

**公司点评**
**万科 A (000002)**
**房地产 | 房地产开发**
**稳健增长，多元业务齐发展**

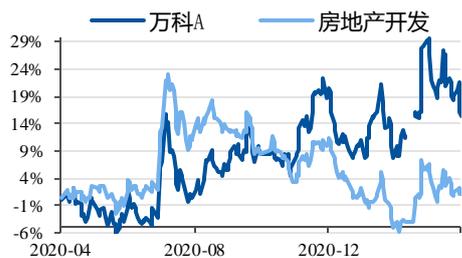
2021年04月02日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 34.5-38.3 元**
**交易数据**

|            |             |
|------------|-------------|
| 当前价格(元)    | 29.83       |
| 52周价格区间(元) | 24.96-34.60 |
| 总市值(百万)    | 346556.95   |
| 流通市值(百万)   | 289874.61   |
| 总股本(万股)    | 1161773.22  |
| 流通股(万股)    | 971755.33   |

**涨跌幅比较**


| %     | 1M     | 3M    | 12M   |
|-------|--------|-------|-------|
| 万科 A  | -10.39 | 3.94  | 20.58 |
| 房地产开发 | -4.35  | -1.07 | 0.64  |

**周策**

 执业证书编号: S0530519020001  
 zhouce@cfzq.com

**分析师**

0731-84779582

**尹盟**

yinmeng@cfzq.com

**研究助理**
**相关报告**

- 1 《万科 A: 万科 A (000002.SZ) 公司深度: 坚守龙头价值, 三道红线影响无忧》 2020-12-11
- 2 《万科 A: 万科 A (000002.SZ) 公司 2019 年 报点评: 以财务稳健, 谋长期发展》 2020-03-20
- 3 《万科 A: 万科 A (000002.SZ) 1 月经营数据 点评: 特殊时期销售依然稳定》 2020-02-07

| 预测指标       | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万 元) | 367893.9 | 419111.7 | 461022.8 | 520955.8 | 599099.2 |
| 净利润(百万元)   | 38872.1  | 41515.5  | 44527.6  | 48140.6  | 57119.0  |
| 每股收益(元)    | 3.35     | 3.57     | 3.83     | 4.14     | 4.92     |
| 每股净资产(元)   | 16.19    | 19.32    | 22.03    | 24.83    | 28.10    |
| P/E        | 8.92     | 8.35     | 7.78     | 7.20     | 6.07     |
| P/B        | 1.84     | 1.54     | 1.35     | 1.20     | 1.06     |

资料来源: 贝格数据, 财信证券

**投资要点:**

- 公司发布 2020 年年度报告:** 公司 2020 年实现营收 4191.1 亿元, 同比 上涨 13.92%; 实现归母净利润 415.16 亿元, 同比提升 6.8%。销售方 面, 2020 年公司实现销售面积 4,667.5 万平方米, 销售金额 7,041.5 亿 元, 分别增长 13.5% 和 11.6%。所销售的产品中, 住宅占 88.2%, 商办 占 7.9%, 其它配套占 3.9%。2020 年集团在全国商品房市场的份额约 4.03%。
- 毛利率下降影响公司利润:** 2020 年公司销售毛利率 29.25%, 较 2019 年下滑 7 个百分点, 原因在于前期高价拿地, 房屋售价被限制, 低毛 利项目进入结转, 公司 2017 年拿地均价为 0.79 万元, 处于较高水平, 地产开发业务毛利率降 7.2 个百分点至 29.4%。但观察 2018 年公司拿 地均价大幅下滑, 而当年销售均价有小幅提升, 或支撑毛利率修复。 此外, 公司计提资产与信用减值损失 22.1 亿元。
- 拿地力度下降, 已售未结资源上升支撑 2021 年结算增长:** 公司 2020 年新增项目 168 个, 总规划建筑面积 3,366.5 万平方米, 同比下滑 9.4%, 权益规划建筑面积 2,058.8 万平方米, 同比下滑 16.9%, 权益地价总额 约 1,381.5 亿元, 同比下滑 10.8%。2020 年公司新增拿地面积/销售面 积 72%, 较上年减少 18 个百分点; 当年拿地楼面均价 6710 元/平, 同 比上升 7.3%, 楼面价/销售均价为 44.5%, 同比上升 3.7 个百分点。2020 年, 公司合并报表范围内有 4,918.6 万平方米已售资源未竣工结算, 合 同金额合计约 6,981.5 亿元, 较上年末分别增长 14.7% 和 14.6%, 将支 撑公司 2021 年结算收入的稳健增长。
- 多元业务齐发展:** 物业方面, 万物云实现对万科集团内和对外营业收 入 182.04 亿元, 同比增长 27.36%。租赁住宅方面, 长租公寓营业收入 25.40 亿元, 同比增长 72.33%。商业开发运营业务营业收入 63.22 亿元, 同比增长 4.33%。仓储物流, 万纬物流管理项目的营业收入 18.7 亿元, 同比增长 37%。公司多元化业务布局持续发展。
- 投资建议:** 公司 2020 年剔除预收账款的资产负债率 70.4%, 仅超线 0.4 个百分点, 公司有望进入绿档。我们预计公司 2021-2023 年实现归

