

宝能系加速退出，公司经营稳中有进



事件

公司公告，2019年11月27日至2019年12月19日，钜盛华和前海人寿通过集中竞价交易方式合计减持万科A股股票5.65亿股，占万科总股本的5.00%。

核心观点

- **宝能系退出节奏明显加快，交易层面压制股价因素有望解除。**本次权益变动前，前海人寿和钜盛华合计持股11.3亿股，占公司总股本比例的10.0%。本次权益变动后，前海人寿和钜盛华合计持股5.65亿股，占比4.99%。此次减持之后宝能系的持股比例首次低于5.0%。从减持节奏来看，下半年以来减持节奏明显加快。本次权益报告书签署前6个月，前海人寿和钜盛华合计减持10.1亿股，其中四季度减持8.5亿股，占比83.7%。随着宝能系加速退出，交易层面对股价的压制因素有望逐步解除。
- **公司股权结构更趋稳定，整体经营稳中有进。**本次权益变动之后，前海人寿和钜盛华的持股比例明显降低，减持压力缓解，公司的股权结构更趋稳定。同时，公司的经营运转也保持稳中有进的态势，销售规模稳定增长。2019年1~11月，公司累计实现销售金额5735.3亿元，同比增长5.4%。实现销售面积3697.4万平方米，同比增长2.7%。从土地投资来看，2019年1~11月拿地2200.7亿元，投资强度（拿地金额/销售金额）38.4%，较去年同期下降8.9个百分点，反映出公司稳健的投资态度。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，目标价33.21元。**我们预测2019-2021年公司EPS为3.69/4.53/5.53元。可比公司估值为7X，考虑到公司较可比公司，积极拓展资管类业态的项目，向轻资产化运营，较可比公司应享有更高估值溢价，我们维持20%的估值溢价得出9X估值，对应目标价33.21元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。
- 利率上升超预期。

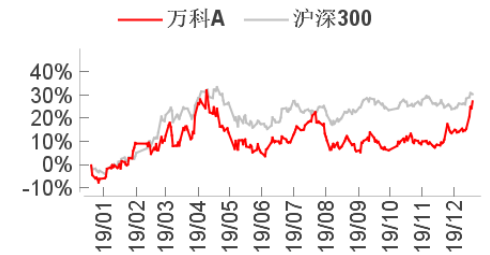
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242,897	297,679	369,779	453,625	554,945
同比增长(%)	1.0%	22.6%	24.2%	22.7%	22.3%
营业利润(百万元)	50,813	67,499	81,649	100,215	122,435
同比增长(%)	30.2%	32.8%	21.0%	22.7%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	28,052	33,773	41,703	51,190	62,545
同比增长(%)	33.4%	20.4%	23.5%	22.7%	22.2%
每股收益(元)	2.48	2.99	3.69	4.53	5.53
毛利率(%)	34.1%	37.5%	36.3%	37.1%	37.0%
净利率(%)	11.5%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
净资产收益率(%)	22.8%	23.4%	24.2%	23.9%	23.1%
市盈率	10.9	9.1	7.4	6.0	4.9
市净率	2.3	2.0	1.6	1.3	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年12月19日)	31.03元
目标价格	33.21元
52周最高价/最低价	33.48/23.44元
总股本/流通A股(万股)	1,130,214/971,517
A股市值(百万元)	350,705
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年12月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.82	16.13	16.09	22.26
相对表现	7.32	14.10	13.47	-8.02
沪深300	3.50	2.03	2.62	30.28



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518070003

联系人 马晓东
maxiaodong@orientsec.com.cn

相关报告

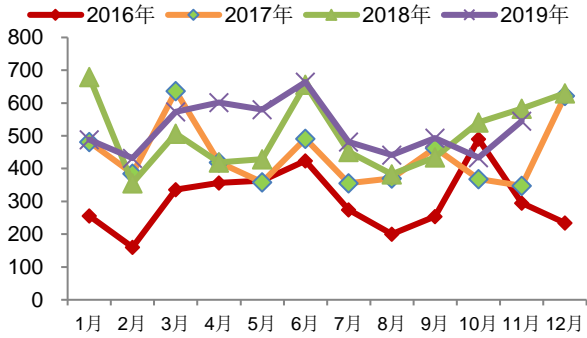
- 业绩略超预期，逆周期拿地优势明显： 2019-10-24
- 2019年三季度点评
- 销售平稳增长，把握土地窗口适度补仓： 2019-09-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

