

万科 A (000002)

证券研究报告

2020年04月01日

时隔五年再增持、事业合伙基业长青

事件:

公司公告, 事业合伙人盈安合伙增持公司股份 6500 万股, 增值价格为 25 元/股, 截止 2020 年 3 月 31 日, 事业合伙人直接持股 0.58%, 通过资管计划间接持股 4.39%, 合计 4.97%。

点评:

时隔五年增持显信心: 万科合伙人上一轮增持是在 2014 年 5 月 28 日-2015 年 1 月 27 日区间, 其中 2014 年 5 月 28 日-2014 年 9 月 23 日的增持股价在 8.3-9.24 元/股, 2015 年 1 月份的增持价格在 13 元/股左右, 此次增值均价在 25 元左右, 不考虑时间成本, 合伙人耗资 65.05 亿元, 平均持股成本为 11.6 元。此次时隔五年增持, 显示公司事业合伙人对公司长远发展的坚定信心。

财务优异负债极低: 公司 19 年末现金 1662 亿元, 对应短期负债覆盖 1.73, 扣预资产负债率 76.5%, 净负债率 35%, 公司超低的净负债率为逆势扩张提供了财务基础, 19 年因结算毛利下行、土地增值税预缴等公司业绩增速略低于预期, 但我们认为万科更多是谋长远、保增长, 为了增长的更持久, 公司财务稳健而保守, 为未来的发展保留长远的空间。

土储丰厚销售可期: 公司在手总土储约 1.5 亿平米, 2019 年新增 0.37 亿平米, 地售比 41%, 拿地销售金额比 37%, 一二线权益占比 79.9%, 公司 2020 年预计开工 2921 万方, 同比下降 31%, 预计竣工 3319 万方, 同比增长 10.4%, 我们预计 2020 年公司可售货值约 9000 亿, 预计销售金额 6600 亿元, 增长稳健。

投资建议:

事业合伙人时隔五年再增持, 显示对公司发展的长远信心, 我们认为公司负债率低, 为未来逆势扩张提供了财务基础, 公司在手土储近 1.5 亿方且 80% 布局一二线, 公司经营卓越, 谋长远增长, 为投资者持续提供高额分红, 预计 2020-2022 年公司净利润约 460 亿、540 亿、629 亿, 对应 EPS 为 4.07、4.78、5.56 元/股, 对应当前股价 PE 为 6.3X、5.4X、4.6X, 维持“买入”评级。

风险提示: 房屋销售大幅下跌、房屋价格大幅下跌

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	25.65 元
目标价格	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)	249,425.64
流通 A 股市值(百万元)	249,194.11
每股净资产(元)	16.64
资产负债率(%)	84.36
一年内最高/最低(元)	33.60/24.18

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-年报点评报告: 谋长远财务稳健、保增长基业长青》 2020-03-18
- 《万科 A-公司点评: 万科 2019 年销售点评: 拿地谨慎但权益比提升、销售相对增速提升》 2020-01-06
- 《万科 A-公司点评: 股权之争渐息、业绩锁定度高、龙头溢价再现》 2019-12-20

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679.33	367,893.88	444,231.86	531,256.88	628,051.88
增长率(%)	22.55	23.59	20.75	19.59	18.22
EBITDA(百万元)	78,933.30	89,552.76	103,720.27	120,517.75	140,630.40
净利润(百万元)	33,772.65	38,872.09	46,013.94	53,997.59	62,868.99
增长率(%)	20.39	15.10	18.37	17.35	16.43
EPS(元/股)	2.99	3.44	4.07	4.78	5.56
市盈率(P/E)	8.58	7.46	6.30	5.37	4.61
市净率(P/B)	1.86	1.54	1.30	1.11	0.95
市销率(P/S)	0.97	0.79	0.65	0.55	0.46
EV/EBITDA	3.86	4.35	3.17	3.63	3.56

