公司深度

万科 A（000002）

房地产 | 房地产开发

坚守龙头价值，三道红线影响无忧

2020 年 12 月 09 日

评级 推荐

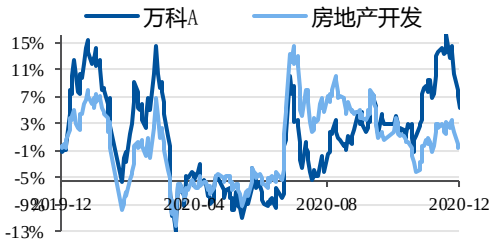
评级变动 维持

合理区间 30.52-34.88 元

交易数据

当前价格（元）	28.66
52 周价格区间（元）	24.18-33.60
总市值（百万）	332964.20
流通市值（百万）	278412.27
总股本（万股）	1161773.22
流通股（万股）	971431.49

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
万科 A	-0.95	3.11	8.6
房地产开发	-0.93	-4.28	-0.31

周策 分析师
执业证书编号：S0530519020001
zhouce@cfzq.com
0731-84779582

韩偲瑶 研究助理
hancy@cfzq.com
18670333068

相关报告

1 《万科 A：万科 A（000002.SZ）公司 2019 年报点评：以财务稳健，谋长期发展》 2020-03-20
2 《万科 A：万科 A（000002.SZ）1 月经营数据点评：特殊时期销售依然稳定》 2020-02-07
3 《万科 A：万科 A（000002.SZ）半年报点评：聚焦基本盘，财务保持稳健》 2019-08-26

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入（亿元）	2976.79	3678.94	4194.24	4989.17	5622.41
净利润（亿元）	337.74	388.76	433.28	506.67	578.41
每股收益（元）	2.91	3.35	3.73	4.36	4.98
每股净资产（元）	13.41	16.19	18.80	21.85	25.34
P/E	9.86	8.56	7.68	6.57	5.76
P/B	2.14	1.77	1.52	1.31	1.13

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- **万科经历了“多元化-房地产-地产相关多元化”的探索过程。**历经 30 余年发展，公司定位为“城乡建设与生活服务商”，物流地产、长租公寓等地产相关多元化业务齐发展。公司股权引入深圳地铁，深化“轨道+物业”发展模式。
- **探索旧城改造和 TOD 模式。**公司一直以来秉承不囤地理念，强调“量入为出”投资战略，保持稳健经营。在公司刚需产品定位支撑销售韧性、营收确认基础坚实、土地投资布局享受都市圈红利等传统优势的基础上，随着公开拍地竞争难度加大，公司逐渐打开旧城改造和 TOD 模式发展，为开发业务带来新增长曲线。
- **财务稳健，三道红线影响无忧。**截至 2020Q3，公司剔除预收账款后的资产负债率为 74.20%，超过红线上限，净负债率 28.51%，远低于红线标准，常年保持在行业低位，现金短债比 1.97。公司对有息负债的控制相对严格，因而有息负债限制增长不超过 10%对其整体发展影响不大。同时随着项目竣工确认收入后增厚净资产，公司剔除预收账款后的资产负债率能够得到有效控制。整体来看公司受三道红线影响有限。
- **“运营+服务”多元业务齐发展。**万科多元业务均围绕“城市服务运营商”中心展开，在夯实住宅开发主业业务的基础上，实现业务拓展。其中，物业服务通过城市空间物业提升内在价值；长租公寓、商业地产、物流地产等业务在 REITs 和资产证券化发展的推动下打开新局面。
- **盈利预测与投资建议：**在行业由粗狂式发展进入精细化运营发展阶段中，公司以其突出的品牌影响力、丰富的运营管理经验、敏锐的战略前瞻性判断、严谨的风险控制策略，领先行业发展。预计公司 2020、2021、2022 分别实现 422.38、506.67、578.41 亿元，对应 EPS 分别为 3.73、4.36 和 4.98 元。考虑到公司长期发展的稳健性和行业龙头地位，给予公司 2021 年底 7-8 倍 PE，对应合理价格区间为 30.52-34.88 元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：行业政策持续收紧，公司销售不及预期；公司计提大额减值准备影响业绩；多元业务发展不及预期。**

内容目录

1 万科历史 4
1.1“多元化-房地产-地产相关多元化”探索历程 4
1.2 引入深圳地铁助力公司发展 4
2 开发主业：打开投资新曲线，提升内在价值 5
2.1 打开投资新曲线 5
2.1.1 土地投资保持谨慎 6
2.1.2 探索旧城改造和 TOD 7
2.2 布局受益都市圈红利 8
2.3 刚需定位支撑销售韧性 10
2.4 营收确认基础坚实 11
3 财务情况：三道红线影响无忧，盈利能力领先 12
3.1 负债稳健，融资成本低 12
3.1.1 三道红线影响无忧 12
3.1.2 融资能力优异 14
3.2 盈利能力优异 15
4 多元发展：“运营+服务”提升业务内在价值 17
4.1 物业龙头地位稳固，业务价值持续提升 17
4.2 REITs 助力长租公寓发展 18
4.3 依托印力深入商业地产运营 20
4.4 高效率运营和资本运作助力物流地产发展 21
5 投资建议 22
6 风险提示 22

图表目录

图 1：万科发展历程 4
图 2：开发周转周期 6
图 3：新增土地情况 7
图 4：权益土地储备情况 7
图 5：2020 年 1-8 月新增项目城市占比（计容建筑面积） 9
图 6：2020 年 1-8 月新增项目城市占比（权益建筑面积） 9
图 7：2020 年 1-8 月新增项目区域占比（计容建筑面积） 10
图 8：2020 年 1-8 月新增项目区域占比（权益建筑面积） 10
图 9：房地产销售金额（分区域） 11
图 10：房地产业务营业收入 11
图 11：合同负债（预收账款）规模（亿元） 12
图 12：已售未接资源情况 12
图 13：竣工面积（万平方米） 12
图 14：净负债率情况 13
图 15：有息负债规模 13
图 16：各房企平均融资成本（2019） 15
图 17：平均楼面价/销售均价 16

图 18：万科毛利率与行业对比（%）..... 16
图 19：资产减值损失..... 16
图 20：平均 ROE..... 16
图 21：万科物业收入情况（亿元）..... 18
图 22：部分上市公司物业收入情况..... 18
图 23：印力集团品牌体系..... 20
图 24：网上商品零售额增速（%）..... 21

表 1：前十大股东..... 5
表 2：近年来都市圈发展政策（不完全整理）..... 8
表 3：三道红线限制..... 13
表 4：重点房企三道红线触线情况..... 14
表 5：近一年来万科发行债券融资情况..... 14
表 6：近年住房租赁政策..... 19
表 7：印力集团资产证券化产品..... 21

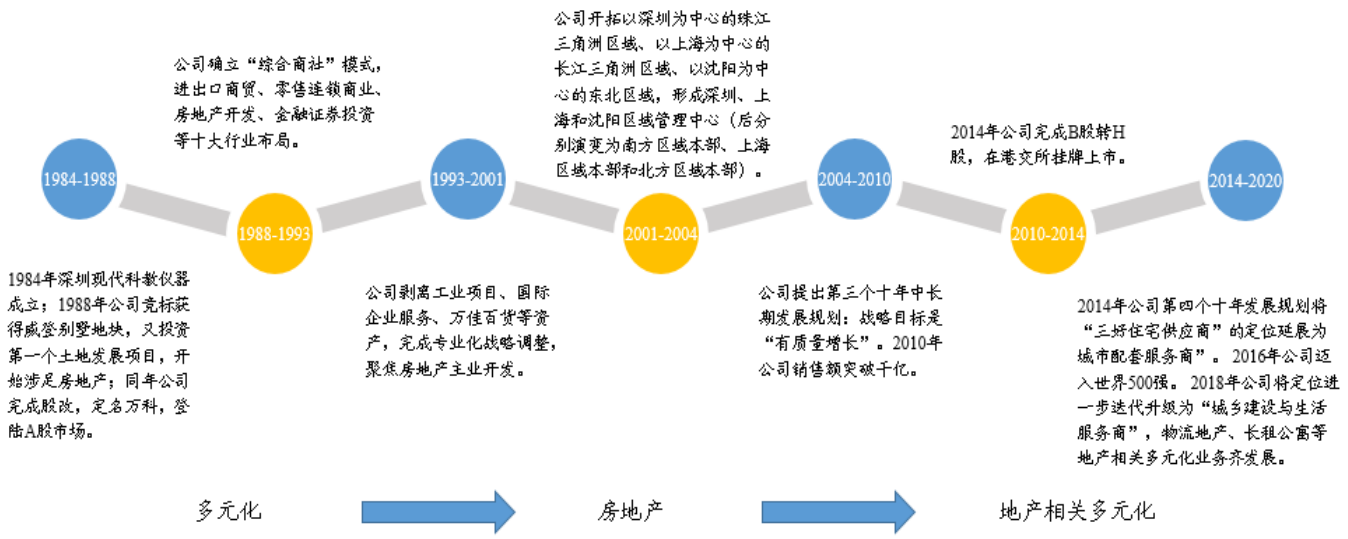
1 万科历史

1.1 “多元化-房地产-地产相关多元化”探索历程

万科成立于 1984 年， 1988 年改组股份有限公司。1991 年，万科成为深交所第二家上市公司，成为国内最早上市的房地产企业。1993 年，公司发行 B 股在深圳证券交易所上市。2014 年 6 月，公司 B 股以介绍方式转换上市地在港交所主板（H 股）上市。

万科的发展经历了“多元化-房地产-地产相关多元化”的探索过程。成立之初，公司以影视器材进口销售起家。1988 年，公司开始涉足房地产行业。而后，公司向其他行业延伸投资，确立了“综合商社”的发展模式，形成进出口商贸、零售连锁商业、房地产开发、金融证券投资等十大行业布局。1993 年，公司放弃“综合商社”发展模式，确立以城市大众住宅开发为公司主导业务。从此，公司先后剥离工业项目、国际企业服务、万佳百货等资产。经历了多年多元化经营的摸索，至 2001 年，公司专业化战略调整全部完成，开始真正聚焦房地产开发主业。此后，公司房地产开发业务从深圳先后向珠三江、长三角、北方区域、成都区域和环渤海区域拓展，围绕房地产开发向规划设计、装修、物业等相关产业拓展。2010 年公司销售金额首次突破 1000 亿元。2014 年公司第四个十年发展规划将“三好住宅供应商”的定位延展为城市配套服务商”。2018 年公司将定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”，物流地产、长租公寓等地产相关多元化业务齐发展。

图 1：万科发展历程



资料来源：公司官网，财信证券

1.2 引入深圳地铁助力公司发展

2015 年 7 月，宝能系通过二级市场、连续举牌等方式持股万科，曾位列万科第一大股东。面对股权之争，华润通过两次增持夺回第一大股东之位。而后恒大集团也加入了万科的股东队列。股权争夺之战直至公司引入深圳地铁方见转机。

2017 年 1 月和 6 月，深圳地铁集团分别从华润股份和恒大集团手中受让 16.90 亿股和 15.53 亿股万科 A 股，持股比例达到 29.38%，从此超越宝能系持股，一跃成为万科第一大股东。深圳地铁集团是深圳国资委直属的大型国有独资企业。万科在集团介绍中提到，深圳地铁集团将“始终支持万科的混合所有制结构，支持万科城市配套服务商战略和事业合伙人机制，支持万科管理团队按照既定战略目标，实施运营和管理，支持深化‘轨道+物业’发展模式”。二者的结合，深化了交通枢纽“城站一体化”的格局，双方形成优势互补。

2018 年，宝能系开始减持万科股份，持续三年的万科股权之争正式告一段落。公司从此回归健康稳定发展轨道。

表 1：前十大股东

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	深圳市地铁集团有限公司	27.91
2	香港中央结算(代理人)有限公司	16.30
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	4.91
4	国信证券-工商银行-国信金鹏分级 1 号集合资产管理计划	3.93
5	中央汇金资产管理有限责任公司	1.63
6	招商财富-招商银行-德赢 1 号专项资产管理计划	1.26
7	中国证券金融股份有限公司	1.14
8	大家人寿保险股份有限公司-万能产品	0.98
9	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	0.93
10	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品 -005L-CT001 深	0.74
	合　　计	59.73

资料来源：wind，财信证券

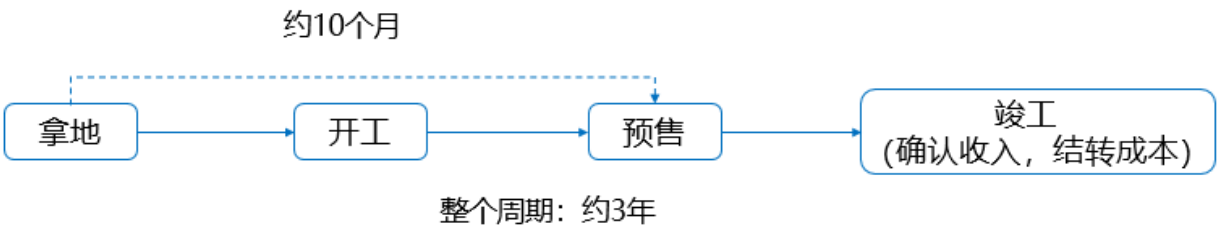
2 开发主业：打开投资新曲线，提升内在价值

公司房地产业务稳居行业前三，与碧桂园、恒大等部分房企过去下沉三四线的战略不同的是，公司项目布局一直坚持以一二线和强三线为主。公司销售业绩相对稳定，2019 年实现销售金额 6308.40 亿元，占到全国商品房市场份额 3.95%。

2.1 打开投资新曲线

房地产开发过程为拿地投资——施工投资——预售回款——竣工结算——销售收入及成本确认的过程。公司一直秉承快周转的战略，从投资到销售的周转期约为 10 个月，从投资到确认收入及成本的整个过程约为 3 年。

图 2：开发周转周期



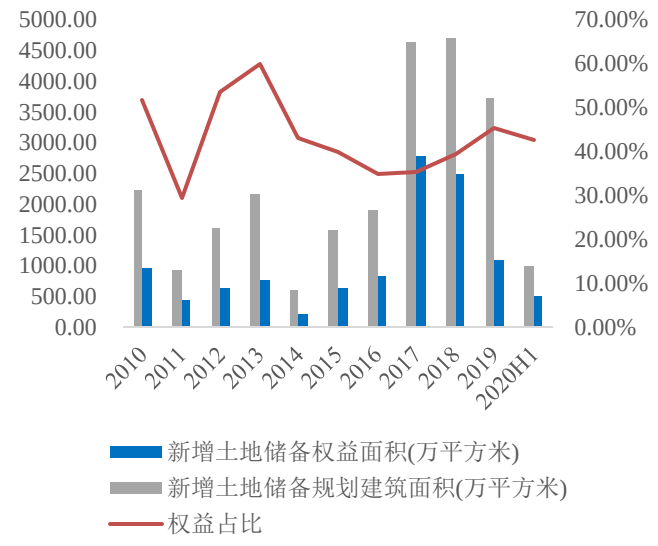
资料来源：公司公告，财信证券

2.1.1 土地投资保持谨慎

土地是房企赖以发展的“原材料”。土地市场政策一直延续“稳预期、稳地价”的态势，部分城市通过加大供给、严控溢价率等方式稳定土地市场。但 2019 年以来土地市场一直维持低温态势， 2019 年全年土地市场土地购置面积下降 11.4%，2020 年 1-7 月土地购置面积下降 1%。2020 年土地市场供给增加，市场成交有所回温，但三季度以来，受行业政策收紧影响，房企拿地力度普遍减弱。

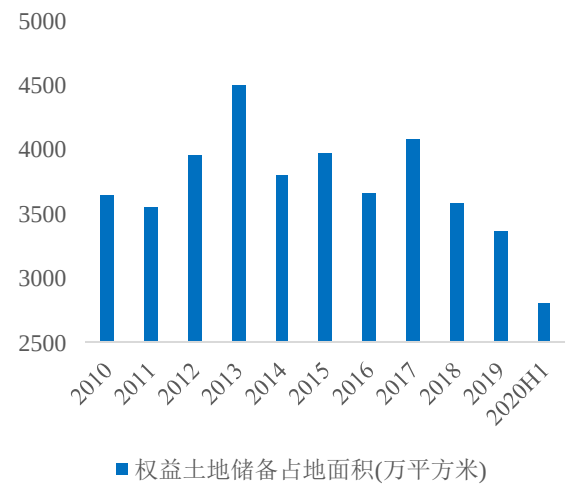
公司提出房地产市场进入白银时代以来，从风险和收益匹配角度考量，谨慎投资。在土地市场降温趋势中，公司拿地力度也有所减弱。2019 年和 2020 年上半年公司分别新增总规划建筑面积 3716.5、980.2 万平方米，权益建筑面积分别为 2478.4、504.6 万平方米，权益地价总额分别为 1549.6、321.3 亿元。2020 年上半年公司新增土地建筑面积 980.2 万平方米，同比减少 28.6%。截至 2020 年 6 月末，公司规划中项目总建筑面积约 4696.1 万平方米，按万科权益计算的建筑面积约 2803.2 万平方米。公司的土地储备不算丰厚，规划中土地储备面积/销售面积（2019 年）仅为 1.14，对比同行业，恒大、碧桂园等均超过 3。但公司一直以来秉承不囤地理念，强调“量入为出”投资战略，保持稳健经营。但受益于自身低杠杆、资金实力雄厚、融资成本低等一系列优势，在未来土地市场持续回归理性的过程中，公司拥有足够实力能够抓住市场窗口机遇，择机获得优质项目储备。

图 3：新增土地情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 4：权益土地储备情况



资料来源：公司公告，财信证券

2.1.2 探索旧城改造和 TOD

近年来，由于土地市场优质项目供应逐渐减少，同时受限价等政策影响，房企公开拍地竞争难度加大。2019 年 9 月，万科集团董事会主席郁亮提出，万科需要在已经在做的核心开发业务等基本盘业务的基础上，诞生出新的增长点，除了土地市场拍地，**旧城改造和 TOD（以公共交通为导向的发展模式）项目是与万科战略相匹配，与城市、客户同步发展而探索和尝试的新增长点，为传统的开发业务带来了新的增长曲线。**

行业白银时代的到来，掀开了存量市场发展的序幕，国家相关部门及各地方政府相继出台城市更新计划，以旧城改造为主的存量市场获得政策支持。2020 年政府工作报告中，旧城改造代替棚户区改造成为房地产行业的关键词，首次明确提出 2020 年计划新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户。目前，长三角、珠三角等都市圈区域都遇到了经济面临转型、人口快速膨胀等问题，而旧城改造正符合经济高速发展的需求，通过城市的更新和改造，调整城市布局，优化城市结构，促进产业结构的调整，这是都市圈发展进程中的必经阶段。

房企可以通过参与旧城改造，协助政府收储土地，参与后续更新开发，获得优质土地储备补充。头部房企紧跟政策步伐，加入旧城改造的队伍，例如恒大拥有超过 7000 万平方米的城市更新项目，佳兆业旧改土地储备近 4000 万平方米，万科也不例外。除了公开市场招拍挂，公司通过积极参与旧城改造项目，获取了新土地资源，截至 2020 年上半年末，公司通过旧城改造获得权益建筑面积约 582.5 万平方米。随着存量时代发展的深入，旧城改造无疑将成为公司后续持续发展的有力支撑。

随着城市人口的增长，城市交通拥挤、土地资源紧缺、通勤成本高等问题突出，城市规划与土地资源的结合紧密度不断提升，美国新城市主义规划学派提出公交先导性发展（TOD）模式。2015 年 11 月，住建部发布《城市轨道沿线地区规划设计导则》，TOD 概念正式出现在大陆公众视野，通过土地使用和交通政规划来协调城市发展过程中产生

的交通拥堵和用地不足的矛盾。城市的发展方向跟人口流动和交通是密切相关的，对于开发商来说，TOD 过往是加分题，如今变成一道必答题。正是基于这个认识，公司从 2010 年开始在 TOD 方面不断的加强投入，在这个方面建立自身能力，提升运营效果。公司累计过去 TOD 项目 49 个，涉及建筑面积超过 1800 万平方米，累计投入 2400 亿元。2017 年深圳地铁集团成为公司股东以来，公司更是将 TOD 探索战略地位抬升，深化“轨道+物业”发展模式，积极通过 TOD 模式将主业开发、运营业务与城市发展趋势相结合，巩固自身“城市建设与生活服务商”的战略定位，在开发环节中加入地下交通、公共交通的运营视角，从设计、建造到运营，全方位提升自身能力。

2.2 布局受益都市圈红利

近年来，国家重点推进现代化都市圈发展，从长三角、粤港澳、京津冀逐渐延伸至长江中游、成渝双城经济圈，我国城镇化发展由大中小城市与小城镇协调发展向现代化都市圈迈进。都市圈内，一二线城市具有显著的基础设施完备、人口流入红利和产业空间广阔的优势，三四线城市一方面承接一二线城市的人口和产业外溢效应，另一方面受益于要素灵活流动等发展推动，基础设施加速跟进。

表 2：近年来都市圈发展政策（不完全整理）

时间	会议/文件	要点
2019 年 2 月	国家发展改革委关于培育发展现代化都市圈的指导意见	目标：到 2022 年，都市圈同城化取得明显进展，基础设施一体化程度大幅提高，阻碍生产要素自由流动的行政壁垒和体制机制障碍基本消除，成本分担和利益共享机制更加完善，梯次形成若干空间结构清晰、城市功能互补、要素流动有序、产业分工协调、交通往来顺畅、公共服务均衡、环境和谐宜居的现代化都市圈。到 2035 年，现代化都市圈格局更加成熟，形成若干具有全球影响力的都市圈。 相关内容：以推动都市圈内各城市间专业化分工协作为导向，推动中心城市产业高端化发展，夯实中小城市制造业基础，促进城市功能互补、产业错位布局和特色化发展。以都市圈公共服务均衡普惠、整体提升为导向，统筹推动基本公共服务、社会保障、社会治理一体化发展，持续提高共建共享水平。以促进城乡要素自由流动、平等交换和公共资源合理配置为重点，建立健全城乡融合发展体制机制，构筑功能一体、空间融合的城乡体系，在都市圈率先实现城乡融合发展。加快构建都市圈协商合作、规划协调、政策协同、社会参与等机制，凝神聚力推进都市圈建设重点任务落地。
2019 年 2 月	粤港澳大湾区发展规划纲要	港、澳、广、深四大中心城市，以中心辐射周边城市，打造特色城镇，形成功能互补，推动珠三角九市协同发展，以粤港澳大湾区为龙头带动中南、西南地区发展。
2019 年 4 月	2019 年新型城镇化建设重点任务	加快实施以促进人的城镇化为核心、提高质量为导向的新型城镇化战略，突出抓好在城镇就业的农业转移人口落户工作，推动 1 亿非户籍人口在城市落户目标取得决定性进展，培育发展现代化都市圈，推进大城市精细化管理，支持特色小镇有序发展，加快推动城乡融合发展，实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高 1 个百分点以上。 按照统筹规划、合理布局、分工协作、以大带小的原则，立足资源环境承载能力，推动城市群和都市圈健康发展，构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间格局。
2019 年 12 月	长江三角洲区域一体化发展规划纲要	目标：到 2025 年，长三角一体化发展取得实质性进展。跨界区域、城市乡村等区域板块一体化发展达到较高水平，在科创产业、基础设施、生态环境、公共服务等领域基本实现一体化发展，全面建立一体化发展的体制机制。 具体内容：发挥上海龙头带动作用，苏浙皖各扬所长，加强跨区域协调互动，提升都市圈

		一体化水平，推动城乡融合发展，构建区域联动协作、城乡融合发展、优势充分发挥的协调发展新格局。
2020 年 1 月	中央财经委员会第六次会议	推动成渝地区双城经济圈建设，在西部形成高质量发展的重要增长极。

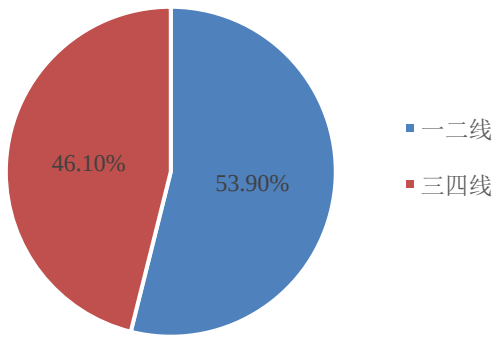
资料来源：中国政府网，光明日报，财信证券

公司一直以来聚焦全国经济活力强的长三角、粤港澳大湾区地区（珠三角）、环渤海三大经济圈及中西部重点城市。2020 年 1-8 月，公司新增项目中，按城市层级来分，一二线城市新增建筑面积占比 53.90%，权益面积占比 55.36%；按区域来分，布局环渤海、珠三角、长三角三大经济圈的新增建筑面积占比 55.30%，其他中西部重点城市占比 29.03%，非重点城市占比 17.30%，权益面积中三大经济圈及其他中西部重点城市占比合计达到 85.67%，非重点城市仅占比 14.33%。

公司依然主要深耕已进入城市，降低新拓展市场风险，战略方向仍然优先布局一二线城市。长期以来，公司获取项目超过 70%位于一二线城市，定位明确。按建筑面积算，2019 年新增项目中 71.5%位于一二线城市。但今年以来，一二线土地市场呈现溢价率高、房企集中哄抢等现象，拿地机会偏紧张，因而公司在重点区域加大了部分低层级城市的布局。而从非重点城市布局来看，包括包头、大理、柳州、宜昌、潍坊、咸阳等城市，主要为内蒙古自治区、云南省、广西省等非重点区域的重要经济城市，以及毗邻省会的低层级城市。

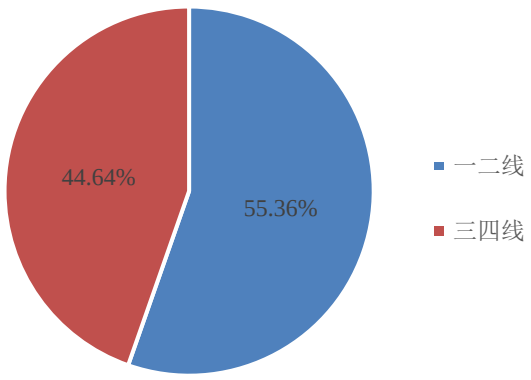
公司坚定布局三大经济圈与中西部重点城市的战略，与国家都市圈战略相契合，同时公司一直以来优先布局一二线的战略为未来稳定销售提供支撑。

图 5：2020 年 1-8 月新增项目城市占比（计容建筑面积）



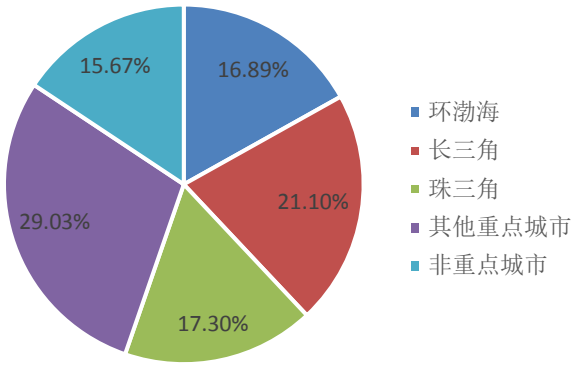
资料来源：公司公告，财信证券

图 6：2020 年 1-8 月新增项目城市占比（权益建筑面积）



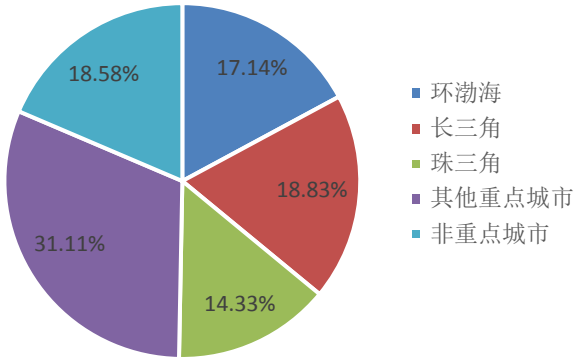
资料来源：公司公告，财信证券

图 7：2020 年 1-8 月新增项目区域占比（计容建筑面积）



资料来源：公司公告，财信证券

图 8：2020 年 1-8 月新增项目区域占比（权益建筑面积）

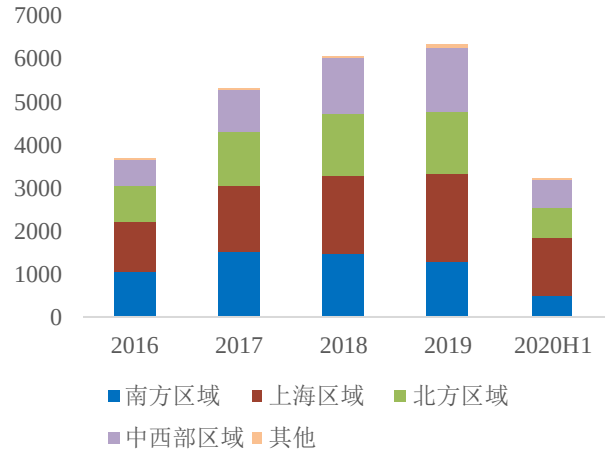


资料来源：公司公告，财信证券

2.3 刚需定位支撑销售韧性

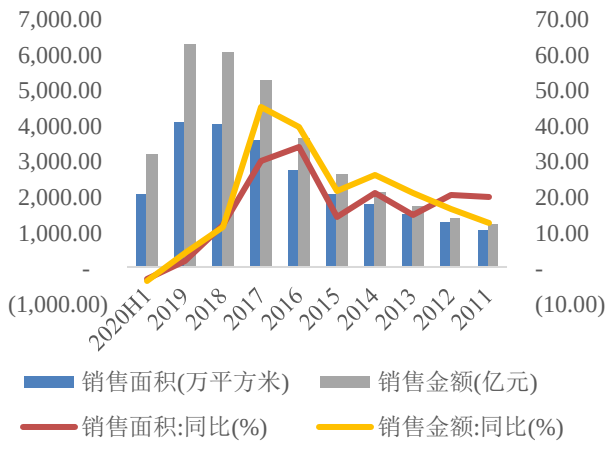
2011 年以来，公司房地产销售额增长一直保持相对稳定，即使在 2014 年行业销售负增长时，公司依然实现销售额 25.9%的增长。近年来，公司基于对行业进入白银时代的预见性判断，不过度一味追求销售规模的快速增长，以稳健经营风格稳扎稳打，在大体量下保持销售额小幅增长。在住宅开发领域，2019 年公司实现销售面积 4112.2 万平方米，销售金额 6308.4 亿元，分别增长 1.8%和 3.9%。2019 年万科在全国商品房市场占有率约 4%，公司在 21 个城市的销售金额位列当地第一，在 12 个城市排名第二。尽管 2020 年受到疫情影响，上半年销售额下滑 4%，但 7、8 月公司依然抓紧销售不放松，2020 年 1-8 月，公司累计实现合同销售面积 2893.9 万平方米，同比增长 5.58%，合同销售金额 4382.2 亿元，同比增长 2.79%，均实现回正。公司一直坚持面向主流客户，着重发展住宅产品，2019 年所销售的产品中，住宅占比为 86.4%，商办占比为 10.0%，其它配套占比为 3.6%，公司住宅产品聚焦客户自住刚性需求，以中小型普通商品住房为主，2019 年销售的住宅产品中，144 平方米以下的中小户型占比 91.2%，且过去七年，这一比例均超过 90%。公司定位与行业“房住不炒”政策相吻合，**坚持住房需求导向使得公司在投资购房需求退潮、行业销售增速放缓的趋势中能够保持销售韧性，公司龙头地位稳固。**

图 9：房地产销售金额（分区域）



资料来源：公司公告，财信证券

图 10：房地产业务营业收入



资料来源：公司公告，财信证券

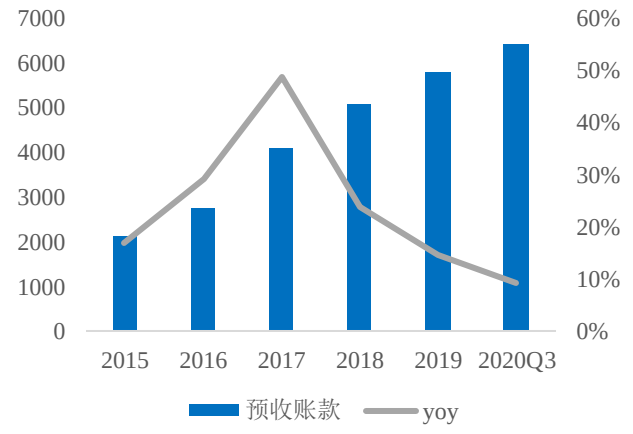
2.4 营收确认基础坚实

公司已售未结资源丰富，截至 2020 年上半年末，公司有 4743.2 万平方米已售资源未竣工，合同金额计约 6953.3 亿元，较 2019 年末分别增长 10.6%和 14.2%。同时，销售业绩的稳定增长拉动合同负债增厚，也是公司未来营收增长的基础。截至 2020 年上半年末，公司合同负债（2017 年及之前在“预收账款”科目核算）6406.26 亿元，同比增长 9.07%，合同负债对应 2019 年营业收入的保障倍数为 1.74 倍。未来合同负债转营收确认对营业收入增长形成保障。

2020 年上半年本集团实现新开工面积 1835.6 万平方米，同比下降 6.0%，占全年开工计划的 62.8%（2019 年上半年：54.1%）；实现竣工面积 1074.5 万平方米，同比增长 1.4%，占全年竣工计划的 32.4%（2019 年上半年：34.5%）。尽管一季度疫情一定程度上影响了房企施工进度，但公司开竣工计划制定稳健，半年度进度尚在可控范围内，预计全年竣工与年初计划基本持平。

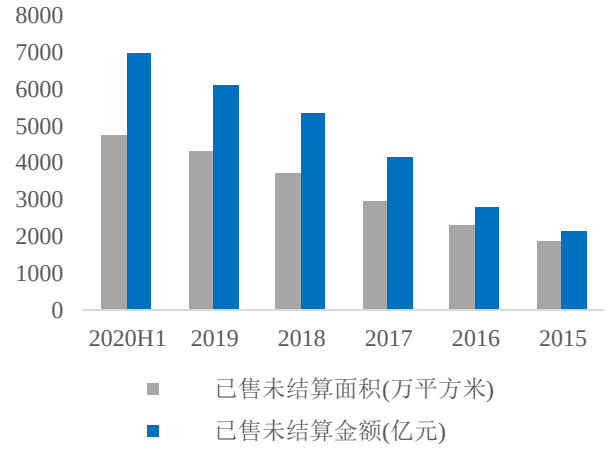
在销售业绩、已售未结资源充沛和竣工进度稳健的多重驱动下，公司 2020 年房地产开发业务营业收入预期能够保持稳定增长。从公司过去稳健的销售增速和竣工面积计划来看，公司未来营业收入确定依然后稳健增长基础。

图 11：合同负债（预收账款）规模（亿元）



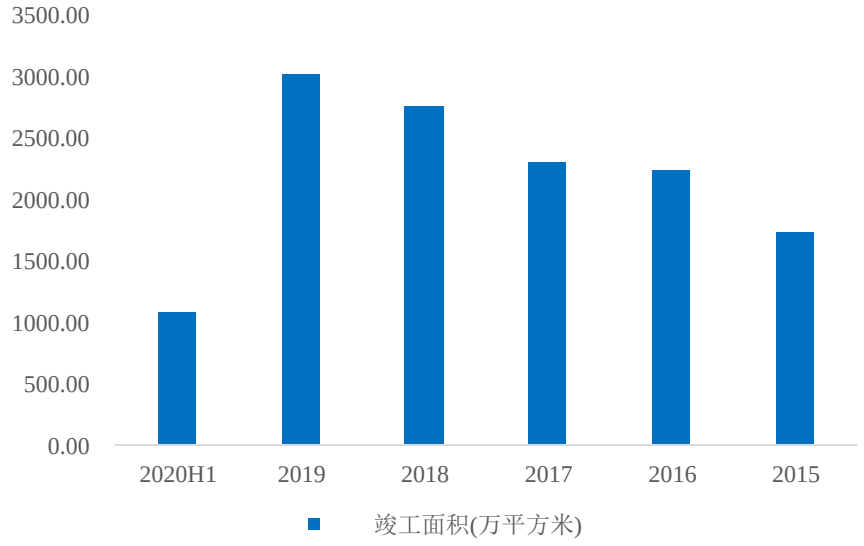
资料来源：wind，财信证券

图 12：已售未接资源情况



资料来源：wind，财信证券

图 13：竣工面积（万平方米）



资料来源：wind，财信证券

3 财务情况：三道红线影响无忧，盈利能力领先

3.1 负债稳健，融资成本低

3.1.1 三道红线影响无忧

2020 年 8 月，住建部对房地产公司监管的“三道红线”浮出水面：剔除预收款后的资产负债率上限为 70%，净负债率上限为 100%，现金与短期债务比的下限为 1。根据其突破“红线”规则的数量将房企进行分类，房企的债务增长将依据分类结果相应地受到限制。

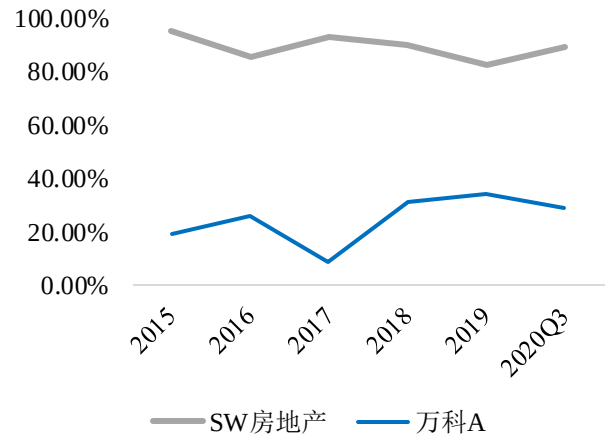
表 3：三道红线限制

分类	“三道红线”触线	有息负债限制
红色	3 条	有息负债不得增加
橙色	2 条	有息负债增长不超过 5%
黄色	1 条	有息负债增长不超过 10%
绿色	无	有息负债增长不超过 15%

资料来源：21 世纪经济报道，财信证券

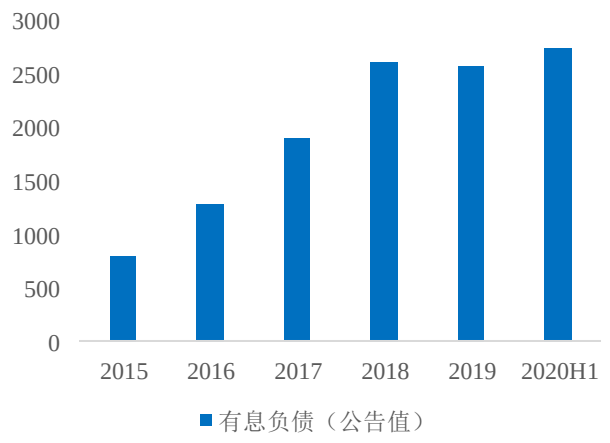
截至 2020Q3，公司剔除预收账款后的资产负债率为 74.20%，超过红线上限，净负债率 28.51%，现金短债比 1.97，均未触线。公司净负债率常年保持在行业低位，远低于红线 100% 的标准。根据分类结果，公司的有息负债限制为增长不超过 10%。从公司有息负债体量来看，除了 2015-2017 年行业发展景气度高，公司有息负债规模增加较快，近年来公司对有息负债的控制相对严格，保持小幅波动态势，因而有息负债限制增长不超过 10%对公司整体发展的影响不大。同时，随着项目竣工确认收入后增厚公司净资产，公司剔除预收账款后的资产负债率能够得到有效控制。**整体来看公司受三道红线影响有限。**

图 14：净负债率情况



资料来源：公司公告，wind，财信证券

图 15：有息负债规模



资料来源：公司公告，财信证券

但三道红线无疑给行业中依靠加杠杆发展的房企和融资难度较大的中小型房企施加了压力。从重点房企触线情况来看，中国恒大、融创中国、绿地控股 3 家行业前 10 的房企分类为红色档，金科股份、阳光城、中南建设等 3 家过去的杠杆驱动型民营房企分类为橙色档，黄色档中房企除了中国金茂，大多触线剔除预收账款的资产负债率，而绿色档主要为国有背景型房企和杠杆水平一直控制较好的民营房企。近年来，随着行业融资政策的收紧，恒大、融创等重点房企中高杠杆型房企一致提出促回款、谨慎投资、降杠杆的战略。对于原本融资渠道相对较窄、融资难度较大的中小型房企而言，其销售和土地储备规模偏小，通过销售回款和减少投资降低负债的难度相对较大。因而在三道红线压力下，行业将加速出清一批尾部融资难度较大的房企，行业集中度将加速提升，截至 2020 年上半年，行业 CR10（前 10 房企权益销售额/房地产行业销售额）为 23.82%，预计至 2022 年 CR10 有望提升至 30%。因而，诸如万科万科等具备规模和融资优势且受三道红线影响有限的头部房企有望在行业出清中受益。

表 4：重点房企三道红线触线情况

证券代码	证券简称	净负债率	剔除预收账款的资产负债率	现金短债比
3333.HK	中国恒大	199.30%	85.30%	0.52
1918.HK	融创中国	149.00%	82.20%	0.86
600606.SH	绿地控股	183.45%	82.38%	0.78
000656.SZ	金科股份	112.23%	72.71%	1.02
000671.SZ	阳光城	108.35%	79.21%	1.56
000961.SZ	中南建设	136.01%	82.51%	1.15
2007.HK	碧桂园	58.10%	81.60%	1.94
0817.HK	中国金茂	76.60%	69.40%	0.83
0884.HK	旭辉控股	63.20%	74.20%	2.35
000002.SZ	万科 A	28.51%	74.20%	1.97
601155.SH	新城控股	42.54%	77.69%	2.07
1109.HK	华润置地	45.90%	59.70%	1.47
0960.HK	龙湖集团	51.50%	67.10%	4.55
0688.HK	中国海外发展	31.60%	53.80%	3.33
001979.SZ	招商蛇口	36.83%	59.11%	1.02
600048.SH	保利地产	70.87%	67.03%	1.91
600383.SH	金地集团	66.99%	69.91%	1.09
600823.SH	世茂股份	23.02%	65.15%	2.45

资料来源：各公司财报，wind，财信证券

注：港股为截至 2020 年中报情况，A 股为截至 2020 年三季度情况

3.1.2 融资能力优异

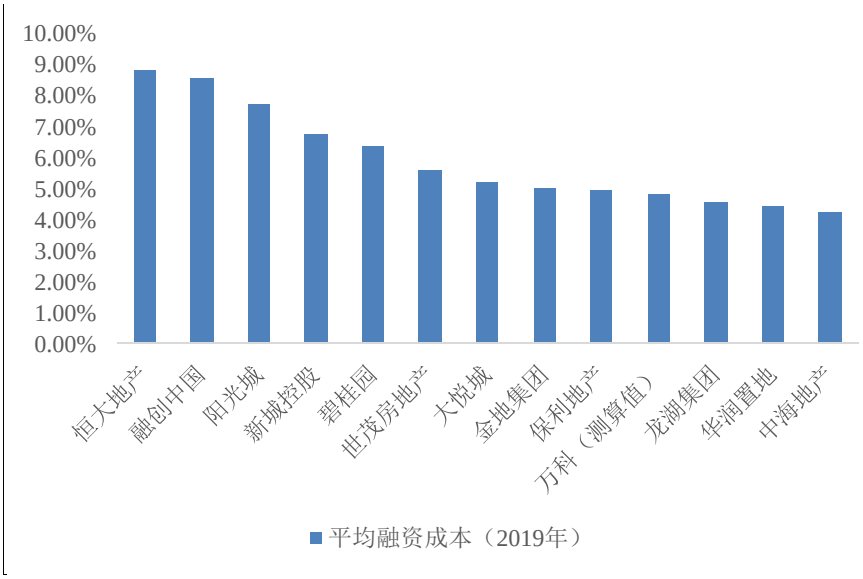
公司整体融资能力优秀，国际评级机构标普、穆迪和惠誉维持公司“BBB+”，“Baa1”和“BBB+”的长期企业信用评级，评级展望均为“稳定”。受益于公司较低的负债率和优异的融资能力，公司融资成本较低。今年受益于行业流动性宽松，融资利率下行，公司 5 年期公司债券发行利率一度突破 3%低至 2.56%，2020 年发行债券的加权融资成本 3.43%。经测算，预计公司整体平均融资成本 4.61%（2019 年约 4.8%），对比同行房企的融资成本，公司拥有低融资成本优势。

表 5：近一年来万科发行债券融资情况

发行日期	融资种类	金额（亿元）	融资成本	期限
2020/11/10	公司债券（第四期）	16	4.11%	7 年
2020/11/10	公司债券（第四期）	3.81	3.50%	5 年
2020/6/16	公司债券（第三期）	12	3.90%	7 年
2020/6/16	公司债券（第三期）	8	3.20%	5 年
2020/5/14	公司债券（第二期）	15	3.45%	7 年
2020/5/14	公司债券（第二期）	10	2.56%	5 年
2020/3/11	公司债券（第一期）	10	3.42%	7 年
2020/3/11	公司债券（第一期）	15	3.02%	5 年

资料来源：公司公告，财信证券

图 16：各房企平均融资成本（2019）



资料来源：各公司财报，财信证券

除了债务性融资方式，2019 年 4 月，公司通过向股东配售 H 股 2.63 亿股，配售募集资金 77.8 亿港元，2020 年 6 月，公司再次向股东配售 H 股 3.16 亿股，配售募集资金 78.9 亿元，用于偿还境外债务融资。公司通过资本市场开展权益融资，优化融资结构。

房地产行业除了发行股票购买资产，权益融资活动较少，公司拥有 A+H 平台，连续两年配售 H 股进行权益融资，反映出资本市场对公司的认可度较高，公司融资方式多样，更有助于公司在债务性融资政策收紧环境下的长期发展。

3.2 盈利能力优异

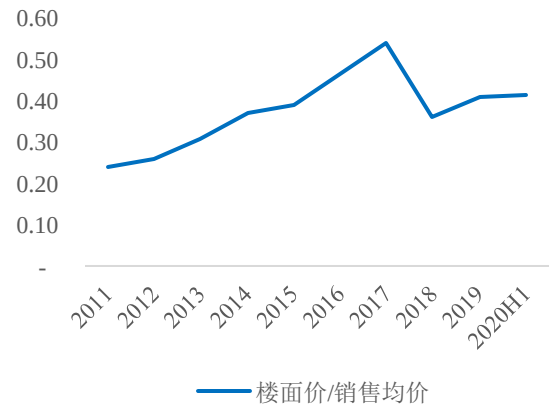
影响房企毛利率的因素包括土地成本、施工成本和利息资本化比例和规模，施工成本主要依靠公司规模化采购形成成本优势，而受益于公司低杠杆运行策略，利息资本化成本占比较少，土地成本是公司毛利率变化的最重要因素。

2020 年上半年公司新增项目楼面价 6368 元/平方米，从 2018 年来呈现上升趋势，主要原因在于 2018 年土地市场降温明显，在土地市场遇冷中，公司逆势拿地，从而以较低的成本获得土地，近年来一二线城市土地市场竞争热度上升，土地成本也呈现上行态势。相对公司销售均价来看，公司平均楼面价/销售均价为 0.41，土地成本控制相对稳定。

2016 至 2018 年，公司毛利率稳步提升，在 2018 年达到高峰 37.48%。2017 年以来，行业限价政策逐渐趋严，土地成本走高，对房企毛利率形成一定压制，因而 2019 年以来公司毛利率呈现小幅下行。2020H1 公司毛利率 31.81%，较 2019 年末大幅下探 4.44pcts。对比行业，2020H1 行业 TOP30 房企（A 股）和 SW 房地产开发板块整体毛利率水平分别为 26.23%和 27.95%，较 2019 年末分别下滑 3.17、3.22pcts，公司在行业中毛利率依然长期保持前列。

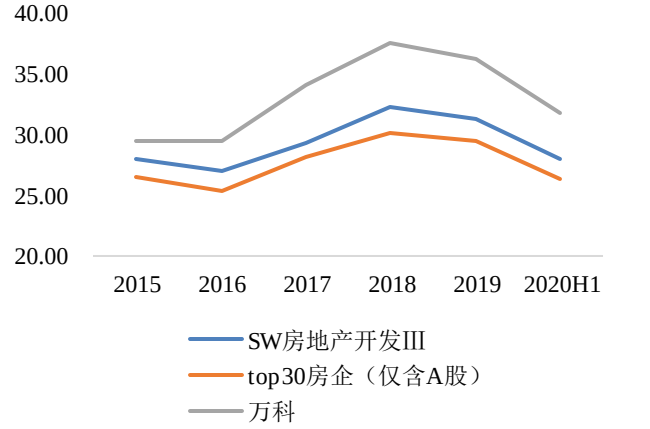
分业务来看，2020H1 公司地产开发、物业管理业务毛利率均出现大幅下降。其中，地产开发毛利率 32.15%，较 2019 年末下滑 4.37pcts，开发业务毛利率变化与结算项目相关，从公司平均楼面价/销售均价来看，除了 2017 年行业地价高企，公司拿地平均楼面价随之上升，但总体来说，受益于公司坚守严格风险与收益匹配的投资策略，公司平均楼面价/销售均价比例控制相对稳定，因此 2020 年公司毛利率或受到一定影响，但公司开发毛利率下行空间有限，往后看，开发毛利率有望回复至 33%-34%左右；物业管理 2020 年上半年则因受疫情影响各项成本开支上升，毛利率 14.94%较 2019 年末下行 3.63pcts，随着疫情防控相对稳定，物业管理毛利率也有望回升。

图 17：平均楼面价/销售均价



资料来源：公司公告，财信证券

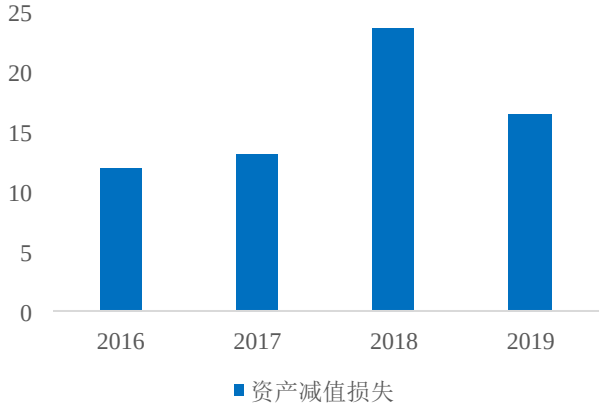
图 18：万科毛利率与行业对比（%）



资料来源：wind，财信证券

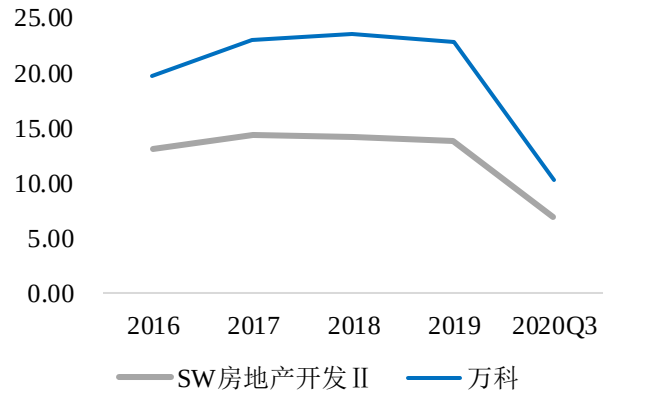
同时，公司采用了较为审慎的会计策略，与部分房企采用公允价值计量投资性房地产不同的是，公司采用成本法计量投资性房地产，2016 年以来，根据行业发展趋势变化，公司对存货、投资性房地产等科目每年计提超过 10 亿元的资产减值损失。公司 ROE 保持相对稳健，受疫情影响，2020Q3 公司平均 ROE 为 10.17%，较 2019 年同期下滑 1.12pcts，2020Q3SW 房地产开发 ROE 为 6.87%，较 2019 年同期下滑 1.73pcts，公司 ROE 下滑幅度相对较少，且 ROE 位于行业上游水平，反映出在审慎的会计策略下，公司优越的盈利能力。

图 19：资产减值损失



资料来源：wind，财信证券

图 20：平均 ROE



资料来源：wind，财信证券

4 多元发展："运营+服务"提升业务内在价值

随着房地产从黄金时代进入白银时代，为了自如应对行业变化，万科也多次探索业务多元化发展。万科主要涉足的物业管理、租赁住宅、商业地产、物流地产、度假地产等业务均围绕"城市服务运营商"中心展开，在夯实住宅开发主业业务的基础上，实现业务拓展。

4.1 物业龙头地位稳固，业务价值持续提升

万科物业成立于 1990 年，在物业管理行业深耕 30 年，万科物业以"物业+互联网"的创新实践，以"科技+人文"的多元综合服务，以本土化经验与国际化视野的相交，始终致力于让更多用户体验物业服务之美好，持续引领行业。在《2020 中国物业服务企业品牌价值百强榜》上，万科占据榜单第二位，品牌价值获得市场的一致认可。2019 年万科物业实现营业收入 127 亿元，同比增长 29.7%，占总营收 3.45%，占营收比重持续提升。截至 2019 年末，万科物业合同管理面积 6.4 亿平方米，同比增长 26.1%，已接管面积 4.5 亿平方米。万科物业业务在收入规模、管理面积上较港股上市的碧桂园服务（收入 96.52 亿元）、绿城服务（收入 85.87 亿元）、保利物业（收入 59.67 亿元）等物业公司更具显著优势。

万科物业主要分为三大板块——社区空间（CS）、商企空间（BS）和城市空间（US）。目前，住宅业务依然是万科物业的主要支撑，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，占比 62%，非住宅物业业务占比 38%（2018 年为 35%），非住宅物业服务的占比开始逐渐提升。

住宅物业方面，服务品质进一步提升，拆分业主专属服务组织，让前端经营体变小，聚焦属地业主的专属服务。商写物业方面，2018 年，公司获得世界顶尖的物业顾问之一——戴德梁行 4.9%的股权，与其建立起战略合作，2019 年 12 月年公司与戴德梁行成立合资公司，2020 年 7 月"万物梁行"中文名称正式发布，聚焦商写领域。目前，万物梁行在大中华区的商业物管和设施管理的项目覆盖超 140 个城市，管理物业项目近 1100 个，管理项目面积超过 1 亿平方米。

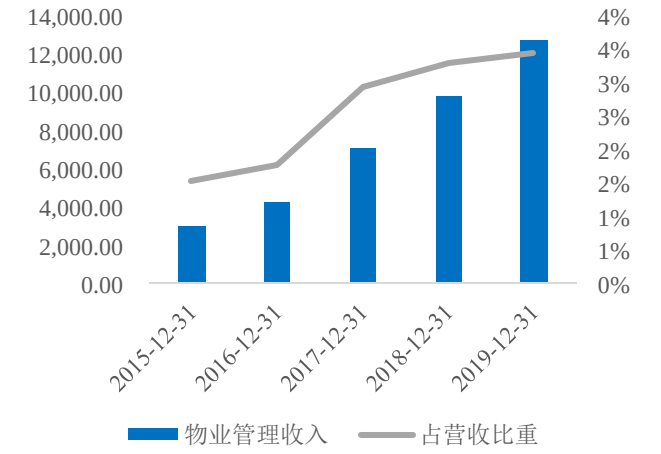
在过去为住宅区和写字楼等物业提供服务的基础上，万科物业通过城市空间整合服务打开物业公司服务的空间边界。城市空间服务即，政府部门将城市公共空间整体委托于市场化的企业统筹运营管理，运用一体化的思想，遵循市场化的原则，通过数字化、机械化、专业化的运营手段，赋能各专业作业端，提高城市服务的效率和水平，政府以法定职权对整合服务商进行执法保障，公众通过多种渠道积极参与城市公共空间的管理，最终实现政府主导、社会参与、源头治理、执法保障的城市治理"新生态圈"。从万科物业 2018 年 5 月 24 日在珠海横琴打造国内首个城市空间服务模式以来，万科物业与雄安新区、成都高新区、广州白云设计之都、青岛动车小镇、厦门鼓浪屿等区域签约服务合同，为其提供整片城市空间的服务。未来，万科物业预期在住宅主业稳固的基础上持续

