

# 万科 A (000002)

证券研究报告

2020年05月18日

## 时隔五年再现回购、董事会换届延续平衡局面

**事件:** 公司发布公告: 1) **回购股份一般性授权:** 根据资本市场和公司股价的波动和变化, 酌情及时回购公司已发行的境内(A股)、境外(H股)股份的一般性授权; 2) **与深铁置业合作:** 公司下属全资子公司佛山万科与地铁集团全资子公司深铁置业联合合作开发佛山南海新交通车辆段上盖项目。3) 董事会决议提名胡国斌、李强强、唐绍杰、王海武、辛杰、郁亮和祝九胜为第十九届董事会非独立董事候选人。

**时隔五年再现回购, 或提振市场信心:** 公司董事会审议通过了《关于提请股东大会给予董事会回购股份一般性授权的议案》, 根据议案内容, 在以下四种情形下回购公司已发行的境内(A股)、境外(H股)股份: 1) 减少公司注册资本; 2) 用于员工持股计划或者股权激励; 3) 公司为配合可转换公司债券、认股权证的发行, 用于股权转换; 或 4) 为维护公司价值及股东权益所必需的其他情况, 以及其他符合监管政策要求的情况。在四种回购情形中, 第四种回购情形中“为维护公司价值及股东权益所必需的其他情况”附加了 1) 公司股票收盘价低于其最近一期每股净资产; 2) 连续二十个交易日公司股票收盘价跌幅累计达到 30%; 分别对应股价为: 1) 最近一期公司每股净资产为 16.69 元; 2) 以 5 月 15 日收盘价计算跌幅 30% 后为 17.84 元。本次回购的数量为回购 A 股股份的总额不超过 A 股发行总股本的 10%、回购 H 股股份的总额不超过 H 股发行总股本的 10%, **全额回购情况下, 对应回购股份分别为 A 股为 9.72 亿股、H 股为 1.58 亿股。这是继 2015 年 7 月公司公告在 100 亿元额度内回购公司 A 股股份后再次提及回购, 或表明管理层对于公司价值的认可, 对于公司近期低迷的表现或有提振。**

**董事会换届延续平衡局面:** 董事会决议提名胡国斌、李强强、唐绍杰、王海武、辛杰、郁亮和祝九胜为第十九届董事会的非独立董事候选人。其中胡国斌为深圳市资本运营集团董事长, 接替了原深圳市赛格集团有限公司董事长孙盛典, 深圳市资本运营集团及深圳赛格均为深圳国资旗下, **此次的变化可视为深圳国资席位的延续。**其余 6 名非独立董事候选人中深地铁与万科各占三席(原深地铁代表林茂德、陈贤军如期卸任, 由李强强、唐绍杰、辛杰接任; 原万科代表王文金、张旭卸任, 祝九胜作为总裁首次进入董事会、王海武作为新任首席运营官则接替了原首席运营官张旭的席位), **延续平衡局面, 管理结构稳定。**

**与地铁集团联手, “轨道+物业”优势凸显:** 公司下属全资子公司佛山万科与地铁集团全资子公司深铁置业联合合作开发佛山南海新交通车辆段上盖项目; 本次合作项目占地面积 17.81 万方, 建筑面积 48.1 万方, 可售建筑面积 42.82 万方。项目预计投入资金不超过 60 亿元, 按股权比例计算, 佛山万科(51%持股)投入资金不超过 30.6 亿元, 深铁置业(49%持股)投入资金不超过 29.4 亿元。以预计总投资 60 亿元计算可售建筑面积成本约为 14012 元/平米, 考虑附近项目售价情况, 以投资成本/售价计算比例约为 58.38%(项目成交总价为 43.89 亿元, 成交总价/可售建筑面积为 10249 元/平米, 成交成本/售价为 42.71%), 项目利润率具备一定的空间。公司“轨道+物业”的打造模式发展已久, 本次与深地铁的合作, 有利于充分发挥公司与深地铁集团“轨道+物业”的优势, 打造佛山地区的 TOD 标杆项目。

**投资建议:** 本次董事会换届延续平衡局面, 表明公司管理结构的稳定; 此外时隔五年再提回购, 或提振市场信心; 与深地铁联手打造佛山 TOD 项目也将助力于公司进一步发挥“轨道+物业”优势。我们认为公司净负债率低, 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, 2019 年新增长土储 80% 布局一二线(权益金额口径), 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、5.3X、4.6X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 项目开发进度不及预期, 疫情影响超预期, 佛山房价下跌

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)	8.53	7.41	6.26	5.34	4.58
市净率(P/B)	1.85	1.53	1.29	1.10	0.94
市销率(P/S)	0.97	0.78	0.65	0.54	0.46
EV/EBITDA	3.86	4.35	3.15	3.62	3.55

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 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	25.49 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)	247,869.77
流通 A 股市值(百万元)	247,639.68
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

- 《万科 A-季报点评:拿地开工暂缓, 业绩维持稳健增长》2020-04-29
- 《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
- 《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

## 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	8.53	7.41	6.26	5.34	4.58
市净率	1.85	1.53	1.29	1.10	0.94
EV/EBITDA	3.86	4.35	3.15	3.62	3.55
EV/EBIT	3.95	4.48	3.18	3.65	3.57

### 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