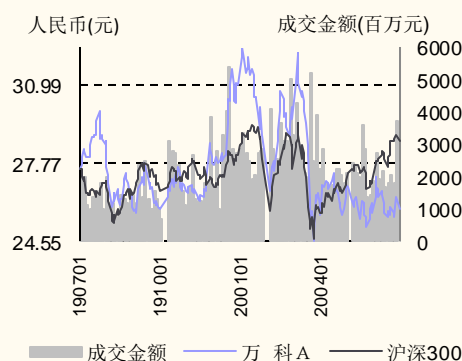


市场价格 (人民币): 25.92 元
 目标价格 (人民币): 37.08-37.08 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	116.18
已上市流通 A 股(亿股)	97.15
流通港股(亿股)	18.94
总市值(亿元)	3,011.32
年内股价最高最低(元)	27.24/25.55
沪深 300 指数	4110
深证成指	11752



相关报告

1.《开发业务效率领先, 料重回规模增长 - 万科系列研究之开发业务篇》, 2020.6.12

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130520030003
 zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

回收资金 390 亿, 有望撬动新增销售千亿

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679	367,894	414,201	458,942	507,423
营业收入增长率	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
归母净利润(百万元)	33,773	38,872	43,084	47,486	52,093
归母净利润增长率	20.39%	15.10%	10.83%	10.22%	9.70%
摊薄每股收益(元)	3.059	3.439	3.708	4.087	4.484
每股经营性现金流净额	3.11	3.96	-1.54	7.11	3.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.68%	20.67%	18.04%	16.49%	15.16%
P/E	7.79	9.36	6.99	6.34	5.78
P/B	1.69	1.93	1.26	1.05	0.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 6月29日晚间, 万科发布《关于广信资产包引入战略合作的公告》, 公告称万科计划将持有的广州万溪 50% 股权以人民币 70.4 亿元转让给战略投资者, 同时收回前期向广州万溪或广信资产包提供的股东投入共计 320 亿元。

点评

- 广信资产包资金投入情况和本次交易概况:** ①三年以来, 公司为广信资产包累计投入 470.40 亿元。②通过本次交易, 本公司预计可收到资金 390.4 亿元, 其中 70.4 亿元为广州万科转让广州万溪的股权受让款 (含 30.4 亿元的预付溢价款), 70.4 亿元为通过新股东投入置换前期原股东投入, 249.6 亿元为通过并购贷款置换前期原股东投入。③如在 5 年内, 广信资产包取得不少于 210.98 万平方米权益计容建面的批复文件, 则本次股权转让公司预计将累计实现投资收益约 34.79 亿元, 增加公司净利润约为 26.10 亿元。
- 对资产负债表的意义远大于对损益表的意义:** ①预计年内能确认的投资收益部分仅评估值和账面值之间的差值, 税后影响小于 10 亿元。②万科对广信资产包的三年累计投入达 470 亿元, 按照其转让部分 50% 权益对应投入为 235 亿元, 即使按照 30.4 亿元的溢价来计算, 回报率也较为普通。广信不良资产包是长周期、慢周转项目, 不是万科高周转策略下的典型项目。③交易完成后, 广州万溪将不再并表, 万科可以回收现金或减少表内有息负债合计 390.4 亿元。在净负债率指标不变的情况下, 万科可以新增 390 亿元的权益资金进行新的房地产开发业务。印证了我们在深度报告中提到的, 预计万科将重回规模增长。④引入中国信达也非常有助于本项目复杂问题的解决。
- 有望撬动千亿元新增销售:** 按照 60% 的权益比例, 2.2 倍的货值率, 75% 的新盘年度去化率计算, 390 亿元可撬动 1073 亿元合同销售额。我们在深度报告中提到 21-23 年 7500 亿元-9500 亿元销售额实现的可能性大幅提高。

投资建议

- 万科转让广信资产包股权是一个很明显的加快周转、回到规模路线的信号。我们暂不上调盈利预测, 但考虑到其规模增长确定性提高, 我们上调公司目标价至 37.08 元, 对应 10X 2020PE, 并重申对万科 A 的“买入”评级。

风险提示

- 房价上涨弱于预期; 地价上涨快于预期; 万科拿地强度低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	242,897	297,679	367,894	414,201	458,942	507,423	货币资金	174,121	188,417	166,195	159,849	207,112	224,670
增长率		22.6%	23.6%	12.6%	10.8%	10.6%	应收款项	164,682	245,913	237,482	268,720	294,769	322,648
主营业务成本	-160,080	-186,104	-234,550	-282,962	-326,863	-362,007	存货	598,088	750,303	897,019	1,039,568	1,106,215	1,218,231
%销售收入	65.9%	62.5%	63.8%	68.3%	71.2%	71.3%	其他流动资产	80,662	110,439	138,294	156,760	159,759	169,451
毛利	82,817	111,575	133,344	131,239	132,079	145,416	流动资产	1,017,553	1,295,072	1,438,989	1,624,897	1,767,856	1,935,000
%销售收入	34.1%	37.5%	36.2%	31.7%	28.8%	28.7%	%总资产	87.3%	84.7%	83.2%	81.8%	80.4%	79.2%
营业税金及附加	-19,722	-23,176	-32,905	-26,609	-21,140	-23,069	长期投资	111,376	186,272	206,964	270,290	332,357	402,309
%销售收入	8.1%	7.8%	8.9%	6.4%	4.6%	4.5%	固定资产	8,121	13,447	16,580	16,539	16,623	16,844
销售费用	-6,262	-7,868	-9,044	-9,899	-10,969	-12,127	%总资产	0.7%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%
%销售收入	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	3,710	10,214	12,726	16,854	20,055	23,317
管理费用	-8,866	-10,341	-11,018	-12,716	-14,090	-15,578	非流动资产	147,794	233,508	290,940	360,567	430,102	509,359
%销售收入	3.6%	3.5%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	%总资产	12.7%	15.3%	16.8%	18.2%	19.6%	20.8%
研发费用	0	-946	-1,067	-1,243	-1,377	-1,522	资产总计	1,165,347	1,528,579	1,729,929	1,985,464	2,197,958	2,444,359
%销售收入	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	62,273	79,194	96,011	107,120	114,087	120,889
息税前利润 (EBIT)	47,967	69,244	79,309	80,772	84,504	93,120	应付款项	768,357	457,283	519,691	611,019	693,957	772,367
%销售收入	19.7%	23.3%	21.6%	19.5%	18.4%	18.4%	其他流动负债	16,725	585,437	656,907	682,888	715,452	755,242
财务费用	-2,075	-5,999	-5,736	-5,168	-6,393	-7,180	流动负债	847,355	1,121,914	1,272,610	1,401,027	1,523,496	1,648,498
%销售收入	0.9%	2.0%	1.6%	1.2%	1.4%	1.4%	长期贷款	96,029	120,929	114,320	155,452	170,715	202,210
资产减值损失	-1,319	-2,354	-1,649	-3,128	-201	-337	其他长期负债	35,289	50,116	72,420	90,655	97,401	111,203
公允价值变动收益	0	87	-69	0	0	0	负债	978,673	1,292,959	1,459,350	1,647,134	1,791,612	1,961,911
投资收益	6,245	6,788	4,984	10,514	11,889	14,509	普通股股东权益	132,675	155,764	188,058	238,788	288,042	343,563
%税前利润	12.2%	10.1%	6.5%	12.6%	13.2%	14.4%	其中：股本	11,039	11,039	11,302	11,618	11,618	11,618
营业利润	50,813	67,499	76,613	82,989	89,799	100,111	未分配利润	77,172	91,725	95,352	125,511	158,751	195,216
营业利润率	20.9%	22.7%	20.8%	20.0%	19.6%	19.7%	少数股东权益	53,999	79,857	82,521	99,543	118,304	138,885
营业外收支	329	-38	-74	456	505	558	负债股东权益合计	1,165,347	1,528,579	1,729,929	1,985,464	2,197,958	2,444,359
税前利润	51,142	67,460	76,539	83,445	90,304	100,670							
利润率	21.1%	22.7%	20.8%	20.1%	19.7%	19.8%	比率分析						
所得税	-13,934	-18,188	-21,408	-23,339	-24,057	-27,996		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税率	27.2%	27.0%	28.0%	28.0%	26.6%	27.8%	每股指标						
净利润	37,208	49,272	55,132	60,106	66,247	72,674	每股收益	2.541	3.059	3.439	3.708	4.087	4.484
少数股东损益	9,157	15,500	16,260	17,022	18,761	20,581	每股净资产	12.019	14.110	16.639	20.553	24.792	29.571
归属于母公司的净利润	28,052	33,773	38,872	43,084	47,486	52,093	每股经营现金净流	7.513	3.107	3.963	-1.537	7.108	3.076
净利率	11.5%	11.3%	10.6%	10.4%	10.3%	10.3%	每股股利	1.281	1.570	1.861	1.112	1.226	1.345
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.14%	21.68%	20.67%	18.04%	16.49%	15.16%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	2.41%	2.21%	2.25%	2.17%	2.16%	2.13%
净利润	37,208	49,272	55,132	60,106	66,247	72,674	投入资本收益率	9.24%	10.46%	10.76%	8.70%	8.10%	7.52%
少数股东损益	9,157	15,500	16,260	17,022	18,761	20,581	增长率						
非现金支出	3,867	6,222	7,275	8,321	6,027	6,791	主营业务收入增长率	1.01%	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
非经营收益	-6,719	-7,231	-6,993	-8,659	-9,706	-12,424	EBIT增长率	30.36%	44.36%	14.54%	1.84%	4.62%	10.20%
营运资金变动	48,585	-13,963	-10,623	-77,628	20,009	-31,306	净利润增长率	33.44%	20.39%	15.10%	10.83%	10.22%	9.70%
经营活动现金净流	82,942	34,301	44,790	-17,861	82,577	35,734	总资产增长率	40.29%	31.17%	13.17%	14.77%	10.70%	11.21%
资本开支	-2,219	-5,849	-6,148	-6,353	-7,167	-8,454	资产管理能力						
投资	-61,590	-62,521	-32,209	-63,506	-62,425	-70,320	应收账款周转天数	2.6	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
其他	12,196	1,005	9,730	10,514	11,889	14,509	存货周转天数	1,214.7	1,322.3	1,281.8	1,345.0	1,239.0	1,232.0
投资活动现金净流	-51,613	-67,364	-28,627	-59,346	-57,703	-64,265	应付账款周转天数	355.1	392.6	384.6	399.9	387.9	391.8
股权募资	14,254	19,491	11,814	20,571	16,014	19,056	固定资产周转天数	10.7	14.1	12.3	10.0	8.3	6.8
债权募资	63,942	61,181	-7,095	70,188	28,916	52,034	偿债能力						
其他	-15,948	-27,997	-28,392	-19,898	-22,541	-25,002	净负债/股东权益	8.83%	19.90%	30.20%	46.75%	34.39%	36.10%
筹资活动现金净流	62,247	52,676	-23,673	70,861	22,389	46,088	EBIT利息保障倍数	23.1	11.5	13.8	15.6	13.2	13.0
现金净流量	93,576	19,612	-7,510	-6,346	47,263	17,557	资产负债率	83.98%	84.59%	84.36%	82.96%	81.51%	80.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	18
增持	0	0	0	0	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-06-12	买入	25.90	33.38~33.38

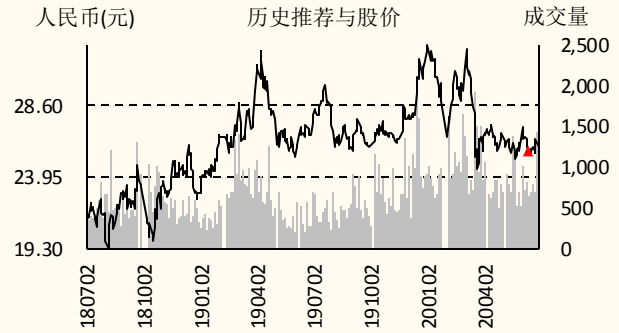
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH