

管理红利时代，探索之下，领路前行

投资要点：

1. 事件

公司发布 2020 年年度报告。报告期内，公司实现营业收入 4191.12 亿元，同比增长 13.92%；公司实现归属于上市公司股东的净利润 415.16 亿元，同比增长 6.8%，扣非后归属上市公司股东的净利润为 402.38 亿元，同比增长 5.02%；公司基本每股收益为 3.62 元，同比增加 4.52%。

2. 我们的分析与判断

（一）毛利率短期内处于下行通道，长期有望触底回升

2020 年公司实现营业收入 4191.12 亿元，同比增长 13.92%；公司实现归属于上市公司股东的净利润 415.16 亿元，同比增长 6.8%。房地产及相关业务毛利率 22.6%，较 2019 年-4.6pct，公司的重点业务布局领域一二线城市的限价政策以及高地价项目进入结算期对公司盈利能力的冲击较大，由于上述因素在短期内无法快速消化，预计未来两年的毛利率仍处于下行通道。在“三道红线”和“两集中”的政策调控下，地价非理性上涨有望得到控制，结合公司深厚的经营管理内功，长期来看结算利润率有望触底回升（2023 年或为拐点）。2020 年公司分红率重新回到 35%，长线投资价值凸显。

（二）销售稳健增长，丰厚的可结算资源和竣工高峰的到来助力业绩释放

公司 2020 年实现销售面积 4667.5 万平方米，同比增长 13.5%，实现销售金额 7041.5 亿元，同比增长 11.6%，公司在大基数下仍实现了销售两位数的增长；销售均价为 1.51 万元/平方米，较 19 年减少 0.02 万元/平方米，总体保持稳定。公司房地产开发业务结算面积为 2889.4 万平方米，同比增长 17.4%，结算收入为 3774.2 亿元，同比增长 13.0%，结算均价为 1.31 万元/平方米，较 19 年减少 0.05 万元/平方米。

公司拿地较为谨慎，2020 年公司新增土地总规划建筑面积 3366.5 万平方米，拿地销售比为 72%，较 19 年-18pct，拿地权益比为 61%，较 19 年-6pct。新开工降速，竣工增长，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%，2021 年公司现有项目计划新开工面积 3148.4 万平方米，较 20 年实际完成额下降 20.5%；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%，2021 年计划竣工面积为 3587.5%，较 19 年实际完成面积增加 6.1%，公司迎来结算高峰。公司已售未结资源规模丰厚，截至报告期末公司已售未结资源合同金额为 6981.5 亿元，同比增长 14.6%，随着竣工高峰的到来，公司未来业绩有保障。

万科 A (000002.SZ)

推荐 维持评级

分析师

潘玮

☎: (8610) 8092 7613

✉: panwei@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511070002

王秋蘅

☎: (8610) 8092 7726

✉: wangqiuheing_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050006

相对上证指数表现图



资料来源: wind

市场数据

时间 2021.03.31

A 股收盘价	30.76
A 股一年内最高价(元)	34.60
A 股一年内最低价(元)	27.10
上证指数	3367.06
市净率	1.55
总股本(百万股)	11617.73
实际流通 A 股(百万股)	9717.55
限售的流通 A 股(百万股)	6.64
流通 A 股市值(亿元)	2989.12

（三）财务稳健，一季度有望降为“绿档”房企

关于“三道红线”指标，公司剔除预收账款后的资产负债率为 71.7%，同比降 4.8pct，净负债率为 18.1%，同比降 15.8pct 并连续 20 年低于 40%，现金短债比为 2.4，公司现阶段为“黄档”房企，并有望在今年一季度降为“绿档”。公司经营性现金流为 531.9 亿元，连续 12 年为正，体现了公司优秀的资金管理能力和在当前的行业大背景下，也有实力和能力面对未来的变化。

（四）非开发业务多点开花，多项业务处于行业领先水平

万物云的定位升级为“空间科技服务商”，无论是管理规模还是业务范围都处于龙头地位。2020 年实现全口径营收 182.04 亿元，同比增长 27.36%，5 年复合增速为 34%，其中住宅物业服务、商业物业及设施服务、智慧城市服务、社区生活服务、万物成长实现收入分别为 100.52 亿元、53.14 亿元、9.91 亿元、9.85 亿元、8.62 亿元，占比分别为 55.22%、29.19%、5.44%、5.41%、4.74%。截至报告期末，万物云在管面积为 5.66 亿平方米。长租公寓营业收入为 25.40 亿元，同比增长 72.33%，公司集中式公寓规模已达到全国第一，运营长租公寓 18.44 万间，累计开业 14.24 万间，已开业项目整体出租率超过 95%。商业（含非并表项目）业务营业收入 63.22 亿元，同比增长 4.33%，已开业项目整体出租率 87.4%，其中稳定发展期（开业 3 年以上）的商业项目出租率 92.0%。公司累计开业商业面积为 989.8 万平方米，2020 年新开业商业面积为 128.9 万平方米。公司的物流仓储服务平台“万纬物流”经过 5 年发展，已发展成为中国规模最大的冷链物流综合服务商，2020 年实现营收（含非并表项目）18.7 亿元，同比增长 37%，其中高标库营业收入 12.9 亿元，同比增长 29%；冷库营业收入 5.8 亿元，同比增长 60%。公司各项非住业务稳健发展，物管业务处于行业领先，长租公寓、商业管理、物流仓储经过多年发展已具备较大的规模，各项业务之间协同发展形成合力，未来随着各项非住业务的相继上市，将增厚公司整体估值。

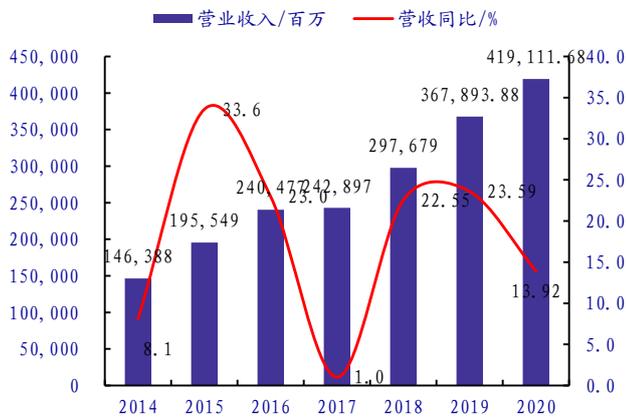
3. 投资建议

在行业由“金融红利”时代步入“管理红利”时代的背景下，公司经过多年沉淀的经营管理能力显得尤为珍贵，公司对自身的发展路径和未来的实施计划明确，在管理做到极致的道路上不断前行。2020 年公司在销售基数较大的条件下仍实现了两位数的增长，丰厚的已售未结资源以及竣工高峰的到来保障了未来两年的业绩，公司有望在今年一季度降为“绿档”房企，并且多项非住业务也进入了收获期，平台价值凸显。我们预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 442.64 亿元、474.00 亿元，对应的每股收益分别为 3.81 元/股、4.08 元/股，以 3 月 31 日的收盘价 30.0 元计算，对应的市盈率分别为 7.9 倍、7.4 倍。我们看好公司长期的表现，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

行业销售超预期下滑、公司拿地节奏低于预期、新业务发展低于预期的风险。

图 1: 万科 A 营业收入及同比增速



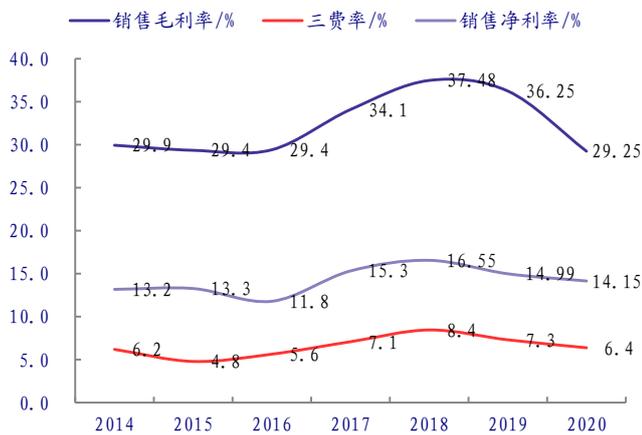
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 万科 A 归母净利润及同比增速



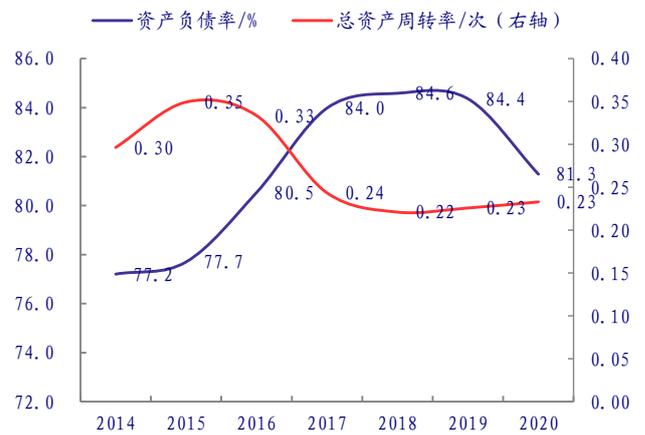
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 万科 A 销售毛利率、三费率及销售净利率



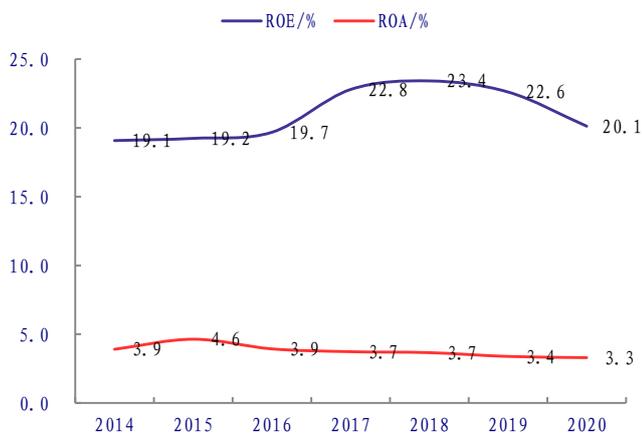
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 万科 A 资产负债率及总资产周转率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 万科 AROE、ROA



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：潘玮，清华大学管理学硕士、金融学学士。2008年进入银河证券研究部，从事房地产行业研究。曾获新财富、东方财富、金融界等多个分析师评选奖项。2013年团队获得新财富最佳分析师房地产行业第五名；2019年获得东方财富最佳分析师榜单房地产行业第一名。

分析师：王秋薇，房地产行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事房地产行业及上下游相关产业链的研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn