

万科A (000002): 钱地人三优势护航主业, 非房业务延续优质基因

2020年04月03日

强烈推荐/维持

万科A

公司报告

公司是房地产开发行业的头雁之一, 也是中国城市化浪潮当之无愧的卓越建设者和见证者。虽然2019年公司无论是业绩还是销售都呈现一定增速趋缓的态势, 但公司仍有望凭借自身在多年行业经验中积累的优势把握好地产“白银时代”, 并在物管等其他行业做进一步探索, 寻找下一个增长点。我们看好公司长期稳健均衡发展, 主要基于三个长期稳定优势:

首先, 公司善用经营杠杆驱动 ROE。公司一直坚持高周转策略, 压缩从拿地到销售的时间, 尽快实现销售回款。高周转策略是一种内生的增长方式。长期看房地产金融政策易紧难松, 高周转驱动经营杠杆是较优对策。在财务上体现为虽然公司权益乘数较高, 但净负债率较低的优势在行业难以撼动, 使得公司一直可以低成本融资。

其次, 公司一直坚持的策略是深耕一二线城市。公司在单城销售方面相比其他龙头公司具备明显优势。并且近4年来新拿地70%以上位于一二线。我们认为公司深耕一二线, 就是将公司的基本盘和中国经济的基本盘相互绑定。

第三, 公司将职业经理人升级为事业合伙人, 通过项目层面的跟投制度和公司层面的合伙人持股计划形成全方位激励制度。事业合伙人的本质是事业合伙人取代股东, 成为公司的劣后收益人。

积极布局其他业务, 且均延续万科优质基因。物业管理方面, 公司虽未单独分拆万科物业上市, 但其在管面积已经超过部分龙头物管上市公司。租赁住宅方面, 截止2019年底累计开业11万间, 泊寓已经成长为集中式长租公寓领军品牌, 与我国“租购并举”的住房长效机制相契合。

我们预计公司2020年至2022年归母净利润分别为459.4亿元, 547.3亿元和618.5亿元, EPS分别为4.1元、4.8元和5.5元。当前股价对应公司2020-2022年的PE分别为6.6倍、5.6倍和4.9倍。我们看好公司长期稳健均衡发展, 维持覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 宏观经济超预期下行, 政策边际改善不及预期, 公司结转不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679.33	367,893.88	432,445.48	517,547.11	605,867.84
增长率(%)	22.55%	23.59%	17.55%	19.68%	17.07%
归母净利润(百万元)	33,772.65	38,872.09	45,941.27	54,727.39	61,847.62
增长率(%)	32.42%	11.89%	13.41%	14.85%	14.20%
净资产收益率(%)	21.68%	20.67%	19.60%	18.90%	17.59%
每股收益(元)	3.06	3.47	4.06	4.84	5.47
PE	8.78	7.75	6.61	5.55	4.91
PB	1.91	1.62	1.30	1.05	0.86

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司成立于1984年, 1988年进入房地产行业, 经过三十余年的发展, 已成为国内领先的城市配套服务商, 公司业务聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市。2018年, 公司将自身定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”, 所搭建的生态体系已初具规模, 在巩固住宅开发和物业服务固有优势的基础上, 业务已延伸至商业开发和运营、物流仓储服务、租赁住宅、产业城镇、冰雪度假、养老、教育等领域。

未来3-6个月重大事项提示:

无

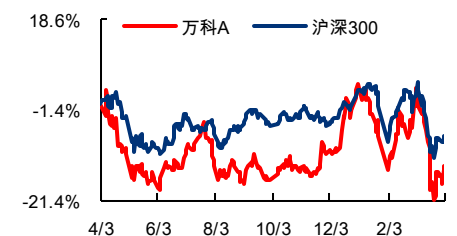
发债及交叉持股介绍:

2020-03-16 发行25亿元公司债。

交易数据

52周股价区间(元)	32.56-24.55
总市值(亿元)	3,038.02
流通市值(亿元)	2,611.44
总股本/流通A股(万股)	1,130,214/971,517
流通B股/H股(万股)	/157,795
52周日均换手率	0.62

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070002

研究助理: 曹钧鹏

010-66554041

caojp@dxzq.net.cn

目 录

1. “钱地人”三优势稳定在手, 主业持续创造价值	4
1.1 钱: 善用经营杠杆驱动 ROE	4
1.2 地: 深耕一二线, 扎根中国经济基本盘	7
1.3 人: 将职业经理人升级为事业合伙人	8
2. 非房业务: 多领域探索, 延续万科优质基因	11
2.1 物业管理: 在管面积业内领先	11
2.2 租赁住宅: 迎政策春风而布局	12
2.3 商业开发与运营、物流仓储和其他业务	13
3. 盈利能力略减, 融资优势仍强	14
3.1 盈利能力略有下滑, 房地产营收有保障	14
3.2 销售稳居行业前列, 可售货值相对充足	16
3.3 现金流连续 11 年为正, 信用优势明显	17
4. 盈利预测和投资建议	18
5. 风险提示	19
相关报告汇总	22

插图目录

图 1: 权益乘数驱动 ROE	4
图 2: 充分占用上下游资金	4
图 3: 高周转即压缩从拿地到销售的时间	5
图 4: 公司剔除预收账款和合同负债后的资产负债率较低	6
图 5: 首套和二套房贷利率跟随 5 年期 LPR 有所下行	6
图 6: 万科 A 新拿地主要集中于一二线	8
图 7: 部分龙头房企单城销售额	8
图 8: 传统的企业分配机制	8
图 9: 事业合伙人机制的核心原理	8
图 10: 采取跟投制度后销售费用率和管理费用率得到有效控制	10
图 11: 万科物业发展历程	11
图 12: 万科物业管理收入及同比增速	12
图 13: 万科物业管理毛利及同比增速	12
图 14: 万科物业在管面积领先部分龙头上市公司	12
图 15: 公司营业收入及同比增速	14
图 16: 公司归母净利润及同比增速	14
图 17: 营收构成中房地产开发占比 95% 以上	14
图 18: 归母净利润率有所回落	14
图 19: 公司未结算资源充足	15
图 20: 公司竣工预计仍将保持增长	15

图 21: 公司竣工完成度历年窄幅波动	15
图 22: 公司 2H2016-2H2018 地货比较高	15
图 23: 公司销售额及同比增速	16
图 24: 公司销售面积及同比增速	16
图 25: 公司土储相对充裕	16
图 26: 公司 2020 年计划新开工同比负增长	16
图 27: 公司经营现金流连续 11 年净流入	17
图 28: 公司短期偿债无虞	17
图 29: 公司净负债率在龙头房企中优势明显	17

表格目录

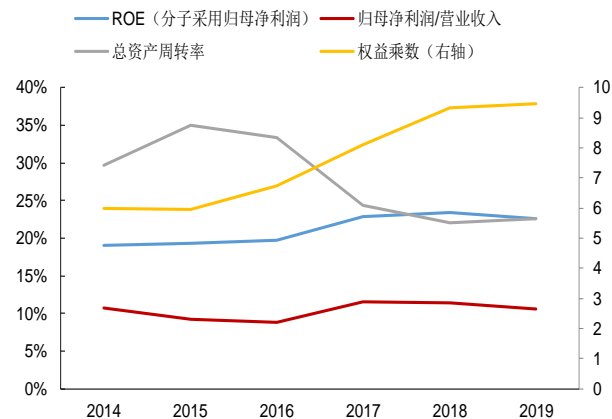
表 1: 近期房地产金融监管动态	6
表 2: 近期房企债务融资利率有所下滑	7
表 3: 万科跟投制度	9
表 4: 截止 2019 年底公司前十大股东	10
表 5: 公司共发行 4 笔住房租赁专项公司债	13
表 6: 公司各项业务营收增速及预测	18

1. “钱地人”三优势稳定在手, 主业持续创造价值

1.1 钱: 善用经营杠杆驱动 ROE

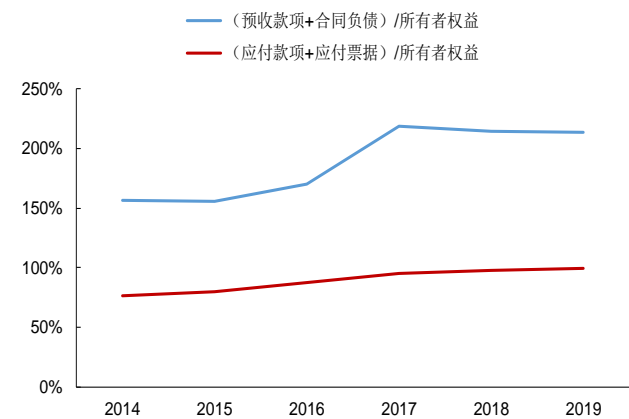
权益乘数驱动 ROE, 经营杠杆驱动权益乘数。公司 ROE (分子采用归母净利润口径) 稳步提高, 从 2014 年的 19.1% 提高到 2019 年的 22.6%, 主要来自于公司权益乘数的贡献, 从 2014 年的 5.98 提高到 2019 年的 9.48。而权益乘数的提高主要来自于公司善于利用经营杠杆, 尽量占用上下游资金, 具体体现在两方面: 其一是公司高周转带来的销售回款, 体现为 (预收款项+合同负债)/所有者权益持续提高; 其二是公司利用自身在产业链中较强的议价能力, 占用上游施工单位的工程款等, 体现为 (应付款项+应付票据)/所有者权益持续提高。

图1: 权益乘数驱动 ROE



资料来源: wind, 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 充分占用上下游资金



资料来源: wind, 公司公告, 东兴证券研究所

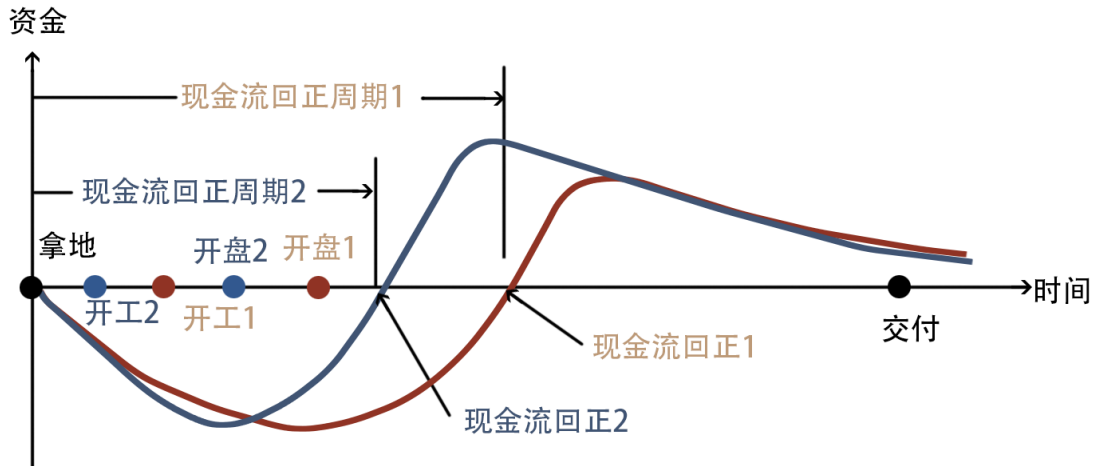
高周转指的是资金的快速周转, 其本质是用最少的本金在固定的时间内赚取尽可能多的收益。这意味着在同等利润率水平下, 公司可以获得明显高于行业平均水平的资产回报率。

高周转是一种稳健的内生增长模式。在预售制下, 高周转具体的操作方法是缩短拿地和取得预售许可证之间的时间, 追求尽快实现累计现金流回正。之后将自有资金抽离, 迅速用于下一个项目的拿地和初期建设, 然后再次销售、回款, 形成资金的快速滚动, 提升公司经营规模。

高周转是开发商综合竞争优势的体现。高周转需要从时间和规模两个维度进行考虑。时间角度, 尽量将取得销售许可证时间提前, 因此需要开发商提前做好各专业联动, 如拿地前就完成项目定位、规划设计, 提前招标, 总包提前进场, 工程节点并行等。规模角度, 地货比越低越有利于现金流尽快回正; 首开货量越多、去化率越高、回款率越高越有利于现金流尽快回正。因此标准化产品和标准化管理有助于做好高周转。

高周转并不等于工程质量下降。高周转指的是公司自有资金的周转, 压缩的是从拿地到取得预售证的时间, 而非整个项目施工周期。从销售到竣工阶段的施工周期往往是根据购房合同上规定的交楼时间倒排, 所用施工资金大部分是预售款, 相对有保障。项目预售款会由购房者直接存入预售资金专用存款账户, 且这一账户受各地住建部门监管, 必须用于有关的工程建设, 项目公司在使用时需要向银行申请。

图3: 高周转即压缩从拿地到销售的时间



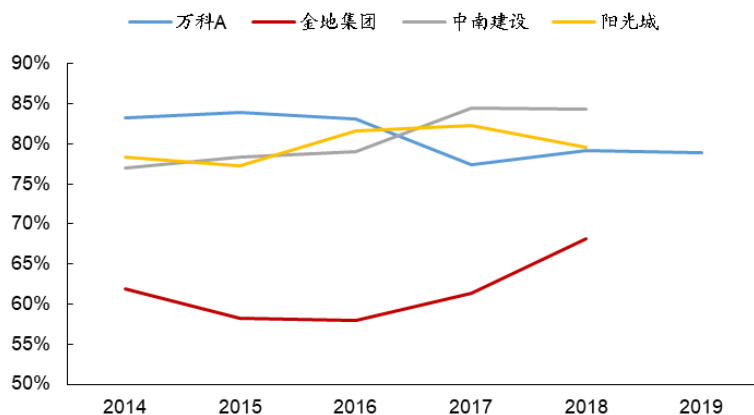
资料来源: 赛普管理咨询《大运营》, 东兴证券研究所

长期看房地产金融政策易紧难松, 高周转驱动经营杠杆仍是较优对策。2019年12月底, 央行行长易纲撰文指出, 将按照因城施策原则, 加强对房地产金融市场的宏观审慎管理, 强化对房地产整体融资状况的监测, 综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节。我们认为, 公司较低的净负债率和高周转下驱动的经营杠杆有助于公司平稳穿越监管周期。

我们认为, 地产的金融属性明显, 参考美、日经验, 地产价格泡沫主要来自于居民对房价上涨的预期和持续较宽松的货币政策。当前监管机构对地产金融进行较严格的监管, 不让过量的流动性进入房地产市场, 有利于我国经济结构转型升级, 因此长期看房地产金融政策易紧难松。而房企利用高周转驱动经营杠杆的商业模式主要是利用自有资金撬动上下游资金, 可以一定程度上免疫房地产金融政策进一步收紧和行业去杠杆, 长期看是相对较优的应对策略。

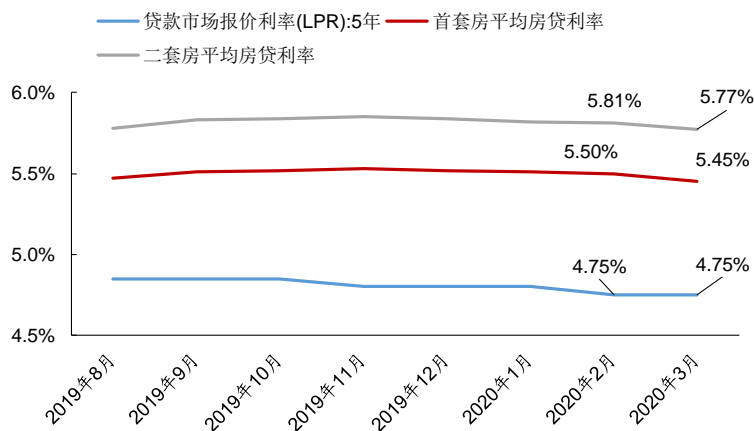
短期看货币政策宽松有助于房企降低融资成本, 且银行端或加大对开发贷的支持。伴随货币政策宽松, 房企公开市场发债票面利率大幅走低, 高信用房企受到投资机构青睐。新冠疫情对实体经济尤其是小微企业冲击明显, 而银行端出于稳住息差的考虑, 或加大对长久期高收益率的开发贷以支持。且近期按揭贷款利率有所下行, 虽然下行幅度弱于5年期LPR下行幅度, 亦有助于降低居民购房成本。近期监管层对信托和债权融资监管态度不变, 但房企整体融资环境在近期也可以说有所改善。我们认为这种改善会持续一段时间。

图4: 公司剔除预收账款和合同负债后的资产负债率较低



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5: 首套和二套房贷利率跟随 5 年期 LPR 有所下行



资料来源: wind, 融 360, 东兴证券研究所

表1: 近期房地产金融监管动态

部门	时间	主要内容
银保监会	2020年03月17日	银保监会首席风险官肖远企在通气会上表示, 房贷政策基调不变, 地方政府和商业银行对个人房贷政策做出的调整都在监管政策允许的范围之内。
监管部门	2020年03月18日	据信托百佬汇记者多方了解, 地产信托额度并未松动, 而且监管部门一再向信托公司强调, 房地产信托额度务必不能超过2019年底。

资料来源: 东兴证券研究所

表2: 近期房企债务融资利率有所下滑

债券代码	债券简称	债券类型	期限	发行规模	票面利率 (%, 当期)	票面利率下行幅 度 (BP)
149056.SZ	20 万科 01	一般公司债	3+2 (年)	15.00	3.02	116
112784.SZ	18 万科 02	一般公司债	3+2 (年)	20.00	4.18	
012000948.IB	20 金地 SCP004	超短期融资债券	270 (天)	10.00	2.60	147
011802315.IB	18 金地 SCP003	超短期融资债券	270 (天)	30.00	4.07	
102000316.IB	20 滨江房产 MTN002	一般中期票据	1095 (天)	5.00	3.85	255
101800205.IB	18 滨江房产 MTN001	一般中期票据	1096 (天)	21.80	6.40	
102000277.IB	20 招商蛇口 MTN001A	一般中期票据	3 (年)	13.00	3.00	180
101801179.IB	18 招商蛇口 MTN001A	一般中期票据	3+N (年)	13.00	4.80	

资料来源: wind, 公司公告, 东兴证券研究所

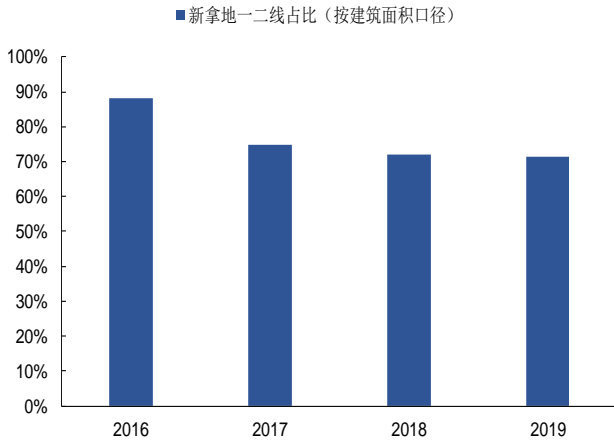
1.2 地: 深耕一二线, 扎根中国经济基本盘

拿地层面, 公司一直坚持的策略就是深耕一二线城市。这体现在三个方面, 第一是公司 2016 年以来新拿地主要集中在一二线, 2016 年至 2019 年公司新拿地一二线占比分别为 88.3%、74.7%、72.1%和 71.5%。第二, 公司单城销售额在 2019 年达到 89.3 亿 (剔除海外城市贡献销售), 远高于其他龙头房企, 体现深耕思路。第三, 公司 2019 年在 21 个城市的销售金额位列当地第一, 在 12 个城市排名第二, 在部分一二线城市占据稳固地位。房地产开发业务是公司的基本盘, 而一二线城市是公司房地产开发业务的基本盘。

2019 年公司并未新进入城市, 但公司单城销售金额同比 2018 年提高 4.0%, 显示公司目前进入的城市仍具备提升销售金额的潜力。

我们认为一二线相比三四线最大的优势是充分享受中国工业化和城市化进程带来的人口和资本持续净流入, 购房需求释放相对稳定。2019 年房地产全行业销售金额达到 16.0 万亿, 销售处于高位平台期, 行业进入成熟期, 若不考虑对三四线城市定向的刺激政策, 长期看未来三四线销售或处于下滑趋势, 而一二线城市需求相对稳定。公司深耕一二线, 就是将公司的基本盘和中国经济的基本盘相互绑定

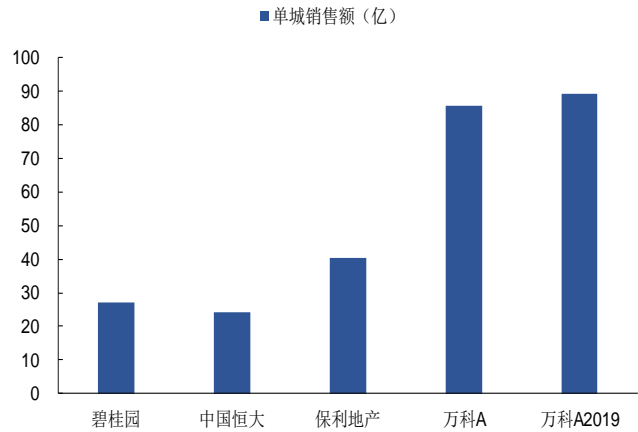
图6: 万科 A 新拿地主要集中于一二线



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注: 数据选择2018 年全口径销售数据, 碧桂园数据来自克而瑞

图7: 部分龙头房企单城销售额



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

注: 一二线城市选取公司年报披露口径

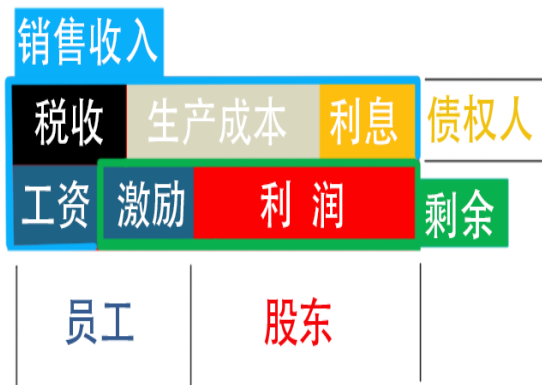
1.3 人: 将职业经理人升级为事业合伙人

万科是国内最早引进职业经理人的企业之一, 引领了房地产行业乃至中国职业经理人制度规范发展。但职业经理人制度并非公司治理的完美答案, 也存在承担风险和后果不足的问题。

在传统的企业分配机制中, 销售收入扣除各种成本 (包括工资)、利息、税收后的收益是企业的剩余, 剩余中的小部分作为股权激励分配给员工, 大部分剩余作为企业利润分配给股东。真正能决定剩余有多少的, 是员工, 但员工仅能从剩余中分配到很小的部分。

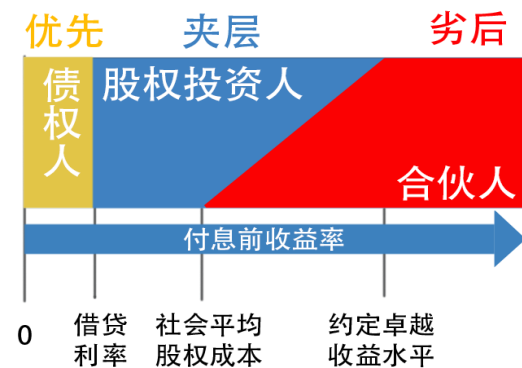
而万科的事业合伙人本质, 是事业合伙人取代股东, 成为企业的劣后收益人。原本的股东收入被分成两部分: 一部分是作为股东必须获得的收益, 即股权的机会成本, 另一部分则是股东承受高风险所获得的风险溢价。而在事业合伙人机制下, 事业合伙人真正站到了劣后的位置上, 激发自身动力去创造超过社会平均水平的卓越收益。从而解决了职业经理人原本仅和股东“共创、共享”但缺少“共担”的问题。

图8: 传统的企业分配机制



资料来源: 万科周刊公众号, 东兴证券研究所

图9: 事业合伙人机制的核心原理



资料来源: 万科周刊公众号, 东兴证券研究所

事业合伙人制度探索第一步：经济利润奖金制度

2010 年，万科推出了经济利润奖金制度。经济利润奖金制度实际上是一个对赌制度。也就是说，如果公司的 ROE 超过社会平均收益水平，公司将从经济利润（EP）中按规定比例计提奖金；反之，管理团队就要按照相同的比例赔偿公司。为了保证团队具有偿还的能力，EP 奖金作为集体奖金统一管理，三年内不分配到个人。这三年滚存的集体奖金，就是管理团队用来和股东对赌的保证金。

事业合伙人制度探索第二步：项目层面跟投制度

2014 年公司在项目层面推出了项目跟投制度。对项目获取和经营质量影响最大的那部分员工——项目的管理团队和城市公司的管理层需要拿出自己的钱和公司共同投资。从 2014 年 4 月开始，万科所有的新获取项目都必须配套跟投计划。跟投计划是公司最终决定是否投资的首要考虑因素之一。并且员工跟投所取得的收益必须对万科劣后分配。

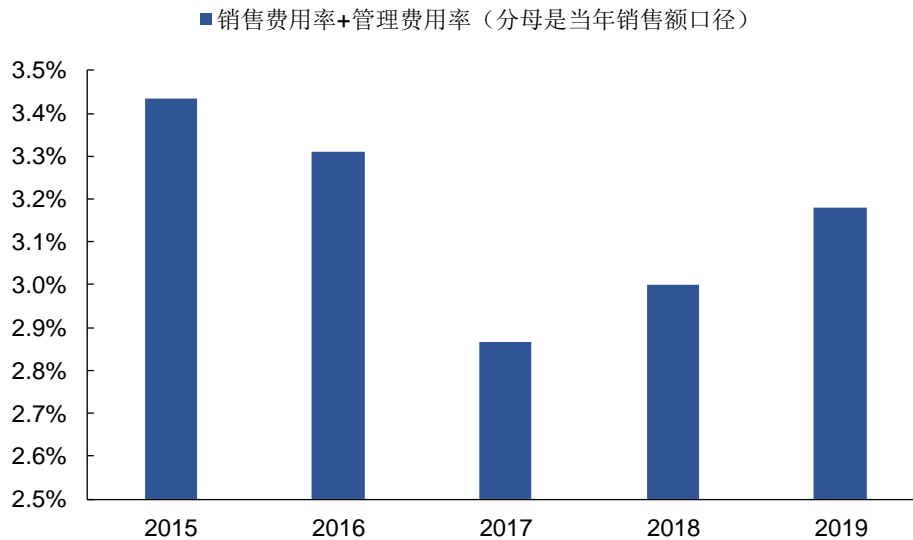
截止 2019 年底，公司累计有 865 个项目引入跟投机制，缩短了项目从拿地到新开工、首期开盘和现金流回正的平均时间。考虑费用和收入存在一定的错配，将当年销售额作为分母的销售费用率和管理费用率得到有效控制。

表3：万科跟投制度

科目	细则
跟投范围	万科新获取的住宅开发销售类项目均纳入跟投范围；旧改、一级土地整理、海外房地产开发等其他项目，以及其他业务，可参照上述原则安排跟投，但不强制要求。
及跟投权益比例上限	跟投人员合计投入资金不超过项目资金峰值 10%；跟投人员直接或间接持有的项目权益比例合计不超过 10%，单一人员不超过 1%；对于万科股权比例低于 50%的住宅开发销售类项目，跟投人员直接或间接持有项目权益比例还需不超过万科在该项目所持权益比例的 20%。
跟投人员	项目所在区域事业集团（BG）的集团核心合伙人（GP），集团骨干合伙人（SP）必须跟投，其他员工可自愿跟投。必须跟投人在跟足必须跟投部分之外，可追加资源跟投。公司董事、监事、法定高级管理人员不参与跟投。
特殊劣后机制	必须跟投人员需以自己的必须跟投部分对应的跟投收益对万科劣后 可能性之一：项目 IRR ≤ 公司 WACC，则必须跟投部分对应的项目收益优先向万科分配，直至万科达到项目 IRR 为公司 WACC 时对应的收益水平，再向必须跟投部分分配项目收益。 可能性之二：公司 WACC < 项目 IRR ≤ 2.5 倍公司 WACC，则必须跟投部分与万科按照出资比例分配项目收益。 可能性之三：2.5 倍公司 WACC < 项目 IRR，则在项目 IRR 超过 2.5 倍公司 WACC 后的项目收益范围内，必须跟投部分按其出资比例的 1.2 倍分享（追加的自愿跟投部分除外）。

资料来源：《万科企业股份有限公司跟投制度》2020 年 3 月 17 日版本，东兴证券研究所

图10: 采取跟投制度后销售费用率和管理费用率得到有效控制



资料来源: wind, 公司公告, 东兴证券研究所

事业合伙人制度探索第三步: 合伙人持股计划

2014 年公司, 经济利润奖金的全体奖励对象自愿把滚存的集体奖金, 加上杠杆买入公司股票。由于引入了杠杆, 在股价的涨跌过程中, 持股合伙人将承受比股东更敏感的损益, 这类似于一种劣后的安排。

2014 年 5 月 28 日, 代表公司 1320 名事业合伙人的深圳盈安财务顾问企业 (有限合伙), 简称“盈安合伙”通过证券公司的集合资产管理计划, 于 2014 年 5 月 28 日购入万科 A 股份 3583.9 万股, 占当时万科 A 总股本的 0.33%。截止公司 2019 年年报披露日, 盈安合伙累计购买 4.96 亿股万科 A 股股票, 占公司总股本的 4.39%。其中盈安合伙通过金鹏 1 号资管计划购入的股份占全部总股本的 4.04%。

表4: 截止 2019 年底公司前十大股东

排名	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
1	深圳市地铁集团有限公司	32.43	28.69%
2	香港中央结算(代理人)有限公司	15.78	13.96%
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	4.88	4.32%
4	国信证券-工商银行-国信金鹏分级 1 号集合资产管理计划	4.57	4.04%
5	深圳市钜盛华股份有限公司	4.03	3.57%
6	安邦人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	3.43	3.04%
7	招商财富-招商银行-德赢 1 号专项资产管理计划	3.29	2.91%
8	中央汇金资产管理有限责任公司	1.90	1.68%
9	中国证券金融股份有限公司	1.33	1.17%
10	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	0.97	0.86%
	合计	72.61	64.24%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所 注: 盈安合伙通过国信金鹏 1 号和 2 号资产管理计划购入公司股份

事业合伙人机制一定程度上也会造成股权分散等问题。但我们认为公司销售和管理费用率的降低证明了事业合伙人机制的有效性。在深圳地铁集团成为公司第一大股东之后, 公开表示支持万科的混合所有制, 支持万科城市配套服务商战略等事业合伙人机制, 支持万科管理团队按照既定战略目标实施运营和管理。我们认为万科事业合伙人机制是职业合伙人机制的有一次转型升级, 这一机制具有稳定性和延续性, 有助于帮助公司提升经营效率, 将继续作为公司稳健经营、创造价值的驱动力之一。

2. 非房业务: 多领域探索, 延续万科优质基因

2.1 物业管理: 在管面积业内领先

公司物业管理业务起步于1990年, 为整个行业提供业务流程范式, 一路引领行业发展。公司物业管理业务自2010年以来连续10年蝉联中指院评选的“中国物业服务百强企业”第一名。截止2019年底万科物业累计签约面积6.4亿平方米, 同比增长26.1%, 其中已接管合同面积4.5亿平方米, 为未来储备1.9亿平方米。

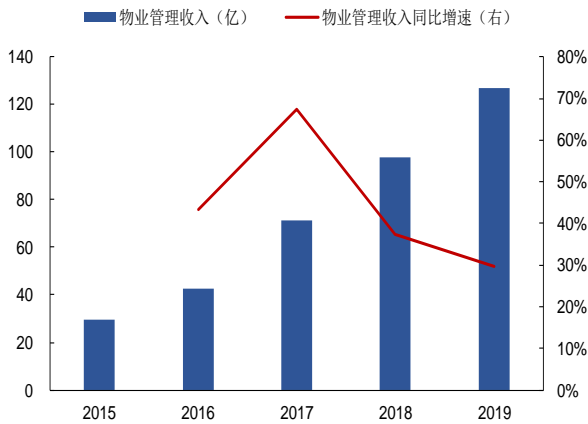
2018年7月, 万科物业购买戴德梁行4.9%的股份, 2019年12月双方进一步深化合作, 成立合资公司, 主营商业物业及资产管理。万科善于在合作中向对方学习, 我们相信公司会进一步学习戴德梁行在商办物业管理上的优势, 巩固自己物管龙头地位。

图11: 万科物业发展历程



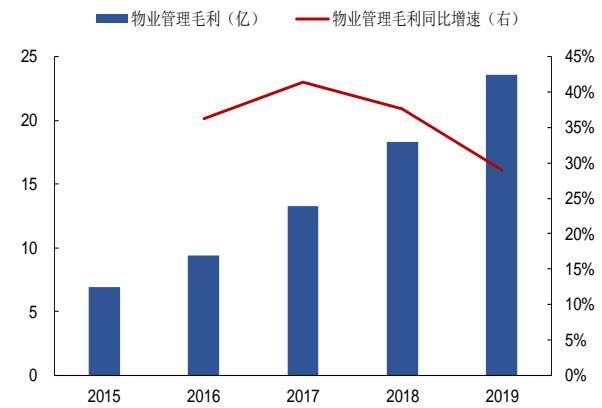
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图12: 万科物业管理收入及同比增速



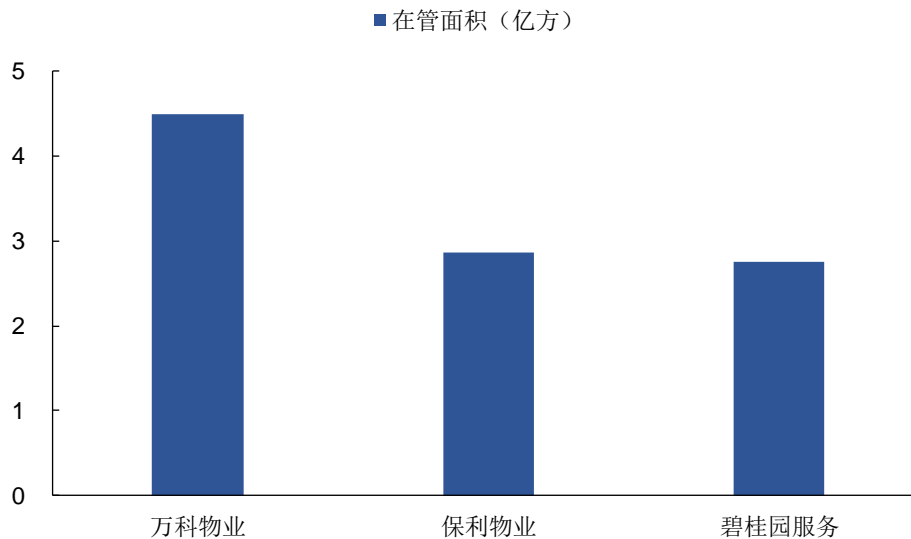
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图13: 万科物业管理毛利及同比增速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图14: 万科物业在管面积领先部分龙头上市公司



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 租赁住宅: 迎政策春风而布局

公司自2014年启动长租公寓业务, 目前形成了以青年公寓(泊寓)、家庭公寓、服务式公寓三个产品线, 为不同阶段客户提供产品。其中泊寓已经成长为集中式青年长租公寓领军企业。截止2019年底, 公司租赁业务累计开业11万间, 其中2019年内新增开业5.6万间。分布区域上, 公司租赁住宅的81%位于14个一二线核心城市, 成熟期平均出租率约90%。

2018 年至今公司共发行 4 笔住房租赁专项债, 用于住房租赁项目建设以及补充营运资金, 累计达 80 亿元, 且融资成本相对较低。公司积极推动租赁业务发展, 与我国“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”相符合。

表5: 公司共发行 4 笔住房租赁专项公司债

债券代码	债券简称	债券类型	息票品种	起息日	期限	发行规模 (亿)	票面利率(当期)
112976.SZ	19 万科 02	一般公司债	付息	2019-09-26	3+2	25	3.55
112844.SZ	19 万科 01	一般公司债	付息	2019-02-26	3+2	20	3.65
112784.SZ	18 万科 02	一般公司债	付息	2018-10-29	3+2	20	4.18
112742.SZ	18 万科 01	一般公司债	付息	2018-08-09	3+2	15	4.05

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 商业开发与运营、物流仓储和其他业务

商业开发与运营: 公司以印力集团作为商业开发与运营平台, 截止 2019 年底, 印力集团运营管理项目 108 个, 覆盖 50 多个城市, 管理面积近 900 万方, 已开业面积为 644 万方。

物流仓储: 公司以“万纬物流”为物流仓储服务平台, 截止 2019 年底, 供进驻 44 个城市, 获取 138 个项目。

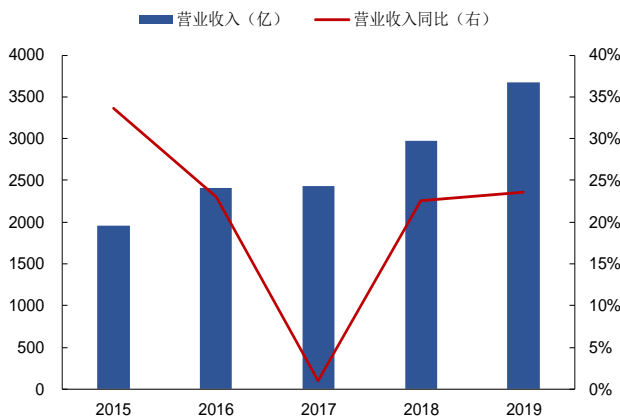
其他业务: 公司的冰雪业务在 2019 年继续保持业内领先标杆位置, 共运营吉林松花湖、北京石龙京、北京西山滑雪场三个项目。除此之外, 公司在养老、教育等领域的品牌影响力逐步扩大。

3. 盈利能力略减, 融资优势仍强

3.1 盈利能力略有下滑, 房地产营收有保障

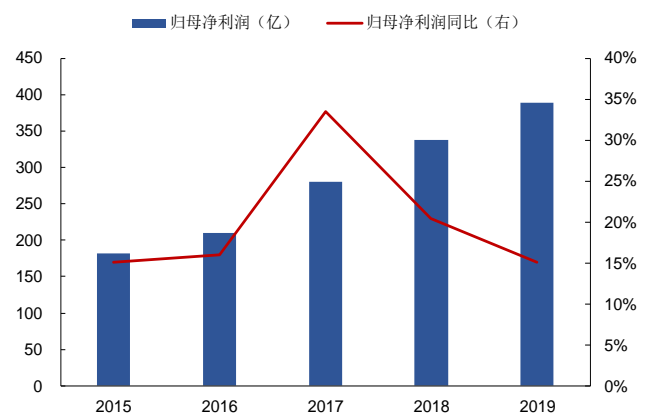
2019年公司实现营业收入3678.9亿元, 同比增长23.6%; 实现归属于上市公司股东净利润388.7亿元, 同比增长15.1%。归母净利润增速低于营收增速, 公司2019年归母净利润率仅为10.6%, 同比下滑0.8pct, 主要原因如下: 第一, 2019年房地产开发业务结算毛利率27.2% (剔除税金及附加), 同比下降2.5pct, 而房地产开发业务贡献95.9%的营业收入和96.6%的毛利, 房地产开发业务毛利率下滑对归母净利润影响显著; 第二, 全年实现投资收益49.8亿, 同比下降26.6%, 主要受非并表项目结算下降影响; 第三, 计提存货减值准备, 影响净利润11.4亿元, 影响归母净利润7.8亿元。

图15: 公司营业收入及同比增速



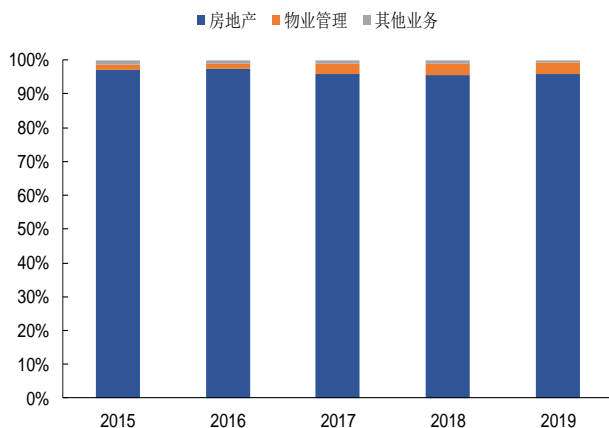
资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

图16: 公司归母净利润及同比增速



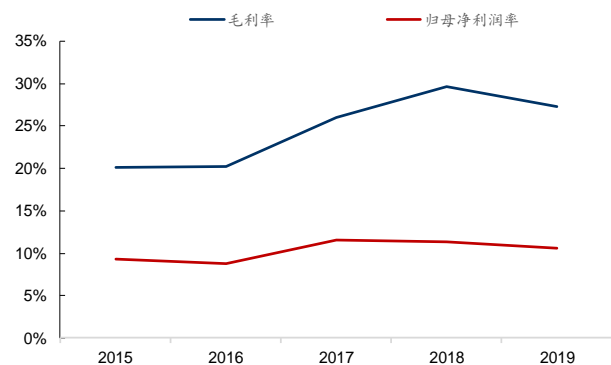
资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

图17: 营收构成中房地产开发占比95%以上



资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

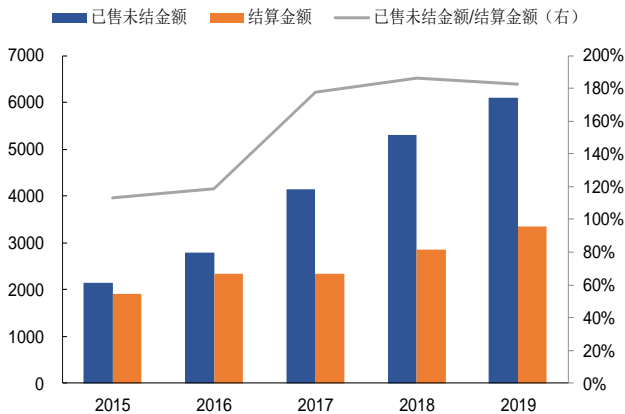
图18: 归母净利润率有所回落



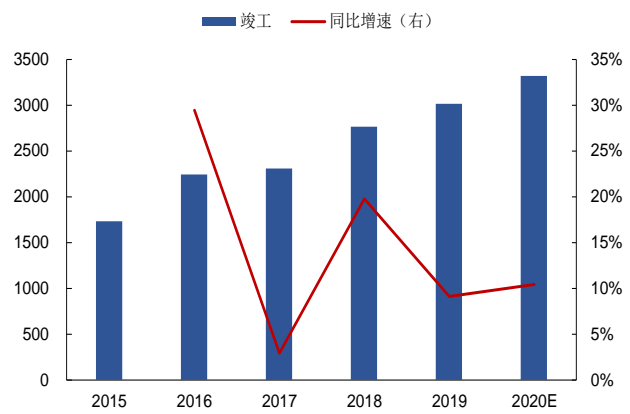
资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

已售未结充裕, 2020 年结算有保障。首先, 截止 2019 年底公司已售未结算资源丰富, 达到 6091 亿元, 对当期结算金额覆盖比达到 182.3%。其次, 从计划竣工面积角度考虑, 2020 年公司预计竣工 3319 万平, 同比增长 10.3%, 考虑到公司历年竣工完成度较高, 公司实现一定的竣工增速是有保障的。最后, 我们认为即使受到新冠疫情的冲击, 当前施工现场复工率低于往年, 公司首先仍会确保受到合同约束的竣工可以如期完成, 竣工完成度不会大幅下行。综上, 我们认为公司 2020 年的竣工结算具备一定的确定性, 房地产开发业务仍然会是贡献收入的“基本盘”。

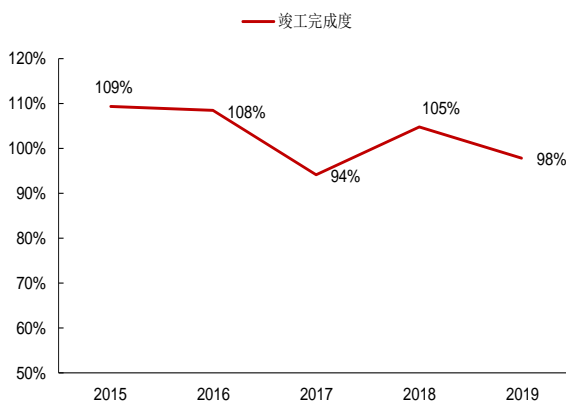
高地货比项目逐渐开始结算, 毛利率或缓步下行。公司坚持顺周期拿地, 2H2015 至 2H2017 所拿地普遍较贵, 导致 2H2016-2H2018 地货比较高 (假设从拿地到销售平均需要 12 个月)。伴随这部分项目开始竣工结算, 公司毛利率有所降低。我们预计公司未来 2 年内毛利率或将保持稳步下降趋势, 但不会大幅度下滑。其中, 地货比=12 个月前拿地楼面价/当期售价。

图19: 公司未结算资源充足


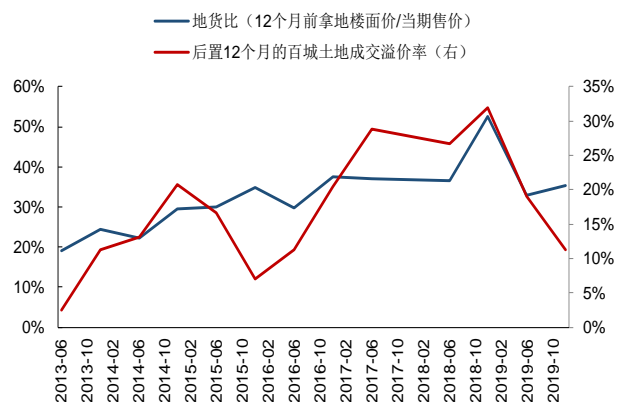
资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

图20: 公司竣工预计仍将保持增长


资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

图21: 公司竣工完成度历年窄幅波动


资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

图22: 公司 2H2016-2H2018 地货比较高


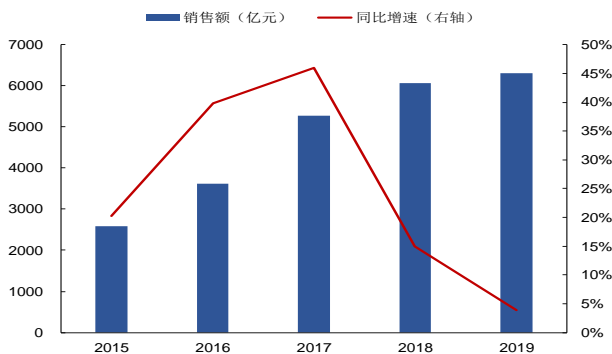
资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

3.2 销售稳居行业前列, 可售货值相对充足

公司 2019 年实现销售金额 6308.4 亿元, 同比增长 4.0%; 实现销售面积 4112.2 万方, 同比增长 1.9%。公司近年来销售持续保持正增长, 但 2019 年增速有所下滑, 跑输行业。但公司销售排名始终位列行业前列, 根据克而瑞销售排行榜数据, 公司自 2009 年以来始终位于销售 top2, 极为稳定。销售是房企各方面能力如商业模式、战略规划、产品品质、拿地能力、融资能力等方方面面的综合反映, 公司稳定的行业排名体现了公司在各方面均不存在明显短板, 具备“均好性”。

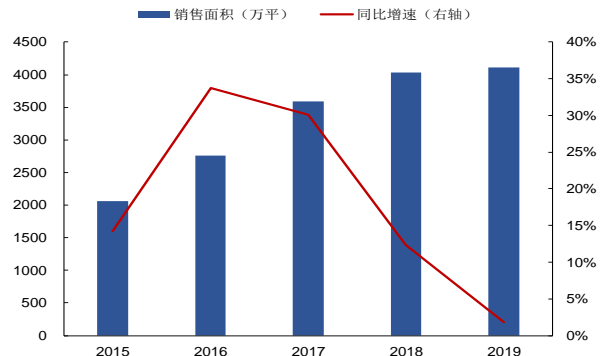
2020 年公司销售或仍将维持正增长。公司截止 2H2019 土储充足度【土储充足度=(规划+在建-已售未结/0.7)*0.7/当年销售, 其中 0.7 为可售比, 均为面积口径】为 162.1%, 较 2019 年有所下滑, 但仍然保持了相对充裕水平。公司 2020 年新开工面积计划值较 2019 年实际值大幅度下滑 31.1%至 2921.2 万方, 显示推货意愿一般, 公司销售或仅小幅增长。综合两方面考虑, 我们预计公司 2020 年销售有望维持正增长。中长期展望, 我们认为无论是招拍挂还是收并购市场拿地机会都会逐渐凸显, 公司或有望积极补充土储, 并改善自身土储结构。后续应关注公司补库存节奏。

图 23: 公司销售额及同比增速



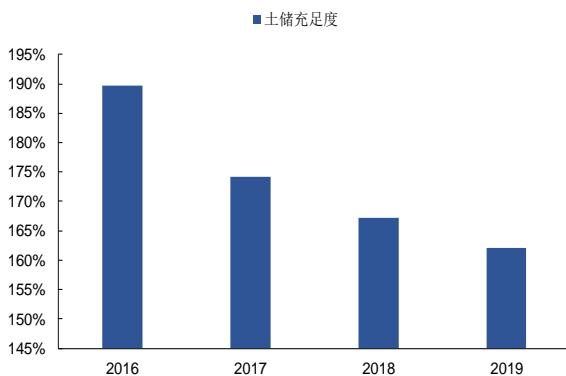
资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

图 24: 公司销售面积及同比增速



资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

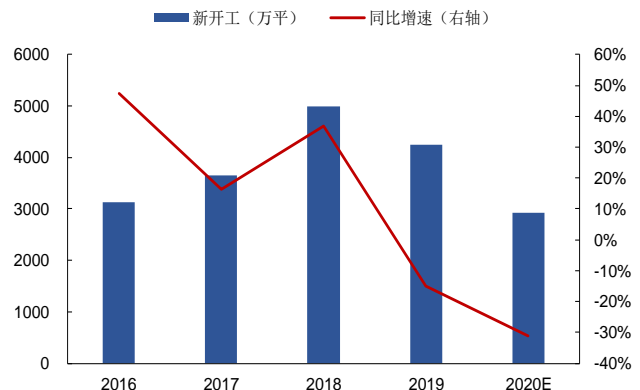
图 25: 公司土储相对充裕



资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

注: 土储充足度=(规划+在建-已售未结/0.7)*0.7/当年销售, 其中 0.7 为可售比, 均为面积口径

图 26: 公司 2020 年计划新开工同比负增长



资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

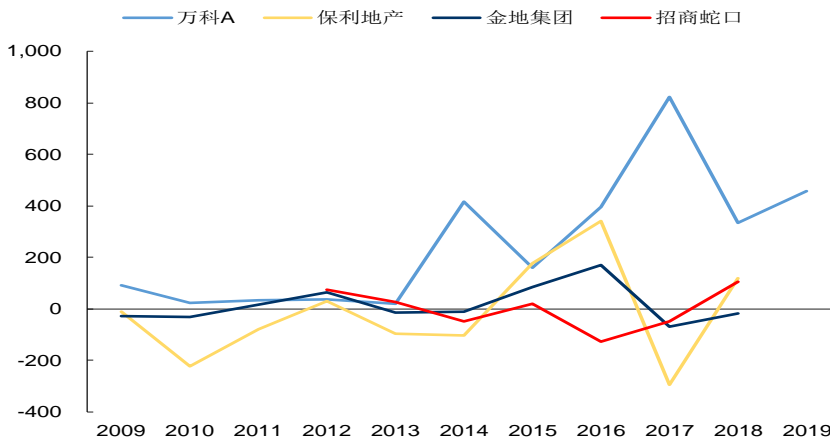
3.3 现金流连续 11 年为正, 信用优势明显

公司自 2009 年以来经营性现金流净额连续 11 年为正, 自身造血能力极强。这一点相比其他龙头具备明显比较优势。公司 2019 年实现经营性现金流净流入 456.9 亿元。

充足的现金使得公司可以从容应对行业周期变化。截止 2019 年底公司在手现金 1661.9 亿元, 现金对短期债务之比达到 173.1%, 短期偿债压力无需担心。长期偿债能力方面, 公司 2019 年底净负债率 33.9%, 在 A 股龙头房企中优势地位难以撼动。

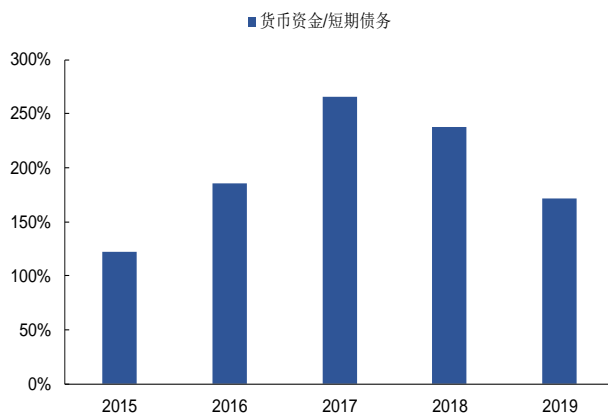
凭借良好的主体信用, 公司境内外融资成本均较低, 2019 年公司发行两次合计 45 亿元的住房租赁专项债, 票面利率分别为 3.65% 和 3.55%; 完成 5 亿元超短期融资券发行, 票面利率 3.18%; 此外多次发行美元中期票据, 最低利率仅为 3.15%。我们认为本次新冠疫情造成房企短期的流动性恶化, 对房企是一场严格考验, 而万科有望借助充足的现金和良好的资本结构通过本次考验。

图27: 公司经营性现金流连续 11 年净流入



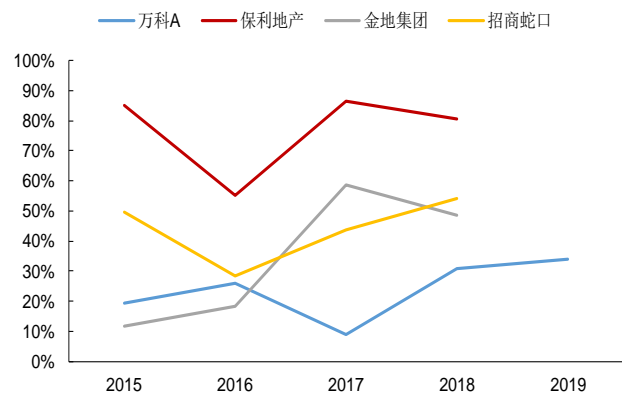
资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

图28: 公司短期偿债无虞



资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

图29: 公司净负债率在龙头房企中优势明显



资料来源: 公司公告, wind, 东兴证券研究所

注: 短期债务=短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债 注: 净负债率=(有息负债-货币资金)/所有者权益

4. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2020 年至 2021 年营业收入分别为 4324.5 亿元, 5175.5 亿元和 6058.7 亿元, 归母净利润分别为 459.4 亿元, 547.3 亿元和 618.5 亿元, EPS 分别为 4.1 元、4.8 元和 5.5 元。对公司各项业务分拆和主要预测项目如下:

- ◆ **营业收入:** 房地产开发业务方面, 以公司历史结转周期为锚, 对未来三年结转进行预测, 分成结转面积和结转单价两部分。我们预计公司未来三年的结算收入分别为 4130.1 亿、4927.7 亿和 5742.7 亿。物业管理业务和其他业务方面, 我们假设公司仍然可以维持一定的增速, 其中物业管理业务未来三年的收入分别是 162.6 亿、208.1 亿和 266.3 亿; 其他业务未来三年的收入分别是 31.8 亿、39.7 亿和 49.6 亿。
- ◆ **毛利率:** 房地产开发业务方面, 公司未来 3 年结转项目对应 2017-2021 年销售项目, 而 2016 年-2019 年销售项目地货比偏高, 影响公司毛利率有所下滑, 但下滑幅度不会太大。假设房地产开发业务未来三年毛利率(未剔除税金及附加)分别为 35.0%、34.5%和 34.3%。假设物业管理业务和其他业务毛利率维持在 2019 年水平上, 则公司未来三年综合毛利率分别为 34.7%、34.2%和 34.0%。
- ◆ **投资收益:** 投资收益主要来自于公司对非并表项目的结算。考虑到 2019 年以来公司拿地权益比有所提高, 投资收益在 2020 年后增速或将有所下滑。

表6: 公司各项业务营收增速及预测

单位: 亿	2018	2019	2020E	2021E	2022E
房地产开发					
营业收入	2,846.20	3,526.50	4,130.14	4,927.71	5,742.73
同比增速	22.15%	23.90%	17.12%	19.31%	16.54%
毛利率	37.78%	36.52%	35.02%	34.52%	34.32%
物业管理					
营业收入	98.0	127.0	162.6	208.1	266.3
同比增速	37.45%	29.59%	28.00%	28.00%	28.00%
毛利率	18.64%	18.57%	18.50%	18.50%	18.50%
其他业务					
营业收入	32.6	25.4	31.8	39.7	49.6
同比增速	18.12%	-22.09%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	67.87%	86.15%	77.01%	77.01%	77.01%
合计					
营业收入	2,976.8	3,678.9	4,324.5	5,175.5	6,058.7
同比增速	22.55%	23.59%	17.55%	19.68%	17.07%
毛利率	37.48%	36.25%	34.71%	34.20%	33.97%

资料来源: 东兴证券研究所

投资建议:

公司是房地产开发行业的头雁之一, 也是中国城市化浪潮当之无愧的卓越建设者和见证者。公司在房地产开发主业上规范各业务条线的范式, 对后来者具备宝贵的借鉴意义。虽然 2019 年公司无论是业绩还是销售都呈现一定增速趋缓的态势, 但公司仍有望凭借自身在多年行业经验中积累的优势把握好地产“白银时代”, 并在物管等其他行业做进一步探索, 寻找下一个增长点。我们看好公司长期稳健均衡发展, 主要基于三个长期稳定优势:

首先, 公司善用经营杠杆驱动 ROE。公司的 ROE 近年一直受权益乘数驱动而提高, 而权益乘数受经营杠杆驱动。体现为 (预收款项+合同负债)/所有者权益较高和 (应付款项+应付票据)/所有者权益较高。而这背后是公司一直坚持的高周转策略。高周转指的是自有资金的周转, 压缩从拿地到销售的时间, 尽快实现销售回款, 快速实现项目扩充, 用较少的本金在固定的时间内赚取尽可能多的收益。在财务上体现为虽然公司权益乘数较高, 净负债率较低的优势在行业难以撼动, 使得公司一直可以低成本融资。高周转策略是一种内生的增长方式, 而长期看房地产金融政策易紧难松, 高周转驱动经营杠杆是较优对策。

其次, 公司一直坚持的策略是深耕一二线城市。公司在单城销售方面相比其他龙头公司具备明显优势。并且近 4 年来新拿地 70% 以上位于一二线。公司深耕一二线, 就是将公司的基本盘和中国经济的基本盘相互绑定, 我们认为这一方案仍具备合理性。中国的城市化进程尚未完成, 一二线仍将享有入口和资本持续净流入的优势, 购房需求相对三四线更为稳定。在业务数据上体现为公司长期处于行业销售 TOP2。

第三, 公司将职业经理人升级为事业合伙人, 通过项目层面的跟投制度和公司层面的合伙人持股计划全方位完成形成激励制度。事业合伙人的本质是事业合伙人取代股东, 成为公司的劣后收益人。跟投制度要求项目管理团队和城市公司管理层出资和公司共同投资项目, 且跟投部分的收益相对万科劣后分配。员工持股计划要求合伙人将滚存的奖金加杠杆买入公司股票, 由于引入了杠杆, 持股合伙人将承受比股东更敏感的损益, 这也类似于一种劣后的安排。在财务上体现为公司销售和管理费用较低。

公司在地产开发主业外积极布局其他业务, 且均延续万科优质基因。物业管理方面, 公司虽未单独分拆万科物业上市, 但其在管面积已经超过部分龙头物管上市公司。租赁住宅方面, 迎政策春风而布局, 截止 2019 年底累计开业 11 万间, 泊寓已经成长为集中式长租公寓领军品牌, 与我国“租购并举”的住房长效机制相契合。在商业开发运营、物流仓储等业务方面也具备较强优势。

我们预计公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 459.4 亿元, 547.3 亿元和 618.5 亿元, EPS 分别为 4.1 元、4.8 元和 5.5 元。当前股价对应公司 2020-2022 年的 PE 分别为 6.6 倍、5.6 倍和 4.9 倍。我们看好公司长期稳健均衡发展, 维持覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

宏观经济超预期下行。当下新冠病毒对国内外宏观经济形成严重的冲击, 国内疫情已经基本得到控制, 而最大经济体美国尚未看到确诊病例拐点。疫情从供给和需求两方面冲击实体经济, 国内外宏观经济短期或将陷入衰退。宏观经济下行, 居民部门对未来收入的预期势必有所下行, 进而形成房价下行的预期, 影响购房需求释放。若疫情从冲击经济向冲击金融体系蔓延, 则影响将更剧烈。

政策边际改善不及预期。为应对新冠病毒, 国内外均出台了一系列对冲政策, 包括供给侧对企业流动性的帮扶, 也包括需求端通过财政政策和货币政策对消费和投资的拉动等。我们预计房地产政策的调整或将也是小幅松动的, 以应对房价下行压力。

公司结转不及预期。我们根据公司历史结转周期推算公司未来三年的结算进度, 包括结算面积和结算均价等方面, 对公司房地产业务的结转和毛利率进行了预测。但不排除新冠疫情影响房企正常竣工交房进度, 进而影响其结转。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1295072	1438989	1734196	2070432	2522313	营业收入	297679	367894	432445	517547	605868
货币资金	188417	166195	259467	310528	424107	营业成本	186104	234550	282355	340537	400030
应收账款	1586	1988	2251	2694	3154	营业税金及附加	23176	32905	38679	46291	54190
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	7868	9044	10631	12724	14895
预付款项	75951	97796	126031	163490	207494	管理费用	10341	11018	12952	15501	18146
存货	750303	897019	928292	1072925	1260367	财务费用	5999	5736	7092	9171	11725
其他流动资产	14588	20733	162746	264868	370853	研发费用	946	1067	1297	1553	1818
非流动资产合计	233508	290940	285785	291361	297156	资产减值损失	2354.2	-1648.76	-1000.00	-1000.00	-1500.00
长期股权投资	129528	130476	130476	130476	130476	公允价值变动收益	86.63	-68.52	-50.00	-50.00	-100.00
固定资产	11534	12400	13328	16976	22144	投资净收益	6787.9	4984.13	5876.40	6346.51	6663.84
无形资产	4953	5270	4953	4656	4377	加: 其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7825	9107	0	0	0	营业利润	67499	76613	86255	99059	113119
资产总计	1528579	1729929	2019981	2361793	2819469	营业外收入	474.50	714.73	750.47	810.51	875.35
流动负债合计	1121914	1272610	1521147	1791113	2166798	营业外支出	512.91	788.58	804.35	868.70	938.19
短期借款	10102	15365	78587	108722	191167	利润总额	67460	76539	86201	99000	113056
应付账款	0	267281	317349	382742	449608	所得税	18188	21408	23675	27191	31051
预收款项	504960	577820	664309	767819	888992	净利润	49272	55132	62526	71810	82005
一年内到期的非流动负债	69092	80646	92743	111292	139115	少数股东损益	15500	16260	16585	17082	20157
非流动负债合计	171045	186740	165329	164996	164636	归属母公司净利润	33773	38872	45941	54727	61848
长期借款	120929	114320	114320	114320	114320	主要财务比率					
应付债券	47095	49646	50142	50643	51150		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1292959	1459350	1686477	1956109	2331434	成长能力					
少数股东权益	79857	82521	99105	116188	136345	营业收入增长	22.55%	23.59%	17.55%	19.68%	17.07%
实收资本(或股本)	11039	11302	11302	11302	11302	营业利润增长	32.84%	13.50%	12.59%	14.84%	14.19%
资本公积	8006	12384	12384	12384	12384	归属于母公司净利润增长	20.39%	15.10%	18.19%	19.12%	13.01%
未分配利润	91725	95352	119475	148211	180686	获利能力					
归属母公司股东权益合计	155764	188058	234399	289496	351690	毛利率(%)	37.48%	36.25%	34.71%	34.20%	33.97%
负债和所有者权益	1528579	1729929	2019981	2361793	2819469	净利率(%)	16.55%	14.99%	14.46%	13.87%	13.54%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润(%)	2.21%	2.25%	2.27%	2.32%	2.19%
						ROE(%)	21.68%	20.67%	19.60%	18.90%	17.59%
经营活动现金流	33618	45687	36711	13045	16373	偿债能力					
净利润	49272	55132	62526	71810	82005	资产负债率(%)	85%	84%	83%	83%	83%
折旧摊销	2921.94	4119.52	2473.45	2736.68	3185.73	流动比率	1.15	1.13	1.14	1.16	1.16
财务费用	5999	5736	7092	9171	11725	速动比率	0.49	0.43	0.53	0.56	0.58
应收账款减少	-153	-402	-263	-443	-460	营运能力					
预收账款增加	97254	72860	86489	103509	121174	总资产周转率	0.22	0.23	0.23	0.24	0.23
投资活动现金流	-67364	-28627	-11370	-976	-770	应收账款周转率	197	206	204	209	207
公允价值变动收益	87	-69	-50	-50	-100	应付账款周转率	3.43	2.75	1.48	1.48	1.46
长期投资减少	0	0	-3325	-2013	-181	每股指标(元)					
投资收益	6788	4984	5876	6347	6664	每股收益(最新摊薄)	3.06	3.47	4.06	4.84	5.47
筹资活动现金流	44798	-33338	67933	38992	97977	每股净现金流(最新摊薄)	1.00	-1.44	8.25	4.52	10.05
应付债券增加	14772	2550	496	501	506	每股净资产(最新摊薄)	14.11	16.64	20.74	25.61	31.12
长期借款增加	24900	-6609	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	263	0	0	0	P/E	8.78	7.75	6.61	5.55	4.91
资本公积增加	-324	4379	0	0	0	P/B	1.91	1.62	1.30	1.05	0.86
现金净增加额	11051	-16278	93273	51061	113579	EV/EBITDA	4.71	4.68	3.56	3.44	2.96

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
地产周报	部分内房股业绩出色, 政治局会议未提房地产	2020-03-29
地产周报	销售复苏放缓, 看好长期基本面确定个股	2020-03-22
行业点评报告	房地产行业 2 月统计局数据点评: 销售如期下行, 看淡政策看重业绩和估值	2020-03-17
地产周报	政策加码尚待观察, 业绩与股息确定性显著	2020-03-16
银行地产周报	低估值构筑安全边际, 关注兼具基本面和业绩弹性个股	2020-03-08
银行地产周报	估值低位, 关注兼具基本面和业绩弹性个股	2020-03-01
银行地产周报	逆周期调节力度加大, 看好银行地产长期投资价值	2020-02-23
行业点评报告	房地产行业报告: LPR 长短期品种均下调 5BP, 房贷利率继续因城施策	2019-11-22
行业点评报告	房地产行业报告: 销售增速趋势性下行, 关注后续行业数据	2019-11-18
行业点评报告	房地产: 5 年期 LPR 不变, 房贷利率或继续上行——9 月 LPR 点评	2019-09-24
行业报告	“不一样的财报解读”系列之 2019 年中报: 地产与汽车龙头正当时	2019-09-06

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验, 历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所, 担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士, 本科毕业于中南大学土木工程专业, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事房地产研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526