

万科A (000002): 开发主业提效加速, 持有型业务价值静待释放

——公司 2020 年报告点评

2021 年 04 月 12 日

强烈推荐/维持

万科 A

公司报告

近日万科公布 2020 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%; 每股派发股息 1.25 元, 分红比率 35%, 同比提高 4.6pct。我们对公司点评如下:

盈利能力或仍处下滑通道, 主因住宅开发拖累。2020 年净利润率 14.2%, 连

续两年下滑, 税后毛利率下滑和计提存货跌价准备是拖累净利润率的两大因

素。其中税后毛利率为 22.8%, 同比下滑 4.6pct, 且主要受住宅开发主业毛

利率下滑影响。计提存货跌价准备 19.8 亿, 同比提高 75.2%, 新增的三个计

提存货跌价准备的项目全部位于环京周边。在管理红利时代公司控费能力进

一步提高, 期间费用率仅为 6.4%, 较 2019 年下降 0.9pct。公司实现投资收

益 135.1 亿元, 同比增长 171.1%, 也在一定程度上缓解了盈利能力下滑压力。

我们认为公司营收略低于预期, 已售未结资源充沛, 未来营收增速或超预期,

但通过地货比判断结算毛利率或仍处于下降通道。

2021 年住宅销售增速有望进一步提高, 杠杆指标也有望全部回落至绿档。

2020 年公司销售金额 7041.5 亿同比增长 11.6%, 考虑公司较为充足的土地

储备和去化率未见大幅下行, 我们预计今年销售增速有望进一步提高。在杠

杆率指标方面, 公司仅剔除预收账后的资产负债率略超标, 我们预计 2021Q1

所有者权益有望进一步增厚, 该指标或将回归绿档, 实现三条红线全面达标。

超低的杠杆率不仅强化了公司的主体信用优势, 降低了融资成本, 也为公司

公司简介:

公司成立于 1984 年, 1988 年进入房地产行业, 经过三十余年的发展, 已成为国内领先的城市配套服务商, 公司业务聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市。2018 年, 公司将自身定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”。

数据来源: wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

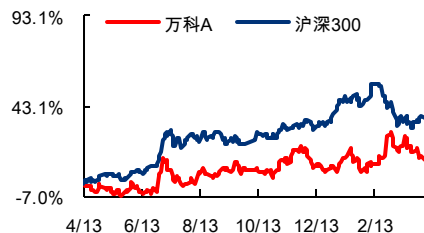
发债及交叉持股介绍:

无

交易数据

52 周股价区间 (元)	33.5-24.27
总市值 (亿元)	3,352.88
流通市值 (亿元)	2,804.49
总股本/流通 A 股 (万股)	1,161,773/971,755
流通 B 股/H 股 (万股)	/189,354
52 周日均换手率	0.86

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070002

研究助理: 曹钧鹏

010-66554065

caojp@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070038

研究助理: 陈刚

010-66554028

chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119080008

把握土地市场机会提供了坚实的基础。在剔除已售未结部分并考虑可售比之后，公司可售土储对销售覆盖倍数不足 2 年。若土地市场竞争超预期趋于缓和，公司有望凭借资金成本和杠杆优势逆周期补充土地储备。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,893.88	419,111.68	478,771.95	532,713.79	562,088.25
增长率(%)	23.59%	13.92%	14.23%	11.27%	5.51%
归母净利润(百万元)	38,872.09	41,515.54	45,365.15	49,410.46	55,775.37
增长率(%)	11.89%	7.56%	4.69%	4.90%	10.01%
净资产收益率(%)	20.67%	18.49%	16.83%	15.51%	14.91%
每股收益(元)	3.47	3.62	3.90	4.25	4.80
PE	8.32	7.97	7.39	6.79	6.01
PB	1.73	1.49	1.24	1.05	0.90

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

持有型业务方面, 短期能力优先、继续梳理业务模型, 长期最大化市场价值。公司对持有型业务始终坚持长期主义, 强调业务间的协同性, 可以想见未来万科将是一家平台型公司, 不同业务均具备竞争优势且长期共存, 并在合适时机分拆上市。而在**短期主要以提升服务能力为主, 既要补上短板、也要打造自身长项, 同时提升科技服务水平。**万物云作为物业公司, 定位于空间科技服务商, 业务布局涵盖住宅、商业、智慧城市服务、社区生活服务、万物成长等方面, 旗下两家国家高新技术企业深圳万物云和万睿科技, 目前在管面积 5.66 亿 m^2 , 位居行业第一。2020 年全口径收入 182 亿元, 同样位列行业第一, 同比增速 27.4%, 近 5 年复合增速 34%。**长租公寓方面,**公司累计开业 14.2 万间, 集中式公寓规模全国第一, 已开项目整体出租率高于 95%, 营收 25.4 亿元, 同比增长 72.3%。公司北京成寿寺社区一期项目作为全国首个集体用地新建长租公寓项目一经开业即实现满租。**商业开发与运营方面,**公司全口径累计开业面积 989.9 万 m^2 , 实现营收 63.2 亿元, 同比增长 4.3%。标杆项目上海南翔印象城 MEGA 总建筑面积 34 万 m^2 , 上海首店和最新概念店占比 40%, 开业首日实现 30 万客流和 2500 万销售额。物流仓储方面, 累计开业 700 万 m^2 , 万纬物流项目实现全口径营业收入 18.7 亿, 同比提高 37%, 其中高标库 12.9 亿, 同比提高 29%。高标库的 NOI 可以满足基本回报要求。**我们认为若未来公募 REITs 底层资产纳入商业地产和租赁住宅, 叠加出色的资产质量, 公司有望获得超大的成长空间。**

开发经营并重, “钱地人”三优势仍然明显。公司一直是开发行业的思考者和战略上的先行者, 进入管理红利时代后, 公司在选人用人上强调“人事匹配”; 在产品上跟随疫情后客户需求变化和城市圈发展趋势, 目前已经具备“TOD 四类开发模式”, 在城市有机更新、大型复杂综合项目等方面积极锻造能力。2021 年住宅销售增速有望进一步提高。在多项持有型业务上无论资产质量还是业务能力均在行业前列。“钱地人”三优势明显, 即高周转加经营杠杆的运营能力、始终聚焦一二线城市做主流产品和包含合伙人持股计划的全方位激励制度。

公司盈利预测及投资评级:

我们预计公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 453.7 亿元, 494.1 亿元和 557.8 亿元, EPS 分别为 3.9 元、4.3 元和 4.8 元。当前股价对应公司 2021-2023 年的 PE 分别为 7.4 倍、6.8 倍和 6 倍。我们看好公司长期稳健均衡发展, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 公司结算不及预期、公司拿地不及预期

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1438989	1547387	1852777	2073980	2312987	营业收入	367894	419112	478772	532714	562088
货币资金	166195	195231	191509	213086	302200	营业成本	234550	296541	344982	388963	410829
应收账款	1988	2992	2492	2773	2926	营业税金及附加	32905	27237	31114	34620	36529
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	9044	10637	12151	13520	14266
预付款项	97796	62248	96746	139532	184723	管理费用	11018	10288	11753	13077	13798
存货	897019	1002063	1134188	1225501	1294393	财务费用	5736	5145	9237	9933	6356
其他流动资产	20733	22663	153915	218645	253895	研发费用	1067	666	1436	1598	1686
非流动资产合计	290940	321790	305192	310490	316042	资产减值损失	-1648.	-1980.82	-1000.00	-1000.00	-1500.00
长期股权投资	130476	141895	141895	141895	141895	公允价值变动收益	-68.52	5.33	-50.00	-50.00	-100.00
固定资产	12400	12577	13491	17125	22279	投资净收益	4984.1	13511.87	15944.16	17219.69	18080.68
无形资产	5270	6088	5723	5379	5056	加: 其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	9107	13840	0	0	0	营业利润	76613	79959	85037	89212	98141
资产总计	1729929	1869177	2157969	2384470	2629029	营业外收入	714.73	999.50	1049.47	1133.43	1224.10
流动负债合计	1272610	1317493	1569269	1731072	1904180	营业外支出	788.58	1282.39	1308.03	1412.68	1525.69
短期借款	15365	25112	100769	51284	0	利润总额	76539	79676	84778	88933	97839
应付账款	267281	295685	339274	382528	404031	所得税	21408	20378	22697	23810	26194
预收款项	504960	577820	673574	780117	892535	净利润	55132	59298	62081	65123	71645
一年内到期的非流动负债	80646	60462	69531	83437	104297	少数股东损益	16260	17783	16716	15713	15870
非流动负债合计	186740	201840	177103	177018	177184	归属母公司净利润	38872	41516	45365	49410	55775
长期借款	114320	132037	132037	132037	132037	主要财务比率					
应付债券	49646	43576	44012	44452	44897		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1459350	1519333	1746372	1908090	2081363	成长能力					
少数股东权益	82521	125334	142049	157762	173632	营业收入增长	23.59%	13.92%	14.23%	11.27%	5.51%
实收资本(或股本)	11302	11618	11618	11618	11618	营业利润增长	13.50%	4.37%	6.35%	4.91%	10.01%
资本公积	12384	18554	18554	18554	18554	归属于母公司净利润增长	15.10%	6.80%	9.27%	8.92%	12.88%
未分配利润	95352	98417	115415	133928	154827	获利能力					
归属母公司股东权益合计	188058	224511	269548	318618	374034	毛利率(%)	36.25%	29.25%	27.94%	26.98%	26.91%
负债和所有者权益	1729929	1869177	2157969	2384470	2629029	净利率(%)	14.99%	14.15%	12.97%	12.22%	12.75%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润(%)	2.25%	2.22%	2.10%	2.07%	2.12%
						ROE(%)	20.67%	18.49%	16.83%	15.51%	14.91%
经营活动现金流	45687	53188	-73120	58173	115995	运营能力					
净利润	55132	59298	62081	65123	71645	总资产周转率	0.23	0.23	0.24	0.23	0.22
折旧摊销	4119.52	2650.92	2793.62	3015.38	3428.90	应收账款周转率	206	168	175	202	197
财务费用	5736	5145	9237	9933	6356	应付账款周转率	2.75	1.49	1.51	1.48	1.43
应收账款减少	-402	-1004	500	-281	-153	每股指标(元)					
预收账款增加	504706	72860	95754	106543	112418	每股收益(最新摊薄)	3.47	3.62	3.90	4.25	4.80
投资活动现金流	-28627	5797	-5801	9154	9904	每股净现金流(最新摊薄)	-1.44	2.28	-0.32	1.86	7.67
公允价值变动收益	-69	5	-50	-50	-100	每股净资产(最新摊薄)	16.64	19.32	23.20	27.43	32.20
长期投资减少	0	0	3064	-2013	-181	估值比率					
投资收益	4984	13512	15944	17220	18081	P/E	8.32	7.97	7.39	6.79	6.01
筹资活动现金流	-33338	-32504	75199	-45750	-36784	P/B	1.73	1.49	1.24	1.05	0.90
应付债券增加	2550	-6069	436	440	445	EV/EBITDA	4.94	4.57	4.55	4.30	2.95
长期借款增加	-6609	17717	0	0	0						
普通股增加	263	316	0	0	0						
资本公积增加	4379	6170	0	0	0						
现金净增加额	-16278	26481	-3722	21577	89114						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	万科 A (000002): 销售体现龙头优势, 杠杆总量结构虎步行业	2020-08-30
行业普通报告	东兴证券房地产行业 2 月统计局数据点评: 复苏向二三线城市传导	2021-03-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业点评: 让子弹再飞一会儿, 好公司更重要	2021-02-26
行业深度报告	房地产行业报告: 城市更新——城市进化必由之路、湾区房企必争之地	2021-02-04
行业普通报告	东兴证券房地产行业 12 月统计局数据点评: 数据指导意义下降, 聚焦供给侧改革逻辑	2021-01-19
行业普通报告	指引行业发展, 助力边界扩张——《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》点评	2021-01-07
行业普通报告	东兴证券房地产行业 11 月统计局数据点评: 销售和开发韧性十足, 三条红线排风险促发展	2020-12-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 7 月统计局数据点评: 行业短期高景气, 优质房企黄金时代 20200816	2020-08-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 6 月统计局数据点评: 地产复苏强于经济, 销售量价齐升得验证	2020-07-17

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验, 历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所, 担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士, 本科毕业于中南大学土木工程专业, 2019 年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士, 同济大学土木工程本科, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526