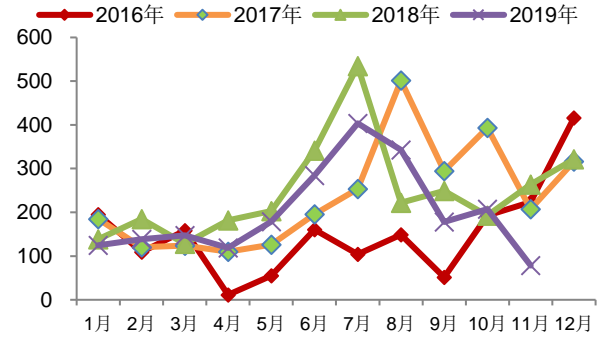
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：公司 2019 年 1~11 月销售情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：公司 2019 年 1~11 月拿地情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	174,121	188,417	166,401	204,131	249,725	营业收入	242,897	297,679	369,779	453,625	554,945
应收账款	1,433	1,586	2,219	2,722	3,330	营业成本	160,080	186,104	235,395	285,198	349,535
预付账款	73,017	75,951	110,934	136,087	166,484	营业税金及附加	19,722	23,176	29,582	36,290	44,396
存货	598,088	750,303	1,013,386	1,227,793	1,504,766	营业费用	6,262	7,868	10,065	11,922	14,122
其他	170,894	278,815	285,345	344,036	414,961	管理费用	8,866	11,287	12,222	14,477	17,148
流动资产合计	1,017,553	1,295,072	1,578,284	1,914,770	2,339,265	财务费用	2,075	5,999	7,596	13,091	15,511
长期股权投资	81,224	129,528	129,528	129,528	129,528	资产减值损失	1,319	2,354	736	645	833
固定资产	7,099	11,534	8,417	5,300	2,182	公允价值变动收益	0	87	0	0	0
在建工程	1,022	1,913	2,163	2,413	2,663	投资净收益	6,245	6,788	7,467	8,213	9,035
无形资产	1,438	4,953	4,245	3,538	2,830	其他	(5)	(267)	0	0	0
其他	57,011	85,580	92,892	102,892	112,892	营业利润	50,813	67,499	81,649	100,215	122,435
非流动资产合计	147,794	233,508	237,244	243,669	250,095	营业外收入	723	474	474	474	474
资产总计	1,165,347	1,528,579	1,815,528	2,158,439	2,589,360	营业外支出	394	513	513	513	513
短期借款	16,109	10,102	253,748	330,194	433,896	利润总额	51,142	67,460	81,611	100,177	122,397
应付账款	173,439	229,597	235,395	285,198	349,535	所得税	13,934	18,188	22,035	27,048	33,047
其他	657,807	882,215	884,813	1,028,345	1,201,877	净利润	37,208	49,272	59,576	73,129	89,350
流动负债合计	847,355	1,121,914	1,373,956	1,643,738	1,985,309	少数股东损益	9,157	15,500	17,873	21,939	26,805
长期借款	96,029	120,929	120,929	120,929	120,929	归属于母公司净利润	28,052	33,773	41,703	51,190	62,545
应付债券	32,323	47,095	31,577	31,577	31,577	每股收益(元)	2.48	2.99	3.69	4.53	5.53
其他	2,966	3,020	3,020	3,020	3,020						
非流动负债合计	131,318	171,045	155,526	155,526	155,526						
负债合计	978,673	1,292,959	1,529,482	1,799,264	2,140,835						
少数股东权益	53,999	79,857	97,729	119,668	146,473						
股本	11,039	11,039	11,302	11,302	11,302						
资本公积	8,329	8,006	8,006	8,006	8,006						
留存收益	113,072	139,118	169,009	220,200	282,744						
其他	235	(2,399)	0	0	0						
股东权益合计	186,674	235,621	286,046	359,175	448,525						
负债和股东权益总计	1,165,347	1,528,579	1,815,528	2,158,439	2,589,360						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	37,208	49,272	59,576	73,129	89,350
折旧摊销	1,199	2,566	3,825	3,825	3,825
财务费用	2,075	5,999	7,596	13,091	15,511
投资损失	(6,245)	(6,788)	(7,467)	(8,213)	(9,035)
营运资金变动	45,321	5,802	(236,043)	(106,064)	(141,866)
其它	2,764	(23,233)	8,725	645	833
经营活动现金流	82,323	33,618	(163,788)	(23,588)	(41,382)
资本支出	(2,199)	(13,160)	(250)	(250)	(250)
长期投资	(26,472)	(72,207)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他	(22,943)	18,003	10,186	8,213	9,035
投资活动现金流	(51,613)	(67,364)	(64)	(2,037)	(1,215)
债权融资	62,845	63,523	(85,064)	0	0
股权融资	61	(324)	263	0	0
其他	(7,641)	(18,401)	226,637	63,355	88,192
筹资活动现金流	55,265	44,798	141,836	63,355	88,192
汇率变动影响	(1,139)	291	0	0	0
现金净增加额	84,836	11,342	(22,017)	37,730	45,594

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.0%	22.6%	24.2%	22.7%	22.3%
营业利润	30.2%	32.8%	21.0%	22.7%	22.2%
归属于母公司净利润	33.4%	20.4%	23.5%	22.7%	22.2%
获利能力					
毛利率	34.1%	37.5%	36.3%	37.1%	37.0%
净利率	11.5%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
ROE	22.8%	23.4%	24.2%	23.9%	23.1%
ROIC	11.5%	12.5%	11.1%	10.8%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	84.0%	84.6%	84.2%	83.4%	82.7%
净负债率	8.8%	25.0%	83.9%	77.6%	75.1%
流动比率	1.20	1.15	1.15	1.16	1.18
速动比率	0.49	0.48	0.41	0.42	0.42
营运能力					
应收账款周转率	138.5	197.2	194.4	183.6	183.4
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标(元)					
每股收益	2.48	2.99	3.69	4.53	5.53
每股经营现金流	7.28	2.97	-14.49	-2.09	-3.66
每股净资产	11.74	13.78	16.66	21.19	26.73
估值比率					
市盈率	10.9	9.1	7.4	6.0	4.9
市净率	2.3	2.0	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	5.5	3.9	3.2	2.6	2.1
EV/EBIT	5.7	4.1	3.4	2.6	2.2

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有万科A(000002)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

