地產開發與經營業	98%
房地產管理業及其他	2%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	2.3%
一般法人	41.0%

**股價相對大盤走勢**



**萬科(000002.SZ/02202.HK)**

Buy 買入

公司 11 月銷售同比增速回升，拿地總額增速穩健，維持“買入”評級  
結論與建議：

公司 11 月銷售增速环比回升，實現銷售面積 364.5 萬平方米，銷售金額 545.4 億元，MOM 分別為+34.4%和+25.7%，YOY 分別為+2.5%和-6.5%。公司 1-11 月累計權益建築面積和權益地價 YOY 分別為-3.1%和+12.5%，拿地穩健。

當前融資收縮環境下，公司融資優勢凸顯；目前公司可結轉資源充足，公司未來 2-3 年業績增長確定性較強。我們預計公司 2019、2020 年淨利潤將分別達到 414 億元和 498.8 億元，YOY 分別+22.7%和+20.3%，EPS 分別為 3.67 元和 4.4 元，按目前 A 股價格計算，對應 PE 分別為 7.6 倍和 6.3 倍，PB1.8 倍；H 股對應 PE 為 7.2 倍和 6 倍，PB 為 1.7 倍。我們維持 AH 股買入的投資建議。

- **公司 11 月銷售增速环比回升：**公司 11 月份實現銷售面積 364.5 萬平方米，銷售金額 545.4 億元，MOM 分別為+34.4%和+25.7%，YOY 分別為+2.5%和-6.5%；單月銷售均價為 14963 元/平方米，MOM-6.4%，YOY-8.8%。臨近年底，公司開始通過促銷方式加大銷售回款力度，單月銷售同比和环比增速較上月明顯回升。1-11 月公司實現累計銷售面積 3697.4 萬平方米，YOY+2.7%；累計銷售金額 5735.3 億元，YOY+5.4%。
- **公司本月新增項目較少，整體拿地節奏穩健：**11 月份，公司新增加 9 個開發項目，總計權益面積 86.8 萬平方米，YOY-44%；總計權益地價 28.8 億元，YOY-67%。公司 1-11 月累計權益建築面積為 2377.7 萬平方米，累計權益地價為 1506.1 億元，YOY 分別為-3.1%和+12.5%。今年公司拿地更加聚焦一、二线城市；並且在同行拿地規模收縮的情況下，公司整體拿地節奏穩健，在下半年土地溢價降低的情況下集中補充土儲，前 11 月拿地總金額保持行業領先。公司 11 月發行 5.5 年期金額 4.23 億元固息票據和 10 年期 3 億美元的固息票據，利率分別為 3.15%和 3.5%，在融資環境收縮的情況下，公司仍能夠以低利率發行票據，有利於公司維持合理的土儲規模，占得發展先機。
- **股東減持壓力進一步下降：**公司 11 月 23 日發布公告，自 2018 年 9 月 19 日至 2019 年 11 月 22 日，鉅盛華和前海人壽累計減持萬科 5%的股份，其中四季度截止 11 月 23 日，兩者累計減持 2.46%的公司股份。截止公告日，兩者累計持有公司股份占比由 15%變動至 10%，其中前海人壽持有 3.98%，鉅盛華持有 6.02%（其中 5.16%的股份已質押）。目前來自股東的減持壓力進一步下降。
- **盈利預測與投資建議：**目前在房地產融資緊縮背景下，公司的融資能力優勢凸顯；公司儲備項目多位於一二线城市，去化壓力相對較小，有望持續穩健發展。目前公司可結轉資源充足，公司未來 2-3 年業績增長確定性較強，我們預計公司 2019、2020 年淨利潤將分別達到 414 億元和 498.8 億元，YOY 分別+22.7%和+20.3%，EPS 分別為 3.67 元和 4.4 元，按目前 A 股價格計算，對應 PE 分別為 7.6 倍和 6.3 倍，PB1.9 倍；H 股對應 PE 為 7.2 倍和 6 倍，PB 為 1.8 倍。我們維持 AH 股買入的投資建議。

..... 接續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2016A	2017A	2018	2019E	2020E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	21023	28052	33773	41449	49880
同比增減	%	16.02%	33.44%	20.39%	22.73%	20.34%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.904	2.541	3.059	3.667	4.413
同比增減	%	16.15%	33.44%	20.39%	19.88%	20.34%
A 股市盈率 (P/E)	X	14.59	10.93	9.08	7.57	6.29
H 股市盈率 (P/E)		13.87	10.40	8.63	7.20	5.99
股利 (DPS)	RMB 元	0.79	0.90	1.07	1.23	1.42
A 股息率 (Yield)	%	2.84%	3.24%	3.85%	4.43%	5.09%
H 股息率 (Yield)	%	2.99%	3.41%	4.05%	4.66%	5.36%

