

推荐 (维持)

万科 A (000002) 研究报告

风险评级: 中风险

龙头地位稳固 拟回购股份彰显投资价值

2020年5月29日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2020年5月28日

收盘价(元)	26.14
总市值(亿元)	2,954.38
总股本(亿股)	11,302.14
流通股本(亿股)	240.68
ROE(TTM)	20.67%
12月最高价(元)	33.60
12月最低价(元)	24.18

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

■ **整体观点:** 万科为我国龙头房企, 经营能力及竞争优势凸出, 项目销售实现持续增长, 规模不断扩大, 地位稳固, 成绩瞩目。同时物业管理、商业、物流仓储、长租公寓、冰雪度假及教育等领域也持续协同发展, 贡献盈利及提升集团整体价值。集团分红率在行业中维持前列并且保持稳定, 积极回报投资者。万科作为我国及房地产行业领先、优秀企业代表, 持续稳健发展壮大值得期待; 而当前估值水平偏低, 中长线投资价值凸显。近期集团董事会提请回购股份, 彰显管理层对企业发展的信心及价值发现的诉求。另一方面新一届董事会成员结构稳定, 有利于后续管理及发展; 与大股东地铁集团加强合作值得期待。预测集团2020年—2021年EPS分别为4.05元和4.68元, 对应当前股价估值便宜, 维持“推荐”评级, 建议关注。

■ **董事会提请股份回购 对股价走势有正面影响。** 公司近期公告提请股东大会授权董事会, 根据资本市场和公司股价波动和变化, 酌情适时回购公司已发行的境内(A股)、境外(H股)股份。时隔五年再次提请回购股份, 彰显管理层对公司持续向上发展的信心及提振公司股价的诉求。

■ **与地铁集团持续加强合作值得期待。** 公司近期也公司其下属全资子公司佛山万科与深圳地铁集团之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。佛山该地铁上盖项目资质优良, 将成为地区内TOD标杆项目, 并具备较好的盈利空间。双方充分发挥各自的资源及运营优势, 未来进一步加大合作值得期待。

■ **销售维持龙头优势 业绩稳健释放。** 集团经营业绩持续理想增长, 过去五年营收及归属净利复合增速分别达17%和21%。2019年实现销售面积4112.2万平方米, 销售金额6,308.4亿元, 分别同比增长1.8%和3.9%, 增速有所下降, 但仍维持正增长。2020年一季度受疫情影响, 集团房地产业务实现合同销售面积884.8万平方米, 合同销售金额1378.8亿元, 同比分别下降4.3%和7.7%, 但整体销售情况仍优于行业整体及大部分规模房企。公司竞争优势及抗风险能力仍凸出。

■ **风险提示。** 销售低于预期; 政策调控超预期

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	367,894	441,473	520,938	609,497
增长率(%)	23.59%	20.00%	18.00%	17.00%
归属净利润(百万)	38,872	45,806	52,888	61,080
增长率(%)	11.12%	17.84%	15.46%	15.49%
毛利率(%)	36.25%	35.75%	35.20%	34.60%
ROE(%)	20.38%	20.16%	19.42%	18.82%
每股收益(元)	3.44	4.05	4.68	5.40
市盈率(倍)	7.60	6.45	5.59	4.84

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

目 录

1. 董事会提请股份回购 对股价走势有正面影响.....	3
2. 与地铁集团持续加强合作值得期待.....	3
3. 董事会成员结构稳定 有利公司管理及发展.....	4
4. 销售维持龙头优势 业绩稳健释放.....	4
5. 土储区位布局理想 拿地成本可控.....	5
6. 地产以外业务持续提升盈利及公司价值.....	7
7. 负债水平适当 融资成本具备优势.....	8
8. 总结与投资建议.....	9
9. 风险提示.....	9

插图目录

图 1: 公司近年营收增长情况.....	4
图 2: 公司近年归母净利润增长情况.....	4
图 3: 公司近年销售面积增长.....	5
图 4: 公司近年销售金额增长.....	5
图 5: 万科近一年土地购置金额.....	5
图 6: 万科近一年土地购置面积.....	5
图 7: 公司获取土地楼面价情况.....	6
图 8: 公司楼面价占销售均价比例.....	6
图 9: 近一年土地购置金额区域分布.....	6
图 10: 近一年土地购置面积区域分布.....	6
图 11: 集团物流仓储布局情况.....	7
图 12: 集团负债率变化情况.....	8
图 13: 集团短期资金保障度情况.....	8
图 14: 集团 ROE 变化情况.....	8

