

# 业绩稳定分红比例提升，多元化业务发展喜人

——2020 年年报点评



## 事件

- 公司公告 2020 年年报，实现营业收入 4191.1 亿元，同比增长 13.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 415.2 亿元，同比增长 6.8%。

## 核心观点

- 营收稳定增长，业绩增速略低于预期。**公司业绩增速略低于营收增速，主要系开发业务高地价低毛利项目进入结算期，导致综合毛利率(税后)下降 4.6 个百分点至 22.7%。此外公司计提较多存货跌价准备，影响税后净利润 19.8 亿元，影响归母净利润 14.5 亿元。
- 多元化业务发展喜人，开发运营双轮驱动。**2020 年万科物业实现对万科集团内和对外营业收入 182.0 亿元，同比增长 27.4%，在管面积 5.7 亿平，规模和营收均稳居行业第一。公司长租公寓营业收入 25.4 亿元，同比增长 72.3%，规模居行业第一。商业业务营业收入 63.2 亿元，同比增长 4.3%。万纬物流管理项目的营业收入 18.7 亿元，同比增长 37%。公司多年布局非开发业务，均取得行业领先地位，开发运营双轮驱动已经成型。
- 财务健康分红比例提升，未来可结算资源丰富。**公司净负债率仅为 18.1%，分红比例从 30%提升到 35%。截至 2020 年末，公司有 4918.6 万平方米已售未结算资源，合同金额合计约 6981.5 亿元，较上年末分别增长 14.7%和 14.6%。公司 21 年预计项目竣工面积 3587.5 万平方米，推算 21 年结算营收的增速可达 15%。此外，2020 年房地产业务实现销售金额 7,041.5 亿元，同比增长 11.6%。我们预计未来营收和业绩均能保持两位数左右的增长。

## 财务预测与投资建议

- 维持买入评级，上调目标价至 37.04 元（原目标价 36.40 元）。**根据公司年报，我们预测公司 2021-2023 年 EPS 为 3.94/4.39/4.99 元（原预测 21-22 年为 3.99/4.39 元）。可比公司 2021 年估值为 7.2X，考虑到公司较可比公司积极拓展资管类业态的项目，向轻资产化运营，应享有更高估值溢价，我们给予公司 30%估值溢价得到 9.4X 估值，对应目标价 37.04 元。

## 风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。利率上升超预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,894	419,112	463,704	542,123	602,880
同比增长(%)	23.6%	13.9%	10.6%	16.9%	11.2%
营业利润(百万元)	76,613	79,959	88,604	98,719	112,230
同比增长(%)	13.5%	4.4%	10.8%	11.4%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	38,872	41,516	45,738	50,958	58,006
同比增长(%)	15.1%	6.8%	10.2%	11.4%	13.8%
每股收益(元)	3.35	3.57	3.94	4.39	4.99
毛利率(%)	36.2%	29.2%	29.4%	29.4%	30.3%
净利率(%)	10.6%	9.9%	9.9%	9.4%	9.6%
净资产收益率(%)	22.6%	20.1%	18.9%	18.4%	18.4%
市盈率	9.0	8.4	7.6	6.8	6.0
市净率	1.9	1.6	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月01日)	29.83 元
目标价格	37.04 元
52 周最高价/最低价	34.6/24.07 元
总股本/流通 A 股(万股)	1,161,773/1,161,109
A 股市值(百万元)	346,557
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021 年 04 月 03 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.36	-10.55	3.94	16.16
相对表现	-6.08	-8.81	-2.33	-9.19
沪深 300	3.72	-1.74	6.27	25.35



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060001  
香港证监会牌照：BPU409

**联系人** 吴尘染  
wuchenran@orientsec.com.cn

## 相关报告

销售增势延续，拿地权益比例明显提升	2021-03-10
销售取得开门红，拿地力度明显增强	2021-02-23
销售再上新台阶，深耕核心城市审慎投资	2021-01-11

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1: 可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2021/4/1	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
保利地产	600048	14.23	2.42	2.99	3.41	4.31	5.9	4.8	4.2	3.3	
招商蛇口	001979	12.27	1.50	1.90	2.18	2.18	8.2	6.5	5.6	5.6	
新城控股	601155	48.80	6.86	8.24	9.62	9.62	7.1	5.9	5.1	5.1	
龙湖集团	0960.HK	51.50	3.34	4.16	4.92	4.92	15.4	12.4	10.5	10.5	
旭辉控股集团	0884.HK	7.50	1.31	1.13	1.29	1.29	5.7	6.6	5.8	5.8	
		最大值					15.4	12.4	10.5	10.5	
		最小值					5.7	4.8	4.2	3.3	
		平均数					8.5	7.2	6.2	6.1	

数据来源: Wind, 东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	166,195	195,231	208,667	243,955	271,296	营业收入	367,894	419,112	463,704	542,123	602,880
应收票据、账款及款项融资	2,017	3,002	3,311	3,871	4,305	营业成本	234,550	296,541	327,254	382,534	420,488
预付账款	97,796	62,248	139,111	162,637	180,864	营业税金及附加	32,905	27,237	32,459	37,949	42,202
存货	897,019	1,002,063	1,145,387	1,364,830	1,464,285	营业费用	9,044	10,637	11,781	12,821	13,189
其他	275,963	284,844	279,150	280,303	281,196	管理费用及研发费用	12,085	10,954	12,322	14,821	19,292
<b>流动资产合计</b>	<b>1,438,989</b>	<b>1,547,387</b>	<b>1,775,626</b>	<b>2,055,596</b>	<b>2,201,946</b>	财务费用	5,736	5,145	6,288	10,854	13,112
长期股权投资	130,476	141,895	141,895	141,895	141,895	资产、信用减值损失	1,866	2,205	(141)	775	351
固定资产	12,400	12,577	11,879	11,180	10,481	公允价值变动收益	(69)	5	0	0	0
在建工程	4,180	3,237	6,458	9,679	12,899	投资净收益	4,984	13,512	14,863	16,349	17,984
无形资产	5,270	6,088	5,441	4,544	3,397	其他	(10)	48	0	0	0
其他	138,615	157,993	165,694	175,694	185,694	<b>营业利润</b>	<b>76,613</b>	<b>79,959</b>	<b>88,604</b>	<b>98,719</b>	<b>112,230</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>290,940</b>	<b>321,790</b>	<b>331,366</b>	<b>342,991</b>	<b>354,366</b>	营业外收入	715	999	730	815	848
<b>资产总计</b>	<b>1,729,929</b>	<b>1,869,177</b>	<b>2,106,992</b>	<b>2,398,587</b>	<b>2,556,312</b>	营业外支出	789	1,282	1,035	1,159	1,097
短期借款	15,365	25,112	108,593	277,808	252,806	<b>利润总额</b>	<b>76,539</b>	<b>79,676</b>	<b>88,298</b>	<b>98,375</b>	<b>111,981</b>
应付票据及应付账款	268,222	296,292	333,799	390,185	428,898	所得税	21,408	20,378	22,958	25,577	29,115
其他	989,023	996,090	1,059,479	1,068,683	1,147,668	<b>净利润</b>	<b>55,132</b>	<b>59,298</b>	<b>65,341</b>	<b>72,797</b>	<b>82,866</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,272,610</b>	<b>1,317,493</b>	<b>1,501,870</b>	<b>1,736,676</b>	<b>1,829,371</b>	少数股东损益	16,260	17,783	19,602	21,839	24,860
长期借款	114,320	132,037	132,037	132,037	132,037	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>38,872</b>	<b>41,516</b>	<b>45,738</b>	<b>50,958</b>	<b>58,006</b>
应付债券	49,646	43,576	43,576	43,576	43,576	每股收益(元)	3.35	3.57	3.94	4.39	4.99
其他	22,775	26,227	24,590	24,590	24,590						
<b>非流动负债合计</b>	<b>186,740</b>	<b>201,840</b>	<b>200,203</b>	<b>200,203</b>	<b>200,203</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,459,350</b>	<b>1,519,333</b>	<b>1,702,073</b>	<b>1,936,879</b>	<b>2,029,574</b>						
少数股东权益	82,521	125,334	144,936	166,775	191,635						
实收资本(或股本)	11,302	11,618	11,618	11,618	11,618						
资本公积	12,384	18,554	18,554	18,554	18,554						
留存收益	166,178	195,883	229,811	264,761	304,931						
其他	(1,806)	(1,544)	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>270,579</b>	<b>349,844</b>	<b>404,919</b>	<b>461,708</b>	<b>526,738</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,729,929</b>	<b>1,869,177</b>	<b>2,106,992</b>	<b>2,398,587</b>	<b>2,556,312</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	55,132	59,298	65,341	72,797	82,866
折旧摊销	1,906	2,265	2,346	2,596	2,846
财务费用	5,736	5,145	6,288	10,854	13,112
投资损失	(4,984)	(13,512)	(14,863)	(16,349)	(17,984)
营运资金变动	(40,534)	(22,707)	(113,595)	(179,865)	(1,663)
其它	28,431	22,698	2,066	775	351
<b>经营活动现金流</b>	<b>45,687</b>	<b>53,188</b>	<b>(52,419)</b>	<b>(109,193)</b>	<b>79,528</b>
资本支出	(6,310)	(2,481)	(4,221)	(4,221)	(4,221)
长期投资	(20,457)	(17,809)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他	(1,860)	26,087	14,693	16,349	17,984
<b>投资活动现金流</b>	<b>(28,627)</b>	<b>5,797</b>	<b>472</b>	<b>2,129</b>	<b>3,763</b>
债权融资	6,075	(8,597)	0	0	0
股权融资	4,642	6,486	0	0	0
其他	(44,055)	(30,393)	65,383	142,353	(55,950)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(33,338)</b>	<b>(32,504)</b>	<b>65,383</b>	<b>142,353</b>	<b>(55,950)</b>
汇率变动影响	349	(557)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(15,930)</b>	<b>25,924</b>	<b>13,436</b>	<b>35,289</b>	<b>27,341</b>

  

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.6%	13.9%	10.6%	16.9%	11.2%
营业利润	13.5%	4.4%	10.8%	11.4%	13.7%
归属于母公司净利润	15.1%	6.8%	10.2%	11.4%	13.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.2%	29.2%	29.4%	29.4%	30.3%
净利率	10.6%	9.9%	9.9%	9.4%	9.6%
ROE	22.6%	20.1%	18.9%	18.4%	18.4%
ROIC	11.7%	11.1%	10.3%	9.4%	9.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.4%	81.3%	80.8%	80.8%	79.4%
净负债率	34.7%	18.9%	33.6%	58.5%	41.3%
流动比率	1.13	1.17	1.18	1.18	1.20
速动比率	0.42	0.41	0.42	0.39	0.40
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	205.9	168.3	147.1	151.0	147.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.35	3.57	3.94	4.39	4.99
每股经营现金流	4.04	4.58	-4.51	-9.40	6.85
每股净资产	16.19	19.32	22.38	25.39	28.84
<b>估值比率</b>					
市盈率	9.0	8.4	7.6	6.8	6.0
市净率	1.9	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.0	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBIT	4.1	3.9	3.5	3.0	2.7

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有万科 A(000002)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)