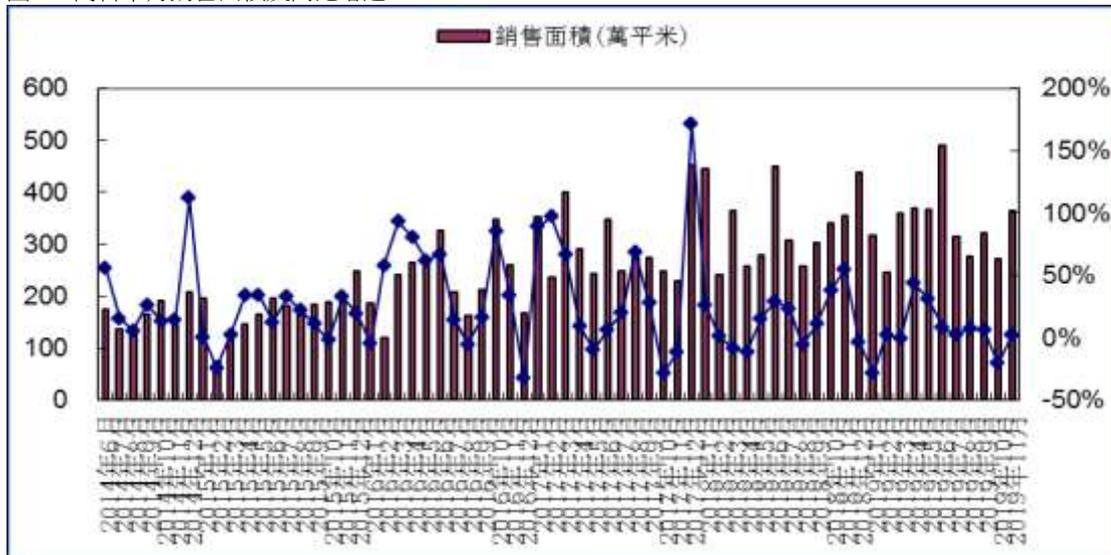
預期報酬 (Expected Return ; ER) 為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

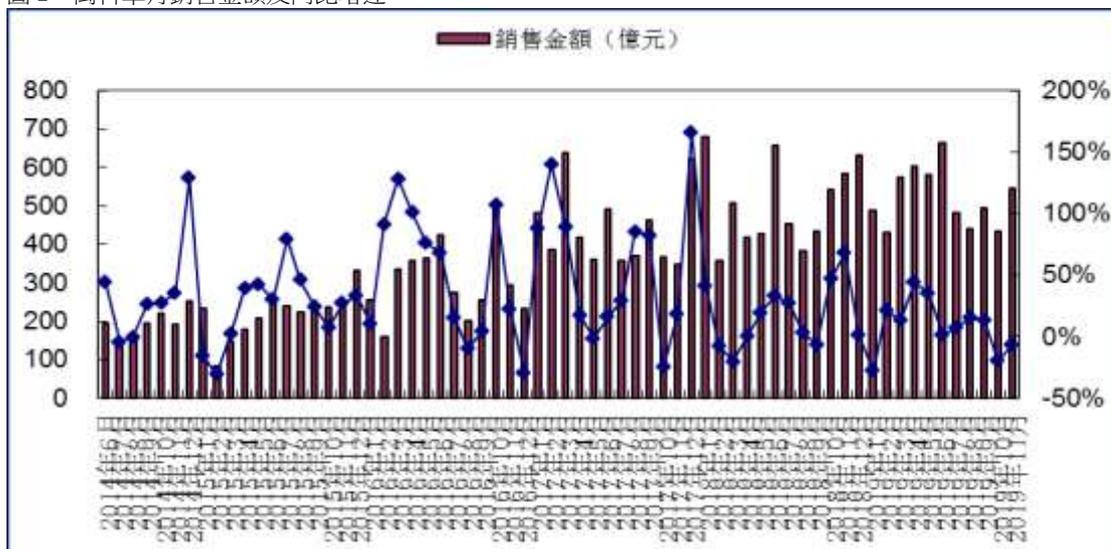
賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

圖 1：萬科單月銷售面積及同比增減



數據來源：公司公告、群益整理

圖 2：萬科單月銷售金額及同比增減



數據來源：公司公告、群益整理

## 附一：合并損益表

百萬元	2016A	2017A	2018	2019E	2020E
營業收入	240477	242897	297679	405690	482461
經營成本	169742	160080	186104	260615	309943
營業稅金及附加	21979	19722	23176	35701	42457
銷售費用	5161	6262	7868	10142	11579
管理費用	6801	8866	10341	10142	11579
財務費用	1592	2075	5999	7302	8684
資產減值損失	1193	1319	2354	2000	2000
投資收益	5014	6245	6788	6000	6000
營業利潤	39024	50813	67499	85262	101864
營業外收入	398	723	474	600	560
營業外支出	168	394	513	1000	300
利潤總額	39254	51142	67460	84862	102124
所得稅	10903	13934	18188	22998	27675
少數股東損益	7328	9157	15500	20415	24568
歸屬於母公司所有者的淨利潤	21023	28052	33773	41449	49880

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2016A	2017A	2018	2019E	2020E
貨幣資金	87032	174121	188417	147099	168682
應收賬款	2075	1433	1586	1745	1919
存貨	467361	598088	750303	787818	827209
流動資產合計	721295	1017553	1295072	1320973	1347393
長期股權投資	61702	81224	129528	136004	142804
固定資產	6811	7099	11534	12687	13956
在建工程	765	1022	1913	957	478
非流動資產合計	1260	1438	4953	4854	4756
資產總計	830674	1165347	1528579	1654287	1688642
流動負債合計	579998	847355	1121914	1211667	1223784
非流動負債合計	88999	131318	171045	188149	190031
負債合計	668998	978673	1292959	1399816	1413814
少數股東權益	48232	53999	79857	81454	82268
股東權益合計	161677	186674	235621	254470	274828
負債及股東權益合計	830674	1165347	1528579	1654287	1688642

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2016A	2017A	2018	2019E	2020E
經營活動產生的現金流量淨額	39566	82323	33618	38661	44460
投資活動產生的現金流量淨額	-43389	-51613	-67364	-13473	-12126
籌資活動產生的現金流量淨額	31297	55265	44798	-53757	-10751
現金及現金等價物淨增加額	27742	84836	11342	-28569	21583

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。