

年报点评 4 | 万科地产：利润指标微降，基本盘持续巩固提升

克而瑞研究中心 朱一鸣、贡显扬

导读：基本盘巩固提升，坚持“城乡建设与生活服务商”战略

【销售规模增速放缓至 3.9%】2019 年，万科累计实现销售金额 6308.4 亿元，同比增长 3.9%，全年业绩增速在 2018 年 14.5%的基础上进一步放缓至 3.9%。2020 年以来，疫情对万科的销售、交付、开复工等多方面都有较大的影响。但整体来看，预计随着年内疫情改善、被压抑的需求逐步释放，全年销售下降是小概率。

【新增投资权益占比提升至 66.7%】2019 年，万科继续坚持理性审慎的投资态度，全年新增土地投资项目 147 个，总规划建筑面积 3716.5 万平方米。截至 2019 年末，万科的总土储规模达 15650.4 万平方米。年内，万科的新增土地投资项目个数和投资总建面都较 2018 年有明显降低，但新增投资金额和投资权益占比有所提升。

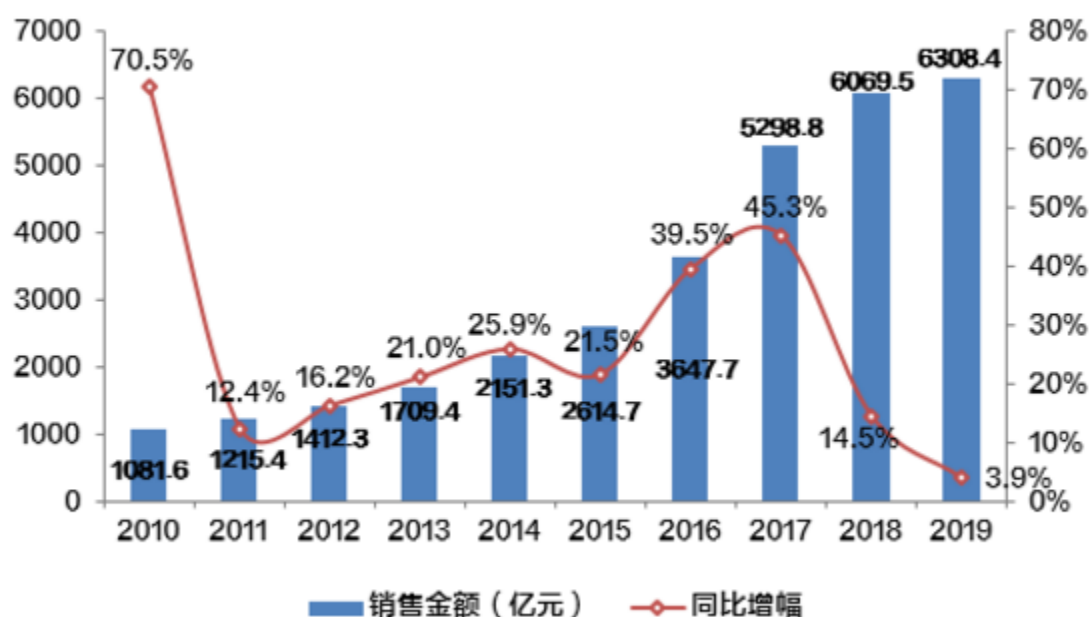
【利润增速放缓显著，盈利指标微降】2019 年，万科整体营收规模继续保持增长，全年实现营业收入 3678.9 亿元，同比增长 23.6%。但目前行业整体利润增长和盈利能力面临较大下行压力。且 2019 年内，万科土地增值税支出大幅提升，长期股权投资中资产减值损失、以及递延所得税费用中土地增值税清算准备金增加。与营收的增长相比，万科利润规模的增速放缓显著、利润率指标微降。

1 销售

合同销售金额 6308.4 亿元，规模增速进一步放缓至 3.9%

万科 2019 年累计实现销售金额 6308.4 亿元，销售面积 4112.2 万平方米，分别同比增长 3.9%和 1.8%；销售均价较 2018 年略有提升，达到 15341 元/平方米。2019 年，万科的全年业绩同比增速在其 2018 年 14.5%的基础上进一步放缓至 3.9%。近年来，随着行业规模增长步入平稳期，房企整体规模增速逐年显著放缓成为趋势。

图：万科 2010-2019 年销售金额及同比增幅



数据来源：企业公告，CRIC

同时，自 2020 年以来，疫情对行业整体的销售、交付、开复工等多方面都有较大的影响。对于万科而言，首先疫情直接影响了万科在湖北武汉、宜昌、鄂州的销售。其次，一季度预计全国有 1 万户面临交付延缓、全年或将涉及 3.9 万户。开复工较往年也有 40 天左右的延迟，占到一年的 1/9。整体来看，此次疫情对房企的现金流，甚至未来 1-2 年的结算造成了较大的压力。但万科预计随着年内疫情改善、被压抑的需求逐步释放之后，全年销售下降是小概率。

销售结构：上海区域业绩贡献超 2000 亿，业绩贡献占比逐年提升

2019 年，万科在 21 个城市的销售金额位列当地第一，在 12 个城市排名第二。从销售结构来看，2019 年对万科业绩贡献最高的上海区域实现销售金额 2045.1 亿元，销售金额和销售面积占比分别达到了 32.4%和 28.4%，较 2018 年有明显提升。北方区域和南方区域的销售金额贡献度则均在 20%左右。此外，万科中西部区域 2019 年实现销售金额 1506.6 亿元，业绩贡献度自 2016 年以来逐年提升。

表：万科 2019 年分区域销售结构及较 2018 年变动（亿元）

2019	销售金额	占比	占比较 2018 年变动
南方区域	1274.2	20.2%	-3.4 pts
上海区域	2045.1	32.4%	2.6 pts
北方区域	1422.1	22.5%	-1.5 pts
中西部区域	1506.6	23.9%	2.4 pts
其他	60.4	1.0%	-0.1 pts
合计	6308.4	100.0%	
2019	销售面积	占比	占比较 2018 年变动
南方区域	658.2	16.0%	-2.1 pts
上海区域	1166.4	28.4%	1.4 pts
北方区域	1045.9	25.4%	-2.6 pts
中西部区域	1236.4	30.1%	3.3 pts
其他	5.4	0.1%	0 pts
合计	4112.2	100.0%	

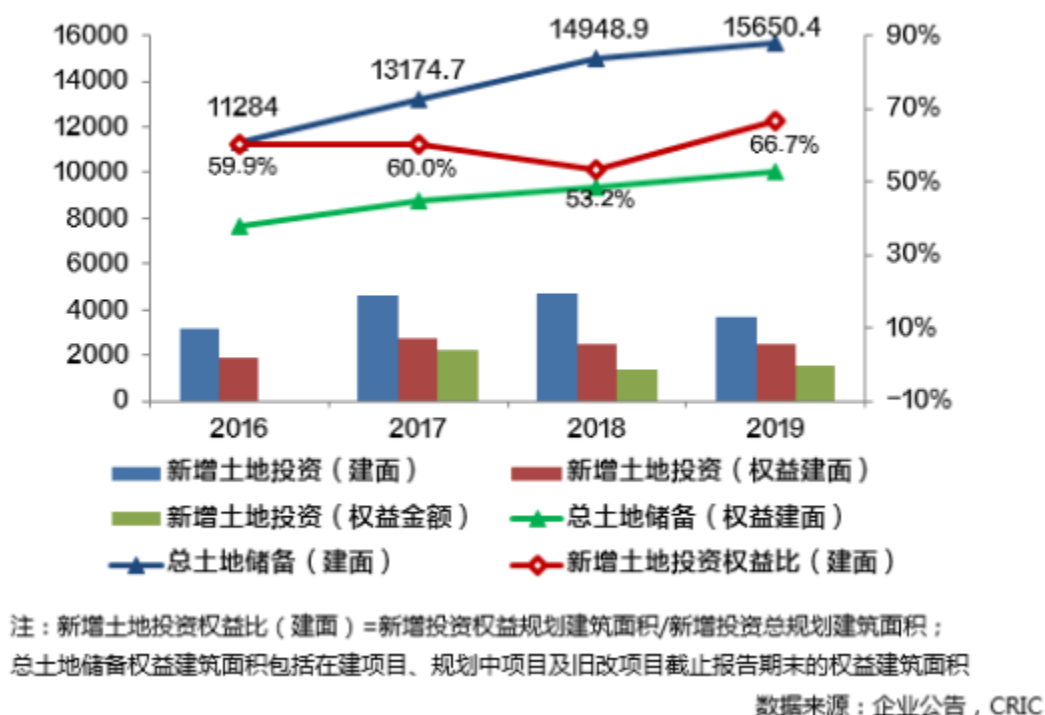
注：上海区域包括上海、杭州、嘉兴、苏州、昆山、常熟、无锡、南京、南昌、宁波、合肥、扬州、温州、芜湖、徐州、宿迁、南通、镇江、常州、海宁、盐城、绍兴；

数据来源：企业公告，CRIC

2 投资新增投资权益金额增长 14.7%，投资权益占比提升至

66.7% 2019 年，万科继续坚持理性审慎的投资态度，全年新增土地投资项目 147 个，总规划建筑面积 3716.5 万平方米，权益规划建筑面积 2478.4 万平方米。虽然 2019 年内，万科的新增土地投资项目个数和投资总建面都较 2018 年有明显降低。但新增投资金额和投资权益占比都有所提升，其中，万科 2019 年新增投资权益金额 1549.6 亿元，同比增长 14.7%；新增投资权益占比 66.7%，较 2018 年增长 13.5 个百分点。在总土地储备规模上，万科截至 2019 年末的在建及规划中土地储备面积达 15650.4 万平方米（在建项目 10256.1 万平方米、规划中项目 5394.3 万平方米），其中权益土储 9530.2 万平方米。同时万科还积极参与旧改，截至 2019 年末旧改项目的规划权益建筑面积达 492.9 万平方米，较 2018 年末增长 41.8%。

图：万科 2016-2019 年新增投资、权益比及总储备权益建面（亿元、万平方米）

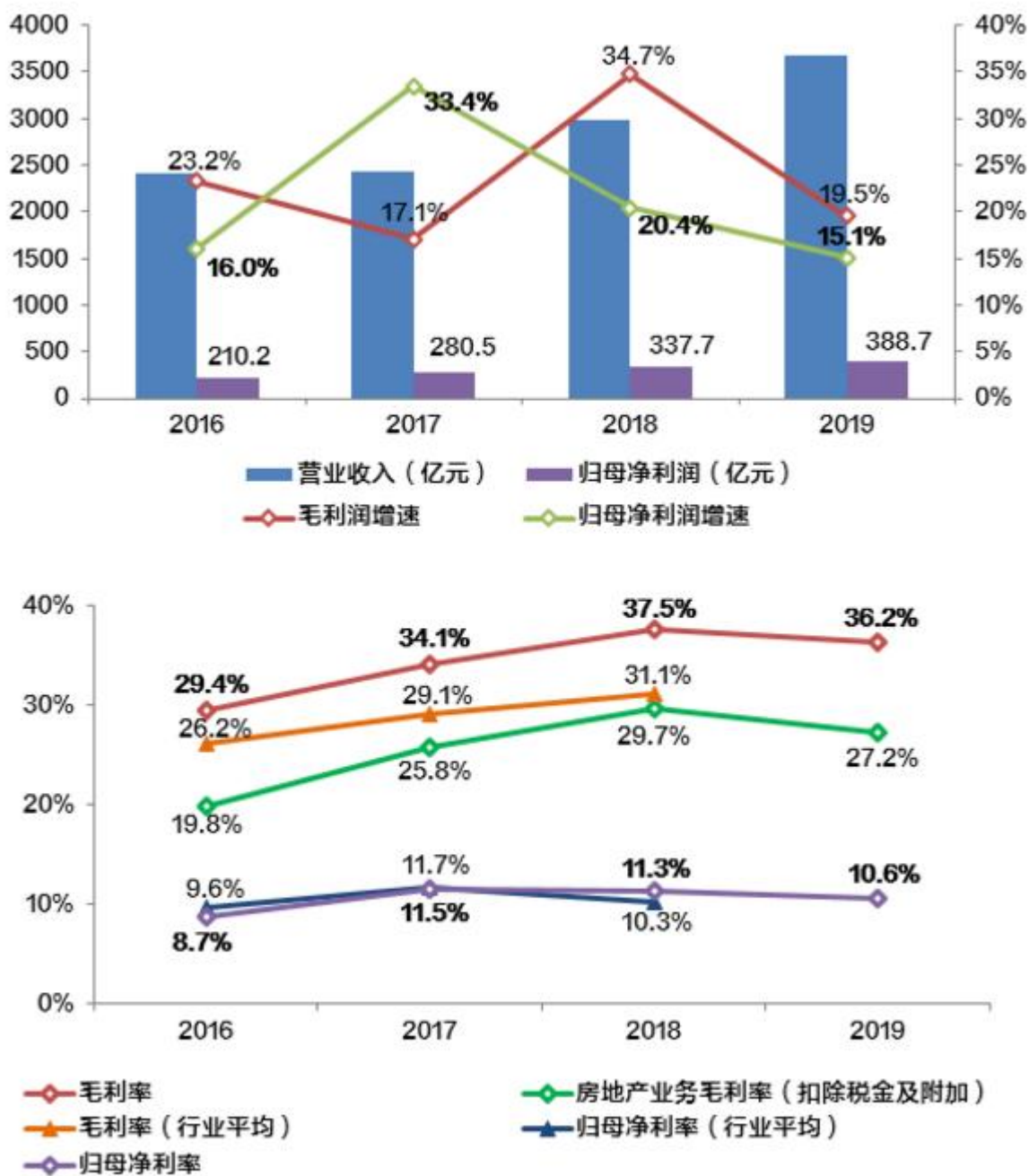


3 财务利润增速放缓显著、盈利能力仍维持在行业较高水平

2019 年，万科整体营收规模继续保持增长，全年实现营业收入 3678.9 亿元，同比增长 23.6%。但相比营收的增长，年内万科利润规模的增速放缓显著、利润率指标有所降低。具体来看，万科 2019 年实现毛利润 1333.4 亿元、净利润 551.3 亿元，分别同比增长 19.5%和 11.9%，增速较 2018 年的逾 30%有明显降低。归母净利润增速自 2017 年以来也逐年放缓，较 2018 年的 20.4%进一步降低 5 个百分点至 15.1%。

盈利指标上，万科 2019 年毛利率和归母净利率为 36.2%和 10.6%，较 2018 年分别降低了 1.2 和 0.8 个百分点。我们认为，一方面，目前行业整体的利润空间受到挤压，房企利润增长和盈利能力面临较大的下行压力。另一方面，2019 年万科年内土地增值税支出大幅提升，长期股权投资中资产减值损失、以及递延所得税费用中土地增值税清算准备金增加。受这两方面的影响，万科 2019 年的利润增速降低，但整体来看万科的盈利能力仍维持在行业较高水平。

图：万科 2016-2019 年利润规模及盈利指标（亿元）



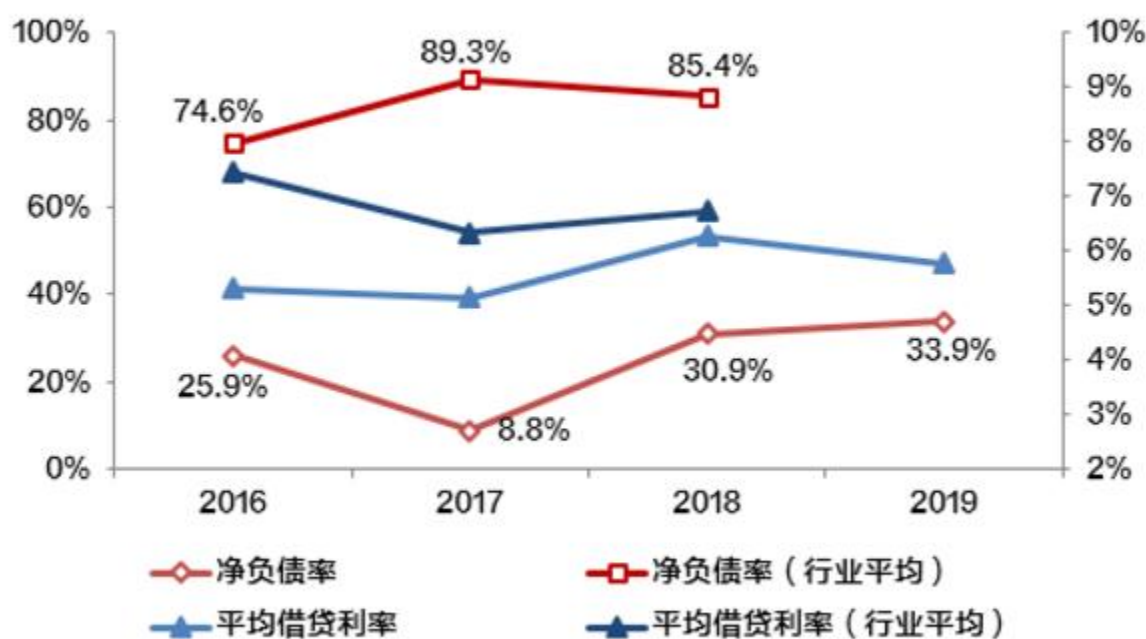
数据来源：企业公告，CRIC

负债：持续稳健经营，净负债率、融资成本保持行业低位

在行业增速放缓和企业整体融资环境趋紧的背景下，万科始终保持稳健经营，净负债率水平和融资成本多年来稳定在行业较低水平。截至 2019 年末，万科持有货币资金 1661.9 亿元，有息负债总额 2578.5 亿元。现金短债比和长短期债务比分别为 1.77 和 1.75，净负债率 33.9%，债务结构较为健康。

万科于 2019 年年内还分两次发行总额 45 亿元的住房租赁专项债券，利率分别为 3.65% 和 3.55%；完成 5 亿元超短期融资券发行，发行利率 3.18%；此外还完成多次美元中期票据发行，最低票面利率为 3.15%。凭借良好的市场信用，整体融资成本保持在行业较低水平。

图：万科 2016-2019 年净负债率、平均借贷利率水平



数据来源：企业公告，CRIC

4 多元化

巩固提升基本盘，坚持城乡建设与生活服务商的既定战略

除了地产开发业务持续巩固提升基本盘，万科在物业服务、长租公寓、印力商业、物流仓储、冰雪业务等多元业务板块，继续围绕城市发展和客户的需求进行布局，践行“城乡建设与生活服务商”战略。

特别是随着房地产行业从增量进入存量时代，万科在各个业务板块中将致力于把各自领域的顾客照顾好，为他们提供好产品、好服务，并适时引入外部视角对业务进行优化改善。对于未来的战略布局，万科表示今年将再次做战略修订，

同时还要做配套的数字化发展规划。新业务将围绕城市发展和客户服务需求进行发展，计划先打造能力再拓展规模，做到领先领跑、但不会追求单一业务和规模的比拼。

如在物业服务板块，2019 年万科物业实现营业收入 127 亿元，同比增长 29.7%。年内新拓展项目的年饱和收入 54.06 亿元（根据项目合同约定在一个完整年度的物业服务费收入），同比增长 33.13%。为了更好地响应客户服务需求，实现降本提效和精细运营，万科物业还积极开展数字化建设，包括纸电一体化发票管理平台、人行出入口无人值守智能化产品、以及“黑猫二号”智慧停车场管理系统等。目前，万科物业还在以城市服务商为目标持续转型成长，暂无上市计划。

表：截至 2019 年末万科各多元业务板块经营情况

业务板块	经营情况
物业服务	2019 年，万科物业实现营业收入 127.0 亿元，同比增长 29.7%。新拓展项目的年饱和收入 54.06 亿元，同比增长 33.13%。
	年内，万科物业与戴德梁行成立合资公司，实现商业物业服务和设施管理的强强联合。“城市空间整合服务”模式拓展至珠海横琴新区、雄安新区、广州白云及成都高新区。
租赁住宅	2019 年租赁住宅业务新增开业 5.6 万间，截止报告期末，累计开业 11 万间，已开业房间中 81% 位于北京、上海、深圳、广州、杭州、天津、成都、厦门、青岛、南京、苏州、武汉、西安、济南等 14 个核心城市，成熟期项目（开业半年及以上）的平均出租率约 90%。
商业开发运营	截至 2019 年末，印力集团运营管理项目 108 个，覆盖 50 多个城市，管理面积近 900 万平方米，已开业面积为 644 万平方米。
	积极开展资本市场创新探索，2019 年 11 月发起印象壹号商业投资基金，总规模 30 亿元，未来将投向购物中心的开发和运营。
物流仓储服务	截至 2019 年末，万纬物流累计进驻 44 个城市，获取 138 个项目，其中高标库 123 个，冷库 15 个，可租赁物业的建筑面积约 1086 万平方米。截至报告披露日，万纬物流共计稳定运营 53 个项目，包括 45 个高标库项目和 8 个冷链项目，其中高标库稳定运营项目平均出租率为 92%，冷库的全年仓库使用率为 82%，较 2018 年大幅提升。
	万纬物流完成“万纬物流-易方达资产-物流仓储 1 期资产支持专项计划”深交所簿记流程，该专项计划总规模 5.73 亿。
冰雪度假	运营吉林松花湖，北京石京龙与北京西山滑雪场三个项目，其中吉林松花湖度假区客流量、客户满意度持续保持国内领先，并连续第三年获得世界滑雪大奖“中国最佳滑雪度假区”称号。

数据来源：企业公告，CRIC 整理

附表 1：万科 A[000002]近期券商估值

券商名称	日期	目标价（元/股）
东方证券	2020 年 3 月	32.72
招商证券	2020 年 3 月	38.30
华创证券	2020 年 3 月	45.00
西南证券	2020 年 3 月	33.57
花旗 Citi	2020 年 3 月	34.85
高盛	2020 年 3 月	28.80
中信建投证券	2020 年 3 月	38.00
天风证券	2020 年 1 月	38.30

数据来源：CRIC 整理

附表 2：2016 年-2019 年企业财务指标（亿元、万平方米）

分类	指标体系	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比/百分点变动
规模指标	合同销售金额	3647.7	5298.8	6069.5	6308.4	3.9%
	营业收入	2404.8	2429.0	2976.8	3678.9	23.6%
	物业销售收入	2341.4	2330.1	2846.2	3526.5	23.9%
	总土地储备建面	11284.0	13174.7	14948.9	15650.4	4.7%
	新增土地投资建面	3157.3	4615.4	4681.4	3716.5	-20.6%
营利性指标	毛利润	707.3	828.2	1115.8	1333.4	19.5%
	净利润	283.5	372.1	492.7	551.3	11.9%
	核心净利润	209.3	272.8	334.9	383.1	14.4%
	归母净利润	210.2	280.5	337.7	388.7	15.1%
	毛利率	29.4%	34.1%	37.5%	36.2%	-1.2 pts
	净利率	11.8%	15.3%	16.6%	15.0%	-1.6 pts
	核心净利率	8.7%	11.2%	11.3%	10.4%	-0.8 pts
	归母净利率	8.7%	11.5%	11.3%	10.6%	-0.8 pts
	每股基本收益（元）	1.90	2.54	3.06	3.47	13.4%
抗风险指标	现金	870.3	1741.2	1884.2	1661.9	-11.8%
	现金短债比	2.01	2.80	2.02	1.77	-0.25
	长短期债务比	1.97	2.06	1.80	1.75	-0.06
	净负债率	25.9%	8.8%	30.9%	33.9%	3 pts
	平均借贷利率	5.32%	5.14%	6.26%	5.76%	-0.5 pts
运营及资本效率	资产收益率(ROA)	3.9%	3.7%	3.7%	3.4%	-0.3 pts
	净资产收益率(ROE)	19.0%	21.4%	23.3%	21.8%	-1.6 pts
	股东权益回报率	19.7%	22.8%	23.4%	22.6%	-0.8 pts
	销售费用率	3.5%	3.0%	3.3%	3.4%	0.1 pts
	资产杠杆率	513.8%	624.3%	648.7%	639.3%	-9.4 pts

注：核心净利率为企业财报公告的扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润；

股东权益回报率=归母净利润/按报告期平均的归属于母公司股东权益；

销售费用率=销售及管理费用/报告期内操盘销售金额；资产杠杆率=总资产/所有者权益合计

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理