

## 万科A(000002.SZ)

## 未结资源充足，投资力度放缓

## 推荐（维持）

现价：19.13元

## 主要数据

行业	房地产
公司网址	www.vanke.com
大股东/持股	深圳市地铁集团有限公司/27.63%
实际控制人	
总股本(百万股)	11,625
流通A股(百万股)	9,718
流通B/H股(百万股)	1,901
总市值(亿元)	2,174
流通A股市值(亿元)	1,859
每股净资产(元)	19.6
资产负债率(%)	80.9

## 行情走势图



## 相关研究报告

《万科A\*000002\*毛利率下行拖累业绩表现，多元化业务稳步向好》 2021-08-30

《万科A\*000002\*业绩平稳增长，成功跻身“绿档”》 2021-04-23

## 证券分析师

杨侃  
证券投资咨询  
S1060514080002  
YANGKAN034@pingan.com.cn

## 研究助理

郑南宏  
一般证券业务  
S1060120010016  
ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn



## 事项：

公司公布 2021 年三季报，前三季度实现营收 2714.9 亿元，同比增 12.4%，归母净利润 166.9 亿元，同比降 16.0%，对应基本 EPS 为 1.44 元/股。

## 平安观点：

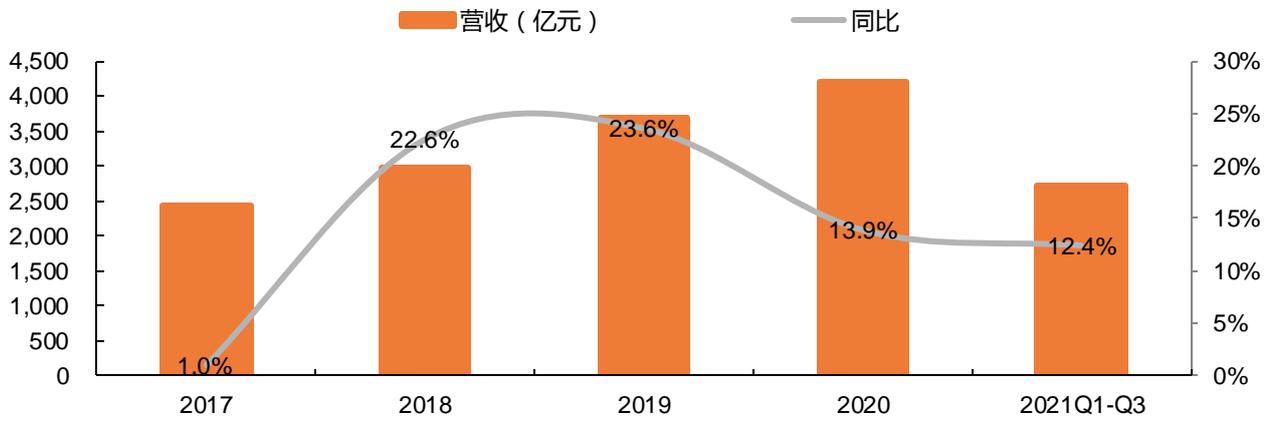
- **毛利率下滑拖累业绩表现，未结资源仍充足。**公司前三季度营收同比增长 12.4%，归母净利润同比降 16.0%，主要因地价上涨与销售限价下，期内房地产开发及相关资产经营业务结算毛利率（已扣除税金及附加）较 2020 年同期下滑 5.4pct 至 17.5%。期内公司经营进一步提效，期间费用率同比降 0.8pct 至 6.7%。期末并表已售未结资源达 7732.9 亿元，较上年末增长 11%，为未来业绩释放奠定基础。
- **销售略有下滑，竣工完成度过半。**下半年楼市热度趋冷背景下，公司销售有所放缓，前三季度累计实现销售金额 4791 亿元，同比降 2.8%；销售面积 2946 万平方米，同比降 9.8%；销售均价 16262 元/平，较 2020 年全年上升 7.8%。前三季度新开工 2837.2 万平方米，同比增 0.3%，占全年开工计划 90.1%（2020 年同期为 96.9%）；竣工 1992.6 万平方米，同比增 10.4%，占全年计划竣工面积 55.5%（2020 年同期为 54.4%）。
- **坚持理性投资，下半年拿地略有放缓。**期内公司新增土储建面 2241.0 万平，拿地销售面积比为 76%，较 2020 年全年升 3.9 个百分点。下半年随着资金环境趋紧及楼市下行，公司拿地略有放缓，第三季度新增土储建面 735 万平，同比减少 27%，月均拿地建面亦较上半年月均拿地建面减少 11%。在短期楼市下行压力犹存背景下，预计公司将坚持理性投资，保障现金流安全稳健。
- **多元化业务继续保持良好发展。**期内万物云进一步提升布局浓度及服务效率，武汉远程运营中心于 7 月 1 日正式落成并启用，3000 多个在管项目实现线上指挥调度和运营考核；租赁住房业务房源超过 19.5 万间，累计开业约 14.9 万间，间天出租率达 95%；商业业务累计开业 1020.6 万平米，

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,894	419,112	481,978	544,636	599,099
YOY(%)	23.6	13.9	15.0	13.0	10.0
净利润(百万元)	38,872	41,516	43,057	45,667	49,063
YOY(%)	15.1	6.8	3.7	6.1	7.4
毛利率(%)	36.2	29.2	23.0	22.0	22.5
净利率(%)	10.6	9.9	8.9	8.4	8.2
ROE(%)	20.7	18.5	16.9	15.8	15.2
EPS(摊薄/元)	3.34	3.57	3.70	3.93	4.22
P/E(倍)	5.7	5.4	5.2	4.9	4.5
P/B(倍)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7

其中杭州汇德隆奥体印象城 9 月底开业，实现招商率 99%、开业率 97%；物流仓储已运营项目建面 818 万平米，其中高标库 769 万平米、冷库 49 万平米，期内万科物流发展有限公司增资扩股，引入 Reco Meranti Pte Ltd.(新加坡政府投资公司下属公司)、Dahlia Investments Pte. Ltd. (淡马锡下属公司) 等多家战略投资者。

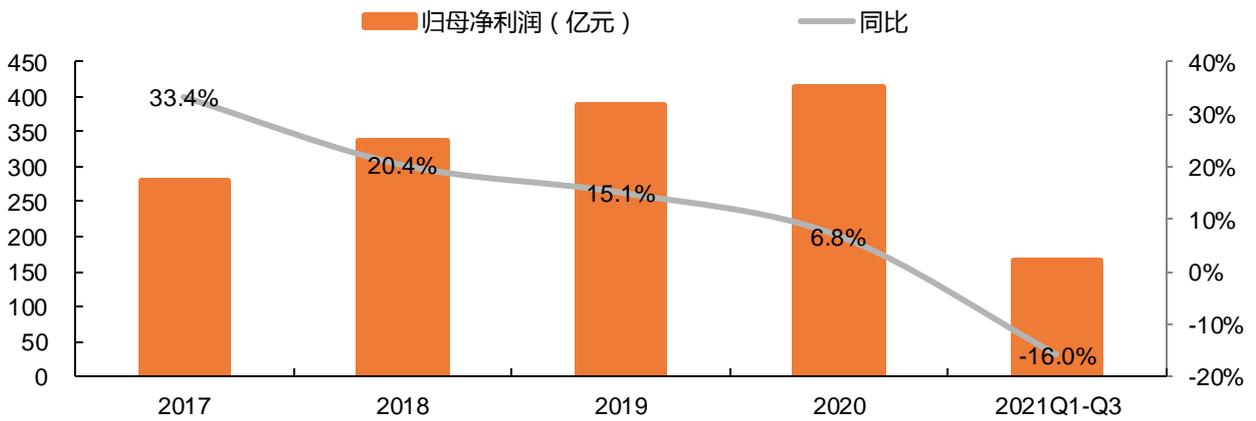
- **债务结构合理，短期偿债无忧。**公司坚持以现金流为基础的真实价值创造，不断提高资金管理的计划性和精细度。期末在手现金 1471.1 亿元，远高于短期借款和一年内到期有息负债总和 782.9 亿元；有息负债中 70.6%为长期负债，债务结构合理。期末净负债率、剔除预收款后资产负债率分别为 31.9%、70.4%，同比分别升 3.4 个、降 3.8 个百分点，其中净负债率连续 20 年低于 40%，剔除预收款后资产负债率同比亦有下滑，后续公司有望重回“绿档”水平。
- **投资建议：**维持公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.70 元、3.93 元、4.22 元，当前股价对应 PE 分别为 5.2 倍、4.9 倍、4.5 倍。短期来看，地市趋冷背景下房企拿地隐含利润率有望企稳，同时公司财务结构稳健、融资成本占优，拿地占据优势；中长期来看，中央坚持“稳地价、稳房价”等导向下，行业将从粗放型发展向精细化运营转变、由土地红利向管理红利、品牌红利迈进，房企拿地容错率大幅下降。公司融资管控、品牌优势突出，稳健经营、居安思危的基因更契合未来行业发展趋势，同时多元化布局打开新的增长空间，有望进一步扩大行业领先优势，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 当前行业基本面面临下行压力，若行业需求释放持续低于预期，房企普遍以价换量，可能带来公司项目减值风险；2) 2016 年起受楼市火爆影响、地价持续上升，而后续各城市限价政策陆续出台，未来公司毛利率仍面临下滑风险；3) 公司多元化业务拓展存在不及预期的风险。

图表1 公司前三季度营收同比增 12%



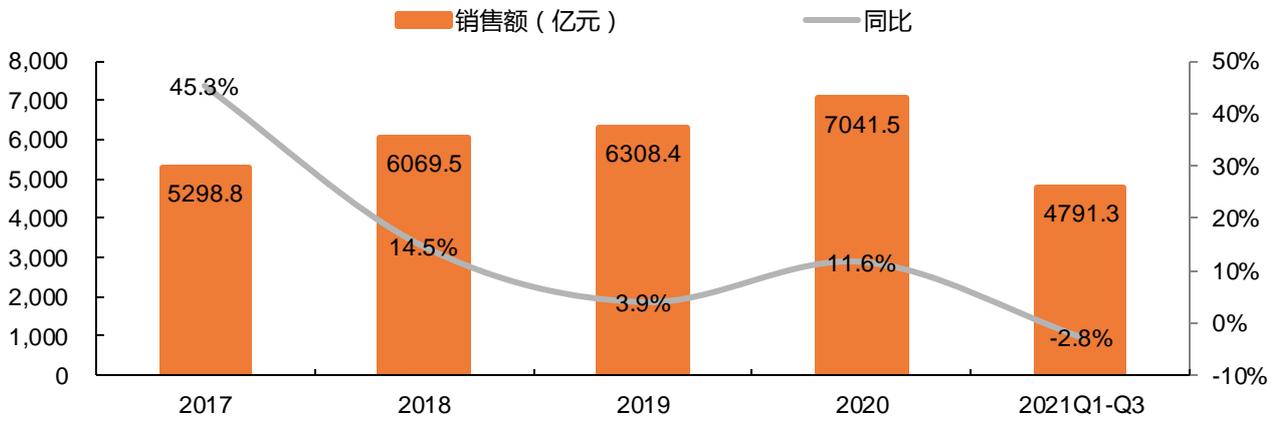
资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表2 公司前三季度归母净利润同比降 16%



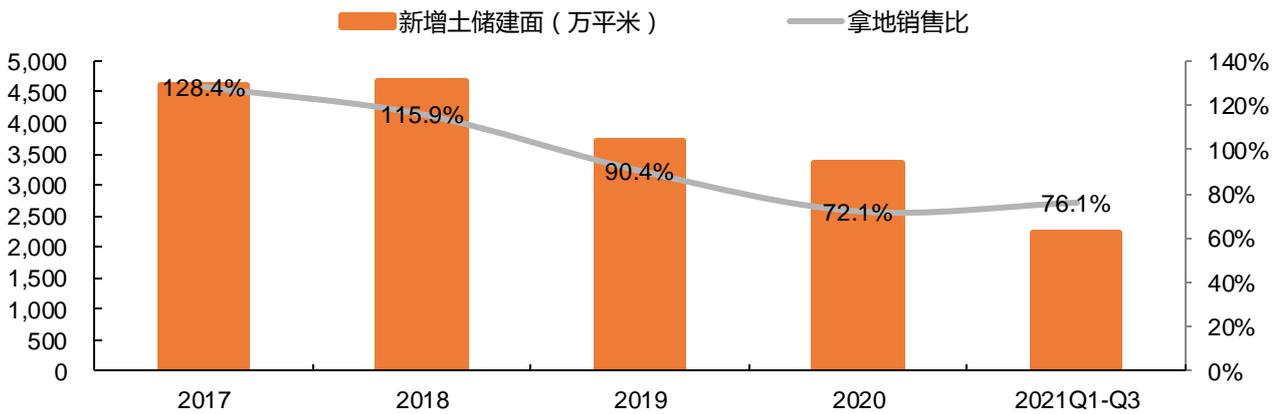
资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表3 公司前三季度销售额同比降3%



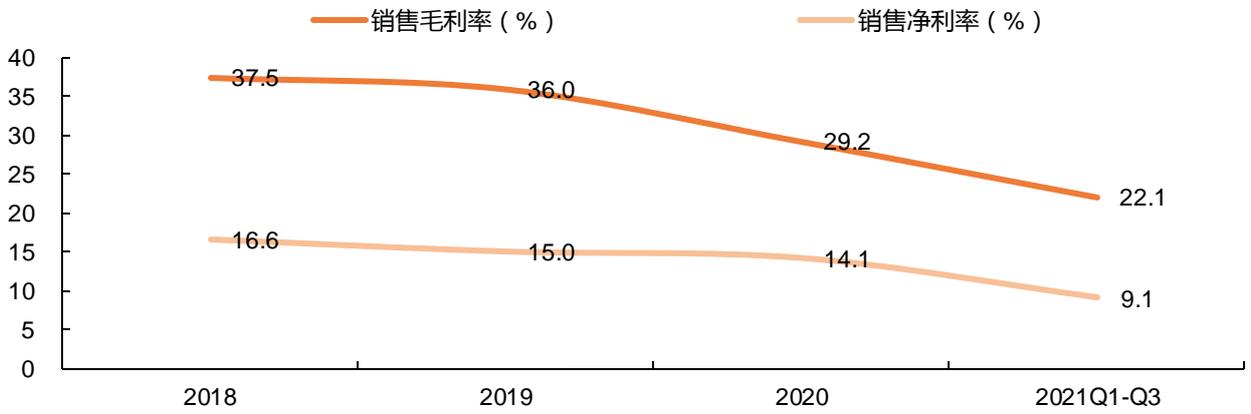
资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表4 公司前三季度拿地销售比有所提高



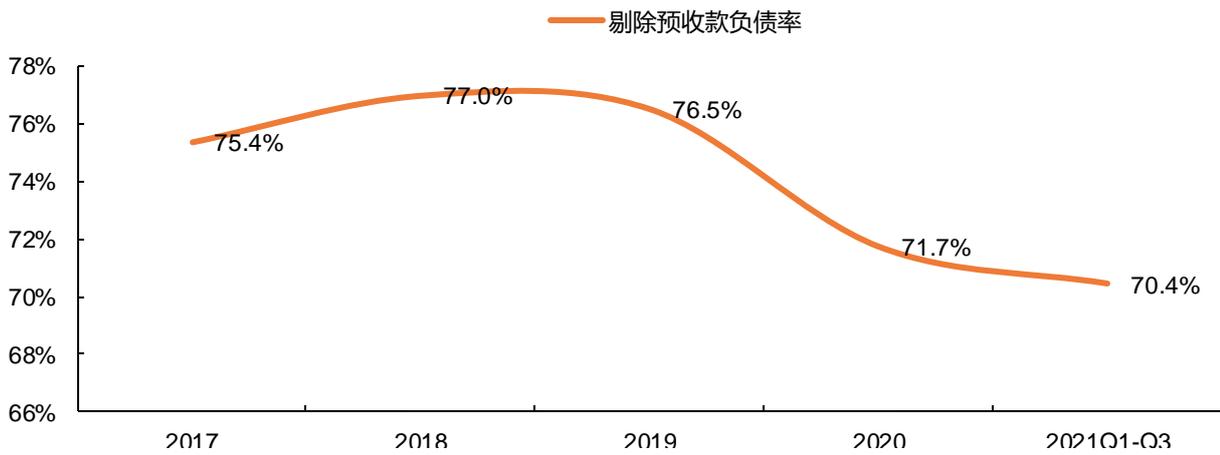
资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表5 公司毛利率与净利率有所下滑



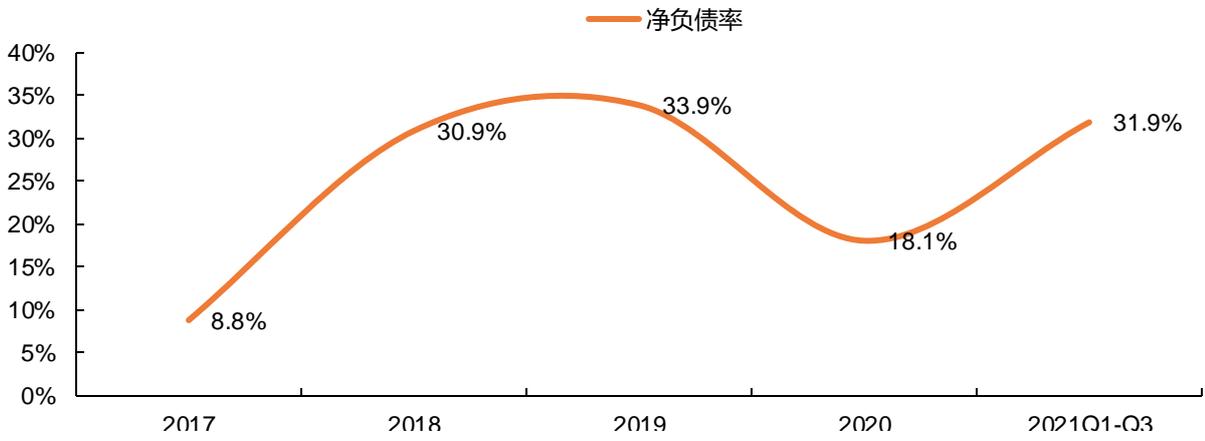
资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表6 公司剔除预收款后资产负债率持续下滑



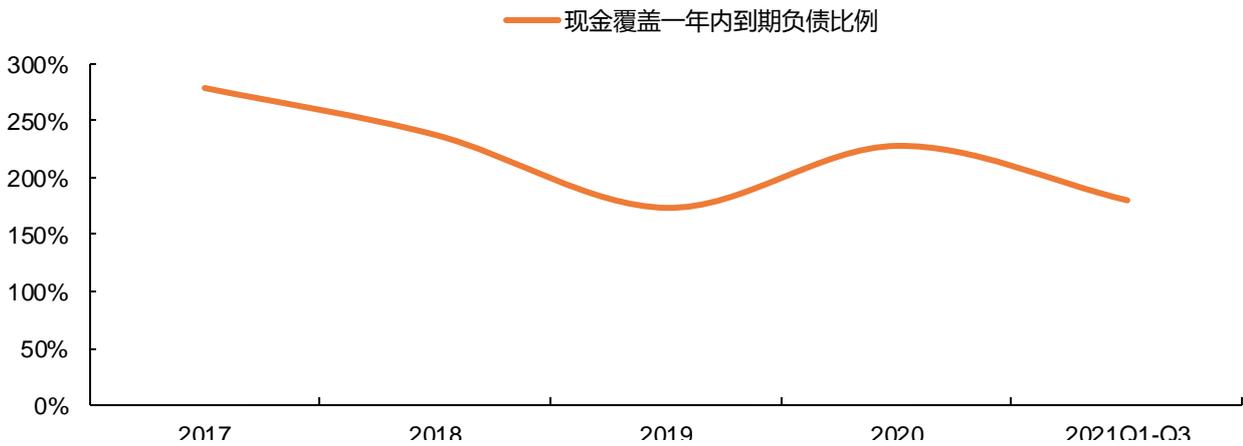
资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表7 公司净负债率保持低位



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

图表8 公司现金短债比远超过 100%



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1,547,387	1,724,132	1,888,559	1,985,480
现金	195,231	231,350	261,425	287,568
应收票据及应收账款	9,165	10,546	11,917	13,109
其他应收款	249,499	264,098	283,509	295,446
预付账款	62,248	66,024	71,623	75,503
存货	1,002,063	1,118,454	1,222,073	1,272,060
其他流动资产	29,183	33,660	38,012	41,795
<b>非流动资产</b>	321,790	339,812	356,531	371,907
长期投资	141,895	161,583	181,439	200,424
固定资产	37,787	39,674	40,340	40,783
无形资产	6,088	5,698	5,809	5,669
其他非流动资产	136,020	132,857	128,944	125,031
<b>资产总计</b>	1,869,177	2,063,944	2,245,091	2,357,387
<b>流动负债</b>	1,317,493	1,502,558	1,652,129	1,758,160
短期借款	25,112	50,694	74,626	83,801
应付票据及应付账款	296,292	326,118	350,022	382,556
其他流动负债	996,090	1,125,746	1,227,481	1,291,804
<b>非流动负债</b>	201,840	163,494	144,108	95,430
长期借款	200,203	161,857	142,471	93,793
其他非流动负债	1,637	1,637	1,637	1,637
<b>负债合计</b>	1,519,333	1,666,052	1,796,237	1,853,590
少数股东权益	125,334	142,496	160,699	180,448
股本	11,618	11,625	11,625	11,625
资本公积	18,554	18,554	18,554	18,554
留存收益	194,339	225,217	257,975	293,169
<b>归属母公司股东权益</b>	224,511	255,397	288,155	323,349
<b>负债和股东权益</b>	1,869,177	2,063,944	2,245,091	2,357,387

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	53,188	80,052	55,745	96,233
净利润	59,298	60,219	63,870	68,812
折旧摊销	4,775	7,165	7,637	8,109
财务费用	5,145	5,781	5,801	6,239
投资损失	-13,512	-15,837	-17,047	-17,218
营运资金变动	-2,713	18,857	-8,713	26,078
其他经营现金流	194	3,867	4,196	4,212
<b>投资活动现金流</b>	5,797	-13,217	-11,506	-10,479
资本支出	7,069	5,500	4,500	4,500
长期投资	-12,444	-8,000	-7,000	-6,000
其他投资现金流	11,172	-10,717	-9,006	-8,979
<b>筹资活动现金流</b>	-32,504	-30,716	-14,164	-59,611
短期借款	9,746	25,583	23,932	9,175
长期借款	14,960	-38,346	-19,386	-48,678
其他筹资现金流	-57,211	-17,952	-18,710	-20,108
<b>现金净增加额</b>	25,924	36,119	30,075	26,143

资料来源:同花顺iFinD,平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	419,112	481,978	544,636	599,099
营业成本	296,541	371,123	424,816	464,302
税金及附加	27,237	18,797	21,785	26,959
营业费用	10,637	10,122	10,893	12,581
管理费用	10,288	9,640	10,893	11,982
研发费用	666	482	545	599
财务费用	5,145	5,781	5,801	6,239
资产减值损失	-1,981	-964	-1,089	-1,198
信用减值损失	-224	-323	-365	-402
其他收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	8	-18	-2
投资净收益	13,512	15,837	17,047	17,218
资产处置收益	48	12	12	12
<b>营业利润</b>	79,959	80,603	85,489	92,065
营业外收入	999	1,099	1,121	1,133
营业外支出	1,282	1,411	1,439	1,453
<b>利润总额</b>	79,676	80,292	85,160	91,750
所得税	20,378	20,073	21,290	22,937
<b>净利润</b>	59,298	60,219	63,870	68,812
少数股东损益	17,783	17,162	18,203	19,749
<b>归属母公司净利润</b>	41,516	43,057	45,667	49,063
EBITDA	89,596	93,239	98,598	106,098
EPS(元)	3.57	3.70	3.93	4.22

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	13.9	15.0	13.0	10.0
营业利润(%)	4.4	0.8	6.1	7.7
归属于母公司净利润(%)	6.8	3.7	6.1	7.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	29.2	23.0	22.0	22.5
净利率(%)	9.9	8.9	8.4	8.2
ROE(%)	18.5	16.9	15.8	15.2
ROIC(%)	13.9	11.3	11.3	11.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	81.3	80.7	80.0	78.6
净负债比率(%)	8.6	-4.7	-9.9	-21.8
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	45.8	45.8	45.8	45.8
应付账款周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	3.57	3.70	3.93	4.22
每股经营现金流(最新摊薄)	4.58	6.89	4.80	8.28
每股净资产(最新摊薄)	19.31	21.97	24.79	27.81
<b>估值比率</b>				
P/E	5.4	5.2	4.9	4.5
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.6	6.2	6.1	5.5

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033