

万科A (000002)

业绩平稳增长，多元业务持续发展

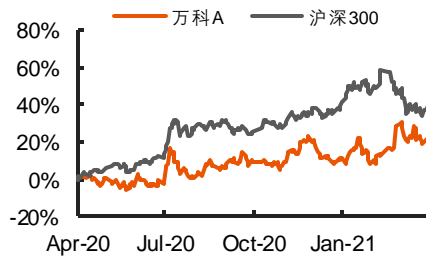
强烈推荐 (维持)

现价: 31.37 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.vanke.com
大股东/持股	深圳地铁集团/27.91%
实际控制人	
总股本(百万股)	11,618
流通 A 股(百万股)	9,718
流通 B/H 股(百万股)	1,894
总市值 (亿元)	3,564.51
流通 A 股市值(亿元)	3,048.40
每股净资产(元)	19.32
资产负债率(%)	81.3

行情走势图



相关研究报告

- 《万科 A*000002*业绩稳健增长，债务结构优化》 2020-10-30
- 《万科 A*000002*经营依旧稳健，融资优势明显》 2020-08-28
- 《万科 A*000002*业绩整体稳健，拿地权益回升》 2020-04-28

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
yangkan034@pingan.com.cn

研究助理

郑南宏 一般从业资格编号
S1060120010016
zhengnanhong873@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司公布2020年年报，全年实现营收4191.1亿，同比增长13.9%；归母净利润415.2亿，同比增长6.8%，对应EPS为3.62元。公司拟每10股派发现金红利12.5元（含税）。

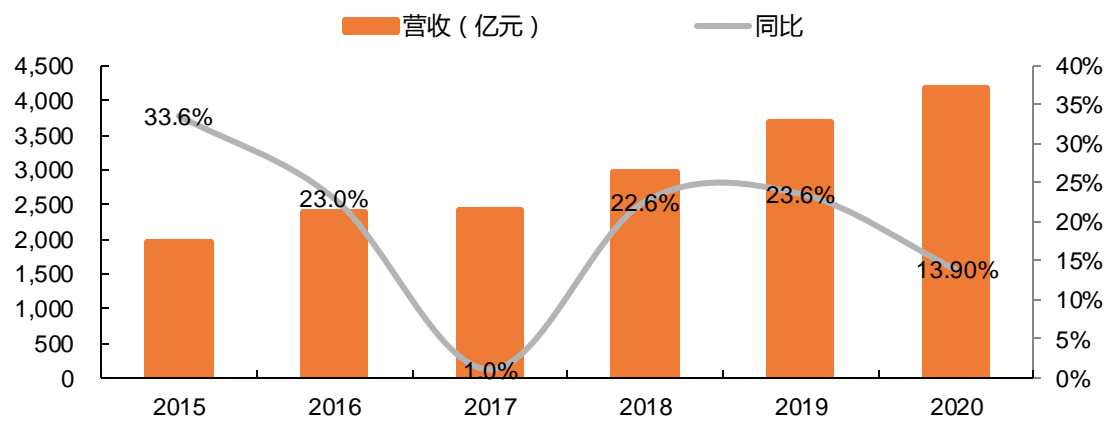
平安观点:

- **业绩平稳增长，投资收益大幅增加。**公司2020年营收同比增长13.9%，归母净利润增6.8%，利润增速低于营收增速主要因：1)受结算结构及限价影响，期内房地产及相关业务毛利率同比降4.6pct至22.6%；2)资产减值同比增加3.3亿元至19.8亿元；3)少数股东损益占比同比提升0.5pct至30%。期内公司管控效率逐步改善，管理费用率、财务费用率分别同比降0.5pct、0.3pct；同时投资净收益同比增171%至135亿元，其中来自联合营企业投资收益同比增157%至97亿元。
- **未结资源可观，奠定持续增长基础。**2020年公司房地产结算面积2889.4万平、开发结算收入3774.2亿元，分别同比增17.4%、13.0%；结算均价13062元/平，同比降3.8%。由于销售规模远高于结算规模，期末已售未结资源4918.6万平，对应合同金额6981.5亿元，同比分别增14.7%、14.6%，平均已售未结均价13062元/平，充足未结资源为后续业绩持续增长奠定基础。
- **销售稳步增长，新开工略有放缓。**2020年公司销售面积4667.5万平，销售金额7041.5亿元，同比分别增13.5%、11.6%；销售金额市占率4.1%，在23个城市销售额位列当地第一；销售均价15086元/平，同比降1.7%。2020年新开工面积3960.4万平，同比降6.6%，完成年初计划135.6%；竣工面积3381.7万平，同比增长12.4%，完成年初计划101.9%。公司2021年计划竣工面积3587.5万平，同比增6.1%；计划新开工面积3148.4万平，同比降20.5%，考虑2021年新增土储仍有部分当年开工，预计新开工仍有望超计划。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367894	419112	481978	544636	609992
YoY (%)	23.6	13.9	15.0	13.0	12.0
净利润(百万元)	38872	41516	46607	52111	57623
YoY (%)	15.1	6.8	12.3	11.8	10.6
毛利率 (%)	36.2	29.2	29.0	29.2	29.5
净利率 (%)	10.6	9.9	9.7	9.6	9.4
ROE (%)	20.4	16.9	16.0	15.5	15.1
EPS(摊薄/元)	3.35	3.57	4.01	4.49	4.96
P/E(倍)	9.4	8.8	7.8	7.0	6.3
P/B(倍)	1.9	1.6	1.3	1.2	1.0

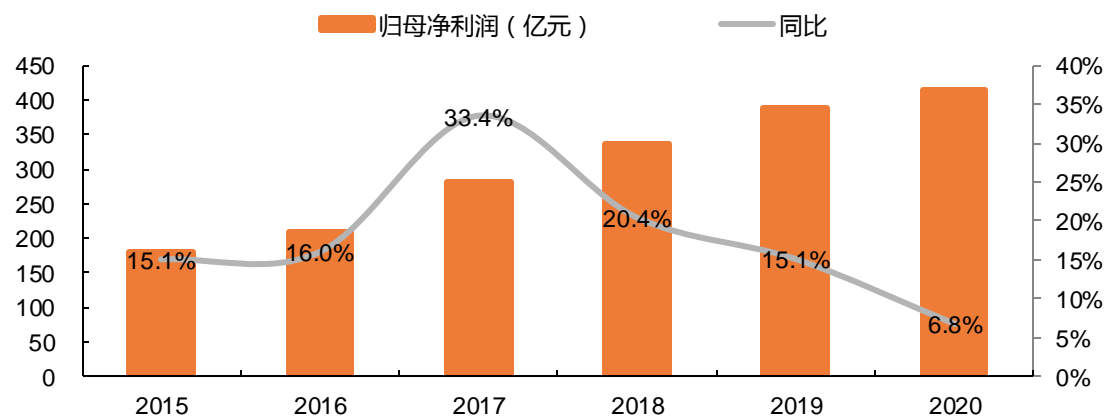
- **下半年积极把握拿地契机，土储相对充足。**随着行业金融监管趋严、土地市场趋于平稳，2020 年下半年公司积极把握拿地契机、新增土储建面 2386 万平，较上半年 980 万平明显增加；全年累计新增土储 3367 万平、总地价约 2259 亿元，拿地销售面积比与拿地销售金额比分别为 72.1%、32.1%，较 2019 年降 18.3pct、3.8pct；平均楼面地价 6710 元/平，地价房价比 44.5%，较 2019 年上升 3.7pct。期末在建及规划建设项目面积（剔除已售未结）约 1.09 亿平米，可保障未来 2-3 年销售。
- **非开发业务稳步发展，经营能力持续提升。**物业方面，万物云定位升级为“空间科技服务商”，期内营收同比增 27.4%至 182 亿元，其中住宅物业、商业物业及设施服务、智慧城市服务、社区生活服务等、万物成长分别占比 55.2%、29.2%、5.4%、5.4%、4.7%，期末在管面积达 5.66 亿平米。租赁方面，期内长租公寓营收 25.4 亿元，同比增 72.3%，新开业长租公寓 3.3 万间，期末运营管理 18.44 万间，累计开业 14.24 万间，已开业项目整体出租率超过 95%。商业地产方面，期内商业(含非并表项目)业务营收 63.2 亿元，同比增 4.3%，新开业面积 128.9 万平，累计开业 989.8 万平，已开业项目整体出租率 87.4%，其中稳定发展期（开业 3 年以上）出租率 92.0%，此外规划中和在建 435.4 万平。物流地产方面，期内万纬物流管理项目（含非并表项目）营收 18.7 亿元，同比增 37%；新开业 195 万平，期末累计开业 700 万平，其中高标库 666 万平，稳定期出租率 94%；冷库 34 万平，稳定期使用率 77%。
- **债务持续优化，短期偿债压力无虞。**公司坚持以现金流为基础的真实价值创造，不断提高资金管理的计划性和精细度。期内经营性现金净流入 531.9 亿元，连续 12 年为正，期末在手现金 1952.3 亿元，现金短债比达 228%，同比提升 55.1pct；期末净负债率、剔除预收款后资产负债率分别为 18.1%、71.7%，同比降 15.8pct、4.8pct；期末有息负债以中长期负债为主，一年以上占比达 67.9%。
- **投资建议：**受核心城市限价等影响，公司毛利率下行速度快于此前预期，下调公司 2021-2022 年 EPS 预测至 4.01 元（原为 4.56 元）、4.49 元（原为 5.20 元），当前股价对应 PE 分别为 7.8 倍和 7.0 倍。短期来看，供地新政、金融监管趋严背景下，公司财务结构稳健、融资成本占优，拿地优势进一步扩大；中长期来看，中央坚持“稳地价、稳房价”等导向下，行业将从粗放型发展向精细化运营转变、由土地红利向管理红利、品牌红利迈进，房企拿地容错率大幅下降。公司融资管控、品牌优势突出，稳健经营、居安思危的基因更契合未来行业发展趋势，同时多元化布局打开新的增长空间，有望进一步扩大行业领先优势，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**（1）受疫情影响，若行业需求释放持续低于预期，房企普遍以价换量，可能带来公司项目减值风险；（2）2016 年起受楼市火爆影响、地价持续上升，而后续各城市限价政策陆续出台，未来公司毛利率面临下滑风险；（3）公司多元化业务拓展存在不及预期的风险。

图表1 万科 2020 年营收同比增长 13.9%



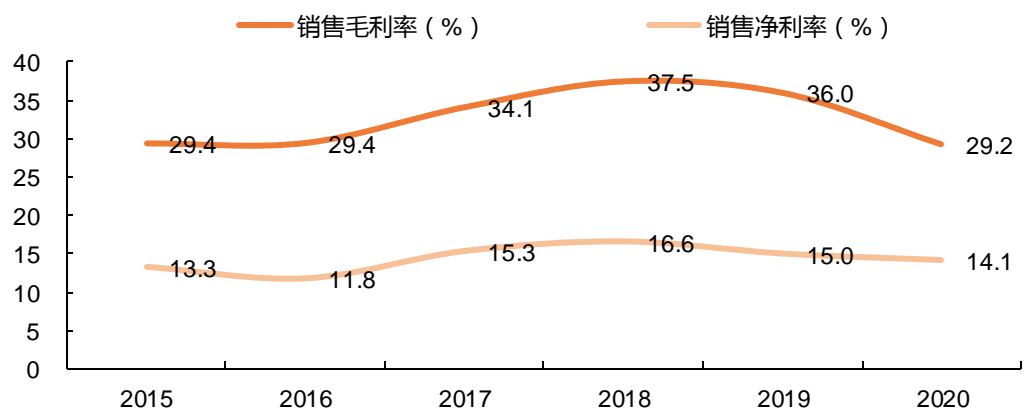
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表2 万科 2020 年归母净利润同比增长 6.8%



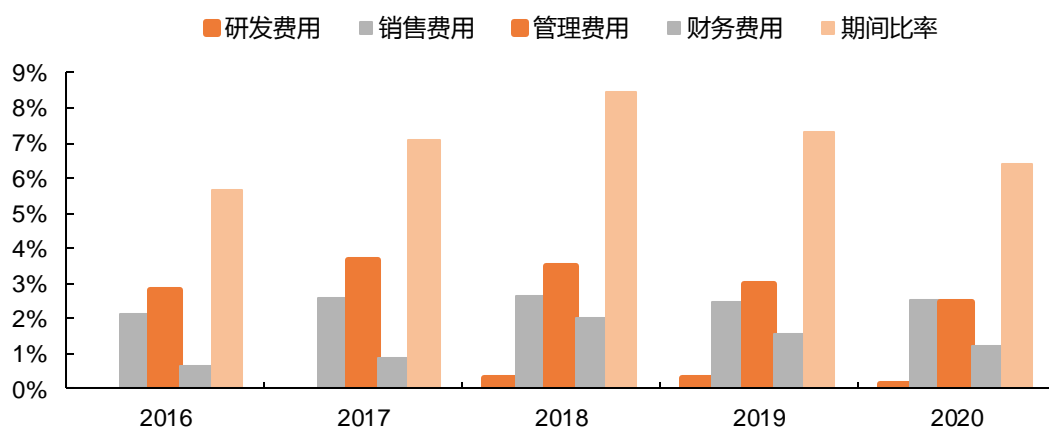
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 万科销售毛利率及净利率



