强烈推荐（维持）

# 地产开发高确定性，多元业务协同并进

目标股价：35.20 元
当前股价：27.57 元

## 万科A 000002.SZ

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 流通市值（百万元） | 306409.43 |
| 发行股份（百万股） | 9724.20 |
| 每股净资产（元） | 16.84 |
| 主要股东持股比例（%） | |
| 深圳市地铁集团 | 27.91 |
| 香港中央结算有限公司 | 16.30 |

**股价表现（%）**

| | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对表现 | -0.0 | -18.09 | -33.9 |
| 绝对表现 | 5.44 | 9.36 | 7.79 |
| 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 A000002.SZ：基本盘稳扎稳打，多元业务护城河已现》2020-03-19
2、《万科 A000002.SZ：“高周转”本色依旧，股东层风险缓释》2020-01-17
3、《万科 A 000002.SZ：业绩略超预期，投资力度回升》2019-10-28

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

联系人 陈雨桦
852-25105555
chenyuhua@cric.com

## 事件

- 公司发布 2020 年中期业绩报告。2020 年 H1 公司实现营业额 1463.5 亿元，同比+5.0%；毛利 1002.5 亿元，同比+16.8%；归母净利 125.1 亿元，同比+5.6%。2020H1 合同销售额 3204.8 亿元，已售未结货源 6953.3 亿元。

## 投资要点

- **营收稳健增长，业绩锁定性强。**2020H1 公司实现营业额 1463.5 亿元，同比+5.0%；公司毛利总额 1002.5 亿元、同比 16.8%，其中房地产开发及相关资产经营业务贡献毛利 1381.4 亿元、同比 11.5%、占比 94.4%，总毛利率与该分项毛利率分别为 24.1%及 23.6%。公司 H1 录得净利 186.3 亿元，同比-3.4%；同时，归母净利 125.1 亿元，同比 5.6%，系因少数股东损益 61.2 亿元、同比-17.8%，该值占比总净利的 32.9%、同比下滑 5.7%。公司已售货源充足、业绩释放可期，2020H1 合同负债 6150.7 亿元、同比 35.4%，已售未结金额 6953.3 亿元、同比 11.9%。

- **销售边际改善，投资态度谨慎。**2020H1 公司实现销售额 3204.8 亿元，同比-4.0%；销售面积 2077.0 万方，同比-3.4%；期间销售产品住宅占比 90.5%、商办占比 6.0%，同比分别上升 2.7%、下降 3.0%；公司单月销售金额自 5 月起恢复同比增长。2020H1，公司新开工面积同比下降 15.9%，占全年开工计划的 54.1%、该值同比下降 11.4%，部分影响了公司的销售进度。公司在上半年的土拍热潮中保持谨慎的投资态度，新获地总建面在 980.2 万㎡，占比上半年销售的 47.2%，净负债率亦达到 27.0%、同比下行 8.0%。

- **多元业务协同发展，前期投资效果逐步显现。**2020H1，公司物业业务并表口径营收达 67.0 亿元、同比 26.8%，累计签约建面 6.8 亿㎡；租赁住宅业务覆盖 33 个城市，累计开业规模 12.73 万间，开业 6 个月以上的成熟项目出租率在 93.7%，贡献租金收入 10.5 亿元；商业业务累计营业面积 836 万㎡，整体出租率 90.6%；物流仓储业务方面，高标库开业 582 万㎡、冷库开业 34 万㎡。

## 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

**早期业务经验积累或带来历史机遇新变革。**1）公司与政府保持长期合作关系，参与 BOT、BT、EPC、PPP、一二级联动等模式的合作项目；2020H1，公司与股东深铁集团共同投资成立合资公司，将在旧改、TOD 等开发模式上持续发力；2）公司自上一轮地产小周期起布局的物业、商业、租赁住宅、物流仓储业务在 2020H1 贡献收入占比由 2019H1 的 4.5%提升至 6.4%，多业务的协同发展将为公司提供项目拓展、项目运营、融资渠道等多方面的助力。

**积极采取创新融资模式，保持财务指标稳健性。**1）2020H1，印力置业发行印象 2 号 CMBS，金额 33.7 亿、票息 3.8%，为同评级 CMBS 产品利率的历史新低，为万科继松花湖、印象 1 号、龙岗万科广场在创新融资方式上的持续发力；万纬物流权益型 REITS 于深交所成功上市，有效借鉴鹏华前海万科 REITS 的融资经验。2）2020H1，公司的净负债率为 27.0%，经营现金流持续为正、2020H1 为 226.1 亿元，截至 2020H1 的在手货币资金 1942.9 亿元、远高于短期有息负债 968.2 亿元，负债期限结构合理。

