

公司研究

多元化经营板块表现出色，地产开发基本盘维持稳健

——万科（000002.SZ、2202.HK）2020年度业绩点评报告

要点

事件：3月30日公司发布2020年度业绩公告，经营表现符合预期

1) 报告期内，公司实现营业收入4191.1亿元（我们预测为4137.7亿元），同比增长13.9%；归属上市公司股东的净利润415.2亿元（我们预测为420.3亿元），同比增长6.8%。

2) 截至2020年末，公司剔除预收款后的资产负债率为71.7%，较上年同期下降4.8个pct.；净负债率为18.9%，较上年同期下降15.8个pct.；现金短债比2.27，较上年同期提升0.54；在手货币资金1952.3亿元，同比增长17.5%。

点评：公司多元化经营板块表现出色，地产开发基本盘维持稳健

1) 公司多元化经营表现出色，聚焦提升综合开发和服务的协同能力。

物业服务板块：2020年万物云实现营业收入182.04亿元，同比增长27.36%；年末累计在管面积5.6亿平方米（截止2020年中期合约面积突破6.8亿平）；“万物梁行”入驻149个城市，累计服务项目超1700个，全年新增拓展项目超200个。**长租公寓板块：**长租公寓品牌“泊寓”已成为国内规模最大、出租率最高的集中式长租公寓服务商，截至2020年底，已开业14.24万间，全年营业收入25.4亿元，同比增长72.33%，整体出租率超过95%。**物流仓储板块：**万纬物流已成为规模较大的冷链物流综合服务商，2020年实现营业收入18.7亿元，同比增长37%，其中高标库和冷库收入同比分别增长29%和60%，入驻44个城市，管理148个项目，可租赁建筑面积达1148万平方米。

2) 公司地产开发基本盘经营维持稳健。销售表现来看，2020年，公司在23个城市的销售金额位列当地第一，在14个城市位列第二；全年实现销售面积4,667.5万平方米，同比增长12.5%；实现销售金额7,041.5亿元，同比增长11.6%，占全国商品房市场份额约4.03%。拿地表现来看，2020年，公司获取新项目168个，权益规划建筑面积2058.8万，按照权益投资金额计算，新获取项目86.6%位于重点城市群。

盈利预测、估值与评级：鉴于近期房地产行业政策调控力度较大，银行实施贷款集中度管理，或对后续销售造成一定影响，我们小幅下调公司2021-2022年预测归母净利润为467.37亿（下调2.66%）、524.90亿（下调0.31%），新增2023年预测归母净利润为575.86亿；公司多元化经营表现出色，地产开发基本盘维持稳健，当前A股股价对应2021-2023年预测PE估值分别为7/7/6倍，H股股价对应2021-2023年预测PE估值分别为6/6/5倍，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；项目施工和结算进度或不及预期；多元化经营业务或由于竞争激烈而不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	367,894	419,112	475,028	537,771	607,603
营业收入增长率	23.59%	13.92%	13.34%	13.21%	12.99%
净利润（百万元）	38,872	41,516	46,737	52,490	57,586
净利润增长率	15.10%	6.80%	12.58%	12.31%	9.71%
EPS（元）	3.44	3.57	4.02	4.52	4.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.67%	18.49%	18.21%	17.92%	17.34%
P/E	9	8	7	7	6
P/E（H股）	7	7	6	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-31；汇率：按1HKD=0.84518CNY换算

A股：买入（维持）

当前价：30.00元

H股：买入（维持）

当前价：30.45港元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

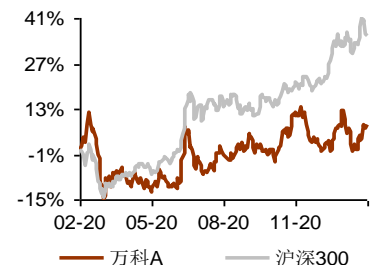
021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	116.18
总市值(亿元)	3485.32
一年最低/最高(元)	24.96/35.88
近3月换手率	48.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.21	11.12	-20.13
绝对	-10.05	7.99	16.82

资料来源：Wind

相关研报

地产开发影响中性，建议关注多元化业务机遇——对自然资源部官方回应网传“相关城市集中供地”的点评（2021-03-01）

销售喜迎开门红，已售未结撑业绩——万科（000002.SZ、2202.HK）跟踪报告（2021-02-05）

地产基本盘全年业绩有支撑，资产管理价值释放渐行渐近——万科A（000002.SZ、2202.HK）跟踪报告（2020-09-03）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	367,894	419,112	475,028	537,771	607,603
营业成本	234,550	296,541	336,581	381,909	432,452
折旧和摊销	2,613	2,651	2,233	2,535	2,876
税金及附加	32,905	27,237	30,871	34,411	38,879
销售费用	9,044	10,637	11,581	12,573	14,206
管理费用	11,018	10,288	11,401	12,369	13,975
研发费用	1,067	666	755	854	965
财务费用	5,736	5,145	7,268	8,120	9,114
投资收益	4,984	13,512	12,161	12,769	13,557
营业利润	76,613	79,959	88,333	99,904	111,170
利润总额	76,539	79,676	88,333	99,904	111,170
所得税	21,408	20,378	22,967	25,975	28,904
净利润	55,132	59,298	65,366	73,929	82,266
少数股东损益	16,260	17,783	18,629	21,439	24,680
归属母公司净利润	38,872	41,516	46,737	52,490	57,586
EPS(按最新股本计)	3.44	3.57	4.02	4.52	4.96

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45,687	53,188	175,359	99,349	116,545
净利润	38,872	41,516	46,737	52,490	57,586
折旧摊销	2,613	2,651	2,233	2,535	2,876
净营运资金增加	63,993	54,172	-88,490	-299	-5,423
其他	-59,791	-45,150	214,879	44,623	61,507
投资活动产生现金流	-28,627	5,797	-19,704	-19,339	-18,866
净资本支出	-6,148	-7,146	-7,000	-7,000	-7,000
长期投资变化	-948	-11,419	-6,864	-7,107	-7,423
其他资产变化	-21,531	24,362	-5,839	-5,231	-4,443
融资活动现金流	-33,338	-32,504	-25,902	5,522	12,515
股本变化	263	316	0	0	0
债务净变化	12,758	1,210	-4,112	30,000	40,000
无息负债变化	153,633	58,773	226,841	144,117	154,267
净现金流	-15,930	25,924	129,754	85,532	110,194

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.2%	29.2%	29.1%	29.0%	28.8%
EBITDA 率	23.1%	18.7%	18.2%	18.3%	18.2%
EBIT 率	22.0%	18.1%	17.7%	17.9%	17.7%
税前净利润率	20.8%	19.0%	18.6%	18.6%	18.3%
归母净利润率	10.6%	9.9%	9.8%	9.8%	9.5%
ROA	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
ROE (摊薄)	20.7%	18.5%	18.2%	17.9%	17.3%
经营性 ROIC	19.2%	15.3%	21.9%	24.5%	27.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	84%	81%	81%	81%	80%
流动比率	1.13	1.17	1.18	1.19	1.21
速动比率	0.43	0.41	0.47	0.51	0.55
归母权益/有息债务	0.72	0.86	1.00	1.02	1.02
有形资产/有息债务	6.52	6.99	8.16	8.11	7.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,729,929	1,869,177	2,142,751	2,374,440	2,632,600
货币资金	166,195	195,231	324,985	410,516	520,711
交易性金融资产	11,735	170	170	170	170
应收帐款	1,988	2,992	3,392	3,840	4,338
应收票据	29	10	11	12	14
其他应收款 (合计)	235,465	249,499	282,786	320,137	361,708
存货	897,019	1,002,063	1,073,159	1,141,427	1,206,166
其他流动资产	20,733	22,663	22,663	22,663	22,663
流动资产合计	1,438,989	1,547,387	1,790,330	1,991,445	2,219,059
其他权益工具	2,250	1,601	1,601	1,601	1,601
长期股权投资	130,476	141,895	148,759	155,867	163,290
固定资产	12,400	12,577	13,733	15,206	16,808
在建工程	4,180	3,237	5,578	7,333	8,650
无形资产	5,270	6,088	6,758	7,395	8,001
商誉	221	206	206	206	206
其他非流动资产	31,243	39,050	39,050	39,050	39,050
非流动资产合计	290,940	321,790	352,421	382,994	413,541
总负债	1,459,350	1,519,333	1,742,062	1,916,180	2,110,446
短期借款	15,365	25,112	0	0	0
应付账款	267,281	295,685	335,609	380,806	431,204
应付票据	941	607	689	782	885
预收账款	771	912	1,034	1,171	1,322
其他流动负债	47,705	53,771	53,771	53,771	53,771
流动负债合计	1,272,610	1,317,493	1,522,221	1,672,340	1,836,606
长期借款	114,320	132,037	147,037	165,037	185,037
应付债券	49,646	43,576	46,576	52,576	62,576
其他非流动负债	22,492	25,995	25,995	25,995	25,995
非流动负债合计	186,740	201,840	219,840	243,840	273,840
股东权益	270,579	349,844	400,689	458,260	522,154
股本	11,302	11,618	11,618	11,618	11,618
公积金	83,211	116,021	116,021	116,021	116,021
未分配利润	95,352	98,417	130,632	166,763	205,978
归属母公司权益	188,058	224,511	256,726	292,858	332,072
少数股东权益	82,521	125,334	143,963	165,402	190,082

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.46%	2.54%	2.44%	2.34%	2.34%
管理费用率	2.99%	2.45%	2.40%	2.30%	2.30%
财务费用率	1.56%	1.23%	1.53%	1.51%	1.50%
研发费用率	0.29%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
所得税率	28%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.02	1.25	1.41	1.58	1.73
每股经营现金流	4.04	4.58	15.09	8.55	10.03
每股净资产	16.64	19.32	22.10	25.21	28.58
每股销售收入	32.55	36.08	40.89	46.29	52.30

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	9	8	7	7	6
PB	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.6	8.1	6.2	5.3	4.6
股息率	3.4%	4.2%	4.7%	5.3%	5.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE