

万科 A (000002)

证券研究报告

2019年12月20日

股权之争渐息、业绩锁定度高、龙头溢价再现

事件:公司公告, 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, 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 565107130 股, 占万科总股本的 4.9999998%, 低于 5%。

宝能退出态势明显、股权之争逐渐平息:宝能系通过持续减持, 使得对万科持股从 25.4%降至目前的低于 5%, 整体影响力大幅减弱, 退出态势明显; 此外, 公司 9 月 21 日公告, 大家人寿(原安邦)通过换购 ETF, 使得持股仅剩 4.29%; 两大保险股东对万科持股均低于 5%, 多年股权之争逐渐平息, 公司管理层和股东利益将高度一致, 管理和经营效能边际有望回升, 公司作为行业龙头以及优质管理的代表, 理应享受更高估值。

销售稳健增长、2020 年相对增速或提高:2019 年 1-11 月, 公司累计实现销售额 5735 亿、销售面积 3697 万方、销售均价 15512 元/方, 累计同比 5.44%、2.73%、2.63%, 根据克尔瑞统计, 2019 年 1-11 月, TOP10、TOP50、TOP100 的销售额累计增速同比分别为 13%、16%、16%; 公司增速明显低于行业; 我们认为随着明年各家公司销售增速预期的下调, 我们预计 TOP10 的增速或将降至 10%, 公司的相对增速有望提高。我们预计公司全年销售有望接近 6500 亿元左右, 公司的整体权益比例维持在 60-70%。

竣工高增可期、公司业绩锁定度高: 1) 竣工额预计同比将近 25%:公司 2019 年计划竣工面积 3077 万方, 而 2018 年竣工面积 2756 万方, 计划竣工面积同比+12%; 公司 2019 年竣工项目大致对应 2017 年销售项目, 2017 年销售均价 14738 元/方, 同比 2016 年销售均价 13190 元/方同比 12%, 同比增速为 2011 年来最高; 由此计算公司 2019 年竣工额(竣工面积*竣工单价)同比增长 24.7%, 但这个假设仍有不确定性, 因为未必真正结算 2017 年项目; 我们认为公司的整体竣工结算比会相对稳定, 因此结算收入增速有望超预期。**2) 业绩锁定高达 197%:**截止 2019 年三季报, 公司预收款(合同负债) 5873 亿元, 2018 年营收 2977 亿, 业绩锁定度高达 197%; 截止 2019 年中报公布, 公司已售未结金额 6216 亿元, 同比增长 17.1%, 可结算资源充足。

投资建议:随着宝能系及安邦系的逐渐退出, 公司股权结构进一步理顺, 公司利益和股东利益高度一致, 公司作为行业龙头和优质管理的代表, 理应享受估值溢价, 公司目前在手土储 1.53 亿平、货值 2.37 万亿, 货值充足, 在 2020 销售增速预期下滑的情况下, 公司相对增速就有所提高, 公司目前业绩锁定度高达 197%, 我们预计竣工额同比有望增长 25%或者更高, 或将高于市场预期, 我们维持公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.83、4.75、5.79 元/股, 对应目前股价 PE 倍数为 8.1X、6.5X、5.4X, 维持“买入”评级, 参考可比公司一致性预期以及考虑到公司作为龙头带来溢价, 给予公司 10X 倍目标 PE, 对应目标价 38.3 元。

风险提示:销售增速不及预期、竣工端不及预期

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	31.03 元
目标价格	38.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,715.17
A 股总市值(百万元)	301,741.82
流通 A 股市值(百万元)	301,461.73
每股净资产(元)	14.80
资产负债率(%)	85.06
一年内最高/最低(元)	33.60/23.33

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《万科 A-季报点评: 结算业绩超预期, 拿地积极性提升》2019-10-24
- 《万科 A-半年报点评: 结算业绩超预期, 物业收入高增长》2019-08-21
- 《万科 A-公司点评: 销售增速短期回落, 拿地保持谨慎》2019-07-04

