

万科 A (000002) 股权变动点评

宝能减持至 5% 以下，股权之争落幕在即

强推 (维持)

目标价: 45.00 元

当前价: 31.03 元

事件:

❖ 2019年11月27日至2019年12月19日，钜盛华和前海人寿通过深圳证券交易所证券交易系统集中竞价交易方式合计减持万科 A 股股票 565,107,128 股，占万科总股本的 5.00%。截至 2019 年 12 月 19 日，钜盛华和前海人寿合计持有万科 A 股股份 565,107,130 股，占万科总股本的 4.9999998%。

点评:

❖ **近期宝能加速减持、持股比例降至 5% 以下，股权之争落幕在即**

2015 年 7 月宝能开始举牌万科，至 2016 年 7 月持股万科比例达到 25.4%。宝能自 2018 年 4 月开始减持万科股份，其中 2018 年 7 月 24 日减至 19.53%、2018 年 9 月 11 日减至 14.65%、2019 年 12 月 2 日减至 9.16%、2019 年 12 月 19 日减至 4.9999998%，本月减持速度显著加快。根据港交所披露的每次期间减持股份数量，我们计算得到目前宝能月化减持速度约 7.49% (相较于 2019 年 6-11 月平均月化减持速度 0.87% 是有所加快)，假设按照这个速度 1 个月内宝能将减持完毕万科股份，持续 4 年多的宝万股权之争或落幕在即，压制股价因素得到缓解，预计公司估值也将得到修复。

❖ **1-11 月销售 5,735 亿、同比+5%，同期拿地额占比销售额为 39%**

1-11 月公司累计签约金额 5,735.2 亿元，同比增长 5.4%，较 1-10 月降低 1.4pct；累计签约面积 3,697.5 万平方米，同比增长 2.7%；累计销售均价 15,511 元/平方米，同比增长 2.6%。在一二线销售平稳背景下，预计公司后续销售稳定增长。1-11 月，公司新增拿地面积 3,937.4 万平方米，同比下降 21.1%；对应总地价 2,233.7 亿元，同比下降 18.2%；拿地额占比销售额达 38.9%，较上年 50.5% 下降 11.5pct；拿地面积占比销售面积 106%，较上年下降 31pct；平均楼面价 5,673 元/平米，同比增长 3.7%，拿地均价占比当年销售均价 36.6%。按销售均价 1.55 万元/平米估算公司 1-11 月累计新增货值 6,103 亿元，高于同期销售金额 5,735 亿元，总体拿地平稳略增。

❖ **投资建议：宝能减持至 5% 以下，股权之争落幕在即，重申“强推”评级**

万科作为行业三十载领跑者，在提前倡导高周转、探索住宅工业化、专注中小户型精装修产品、领先建立三级管控架构、布局三大城市群、实施多项人才计划、深化小股操盘模式以及创新业务发展等方面都是当之无愧的先行者，其成果也已体现在公司过去 10 年的销售和业绩双双高增中，也体现在行业领先的稳健经营和财务指标中。而面向未来，在本轮房地产小周期延长的反常周期中，万科在住宅开发行业料将继续保持龙头优势，同时公司在物业服务、商业地产、物流地产、长租公寓、养老地产和轨道物业等细分领域也已领跑行业，未来业绩和估值的贡献值得期待。我们维持公司 2019-21 年每股收益预测分别为 3.66、4.41、5.30 元，重申“强推”评级。

❖ **风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧及行业融资政策超预期收紧**

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	297,679	419,315	539,579	654,307
同比增速(%)	23	41	29	21
归母净利润(百万)	33,773	40,430	48,696	58,560
同比增速(%)	20	20	20	20
每股盈利(元)	3.06	3.66	4.41	5.30
市盈率(倍)	10.1	8.5	7.0	5.8
市净率(倍)	2.2	1.9	1.6	1.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 12 月 19 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 袁豪

电话: 021-20572536

邮箱: yuanhao@hcyjs.com

执业编号: S0360516120001

证券分析师: 曹曼

电话: 021-20572593

邮箱: caoman@hcyjs.com

执业编号: S0360519070001

公司基本数据

总股本(万股)	1,130,214
已上市流通股(万股)	1,129,312
总市值(亿元)	3,507.05
流通市值(亿元)	3,014.62
资产负债率(%)	85.1
每股净资产(元)	14.8
12 个月内最高/最低价	32.31/22.43

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《万科 A (000002) 2019 年三季度报点评: 业绩高增、销售平稳，北上资金增持认可价值》