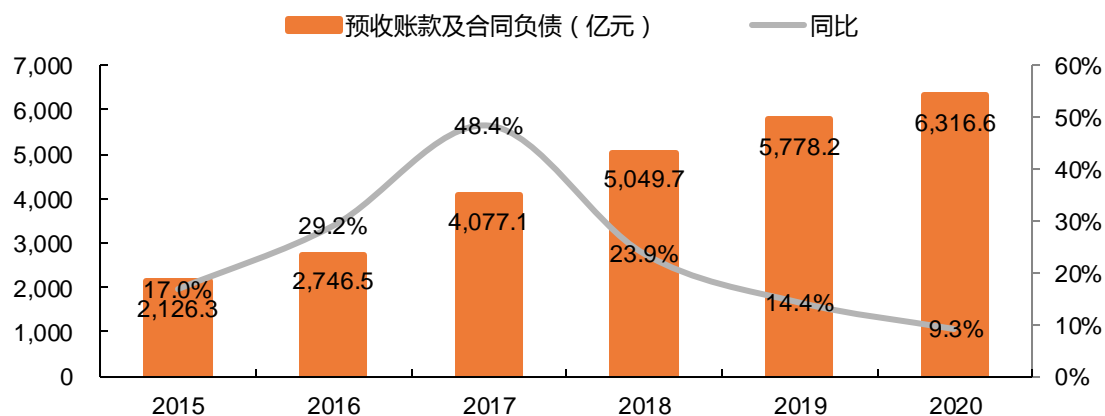
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 万科各项费用率占比



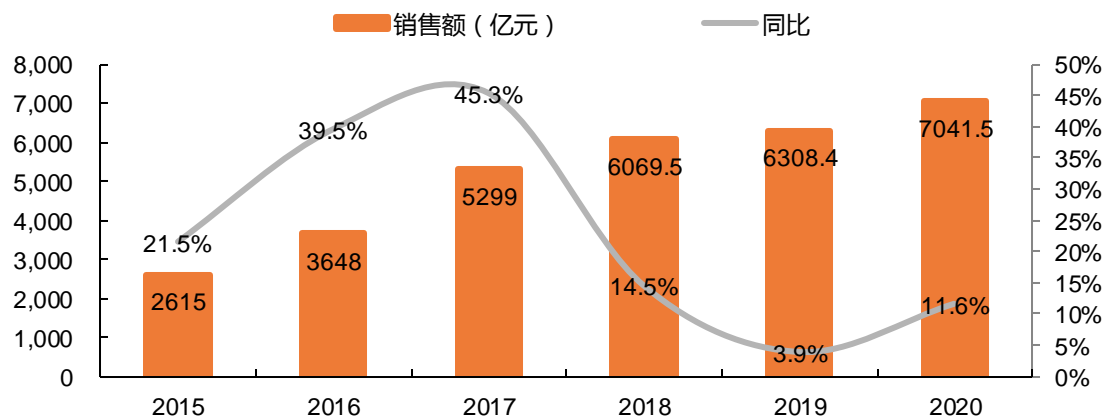
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表5 万科 2020 年末预收账款与合同负债合计值同比增长 9.3%



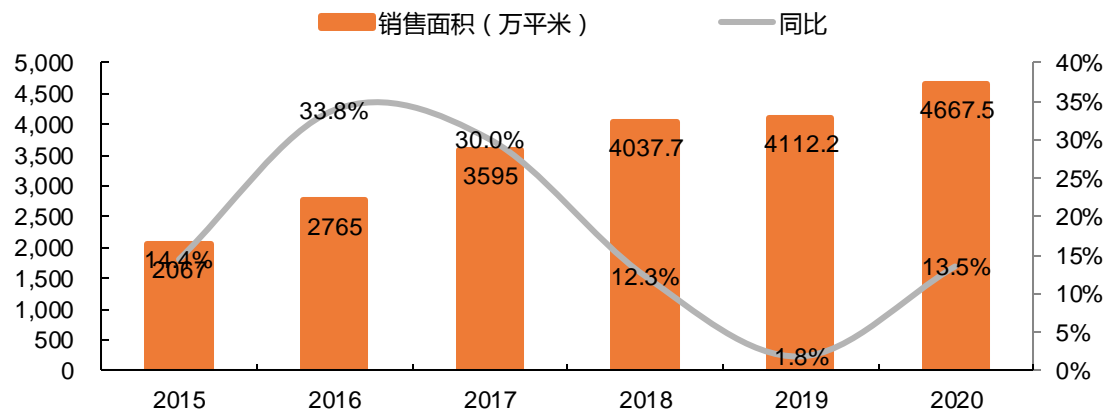
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表6 万科 2020 年销售金额同比增长 11.6%



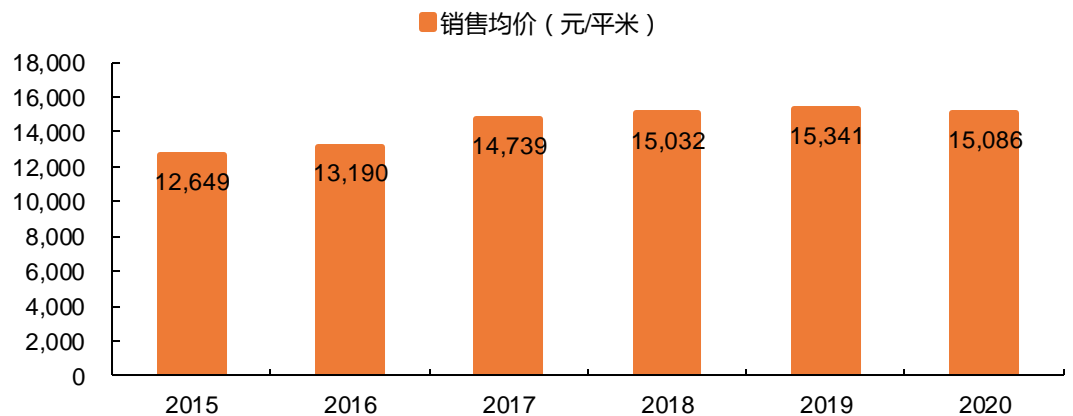
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表7 万科2020年销售面积同比增长13.5%



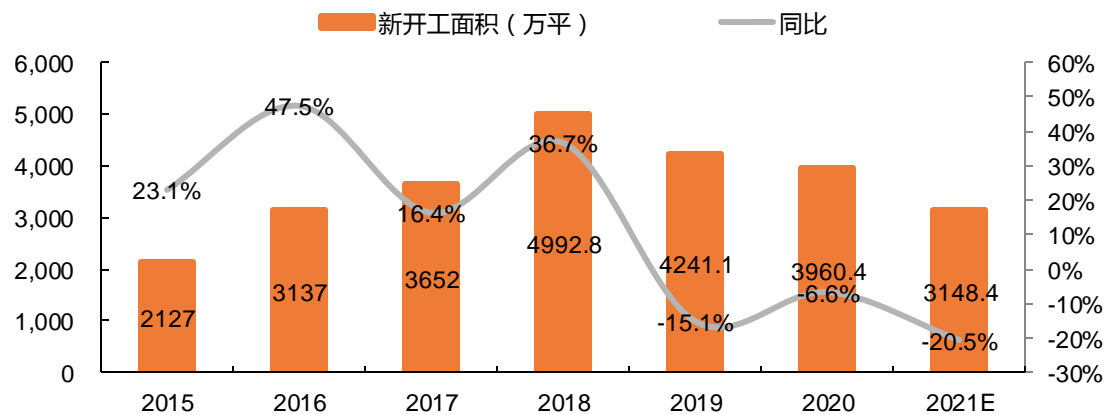
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表8 万科历年销售均价走势



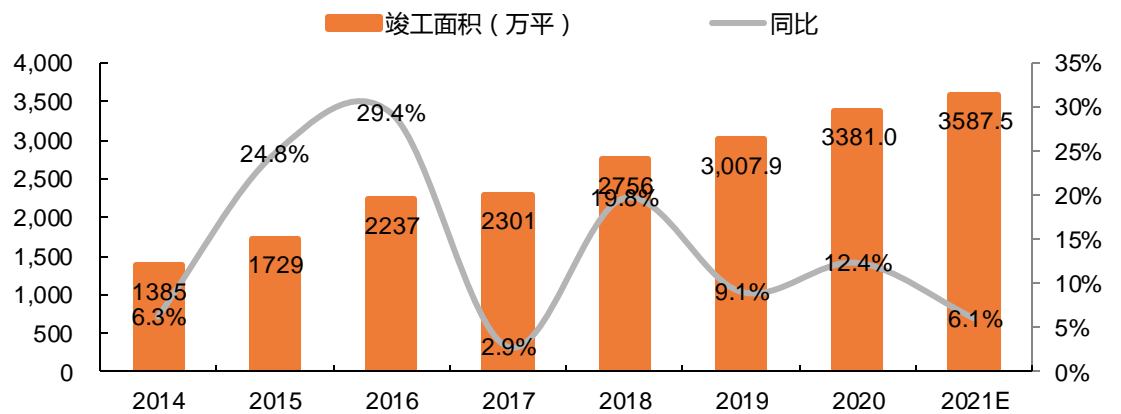
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 万科2020年新开工同比降6.6%



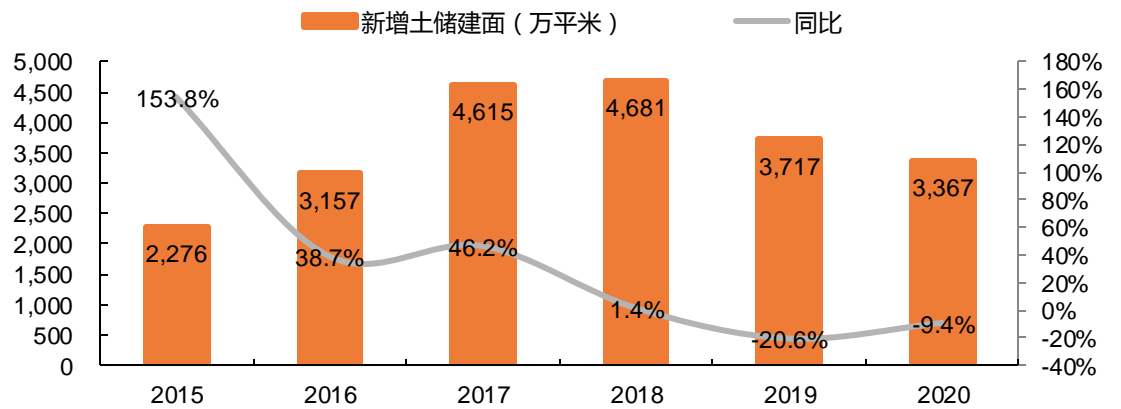
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表10 万科 2020年竣工同比增长12.4%



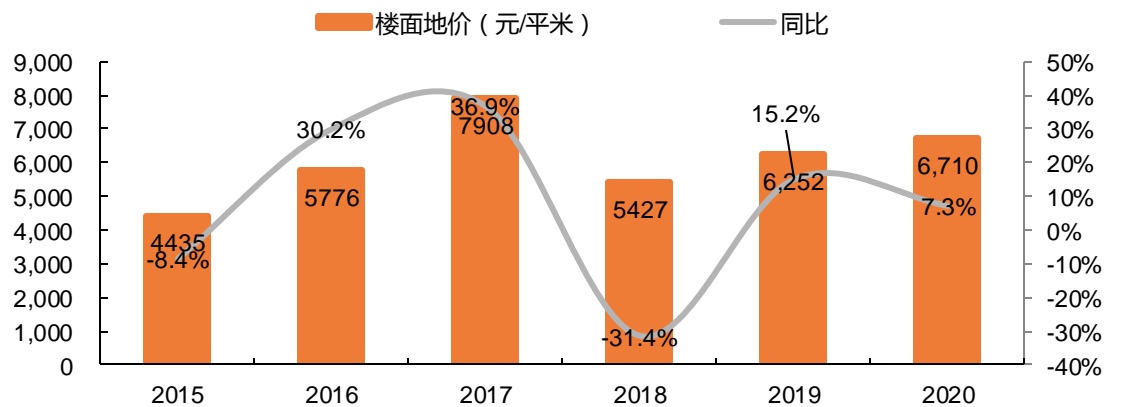
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 万科 2020年新增土储建面同比降9.4%



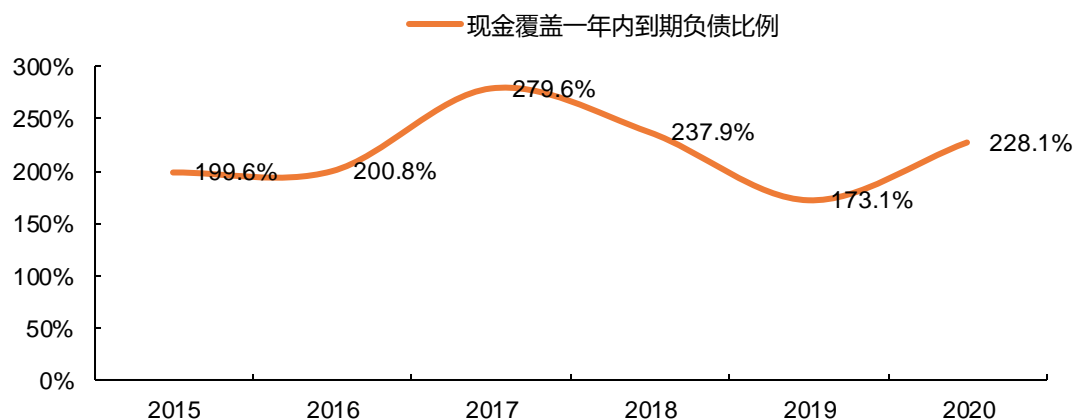
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表12 万科 2020年新增土储楼面价同比增长7.3%



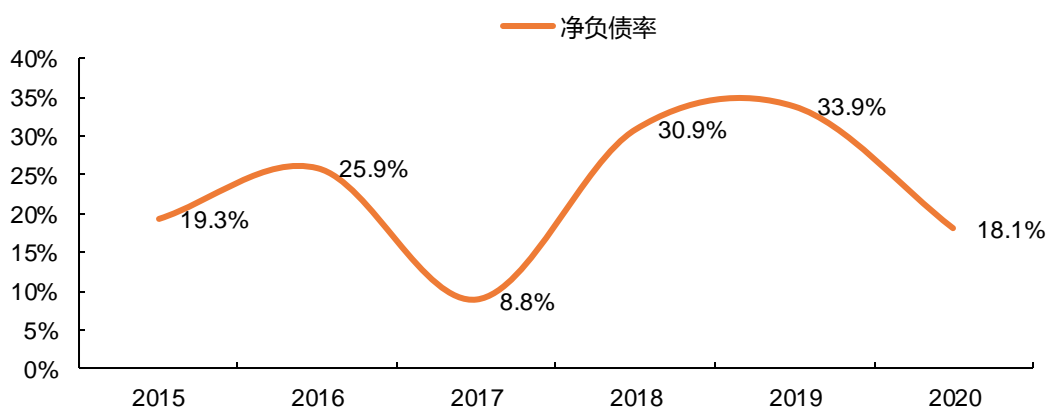
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表13 万科现金覆盖近一年内到期负债比例仍处于高位



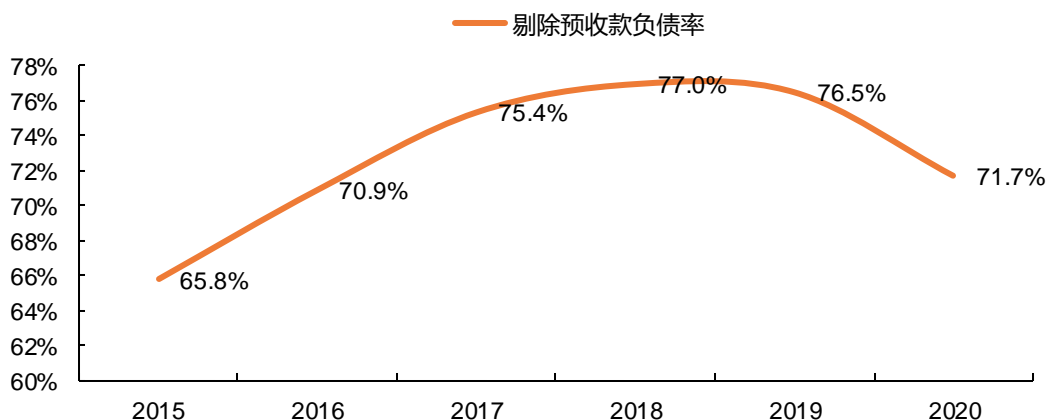
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表14 万科净负债率仍处于较低水平



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表15 万科剔除预收款后资产负债率持续下滑



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1547387	1701664	1952979	2026625
现金	195231	224595	251472	259545
应收票据及应收账款	3002	5031	6435	8815
其他应收款	249499	271559	317236	342215
预付账款	62248	93229	112293	117892
存货	1002063	1071905	1230197	1262814
其他流动资产	35345	35345	35345	35345
非流动资产	321790	351200	380683	409678
长期投资	141895	164028	186376	208941
固定资产	12577	14865	17645	20680
无形资产	6088	5970	5826	5663
其他非流动资产	161230	166336	170836	174393
资产总计	1869177	2052864	2333661	2436303
流动负债	1317493	1417996	1627803	1672923
短期借款	25112	25112	25112	25112
应付票据及应付账款	296292	298847	318116	318986
其他流动负债	996090	1094037	1284575	1328825
非流动负债	201840	218442	223055	204594
长期借款	175613	187060	191672	173211
其他非流动负债	26227	31383	31383	31383
负债合计	1519333	1636438	1850858	1877516
少数股东权益	125334	145308	168177	194675
股本	11618	11618	11618	11618
资本公积	18554	18554	18554	18554
留存收益	195883	242784	295601	354858
归属母公司股东权益	224511	271118	314627	364112
负债和股东权益	1869177	2052864	2333661	2436303

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	53188	49898	42541	49568
净利润	59298	66581	74980	84122
折旧摊销	0	3842	4724	5760
财务费用	5145	5064	5532	5977
投资损失	-13512	-14863	-15202	-15549
营运资金变动	0	-10713	-27475	-30741
其他经营现金流	2257	-13	-18	-2
投资活动现金流	5797	-18375	-18987	-19205
资本支出	7208	7276	7136	6429
长期投资	-8300	-22133	-11419	-22566
其他投资现金流	4705	-33231	-23271	-35342
筹资活动现金流	-32504	-2159	3323	-22290
短期借款	9746	0	0	0
长期借款	11648	11447	4613	-18461
普通股增加	316	0	0	0
资本公积增加	6170	0	0	0
其他筹资现金流	-60384	-13605	-1289	-3829
现金净增加额	25924	29364	26877	8073

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	419112	481978	544636	609992
营业成本	296541	342205	385602	430044
营业税金及附加	27237	33738	38124	42699
营业费用	10637	11567	13344	14945
管理费用	10288	11831	14161	15860
研发费用	666	766	1198	1342
财务费用	5145	5064	5532	5977
资产减值损失	1981	1692	1819	1641
其他收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	6	7	-12
投资净收益	13512	14863	15202	15549
资产处置收益	48	8	11	14
营业利润	79959	89991	100076	113034
营业外收入	999	728	729	793
营业外支出	1282	745	832	912
利润总额	79676	89975	99973	112915
所得税	20378	23393	24993	28793
净利润	59298	66581	74980	84122
少数股东损益	17783	19974	22869	26498
归属母公司净利润	41516	46607	52111	57623
EBITDA	86931	95025	105327	118552
EPS (元)	3.57	4.01	4.49	4.96

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	13.9	15.0	13.0	12.0
营业利润(%)	4.4	12.5	11.2	12.9
归属于母公司净利润(%)	6.8	12.3	11.8	10.6
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	29.2	29.0	29.2	29.5
净利率(%)	9.9	9.7	9.6	9.4
ROE(%)	16.9	16.0	15.5	15.1
ROIC(%)	12.6	12.0	12.1	12.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	81.3	79.7	79.3	77.1
净负债比率(%)	26.2	15.7	11.6	7.1
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	167.0	120.0	95.0	80.0
应付账款周转率	1.1	1.2	1.3	1.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	3.57	4.01	4.49	4.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	4.29	3.66	4.27
每股净资产(最新摊薄)	19.32	23.34	27.08	31.34
估值比率	-	-	-	-
P/E	8.8	7.8	7.0	6.3
P/B	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.7	6.0	5.6	5.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033