东兴证券 DONGXING SECURITIES

万科A（000002）：销售体现龙头优势，杠杆总量结构虎步行业

——公司 2020 年半年度报告点评

2020 年 08 月 28 日

强烈推荐/维持

万科 A | 公司报告

2020 年 8 月 28 日，公司公布 2020 年半年报，公司上半年实现营业收入 1463.5 亿元，同比增长 5.1%；实现归母净利润 125.1 亿，同比增长 5.6%。我们对公司上半年经营和业绩点评如下：

竣工仅完成全年 32.4%，全年营收高增有保障。公司 2020 年计划竣工 3319.3 万平，同比增长 10.4%，但上半年公司仅完成竣工面积 1074.5 万平，占全年竣工计划的 32.4%（去年同期为 34.5%）。截止 2020 年中期，公司表内已售未结 4743.2 万平，对 2019 年公司结转面积覆盖比为 192.8%，公司已售未结资源充足，确保全年营收高增。

归母净利润率受毛利率下降和少数股东损益占比提高而较 2019 年略降。公司上半年结转均价 12285.7 元/平米，较 2018 年全年和 2019 年全年结转均价均有所下降，拖累公司税后毛利率下滑至 24.1%（分别较 2019 年中期和 2019 年全年下滑 3.9pct 和 3.2pct）。同时公司少数股东损益占比较 2019 年全年略有提升。我们预计年底公司毛利率将略有改善。

销售表现好于行业，龙头市占率逆市提升。公司上半年实现销售金额 3204.8 亿元，同比下降 4.0%，但仍低于于全国商品房销售下降的幅度，公司市占率逆市提升，全国布局的优势能力凸显。

上半年拿地谨慎克制，拿地均价较去年同期略降，看好公司下半年投资发力。面对上半年火热的土地市场，公司拿地保持审慎克制，上半年累计新增规划建筑面积 980.2 万平，平均楼面价 6367.4 元/平米，较去年下滑 7.8%。且公司利用合作杠杆降低投资风险，拿地权益比下降至 51.5%，处于 2015 年以来最低水平。公司上半年处置广信资产包，合计收回资金 390.4 亿元，同时公司在手资金充足，短债偿付有保障，我们看好公司下半年把握土地市场窗口期，多手段多方式积极拿地。上半年公司在建和规划面积合计 15719.6 万平，且近 4 年来新拿地 70%以上位于一二线城市，土储优质充沛。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	297,679.33	367,893.88	432,445.48	517,547.11	605,867.84
增长率（%）	22.55%	23.59%	17.55%	19.68%	17.07%
归母净利润（百万元）	33,772.65	38,872.09	45,941.27	54,727.39	61,847.62
增长率（%）	32.42%	11.89%	13.41%	14.85%	14.20%
净资产收益率（%）	21.68%	20.67%	19.60%	18.90%	17.59%
每股收益(元)	3.06	3.47	4.06	4.84	5.47
PE	8.81	7.77	6.63	5.57	4.92
PB	1.91	1.62	1.30	1.05	0.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司成立于 1984 年，1988 年进入房地产行业，经过三十余年的发展，已成为国内领先的城市配套服务商，公司业务聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市。2018 年，公司将自身定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”，所搭建的生态体系已初具规模，在巩固住宅开发和物业服务固有优势的基础上，业务已延伸至商业开发和运营、物流仓储服务、租赁住宅、产业城镇、冰雪度假、养老、教育等领域。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

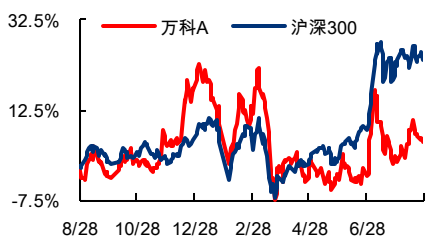
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	31.4-23.68
总市值（亿元）	3,130.98
流通市值（亿元）	2,618.24
总股本/流通 A 股（万股）	1,161,773/971,431
流通 B 股/H 股（万股）	/189,354
52 周日均换手率	0.82

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046 linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070002

研究助理：曹钧鹏

010-66554065 caojp@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070038

研究助理：陈刚

010-66554028 chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119080008

杠杆总量、结构均为行业优等生，融资优势明显。公司上半年净负债率进一步改善，较 2019 年底下降 6.9pct 至 27.0%，杠杆总量改善。货币资金对短期有息负债覆盖比为 195.5%，较 2019 年底提升 22.4pct，杠杆结构进一步优化。公司上半年把握直接融资窗口期，发行合计 70 亿元公司债。其中期限为“3+2”的三只债券均较 2019 年同期限公司债的票面利率有所下降，公司主体信用进一步获得资本市场认可。

非房业务方面，公司截止上半年底物业累计签约建筑面积 6.8 亿平，贡献收入 67 亿，同比上涨 26.8%。长租公寓方面，截止上半年底，合计在 33 个城市开业 12.7 万间，上半年新开 1.89 万间，整体出租率 88%，且尚有规划和待建 5.77 万间。公司积极探索集体用地开发运营长租公寓的模式，打造北京第一个集体用地租赁住房项目泊寓万寿寺社区，首期 235 间开业前 7 天内即实现满足。

公司盈利预测及投资评级：“钱地人”三优势继续延续，看好公司长期稳健均衡发展。“钱地人”三优势是指：运营上具有优势，利用高周转提高资金效率；在拿地上坚守符合城市化趋势的一二线及其周边城市；且激励充分，事业合伙人制度优势明显。在非房业务上公司有望凭借自身的管理优势而发力，并在物管、长租、商业等其他行业做进一步探索。

我们预计公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 459.4 亿元，547.3 亿元和 618.5 亿元，EPS 分别为 4.1 元、4.8 元和 5.5 元。当前股价对应公司 2020-2022 年的 PE 分别为 6.6 倍、5.6 倍和 4.9 倍。我们看好公司长期稳健均衡发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：居民购买力下降超过预期，公司结转不及预期

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1295072	1438989	1734196	2070432	2522313	**营业收入**	297679	367894	432445	517547	605868
货币资金	188417	166195	259467	310528	424107	**营业成本**	186104	234550	282355	340537	400030
应收账款	1586	1988	2251	2694	3154	营业税金及附加	23176	32905	38679	46291	54190
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	7868	9044	10631	12724	14895
预付款项	75951	97796	126031	163490	207494	管理费用	10341	11018	12952	15501	18146
存货	750303	897019	928292	1072925	1260367	财务费用	5999	5736	7092	9171	11725
其他流动资产	14588	20733	162746	264868	370853	研发费用	946	1067	1297	1553	1818
非流动资产合计	233508	290940	285785	291361	297156	资产减值损失	2354.2	-1648.76	-1000.00	-1000.00	-1500.00
长期股权投资	129528	130476	130476	130476	130476	公允价值变动收益	86.63	-68.52	-50.00	-50.00	-100.00
固定资产	11534	12400	13328	16976	22144	投资净收益	6787.9	4984.13	5876.40	6346.51	6663.84
无形资产	4953	5270	4953	4656	4377	加：其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7825	9107	0	0	0	**营业利润**	67499	76613	86255	99059	113119
资产总计	1528579	1729929	2019981	2361793	2819469	营业外收入	474.50	714.73	750.47	810.51	875.35
流动负债合计	1121914	1272610	1521147	1791113	2166798	营业外支出	512.91	788.58	804.35	868.70	938.19
短期借款	10102	15365	78587	108722	191167	**利润总额**	67460	76539	86201	99000	113056
应付账款	0	267281	317349	382742	449608	所得税	18188	21408	23675	27191	31051
预收款项	504960	577820	664309	767819	888992	**净利润**	49272	55132	62526	71810	82005
一年内到期的非流动负债	69092	80646	92743	111292	139115	少数股东损益	15500	16260	16585	17082	20157
非流动负债合计	171045	186740	165329	164996	164636	归属母公司净利润	33773	38872	45941	54727	61848
长期借款	120929	114320	114320	114320	114320	**主要财务比率**					
应付债券	47095	49646	50142	50643	51150		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1292959	1459350	1686477	1956109	2331434	**成长能力**					
少数股东权益	79857	82521	99105	116188	136345	营业收入增长	22.55%	23.59%	17.55%	19.68%	17.07%
实收资本（或股本）	11039	11302	11302	11302	11302	营业利润增长	32.84%	13.50%	12.59%	14.84%	14.19%
资本公积	8006	12384	12384	12384	12384	归属于母公司净利润增长	20.39%	15.10%	18.19%	19.12%	13.01%
未分配利润	91725	95352	119475	148211	180686	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	155764	188058	234399	289496	351690	毛利率(%)	37.48%	36.25%	34.71%	34.20%	33.97%
负债和所有者权益	1528579	1729929	2019981	2361793	2819469	净利率(%)	16.55%	14.99%	14.46%	13.87%	13.54%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	2.21%	2.25%	2.27%	2.32%	2.19%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	21.68%	20.67%	19.60%	18.90%	17.59%
经营活动现金流	33618	45687	36711	13045	16373	**偿债能力**					
净利润	49272	55132	62526	71810	82005	资产负债率(%)	85%	84%	83%	83%	83%
折旧摊销	2921.94	4119.52	2473.45	2736.68	3185.73	流动比率	1.15	1.13	1.14	1.16	1.16
财务费用	5999	5736	7092	9171	11725	速动比率	0.49	0.43	0.53	0.56	0.58
应收帐款减少	-153	-402	-263	-443	-460	**营运能力**					
预收帐款增加	97254	72860	86489	103509	121174	总资产周转率	0.22	0.23	0.23	0.24	0.23
投资活动现金流	-67364	-28627	-11370	-976	-770	应收账款周转率	197	206	204	209	207
公允价值变动收益	87	-69	-50	-50	-100	应付账款周转率	3.43	2.75	1.48	1.48	1.46
长期投资减少	0	0	-3325	-2013	-181	**每股指标（元）**					
投资收益	6788	4984	5876	6347	6664	每股收益(最新摊薄)	3.06	3.47	4.06	4.84	5.47
筹资活动现金流	44798	-33338	67933	38992	97977	每股净现金流(最新摊薄)	1.00	-1.44	8.25	4.52	10.05
应付债券增加	14772	2550	496	501	506	每股净资产(最新摊薄)	14.11	16.64	20.74	25.61	31.12
长期借款增加	24900	-6609	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	263	0	0	0	P/E	8.81	7.77	6.63	5.57	4.92
资本公积增加	-324	4379	0	0	0	P/B	1.91	1.62	1.30	1.05	0.87
现金净增加额	11051	-16278	93273	51061	113579	EV/EBITDA	4.72	4.69	3.48	3.45	2.96

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	万科 A（000002）：钱地人三优势护航主业，非房业务延续优质基因	2020-04-03
公司普通报告	拼多多（PDD.O）四季报点评：有些人注重物美但是没有人会排斥价廉，拼多多重塑电商竞争格局	2020-03-13
行业普通报告	东兴证券房地产行业 7 月统计局数据点评：行业短期高景气，优质房企黄金时代 20200816	2020-08-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 6 月统计局数据点评：地产复苏强于经济，销售量价齐升得验证	2020-07-17
行业深度报告	房地产行业报告：以越秀 REIT 案例为起点纵览全球 REITs 发展，透视内地公募 REITs 破冰之旅	2020-05-21
行业普通报告	房地产：龙头具有更扎实的阿尔法，板块超额收益亦值得期待	2020-05-11
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业格局变化之年，龙头更占优	2020-04-27
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业基本面数据如期边际修复，后续需求端政策微调可期	2020-04-21
行业深度报告	物业管理：龙头快速增长的现金牛行业	2020-04-21
行业普通报告	东兴证券房地产行业 3 月统计局数据点评：供给驱动销售复苏，单月投资增速回正	2020-04-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019 年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526