母净利润 445.27/481.41/571.19 亿元，对应 EPS 分别为 3.83/4.14/4.92 元，对应 PE 分别为 7.78/7.2/6.07 倍，考虑公司龙头地位，稳健的财务指标，且公司多元化发展目标逐渐兑现，我们给予公司 2021 年年底 9-10 倍 PE，对应股价 34.5-38.3 元，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：地产销售不及预期；监管趋严**

**财务预测摘要**

| 利润表               | 2019A            | 2020A            | 2021E            | 2022E            | 2023E            | 财务指标              | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>367893.9</b>  | <b>419111.7</b>  | <b>461022.8</b>  | <b>520955.8</b>  | <b>599099.2</b>  | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 234550.3         | 296540.7         | 325113.3         | 364669.1         | 419369.4         | 营业收入增长率           | 23.6%        | 13.9%        | 10.0%        | 13.0%        | 15.0%        |
| 营业税费              | 32905.2          | 27236.9          | 35696.3          | 40262.6          | 43874.3          | 营业利润增长率           | 13.5%        | 4.4%         | 6.7%         | 7.6%         | 18.9%        |
| 销售费用              | 9044.5           | 10636.9          | 11740.0          | 13098.5          | 15174.8          | 净利润增长率            | 15.1%        | 6.8%         | 7.3%         | 8.1%         | 18.7%        |
| 管理费用              | 11018.4          | 10288.1          | 13713.2          | 14628.8          | 16449.9          | EBITDA 增长率        | 17.3%        | 1.2%         | 2.2%         | 6.7%         | 16.2%        |
| 财务费用              | 5735.9           | 5145.1           | 5626.5           | 5502.5           | 5424.7           | EBIT 增长率          | 16.4%        | 3.4%         | 1.2%         | 6.9%         | 17.7%        |
| 资产减值损失            | -1648.8          | -1980.8          | 0.0              | 0.0              | 0.0              | NOPLAT 增长率        | 10.5%        | 6.8%         | 7.7%         | 6.9%         | 17.7%        |
| <b>加:公允价值变动收益</b> | <b>-68.5</b>     | <b>5.3</b>       | <b>7765.0</b>    | <b>0.0</b>       | <b>0.0</b>       | 投资资本增长率           | 8.7%         | 20.4%        | 89.0%        | -29.4%       | 155.8%       |
| 投资和汇兑收益           | 4984.1           | 13511.9          | 8428.0           | 8974.7           | 10304.8          | 净资产增长率            | 14.8%        | 29.3%        | 14.2%        | 13.2%        | 13.7%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>76613.1</b>   | <b>79958.6</b>   | <b>85326.5</b>   | <b>91769.0</b>   | <b>109110.9</b>  | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| 加:营业外净收支          | -73.8            | -282.9           | -131.7           | -162.8           | -192.5           | 毛利率               | 36.2%        | 29.2%        | 29.5%        | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>76539.3</b>   | <b>79675.8</b>   | <b>85194.8</b>   | <b>91606.2</b>   | <b>108918.4</b>  | 营业利润率             | 20.8%        | 19.1%        | 18.5%        | 17.6%        | 18.2%        |
| 减:所得税             | 21407.7          | 20377.6          | 21298.7          | 22901.6          | 27229.6          | 净利润率              | 10.6%        | 9.9%         | 9.7%         | 9.2%         | 9.5%         |
| <b>净利润</b>        | <b>38872.1</b>   | <b>41515.5</b>   | <b>44527.6</b>   | <b>48140.6</b>   | <b>57119.0</b>   | EBITDA/营业收入       | 24.8%        | 22.0%        | 20.4%        | 19.3%        | 19.5%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2019A</b>     | <b>2020A</b>     | <b>2021E</b>     | <b>2022E</b>     | <b>2023E</b>     | EBIT/营业收入         | 23.6%        | 21.5%        | 19.7%        | 18.7%        | 19.1%        |
| 货币资金              | 166194.6         | 195230.7         | 36881.8          | 72715.4          | 47927.9          | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 交易性金融资产           | 11735.3          | 170.5            | 7935.5           | 7935.5           | 7935.5           | 固定资产周转天数          | 12           | 11           | 9            | 8            | 6            |
| 应收账款              | 1988.1           | 2992.4           | 86161.5          | 18666.0          | 36636.2          | <b>流动营业资本周转天数</b> | 67           | 88           | 181          | 191          | 287          |
| 应收票据              | 29.0             | 9.7              | 19.0             | 22.7             | 24.1             | 流动资产周转天数          | 1,338        | 1,283        | 1,309        | 1,204        | 1,145        |
| 预付账款              | 97795.8          | 62247.5          | 163264.2         | 76701.0          | 187694.2         | 应收账款周转天数          | 2            | 2            | 35           | 36           | 17           |
| 存货                | 897019.0         | 1002063.0        | 1238269.9        | 1231556.9        | 1573722.4        | 存货周转天数            | 806          | 816          | 875          | 853          | 843          |
| 其他流动资产            | 264227.6         | 284673.3         | 271937.4         | 273612.7         | 276741.1         | 总资产周转天数           | 1,594        | 1,546        | 1,551        | 1,412        | 1,326        |
| 可供出售金融资产          | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 投资资本周转天数          | 201          | 203          | 291          | 287          | 368          |
| 持有至到期投资           | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 长期股权投资            | 130475.8         | 141895.2         | 141895.2         | 141895.2         | 141895.2         | ROE               | 20.7%        | 18.5%        | 17.4%        | 16.7%        | 17.5%        |
| 投资性房地产            | 73564.7          | 79954.1          | 79954.1          | 79954.1          | 79954.1          | ROA               | 3.2%         | 3.2%         | 3.0%         | 3.5%         | 3.4%         |
| 固定资产              | 12399.8          | 12577.3          | 11750.7          | 10924.0          | 10097.4          | ROIC              | 30.1%        | 29.6%        | 26.5%        | 15.0%        | 24.9%        |
| 在建工程              | 4179.8           | 3236.9           | 3236.9           | 3236.9           | 3236.9           | <b>费用率</b>        |              |              |              |              |              |
| 无形资产              | 5269.6           | 6087.8           | 3718.8           | 1349.7           | 0.0              | 销售费用率             | 2.5%         | 2.5%         | 2.5%         | 2.5%         | 2.5%         |
| 其他非流动资产           | 65050.3          | 78038.7          | 58278.6          | 64706.0          | 63428.6          | 管理费用率             | 3.0%         | 2.5%         | 3.0%         | 2.8%         | 2.7%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>1729929.5</b> | <b>1869177.1</b> | <b>2103303.5</b> | <b>1983276.1</b> | <b>2429293.8</b> | 财务费用率             | 1.6%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.1%         | 0.9%         |
| 短期债务              | 15365.2          | 25111.5          | 32010.5          | 0.0              | 29490.6          | 三费/营业收入           | 7.0%         | 6.2%         | 6.7%         | 6.4%         | 6.2%         |
| 应付账款              | 267280.9         | 295684.5         | 241039.4         | 415511.1         | 299133.8         | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付票据              | 941.3            | 607.1            | 2332.9           | 1110.9           | 1734.8           | 资产负债率             | 84.4%        | 81.3%        | 81.0%        | 77.2%        | 78.8%        |
| 其他流动负债            | 989022.9         | 996089.5         | 1242401.1        | 1045482.1        | 1093666.8        | 负债权益比             | 539.3%       | 434.3%       | 426.3%       | 338.4%       | 372.2%       |
| 长期借款              | 114319.8         | 132036.8         | 121739.5         | 0.0              | 423274.8         | 流动比率              | 1.13         | 1.17         | 1.19         | 1.15         | 1.50         |
| 其他非流动负债           | 72420.3          | 69803.1          | 64113.0          | 68778.8          | 67565.0          | 速动比率              | 0.43         | 0.41         | 0.37         | 0.31         | 0.39         |
| <b>负债总额</b>       | <b>1459350.3</b> | <b>1519332.6</b> | <b>1703636.4</b> | <b>1530882.8</b> | <b>1914865.8</b> | 利息保障倍数            | 15.16        | 17.47        | 16.17        | 17.68        | 21.11        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>82520.6</b>   | <b>125333.5</b>  | <b>143733.7</b>  | <b>163955.0</b>  | <b>187978.8</b>  | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| 股本                | 11302.1          | 11617.7          | 11617.7          | 11617.7          | 11617.7          | DPS(元)            | 0.99         | 1.25         | 1.26         | 1.35         | 1.64         |
| 留存收益              | 178562.8         | 214437.6         | 244315.7         | 276820.6         | 314831.5         | 分红比率              | 29.6%        | 35.0%        | 32.9%        | 32.5%        | 33.5%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>270579.1</b>  | <b>349844.5</b>  | <b>399667.1</b>  | <b>452393.3</b>  | <b>514428.0</b>  | 股息收益率             | 3.3%         | 4.2%         | 4.2%         | 4.5%         | 5.5%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2019A</b>     | <b>2020A</b>     | <b>2021E</b>     | <b>2022E</b>     | <b>2023E</b>     | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 净利润               | 55131.6          | 59298.1          | 44527.6          | 48140.6          | 57119.0          | EPS(元)            | 3.35         | 3.57         | 3.83         | 4.14         | 4.92         |
| 加:折旧和摊销           | 4119.5           | 2209.8           | 3195.7           | 3195.7           | 2176.4           | BVPS(元)           | 16.19        | 19.32        | 22.03        | 24.83        | 28.10        |
| 资产减值准备            | 1648.8           | 1980.8           | 0.0              | 0.0              | 0.0              | PE(X)             | 8.92         | 8.35         | 7.78         | 7.20         | 6.07         |
| 公允价值变动损失          | 68.5             | -5.3             | 7765.0           | 0.0              | 0.0              | PB(X)             | 1.84         | 1.54         | 1.35         | 1.20         | 1.06         |
| 财务费用              | 5735.9           | 5145.1           | 5626.5           | 5502.5           | 5424.7           | P/FCF             | 10.03        | -391.14      | -1.97        | 9.20         | -11.19       |
| 投资收益              | -4984.1          | -13511.9         | -8428.0          | -8974.7          | -10304.8         | P/S               | 0.94         | 0.83         | 0.75         | 0.67         | 0.58         |
| 少数股东损益            | 16259.5          | 17782.6          | 19368.6          | 20564.0          | 24569.8          | EV/EBITDA         | 3.99         | 4.12         | 6.14         | 4.01         | 7.72         |
| 营运资金的变动           | -154375.5        | -3887.1          | -213005.0        | 133444.6         | -537352.1        | CAGR(%)           | 7.6%         | 11.3%        | 9.0%         | 7.6%         | 11.3%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>45686.8</b>   | <b>53188.0</b>   | <b>-140949.5</b> | <b>201872.8</b>  | <b>-458367.0</b> | PEG               | 1.17         | 0.74         | 0.86         | 0.95         | 0.54         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-28626.7</b>  | <b>5797.1</b>    | <b>-7102.1</b>   | <b>8974.7</b>    | <b>10304.8</b>   | ROIC/WACC         | 3.16         | 3.10         | 2.78         | 1.57         | 2.62         |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-33338.2</b>  | <b>-32504.3</b>  | <b>-10297.3</b>  | <b>-175013.9</b> | <b>423274.8</b>  | REP               | 0.54         | 0.47         | 0.43         | 0.74         | 0.39         |

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上       |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%  |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上       |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上      |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438