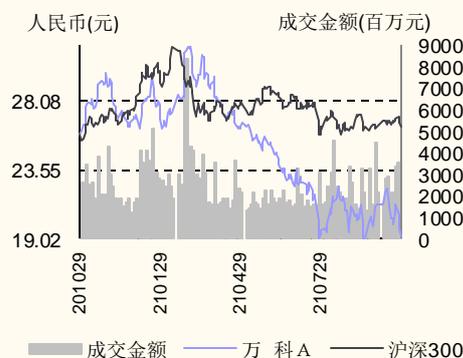


市场价格(人民币): 19.13元  
 目标价格(人民币): 29.61-29.61元

## 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)	2,223.94
年内股价最高最低(元)	31.68/19.02
沪深300指数	4864
深证成指	14245



## 相关报告

- 1.《毛利率探底回升,三条红线保持绿档-万科1H21业绩点评》,2021.8.30
- 2.《探明毛利率底部区域-万科21年一季报点评》,2021.4.23
- 3.《业绩符合预期,分红率恢复至35%-万科2020年报点评》,2021.3.31
- 4.《年初即发力,重回增长路线-万科一月经营数据点评》,2021.2.5
- 5.《三季度结算略超预期-万科A三季报点评》,2020.10.30

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001  
 duhaomin@gjzq.com.cn

## 利润率承压,累计销售转负

## 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

- 2021年10月28日,万科发布三季报。公司2021年前三季度实现收入2715亿元,同比+12%;归母净利润167亿元,同比-16%;Q3单季度收入1044亿元,同比+9.7%;归母净利润56亿元,同比-23%。

## 点评

- **收入保持增长,多元业务收入增速快于开发。**2021年1-9月,公司总收入2,715亿元,同比+12.4%;其中公司房地产开发业务结算面积1,858万方,贡献结算收入2,370亿元,同比增长10.8%。总收入增速高于开发业务主要因为多元业务发展势头良好,收入增速相对更快。其中,万物云武汉远程运营中心于7月正式启动,实现了3,000多个在管项目的线上调度和运营考核。截至2021年9月底,租赁房源已经超过19.5万间,累计开业14.9万间,间天出租率达到95%;物流仓储已运营项目建筑面积818万方;公司(含印力集团)累计开业的商业项目建筑面积为1,021万平方米。
- **毛利率承压,累计销售同比转负。**公司2021年Q3单季度毛利率20.8%,相较去年同期下滑6.3pcts,主要因为结算项目地价较高。2021年1-9月,公司累计销售面积2,946万平方米,同比-9.8%;销售金额4,791亿元,同比-2.8%。主要因为下半年以来房地产市场迅速转冷,公司Q3单季度销售面积和销售金额分别同比下滑36.5%和27.6%。公司已加大销售开支应对市场转冷,2021年1-9月销售费用率为2.7%,相较去年同期提升0.3pcts。
- **已售未结仍然充沛,全年业绩预计仍有保障。**截至2021年9月底,公司合并报表内有5211万平方米已售资源未竣工结算,合同金额合计7,733亿元,较年初分别增长5.9%和10.8%,仍足以支撑公司未来1-2年结算收入的增长。
- **新开工完成度不及去年,竣工略有提速。**2021年1-9月,新开工面积2,837万平方米,同比+0.3%,占全年开工计划的90.1%(2020年同期为96.9%);竣工面积1,993万平方米,同比+10.4%,占全年计划竣工面积的55.5%(2020年同期为54.4%)。

## 投资建议

- 我们预计公司Q4将加速竣工结算,维持盈利预测不变,预计公司2021-23年EPS为3.70元、3.98元、4.37元。维持目标价29.61元/股,对应2021年PE为8.0倍,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 销售下滑幅度超预期;开发业务毛利率下滑幅度超预期

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	<b>资产总计</b>	<b>1,528,579</b>	<b>1,729,930</b>	<b>1,869,177</b>	<b>2,096,443</b>	<b>2,322,590</b>	<b>2,555,561</b>
%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	<b>负债</b>	<b>1,292,959</b>	<b>1,459,350</b>	<b>1,519,333</b>	<b>1,673,852</b>	<b>1,827,310</b>	<b>1,978,385</b>
投资收益	6,788	4,984	13,512	10,495	11,544	14,382	<b>普通股股东权益</b>	<b>155,764</b>	<b>188,058</b>	<b>224,511</b>	<b>280,259</b>	<b>334,674</b>	<b>396,484</b>
%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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,528,579</b>	<b>1,729,930</b>	<b>1,869,177</b>	<b>2,096,443</b>	<b>2,322,590</b>	<b>2,555,561</b>
税前利润	67,460	76,539	79,676	80,890	86,965	95,584	<b>比率分析</b>						
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	<b>每股指标</b>	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%	<b>回报率</b>	21.7%	20.7%	18.5%	15.4%	13.8%	12.8%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							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	<b>增长率</b>	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%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>33,354</b>	<b>39,986</b>	<b>46,878</b>	<b>43,683</b>	<b>39,797</b>	<b>50,292</b>	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	<b>资产管理能力</b>	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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-67,364</b>	<b>-28,627</b>	<b>5,797</b>	<b>-58,306</b>	<b>-58,509</b>	<b>-65,021</b>	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	<b>偿债能力</b>	19.9%	30.2%	18.8%	17.7%	18.9%	18.4%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>52,676</b>	<b>-23,673</b>	<b>-21,176</b>	<b>46,699</b>	<b>28,460</b>	<b>49,166</b>	净负债/股东权益	11.5	13.8	14.3	15.1	14.2	13.3
<b>现金净流量</b>	<b>18,666</b>	<b>-12,314</b>	<b>31,499</b>	<b>32,075</b>	<b>9,748</b>	<b>34,437</b>	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	10	38	96	131	228
增持	0	4	7	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.07	1.08	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	2020-06-30	买入	25.92	37.08 ~ 37.08
2	2020-07-03	买入	28.39	37.08 ~ 37.08
3	2020-08-28	买入	26.95	37.08 ~ 37.08
4	2020-10-30	买入	27.38	37.08 ~ 37.08
5	2021-02-05	买入	27.89	37.08 ~ 37.08
6	2021-03-31	买入	31.37	37.08 ~ 37.08
7	2021-04-23	买入	29.02	37.08 ~ 37.08
8	2021-08-30	买入	20.90	29.61 ~ 29.61

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