资源与环境研究中心

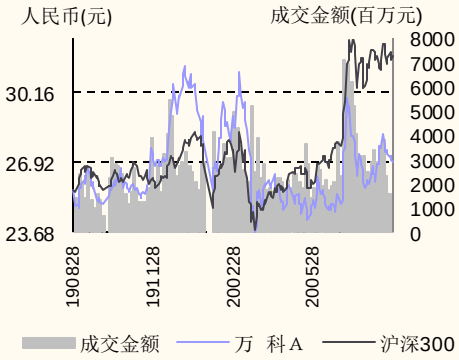
万 科A (000002.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：26.95 元
目标价格（人民币）：37.08-37.08 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	116.18
已上市流通 A 股(亿股)	97.15
流通港股(亿股)	18.94
总市值(亿元)	3,130.98
年内股价最高最低(元)	28.21/25.89
沪深 300 指数	4731
深证成指	13535



相关报告

1.《销售和拿地同步提升-万科 6 月经营数据点评》，2020.7.3
2.《回收资金 390 亿，有望撬动新增销售千亿-万科转让广信资产包股...》，2020.6.30
3.《开发业务效率领先，料重回规模增长-万科系列研究之开发业务篇》，2020.6.12

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号：S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

结算平稳，料下半年拿地加速

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679	367,894	414,201	458,942	507,423
营业收入增长率	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
归母净利润(百万元)	33,773	38,872	43,084	47,486	52,093
归母净利润增长率	20.39%	15.10%	10.83%	10.22%	9.70%
摊薄每股收益(元)	3.059	3.439	3.708	4.087	4.484
每股经营性现金流净额	3.11	3.96	-1.54	7.11	3.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.68%	20.67%	18.04%	16.49%	15.16%
P/E	7.79	9.36	7.27	6.59	6.01
P/B	1.69	1.93	1.31	1.09	0.91

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 8 月 27 日晚间，万科发布 2020 年中期业绩，上半年实现营业收入 1463.5 亿元，同比增长 5.1%；权益净利润 125.1 亿元，同比增长 5.6%。

点评

- **上半年结算平稳，营业利润率下降，净利率小幅下降，权益净利率基本持平，资债指标更加稳健，符合预期：**①实现营业收入同比增长 5.1%；权益净利润同比增长 5.6%；在新冠疫情对交付的影响下，万科仍然能够在半年时间节点实现中个位数的结算增长，符合我们预期。②万科的营业利润率口径为扣除土地增值税口径，2020H1 营业利润率为 24.14%，较去年同期下降 3.92PCTs，这说明公司已经开始结算较低毛利率货值。但是，经过三项费用率的控制（贡献 0.86PCTs），2019 年较充分和准确的减值计提（不给未来留负担）以及所得税的缓冲；净利率较去年同期仅下降 1.11PCTs。同时考虑到，2020 年结算的项目权益比例较 2019 年同期高，所以 2020H1 的权益净利率与 2019H1 相比基本持平，甚至略有上升。③新冠疫情期间，公司谨慎拿地、积极去化，因此其资债指标更加稳健。
- **上半年积极销售，市占率显著提高，料下半年积极拿地：**①万科上半年实现合同销售金额 3204.8 亿元，同比下降 4.0%，市占率提升至 4.8%，较 19 年年底提升 0.8PCTs。②上半年，万科获取新项目 55 个。7 月份拿地加速，新增项目 29 个，7 月拿地强度明显提升。③考虑到万科资债指标相当优异，并且有扩张规模的意愿，我们认为其下半年会保持积极拿地的节奏。
- **万科物业实现营收 67.0 亿元，同比增 26.8%：**由住宅商企“两翼齐飞”升级为“三驾马车”的发展战略，加快“物业城市”业务发展。截至目前，“物业城市”业务已拓展至 7 个城市。万科物业价值有目共睹，不赘述。
- **持有型业务披露更加细致，公司信披透明度提高：**上半年租赁住宅业务收入 10.5 亿元，商场（含印力）租金 30.5 亿元，仓储物流租金 8.3 亿元；以上租金数据系万科首次披露，表达其希望提高持有型业务披露透明度的意愿。

投资建议

- 我们维持对万科 2020-2022 年 EPS 的预测，分别为 3.71 元、4.09 元和 4.48 元。维持 37.08 元目标价，目前股价明显低估，重申“买入”评级。

风险提示

- 房价上涨弱于预期；融资调控强于预期；万科拿地强度低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**242,897**	**297,679**	**367,894**	**414,201**	**458,942**	**507,423**
增长率		22.6%	23.6%	12.6%	10.8%	10.6%
主营业务成本	-160,080	-186,104	-234,550	-282,962	-326,863	-362,007
%销售收入	65.9%	62.5%	63.8%	68.3%	71.2%	71.3%
毛利	82,817	111,575	133,344	131,239	132,079	145,416
%销售收入	34.1%	37.5%	36.2%	31.7%	28.8%	28.7%
营业税金及附加	-19,722	-23,176	-32,905	-26,609	-21,140	-23,069
%销售收入	8.1%	7.8%	8.9%	6.4%	4.6%	4.5%
销售费用	-6,262	-7,868	-9,044	-9,899	-10,969	-12,127
%销售收入	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	-8,866	-10,341	-11,018	-12,716	-14,090	-15,578
%销售收入	3.6%	3.5%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	0	-946	-1,067	-1,243	-1,377	-1,522
%销售收入	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润（EBIT）	47,967	69,244	79,309	80,772	84,504	93,120
%销售收入	19.7%	23.3%	21.6%	19.5%	18.4%	18.4%
财务费用	-2,075	-5,999	-5,736	-5,168	-6,393	-7,180
%销售收入	0.9%	2.0%	1.6%	1.2%	1.4%	1.4%
资产减值损失	-1,319	-2,354	-1,649	-3,128	-201	-337
公允价值变动收益	0	87	-69	0	0	0
投资收益	6,245	6,788	4,984	10,514	11,889	14,509
%税前利润	12.2%	10.1%	6.5%	12.6%	13.2%	14.4%
营业利润	50,813	67,499	76,613	82,989	89,799	100,111
营业利润率	20.9%	22.7%	20.8%	20.0%	19.6%	19.7%
营业外收支	329	-38	-74	456	505	558
税前利润	51,142	67,460	76,539	83,445	90,304	100,670
利润率	21.1%	22.7%	20.8%	20.1%	19.7%	19.8%
所得税	-13,934	-18,188	-21,408	-23,339	-24,057	-27,996
所得税率	27.2%	27.0%	28.0%	28.0%	26.6%	27.8%
净利润	37,208	49,272	55,132	60,106	66,247	72,674
少数股东损益	9,157	15,500	16,260	17,022	18,761	20,581
归属于母公司的净利润	**28,052**	**33,773**	**38,872**	**43,084**	**47,486**	**52,093**
净利率	11.5%	11.3%	10.6%	10.4%	10.3%	10.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	37,208	49,272	55,132	60,106	66,247	72,674
少数股东损益	9,157	15,500	16,260	17,022	18,761	20,581
非现金支出	3,867	6,222	7,275	8,321	6,027	6,791
非经营收益	-6,719	-7,231	-6,993	-8,659	-9,706	-12,424
营运资金变动	48,585	-13,963	-10,623	-77,628	20,009	-31,306
经营活动现金净流	**82,942**	**34,301**	**44,790**	**-17,861**	**82,577**	**35,734**
资本开支	-2,219	-5,849	-6,148	-6,353	-7,167	-8,454
投资	-61,590	-62,521	-32,209	-63,506	-62,425	-70,320
其他	12,196	1,005	9,730	10,514	11,889	14,509
投资活动现金净流	**-51,613**	**-67,364**	**-28,627**	**-59,346**	**-57,703**	**-64,265**
股权募资	14,254	19,491	11,814	20,571	16,014	19,056
债权募资	63,942	61,181	-7,095	70,188	28,916	52,034
其他	-15,948	-27,997	-28,392	-19,898	-22,541	-25,002
筹资活动现金净流	**62,247**	**52,676**	**-23,673**	**70,861**	**22,389**	**46,088**
现金净流量	**93,576**	**19,612**	**-7,510**	**-6,346**	**47,263**	**17,557**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	174,121	188,417	166,195	159,849	207,112	224,670
应收款项	164,682	245,913	237,482	268,720	294,769	322,648
存货	598,088	750,303	897,019	1,039,568	1,106,215	1,218,231
其他流动资产	80,662	110,439	138,294	156,760	159,759	169,451
流动资产	1,017,553	1,295,072	1,438,989	1,624,897	1,767,856	1,935,000
%总资产	87.3%	84.7%	83.2%	81.8%	80.4%	79.2%
长期投资	111,376	186,272	206,964	270,290	332,357	402,309
固定资产	8,121	13,447	16,580	16,539	16,623	16,844
%总资产	0.7%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%
无形资产	3,710	10,214	12,726	16,854	20,055	23,317
非流动资产	147,794	233,508	290,940	360,567	430,102	509,359
%总资产	12.7%	15.3%	16.8%	18.2%	19.6%	20.8%
资产总计	**1,165,347**	**1,528,579**	**1,729,929**	**1,985,464**	**2,197,958**	**2,444,359**
短期借款	62,273	79,194	96,011	107,120	114,087	120,889
应付款项	768,357	457,283	519,691	611,019	693,957	772,367
其他流动负债	16,725	585,437	656,907	682,888	715,452	755,242
流动负债	847,355	1,121,914	1,272,610	1,401,027	1,523,496	1,648,498
长期贷款	96,029	120,929	114,320	155,452	170,715	202,210
其他长期负债	35,289	50,116	72,420	90,655	97,401	111,203
负债	**978,673**	**1,292,959**	**1,459,350**	**1,647,134**	**1,791,612**	**1,961,911**
普通股股东权益	**132,675**	**155,764**	**188,058**	**238,788**	**288,042**	**343,563**
其中：股本	11,039	11,039	11,302	11,618	11,618	11,618
未分配利润	77,172	91,725	95,352	125,511	158,751	195,216
少数股东权益	53,999	79,857	82,521	99,543	118,304	138,885
负债股东权益合计	**1,165,347**	**1,528,579**	**1,729,929**	**1,985,464**	**2,197,958**	**2,444,359**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.541	3.059	3.439	3.708	4.087	4.484
每股净资产	12.019	14.110	16.639	20.554	24.793	29.572
每股经营现金净流	7.513	3.107	3.963	-1.537	7.108	3.076
每股股利	1.281	1.570	1.861	1.112	1.226	1.345
回报率						
净资产收益率	21.14%	21.68%	20.67%	18.04%	16.49%	15.16%
总资产收益率	2.41%	2.21%	2.25%	2.17%	2.16%	2.13%
投入资本收益率	9.24%	10.46%	10.76%	8.70%	8.10%	7.52%
增长率						
主营业务收入增长率	1.01%	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
EBIT增长率	30.36%	44.36%	14.54%	1.84%	4.62%	10.20%
净利润增长率	33.44%	20.39%	15.10%	10.83%	10.22%	9.70%
总资产增长率	40.29%	31.17%	13.17%	14.77%	10.70%	11.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.6	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	1,214.7	1,322.3	1,281.8	1,345.0	1,239.0	1,232.0
应付账款周转天数	355.1	392.6	384.6	399.9	387.9	391.8
固定资产周转天数	10.7	14.1	12.3	10.0	8.3	6.8
偿债能力						
净负债/股东权益	8.83%	19.90%	30.20%	46.75%	34.39%	36.10%
EBIT利息保障倍数	23.1	11.5	13.8	15.6	13.2	13.0
资产负债率	83.98%	84.59%	84.36%	82.96%	81.51%	80.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-06-12	买入	25.90	33.38～33.38
2	2020-06-30	买入	25.92	37.08～37.08
3	2020-07-03	买入	28.39	37.08～37.08

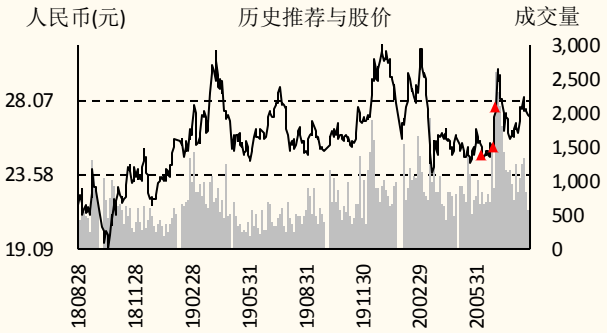
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH