

2020年11月01日

强烈推荐（维持）

业绩稳增长，拿地转进取

目标股价：35.20 元
当前股价：27.55 元

万科A（000002.SZ）季报点评

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 流通市值（百万元） | 306409.43 |
| 发行股份（百万股） | 9,724.20 |
| 每股净资产（元） | 17.45 |
| 主要股东持股比例（%） | |
| 深圳地铁集团 | 27.91 |

股价表现（%）

| | | | |
|------------|----------|-------|-------|
| | 1M | 3M | 12M |
| 相对表现 | -3.93 | 8.88 | -28.9 |
| 绝对表现 | -1.68 | 6.27 | 7.11 |
| 近12月最高价(元) | 20-01-02 | 33.60 | |
| 近12月最低价(元) | 20-03-19 | 24.18 | |

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券

相关报告

- 1、《万科A 000002.SZ：地产开发高确定性，多元业务协同并进》2020-08-30
- 2、《万科A 000002.SZ：基本盘稳扎稳打，多元业务护城河已现》2020-03-19
- 3、《万科A 000002.SZ：“高周转”本色依旧，股东层风险缓释》2020-01-17

分析师 董浩

执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君

852-25105555
zhouzhuojun@cric.com

投资要点

- 业绩稳健增长，结算结构拖累毛利率阶段性下滑。公司前三季度实现营业收入 2414.9 亿，同比+7.9%，实现归母净利润 198.6 亿，同比+8.9%。受结算结构及限价政策影响，期内房地产业务结算面积 1725.0 万方，同比+18.6%，结算均价 12400 元/平，同比-17.8%，拖累销售毛利率同比下降 6.1pct 至 29.9%。截至期末公司已售未结资源达 7248.8 亿元，较上年末增长 19.0%，覆盖去年房地产业务结算收入 2.1 倍，未来业绩保障系数良好。
- 单季度销售改善明显且拿地更为进取。1-9 月累计实现销售面积 3264.8 万方，同比+6.6%，销售金额 4927.6 亿元，同比+3.6%，其中第三季度实现销售面积 1187.9 万方，同比+30.3%，销售金额 1722.8 亿元，同比+21.7%，单季度改善显著。公司 1-9 月新增 101 个开发项目，总建筑面积约 1,832.3 万平方米，权益规划建筑面积约 1,066.4 万平方米。其中第三季度新增 46 个开发项目，总建筑面积约 851.3 万平方米（占首 9 月 46.5%），权益规划建筑面积约 572.2 万平方米（占首 9 月 53.7%）。截至期末，公司当前在建及规划建设项目面积约 1.1 亿平米，静态观测大约可保障未来 2.5 年销售需求。
- 财务稳健，杠杆率指标持续改善。截至期末，公司剔除预收账款后资产负债率为 74.2%，较上年末下降 6.1pct；净负债率 27.6%，较上年末下降 7.2pct，位于行业低位；现金短债比高达 2.0 倍。各项指标明年均有望符合监管要求。
- 投资建议：公司 2020 年前三季度业绩稳健增长且未来保障性良好，第三季度公司销售金额实现 20% 以上高增长且土地拓展更趋积极，我们认为在行业融资监管趋严背景下，公司充裕的现金流和较低的融资成本将助力销售规模持续提升。同时公司早起各项多元化业务均已位居行业前列，未雨绸缪带来的先发优势有望在未来逐步显现。我们预计公司 20-21 年 EPS 分别为 3.91、4.48 元，对应 PE 分别为 7.2X、6.3X。维持“强烈推荐”评级，目标价 35.20 元。
- 风险提示：新冠疫情影响超预期，行业销售下滑超预期，政策调控力度不及预期。

核心数据

| 会计年度（百万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 242897 | 297679 | 367894 | 443520 | 525571 |
| 增长率(%) | 1.0% | 22.6% | 23.6% | 20.6% | 18.5% |
| 归母净利润(百万元) | 28057 | 34986 | 38872 | 44147 | 50680 |
| 增长率(%) | 33.5% | 24.7% | 11.1% | 13.6% | 14.8% |
| 每股收益（EPS） | 2.54 | 3.17 | 3.44 | 3.91 | 4.48 |
| 市盈率（P/E） | 11.02 | 8.84 | 8.14 | 7.17 | 6.25 |
| 市净率（P/B） | 2.33 | 1.99 | 1.68 | 1.45 | 1.24 |

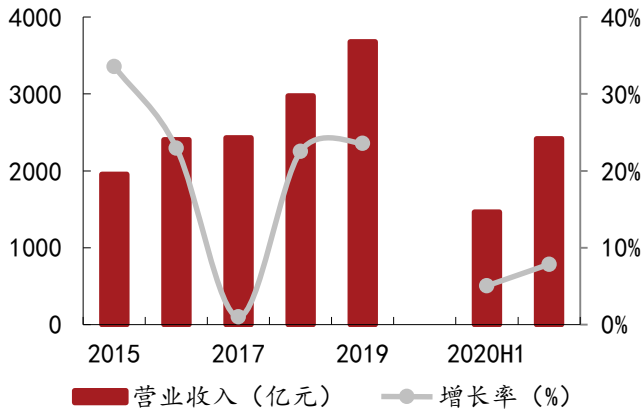
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------------|---------|---------|----------|----------|---------|
| 营业收入 | 242897 | 297679 | 367894 | 443520 | 525571 | 现金及现金等价物 | 174121 | 188417 | 166195 | 203738 | 221992 | |
| 营业成本 | 179802 | 209280 | 267456 | 326417 | 392343 | 应收账款及其他应收款项 | 164682 | 245913 | 286231 | 349220 | 426072 | |
| 毛利 | 63095 | 88399 | 100438 | 117103 | 133228 | 存货 | 598088 | 750303 | 897019 | 920689 | 908854 | |
| 销售费用 | 6262 | 7868 | 9044 | 10904 | 12275 | 其他流动资产 | 80662 | 98527 | 126226 | 140076 | 133151 | |
| 管理费用 | 8866 | 10341 | 11018 | 12619 | 13458 | 流动资产合计 | 101755 | 1295072 | 1438989 | 1602780 | 1690068 | |
| 财务费用 | 2075 | 5999 | 5736 | 5736 | 5736 | 3 | 固定资产及在建工程 | 7099 | 11534 | 16580 | 7774 | 12177 |
| 其他费用/(-收入) | 8681 | 10216 | 4770 | 7539 | 8211 | 长期股权投资 | 81224 | 129528 | 130476 | 113743 | 122109 | |
| 营业利润 | 51147 | 68673 | 76539 | 91573 | 106755 | 无形资产、商誉 | 1438 | 4953 | 5491 | 1048 | 3269 | |
| 所得税费用 | 13934 | 18188 | 21408 | 25682 | 29967 | 其他非流动资产 | 58033 | 87493 | 9107 | 108200 | 58654 | |
| 净利润 | 37213 | 50486 | 55132 | 65891 | 76788 | 非流动资产合计 | 147794 | 233508 | 290940 | 230765 | 196209 | |
| 少数股东损益 | 9157 | 15500 | 16260 | 21744 | 26108 | 资产总计 | 116534 | 1528580 | 1729929 | 1823747 | 1886277 | |
| 归属于母公司净利润 | 28057 | 34986 | 38872 | 44147 | 50680 | 7 | 短期借款 | 16109 | 10102 | 96011 | 13859 | 54935 |
| | | | | | | | 应付账款及其他应付款项 | 173439 | 229597 | 518921 | 330401 | 424661 |
| | | | | | | | 合同负债 | 407706 | 504711 | 577047 | 708334 | 869491 |
| | | | | | | | 其他流动负债 | 250101 | 377504 | 47854 | 376979 | 212417 |
| | | | | | | | 流动负债合计 | 847355 | 1121914 | 1272610 | 1429572 | 1561503 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 长期借款 | 96029 | 120929 | 114320 | 96029 | 105174 | |
