

# 万科 A (000002)

证券研究报告

2020年04月29日

## 拿地开工暂缓，业绩维持稳健增长

**事件：**公司公布了20年一季报，公司实现营收477.74亿元，同比小幅下降1.24%；实现归属母公司净利润12.49亿元，同比增长11.49%；实现归母扣非净利润10.17亿元，同比下降9.86%，实现基本每股收益0.111元，同比增长8.85%。

**销售、管理费用率改善、投资收益增加明显，助力归母利润正增长。**

2020年Q1，公司实现营业收入477.74亿元，同比下降1.24%；实现归属于上市公司股东利润12.49亿元，同比增长11.49%，归母利润增速实现同比正增长，表明公司竣工结算略缓，但公司销售、管理费用率降低、投资净收益较19年同期增长3.17亿元为归母净利润增长做出贡献。一季度公司实现结算毛利率31.28%，净利率5.09%，分别较去年同期下降3.76PCT和1.54PCT。销售、管理费用率均有所改善，分别下降0.23PCT、0.3PCT至2.6%，5.4%。

**已售未结充足、业绩释放有保障。**

疫情期间，公司竣工节奏有所放缓，报告期内房地产业务结转收入393.6亿元，同比下降6.4%，实现结算面积316.2万平方米，同比上升1.8%（结算均价12447.8元/平米）；从已售未结资源来看，报告期内，公司已售未结面积为4580.2万平方米，对应金额为6598.9亿元，较2019年底增长6.8%和8.3%，公司已售未结稳定增长，未来盈利可期。报告期末公司合同负债5950亿元，同比增长11.62%，超过销售额增速，业绩锁定率持续提升。

**疫情影响下谨慎拿地，开工暂缓，竣工影响相对较小**

报告期内公司实现合同销售面积884.8万平方米，合同销售金额1,378.8亿元，同比分别下降4.3%和7.7%，销售均价15583元/平米，比19年年末提升1.58PCT。报告期内，公司新增规划建筑面积239.7万平方米，同比下降60%，权益规划建筑面积187.6万平方米，权益占比78.26%，新增建筑面积同比下降，但权益比仍处高位。此外，公司还参与了一批旧城改造计划，权益建筑面积合计约为613.1万平方米。受到疫情影响，公司开工、竣工增速放缓，新开工面积708.8万平方米，同比下降30.5%，占全年计划的24.3%（19年同期为28.2%），竣工面积242.6万平方米，同比小幅上升8.9%，占全年计划的7.3%（19年同期为7.2%），开工、竣工占全年比重下降，有望疫情过后持续发力。

**借款期限结构合理，在手现金充足，短债偿付能力突出**

公司坚持现金为王，防范金融风险，报告期内净负债率为34.3%，较19年同期下降10.5PCT，负债水平持续改善。在手资金1732.7亿元，在手资金/（短期借款+一年内到期的长期负债）为1.93倍，短债偿付能力强。从长短债结构看，公司短期负债及一年内到期的非流动部分为922.77亿元，长期负债及应付债券为1774.88亿元，中长期借款占比65.79%，借款期限结构健康。

**投资建议：**公司一季度业绩稳定增长，财务指标优良。一季度拿地略谨慎但权益提升，在手现金充足，有望后续发力；一季度开工、竣工受影响，但占全年计划比重下降，有望后续改善。我们维持公司20-21归母净利润预测分别为460.14、539.98亿元，对应EPS分别为4.07、4.78元，对应PE为6.36X，5.42X。

**风险提示：**新房销售不及预期，疫情影响超预期，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  | 26.39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)  | 256,621.55  |
| 流通A股市值(百万元) | 256,383.34  |
| 每股净资产(元)    | 16.69       |
| 资产负债率(%)    | 84.24       |
| 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

- 1 《万科 A-公司点评:时隔五年再增持、事业合伙基业长青》 2020-04-01
- 2 《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
- 3 《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

| 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)    | 8.66       | 7.52       | 6.36       | 5.42       | 4.65       |
| 市净率(P/B)    | 1.88       | 1.56       | 1.31       | 1.12       | 0.96       |
| 市销率(P/S)    | 0.98       | 0.80       | 0.66       | 0.55       | 0.47       |
| EV/EBITDA   | 3.86       | 4.35       | 3.19       | 3.66       | 3.58       |

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)      | 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         |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>1,295,071.8</b> | <b>1,438,989.3</b> | <b>1,867,889.8</b> | <b>2,247,065.4</b> | <b>2,911,290.5</b> |
| 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         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>233,507.50</b>  | <b>290,940.10</b>  | <b>313,615.93</b>  | <b>413,287.67</b>  | <b>470,335.88</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,528,579.3</b> | <b>1,729,929.4</b> | <b>2,181,505.7</b> | <b>2,660,353.1</b> | <b>3,381,626.4</b> |
| 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       |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>1,121,913.9</b> | <b>1,272,610.2</b> | <b>1,734,710.2</b> | <b>2,088,373.4</b> | <b>2,713,770.5</b> |
| 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           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>171,044.69</b>  | <b>186,740.05</b>  | <b>119,332.41</b>  | <b>185,728.80</b>  | <b>214,355.11</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>1,292,958.6</b> | <b>1,459,350.3</b> | <b>1,854,042.6</b> | <b>2,274,102.2</b> | <b>2,928,125.6</b> |
| 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)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>235,620.73</b>  | <b>270,579.12</b>  | <b>327,463.04</b>  | <b>386,250.93</b>  | <b>453,500.79</b>  |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>1,528,579.3</b> | <b>1,729,929.4</b> | <b>2,181,505.7</b> | <b>2,660,353.1</b> | <b>3,381,626.4</b> |

  

| 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          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>33,618.18</b>   | <b>45,686.81</b>   | <b>124,988.88</b>  | <b>41,740.93</b>   | <b>58,381.86</b>   |
| 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)       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(67,364.44)</b> | <b>(28,626.73)</b> | <b>(55,803.60)</b> | <b>(94,070.51)</b> | <b>(52,554.43)</b> |
| 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)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>44,797.65</b>   | <b>(33,338.21)</b> | <b>(34,699.90)</b> | <b>91,642.78</b>   | <b>37,899.33</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>11,051.40</b>   | <b>(16,278.14)</b> | <b>34,485.38</b>   | <b>39,313.21</b>   | <b>43,726.76</b>   |

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             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>297,679.33</b> | <b>367,893.88</b> | <b>444,231.86</b> | <b>531,256.88</b> | <b>628,051.88</b> |
| 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)       |
| <b>营业利润</b>      | <b>67,498.61</b>  | <b>76,613.14</b>  | <b>91,090.04</b>  | <b>99,857.21</b>  | <b>115,928.94</b> |
| 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            |
| <b>利润总额</b>      | <b>67,460.20</b>  | <b>76,539.29</b>  | <b>91,442.64</b>  | <b>99,995.53</b>  | <b>116,067.25</b> |
| 所得税              | 18,187.91         | 21,407.67         | 23,775.09         | 24,998.88         | 29,945.35         |
| <b>净利润</b>       | <b>49,272.29</b>  | <b>55,131.61</b>  | <b>67,667.55</b>  | <b>74,996.65</b>  | <b>86,121.90</b>  |
| 少数股东损益           | 15,499.64         | 16,259.53         | 21,653.62         | 20,999.06         | 23,252.91         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>33,772.65</b>  | <b>38,872.09</b>  | <b>46,013.94</b>  | <b>53,997.59</b>  | <b>62,868.99</b>  |
| 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  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 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% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 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% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 市盈率            | 8.66   | 7.52   | 6.36   | 5.42   | 4.65   |
| 市净率            | 1.88   | 1.56   | 1.31   | 1.12   | 0.96   |
| EV/EBITDA      | 3.86   | 4.35   | 3.19   | 3.66   | 3.58   |
| EV/EBIT        | 3.95   | 4.48   | 3.22   | 3.69   | 3.61   |

### 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 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 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        |