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242,897.11	297,679.33	389,215.73	492,708.19	607,115.03
增长率(%)	1.01	22.55	30.75	26.59	23.22
EBITDA(百万元)	54,974.83	76,686.25	96,591.14	120,843.96	150,669.17
净利润(百万元)	28,051.81	33,772.65	43,304.94	53,726.53	65,458.67
增长率(%)	33.44	20.39	28.22	24.07	21.84
EPS(元/股)	2.48	2.99	3.83	4.75	5.79
市盈率(P/E)	12.50	10.38	8.10	6.53	5.36
市净率(P/B)	2.64	2.25	1.88	1.60	1.35
市销率(P/S)	1.44	1.18	0.90	0.71	0.58
EV/EBITDA	6.49	3.97	3.62	3.53	3.63

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	174,121.01	188,417.45	246,355.81	311,861.82	384,276.14
应收票据及应收账款	1,432.73	1,588.74	4,075.96	2,353.31	7,765.27
预付账款	73,017.11	75,950.90	112,948.47	143,382.96	196,763.35
存货	598,087.66	750,302.63	1,003,762.91	1,320,308.76	1,804,785.49
其他	170,894.32	278,812.15	330,685.11	418,575.49	491,132.33
流动资产合计	1,017,552.8	1,295,071.8	1,697,828.2	2,196,482.3	2,884,722.5
长期股权投资	81,224.31	129,527.66	189,527.66	289,527.66	349,527.66
固定资产	7,098.81	11,533.80	11,928.60	12,014.45	11,901.92
在建工程	1,022.41	1,913.01	1,183.80	758.28	484.97
无形资产	1,437.50	4,952.58	4,520.82	4,089.05	3,657.28
其他	57,011.06	85,580.45	80,964.15	82,045.28	80,565.35
非流动资产合计	147,794.09	233,507.50	288,125.02	388,434.71	446,137.17
资产总计	1,165,346.9	1,528,579.3	1,985,953.2	2,584,917.0	3,330,859.7
短期借款	16,108.86	10,101.92	65,409.38	117,638.20	195,845.10
应付票据及应付账款	176,769.59	229,597.38	112,832.60	239,657.30	568,190.19
其他	654,476.99	882,214.64	1,394,334.59	1,697,967.99	1,886,747.74
流动负债合计	847,355.43	1,121,913.9	1,572,576.5	2,055,263.4	2,650,783.0
长期借款	96,029.04	120,929.06	87,319.86	145,023.65	224,723.28
应付债券	32,322.67	47,095.15	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	2,965.83	3,020.49	3,157.01	3,047.78	3,075.09
非流动负债合计	131,317.55	171,044.69	126,652.27	186,602.50	268,398.91
负债合计	978,672.98	1,292,958.6	1,699,228.8	2,241,865.9	2,919,181.9
少数股东权益	53,998.62	79,856.60	100,235.39	123,261.05	151,314.76
股本	11,039.15	11,039.15	11,302.14	11,302.14	11,302.14
资本公积	8,329.26	8,005.63	9,219.76	9,210.27	9,198.93
留存收益	121,401.19	147,123.72	175,186.92	208,487.87	249,060.90
其他	(8,094.29)	(10,404.37)	(9,219.76)	(9,210.27)	(9,198.93)
股东权益合计	186,673.94	235,620.73	286,724.45	343,051.06	411,677.81
负债和股东权益总	1,165,346.9	1,528,579.3	1,985,953.2	2,584,917.0	3,330,859.7

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	37,208.39	49,272.29	43,304.94	53,726.53	65,458.67
折旧摊销	1,929.04	2,921.94	826.17	851.45	867.61
财务费用	2,075.26	5,998.57	10,058.47	16,285.36	23,912.41
投资损失	(6,244.56)	(6,787.93)	(5,000.00)	(4,000.00)	(6,084.23)
营运资金变动	42,772.65	538,184.17	76,852.51	(11,746.46)	(100,396.04)
其它	4,582.06	(555,970.85)	18,977.99	22,025.65	27,353.71
经营活动现金流	82,322.83	33,618.18	145,020.08	77,142.53	11,112.13
资本支出	22,077.89	59,075.90	59,923.47	100,189.24	60,022.68
长期投资	19,522.32	48,303.35	60,000.00	100,000.00	60,000.00
其他	(93,213.44)	(174,743.69)	(173,395.99)	(294,259.75)	(172,577.11)
投资活动现金流	(51,613.23)	(67,364.44)	(53,472.52)	(94,070.51)	(52,554.43)
债权融资	190,624.41	247,218.53	236,247.82	355,392.74	518,047.39
股权融资	(2,175.59)	(8,955.93)	(6,031.55)	(16,093.45)	(23,655.21)
其他	(133,183.92)	(193,464.95)	(263,825.46)	(256,865.30)	(380,535.56)
筹资活动现金流	55,264.90	44,797.65	(33,609.19)	82,433.99	113,856.61
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	85,974.50	11,051.40	57,938.36	65,506.01	72,414.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	242,897.11	297,679.33	389,215.73	492,708.19	607,115.03
营业成本	160,079.92	186,104.22	242,870.61	307,597.72	382,664.60
营业税金及附加	19,722.23	23,176.06	29,191.18	36,953.11	45,533.63
营业费用	6,261.98	7,868.08	9,341.18	11,825.00	13,356.53
管理费用	8,093.75	10,340.81	11,910.00	15,273.95	18,213.45
研发费用	771.96	946.06	1,236.98	1,565.89	1,929.49
财务费用	2,075.26	5,998.57	10,058.47	16,285.36	23,912.41
资产减值损失	1,318.74	2,354.25	2,500.00	2,500.00	1,000.00
公允价值变动收益	0.00	86.63	(1,400.81)	(1,000.00)	(700.00)
投资净收益	6,244.56	6,787.93	5,000.00	4,000.00	6,084.23
其他	(12,484.21)	(13,481.91)	(7,198.39)	(6,000.00)	(10,768.46)
营业利润	50,812.92	67,498.61	85,706.50	103,707.15	125,889.15
营业外收入	723.29	474.50	523.57	300.00	300.00
营业外支出	394.25	512.91	170.98	161.68	161.68
利润总额	51,141.95	67,460.20	86,059.09	103,845.47	126,027.47
所得税	13,933.57	18,187.91	22,375.36	27,093.28	32,515.09
净利润	37,208.39	49,272.29	63,683.73	76,752.18	93,512.38
少数股东损益	9,156.57	15,499.64	20,378.79	23,025.65	28,053.71
归属于母公司净利润	28,051.81	33,772.65	43,304.94	53,726.53	65,458.67
每股收益(元)	2.48	2.99	3.83	4.75	5.79

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.01%	22.55%	30.75%	26.59%	23.22%
营业利润	30.21%	32.84%	26.98%	21.00%	21.39%
归属于母公司净利润	33.44%	20.39%	28.22%	24.07%	21.84%
获利能力					
毛利率	34.10%	37.48%	37.60%	37.57%	36.97%
净利率	11.55%	11.35%	11.13%	10.90%	10.78%
ROE	21.14%	21.68%	23.22%	24.44%	25.14%
ROIC	23.34%	36.67%	35.94%	47.84%	37.65%
偿债能力					
资产负债率	83.98%	84.59%	85.56%	86.73%	87.64%
净负债率	8.84%	24.96%	-3.53%	12.69%	32.49%
流动比率	1.20	1.15	1.08	1.07	1.09
速动比率	0.50	0.49	0.44	0.43	0.41
营运能力					
应收账款周转率	138.48	197.04	137.42	153.27	120.00
存货周转率	0.46	0.44	0.44	0.42	0.39
总资产周转率	0.24	0.22	0.22	0.22	0.21
每股指标(元)					
每股收益	2.48	2.99	3.83	4.75	5.79
每股经营现金流	7.28	2.97	12.83	6.83	0.98
每股净资产	11.74	13.78	16.50	19.45	23.04
估值比率					
市盈率	12.50	10.38	8.10	6.53	5.36
市净率	2.64	2.25	1.88	1.60	1.35
EV/EBITDA	6.49	3.97	3.62	3.53	3.63
EV/EBIT	6.64	4.07	3.65	3.55	3.65

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com