拓展非住宅业务。城市空间服务为万科物业提供了广阔的发展空间，随着业务模式的逐渐成熟，万科物业在市场地位、资源获取和统筹能力、品牌影响力等方面都将有新的提升。

疫情的爆发，加速实现了物业行业价值体现，物业作为居民与社会交流的重要连接者，在居民日常生活中发挥了越来越重要的作用。根据智研资讯的数据，2019 年全国物业管理行业总面积 233.3 亿平方米，物业管理市场空间约 8203 亿元。我国城镇化水平不断提升，至 2018 年我国城镇化率已达到 59.6%，仍处在稳步提升中，同时，房地产行业自 2016 年以来，开工面积远大于竣工面积，后续竣工周期即将到来，受益于城镇化水平提升和竣工周期的到来，物业行业管理面积将继续稳步提升。目前行业内格局分散，集中度很低，万科物业作为行业龙头，市场占有率也不超过 3%。但随着大众对物业管理服务水平要求的不断提高，品牌物业管理公司能够形成更优质的标准服务和丰富的增值服务，市场占有率也能够获得进一步提升，作为物业管理龙头的万科物业有望持续受益。

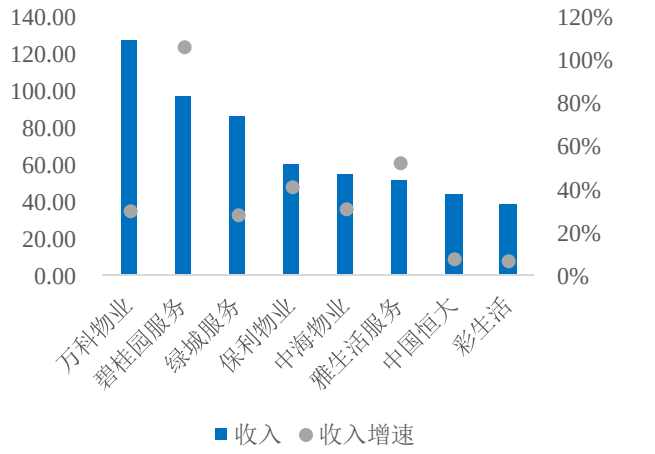
未来公司物业业务有望得到进一步深化，与国际化标准接轨，物业业务范围有望进一步拓展，服务进一步深化。随着物业板块业务的丰富，物业业务价值有望持续提升。

图 21：万科物业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

图 22：部分上市公司物业收入情况



资料来源：wind，各公司财报，财信证券

4.2 REITs 助力长租公寓发展

销售市场和租赁市场构成了完整的房地产市场，“租售并举”是房地产市场长效机制不可或缺的一部分。随着房地产市场长效机制的稳步推进，相关部门积极出台政策支持租赁市场的发展，2020 年 9 月更是出台《住房租赁条例（征求意见稿）》，住房租赁立法有了显著推进，市场有望加速进入规范发展阶段，长租公寓迎来发展新机遇。除了中央层面，广州、西安、石家庄等各地方政府也纷纷出台指导意见，对国务院鼓励发展住房租赁政策进一步细化与落实。同时，2020 年 4 月，证监会、国家发改委下发通知开展基础设施 REITs 试点，尽管聚焦重点行业中暂未提及长租公寓，但随着公募 REITs 发展探索的深入，具有市场化运营能力且拥有持续、稳定的收益及现金流的长租公寓也有望迎来新的发展机遇。

表 6：近年住房租赁政策

时间	部门	政策/文件	要点
2017 年 12 月	-	十九大报告	加强社会保障体系建设，明确“房住不炒”定位，建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018 年 3 月	十三届全国人大	2018 年政府工作报告	强调培育住房租赁市场。
2018 年 4 月	证监会、住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	明确住房租赁资产证券化业务的开展条件及其优先和重点支持领域、住房租赁资产证券化工作程序、住房租赁资产证券化评估等内容。
2018 年 5 月	住建部	《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	热点城市要要大幅增加租赁住房、共有产权住房用地供应，确保公租房用地供应。力争用 3—5 年时间，公租房、租赁住房、共有产权住房用地在新增住房用地供应中的比例达到 50%以上。 热点城市要积极探索推动供地主体多元化，在权属不变、符合土地利用总体规划和城乡规划的情况下，非房地产企业依法取得使用权的国有土地可作为租赁住房用地.
2018 年 12 月	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	人口流入量大、住房价格高的特大城市和大城市要积极盘活存量土地，加快推进租赁住房建设，切实增加有效供应。在总结试点经验基础上，指导大中城市全面培育和发展住房租赁市场。继续推进集体土地建设租赁住房试点工作。
2019 年 1 月	国家发改委、工信部、商务部等十部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	加快发展住房租赁市场，发挥国有租赁企业对市场的引领、规范、激活和调控作用，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。将符合条件的农业转移人口纳入住房保障范围。支持部分人口净流入、房价高、租赁需求缺口大的大中城市多渠道筹集公租房和市场租赁住房房源，将集体土地建设租赁住房作为重点支持内容。

资料来源：各相关部门网站，财信证券

万科从 2008 年起开始探索长租公寓业务。2016 年“泊寓”正式推出，主打青年公寓。长租公寓业务规划以青年公寓（“泊寓”）为先锋，家庭公寓（“禾寓”）、服务式公寓业务并进。万科的长租公寓项目又分为重资产运营和轻资产运营两种模式。前者为万科自建——持有——租赁模式，后者为长期租赁或受托管理——改造——租赁模式，目前主要以轻资产运营为主。截至 2019 年底，万科长租公寓业务已覆盖全国 33 个主要城市，累计开业 11 万间以上。公司长租公寓业务在运营上聚焦关键服务、打造服务文化，率先在深圳、成都、上海等地实现了标杆项目的服务 SOP 落地；在管理上以不断提升出租率和客户满意度为主要目标，不断提升现有项目经营管理质量。公司更是与大疆等公司开展了员工租房服务等方面的合作，坚定布局长租公寓业务。

根据前瞻产业研究院发布的《2018-2023 年中国互联网+长租公寓商业模式创新与投资战略规划分析报告》，2015 年中国租赁市场成交总额已经超过 1 万亿元，租金人口接近 1.6 亿。预计到 2020 年租金成交总额将达到 2 万亿元，租赁人口达到 2 亿；2025 年租金成交总额有望达到 3.2 万亿元，租赁人口达到 2.5 亿。随着租赁市场规模的扩大，越来越多的房企加入长租公寓的队伍，房企系长租公寓通常以集中式租赁为主，万科走在房企长租公寓业务中的前列。目前，租赁住宅行业依然存在房源质量参差不齐、管理运营能力偏弱等痛点，集中度非常分散；租赁住宅业务也存在回款周期长等特点，从拿房、改造到物业运营等阶段均需要充沛的资金支持，行业中不少入场者已出现资金链断裂等现

象。万科涉足租赁住宅行业，拥有主业优异的现金流支撑、装修改造方面稳定的供应商、丰富的物业管理经验和房企龙头的品牌效应等诸多综合优势，随着行业规范化发展，公司有望历经洗牌，脱颖而出。

4.3 依托印力深入商业地产运营

印力集团前身为深圳国投商用置业发展有限公司，2016 年与万科融合后，成为万科的商业地产开发与运营平台，拥有十余年的商业地产开发运营经验，旗下拥有四大“印象系”购物中心产品——“印象城、印象汇、印象里、印象城 MEGA”，以“全周期，全场景，全价值”的理念体系，通过构建全业态打破空间界限，打造“全景生活服务商”。2018 年，印力继与 GIC 合作深入上海打造商业地产标杆后，联合万科和 Triwater 收购凯德 20 余个项目，不断拓展商业地产运营版图。截至 2019 年 12 月，印力集团运营管理项目超 100 余个，遍布全国 50 多个城市，资产规模近 700 亿，管理面积近 900 万平方米。2020 年上半年，公司商业业务营业收入（含非并表项目）30.5 亿元，同比增长 0.3%，无惧疫情影响，整体出租率 90.6%，开业 3 年以上项目出租率 91.8%，公司商业项目运营能力优异。

图 23：印力集团品牌体系

资料来源：公司官网，财信证券

随着房地产行业金融创新的深化，资产管理成为房企生存的重要能力。在市场“调结构、降杠杆、促转型”的背景下，推动资产证券化成为全行业的发展趋势，公募 REITs 的临近也为商业地产发展打开了新思路。在商业地产资本化的进程中，早在 2015 年万科便开始进行探索，发行了“鹏华前海万科 REITs”。2020 年 4 月，印象 2 号 CMBS 成功

发行，票面利率低至 3.%，创同评级 CMBS 产品利率历史新低。公司拥有丰富的 CMBS、类 REITs 等金融创新产品的运作经验，在运营、盘活商业地产资产方面具有显著优势，在商业地产市场中具有强劲竞争力。

表 7：印力集团资产证券化产品

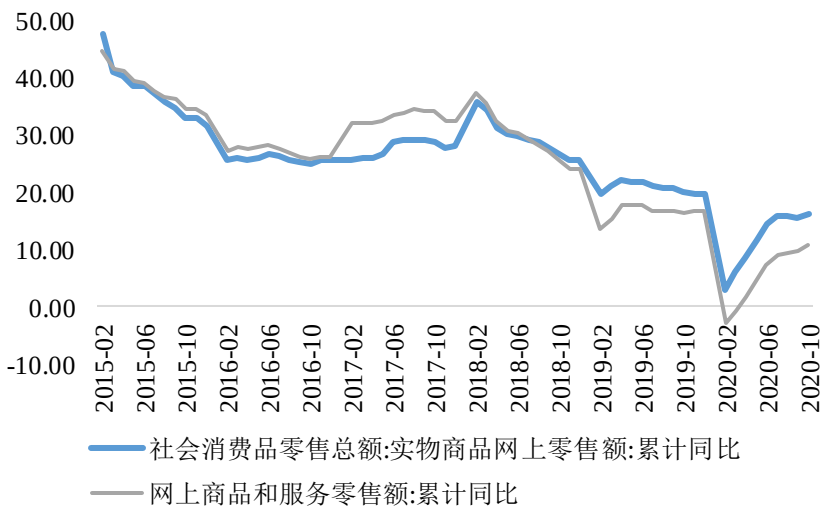
时间	名称	类型	金额（亿元）
2020.4	中信证券印力-印象 2 号资产支持专项计划	CMBS	33.70
2019.3	中信金石 — 深圳龙岗万科广场资产支持专项计划	类 REITS	21.16
2019.1	中金印力 — 印象 1 号资产支持专项计划	CMBS	21.06
2017.10	中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划	CMBS	37.90

资料来源：公司官网，财信证券

4.4 高效率运营和资本运作助力物流地产发展

物流地产是由美国普洛斯公司率先提出并实践的，2003 年普洛斯进入中国市场后，拉开了中国物流地产发展序幕。2020 年，在新冠肺炎疫情的“黑天鹅”效应下，外资大举进入物流领域，物流领域再次成为外资的新投资热点。2020 年 3 月，财政部、国家税务总局发布《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的公告》，自 2020 年 1 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日止，对物流企业自有（包括自用和出租）或承租的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50%计征城镇土地使用税。城镇土地使用税优惠政策的实施有助于我国物流地产行业降低成本、提升运行效率，物流地产发展继续得到国家政策的大力支持。**线上零售快速增长带动了物流行业的发展，2020 年疫情的突发使得物流的重要性进一步凸显，物流地产价值发现进入新阶段。**传统零售如超市、便利店、生鲜店的线上线下一体化已是必然趋势，短半径物流配送推动了前置仓的应用，生鲜团购的发展也突出了冷库的需求。

图 24：网上商品零售额增速（%）



资料来源：wind，财信证券

物流地产业务与传统地产开发销售不同，大部分物流地产在开发后不进行销售，而将会持续运营几十年，因此，地产商的后续运营管理能力比开发能力更为重要，将决定物流开发商的规模以及收益。

公司以“万纬物流”为物流仓储服务平台，经过近五年发展，服务客户超过 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。公司物流地产从成立至今仅 5 年时间，却实现了从零到龙头的跨越。2018 年初，万科私有化普洛斯完成，万科在物流地产领域进行全球化布局迈出重要的一步。2018 年 7 月，万科收购太古实业旗下的冷链平台（包括位于上海、广州、南京、成都、厦门、廊坊、宁波的 7 座冷库）。并购完成后，万科物流旗下的冷链物流项目覆盖国内一线城市及内陆核心港口城市。截至 2020 年上半年末，公司物流仓储服务累计开业建筑面积 616 万平方米，规划中和在建的物流仓储建筑面积 459 万平方米，对比行业其他公司 50-400 万平方米的物流仓储面积，公司物流地产已然遥遥领先。

近年来，公司不断完善核心节点布局，实现城市中转、城市配送的接力运输，除了布局冷链存储业务，还为冷链企业提供干线运输及覆盖到最后一公里的末端配送的物流服务，完善的运输管理系统实时回传运输路径和温度数据，实现全程管控，实现高效率运营。同时，物流地产的发展需要大量资金，除了 2017 年成立 60 亿元的物流基金，公司还通过资产证券化盘活资产，运用资本手段获得长期发展能力。**高效率运营和灵活的资本运作将助力公司物流地产发展。**

5 投资建议

尽管行业进入白银时代，增速放缓，“房住不炒”当头，政策处于易紧难松状态，但正是在行业由粗狂式发展进入精细化运营发展阶段中，公司作为行业龙头，以其突出的品牌影响力、丰富的运营管理经验、敏锐的战略前瞻性判断、严谨的风险控制策略，领先行业发展。预计公司 2020、2021、2022 分别实现 433.28、506.67、578.41 亿元，对应 EPS 分别为 3.73、4.36 和 4.98 元。考虑到公司长期发展的稳健性和行业龙头地位，给予公司 2021 年底 7-8 倍 PE，对应 2021 年合理价格区间为 30.52-34.88 元，维持公司“推荐”评级。

6 风险提示

行业限购、限贷、限售政策持续收紧，公司销售不及预期；受宏观经济波动影响，公司计提大额减值准备影响业绩；物流地产、长租公寓等多元业务发展不及预期。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2976.79	3678.94	4194.24	4989.17	5622.41
减:营业成本	1861.04	2345.50	2727.47	3269.05	3698.46
营业税费	231.76	329.05	361.54	422.58	463.85
销售费用	78.68	90.44	99.40	118.24	129.32
管理费用	103.41	110.18	122.89	149.68	167.55
财务费用	59.99	57.36	56.62	63.86	65.78
资产减值损失	23.54	(16.49)	16.00	16.00	16.00
投资和汇兑收益	67.88	49.84	39.15	51.33	52.48
营业利润	675.02	766.23	830.16	981.79	1114.63
利润总额	674.64	765.49	819.39	967.67	1100.20
减:所得税	181.90	214.13	195.06	229.09	261.93
净利润	492.74	551.36	624.33	738.59	838.27
减：少数股东损益	155.00	162.60	191.04	231.92	259.86
归属母公司股东净利润	337.74	388.76	433.28	506.67	578.41

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1772.09	1569.55	2582.96	2993.50	3373.45
应收和预付款项	775.40	998.13	924.83	1039.35	939.21
存货	7503.03	8970.19	9092.55	10719.87	9941.94
其他流动资产	264.88	324.68	324.68	324.68	324.68
长期股权投资	1295.28	1304.76	1350.91	1412.24	1475.72
投资性房地产	540.56	735.65	881.63	957.62	1013.61
其他非流动资产	128.69	163.43	127.25	91.07	91.07
资产总计	**12466.09**	**14287.08**	**15481.09**	**17707.67**	**17300.09**
短期借款	101.02	153.65	0.00	1288.80	218.56
应付和预收款项	2257.68	5193.12	6026.44	6385.65	6387.55
长期借款	1680.24	1639.65	1659.65	1651.65	1647.65
其他负债	1271.67	1297.16	1297.16	1297.16	1297.16
负债合计	**5310.61**	**8283.58**	**8983.25**	**10623.25**	**9550.92**
股本	110.39	113.02	113.02	113.02	113.02
留存收益	1367.19	1643.72	1947.02	2301.69	2706.57
归属母公司股东权益	1557.64	1880.58	2183.88	2538.55	2943.44
少数股东权益	798.57	825.21	1016.25	1248.17	1508.03
股东权益合计	**2356.21**	**2705.79**	**3200.14**	**3786.72**	**4451.47**

现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	290.47	376.01	1648.07	(374.86)	1973.18
投资性现金净流量	(673.64)	(286.27)	(285.57)	(240.59)	(241.82)
筹资性现金净流量	447.98	(333.38)	(349.08)	1025.99	(1351.41)
现金流量净额	**67.71**	**(240.15)**	**1013.42**	**410.54**	**379.94**

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	37.48%	36.25%	34.97%	34.48%	34.22%
三费/销售收入	8.13%	7.01%	6.65%	6.65%	6.45%
EBIT/销售收入	26.13%	23.91%	21.57%	21.46%	21.41%
EBITDA/销售收入	27.11%	25.03%	25.61%	25.29%	24.56%
销售净利率	16.55%	14.99%	14.89%	14.80%	14.91%
资产获利率					
ROE	21.68%	20.67%	19.84%	19.96%	19.65%
ROA	6.24%	6.16%	5.84%	6.05%	6.96%
ROIC	18.45%	15.88%	15.90%	17.67%	14.02%
增长率					
销售收入增长率	22.55%	23.59%	14.01%	18.95%	12.69%
EBIT 增长率	36.79%	13.11%	2.86%	18.31%	12.46%
EBITDA 增长率	37.27%	14.12%	16.62%	17.47%	9.45%
净利润增长率	32.42%	11.90%	13.23%	18.30%	13.50%
总资产增长率	9.21%	14.61%	8.36%	14.38%	-2.30%
股东权益增长率	17.40%	20.73%	16.13%	16.24%	15.95%
经营营运资本增长率	297.45%	-11.94%	-8.05%	34.25%	-6.86%
资本结构					
资产负债率	42.60%	57.98%	58.03%	59.99%	55.21%
投资资本/总资产	32.24%	30.67%	30.20%	37.33%	35.84%
带息债务/总负债	33.54%	21.65%	18.47%	27.68%	19.54%
流动比率	286.10%	178.87%	176.78%	168.28%	184.76%
速动比率	73.96%	40.49%	49.58%	46.32%	56.14%
股利支付率	29.42%	30.38%	30.00%	30.00%	30.00%
收益留存率	70.58%	69.62%	70.00%	70.00%	70.00%
资产管理效率					
总资产周转率	0.24	0.26	0.27	0.28	0.32
固定资产周转率	25.81	29.67	28.36	39.14	53.53
应收账款周转率	187.37	182.39	192.64	198.97	253.58
存货周转率	0.25	0.26	0.30	0.30	0.37

业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	2.91	3.35	3.73	4.36	4.98
BVPS(元)	13.41	16.19	18.80	21.85	25.34
PE(X)	9.86	8.56	7.68	6.57	5.76
PB(X)	2.14	1.77	1.52	1.31	1.13

资料来源：贝格数据，财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438