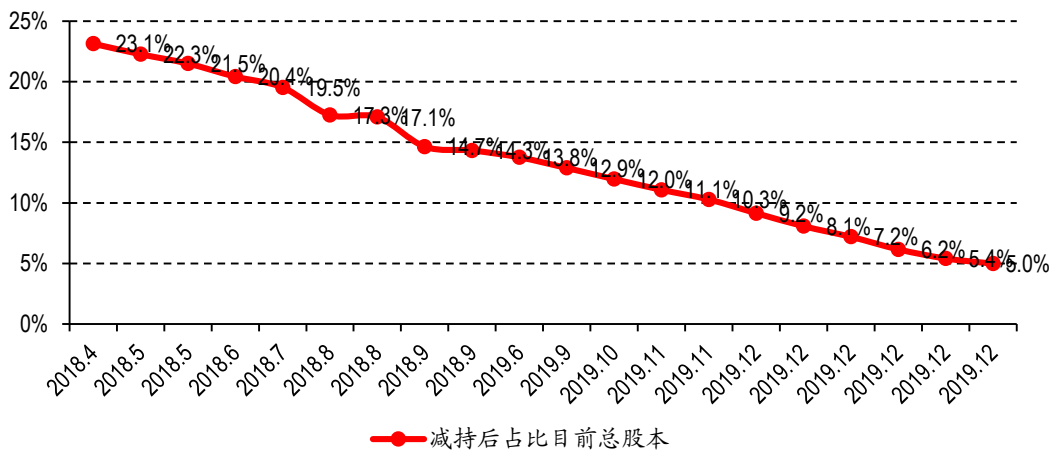
2019-10-24

《万科 A (000002) 2019 年 10 月销售数据点评: 销售暂弱，拿地积极》

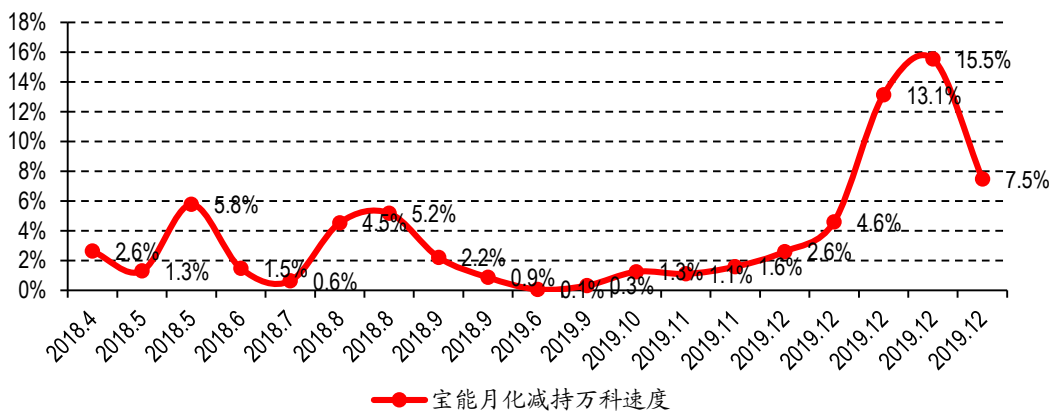
2019-11-05

《万科 A (000002) 2019 年 11 月销售数据点评: 销售暂弱，拿地谨慎》

2019-12-02

图表 1、宝能历次减持后持股万科比例


资料来源：公司公告，华创证券

图表 2、宝能月化减持速度加速


资料来源：公司公告，华创证券

注：月化减持速度=（上期末持股比例-本期末持股比例）/间隔天数。

图表 3、历次宝能减持详情

月份	日期	减持均价 (元/股)	期间天数	减持前占比 目前总股本	减持后占比 目前总股本	平均每天减持 数量(万股)	宝能月化减 持万科速度	每次减持数 量占比目前 总股本
2018.4	2018/4/17	29.92		24.81%	24.01%			0.79%
2018.4	2018/4/27	26.98	10	23.45%	23.14%	994	2.64%	0.32%
2018.5	2018/5/17	26.12	20	22.38%	22.27%	488	1.30%	0.11%
2018.5	2018/5/21	26.39	4	21.63%	21.50%	2,175	5.77%	0.13%
2018.6	2018/6/12	27.02	22	20.84%	20.42%	555	1.47%	0.42%
2018.7	2018/7/24	23.77	42	19.92%	19.53%	239	0.63%	0.39%
2018.8	2018/8/8	20.64	15	19.26%	17.26%	1,710	4.54%	2.00%

月份	日期	减持均价 (元/股)	期间天数	减持前占比 目前总股本	减持后占比 目前总股本	平均每天减持 数量(万股)	宝能月化减 持万科速度	每次减持数 量占比目前 总股本
2018.8	2018/8/9	22.34	1	17.26%	17.09%	1,954	5.19%	0.17%
2018.9	2018/9/11	22.52	33	17.00%	14.65%	836	2.22%	2.35%
2018.9	2018/9/22	23.57	11	14.65%	14.33%	328	0.87%	0.32%
2019.6	2019/6/28	27.80	279	13.79%	13.77%	23	0.06%	0.03%
2019.9	2019/9/19	26.70	83	12.97%	12.89%	120	0.32%	0.08%
2019.10	2019/10/11	26.81	22	12.08%	11.97%	471	1.25%	0.11%
2019.11	2019/11/4	26.93	24	11.19%	11.08%	417	1.11%	0.11%
2019.11	2019/11/19	26.69	15	10.61%	10.29%	600	1.59%	0.32%
2019.12	2019/12/2	28.05	13	9.66%	9.16%	982	2.61%	0.50%
2019.12	2019/12/9	28.16	7	8.73%	8.08%	1,734	4.60%	0.64%
2019.12	2019/12/11	28.07	2	7.82%	7.21%	4,948	13.13%	0.61%
2019.12	2019/12/13	28.22	2	6.98%	6.17%	5,853	15.54%	0.80%
2019.12	2019/12/16	28.42	3	6.17%	5.42%	2,820	7.49%	0.75%
2019.12	2019/12/19				5.00%			

资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	188417	265407	341529	414147
应收票据	3	0	0	0
应收账款	1586	0	0	0
预付账款	75951	81933	106969	129692
存货	750303	796698	1052178	1275899
其他流动资产	278812	116730	146795	175478
流动资产合计	1295072	1260768	1647471	1995215
其他长期投资	54056	51353	48650	45947
长期股权投资	129528	129528	129528	129528
固定资产	13457	18162	19050	19937
在建工程	1913	1913	1913	1913
无形资产	4953	4705	4470	4246
其他非流动资产	29602	40236	52262	63735
非流动资产合计	233508	245897	255872	265306
资产合计	1528579	1506665	1903343	2260522
短期借款	10102	16387	21394	25938
应付票据	0	40967	53484	64846
应付账款	0	191178	249594	302614
预收款项	254	461246	593536	719738
其他应付款	20648	8386	10792	13086
一年内到期的非流动负债	69092	84418	84460	84498
其他流动负债	1021818	261270	400991	505079
流动负债合计	1121914	1063852	1414251	1715799
长期借款	120929	120929	120929	120929
应付债券	47095	47095	47095	47095
其他非流动负债	3020	812	895	971
非流动负债合计	171045	168836	168920	168995
负债合计	1292959	1232689	1583170	1884794
归属母公司所有者权益	155764	182054	213719	251797
少数股东权益	79857	91922	106454	123930
所有者权益合计	235621	273976	320173	375728
负债和股东权益	1528579	1506665	1903343	2260522

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	33618	774031	15676	49356
现金收益	18930	880234	95056	94175
存货影响	(111125)	(46395)	(255480)	(223721)
经营性应收影响	(90871)	135102	(55101)	(51405)
经营性应付影响	188033	625719	253294	236029
其他影响	28652	(820628)	(22092)	(5722)
投资活动现金流	(67364)	1327	1708	2071
资本支出	5897	0	0	0
股权投资	(45823)	0	0	0
其他长期资产变化	(27439)	1327	1708	2071
融资活动现金流	52385	104873	77668	42743
借款增加	22199	119014	94699	63224
财务费用	40249	14140	17031	20481
股东融资	19491	0	0	0
其他长期负债变化	(29554)	(28281)	(34062)	(40962)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	297679	419315	539579	654307
营业成本	186104	273112	356563	432306
税金及附加	23176	39286	50684	61555
销售费用	7868	11083	14262	17294
管理费用	10341	14566	18744	22729
财务费用	5999	6722	8674	10481
资产减值损失	2354	0	0	0
公允价值变动收益	87	0	0	0
投资收益	6788	7379	8021	8719
其他收益	0	0	0	0
营业利润	67499	81924	98673	118661
营业外收入	474	0	0	0
营业外支出	513	0	0	0
利润总额	67460	81924	98673	118661
所得税	18188	22939	27628	33225
净利润	49272	58985	71044	85436
少数股东损益	15500	18555	22348	26876
归属母公司净利润	33773	40430	48696	58560
NOPLAT	51601	58513	71515	86705
EPS(摊薄)(元)	3.06	3.66	4.41	5.30

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	23%	41%	29%	21%
EBIT 增长率	46%	16%	22%	21%
归母净利润增长率	20%	20%	20%	20%
获利能力				
毛利率	37%	35%	34%	34%
净利率	11%	10%	12%	12%
ROE	22%	22%	23%	23%
ROIC	17%	15%	14%	15%
偿债能力				
资产负债率	85%	82%	83%	83%
债务权益比	5.5	4.5	4.9	5.0
流动比率	0.3	0.4	0.4	0.3
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	22%	28%	32%	31%
应收帐款周转天数	1175.8	903.7	828.5	860.3
应付帐款周转天数	251.7	152.7	81.1	83.2
存货周转天数	31.9	34.8	41.3	46.4
每股指标(元)				
每股收益	3.06	3.66	4.41	5.30
每股经营现金流	3.05	70.12	1.42	4.47
每股净资产	14.11	16.49	19.36	22.81
估值比率				
P/E	10.1	8.5	7.0	5.8
P/B	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	19.8	15.9	15.7	14.9

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500