

# 万科 A (000002)

证券研究报告

2020年10月12日

## 金九成色尚可，单月拿地力度环比提升

### ——9月销售数据点评

#### 事件

公司公告9月经营简况，9月实现合同销售金额545.4亿元，YOY+10.65%，实现合同销售面积371.0万方，YOY+15.68%；1-9月累计合同销售金额4927.6亿元，YOY+3.61%，累计合同销售面积3264.8万方，YOY+6.64%。

#### 金九成色尚可、环比量跌价升

9月实现合同销售金额545.4亿元，YOY+10.65%，环比下降7.12%；实现合同销售面积371.0万方，YOY+15.68%，环比下降12.27%；对应销售均价14700.8元/平米，较上月提升815.7元/平米。1-9月累计合同销售金额4927.6亿元，YOY+3.61%，较上月增速提升0.81pct；累计合同销售面积3264.8万方，YOY+6.64%，较上月增速提升1.05pct；对应销售均价为15093.1元/平米。公司9月高基数下稳增长，但9月环比走弱，整体量跌价升；1-9月份累计销售金额已完成上年全年的78.11%，完成率较高。

#### 单月新增项目以一二线为主、城市圈分布上以长三角环渤海等为主

9月新增项目16个，以城市能级分布看，项目数量上，一二线城市：三四线城市为12:4；总地价上，一二线城市：三四线城市为87%:13%。以城市圈分布看，项目数量上，珠三角：长三角：环渤海：中部：西部：其他为2.5:4:3:1:1；总地价上，珠三角：长三角：环渤海：中部：西部为9%:42%:27%:15%:1%:6%。单月新增区域以一二线城市为主，城市圈分布上以长三角、环渤海及中部区域为主。权益占比看，100%权益：非100%权益为4:12。9月单月新增项目占地面积213万方（YOY+22.4%），新增建面290.4万方（YOY-27.1%），总地价175.46亿元（YOY-1.3%）；对应权益占地面积150.71万方（YOY+14.9%）、权益建面204.37万方（YOY-32.3%）、权益地价133.09亿元（YOY-10.1%）。1-9月累计新增项目104个，其中累计建面1880.70万方（YOY-38.3%），累计地价款1167.59亿元（YOY-39.1%）；对应权益累计建面1246.65万方（YOY-45.6%），权益累计地价款779.03亿元（YOY-47.3%）。以建面、价款口径看，单月权益比例分别为70.4%、75.9%；累计权益比例分别为66.3%、66.7%，低于19年全年的72.6%、75.0%。

#### 拿地力度较8月提升、累计楼面价/销售均价相对稳定

9月单月拿地力度32.2%，权益拿地力度24.4%，较8月拿地力度分别提升6.2pct、提升3.8pct；较上半年的拿地力度（16.4%）、权益拿地力度（9.7%）有所提升，但相比于19年全年拿地力度36.7%、权益拿地力度27.6%仍较弱。1-9月拿地力度、权益拿地力度分别为23.7%、15.8%，累计拿地力度处于16年来同期水平的低位。9月新增楼面价为6042.13元/平米，较8月楼面价下降791.47元/平米；单月楼面价/销售均价为41.1%，较上月下降8.1pct。1-9月累计新增项目楼面价为6208.98元/平米，累计楼面价/销售均价为41.1%，略高19年全年39%的水平。

**投资建议：**公司9月高基数下稳增长，1-9月份累计销售金额已完成上年全年的78.11%，完成率较高，单月新增项目以一二线为主，拿地力度较8月提升，累计楼面价/销售均价相对稳定。我们预计公司20-22年归母净利润分别为429.8、476.8、528.7亿元，对应EPS为3.70、4.10和4.55元，对应PE为7.58、6.83和6.16，维持“买入”评级。