**投资建议：** 公司自成立以来，积极主动参与多类商业模式的早期布局与合作开发，在产品的定位、建造、运营、管理、融资等多方面积累了丰富经验，并逐步形成业务协同效应。地产开发业务上，公司充足的土地储备与已售未结项目，将随着公司下半年的竣工以及未来的开工节奏调整获得释放；其他多元化业务上，地产市场客户偏好的逐步转变与公司前期投资效益的转化将为公司的营收增长奠定良好基础。我们预计公司 20-21 年归母净利润分别为 441.5、506.8 亿元，对应 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，政策控力度不及预期。

## 公司财务数据

| 利润表（百万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 242897 | 297679 | 367894 | 443520 | 525571 |
| 营业成本 | 179802 | 209280 | 267456 | 326417 | 392343 |
| 毛利 | 63095 | 88399 | 100438 | 117103 | 133228 |
| 销售费用 | 6262 | 7868 | 9044 | 10904 | 12275 |
| 管理费用 | 8866 | 10341 | 11018 | 12619 | 13458 |
| 财务费用 | 2075 | 5999 | 5736 | 5736 | 5736 |
| 其他费用/（-收入） | 8681 | 10216 | 4770 | 7539 | 8211 |
| **营业利润** | 51147 | 68673 | 76539 | 91573 | 106755 |
| 所得税费用 | 13934 | 18188 | 21408 | 25682 | 29967 |
| **净利润** | 37213 | 50486 | 55132 | 65891 | 76788 |
| 少数股东损益 | 9157 | 15500 | 16260 | 21744 | 26108 |
| **归属于母公司净利润** | 28057 | 34986 | 38872 | 44147 | 50680 |

| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **盈利能力** | | | | | |
| ROE | 21.1% | 22.5% | 20.7% | 20.2% | 19.8% |
| 毛利率 | 34.1% | 37.5% | 36.2% | 35.3% | 34.3% |
| 营业利润率 | 20.9% | 23.1% | 20.8% | 20.6% | 20.3% |
| 销售净利率 | 11.6% | 11.8% | 10.6% | 10.0% | 9.6% |
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 1.0% | 22.6% | 23.6% | 20.6% | 18.5% |
| 营业利润增长率 | 30.2% | 35.2% | 11.5% | 19.4% | 16.7% |
| 净利润增长率 | 33.5% | 24.7% | 11.1% | 13.6% | 14.8% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 84.0% | 84.6% | 84.4% | 82.8% | 81.8% |
| 流动比 | 1.20 | 1.15 | 1.13 | 1.18 | 1.19 |
| 速动比 | 0.50 | 0.49 | 0.43 | 0.51 | 0.51 |

| 每股指标与估值 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | | |
| EPS | 2.54 | 3.17 | 3.44 | 3.91 | 4.48 |
| BVPS | 12.02 | 14.11 | 16.64 | 19.29 | 22.59 |
| **估值** | | | | | |
| P/E | 11.02 | 8.84 | 8.14 | 7.17 | 6.25 |
| P/B | 1.9 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| P/S | 2.7 | 1.7 | 1.3 | 1.1 | 0.9 |

| 资产负债表（百万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 174121 | 188417 | 166195 | 203738 | 221992 |
| 应收账款及其他应收款项 | 164682 | 245913 | 286231 | 349220 | 426072 |
| 存货 | 598088 | 750303 | 897019 | 920689 | 908854 |
| 其他流动资产 | 80662 | 98527 | 126226 | 140076 | 133151 |
| **流动资产合计** | 1017553 | 1295072 | 1438989 | 1602780 | 1690068 |
| 固定资产及在建工程 | 7099 | 11534 | 16580 | 7774 | 12177 |
| 长期股权投资 | 81224 | 129528 | 130476 | 113743 | 122109 |
| 无形资产、商誉 | 1438 | 4953 | 5491 | 1048 | 3269 |
| 其他非流动资产 | 58033 | 87493 | 9107 | 108200 | 58654 |
| **非流动资产合计** | 147794 | 233508 | 290940 | 230765 | 196209 |
| **资产总计** | 1165347 | 1528580 | 1729929 | 1823747 | 1886277 |
| 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 |
| 长期借款 | 96029 | 120929 | 114320 | 96029 | 105174 |
| 长期应付账款及其他应付款项 | 32323 | 47095 | 71355 | 48370 | 59863 |
| 其他长期负债 | 2966 | 3021 | 1065 | 9586 | 5326 |
| **非流动负债合计** | 131318 | 171045 | 186740 | 153985 | 170363 |
| **负债合计** | 978673 | 1292959 | 1459350 | 1583557 | 1731866 |
| 股本 | 11039 | 11039 | 11302 | 11302 | 11302 |
| 储备 | 113072 | 139118 | 166178 | 198515 | 218366 |
| 少数股东权益 | 53999 | 79857 | 82521 | 117861 | 129647 |
| **负债和股东权益总计** | 1165347 | 1528580 | 1729929 | 1917077 | 2091181 |

| 现金流量表（百万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 28057 | 33772 | 38872 | 44147 | 50680 |
| 折旧摊销 | 1929 | 2922 | 4120 | 1582 | 2851 |
| 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 |
| **经营活动现金流** | 82323 | 33618 | 45687 | 23656 | 53904 |
| 资本支出 | -2360 | -5897 | -7023 | -1389 | -4206 |
| 其他 | -49253 | -61467 | -21604 | 9064 | -6270 |
| **投资活动现金流** | -51613 | -67364 | -28627 | 7675 | -10476 |
| 债务融资 | 63066 | 48719 | 1204 | 500 | 852 |
| 权益融资 | 61 | -2722 | 4642 | -6777 | -1068 |
| 其它 | -7862 | -1380 | -39184 | -17917 | -28550 |
| **筹资活动现金流** | 48941.4 | 56530.8 | 44843.3 | 245846.0 | -26962.7 |
| 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

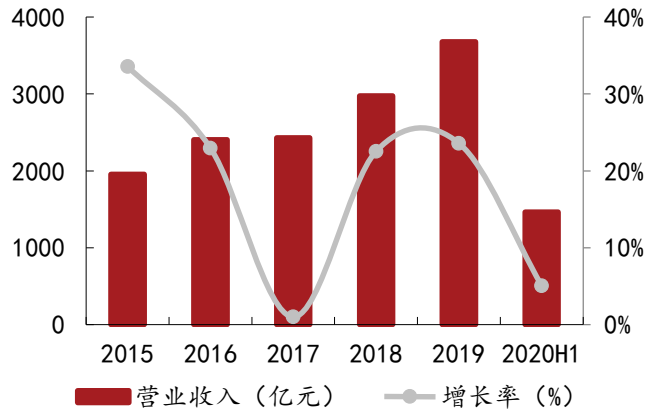
图 1：五十强房企三类指标及触及红线情况

| 五十强房企三类指标及触及红线情况 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 销售排名 | 企业简称 | 剔除预收账款资产负债率 | 净负债率 | 现金短债比 | 触及红线个数 |
| 4 | 保利地产 | 67.42 | 57.11 | 2.10 | 0 |
| 6 | 中国海外发展 | 65.76 | 30.51 | 4.11 | 0 |
| 9 | 华润置地 | 69.36 | 32.50 | 3.65 | 0 |
| 10 | 招商蛇口 | 56.27 | 29.78 | 1.37 | 0 |
| 13 | 金地集团 | 67.16 | 57.78 | 1.25 | 0 |
| 24 | 滨江集团 | 69.73 | 78.17 | 1.50 | 0 |
| 37 | 建发国际集团 | 69.20 | 61.80 | 1.86 | 0 |
| 50 | 路劲 | 65.20 | 68.85 | 1.74 | 0 |
| 1 | 碧桂园 | 82.65 | 55.30 | 2.14 | 1 |
| 3 | 万科A | 76.51 | 36.70 | 1.73 | 1 |
| 8 | 世茂集团 | 75.25 | 63.58 | 1.42 | 1 |
| 11 | 龙湖集团 | 74.45 | 51.13 | 4.36 | 1 |
| 14 | 新城控股 | 76.53 | 14.21 | 2.62 | 1 |
| 17 | 旭辉控股集团 | 75.00 | 69.10 | 4.11 | 1 |
| 21 | 正荣地产 | 76.20 | 97.54 | 1.95 | 1 |
| 23 | 龙光集团 | 76.10 | 41.73 | 4.21 | 1 |
| 30 | 禹洲集团 | 79.20 | 94.73 | 3.74 | 1 |
| 36 | 远洋集团 | 73.08 | 80.55 | 3.34 | 1 |
| 38 | 中骏集团控股 | 73.50 | 75.70 | 2.16 | 1 |
| 39 | 合景泰富集团 | 82.16 | 89.43 | 2.17 | 1 |
| 40 | 越秀地产 | 71.40 | 85.01 | 3.38 | 1 |
| 41 | 蓝光发展 | 70.75 | 83.10 | 1.26 | 1 |
| 43 | 大悦城 | 70.79 | 98.98 | 1.64 | 1 |
| 44 | 时代中国控股 | 74.40 | 76.70 | 1.39 | 1 |
| 45 | 中国铁建 | 73.06 | 21.00 | 2.03 | 1 |
| 48 | 建业地产 | 86.10 | 73.85 | 6.08 | 1 |
| 49 | 德信中国 | 73.00 | 68.76 | 1.38 | 1 |
| 15 | 阳光城 | 77.62 | 145.39 | 1.32 | 2 |
| 16 | 金科股份 | 74.80 | 122.34 | 1.10 | 2 |
| 18 | 中南建设 | 83.96 | 202.85 | 1.05 | 2 |
| 20 | 绿城中国 | 73.50 | 100.45 | 3.34 | 2 |
| 22 | 融信中国 | 73.20 | 115.85 | 1.83 | 2 |
| 26 | 雅居乐集团 | 76.09 | 96.61 | 0.79 | 2 |
| 28 | 中国奥园 | 81.80 | 136.66 | 1.72 | 2 |
| 29 | 美的置业 | 81.10 | 114.18 | 2.85 | 2 |
| 32 | 新力控股集团 | 76.00 | 107.51 | 1.03 | 2 |
| 35 | 荣盛发展 | 73.02 | 90.81 | 0.87 | 2 |
| 46 | 宝龙地产 | 72.17 | 89.85 | 0.99 | 2 |
| 47 | 首创置业 | 74.64 | 159.28 | 1.10 | 2 |
| 2 | 中国恒大 | 82.70 | 183.08 | 0.40 | 3 |
| 5 | 融创中国 | 84.10 | 214.15 | 0.57 | 3 |
| 7 | 绿地控股 | 82.81 | 163.39 | 0.76 | 3 |
| 12 | 中国金茂 | 73.68 | 117.58 | 0.64 | 3 |
| 19 | 中梁控股 | 80.80 | 120.86 | 0.74 | 3 |
| 25 | 富力地产 | 79.46 | 218.34 | 0.59 | 3 |
| 27 | 佳兆业集团 | 75.90 | 162.23 | 0.84 | 3 |
| 31 | 华发股份 | 75.34 | 161.14 | 0.71 | 3 |
| 33 | 华夏幸福 | 77.84 | 185.25 | 0.71 | 3 |
| 34 | 首开股份 | 75.35 | 170.44 | 0.98 | 3 |
| 42 | 弘阳地产 | 71.50 | 115.56 | 0.83 | 3 |

数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

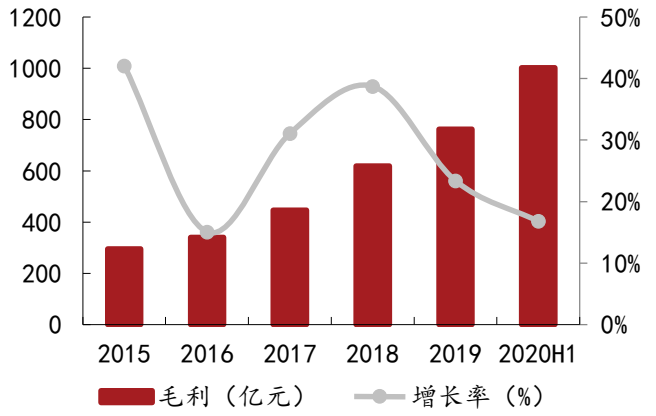
注：销售排行参考 2020 年克而瑞 7 月全口径销售金额排行榜，其他数据以 2019 年报为基础；剔除预收账款资产负债率及净负债为 wind 统一指标；现金短债比为“货币资金”/短期借款+1 年到期非流动负债+应付短期债券)”。

图 2：近五年营业收入（亿元）及增速



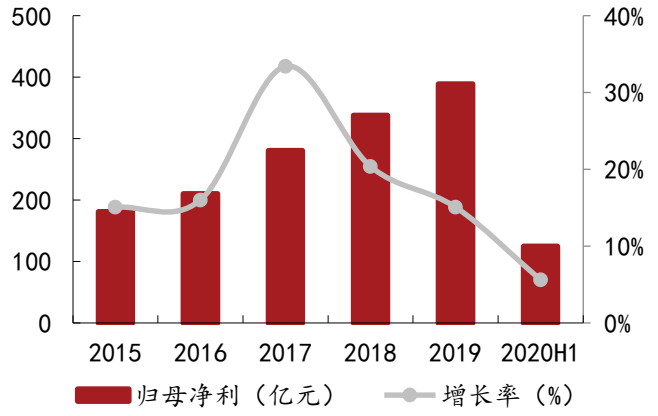

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 3：近五年毛利（亿元）及增速



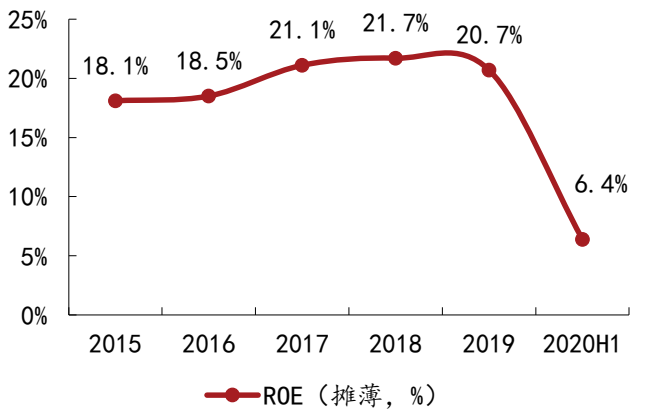

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 4：近五年归母净利（亿元）及增速



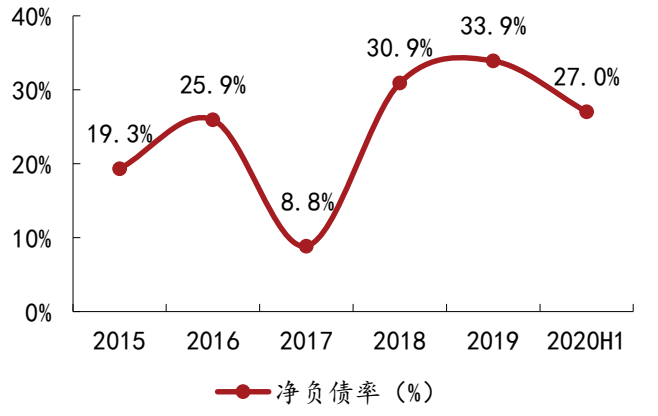

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 5：近五年摊薄 ROE(%)



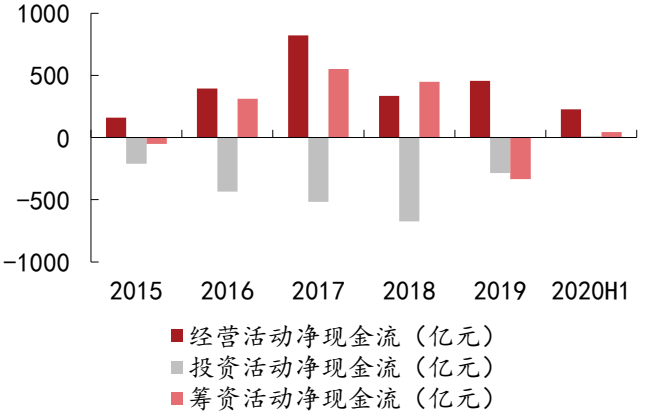

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 6：近五年净负债率（%）



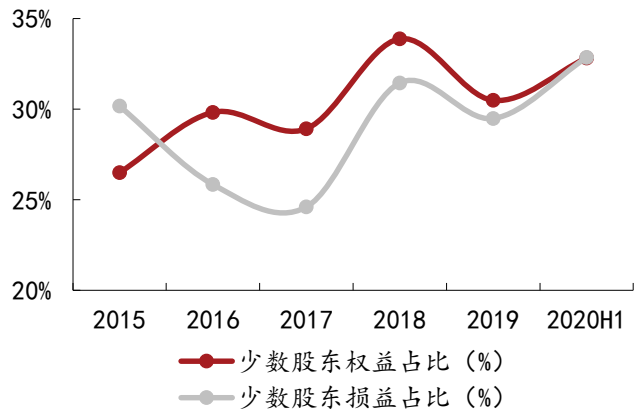

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 7：近五年现金流（亿元））



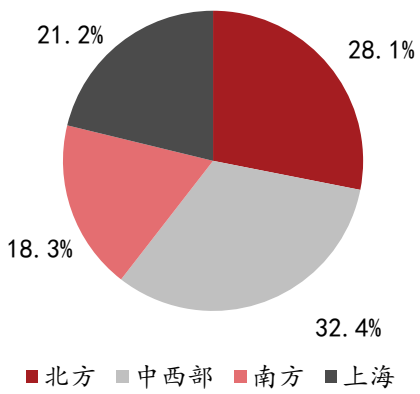

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 8：近五年少数股东权益及损益占比总权益/损益（%）



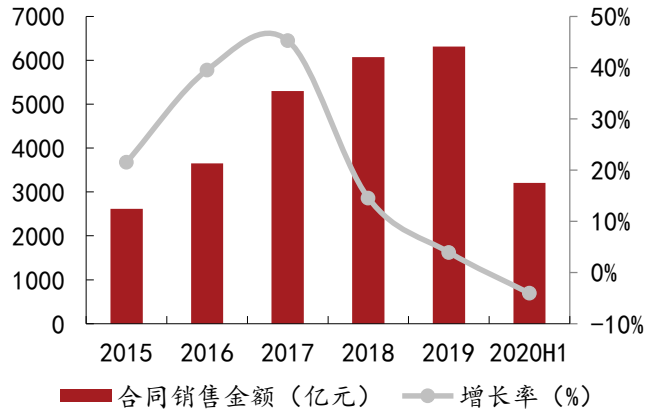

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 9：2020H1 土储分布



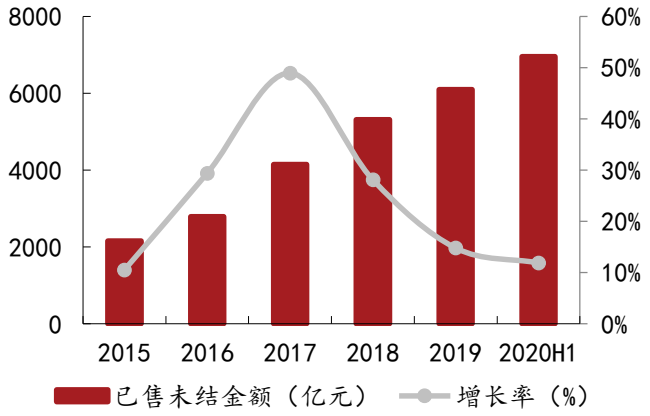

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 10：近五年合同销售（亿元）及增速



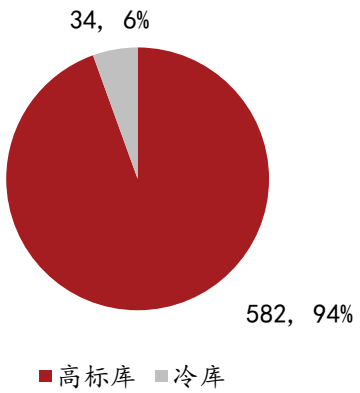

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 11：近五年已售未结金额（亿元）及增速



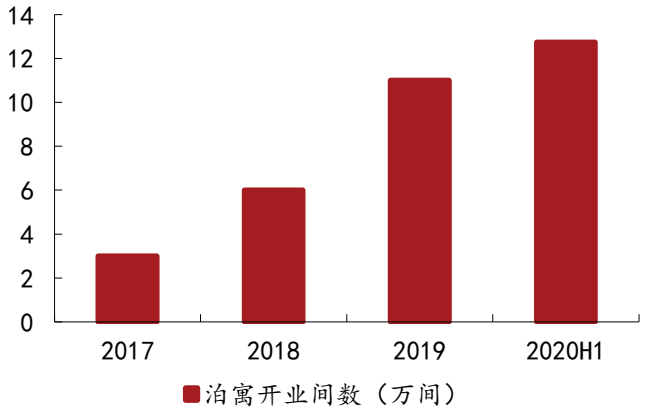

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 12：2020H1 物流仓储累计开业面积（万㎡）及占比




数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 13：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，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讲购证券的决定，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，推测和估值纯属猜测，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。