资料来源: wind, 天风证券研究所



表 1: 公司合伙人持股情况

日期	购入	股本比例	平均价格 (元/股)	使用资金 (亿元)	累计购入	累计股本比例
2014年5月28日	35,839,231	0.33%	8.45	3.03		
2014年5月29日	23,188,124	0.21%	8.52	1.98		
2014年5月30日	26,476,551	0.24%	8.55	2.26		
2014年6月3日	61,842,312	0.56%	8.42	5.21		
2014年6月4日至6月12日	40,052,531	0.36%	8.30	3.33		
2014年6月13日至6月19日	23,969,613	0.22%	8.40	2.01		
2014年6月20日至2014年8月27日	46,299,716	0.42%	8.83	4.09	257,668,078	2.34%
2014年8月28日至2014年9月15日	57,011,386	0.52%	9.36	5.33	314,679,464	2.86%
2014年9月16日至2014年9月23日	44,356,875	0.40%	9.24	4.10	359,036,339	3.26%
2014年9月24日至2015年1月23日	101,187,211	0.92%	12.79	12.94	460,223,550	4.17%
2015年1月26日至2015年1月27日	34,054,269	0.31%	13.26	4.52	494,277,819	4.48%
2020年3月31日	65,000,026	0.58%	25.00	16.25	560,934,818	4.97%
	5.5928	5.07%	11.63	65.05		

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (2014年5月28日购入价按照当日收盘价, 最近累计购入数据来自2020年3月31日公告)

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	188,417.45	166,194.60	200,679.97	239,993.18	283,719.94
应收票据及应收账款	1,588.74	2,017.05	3,075.86	2,487.42	7,980.11
预付账款	75,950.90	97,795.83	119,186.75	163,707.54	195,984.75
存货	750,302.63	897,019.04	1,120,918.98	1,453,419.03	1,866,990.43
其他	278,812.15	275,962.85	424,028.23	387,458.28	556,615.30
流动资产合计	1,295,071.8	1,438,989.3	1,867,889.8	2,247,065.4	2,911,290.5
长期股权投资	129,527.66	130,475.77	190,475.77	290,475.77	350,475.77
固定资产	11,533.80	12,399.84	13,434.29	13,769.88	13,673.17
在建工程	1,913.01	4,179.84	2,543.90	1,574.34	974.61
无形资产	4,952.58	5,269.65	4,927.07	4,584.49	4,241.91
其他	85,580.45	138,615.00	102,234.90	102,883.19	100,970.43
非流动资产合计	233,507.50	290,940.10	313,615.93	413,287.67	470,335.88
资产总计	1,528,579.3	1,729,929.4	2,181,505.7	2,660,353.1	3,381,626.4
短期借款	10,101.92	15,365.23	84,168.05	138,261.34	187,367.48
应付票据及应付账款	229,597.38	268,222.15	125,116.09	263,901.28	590,367.91
其他	882,214.64	989,022.91	1,525,426.14	1,686,210.78	1,936,035.11
流动负债合计	1,121,913.9	1,272,610.2	1,734,710.2	2,088,373.4	2,713,770.5
长期借款	120,929.06	114,319.78	80,000.00	144,149.95	170,679.48
应付债券	47,095.15	49,645.51	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	3,020.49	22,774.76	3,157.01	3,047.78	3,075.09
非流动负债合计	171,044.69	186,740.05	119,332.41	185,728.80	214,355.11
负债合计	1,292,958.6	1,459,350.3	1,854,042.6	2,274,102.2	2,928,125.6
少数股东权益	79,856.60	82,520.62	104,174.24	125,173.30	148,426.22
股本	11,039.15	11,302.14	11,302.14	11,302.14	11,302.14
资本公积	8,005.63	12,384.48	13,598.62	13,589.13	13,577.78
留存收益	147,123.72	178,562.78	211,986.66	249,775.48	293,772.43
其他	(10,404.37)	(14,190.91)	(13,598.62)	(13,589.13)	(13,577.78)
股东权益合计	235,620.73	270,579.12	327,463.04	386,250.93	453,500.79
负债和股东权益总	1,528,579.3	1,729,929.4	2,181,505.7	2,660,353.1	3,381,626.4

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	49,272.29	55,131.61	46,013.94	53,997.59	62,868.99
折旧摊销	2,921.94	4,119.52	1,004.07	1,056.54	1,089.03
财务费用	5,998.57	5,735.94	11,626.16	19,604.00	23,612.43
投资损失	(6,787.93)	(4,984.13)	(3,000.00)	(4,000.00)	(6,084.23)
营运资金变动	538,184.17	43,095.47	48,926.36	(48,916.25)	(45,657.27)
其它	(555,970.85)	(57,411.60)	20,418.35	19,999.06	22,552.91
经营活动现金流	33,618.18	45,686.81	124,988.88	41,740.93	58,381.86
资本支出	59,075.90	(12,739.44)	79,677.75	100,189.24	60,022.68
长期投资	48,303.35	948.11	60,000.00	100,000.00	60,000.00
其他	(174,743.69)	(16,835.41)	(195,481.35)	(294,259.75)	(172,577.11)
投资活动现金流	(67,364.44)	(28,626.73)	(55,803.60)	(94,070.51)	(52,554.43)
债权融资	247,218.53	259,976.74	247,686.63	375,142.17	455,525.97
股权融资	(8,955.93)	(501.78)	(8,454.56)	(19,412.08)	(23,355.23)
其他	(193,464.95)	(292,813.18)	(273,931.97)	(264,087.31)	(394,271.40)
筹资活动现金流	44,797.65	(33,338.21)	(34,699.90)	91,642.78	37,899.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	11,051.40	(16,278.14)	34,485.38	39,313.21	43,726.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	297,679.33	367,893.88	444,231.86	531,256.88	628,051.88
营业成本	186,104.22	234,550.33	278,977.61	339,473.15	404,653.83
营业税金及附加	23,176.06	32,905.22	37,759.71	45,156.83	53,384.41
营业费用	7,868.08	9,044.50	10,661.56	11,687.65	13,817.14
管理费用	8,093.75	11,018.41	13,593.49	15,937.71	19,218.39
研发费用	771.96	1,066.68	1,288.01	1,540.33	1,820.98
财务费用	5,998.57	5,735.94	11,626.16	19,604.00	23,612.43
资产减值损失	2,354.25	(1,648.76)	1,000.00	1,000.00	1,000.00
公允价值变动收益	86.63	(68.52)	(1,235.27)	(1,000.00)	(700.00)
投资净收益	6,787.93	4,984.13	3,000.00	4,000.00	6,084.23
其他	(11,060.76)	(6,307.19)	(3,529.47)	(6,000.00)	(10,768.46)
营业利润	67,498.61	76,613.14	91,090.04	99,857.21	115,928.94
营业外收入	474.50	714.73	523.57	300.00	300.00
营业外支出	512.91	788.58	170.98	161.68	161.68
利润总额	67,460.20	76,539.29	91,442.64	99,995.53	116,067.25
所得税	18,187.91	21,407.67	23,775.09	24,998.88	29,945.35
净利润	49,272.29	55,131.61	67,667.55	74,996.65	86,121.90
少数股东损益	15,499.64	16,259.53	21,653.62	20,999.06	23,252.91
归属于母公司净利润	33,772.65	38,872.09	46,013.94	53,997.59	62,868.99
每股收益（元）	2.99	3.44	4.07	4.78	5.56

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.55%	23.59%	20.75%	19.59%	18.22%
营业利润	32.84%	13.50%	18.90%	9.62%	16.09%
归属于母公司净利润	20.39%	15.10%	18.37%	17.35%	16.43%
获利能力					
毛利率	37.48%	36.25%	37.20%	36.10%	35.57%
净利率	11.35%	10.57%	10.36%	10.16%	10.01%
ROE	21.68%	20.67%	20.61%	20.68%	20.61%
ROIC	36.67%	30.09%	35.48%	34.20%	25.30%
偿债能力					
资产负债率	84.59%	84.36%	84.99%	85.48%	86.59%
净负债率	24.96%	34.66%	14.35%	34.99%	37.88%
流动比率	1.15	1.13	1.08	1.08	1.07
速动比率	0.49	0.43	0.43	0.38	0.38
营运能力					
应收账款周转率	197.04	204.06	174.45	190.99	120.00
存货周转率	0.44	0.45	0.44	0.41	0.38
总资产周转率	0.22	0.23	0.23	0.22	0.21
每股指标（元）					
每股收益	2.99	3.44	4.07	4.78	5.56
每股经营现金流	2.97	4.04	11.06	3.69	5.17
每股净资产	13.78	16.64	19.76	23.10	26.99
估值比率					
市盈率	8.58	7.46	6.30	5.37	4.61
市净率	1.86	1.54	1.30	1.11	0.95
EV/EBITDA	3.86	4.35	3.17	3.63	3.56
EV/EBIT	3.95	4.48	3.20	3.67	3.59

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