

市场价格 (人民币): 31.37 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)	97.18
流通港股(亿股)	18.94
总市值(亿元)	3,644.48
年内股价最高最低(元)	33.50/24.27
沪深 300 指数	5095
深证成指	13888



Z

## 相关报告

1. 《年初即发力，重回增长路线-万科一月经营数据点评》，2021.2.5
2. 《三季度结算略超预期-万科 A 季报点评》，2020.10.30
3. 《结算平稳，料下半年拿地加速-万科中报点评》，2020.8.28
4. 《销售和拿地同步提升-万科 6 月经营数据点评》，2020.7.3
5. 《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

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

## 业绩符合预期，分红率恢复至 35%

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,894	419,112	464,176	516,648	575,676
营业收入增长率	23.59%	13.92%	10.75%	11.30%	11.43%
归母净利润(百万元)	38,872	41,516	44,078	47,438	54,304
归母净利润增长率	15.10%	6.80%	6.17%	7.62%	14.47%
摊薄每股收益(元)	3.439	3.573	3.794	4.083	4.674
每股经营性现金流净额	3.54	4.04	2.90	2.02	3.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.67%	18.49%	15.69%	14.11%	13.56%
P/E	9.36	8.03	8.27	7.68	6.71
P/B	1.93	1.49	1.30	1.08	0.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件及点评

- 3月30日，万科发布2020年业绩，结算平稳增长，毛率下滑。
- 营收和权益净利润符合预期，需关注结算毛利率进入明显下降周期。①公司2020年实现营收4191.1亿元，同比+13.9%，实现权益净利润415.2亿元，同比+6.8%，结算收入和权益净利润实现平稳增长。②扣除土地增值税口径毛利率为22.8%，较去年同期-4.6pcts，主要由于高价地结算所致。但经过费用率控制，所得税缓冲以及投资收益增长，净利率较去年同期仅下降0.9pcts。同时由于2020年结算的项目权益比例较19年高，所以2020年权益净利率下降幅度为0.7pcts，小于净利率下降幅度。③已售未结资源6,982亿元/+14.6%，能够保障未来1-2年营收增长。④预计高价地结算的影响将导致未来1-2年结算毛利率继续下滑。
- 分红比例重回35%，缓解机构投资者焦虑。
- 资债指标稳健，融资成本优势明显。期末“三条红线”指标，净负债率18.1%，现金短债比2.3，剔除预资产负债率71.8%(-4.8pcts)，预计21年末达绿档。根据公司4个季度平均有息负债规模估算公司综合融资成本区间为[5%,6%]，融资成本优势在竞争更加激烈的市场中转化为利润率关键优势。
- 销售金额增速重回双位数，预计21年将维持增速。2020年合同销售金额7042亿元/+11.6%，市占率为4.1%/+0.2pcts，上升幅度为过去3年最高。公司2020年Q4以来拿地明显加速，将支撑2021年的合同销售额维持增速。
- 万科物业一哥地位毋庸置疑，持有型资产隐性价值有望逐渐显性化。①在不依赖大量并购的情况下，万科物业保持稳健增长，实现营收182亿元/+27%；在管面积5.66亿平方米/+37%。②持有数据披露更加细致：物流仓库、租赁住宅和商业(含非并表项目)营收同比分别为+37%、+72.3%和+4.33%。我们认为随着公司运营能力持续提升，叠加REITs相关政策逐渐成熟，公司持有型业务的隐性价值将逐渐显性化。

## 投资建议

- 公司在20-22年结算利润率下行通道中，权益净利润仍能维持中高个位数增长，预计23年之后利润率重回上行通道，目前股价仍被低估。重新修正毛利率预测，我们将21-23年EPS预测由3.96元、4.35元和4.97元下调至3.79元、4.08元和4.67元，重申“买入”评级，维持37.08元目标价。

## 风险提示

- 需求端调控力度过大；土地价格上涨过快。

## 投资要件

### ■ 关键假设

受 2017-2019 年拿地的高价地项目结算的影响，预计未来两年万科结算毛利率仍将继续下行。但考虑到公司高价地项目正在逐步消化、房价上涨以及土地和融资市场供给侧政策压制地价涨幅，我们预计 2021 年及往后销售毛利率将回升，万科结算毛利率有望在 2023 年回升。

### ■ 我们区别于市场的观点

市场一致观点是：结算毛利率处于下行通道，股价上涨难度大。

我们的观点：

**结算毛利率是滞后指标，反映 2-3 年前的销售情况。**

**2021-2022 年结算毛利率仍将继续下行，但权益净利润仍将维持中高个位数增长。**主要基于以下几点考虑：①过去年份减值准备充分。公司连续几年都计提了较为充分的减值损失。②控费仍有空间。销售费用和管理费用率仍有优化空间。③出售部分持有型资产带来投资收益。

**2023 年及往后结算权益净利润有望重回双位数增长。**主要由于，从销售的角度，2021 年开始：①**销售金额有望维持双位数增长。**三条红线监管体系下绿档和黄档头部房企有望实现 10%-15% 的持续增长。②**销售毛利率企稳回升。**随着高价地项目逐渐消化，房价上涨以及土地和融资市场供给侧政策压制地价涨幅，销售毛利率作为领先指标，将企稳回升。

市场一致观点是：持有型资产规模增长放缓，不利于其开拓第二增长曲线。

我们的观点：

我们认为，公司过去 6 年已经向持有型资产投入较多资源，目前整体规模已经很大。持有型资产周转慢，对 ROA 的拖累明显。我们认为对于持有型资产，当务之急是持续打磨优化运营，加快开业速度，提升租金和利润水平（一个好信号是，2020 年，不含写字楼，万科持有型资产租金已经破百亿）。待经营能力得到明显提升，同时叠加 REITs 政策成熟，实现投退平衡，才适合进一步加大投资力度。

### ■ 股价上涨的催化因素

对于价值股而言，股息率是许多长线投资者的重要估值参考要素。此前受新冠疫情影响，公司将 19 年分红率下调至 30%，本年度又重新恢复至 35%，将缓解机构投资者的担忧。

公司销售规模重回双位数增长，估算销售毛利率回升，持有类业务经营质量提升和退出渠道完善，以及包括万科物业在内的非住业务的资本化提上日程，都将催化公司未来股价上涨。

### ■ 估值和目标价格

重新修正毛利率预测，我们将 21-23 年 EPS 预测由 3.96 元、4.35 元和 4.97 元下调至 3.79 元、4.08 元和 4.67 元，重申“买入”评级，维持 37.08 元目标价。

### ■ 投资风险

需求端调控力度过大；土地价格上涨过快。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	297,679	367,894	419,112	464,176	516,648	575,676
增长率		23.6%	13.9%	10.8%	11.3%	11.4%
主营业务成本	-186,104	-234,550	-296,541	-337,016	-382,022	-422,410
%销售收入	62.5%	63.8%	70.8%	72.6%	73.9%	73.4%
毛利	111,575	133,344	122,571	127,159	134,626	153,266
%销售收入	37.5%	36.2%	29.2%	27.4%	26.1%	26.6%
营业税金及附加	-23,176	-32,905	-27,237	-30,241	-33,530	-37,620
%销售收入	7.8%	8.9%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
销售费用	-7,868	-9,044	-10,637	-11,094	-12,348	-13,759
%销售收入	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	-10,341	-11,018	-10,288	-12,069	-13,433	-14,968
%销售收入	3.5%	3.0%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-946	-1,067	-666	-1,393	-1,550	-1,727
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	69,244	79,309	73,743	72,363	73,765	85,192
%销售收入	23.3%	21.6%	17.6%	15.6%	14.3%	14.8%
财务费用	-5,999	-5,736	-5,145	-4,988	-5,998	-7,125
%销售收入	2.0%	1.6%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
资产减值损失	-2,354	1,649	1,981	-55	-6	-5
公允价值变动收益	87	-69	5	0	0	0
投资收益	6,788	4,984	13,512	13,546	18,066	20,205
%税前利润	10.1%	6.5%	17.0%	16.6%	20.9%	20.4%
营业利润	67,499	76,613	79,959	80,865	85,827	98,267
营业利润率	22.7%	20.8%	19.1%	17.4%	16.6%	17.1%
营业外收支	-38	-74	-283	511	568	633
税前利润	67,460	76,539	79,676	81,376	86,395	98,900
利润率	22.7%	20.8%	19.0%	17.5%	16.7%	17.2%
所得税	-18,188	-21,408	-20,378	-20,995	-22,290	-25,516
所得税率	27.0%	28.0%	25.6%	25.8%	25.8%	25.8%
净利润	49,272	55,132	59,298	60,381	64,105	73,384
少数股东损益	15,500	16,260	17,783	16,303	16,667	19,080
归属于母公司的净利润	33,773	38,872	41,516	44,078	47,438	54,304
净利率	11.3%	10.6%	9.9%	9.5%	9.2%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	49,272	55,132	59,298	60,381	64,105	73,384
少数股东损益	15,500	16,260	17,783	16,303	16,667	19,080
非现金支出	5,276	2,471	2,880	5,490	5,840	6,250
非经营收益	-7,231	-6,993	-12,588	-12,233	-16,777	-19,016
营运资金变动	-13,963	-10,623	-2,713	-18,989	-29,042	-24,018
经营活动现金净流	33,354	39,986	46,878	34,650	24,126	36,600
资本开支	-5,849	-6,148	-7,146	-5,126	-6,978	-8,554
投资	-62,521	-32,209	-7,740	-63,674	-63,072	-70,837
其他	1,005	9,730	20,683	13,546	18,066	20,205
投资活动现金净流	-67,364	-28,627	5,797	-55,254	-51,984	-59,187
股权募资	19,491	11,814	38,859	25,633	22,037	26,224
债权募资	61,181	-7,095	4,645	41,285	49,679	42,891
其他	-27,997	-28,392	-64,679	-20,535	-22,684	-26,030
筹资活动现金净流	52,676	-23,673	-21,176	46,382	49,032	43,085
现金净流量	18,666	-12,314	31,499	25,778	21,175	20,498

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	188,417	166,195	195,231	221,009	242,183	262,682
应收款项	245,913	237,482	252,501	269,349	292,694	318,221
存货	750,303	897,019	1,002,063	1,107,944	1,234,967	1,330,815
其他流动资产	110,439	138,294	97,593	117,891	132,464	146,306
流动资产	1,295,072	1,438,989	1,547,387	1,716,192	1,902,309	2,058,025
%总资产	84.7%	83.2%	82.8%	81.6%	80.6%	79.2%
长期投资	186,272	206,964	224,148	287,641	350,356	420,825
固定资产	13,447	16,580	15,814	16,471	17,379	18,562
%总资产	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
无形资产	10,214	12,726	15,242	17,969	20,413	23,059
非流动资产	233,508	290,940	321,790	387,917	458,952	540,294
%总资产	15.3%	16.8%	17.2%	18.4%	19.4%	20.8%
资产总计	1,528,579	1,729,930	1,869,177	2,104,109	2,361,262	2,598,318
短期借款	79,194	96,011	85,573	65,299	92,629	88,767
应付款项	457,283	519,691	509,962	658,499	760,044	829,965
其他流动负债	585,437	656,907	721,957	697,084	731,036	771,892
流动负债	1,121,914	1,272,610	1,317,492	1,420,882	1,583,709	1,690,624
长期贷款	120,929	114,320	132,037	178,250	195,005	230,106
其他长期负债	50,116	72,420	69,803	82,343	88,002	99,726
负债	1,292,959	1,459,350	1,519,333	1,681,474	1,866,716	2,020,456
普通股股东权益	155,764	188,058	224,511	280,998	336,242	400,479
其中：股本	11,039	11,302	11,618	11,934	11,934	11,934
未分配利润	91,725	95,352	98,417	129,271	162,478	200,491
少数股东权益	79,857	82,521	125,334	141,636	158,304	177,384
负债股东权益合计	1,528,579	1,729,930	1,869,177	2,104,109	2,361,262	2,598,318

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	3.059	3.439	3.573	3.794	4.083	4.674
每股净资产	14.110	16.639	19.325	24.187	28.942	34.471
每股经营现金净流	3.021	3.538	4.035	2.904	2.022	3.067
每股股利	1.570	1.861	1.941	1.108	1.193	1.365
回报率						
净资产收益率	21.68%	20.67%	18.49%	15.69%	14.11%	13.56%
总资产收益率	2.21%	2.25%	2.22%	2.09%	2.01%	2.09%
投入资本收益率	10.46%	10.76%	8.98%	7.40%	6.46%	6.50%
增长率						
主营业务收入增长率	22.55%	23.59%	13.92%	10.75%	11.30%	11.43%
EBIT增长率	44.36%	14.54%	-7.02%	-1.87%	1.94%	15.49%
净利润增长率	20.39%	15.10%	6.80%	6.17%	7.62%	14.47%
总资产增长率	31.17%	13.17%	8.05%	12.57%	12.22%	10.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.9	1.8	2.2	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	1,322.3	1,281.8	1,168.8	1,200.0	1,180.0	1,150.0
应付账款周转天数	170.1	208.0	346.5	340.0	330.0	333.3
固定资产周转天数	14.1	12.3	11.0	8.5	6.4	4.6
偿债能力						
净负债/股东权益	19.90%	30.20%	18.80%	19.21%	22.17%	22.83%
EBIT利息保障倍数	11.5	13.8	14.3	14.5	12.3	12.0
资产负债率	84.59%	84.36%	81.28%	79.91%	79.06%	77.76%

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	2	33	64	103	216
增持	0	5	6	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.09	1.10	1.00

来源：聚源数据

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。

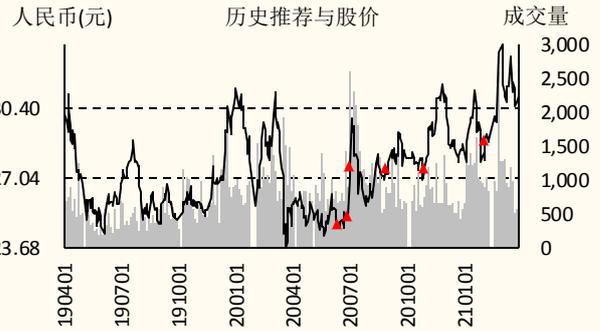
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
4	2020-08-28	买入	26.95	37.08~37.08
5	2020-10-30	买入	27.38	37.08~37.08
6	2021-02-05	买入	27.89	37.08~37.08

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402