

# 万科 A (000002)

证券研究报告

2021年08月31日

## 三道红线全部达标，结算毛利下降明显

**事件：**公司公布2021年半年报，实现营业收入1671.11亿元、归属于上市公司股东的净利润110.47亿元，同比分别增长14.19%和-11.68%；实现销售金额3544.3亿元，同比增长10.6%；实现销售面积2191.7万平方米，同比增长5.5%。

**销售端：销售维持低位增长，销售均价稳步提升。**2021年上半年公司累计销售面积2191.7万方，同比增加5.5%，销售金额3544.3亿元，同比增加10.6%，累计销售均价1.62万元/平米，较上年同比增长4.8%。2021年上半年公司销售面积市占率2.47%，较2020年上半年的2.99%略有下降。分区域看，按照销售金额南方、上海、北方、中西部、西北和其他区域分别占总销售金额的20.4%、37.3%、21.0%、15.4%、4.5%、1.4%。销售端维持低位增长均价稳步提升。

**投资端：拿地力度有所提升，拿地侧重高能级城市，总土储丰厚。**2021年上半年公司新增项目规划建面1505.88万方（低于当期销售面积），权益规划建面1101.42万方，权益比例73.14%，较2020年上半年新增项目规划建面权益比例51.48%上涨21.66pct，拿地销售金额比为25%，较2020年上半年10%的水平提升较多。拿地结构来看，根据权益建面口径，新增土储一二线城市占比86.56%，公司维持布局高能级城市的战略。**公司土储充裕。**总可售土储建面1.07亿方（在建11283.3+规划4782.6-已售未结5377.7万方），公司土储权益比例60.89%，较2020年上半年略有上涨。2021年H1公司新开工面积约1748.3万平方米，同比下降4.8%，完成年初计划的55.5%；实现竣工面积约1225.3万平方米，同比增长14%，完成年初计划的34.2%。

**结算端：结算毛利有所下降，费用管控效果明显。**2021年H1公司营收增速14.19%，归母净利润增速-11.68%，加权ROE同比下降1.65个PCT至4.79%，公司综合毛利率同比下降8.87个PCT至22.94%，其中地产相关业务毛利率为18%，较2020年上半年下降6.02个PCT。公司管理、财务费用率控制较好，2021年上半年二者分别下降0.25、1.21个PCT至3.09%、1.05%。投资收益大幅增加，2021年上半年实现28.8亿元，同比增长7%，其中来自于联营、合营实现公司权益净利润为22.1亿元。

**财务端：三道红线全部达标，成为“绿档”房企，在手现金充裕。**公司剔除合同负债的资产负债率69.7%，达到70%的标准；净负债率20.2%，较2020年末18.09%略有提升，现金短债比2.32，较2020年2.35略有下降。在手现金充裕，经营性现金流明显优于同业，经营现金流为正67.8亿，截至2021年上半年公司在手货币资金1952.2亿。公司总体债务结构合理，有息负债中短债占比31.4%，中长期负债为主，占比为68.6%，较2020年上半年64.5%提升4.1个pct。公司融资结构基本稳定，2021年上半年银行融资余额比重55.8%，其他方式融资余额比重44.2%，公司财务费用率逐步降低，2021年上半年财务费用率1.05%，较2020年上半年2.26%下降1.21个pct。

**业务端：物业和商业板块增长快，长租公寓积极推进：**1) 物业收入快速增长，住宅物业收入占比过半。2020年公司物业实现103.8亿元，同比增长33.3%，其中住宅物业服务收入57.1亿元，占总物业收入的55.0%。2) 商业累计开业988.8万方，同比增长18.3%，实现收入36.29亿元，同比增长19.0%，已开业项目整体出租率达到92.3%，较2020年H1出租率提高1.7pct。3) 长租公寓累计实现收入13.19亿元，同比增长25.6%，间天出租率达到95%；共有房源19.2万间，累计开业14.8万间，2020年上半年新开业0.6万间。长租公寓布局全国33个城市，并在9个城市的市场占有率保持第一。

**投资建议：**公司作为行业龙头，具有强运营能力和管理红利，且在手现金多、负债极低、分红高、经营现金流持续多年为正，公司物业和商业板块发展迅速，潜在价值被低估，在丰厚土储支撑下地产业务有望维持稳健增长，我们维持2021-2023年归母净利润440.9亿、472.08亿、516.29亿元的预测，对应EPS 3.79、4.06、4.44元，对应PE为5.12X、4.78X、4.38X，维持“买入”评级。

**风险提示：**新房销售不及预期，房屋竣工不及预期，房屋价格大幅下跌

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,893.88	419,111.68	453,143.55	496,146.87	549,234.58
增长率(%)	23.59	13.92	8.12	9.49	10.70
EBITDA(百万元)	89,552.76	92,558.07	106,506.39	111,458.78	109,430.35
净利润(百万元)	38,872.09	41,515.54	44,089.73	47,208.33	51,629.47
增长率(%)	15.10	6.80	6.20	7.07	9.37
EPS(元/股)	3.34	3.57	3.79	4.06	4.44
市盈率(P/E)	5.81	5.44	5.12	4.78	4.38
市净率(P/B)	1.20	1.01	0.88	0.78	0.69
市销率(P/S)	0.61	0.54	0.50	0.46	0.41
EV/EBITDA	4.35	3.96	4.06	3.29	3.54

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.43元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	11,625.38
流通A股股本(百万股)	9,717.55
A股总市值(百万元)	225,881.20
流通A股市值(百万元)	188,812.06
每股净资产(元)	19.10
资产负债率(%)	81.40
一年内最高/最低(元)	34.60/19.30

### 作者

陈天诚	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	
胡孝宇	联系人
huxiaoyu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《万科 A-公司点评:单月销售均价提升，地售比维持稳定——7 月经营公告点评》2021-08-05
- 《万科 A-公司点评:累计销售同比增长，拿地力度保持积极》2021-07-06
- 《万科 A-公司点评:销售单月同比增长，新增拿地权益比例维持高位——3 月销售数据点评》2021-04-12

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	166,194.60	195,230.72	211,083.46	231,115.28	255,844.61
应收票据及应收账款	2,017.05	3,002.09	1,820.40	3,541.14	5,612.77
预付账款	97,795.83	62,247.50	184,463.98	104,417.53	247,092.60
存货	897,019.04	1,002,063.01	1,292,353.81	1,336,467.97	1,908,409.95
其他	275,962.85	284,843.74	431,796.31	338,152.47	497,708.06
<b>流动资产合计</b>	<b>1,438,989.35</b>	<b>1,547,387.06</b>	<b>2,121,517.96</b>	<b>2,013,694.38</b>	<b>2,914,668.00</b>
长期股权投资	130,475.77	141,895.19	201,895.19	301,895.19	361,895.19
固定资产	12,399.84	12,577.34	13,210.15	13,306.31	13,067.46
在建工程	4,179.84	3,236.85	1,978.11	1,234.87	770.92
无形资产	5,269.65	6,087.78	5,479.00	4,870.23	4,261.45
其他	138,615.00	157,992.87	110,308.13	110,942.19	109,015.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>290,940.10</b>	<b>321,790.03</b>	<b>332,870.58</b>	<b>432,248.78</b>	<b>489,010.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,729,929.45</b>	<b>1,869,177.09</b>	<b>2,454,388.55</b>	<b>2,445,943.16</b>	<b>3,403,678.23</b>
短期借款	15,365.23	25,111.54	126,034.58	154,832.66	179,374.70
应付票据及应付账款	268,222.15	296,291.62	150,938.10	246,312.50	588,524.07
其他	989,022.91	996,089.54	1,551,472.62	1,467,342.39	2,007,097.13
<b>流动负债合计</b>	<b>1,272,610.28</b>	<b>1,317,492.69</b>	<b>1,828,445.30</b>	<b>1,868,487.54</b>	<b>2,774,995.89</b>
长期借款	114,319.78	132,036.78	182,389.30	80,260.09	74,164.90
应付债券	49,645.51	43,576.22	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	22,774.76	26,226.93	3,157.01	3,047.78	3,075.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>186,740.05</b>	<b>201,839.93</b>	<b>221,721.71</b>	<b>121,838.94</b>	<b>117,840.53</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,459,350.33</b>	<b>1,519,332.62</b>	<b>2,050,167.00</b>	<b>1,990,326.48</b>	<b>2,892,836.42</b>
少数股东权益	82,520.62	125,333.52	146,081.63	164,440.42	183,536.26
股本	11,302.14	11,617.73	11,625.38	11,625.38	11,625.38
资本公积	12,384.48	18,554.50	19,768.63	19,759.14	19,747.80
留存收益	178,562.78	214,437.59	246,514.53	279,550.88	315,680.16
其他	(14,190.91)	(20,098.87)	(19,768.63)	(19,759.14)	(19,747.80)
<b>股东权益合计</b>	<b>270,579.12</b>	<b>349,844.47</b>	<b>404,221.54</b>	<b>455,616.68</b>	<b>510,841.80</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,729,929.45</b>	<b>1,869,177.09</b>	<b>2,454,388.55</b>	<b>2,445,943.16</b>	<b>3,403,678.23</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	55,131.61	59,298.12	44,089.73	47,208.33	51,629.47
折旧摊销	4,119.52	2,650.92	1,294.71	1,335.87	1,361.57
财务费用	5,735.94	5,145.10	19,590.26	23,838.39	13,789.98
投资损失	(4,984.13)	(13,511.87)	(10,000.00)	(16,000.00)	(17,000.00)
营运资金变动	43,095.47	48,086.57	(98,971.44)	130,490.14	4,286.34
其它	(57,411.60)	(48,480.82)	31,077.63	17,358.80	18,395.83
<b>经营活动现金流</b>	<b>45,686.81</b>	<b>53,188.02</b>	<b>(12,919.12)</b>	<b>204,231.53</b>	<b>72,463.19</b>
资本支出	(12,739.44)	10,656.25	83,129.91	100,189.24	60,022.68
长期投资	948.11	11,419.42	60,000.00	100,000.00	60,000.00
其他	(16,835.41)	(16,278.60)	(215,063.08)	(282,259.75)	(161,661.34)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(28,626.73)</b>	<b>5,797.07</b>	<b>(71,933.17)</b>	<b>(82,070.51)</b>	<b>(41,638.66)</b>
债权融资	259,976.74	261,186.41	391,942.45	327,823.63	351,018.60
股权融资	(501.78)	1,602.55	(16,673.05)	(23,646.48)	(13,532.79)
其他	(292,813.18)	(295,293.22)	(274,564.38)	(406,306.35)	(343,581.01)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(33,338.21)</b>	<b>(32,504.26)</b>	<b>100,705.02</b>	<b>(102,129.20)</b>	<b>(6,095.19)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(16,278.14)</b>	<b>26,480.83</b>	<b>15,852.73</b>	<b>20,031.82</b>	<b>24,729.33</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>367,893.88</b>	<b>419,111.68</b>	<b>453,143.55</b>	<b>496,146.87</b>	<b>549,234.58</b>
营业成本	234,550.33	296,540.69	317,200.48	346,657.82	395,448.90
营业税金及附加	32,905.22	27,236.91	29,363.70	31,753.40	35,700.25
营业费用	9,044.50	10,636.90	10,875.45	11,411.38	13,181.63
管理费用	11,018.41	10,288.05	11,102.02	11,907.52	13,456.25
研发费用	1,066.68	665.69	719.74	793.83	878.78
财务费用	5,735.94	5,145.10	19,590.26	23,838.39	13,789.98
资产减值损失	(1,648.76)	(1,980.82)	(1,000.00)	(1,500.00)	(1,200.00)
公允价值变动收益	(68.52)	5.33	10,329.52	(1,000.00)	(700.00)
投资净收益	4,984.13	13,511.87	10,000.00	16,000.00	17,000.00
其他	(6,307.19)	(22,896.69)	(40,659.04)	(30,000.00)	(32,600.00)
<b>营业利润</b>	<b>76,613.14</b>	<b>79,958.64</b>	<b>85,621.42</b>	<b>86,284.52</b>	<b>94,278.80</b>
营业外收入	714.73	999.50	1,000.00	1,300.00	1,200.00
营业外支出	788.58	1,282.39	170.98	161.68	161.68
<b>利润总额</b>	<b>76,539.29</b>	<b>79,675.75</b>	<b>86,450.44</b>	<b>87,422.84</b>	<b>95,317.12</b>
所得税	21,407.67	20,377.64	21,612.61	21,855.71	24,591.82
<b>净利润</b>	<b>55,131.61</b>	<b>59,298.12</b>	<b>64,837.83</b>	<b>65,567.13</b>	<b>70,725.30</b>
少数股东损益	16,259.53	17,782.57	20,748.11	18,358.80	19,095.83
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>38,872.09</b>	<b>41,515.54</b>	<b>44,089.73</b>	<b>47,208.33</b>	<b>51,629.47</b>
每股收益(元)	3.34	3.57	3.79	4.06	4.44

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.59%	13.92%	8.12%	9.49%	10.70%
营业利润	13.50%	4.37%	7.08%	0.77%	9.27%
归属于母公司净利润	15.10%	6.80%	6.20%	7.07%	9.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.25%	29.25%	30.00%	30.13%	28.00%
净利率	10.57%	9.91%	9.73%	9.51%	9.40%
ROE	20.67%	18.49%	17.08%	16.21%	15.77%
ROIC	30.09%	29.57%	30.60%	17.78%	18.56%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.36%	81.28%	83.53%	81.37%	84.99%
净负债率	34.66%	18.85%	44.74%	21.23%	18.63%
流动比率	1.13	1.17	1.16	1.08	1.05
速动比率	0.43	0.41	0.45	0.36	0.36
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	204.06	167.01	187.93	185.08	120.00
存货周转率	0.45	0.44	0.39	0.38	0.34
总资产周转率	0.23	0.23	0.21	0.20	0.19
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.34	3.57	3.79	4.06	4.44
每股经营现金流	3.93	4.58	-1.11	17.57	6.23
每股净资产	16.18	19.31	22.20	25.05	28.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	5.81	5.44	5.12	4.78	4.38
市净率	1.20	1.01	0.88	0.78	0.69
EV/EBITDA	4.35	3.96	4.06	3.29	3.54
EV/EBIT	4.48	4.08	4.11	3.33	3.58

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com