**风险提示：**房屋价格大跌、销售不及预期、宏观经济波动

| 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 | 428,338.84 | 501,027.94 | 577,234.29 |
| 增长率(%)      | 22.55      | 23.59      | 16.43      | 16.97      | 15.21      |
| EBITDA(百万元) | 76,686.26  | 89,552.76  | 91,794.58  | 99,522.10  | 110,343.44 |
| 净利润(百万元)    | 33,772.65  | 38,872.09  | 42,982.29  | 47,678.45  | 52,872.66  |
| 增长率(%)      | 20.39      | 15.10      | 10.57      | 10.93      | 10.89      |
| EPS(元/股)    | 2.91       | 3.35       | 3.70       | 4.10       | 4.55       |
| 市盈率(P/E)    | 9.64       | 8.38       | 7.58       | 6.83       | 6.16       |
| 市净率(P/B)    | 2.09       | 1.73       | 1.47       | 1.28       | 1.12       |
| 市销率(P/S)    | 1.09       | 0.89       | 0.76       | 0.65       | 0.56       |
| EV/EBITDA   | 3.97       | 4.35       | 3.53       | 3.63       | 3.17       |

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  | 28.03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) | 9,714.31    |
| A股总市值(百万元)  | 272,569.23  |
| 流通A股市值(百万元) | 272,292.25  |
| 每股净资产(元)    | 16.84       |
| 资产负债率(%)    | 83.87       |
| 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 |                |
| 张春娥                    | 分析师            |
| SAC执业证书编号：             | S1110520070001 |
| zhangchune@tfzq.com    |                |

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

- 《万科 A-公司点评:单月金额增速超30%、新增项目权益比提升》2020-09-03
- 《万科 A-公司点评:半年度业绩平稳增长，净负债率维持低位》2020-08-30
- 《万科 A-公司点评:销售高位增长，拿地积极度提升》2020-08-05

## 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         | 193,500.37         | 226,337.38         | 260,763.30         |
| 应收票据及应收账款       | 1,588.74           | 2,017.05           | 2,893.65           | 3,035.18           | 3,250.26           |
| 预付账款            | 75,950.90          | 97,795.83          | 114,607.88         | 134,282.76         | 162,710.06         |
| 存货              | 750,302.63         | 897,019.04         | 1,014,614.38       | 1,210,317.11       | 1,350,707.90       |
| 其他              | 278,812.15         | 275,962.85         | 312,316.28         | 385,491.67         | 405,611.01         |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>1,295,071.8</b> | <b>1,438,989.3</b> | <b>1,637,932.5</b> | <b>1,959,464.1</b> | <b>2,183,042.5</b> |
| 长期股权投资          | 129,527.66         | 130,475.77         | 140,475.77         | 150,475.77         | 160,475.77         |
| 固定资产            | 11,533.80          | 12,399.84          | 14,512.35          | 16,538.52          | 18,554.83          |
| 在建工程            | 1,913.01           | 4,179.84           | 4,246.10           | 4,333.26           | 4,545.76           |
| 无形资产            | 4,952.58           | 5,269.65           | 5,581.56           | 5,847.97           | 6,068.87           |
| 其他              | 85,580.45          | 138,615.00         | 133,970.54         | 135,790.11         | 134,484.26         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>233,507.50</b>  | <b>290,940.10</b>  | <b>298,786.32</b>  | <b>312,985.63</b>  | <b>324,129.48</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,528,579.3</b> | <b>1,729,929.4</b> | <b>1,936,718.8</b> | <b>2,272,449.7</b> | <b>2,507,172.0</b> |
| 短期借款            | 10,101.92          | 15,365.23          | 77,906.88          | 105,827.58         | 125,485.72         |
| 应付票据及应付账款       | 229,597.38         | 268,222.15         | 319,972.75         | 387,102.93         | 430,703.37         |
| 其他              | 882,214.64         | 989,022.91         | 1,083,126.88       | 1,254,659.62       | 1,390,713.99       |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>1,121,913.9</b> | <b>1,272,610.2</b> | <b>1,481,006.5</b> | <b>1,747,590.1</b> | <b>1,946,903.0</b> |
| 长期借款            | 120,929.06         | 114,319.78         | 72,150.14          | 87,143.88          | 63,901.26          |
| 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          | 23,157.01          | 23,047.78          | 23,075.09          |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>171,044.69</b>  | <b>186,740.05</b>  | <b>131,482.55</b>  | <b>148,722.73</b>  | <b>127,576.90</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>1,292,958.6</b> | <b>1,459,350.3</b> | <b>1,612,489.0</b> | <b>1,896,312.8</b> | <b>2,074,479.9</b> |
| 少数股东权益          | 79,856.60          | 82,520.62          | 102,747.58         | 121,289.20         | 140,844.84         |
| 股本              | 11,039.15          | 11,302.14          | 11,617.73          | 11,617.73          | 11,617.73          |
| 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         | 209,864.51         | 243,229.93         | 280,229.45         |
| 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>324,229.83</b>  | <b>376,136.87</b>  | <b>432,692.03</b>  |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>1,528,579.3</b> | <b>1,729,929.4</b> | <b>1,936,718.8</b> | <b>2,272,449.7</b> | <b>2,507,172.0</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2018               | 2019               | 2020E              | 2021E             | 2022E              |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| 净利润            | 49,272.29          | 55,131.61          | 42,982.29          | 47,678.45         | 52,872.66          |
| 折旧摊销           | 2,921.94           | 4,119.52           | 1,106.31           | 1,296.26          | 1,493.29           |
| 财务费用           | 5,998.57           | 5,735.94           | 6,209.96           | 7,826.23          | 8,533.13           |
| 投资损失           | (6,787.93)         | (4,984.13)         | (9,867.00)         | (8,187.00)        | (8,264.23)         |
| 营运资金变动         | 33,726.72          | (28,723.53)        | 12,525.75          | (59,826.52)       | (11,554.53)        |
| 其它             | (51,513.40)        | 14,407.40          | 18,991.69          | 17,541.62         | 18,855.64          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>33,618.18</b>   | <b>45,686.81</b>   | <b>71,949.01</b>   | <b>6,329.04</b>   | <b>61,935.96</b>   |
| 资本支出           | 59,075.90          | (12,739.44)        | 13,214.75          | 13,785.24         | 13,915.68          |
| 长期投资           | 48,303.35          | 948.11             | 10,000.00          | 10,000.00         | 10,000.00          |
| 其他             | (174,743.69)       | (16,835.41)        | (25,688.35)        | (27,264.75)       | (28,183.11)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(67,364.44)</b> | <b>(28,626.73)</b> | <b>(2,473.60)</b>  | <b>(3,479.51)</b> | <b>(4,267.43)</b>  |
| 债权融资           | 247,218.53         | 259,976.74         | 233,575.60         | 285,702.34        | 286,865.99         |
| 股权融资           | (8,955.93)         | (501.78)           | (2,722.76)         | (7,634.31)        | (8,275.93)         |
| 其他             | (193,464.95)       | (292,813.18)       | (273,022.48)       | (248,080.54)      | (301,832.67)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>44,797.65</b>   | <b>(33,338.21)</b> | <b>(42,169.64)</b> | <b>29,987.49</b>  | <b>(23,242.62)</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>27,305.77</b>   | <b>32,837.01</b>  | <b>34,425.92</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>428,338.84</b> | <b>501,027.94</b> | <b>577,234.29</b> |
| 营业成本             | 186,104.22        | 234,550.33        | 294,097.45        | 339,396.33        | 387,381.93        |
| 营业税金及附加          | 23,176.06         | 32,905.22         | 32,982.09         | 40,683.47         | 50,450.28         |
| 营业费用             | 7,868.08          | 9,044.50          | 9,123.62          | 12,726.11         | 15,181.26         |
| 管理费用             | 10,340.80         | 11,018.41         | 11,993.49         | 14,730.22         | 20,030.03         |
| 研发费用             | 946.06            | 1,066.68          | 85.67             | 1,452.98          | 1,904.87          |
| 财务费用             | 5,998.57          | 5,735.94          | 6,209.96          | 7,826.23          | 8,533.13          |
| 资产减值损失           | 2,354.25          | (1,648.76)        | (2,000.00)        | 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          | 9,867.00          | 8,187.00          | 8,264.23          |
| 其他               | (13,481.90)       | (6,307.19)        | (17,263.47)       | (14,374.00)       | (15,128.46)       |
| <b>营业利润</b>      | <b>67,498.61</b>  | <b>76,613.14</b>  | <b>84,478.30</b>  | <b>90,399.61</b>  | <b>100,317.02</b> |
| 营业外收入            | 474.50            | 714.73            | 1,023.57          | 900.00            | 600.00            |
| 营业外支出            | 512.91            | 788.58            | 770.98            | 661.68            | 461.68            |
| <b>利润总额</b>      | <b>67,460.20</b>  | <b>76,539.29</b>  | <b>84,730.90</b>  | <b>90,637.93</b>  | <b>100,455.34</b> |
| 所得税              | 18,187.91         | 21,407.67         | 21,521.65         | 24,417.86         | 28,027.04         |
| <b>净利润</b>       | <b>49,272.29</b>  | <b>55,131.61</b>  | <b>63,209.25</b>  | <b>66,220.07</b>  | <b>72,428.30</b>  |
| 少数股东损益           | 15,499.64         | 16,259.53         | 20,226.96         | 18,541.62         | 19,555.64         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>33,772.65</b>  | <b>38,872.09</b>  | <b>42,982.29</b>  | <b>47,678.45</b>  | <b>52,872.66</b>  |
| 每股收益(元)          | 2.91              | 3.35              | 3.70              | 4.10              | 4.55              |

| 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% | 16.43% | 16.97% | 15.21% |
| 营业利润           | 32.84% | 13.50% | 10.27% | 7.01%  | 10.97% |
| 归属于母公司净利润      | 20.39% | 15.10% | 10.57% | 10.93% | 10.89% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 37.48% | 36.25% | 31.34% | 32.26% | 32.89% |
| 净利率            | 11.35% | 10.57% | 10.03% | 9.52%  | 9.16%  |
| ROE            | 21.68% | 20.67% | 19.41% | 18.71% | 18.12% |
| ROIC           | 36.67% | 30.09% | 31.58% | 32.61% | 27.02% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 84.59% | 84.36% | 83.26% | 83.45% | 82.74% |
| 净负债率           | 24.96% | 34.66% | 12.36% | 15.78% | 6.03%  |
| 流动比率           | 1.15   | 1.13   | 1.11   | 1.12   | 1.12   |
| 速动比率           | 0.49   | 0.43   | 0.42   | 0.43   | 0.43   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 197.04 | 204.06 | 174.45 | 169.01 | 183.67 |
| 存货周转率          | 0.44   | 0.45   | 0.45   | 0.45   | 0.45   |
| 总资产周转率         | 0.22   | 0.23   | 0.23   | 0.24   | 0.24   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益           | 2.91   | 3.35   | 3.70   | 4.10   | 4.55   |
| 每股经营现金流        | 2.89   | 3.93   | 6.19   | 0.54   | 5.33   |
| 每股净资产          | 13.41  | 16.19  | 19.06  | 21.94  | 25.12  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 市盈率            | 9.64   | 8.38   | 7.58   | 6.83   | 6.16   |
| 市净率            | 2.09   | 1.73   | 1.47   | 1.28   | 1.12   |
| EV/EBITDA      | 3.97   | 4.35   | 3.53   | 3.63   | 3.17   |
| EV/EBIT        | 4.07   | 4.48   | 3.58   | 3.68   | 3.21   |

### 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        |