表格目录

表 1: 集团融资构成情况.....	9
表 2: 公司盈利预测 (截至 2020/5/28).....	10

1. 董事会提请股份回购 对股价走势有正面影响

公司近期发布公告，为保护投资者的长远利益，促进股东价值的最大化，确保公司的经营可持续，提请股东大会授权董事会，根据资本市场和公司股价的波动和变化，酌情及适时回购公司已发行的境内（A 股）、境外（H 股）股份。回购总额不超过公司发行总股本的 10%（即回购 A 股股份的总额不超过 A 股发行总股本的 10%及回购 H 股股份的总额不超过 H 股发行总股本的 10%）。

回购股份主要为，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。其中，为维护公司价值及股东权益所必需的其他情况，应当符合以下条件之一：（i）公司股票收盘价低于其最近一期每股净资产；（ii）连续二十个交易日内公司股票收盘价跌幅累计达到 30%。

公司对上一次回购股份发生于 2015 年四季度。2015 年 7 月公司发布公告，拟在人民币 100 亿元额度内回购公司 A 股股份，回购股份价格不超过人民币 13.70 元/股，若全额回购，预计可回购股份不少于 7.30 亿股，占本公司当期已发行总股本的比例不低于 6.60%。公司时隔五年再次提请回购股份，彰显管理层对公司持续向上发展的信心及提振公司股价的诉求。

2. 与地铁集团持续加强合作值得期待

另一方面，公司近期也公司其下属全资子公司佛山万科与深圳地铁集团之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。该项目位于佛山市南海区桂城街道泰山路西侧、广珠西线东侧、贵广高铁以南、环岛南路北侧地段（编号 TD2020(NH)WG0008）。项目占地面积 17.81 万 m²，建筑面积 48.1 万 m²，可售建筑面积 42.82 万 m²。其中佛山万科持股 51%，深铁置业持股 49%。预计股东双方将在该项目投入建设资金不超过人民币 60 亿元；按股权比例计算，佛山万科需投入的资金不超过人民币 30.6 亿元，深铁置业投入的资金不超过人民币 29.4 亿元。

该项目为轨道车辆段上盖项目，万科与深铁置业联合竞拍获得，并联合开发。将有利于充分发挥双方的“轨道+物业”优势，打造佛山地区的 TOD 标杆项目。其中，地铁集团持有公司 28.69%股份，为公司第一大股东。我们认为佛山该地铁上盖项目资质优良，将成为地区内 TOD 标杆项目，并具备较好的盈利空间。双方充分发挥各自的资源及运营优势，未来进一步加大合作值得期待。

3. 董事会成员结构稳定 有利公司管理及发展

本届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（按姓氏拼音顺序）为第十九届董事会的非独立董事候选人，提名傅成玉、康典、刘姝威和吴嘉宁（按姓氏拼音顺序）为第十九届董事会的独立董事候选人。

其中胡国斌先生现任深圳市资本运营集团有限公司（原深圳市远致投资有限公司）党委书记、董事长。辛杰先生现任深圳市地铁集团有限公司董事长、党委书记。唐绍杰先生现任深圳市地铁集团有限公司董事、总经理、党委副书记。李强强先生现任深圳市地铁集团有限公司副总经理。郁亮先生、祝九胜先生及王海武先生均为万科集团高管。可见深圳国资占非独董一席位，地铁集团及万科各占三席位，延续之前状态，彰显公司股权及管理结构之稳定，有利于公司持续平稳发展。

4. 销售维持龙头优势 业绩稳健释放

集团经营业绩实现持续理想增长，过去五年营业收入及归属净利润复合增长率分别达 17% 和 21%，成长性理想。

2019 年集团实现营业收入 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%，盈利稳步增长。2020 年一季度，实现营业收入 477.7 亿元，同比下降 1.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.5 亿元，同比增长 11.5%。

图1：公司近年营收增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图2：公司近年归母净利润增长情况



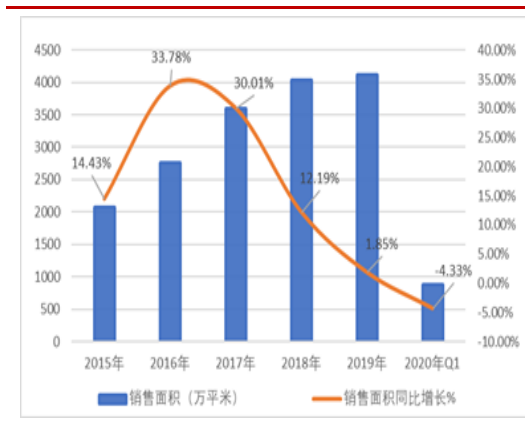
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

销售方面，受行业调控、经济增速下滑等影响，2019 年集团实现销售面积 4112.2 万平方米，销售金额 6308.4 亿元，分别同比增长 1.8%和 3.9%，增速有所下降，但仍维持正增长。所销售的产品中，住宅占 86.4%，商办占 10.0%，其它配套占 3.6%。

2020 年一季度受疫情影响，集团房地产业务实现合同销售面积 884.8 万平方米，合同销售金额 1378.8 亿元，同比分别下降 4.3%和 7.7%，但整体销售情况仍优于行业整体及大

部分规模房企。公司竞争优势及抗风险能力仍凸出。

图3: 公司近年销售面积增长



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图4: 公司近年销售金额增长



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

分区域看, 集团房地产及相关业务的营业收入中, 南方区域、上海区域、北方区域和中西部区域的占比分别为 32.98%、27.23%、20.53%、19.26%。销售金额方面, 南方区域、上海区域、北方区域和中西部区域的占比则分别为 18%、45.9%、18.3%、16.8%。

截至 2020 年一季度末, 集团合并报表范围内有 4580.1 万平方米已售资源未竣工结算, 合同金额为 6598.9 亿元, 较 2019 年底分别增长 6.8%和 8.3%, 分别为 2019 年结算的 1.86 倍和 1.97 倍, 公司业绩保障度极高。

5. 土储区位布局理想 拿地成本可控

截止 2020 年一季末, 集团在建项目总建面约 10765.8 万平方米, 权益建筑面积约 6489.2 万平方米; 规划中项目总建筑面积约 5004.5 万平方米, 权益建筑面积约 3155.8 万平方米。此外, 集团还参与了一批旧城改造项目, 按当前规划条件, 权益建筑面积合计约 613.1 万平方米。公司整体土储丰富, 有力保障公司年内销售货量及未来几年的发展。

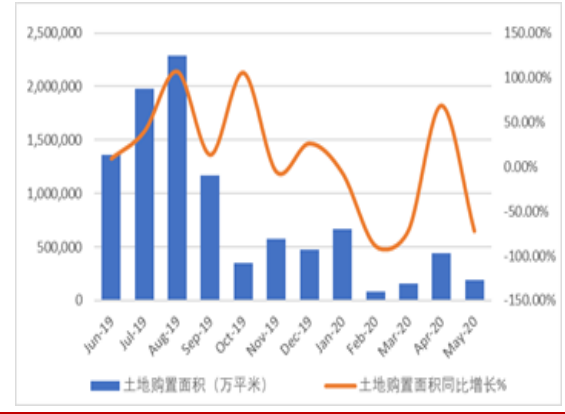
其中 2019 年集团共获取项目 147 个, 总规划建面 3716.5 万平米, 权益规划建面 2478.4 万平米; 权益地价总额约 1549.6 亿元; 新增项目均价为 6252 元/平方米。其中按建面计算 71.5%的新增项目位于一二线城市; 按权益投资金额计算 79.9%位于一二线城市。一季度新增加开发项目 11 个, 总规划建筑面积 239.7 万平方米, 权益规划建筑面积 187.6 万平方米。

图5: 万科近一年土地购置金额

图6: 万科近一年土地购置面积



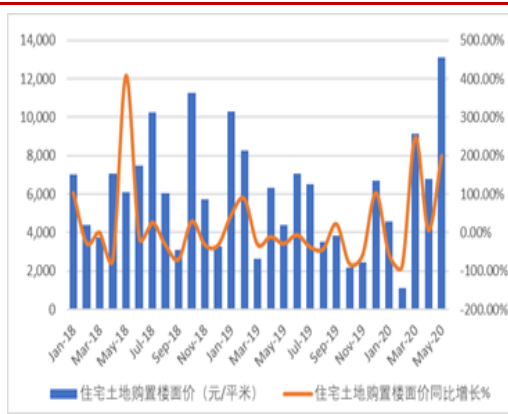
数据来源：公司公告，东莞证券研究所



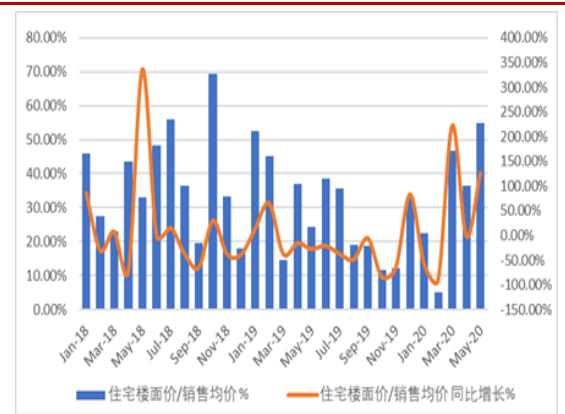
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图7：公司获取土地楼面价情况

图8：公司楼面价占销售均价比例



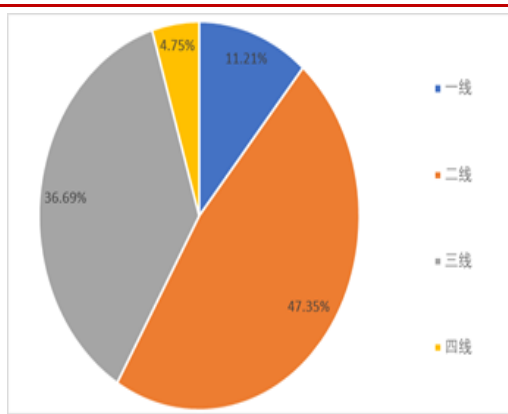
数据来源：公司公告，东莞证券研究所



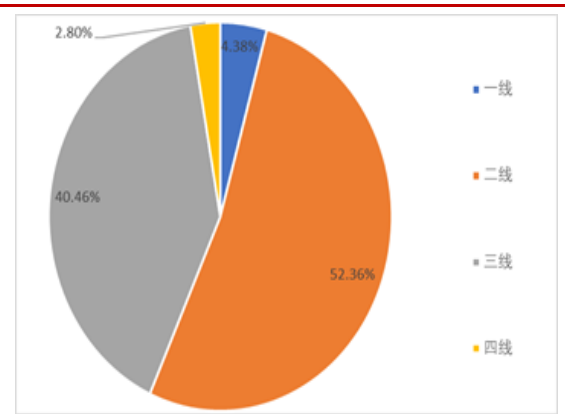
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图9：近一年土地购置金额区域分布

图10：近一年土地购置面积区域分布



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6. 地产以外业务持续提升盈利及公司价值

2019 年分业务类型看，集团营业收入中，来自房地产及相关业务的营业收入为 3526.5 亿元，占比 95.9%，来自物业服务的营业收入为 127.0 亿元，占比 3.5%。房地产基本盘稳固，而物业服务业务也持续发展扩大，在行业中保持龙头地位，成绩瞩目。

同时，近年来公司在巩固住宅开发和物业服务业务固有优势的基础上，积极拓展业务版图。已进入商业开发和运营、租赁住宅、物流仓储服务、标准办公与产业园、冰雪度假、教育等领域。公司多元协同发展，深入践行“城乡建设与生活服务商”战略，持续创造真实价值。同时地产以外业务持续提升盈利及企业价值值得关注。

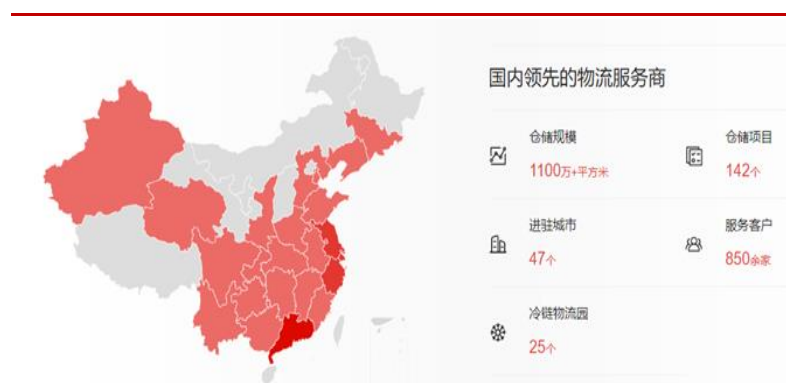
集团**物业服务**以“让更多用户体验物业服务之美好”为使命，持续践行住宅商企两翼齐飞的发展战略，提升服务质量，扩大市场份额。

2019 年万科物业实现营收 127.0 亿元，同比增长 29.7%。新拓展项目的年饱和收入 54.06 亿元，同比增长 33.13%。新拓展项目中，住宅物业服务新增签约面积 1.03 亿平方米，新增饱和收入 33.39 亿元，非住宅物业服务新增签约面积 0.18 亿平方米，新增饱和收入 20.66 亿元。已布局中国 94 个最具发展潜力的大中城市（含香港），其中住宅服务合同项目 2663 个，商企服务合同项目 1009 个。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。万科物业获 2019 中国物业服务百强企业第一名，这是万科物业第 10 年蝉联百强榜首，龙头地位稳固。

集团**物流仓储服务**以“万纬物流”为物流仓储服务平台，经过近五年发展，服务客户超 850 家，涵盖电商类、快递快运类、制造业类、餐饮类、零售商超类等各个领域。

2019 年万纬物流进一步完善核心节点布局，新获取项目 21 个，合计可租赁物业的建筑面积约为 191 万平方米。已进驻 44 个城市，获取 138 个项目，其中高标库 123 个（包括 9 个高标库与冷库一体化综合物流园），冷库 15 个，可租赁物业的建筑面积约 1086 万平方米。共计稳定运营 53 个项目，包括 45 个高标库项目和 8 个冷链项目，其中高标库稳定运营项目平均出租率为 92%，冷库的全年仓库使用率为 82%，较 2018 年大幅提升。万纬物流在国内核心物流节点城市已经成全国性高标仓储网络，可为客户提供高端、标准化物流仓储设施，包括投资选址、开发建设、招商运营、资产管理等环节。

图11：集团物流仓储布局情况

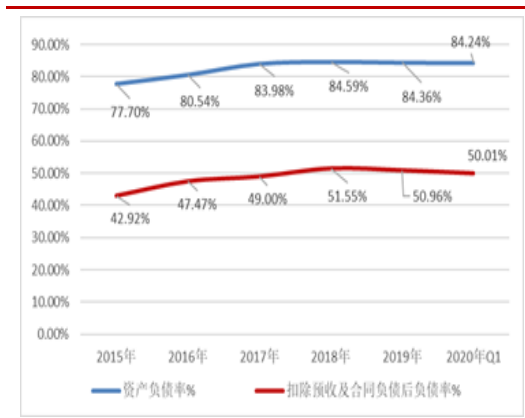


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

7. 负债水平适当 融资成本具备优势

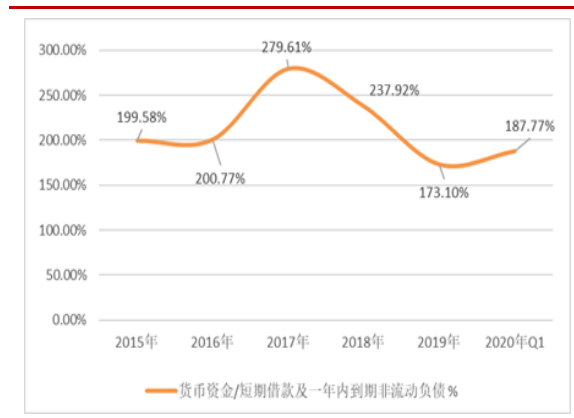
集团近年资产负债率整体有所上升，与行业整体趋势一致，扣除预收账款及合同负债等项后负债率水平相对合理；而净负债率维持在较低水平。2019 年末集团净负债率为 33.9%，2020 年一季度净负债率 34.3%，整体负债率水平在行业中处于稳健状态，控风险能得以体现。截止 2020 年一季末，集团持有货币资金 1732.7 亿元，远高于短期借款和一年内到期有息负债总和 897.8 亿元，短期资金压力较低。同时，公司 ROE 水平维持在行业前列，经营能力优秀。

图12：集团负债率变化情况



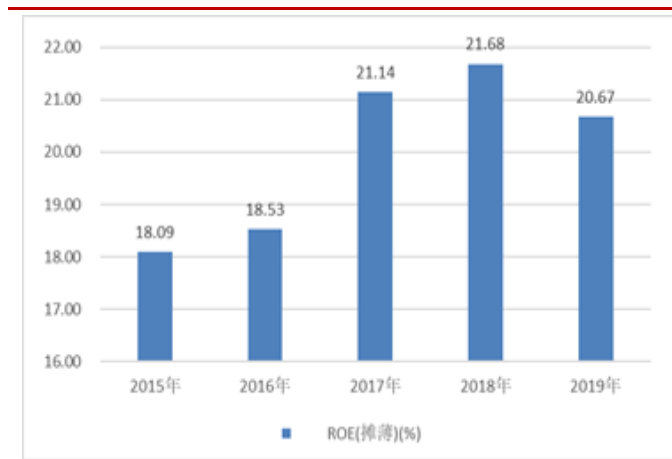
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图13：集团短期资金保障度情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图14：集团ROE变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

截止 2019 年末，集团有息负债合计 2578.5 亿元，占总资产的比例为 14.9%。有息负债

以中长期负债为主，其中短期借款和一年内到期的有息负债合计 938.9 亿元，占比为 36.4%；一年以上有息负债 1639.7 亿元，占比为 63.6%。分融资对象来看，银行借款占比为 54.5%，应付债券占比为 24.1%，其他借款占比为 21.4%。分利率类型来看，有息负债中，固定利率负债占比 36.5%，浮动利率负债占比 63.5%。有抵押的有息负债 50.1 亿元，占总体有息负债的 1.9%。

表1：集团融资构成情况

融资途径	融资余额	融资成本区间	期限结构
银行贷款	14041015.8	Libor按约定利率上浮约5.88%	短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款
债券	6212600.62	2.95%—5.35%	一年内到期的非流动负债、应付债券、其他流动负债
其他借款	5331606.08	3.62%—6.16%	短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款
合计	25785222.5		

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

8. 总结与投资建议

万科为我国龙头房企，经营能力及竞争优势凸出，项目销售实现持续增长，规模不断扩大，地位稳固，成绩瞩目。同时物业管理、商业、物流仓储、长租公寓、冰雪度假及教育等领域也持续协同发展，贡献盈利及提升集团整体价值。集团分红率在行业中维持前列并且保持稳定，积极回报投资者。万科作为我国及房地产行业领先、优秀企业代表，持续稳健发展壮大值得期待；而当前估值水平偏低，中长线投资价值凸显。近期集团董事会提请回购股份，彰显管理层对企业发展的信心及价值发现的诉求。另一方面新一届董事会成员结构稳定，有利于后续管理及发展；与大股东地铁集团加强合作值得期待。

预测集团 2020 年—2021 年 EPS 分别为 4.05 元和 4.68 元，对应当前股价估值便宜，维持“推荐”评级，建议关注。

9. 风险提示

- 1) 销售低于预期
- 2) 政策调控超预期

表 2: 公司盈利预测 (截至 2020/5/28)

科目 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	367,894	441,473	520,938	609,497
营业总成本	295,970	357,902	424,773	498,752
营业成本	234,550	283,646	337,568	398,611
营业税金及附加	32,905	36,201	43,238	48,760
销售费用	9,044	11,920	14,065	17,066
管理费用	400	430	550	670
财务费用	5,736	8,829	9,377	9,752
研发费用	567	663	714	663
其他经营收益	4,689	6,000	6,300	6,800
公允价值变动净收益	(69)	0	0	0
投资净收益	4,984	6,000	6,300	6,800
其他收益	0	0	0	0
营业利润	76,613	89,571	102,465	117,546
加 营业外收入	715	600	700	780
减 营业外支出	789	530	680	800
利润总额	76,539	89,641	102,485	117,526
减 所得税	21,408	24,203	27,466	31,497
净利润	55,132	65,438	75,019	86,029
减 少数股东损益	16,260	19,631	22,131	24,948
归母公司所有者的净利润	38,872	45,806	52,888	61,080
基本每股收益 (元)	3.44	4.05	4.68	5.40

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn