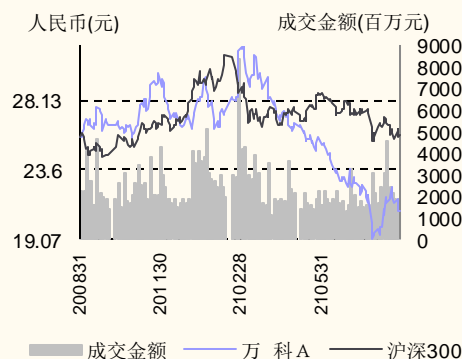


市场价格(人民币): 20.90元
目标价格(人民币): 29.61-29.61元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	116.25
已上市流通A股(亿股)	97.18
流通港股(亿股)	19.01
总市值(亿元)	2,429.71
年内股价最高最低(元)	31.68/19.07
沪深300指数	4827
深证成指	14437



相关报告

- 1.《探明毛利率底部区域-万科21年一季报点评》，2021.4.23
- 2.《业绩符合预期，分红率恢复至35%-万科2020年报点评》，2021.3.31
- 3.《年初即发力，重回增长路线-万科一月经营数据点评》，2021.2.5
- 4.《三季度结算略超预期-万科A三季报点评》，2020.10.30

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

杜昊旻 联系人

毛利率探底回升，三条红线保持绿档

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,894	419,112	462,358	513,518	565,637
营业收入增长率	23.59%	13.92%	10.32%	11.07%	10.15%
归母净利润(百万元)	38,872	41,516	43,023	46,254	50,838
归母净利润增长率	15.10%	6.80%	3.63%	7.51%	9.91%
摊薄每股收益(元)	3.34	3.57	3.70	3.98	4.37
每股经营性现金流净额	3.54	4.04	3.66	3.33	4.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.67%	18.49%	15.35%	13.82%	12.82%
P/E	6.3	5.9	5.6	5.3	4.8
P/B	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月29日，万科发布1H21业绩，公司上半年实现收入1671.1亿元，同比增长14.2%；权益净利润110.5亿元，同比下降11.7%。

点评

- **毛利率探底回升。**1H21公司整体毛利率22.9%，较去年同期下降8.9pcts，降幅较1Q有所收窄。如我们一季报点评所述，公司毛利率已见底回升。2Q21毛利率24.4%，相较1Q21回升4.0pcts。随着近期土拍新政对土地溢价率的限制，我们认为行业整体毛利率已进入底部区域，预计未来1-2年逐年回升。
- **销售保持正增长，已售未结资源充沛保证未来结算收入增长。**1H21公司实现销售金额3544亿元，同比增长10.6%；实现销售面积2192万平方米，同比增长5.5%。截至1H21，公司已售未结合同金额达7819亿元，同比增长12.0%，足以支撑公司未来1-2年结算收入的增长。
- **非开发业务稳健发展，物流仓储表现亮眼。**1H21公司租赁住宅收入13.2亿元，同比+25.6%；万物云收入103.8亿元，同比+33.3%；商业开发与运营收入36.3亿元，同比+19.0%；物流仓储业务管理项目(含非并表项目)收入13.4亿元，同比+64%。
- **拿地权益比回升，在手现金充裕。**公司上半年新获取项目建面1506万方，权益建面1101万方，对应权益比为73.1%，较去年同期的51.5%权益比大幅回升。上半年新获项目对应总地价1126亿元，其中92%位于一二线城市，平均地价7480元/平方米，同比提升17.5%。至1H21，公司账面资金1952亿元，与2020年末持平，保持充裕。
- **资债指标保持稳健，三条红线指标保持绿档水平。**截至1H21，公司剔除预收账款的资产负债率为69.7%，现金短债比(已扣除预售监管资金及受限资金)为1.67倍，净负债率20.2%，均满足监管要求，保持绿档企业水平。

投资建议

- 鉴于1H21净利润下滑幅度较大，我们下调盈利预测，将2021-23年EPS由3.79元、4.10元、4.71元下调至3.70元、3.98元、4.37元。考虑到公司未来毛利率将有所修复，叠加物业板块有分拆上市的可能，我们给予公司29.61元/股目标价，对应2021年PE为8.0倍，维持“买入”评级。

风险提示

需求端调控力度过大；土地价格上涨过快。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	297,679	367,894	419,112	462,358	513,518	565,637	货币资金	188,417	166,195	195,231	227,306	237,054	271,491
增长率		23.6%	13.9%	10.3%	11.1%	10.1%	应收账款	245,913	237,482	252,501	268,294	290,921	312,672
主营业务成本	-186,104	-234,550	-296,541	-333,369	-372,903	-408,890	存货	750,303	897,019	1,002,063	1,095,954	1,205,490	1,288,218
%销售收入	62.5%	63.8%	70.8%	72.1%	72.6%	72.3%	其他流动资产	110,439	138,294	97,593	116,972	130,172	142,886
毛利	111,575	133,344	122,571	128,989	140,615	156,748	流动资产	1,295,072	1,438,989	1,547,387	1,708,526	1,863,637	2,015,267
%销售收入	37.5%	36.2%	29.2%	27.9%	27.4%	27.7%	%总资产	84.7%	83.2%	82.8%	81.5%	80.2%	78.9%
营业税金及附加	-23,176	-32,905	-27,237	-30,053	-33,379	-37,389	长期投资	186,272	206,964	224,148	287,641	350,356	420,825
%销售收入	7.8%	8.9%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	固定资产	13,447	16,580	15,814	16,471	17,379	18,562
营业费用	-7,868	-9,044	-10,637	-11,097	-12,324	-14,707	%总资产	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
%销售收入	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.6%	无形资产	10,214	12,726	15,242	17,969	20,413	23,059
管理费用	-10,341	-11,018	-10,288	-11,559	-12,838	-15,838	非流动资产	233,508	290,940	321,790	387,917	458,952	540,294
%销售收入	3.5%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.8%	%总资产	15.3%	16.8%	17.2%	18.5%	19.8%	21.1%
研发费用	-946	-1,067	-666	-1,387	-1,541	-1,697	资产总计	1,528,579	1,729,930	1,869,177	2,096,443	2,322,590	2,555,561
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	79,194	96,011	85,573	65,299	71,383	71,992
息税前利润 (EBIT)	69,244	79,309	73,743	74,893	80,533	87,118	应付款项	457,283	519,691	509,962	651,146	741,940	806,086
%销售收入	23.3%	21.6%	17.6%	16.2%	15.7%	15.4%	其他流动负债	585,437	656,907	721,957	696,817	730,984	770,486
财务费用	-5,999	-5,736	-5,145	-4,952	-5,672	-6,534	流动负债	1,121,914	1,272,610	1,317,493	1,413,262	1,544,307	1,648,563
%销售收入	2.0%	1.6%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	长期贷款	120,929	114,320	132,037	178,250	195,005	230,106
资产减值损失	-2,354	1,649	1,981	-55	-5	-4	其他长期负债	50,116	72,420	69,803	82,341	87,999	99,716
公允价值变动收益	87	-69	5	0	0	0	负债	1,292,959	1,459,350	1,519,333	1,673,852	1,827,310	1,978,385
投资收益	6,788	4,984	13,512	10,495	11,544	14,382	普通股股东权益	155,764	188,058	224,511	280,259	334,674	396,484
%税前利润	10.1%	6.5%	17.0%	13.0%	13.3%	15.0%	其中股本	11,039	11,302	11,618	11,934	11,934	11,934
营业利润	67,499	76,613	79,959	80,381	86,400	94,962	未分配利润	91,725	95,352	98,417	128,533	160,910	196,496
营业利润率	22.7%	20.8%	19.1%	17.4%	16.8%	16.8%	少数股东权益	79,857	82,521	125,334	142,331	160,606	180,691
营业外收支	-38	-74	-283	509	565	622	负债股东权益合计	1,528,579	1,729,930	1,869,177	2,096,443	2,322,590	2,555,561
税前利润	67,460	76,539	79,676	80,890	86,965	95,584	比率分析						
利润率	22.7%	20.8%	19.0%	17.5%	16.9%	16.9%	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
所得税	-18,188	-21,408	-20,378	-20,870	-22,437	-24,661	每股指标	2.91	3.34	3.57	3.70	3.98	4.37
所得税率	27.0%	28.0%	25.6%	25.8%	25.8%	25.8%	每股收益	13.40	16.18	19.31	24.11	28.79	34.11
净利润	49,272	55,132	59,298	60,020	64,528	70,923	每股净资产	3.02	3.54	4.04	3.66	3.33	4.21
少数股东损益	15,500	16,260	17,783	16,998	18,274	20,085	每股经营现金净流	1.57	1.86	1.94	1.08	1.16	1.28
归属于母公司的净利润	33,773	38,872	41,516	43,023	46,254	50,838	每股股利						
净利率	11.3%	10.6%	9.9%	9.3%	9.0%	9.0%	回报率	21.7%	20.7%	18.5%	15.4%	13.8%	12.8%
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
净利润	49,272	55,132	59,298	60,020	64,528	70,923	总资产收益率	10.5%	10.8%	9.0%	7.7%	7.2%	6.8%
少数股东损益	15,500	16,260	17,783	16,998	18,274	20,085	投入资本收益率						
非现金支出	5,276	2,471	2,880	5,490	5,839	6,250	增长率	22.6%	23.6%	13.9%	10.3%	11.1%	10.1%
非经营收益	-7,231	-6,993	-12,588	-9,181	-10,571	-13,752	主营业务收入增长率	44.4%	14.5%	-7.0%	1.6%	7.5%	8.2%
营运资金变动	-13,963	-10,623	-2,713	-12,647	-19,999	-13,129	EBIT增长率	20.4%	15.1%	6.8%	3.6%	7.5%	9.9%
经营活动现金净流	33,354	39,986	46,878	43,683	39,797	50,292	净利润增长率	31.2%	13.2%	8.0%	12.2%	10.8%	10.0%
资本开支	-5,849	-6,148	-7,146	-5,128	-6,981	-8,565	总资产增长率						
投资	-62,521	-32,209	-7,740	-63,674	-63,072	-70,837	资产管理能力	1.9	1.8	2.2	1.8	1.8	1.8
其他	1,005	9,730	20,683	10,495	11,544	14,382	应收账款周转天数	1,322	1,282	1,169	1,200	1,180	1,150
投资活动现金净流	-67,364	-28,627	5,797	-58,306	-58,509	-65,021	存货周转天数	170	208	346	340	330	333
股权募资	19,491	11,814	38,859	25,633	22,037	26,224	应付账款周转天数	14.1	12.3	11.0	8.5	6.4	4.7
债权募资	61,181	-7,095	4,645	41,285	28,433	47,362	固定资产周转天数						
其他	-27,997	-28,392	-64,679	-20,219	-22,010	-24,420	偿债能力	19.9%	30.2%	18.8%	17.7%	18.9%	18.4%
筹资活动现金净流	52,676	-23,673	-21,176	46,699	28,460	49,166	净负债/股东权益	11.5	13.8	14.3	15.1	14.2	13.3
现金净流量	18,666	-12,314	31,499	32,075	9,748	34,437	EBIT利息保障倍数	84.6%	84.4%	81.3%	79.8%	78.7%	77.4%
							资产负债率	2.91	3.34	3.57	3.70	3.98	4.37

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	34	64	98	220
增持	0	5	11	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.15	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

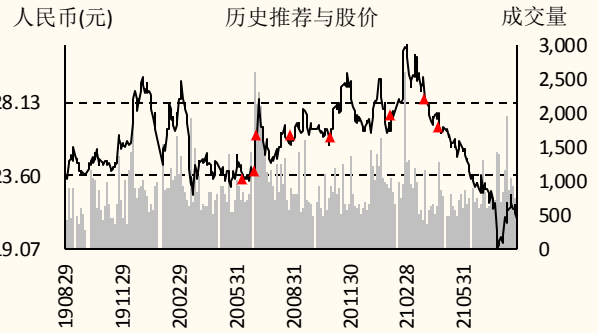
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-06-12	买入	25.90	33.38 ~ 33.38
2	2020-06-30	买入	25.92	37.08 ~ 37.08
3	2020-07-03	买入	28.39	37.08 ~ 37.08
4	2020-08-28	买入	26.95	37.08 ~ 37.08
5	2020-10-30	买入	27.38	37.08 ~ 37.08
6	2021-02-05	买入	27.89	37.08 ~ 37.08
7	2021-03-31	买入	31.37	37.08 ~ 37.08
8	2021-04-23	买入	29.02	37.08 ~ 37.08

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402