| 盈利能力 | | | | | | 长期应付账款及其他应付款项 | 32323 | 47095 | 71355 | 48370 | 59863 | |
| ROE | 21.1% | 22.5% | 20.7% | 20.2% | 19.8% | 其他长期负债 | 2966 | 3021 | 1065 | 9586 | 5326 | |
| 毛利率 | 34.1% | 37.5% | 36.2% | 35.3% | 34.3% | 非流动负债合计 | 131318 | 171045 | 186740 | 153985 | 170363 | |
| 营业利润率 | 20.9% | 23.1% | 20.8% | 20.6% | 20.3% | 负债合计 | 978673 | 1292959 | 1459350 | 1583557 | 1731866 | |
| 销售净利率 | 11.6% | 11.8% | 10.6% | 10.0% | 9.6% | 股本 | 11039 | 11039 | 11302 | 11302 | 11302 | |
| 成长能力 | | | | | | 储备 | 113072 | 139118 | 166178 | 198515 | 218366 | |
| 营业收入增长率 | 1.0% | 22.6% | 23.6% | 20.6% | 18.5% | 少数股东权益 | 53999 | 79857 | 82521 | 117861 | 129647 | |
| 营业利润增长率 | 30.2% | 35.2% | 11.5% | 19.4% | 16.7% | 负债和股东权益总计 | 116534 | 1528580 | 1729929 | 1917077 | 2091181 | |
| 净利润增长率 | 33.5% | 24.7% | 11.1% | 13.6% | 14.8% | 7 | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | | 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | |
| 资产负债率 | 84.0% | 84.6% | 84.4% | 82.8% | 81.8% | 净利润 | 28057 | 33772 | 38872 | 44147 | 50680 | |
| 流动比 | 1.20 | 1.15 | 1.13 | 1.18 | 1.19 | 折旧摊销 | 1929 | 2922 | 4120 | 1582 | 2851 | |
| 速动比 | 0.50 | 0.49 | 0.43 | 0.51 | 0.51 | 营运资本变动 | 49904 | -11428 | -6493 | -61201 | -33847 | |
| | | | | | | 利息净支出 | 2075 | 5999 | 29160 | 5736 | 17448 | |
| | | | | | | 其他 | 358 | 2353 | 18900 | 14645 | 16773 | |
| 每股指标与估值 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 经营活动现金流 | 82323 | 33618 | 45687 | 23656 | 53904 | |
| 每股指标 | | | | | | 资本支出 | -2360 | -5897 | -7023 | -1389 | -4206 | |
| EPS | 2.54 | 3.17 | 3.44 | 3.91 | 4.48 | 其他 | -49253 | -61467 | -21604 | 9064 | -6270 | |
| BVPS | 12.02 | 14.11 | 16.64 | 19.29 | 22.59 | 投资活动现金流 | -51613 | -67364 | -28627 | 7675 | -10476 | |
| 估值 | | | | | | 债务融资 | 63066 | 48719 | 1204 | 500 | 852 | |
| P/E | 11.02 | 8.84 | 8.14 | 7.17 | 6.25 | 权益融资 | 61 | -2722 | 4642 | -6777 | -1068 | |
| P/B | 1.9 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 其它 | -7862 | -1380 | -39184 | -17917 | -28550 | |
| P/S | 2.7 | 1.7 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 筹资活动现金流 | 48941 | 56530.8 | 44843.3 | 245846.0 | -26962.7 | |
| | | | | | | 4 | 汇率变动 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | | 现金净增加额 | 9384.1 | 18440.9 | 7884.9 | 72413.7 | 15608.2 |

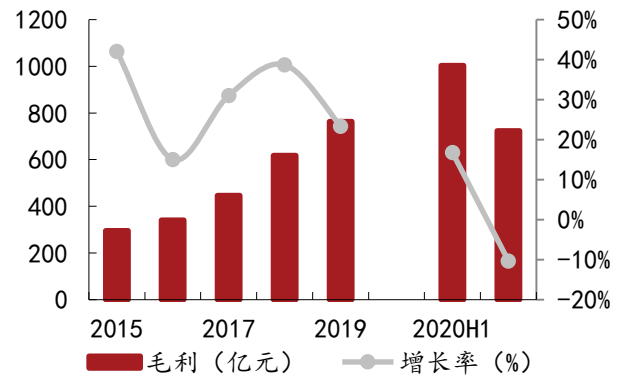
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 1：近五年营业收入（亿元）及增速



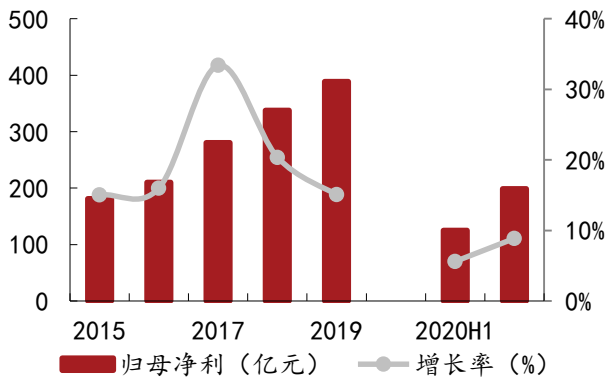
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 2：近五年毛利（亿元）及增速



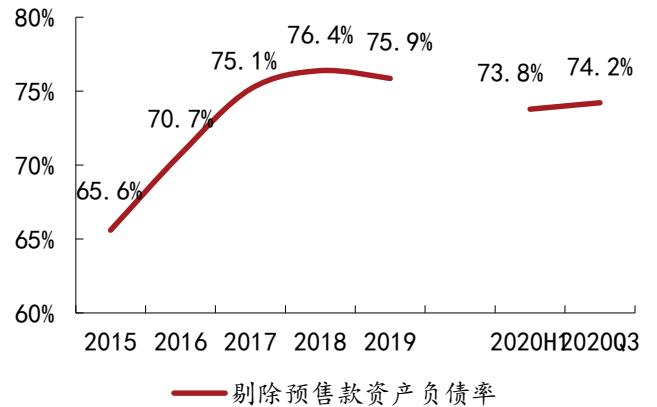
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 3：近五年归母净利（亿元）及增速



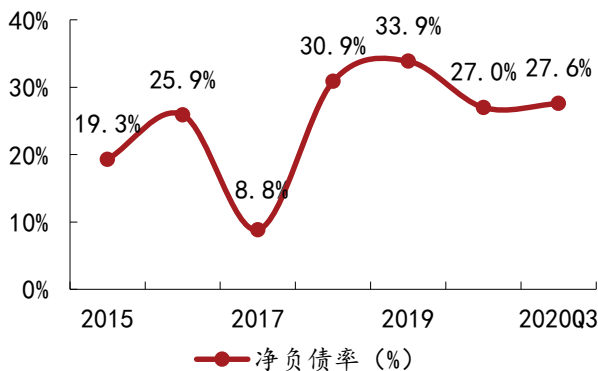
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 4：近五年剔除预收款资产负债率



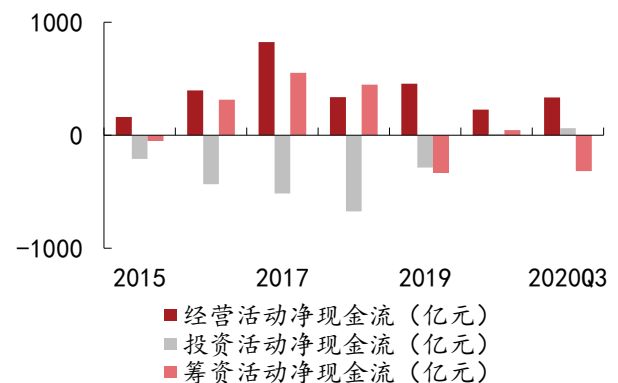
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 5：近五年净负债率（%）



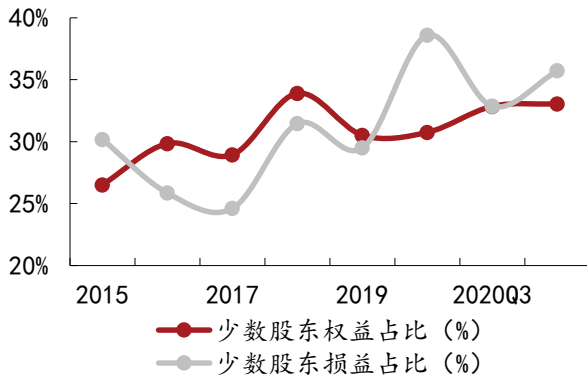
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 6：近五年现金流（亿元）



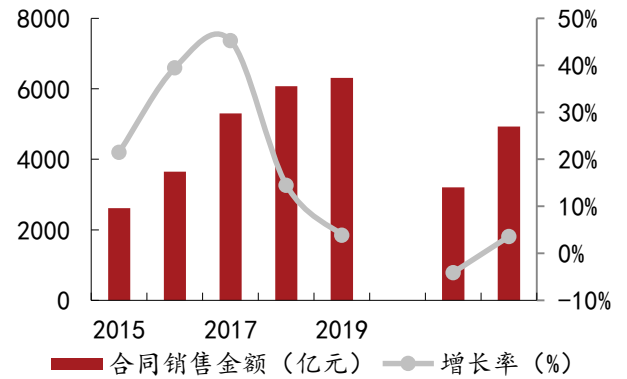
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 7：近五年少数股东权益及损益占比总权益/损益 (%)



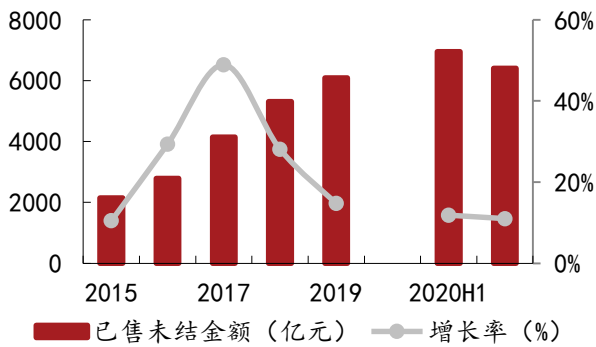
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 8：近五年合同销售 (亿元) 及增速



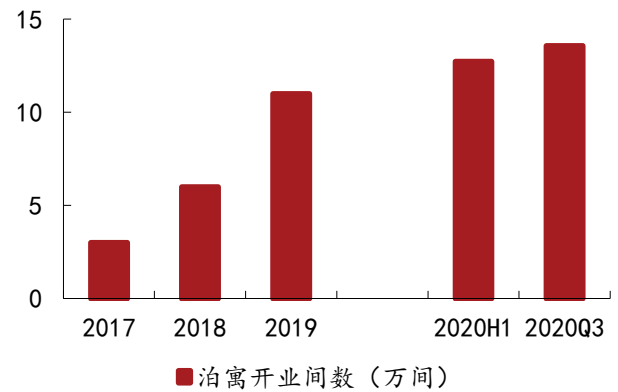
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 9：近五年已售未结金额 (亿元) 及增速



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 1：近三年租赁住宅开业情况 (万间)



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 CEO 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人士提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他人士或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本报告所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属推测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。