

万科 A (000002)

证券研究报告

2021年04月01日

财务稳健管理优秀、物业和商业价值有望持续增长

事件: 公司公布 2020 年年报, 实现营业收入 4191.1 亿元、归属于上市公司股东的净利润 415.2 亿元, 同比分别增长 13.9%和 6.8%; 实现销售金额 7041.5 亿元, 同比增长 11.6%。公司拟每 10 股份 12.5 元现金股息, 合计 145.22 亿元。

销售端: 销售金额超预期, 2021 销售继续稳健增长。 2020 年公司累计销售面积 4667.5 万方, 同比增加 13.5%, 销售金额 7041.5 亿元, 同比增加 11.6%, 累计销售均价 1.5 万元/平米, 与上年持平。2020 年公司销售面积市占率 2.65%, 较 19 年的 2.4%进一步提升。 分区看, 按照销售金额南方、上海、北方、中西部、西北和其他区域分别占总销售金额的 21.33%、33.76%、21.33%、16.38%、6.59%、0.61%。我们预计 2021 年总可售货值 2.4 万亿元, 基于去化率略有提升的前提下, 我们预计 2021 销售有望达到 7845 亿元, 较 2020 年销售金额增长 11%, 增速和去年持平。

投资端: 拿地力度有所下降, 拿地更重质量, 总土储丰厚。 2020 年公司新增项目规划建面 3366.5 万方 (低于当期销售面积), 权益规划建面 2058.8 万方, 权益比例 61.16%, 较 2019 年新增项目规划建面权益比例 66.7%下降 5.5pct 拿地销售金额比为 20% (2019 年为 25%)。拿地结构来看, 根据权益建面口径, 新增土储一二线城市占比 68%, 展现了管理层对项目质量的高要求与审慎态度。**公司土储充裕, 可供 2-3 年发展。** 总可售土储建面 1.09 亿方 (在建 10788+规划 5050-已售未结 4919 万方), 不考虑年内新增土储可供 2-3 年发展, 公司土储权益比例 60%, 与上年基本持平。2020 年公司新开工面积约 3960.4 万平方米, 同比下降 6.6%, 完成年初计划的 135.6%, 实现竣工面积约 3381.7 万平方米, 同比增长 12.4%, 完成年初计划的 101.9%, 竣工超额完成也解释了部分业绩增长。2021 年公司计划开工面积 3148.4 万平, 较 2020 年预计新开工面积同比增长 7.8%, 较 2020 年实际新开工面积下降, 计划竣工面积 3587.5 万平, 较 2020 年计划竣工面积同比增速 8.1%, 较 2020 年实际竣工面积略有提升。

结算端: 竣工超额完成, 结算毛利有所下降, 业绩锁定度高。 2020 年公司营收增速 13.9%, 归母净利润增速 6.8%, 加权 ROE 同比下降 2.34 个 PCT 至 20.13%, 公司综合毛利率同比下降 7 个 PCT 至 29.25%, 其中地产相关业务毛利率为 22.6%, 较 2019 年下降 4.6 个 PCT, 目前公司结算毛利率仍面临压力。截至年底, 公司合同负债 6307.47 亿元, 主要为预售房款, 业绩锁定度达 150%。公司管理、财务费用率控制较好, 2020 年二者分别下降 0.67、0.33 个 PCT。投资收益大幅增加, 2020 年实现 135.12 亿元, 同比增长 171.1%, 主要由于长期股权投资收益增长明显。

财务端: 距绿档一步之遥, 负债率极低, 分红比例略有提升。 公司剔除合同负债的资产负债率 71.75%, 超过 70%的标准 1.75 个 pct, 但较 2019 年下降 4.78pct; 净负债率 18.09%, 较 2019 年 33.87%降幅明显, 现金短债比 2.35, 较 2019 年 1.77 提升 0.58。在手现金充裕, 经营性现金流明显优于同业, 经营现金流为正 531.9 亿, 2020 年末公司在手货币资金 1952.31 亿。公司总体债务结构合理, 有息负债中短债占比 32.1%, 中长期负债为主, 占比为 67.9%, 较 2019 年 63.6%提升 4.3 个 pct。公司融资结构基本稳定, 2020 年末债券融资余额比重 21.9%, 其他方式融资余额比重 78.1%, 公司财务费用率逐步降低, 2020 年财务费用率 1.23%, 较 2019 年 1.56%下降 0.33 个 pct。公司分红 145 亿持续回馈投资者, 占归母净利润的 34.98%, 20 年分红率较 2019 年有所提升。

业务端: 物业和商业板块增长较快, 内在估值持续提升: 1) 物业收入快速增长, 住宅物业收入占比过半。2020 年公司物业实现 182.04 亿元同比增长 27.36%, 在管面积 5.66 亿平方米。其中住宅物业服务收入 100.52 亿元, 占总物业收入的 55.22%。2) 商业累计开业 989.8 万方, 实现收入 63.22 亿元, 同比增长 4.33%, 期内新开业 128.9 万方, 包含 3 个购物中心和 20 个社区商业。3) 长租公寓实现收入 25.4 亿元, 同比增长 72.33%。已开业项目整体出租率超过 95%。

投资建议: 公司作为行业龙头, 具有强运营能力和管理红利, 且在手现金多、负债极低、分红高、经营现金流持续多年为正, 公司物业和商业板块发展迅速, 潜在价值被低估, 在丰厚土储支撑下地产主业仍有望维持稳健增长, 由于公司短期面临结算毛利压力和行业调控压力, 我们将 2021-2022 年归母净利润分别由 476.8 亿, 528.7 亿略微下调为 440.89 亿、472.08 亿, 对应 EPS 分别由 4.10、4.55 元调整为 3.80、4.06 元, 对应 PE 为 7.91X、7.38X, 维持“买入”评级。

风险提示: 新房销售不及预期, 房屋竣工不及预期, 房屋价格大幅下跌

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,893.88	419,111.68	453,143.55	496,146.87	549,234.58
增长率(%)	23.59	13.92	8.12	9.49	10.70
EBITDA(百万元)	92,477.41	92,558.07	106,506.39	111,458.78	109,430.35
净利润(百万元)	38,872.09	41,515.54	44,089.49	47,207.82	51,628.93
增长率(%)	15.10	6.80	6.20	7.07	9.37
EPS(元/股)	3.35	3.57	3.80	4.06	4.44
市盈率(P/E)	8.97	8.40	7.91	7.38	6.75
市净率(P/B)	1.85	1.55	1.35	1.20	1.06
市销率(P/S)	0.95	0.83	0.77	0.70	0.63
EV/EBITDA	4.22	3.96	5.21	4.39	4.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	30 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,717.55
A 股总市值(百万元)	291,725.90
流通 A 股市值(百万元)	291,526.60
每股净资产(元)	19.32
资产负债率(%)	81.28
一年内最高/最低(元)	34.60/24.96

作者

陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001	chentiancheng@tfzq.com
张春娥	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070001	zhangchune@tfzq.com
胡孝宇	联系人
huxiaoyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《万科 A-公司点评:销售再创同期新高, 拿地力度积极变化——1 月销售数据点评》 2021-02-05
- 《万科 A-公司点评:单月销售规模创历史新高, 拿地力度持续提升——12 月销售数据点评》 2021-01-08
- 《万科 A-公司点评:单月销售环比走强, 拿地力度持续提升——11 月销售数据点评》 2020-12-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	166,194.60	195,230.72	211,083.46	231,115.28	255,844.61
应收票据及应收账款	2,017.05	3,002.09	1,820.40	3,541.14	5,612.77
预付账款	97,795.83	62,247.50	184,463.98	104,417.53	247,092.60
存货	897,019.04	1,002,063.01	1,292,353.81	1,336,467.97	1,908,409.95
其他	275,962.85	284,843.74	431,796.31	338,152.47	497,708.06
流动资产合计	1,438,989.3	1,547,387.0	2,121,517.9	2,013,694.3	2,914,668.0
长期股权投资	130,475.77	141,895.19	201,895.19	301,895.19	361,895.19
固定资产	12,399.84	12,577.34	13,210.15	13,306.31	13,067.46
在建工程	4,179.84	3,236.85	1,978.11	1,234.87	770.92
无形资产	5,269.65	6,087.78	5,479.00	4,870.23	4,261.45
其他	138,615.00	157,992.87	110,308.13	110,942.19	109,015.21
非流动资产合计	290,940.10	321,790.03	332,870.58	432,248.78	489,010.23
资产总计	1,729,929.4	1,869,177.0	2,454,388.5	2,445,943.1	3,403,678.2
短期借款	15,365.23	25,111.54	126,042.56	154,841.43	179,384.31
应付票据及应付账款	268,222.15	296,291.62	150,938.10	246,312.50	588,524.07
其他	989,022.91	996,089.54	1,551,472.62	1,467,342.39	2,007,097.13
流动负债合计	1,272,610.2	1,317,492.6	1,828,453.2	1,868,496.3	2,775,005.5
长期借款	114,319.78	132,036.78	182,389.24	80,259.80	74,164.34
应付债券	49,645.51	43,576.22	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	22,774.76	26,226.93	3,157.01	3,047.78	3,075.09
非流动负债合计	186,740.05	201,839.93	221,721.65	121,838.65	117,839.98
负债合计	1,459,350.3	1,519,332.6	2,050,174.9	1,990,334.9	2,892,845.4
少数股东权益	82,520.62	125,333.52	146,081.52	164,440.12	183,535.75
股本	11,302.14	11,617.73	11,617.73	11,617.73	11,617.73
资本公积	12,384.48	18,554.50	19,768.63	19,759.14	19,747.80
留存收益	178,562.78	214,437.59	246,514.37	279,550.36	315,679.26
其他	(14,190.91)	(20,098.87)	(19,768.63)	(19,759.14)	(19,747.80)
股东权益合计	270,579.12	349,844.47	404,213.62	455,608.20	510,832.74
负债和股东权益总	1,729,929.4	1,869,177.0	2,454,388.5	2,445,943.1	3,403,678.2

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	55,131.61	59,298.12	44,089.49	47,207.82	51,628.93
折旧摊销	4,119.52	2,650.92	1,294.71	1,335.87	1,361.57
财务费用	5,735.94	5,145.10	19,590.71	23,839.33	13,790.99
投资损失	(4,984.13)	(13,511.87)	(10,000.00)	(16,000.00)	(17,000.00)
营运资金变动	43,095.47	48,086.57	(98,971.44)	130,490.14	4,286.34
其它	(57,411.60)	(48,480.82)	31,077.52	17,358.60	18,395.63
经营活动现金流	45,686.81	53,188.02	(12,919.00)	204,231.77	72,463.45
资本支出	(12,739.44)	10,656.25	83,129.91	100,189.24	60,022.68
长期投资	948.11	11,419.42	60,000.00	100,000.00	60,000.00
其他	(16,835.41)	(16,278.60)	(215,063.08)	(282,259.75)	(161,661.34)
投资活动现金流	(28,626.73)	5,797.07	(71,933.17)	(82,070.51)	(41,638.66)
债权融资	259,976.74	261,186.41	391,950.38	327,832.11	351,027.66
股权融资	(501.78)	1,602.55	(16,681.16)	(23,647.42)	(13,533.79)
其他	(292,813.18)	(295,293.22)	(274,564.31)	(406,314.13)	(343,589.32)
筹资活动现金流	(33,338.21)	(32,504.26)	100,704.91	(102,129.44)	(6,095.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(16,278.14)	26,480.83	15,852.73	20,031.82	24,729.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	367,893.88	419,111.68	453,143.55	496,146.87	549,234.58
营业成本	234,550.33	296,540.69	317,200.48	346,657.82	395,448.90
营业税金及附加	32,905.22	27,236.91	29,363.70	31,753.40	35,700.25
营业费用	9,044.50	10,636.90	10,875.45	11,411.38	13,181.63
管理费用	8,093.75	10,288.05	11,102.02	11,907.52	13,456.25
研发费用	771.96	665.69	719.74	793.83	878.78
财务费用	5,735.94	5,145.10	19,590.71	23,839.33	13,790.99
资产减值损失	(1,648.76)	(1,980.82)	(1,000.00)	(1,500.00)	(1,200.00)
公允价值变动收益	(68.52)	5.33	10,329.52	(1,000.00)	(700.00)
投资净收益	4,984.13	13,511.87	10,000.00	16,000.00	17,000.00
其他	(3,087.82)	(22,896.69)	(40,659.04)	(30,000.00)	(32,600.00)
营业利润	76,613.14	79,958.64	85,620.96	86,283.58	94,277.80
营业外收入	714.73	999.50	1,000.00	1,300.00	1,200.00
营业外支出	788.58	1,282.39	170.98	161.68	161.68
利润总额	76,539.29	79,675.75	86,449.99	87,421.90	95,316.11
所得税	21,407.67	20,377.64	21,612.50	21,855.47	24,591.56
净利润	55,131.61	59,298.12	64,837.49	65,566.42	70,724.56
少数股东损益	16,259.53	17,782.57	20,748.00	18,358.60	19,095.63
归属于母公司净利润	38,872.09	41,515.54	44,089.49	47,207.82	51,628.93
每股收益(元)	3.35	3.57	3.80	4.06	4.44

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	23.59%	13.92%	8.12%	9.49%	10.70%
营业利润	13.50%	4.37%	7.08%	0.77%	9.27%
归属于母公司净利润	15.10%	6.80%	6.20%	7.07%	9.37%
获利能力					
毛利率	36.25%	29.25%	30.00%	30.13%	28.00%
净利率	10.57%	9.91%	9.73%	9.51%	9.40%
ROE	20.67%	18.49%	17.08%	16.21%	15.77%
ROIC	30.09%	29.57%	30.60%	17.78%	18.56%
偿债能力					
资产负债率	84.36%	81.28%	83.53%	81.37%	84.99%
净负债率	34.66%	18.85%	44.75%	21.23%	18.63%
流动比率	1.13	1.17	1.16	1.08	1.05
速动比率	0.43	0.41	0.45	0.36	0.36
营运能力					
应收账款周转率	204.06	167.01	187.93	185.08	120.00
存货周转率	0.45	0.44	0.39	0.38	0.34
总资产周转率	0.23	0.23	0.21	0.20	0.19
每股指标(元)					
每股收益	3.35	3.57	3.80	4.06	4.44
每股经营现金流	3.93	4.58	-1.11	17.58	6.24
每股净资产	16.19	19.32	22.22	25.06	28.17
估值比率					
市盈率	8.97	8.40	7.91	7.38	6.75
市净率	1.85	1.55	1.35	1.20	1.06
EV/EBITDA	4.22	3.96	5.21	4.39	4.66
EV/EBIT	4.34	4.08	5.27	4.44	4.72

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com