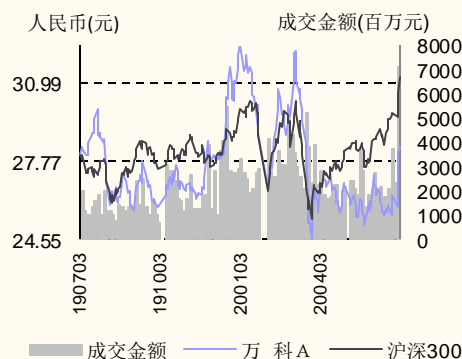


市场价格(人民币): 28.39元  
 目标价格(人民币): 37.08-37.08元

## 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)	3,298.27
年内股价最高最低(元)	28.39/25.55
沪深300指数	4336
深证成指	12269



## 相关报告

- 1.《回收资金390亿,有望撬动新增销售千亿-万科转让广信资产包股...》, 2020.6.30
- 2.《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

## 销售和拿地同步提升

## 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	7.66	6.95	6.33
P/B	1.69	1.93	1.38	1.15	0.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 7月2日晚间,万科公布了2020年6月销售及近期新增项目情况数据。6月份公司实现合同销售面积501.5万平方米,合同销售金额733.7亿元。6月份公司新增加开发项目15个,无新增物流地产项目。

## 点评

- 6月销售快速增长,销售均价同比提升近8%:** ①公司6月合同销售面积为501.5万平方米,环比增长29.7%,同比增长2.5%;合同销售金额为733.7亿元,环比增长19.7%,同比增长10.5%。根据克而瑞数据,6月头部房企销售金额快速增长,碧桂园、恒大、万科单月超700亿元。②我们计算公司6月销售均价为14630元,同比增长7.8%。
- 5、6月全口径拿地金额逐步提升,预计下半年会进一步加大拿地力度。** ①公司6月总体拿地金额口径的权益比例为55%,较5月下降8.1ptcs。新增项目全口径计容面积215万平方米,环比增长22.9%。我们计算公司6月全口径拿地金额182.4亿元,环比增长10.5%。②由于拿地决策到披露流程仍有时滞,我们预计下半年将看到万科逐月加大拿地力度。③万科转让广信资产包50%股权,回收约390亿元资金将为万科扩大拿地规模带来有力的支持。
- 行业存货质量提升周期叠加万科重回规模路线的可能性:** ①5月份以来多个重点城市房价提升,房企迎来存货改善周期。②结合5、6月拿地力度逐步加大,叠加转让广信资产包带来资金支持等信号的释放,我们进一步明确万科将重回规模增长路径的判断。

## 投资建议

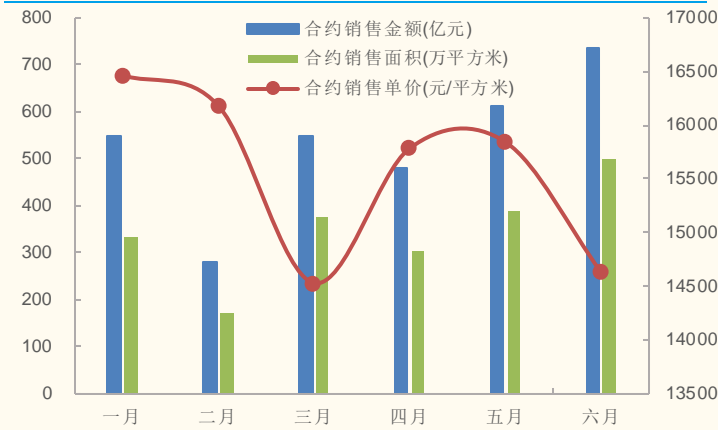
- ①存货质量提升周期对股价的推动是持续的,我们认为下半年房地产股票的上涨可以持续。②我们认为万科目前逐步进入销售和拿地良性循环的过程,叠加此前万科转让广信资产包股权,可以判断万科下半年开始将进入一个规模扩张的新阶段。③我们维持对公司的盈利预测,重申“买入”评级,并维持37.08元目标价。

## 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。

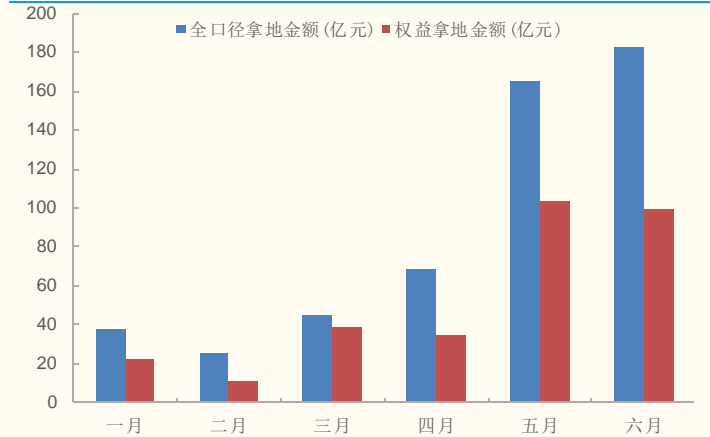
附录 1:

图表 1: 2020 年万科 1 月-6 月销售情况



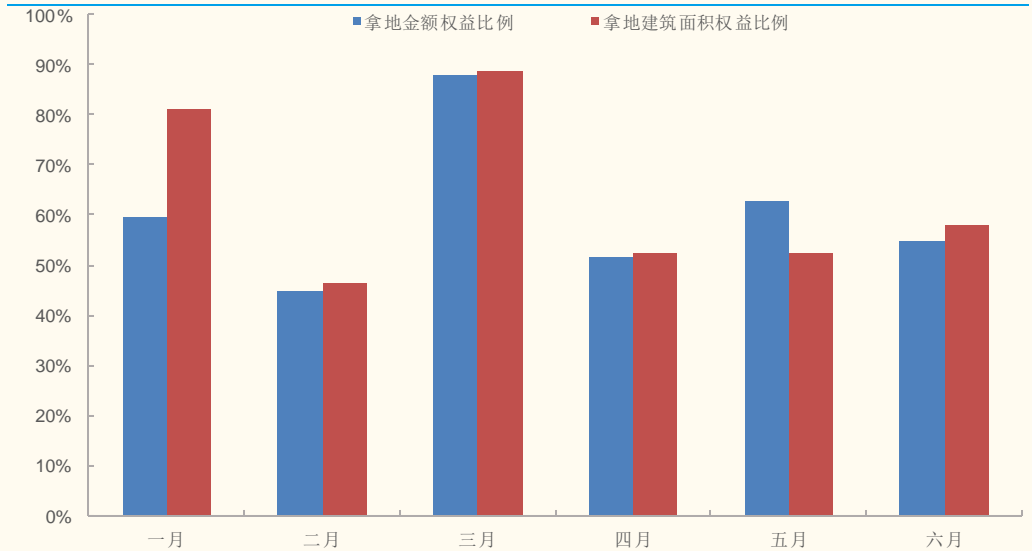
来源: Wind 资讯, 公告, 国金证券研究所

图表 2: 2020 年万科 1 月-6 月拿地情况



来源: Wind 资讯, 公告, 国金证券研究所

图表 3: 2020 年万科 1 月-6 月拿地权益比例情况



来源: Wind 资讯, 公告, 国金证券研究所

附录 2：三张报表预测摘要

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	<b>资产总计</b>	<b>1,165,347</b>	<b>1,528,579</b>	<b>1,729,929</b>	<b>1,985,464</b>	<b>2,197,958</b>	<b>2,444,359</b>
% 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	<b>负债</b>	<b>978,673</b>	<b>1,292,959</b>	<b>1,459,350</b>	<b>1,647,134</b>	<b>1,791,612</b>	<b>1,961,911</b>
投资收益	6,245	6,788	4,984	10,514	11,889	14,509	<b>普通股股东权益</b>	<b>132,675</b>	<b>155,764</b>	<b>188,058</b>	<b>238,788</b>	<b>288,042</b>	<b>343,563</b>
% 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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,165,347</b>	<b>1,528,579</b>	<b>1,729,929</b>	<b>1,985,464</b>	<b>2,197,958</b>	<b>2,444,359</b>
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%	<b>比率分析</b>						
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%	<b>每股指标</b>						
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
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.14%	21.68%	20.67%	18.04%	16.49%	15.16%
							总资产收益率	2.41%	2.21%	2.25%	2.17%	2.16%	2.13%
							投入资本收益率	9.24%	10.46%	10.76%	8.70%	8.10%	7.52%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	1.01%	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
							EBIT 增长率	30.36%	44.36%	14.54%	1.84%	4.62%	10.20%
							净利润增长率	33.44%	20.39%	15.10%	10.83%	10.22%	9.70%
							总资产增长率	40.29%	31.17%	13.17%	14.77%	10.70%	11.21%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	2.6	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
							存货周转天数	1,214.7	1,322.3	1,281.8	1,345.0	1,239.0	1,232.0
							应付账款周转天数	355.1	392.6	384.6	399.9	387.9	391.8
							固定资产周转天数	10.7	14.1	12.3	10.0	8.3	6.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	8.83%	19.90%	30.20%	46.75%	34.39%	36.10%
							EBIT 利息保障倍数	23.1	11.5	13.8	15.6	13.2	13.0
							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	17
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.29

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
2	2020-06-30	买入	25.92	37.08~37.08

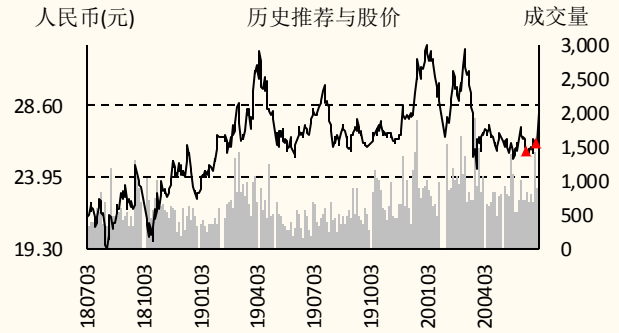
来源：国金证券研究所

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