

万科 A(000002.SZ)/ 万科企业 (02202.HK) 2021 年经营点评

严推盘，扩权益，底线思维提升经营质量

核心观点：

- **低景气度维持谨慎的推盘策略。**根据 2021 年 12 月经营公告，万科 12 月实现合同销售金额 635.6 亿元，同比下降 37.4%。累计来看，21 年全年销售金额 6277.8 亿元，同比下降 10.8%，累计销售面积 3807.8 万方，同比下降 18.4%，销售均价 16487 元/平，同比增长 9.3%。下半年基本面下行压力加大，公司采取谨慎的推盘策略。
- **21 年拿地金额行业前二，权益投资增长 10%。**2021 年全年，万科共计获取 152 个项目，拿地金额 1909 亿元，拿地面积 2823 万方，金额及面积口径的拿地力度分别为 30%、74%，与 20 年略有提升。2021 万科全口径拿地金额行业前二，权益投资 1569 亿元，同比增长 10%，权益比例从 20 年的 69% 提升至 82%。
- **投资聚焦核心城市，上海区域占比提升。**万科 21 年无新进入城市，布局 10 年以上城市投资金额占比为 72%，与过去 5 年平均水平（71%）基本一致。上海区域投资比例 40%，较 20 年上升 4pct，南方维持 25%，中西部维持 16%，西北上升至 8%，北京区域降至 13%。21 年共获取 36 宗两集中地块，总地价 457 亿元，占全年拿地金额的 24%。
- **盈利预测与投资建议。**万科整体经营稳健，低景气度谨慎推盘，保持良好的投资纪律。行业资源向优质“经营绿档”公司倾斜，将促使公司主业增速提升。预计 21-22 年业绩 361 亿元、372 亿元，同比分别-13%、+3.0%，对应 6.8xPE、6.6xPE，维持合理价值 26.42 元/股，考虑到过去 5 年 A 股相对 H 股溢价 15%，按照汇率及溢价计算，对应 H 股 28.14 港元/股，维持 AH 股“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

盈利预测：

（备注：汇率采用 22 年 1 月 10 日 0.81622 港币/人民币）

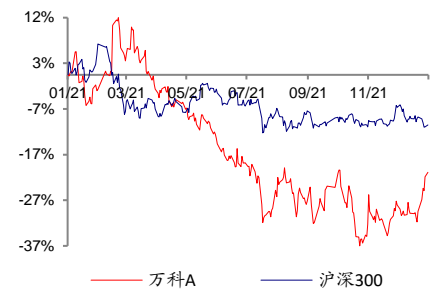
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 367894 | 419112 | 476428 | 514324 | 553548 |
| 增长率（%） | 23.6% | 13.9% | 13.7% | 8.0% | 7.6% |
| EBITDA（百万元） | 82988 | 77373 | 61929 | 65677 | 72671 |
| 归母净利润（百万元） | 38872 | 41516 | 36130 | 37227 | 40201 |
| 增长率（%） | 15% | 7% | -13% | 3% | 8% |
| EPS（元/股） | 3.34 | 3.57 | 3.11 | 3.20 | 3.46 |
| 市盈率（x） | 6.4 | 6.0 | 6.9 | 6.7 | 6.2 |
| ROE（%） | 21% | 18% | 14% | 12% | 12% |
| EV/EBITDA（x） | 5.5 | 5.2 | 4.9 | 4.4 | 3.9 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

| 公司评级 | 买入-A/买入-H |
|------|------------------|
| 当前价格 | 22.16 元/21.00 港元 |
| 合理价值 | 26.42 元/28.14 港元 |
| 前次评级 | 买入/买入 |
| 报告日期 | 2022-01-10 |

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK): 利润率压力较大，新业务贡献不足 2021-11-07
- 万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK): 利润率压力部分释放，资产运营稳定从容 2021-08-31
- 万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK): 7 月拿地力度平稳，两集中地块占比 56% 2021-08-05

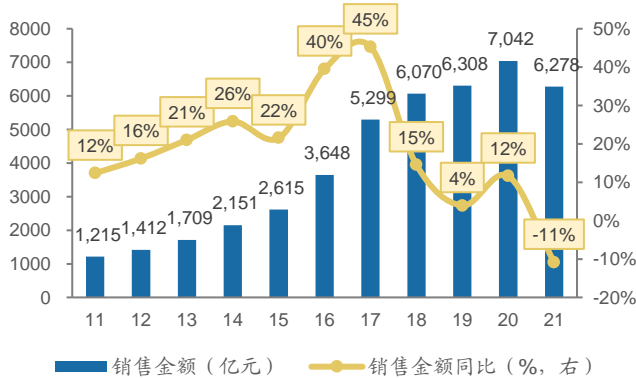
请务必阅读末页的免责声明

一、低景气度维持谨慎的推盘策略

根据公司12月经营公告，万科12月实现合同销售金额635.6亿元，同比下降37.4%，销售面积349.6万方，同比下降45.6%。累计来看，21年全年，万科累计销售金额6277.8亿元，同比下降10.8%，累计销售面积3807.8万方，同比下降18.4%，销售均价16487元/平，同比增长9.3%。2021年万科单城市、单项目销售金额分别为62.8亿元、6.1亿元，同比分别下滑15%、17%。

下半年市场基本面下行压力加大，去化率下行，公司采取谨慎的推盘策略。

图1: 万科年度销售金额 (亿元)



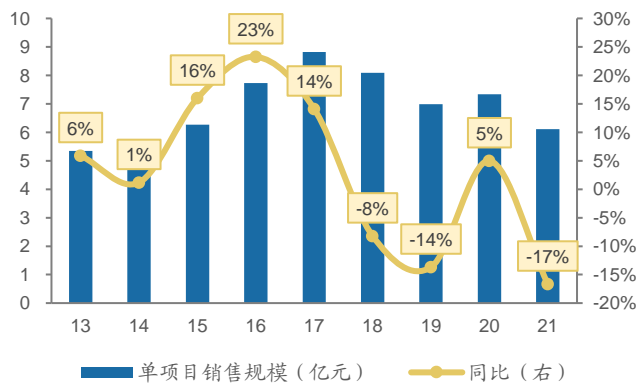
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图2: 万科销售增速量价拆分



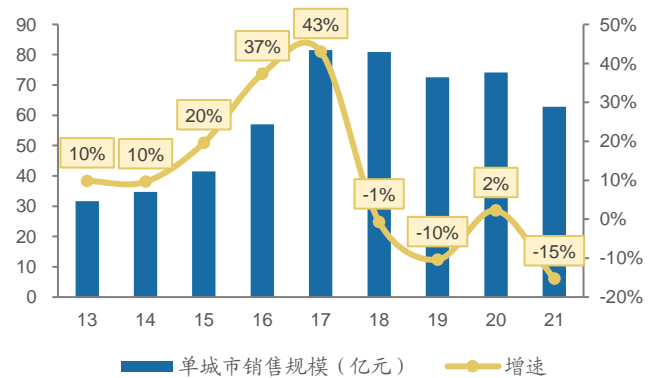
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图3: 万科单项目销售金额及同比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图4: 万科单城市销售金额及同比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

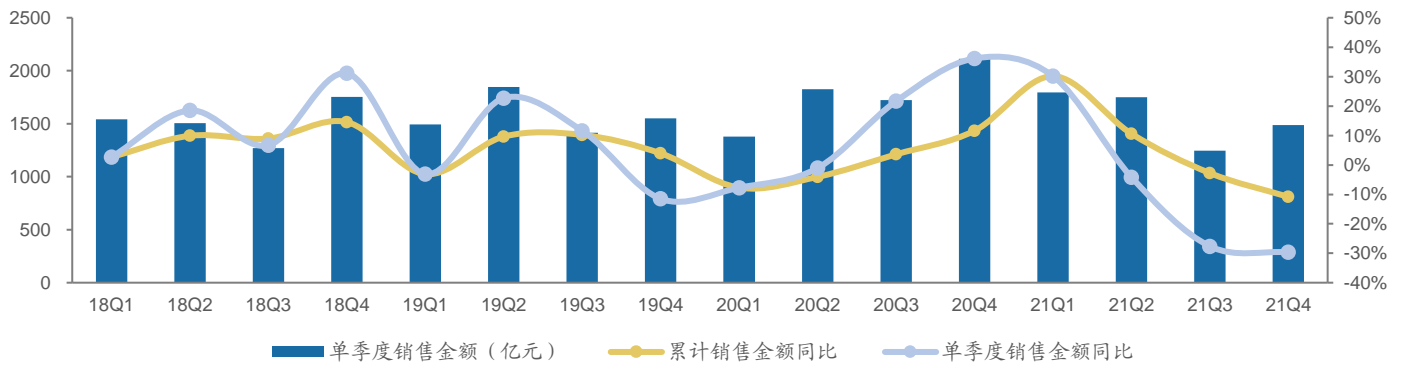
表1: 万科销售情况及与龙头房企比较

| 时间 | 销售金额 (亿元) | 同比 | 销售面积 (万方) | 同比 | 销售均价 (元/平) | 同比 | TOP10 销售金额 (亿元) | 同比 |
|------|-----------|-------|-----------|-------|------------|-------|-----------------|-----|
| | (万科累计) | | | | | | (TOP10 累计) | |
| 2010 | 1082 | 70.5% | 898 | 35.3% | 12049 | 26.1% | 5319 | 48% |
| 2011 | 1215 | 12.4% | 1075 | 19.8% | 11303 | -6.2% | 6298 | 18% |

| | | | | | | | | |
|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|--------------|-------------|--------------|------------|
| 2012 | 1412 | 16.2% | 1296 | 20.5% | 10901 | -3.6% | 8222 | 31% |
| 2013 | 1709 | 21.0% | 1490 | 15.0% | 11473 | 5.3% | 11173 | 36% |
| 2014 | 2151 | 25.9% | 1806 | 21.2% | 11909 | 3.8% | 12907 | 16% |
| 2015 | 2615 | 21.5% | 2067 | 14.4% | 12649 | 6.2% | 14878 | 15% |
| 2016 | 3648 | 39.5% | 2765 | 33.8% | 13190 | 4.3% | 22022 | 48% |
| 2017 | 5299 | 45.3% | 3595 | 30.0% | 14739 | 11.7% | 32307 | 47% |
| 2018 | 6070 | 14.5% | 4038 | 12.3% | 15032 | 2.0% | 40334 | 25% |
| 2019 | 6308 | 3.9% | 4112 | 1.8% | 15341 | 2.1% | 45333 | 12% |
| 2020 | 7042 | 11.6% | 4667 | 13.5% | 15087 | -1.7% | 48547 | 7% |
| 2021 | 6278 | -10.8% | 3808 | -18.4% | 16486 | 9.3% | 45493 | -6% |

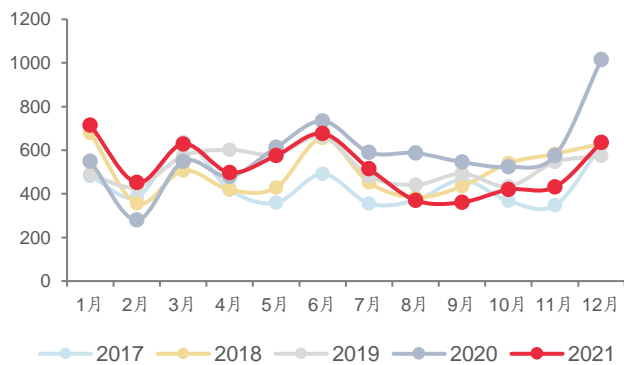
数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

图5：万科单季度销售金额及同比



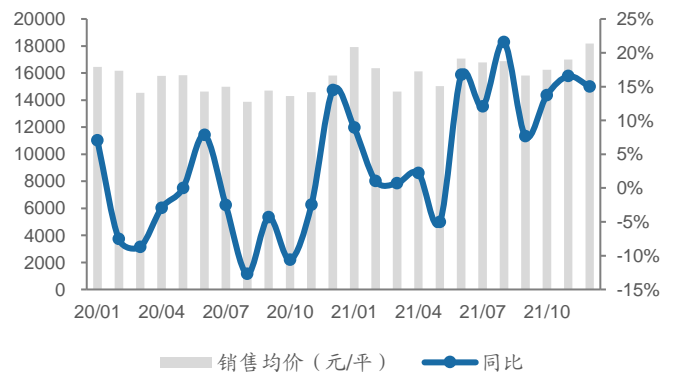
数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

图6：万科单月销售金额（亿元）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图7：万科单月销售均价及同比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

二、21年拿地金额行业第二，权益投资增长10%

万科12月获取3个项目，拿地金额32.9亿元，拿地建面42.5万方，金额口径权益比例82%，拿地力度方面，12月金额及面积口径的拿地力度分别为5%、12%。

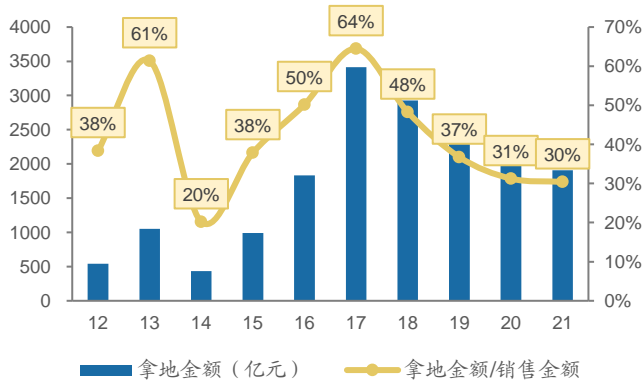
2021年全年，万科共计获取152个项目，拿地金额1909亿元，拿地面积2823万方，金额及面积口径拿地力度分别为30%、74%，拿地力度与20年相比（29%、69%）略有提升。2021全口径拿地金额同比20年下降8%，但由于权益比例从20年的69%提升至82%，权益地价投资1569亿元，同比增长了10%。

根据公司月度披露口径，2021年共获取36宗22城两集中地块，总地价457亿元，其中1-3批次分别获取416亿元、28亿元、13亿元，以第一批次为主，合计占比全年拿地金额的比例为24%。

截至20年末，万科累计布局100城市，21年公司无新进入城市，投资策略依然聚焦核心城市、核心区域，布局10年以上城市投资金额占比为72%，与过去5年平均水平（71%）基本一致。区域上，上海区域投资比例40%，较20年上升4pct，南方区域投资比例维持25%，中西部维持16%，西北区域投资占比8%，较20年上升2pct。唯一下降的区域是北京区域，从20年的19%降至13%。

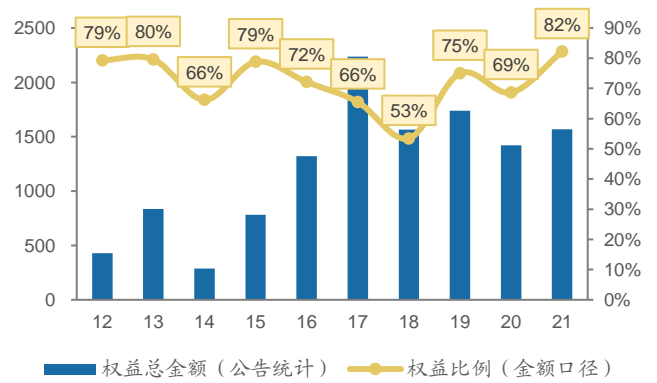
物流地产方面，公司于21年6月、12月分别获取临空经济示范园区、昆山玉山项目两个项目，合计建面15.44万方，合计地价3.21亿元，平均楼面价2079元/平，权益比例100%。

图8：万科拿地总地价及拿地力度



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图9：万科权益拿地金额及权益比例



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

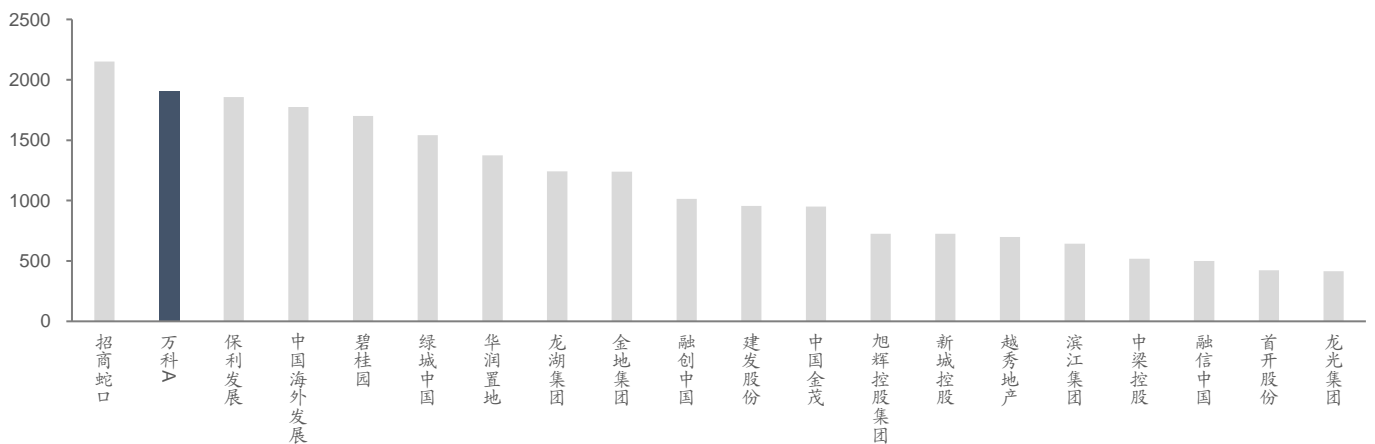
表2：万科拿地规模情况一览

| | 拿地金额 (亿元) | 同比 | 金额口径 拿地力度 | 金额权益 比例 | 拿地面积 (万方) | 同比 | 面积口径 拿地力度 | 拿地均价 (元/平) | 均价口径 拿地力度 | 累计布局城 市(个) |
|------|--------------|------|--------------|------------|--------------|------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | (累计金额口径) | | (累计面积口径) | | (累计均价口径) | | | | | |
| 2010 | 823 | 154% | 76% | 72% | 3111 | 150% | 347% | 2645 | 22% | 45 |
| 2011 | 491 | -40% | 40% | 65% | 1880 | -40% | 175% | 2613 | 23% | 49 |
| 2012 | 542 | 10% | 38% | 79% | 1871 | 0% | 144% | 2899 | 27% | 54 |

| | | | | | | | | | | |
|------|------|------|-----|-----|------|------|------|------|-----|-----|
| 2013 | 1049 | 93% | 61% | 80% | 3372 | 80% | 226% | 3112 | 27% | 62 |
| 2014 | 435 | -59% | 20% | 66% | 897 | -73% | 50% | 4845 | 41% | 63 |
| 2015 | 991 | 128% | 38% | 79% | 2241 | 150% | 108% | 4421 | 35% | 64 |
| 2016 | 1831 | 85% | 50% | 72% | 3129 | 40% | 113% | 5851 | 44% | 65 |
| 2017 | 3416 | 87% | 64% | 66% | 4752 | 52% | 132% | 7188 | 49% | 75 |
| 2018 | 2929 | -14% | 48% | 53% | 5084 | 7% | 126% | 5761 | 38% | 87 |
| 2019 | 2318 | -21% | 37% | 75% | 3872 | -24% | 94% | 5986 | 39% | 95 |
| 2020 | 2073 | -11% | 29% | 69% | 3219 | -17% | 69% | 6440 | 43% | 100 |
| 2021 | 1909 | -8% | 30% | 82% | 2823 | -12% | 74% | 6761 | 41% | 100 |

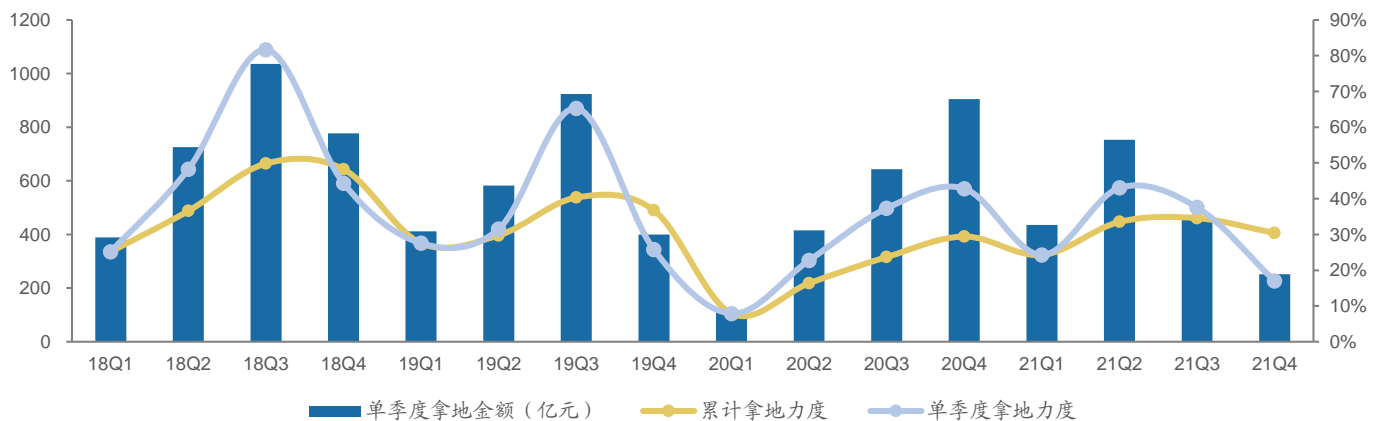
数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

图10：万科2021年全口径拿地金额排名第二



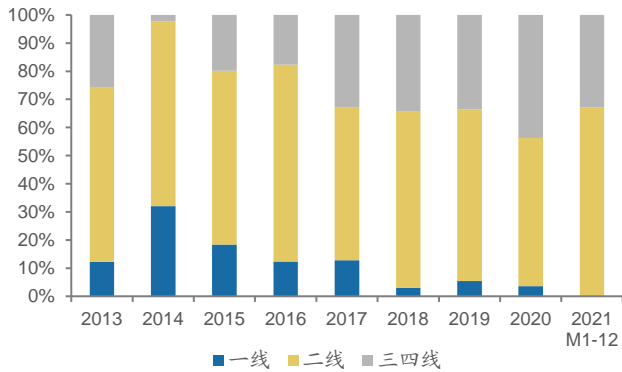
数据来源：公司经营公告，克而瑞，广发证券发展研究中心

图11：万科单季度拿地金额及拿地力度（拿地金额/销售金额）



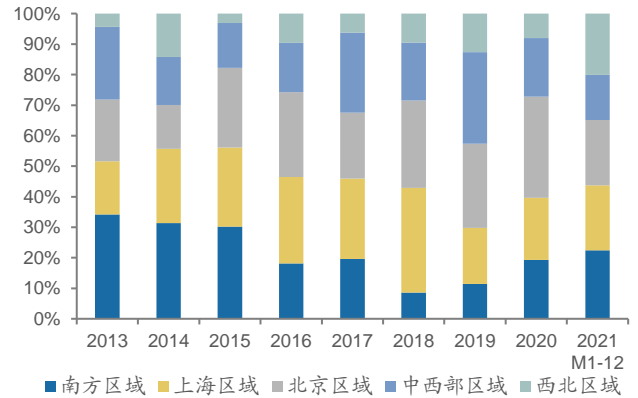
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图12: 万科拿地面积 (分线占比)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图13: 万科拿地面积 (分区域占比)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

表3: 万科拿地金额结构占比

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 21/12 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 分线拿地金额占比 | | | | | | | | | | |
| 一线 | 25% | 59% | 36% | 25% | 38% | 11% | 13% | 10% | 0% | 0% |
| 二线 | 55% | 39% | 50% | 63% | 39% | 64% | 64% | 51% | 57% | 73% |
| 三四线 | 20% | 2% | 13% | 12% | 24% | 26% | 22% | 39% | 43% | 27% |
| 分区域拿地金额占比 | | | | | | | | | | |
| 南方区域 | 29% | 44% | 35% | 17% | 34% | 15% | 17% | 25% | 25% | 34% |
| 上海区域 | 28% | 27% | 32% | 38% | 27% | 46% | 32% | 36% | 40% | 27% |
| 北京区域 | 20% | 17% | 26% | 28% | 25% | 22% | 20% | 19% | 13% | 0% |
| 中西部区域 | 20% | 7% | 5% | 13% | 12% | 12% | 25% | 14% | 14% | 39% |
| 西北区域 | 2% | 5% | 1% | 5% | 2% | 5% | 5% | 6% | 8% | 0% |
| 按城市进入时间划分的拿地金额占比 | | | | | | | | | | |
| 布局1年 | 5% | 0% | 0% | 0% | 3% | 5% | 2% | 2% | 0% | 0% |
| 布局1-3年 | 6% | 5% | 6% | 0% | 0% | 3% | 7% | 7% | 5% | 0% |
| 布局3-5年 | 11% | 5% | 6% | 8% | 2% | 0% | 0% | 7% | 9% | 0% |
| 布局5-10年 | 36% | 20% | 27% | 18% | 24% | 27% | 21% | 11% | 14% | 61% |
| 布局10年以上 | 42% | 70% | 61% | 74% | 71% | 66% | 70% | 74% | 72% | 39% |

数据来源: 公司经营公告, 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

表4: 万科近期发债情况一览

| 发行主体简称 | 债券类型 | 债券代码 | 发行总额 (亿元) | 利率 | 期限 (年) | 主体评级 | 发行日期 | 较此前变化 |
|--------|------|-----------|-----------|-------|--------|------|------------|---------|
| 万科 A | ABS | 137413.SZ | 9.5 | 3.90% | 1.0 | AAA | 2020/11/30 | |
| | ABS | 137486.SZ | 13.4 | 3.70% | 1.0 | AAA | 2020/12/16 | 下降 20bp |
| 万科 A | 公司债 | 149297.SZ | 16.0 | 4.11% | 7.0 | AAA | 2020/11/11 | |
| | 公司债 | 149358.SZ | 11.0 | 3.98% | 7.0 | AAA | 2021/01/20 | 下降 13bp |
| 万科 A | 公司债 | 149357.SZ | 19.0 | 3.38% | 3.0 | AAA | 2021/01/20 | |

| | | | | | | | | |
|------|------|---------------|------|-------|------|-----|------------|---------|
| 万科 A | 中期票据 | 101801326.IB | 20.0 | 4.03% | 3.0 | AAA | 2018/11/13 | |
| | 中期票据 | 102100209.IB | 20.0 | 3.76% | 3.0 | AAA | 2021/01/27 | 下降 27bp |
| 万科 A | ABS | 138652.SZ | 32.0 | 3.80% | 18.0 | AA+ | 2020/04/28 | |
| | ABS | 137800.SZ | 15.0 | 4.60% | 18.0 | AA+ | 2021/03/11 | 上升 80bp |
| 万科 A | ABS | 137486.SZ | 13.4 | 3.70% | 1.0 | AAA | 2020/12/16 | |
| | ABS | 137894.SZ | 10.1 | 3.38% | 1.0 | AAA | 2021/03/31 | 下降 32bp |
| 万科 A | ABS | 137894.SZ | 10.1 | 3.38% | 1.0 | AAA | 2021/03/31 | |
| | ABS | 137925.SZ | 11.2 | 3.31% | 1.0 | AAA | 2021/04/15 | 下降 7bp |
| 万科 A | ABS | 137894.SZ | 10.1 | 3.38% | 1.0 | AAA | 2021/03/31 | |
| | ABS | 137950.SZ | 12.0 | 3.28% | 1.0 | AAA | 2021/04/22 | 下降 10bp |
| 万科 A | 中期票据 | 102100209.IB | 20.0 | 3.76% | 3.0 | AAA | 2021/01/27 | |
| | 中期票据 | 102100912.IB | 20.0 | 3.52% | 3.0 | AAA | 2021/04/28 | 下降 24bp |
| 万科 A | 公司债 | 149358.SZ | 11.0 | 3.98% | 7.0 | AAA | 2021/01/20 | |
| | 公司债 | 149478.SZ | 5.7 | 3.70% | 7.0 | AAA | 2021/05/18 | 下降 28bp |
| 万科 A | 公司债 | 149296.SZ | 3.8 | 3.50% | 5.0 | AAA | 2020/11/11 | |
| | 公司债 | 149477.SZ | 10.0 | 3.40% | 5.0 | AAA | 2021/05/18 | 下降 10bp |
| 万科 A | ABS | 137950.SZ | 12.0 | 3.28% | 1.0 | AAA | 2021/04/22 | |
| | ABS | zc21052803.SZ | 12.8 | 3.19% | 1.0 | AAA | 2021/05/28 | 下降 9bp |
| 万科 A | ABS | zc21052803.SZ | 12.8 | 3.19% | 1.0 | AAA | 2021/05/28 | |
| | ABS | 136061.SZ | 12.0 | 3.19% | 1.0 | AAA | 2021/06/01 | 持平 |
| | ABS | zc21061707.SZ | 12.7 | 3.20% | 1.0 | AAA | 2021/06/17 | 上升 1bp |
| | ABS | zc21061807.SZ | 12.9 | 3.25% | 1.0 | AAA | 2021/06/24 | 上升 6bp |
| 万科 A | ABS | zc21061807.SZ | 12.9 | 3.25% | 1.0 | AAA | 2021/06/24 | |
| | ABS | zc21071502.SZ | 11.2 | 3.15% | 1.0 | AAA | 2021/07/20 | 下降 10bp |
| 万科 A | 公司债 | 149478.SZ | 5.7 | 3.70% | 7.0 | AAA | 2021/05/18 | |
| | 公司债 | 149568.SZ | 7.0 | 3.49% | 7.0 | AAA | 2021/07/22 | 下降 21bp |
| 万科 A | 公司债 | 149477.SZ | 10.0 | 3.40% | 5.0 | AAA | 2021/05/18 | |
| | 公司债 | 149567.SZ | 23.0 | 3.19% | 5.0 | AAA | 2021/07/22 | 下降 21bp |
| 万科 A | ABS | zc21071502.SZ | 11.2 | 3.15% | 1.0 | AAA | 2021/07/20 | |
| | ABS | 136379.SZ | 13.0 | 2.99% | 1.0 | AAA | 2021/08/05 | 下降 16bp |
| 万科 A | 中期票据 | 102100912.IB | 20.0 | 3.52% | 3.0 | AAA | 2021/04/28 | |
| | 中期票据 | 102101821.IB | 20.0 | 3.08% | 3.0 | AAA | 2021/09/02 | 下降 44bp |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

万科整体经营稳健,低景气度维持谨慎的推盘策略,保持良好的投资纪律。行业资源向优质“经营绿档”公司倾斜,将促使公司主业增速提升。预计21-22年业绩361亿元、372亿元,同比分别-13%、+3.0%,对应6.8xPE、6.6xPE,维持合理价值26.42元/股,考虑到过去5年A股相对H股溢价15%,按照汇率及溢价计算,对

应H 股28.14港元/股，维持AH 股“买入”评级。

四、风险提示

行业景气度下行影响公司销售，利润率及结算规模不及预期。

| 至 12 月 31 日 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 1,438,989 | 1,547,387 | 1,979,534 | 2,350,026 | 2,774,489 |
| 货币资金 | 166,195 | 195,231 | 318,554 | 350,409 | 385,450 |
| 应收及预付 | 99,813 | 314,748 | 347,371 | 384,907 | 404,197 |
| 存货 | 897,019 | 1,002,063 | 1,290,947 | 1,592,047 | 1,962,179 |
| 其他流动资产 | 275,963 | 35,345 | 22,663 | 22,663 | 22,663 |
| 非流动资产 | 290,940 | 321,790 | 351,157 | 421,764 | 509,398 |
| 长期股权投资 | 130,476 | 141,895 | 192,358 | 255,472 | 334,446 |
| 固定资产 | 12,400 | 12,577 | 15,093 | 18,111 | 21,734 |
| 在建工程 | 4,180 | 3,237 | 5,932 | 8,961 | 12,411 |
| 无形资产 | 12,726 | 15,242 | 15,242 | 15,242 | 15,242 |
| 其他长期资产 | 131,159 | 148,839 | 122,533 | 123,978 | 125,565 |
| 资产总计 | 1,729,929 | 1,869,177 | 2,330,691 | 2,771,790 | 3,283,887 |
| 流动负债 | 1,272,610 | 1,317,493 | 1,688,862 | 2,092,067 | 2,513,397 |
| 短期借款 | 15,365 | 25,112 | 37,991 | 29,146 | 38,173 |
| 应付及预收 | 551,697 | 1,178,204 | 1,504,458 | 1,874,830 | 2,299,397 |
| 其他流动负债 | 705,548 | 114,177 | 146,412 | 188,090 | 175,827 |
| 非流动负债 | 186,740 | 201,840 | 238,826 | 223,538 | 256,875 |
| 长期借款 | 114,320 | 132,037 | 191,576 | 174,058 | 204,911 |
| 应付债券 | 49,646 | 43,576 | 43,576 | 43,576 | 43,576 |
| 其他非流动负债 | 22,775 | 26,227 | 3,673 | 5,904 | 8,388 |
| 负债合计 | 1,459,350 | 1,519,333 | 1,927,688 | 2,315,605 | 2,770,272 |
| 股本 | 11,302 | 11,618 | 11,618 | 11,618 | 11,618 |
| 资本公积 | 12,384 | 18,554 | 25,781 | 33,226 | 41,266 |
| 留存收益 | 166,178 | 195,883 | 224,787 | 254,569 | 286,730 |
| 归属母公司股东权益 | 188,058 | 224,511 | 262,186 | 299,413 | 339,614 |
| 少数股东权益 | 82,521 | 125,334 | 140,818 | 156,772 | 174,001 |
| 负债和股东权益 | 1,729,929 | 1,869,177 | 2,330,691 | 2,771,790 | 3,283,887 |

| 至 12 月 31 日 | 单位: 百万元 | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 367,894 | 419,112 | 476,428 | 514,324 | 553,548 |
| 营业成本 | 234,550 | 296,541 | 383,617 | 415,180 | 443,389 |
| 营业税金及附加 | 32,905 | 27,237 | 11,337 | 12,010 | 13,932 |
| 销售费用 | 9,044 | 10,637 | 10,810 | 11,972 | 13,269 |
| 管理费用 | 11,018 | 10,288 | 10,306 | 11,419 | 12,663 |
| 研发费用 | 1,067 | 666 | 542 | 601 | 666 |
| 财务费用 | 5,736 | 5,145 | 8,209 | 9,146 | 9,658 |
| 资产减值损失 | -1,649 | -1,981 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -69 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 投资净收益 | 4,984 | 13,512 | 20,532 | 20,582 | 20,693 |
| 营业利润 | 76,613 | 79,959 | 72,144 | 74,584 | 80,670 |
| 营业外收支 | -74 | -283 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 76,539 | 79,676 | 72,144 | 74,584 | 80,670 |
| 所得税 | 21,408 | 20,378 | 20,529 | 21,402 | 23,240 |
| 净利润 | 55,132 | 59,298 | 51,615 | 53,181 | 57,430 |
| 少数股东损益 | 16,260 | 17,783 | 15,484 | 15,954 | 17,229 |
| 归属母公司净利润 | 38,872 | 41,516 | 36,130 | 37,227 | 40,201 |
| EBITDA | 82,988 | 77,373 | 61,929 | 65,677 | 72,671 |
| EPS (元) | 3.34 | 3.57 | 3.11 | 3.20 | 3.46 |

| 至 12 月 31 日 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 45,687 | 53,188 | 73,438 | 88,162 | 97,288 |
| 净利润 | 55,132 | 59,298 | 51,615 | 53,181 | 57,430 |
| 折旧摊销 | 2,613 | 2,964 | 2,113 | 2,536 | 3,043 |
| 营运资金变动 | 130,595 | 306,588 | 4,747 | 31,736 | 35,145 |
| 其它 | -142,652 | -315,662 | 14,963 | 709 | 1,670 |
| 投资活动现金流 | -28,627 | 5,797 | -42,203 | -56,673 | -73,984 |
| 资本支出 | -6,244 | -7,208 | -9,748 | -12,206 | -14,462 |
| 投资变动 | -13,752 | 12,990 | -32,455 | -44,467 | -59,521 |
| 其他 | -8,630 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -33,338 | -32,504 | 92,088 | 366 | 11,737 |
| 银行借款 | 79,017 | 106,114 | 189,957 | 145,732 | 190,866 |
| 股权融资 | 11,814 | 38,859 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -38,057 | -76,008 | -12,295 | -14,949 | -15,880 |
| 现金净增加额 | -15,930 | 25,924 | 123,323 | 31,855 | 35,041 |
| 期初现金余额 | 175,668 | 159,739 | 195,231 | 318,554 | 350,409 |
| 期末现金余额 | 159,739 | 185,662 | 318,554 | 350,409 | 385,450 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 23.6% | 13.9% | 13.7% | 8.0% | 7.6% |
| 营业利润增长 | 13.5% | 4.4% | -9.8% | 3.4% | 8.2% |
| 归母净利润增长 | 15.1% | 6.8% | -13.0% | 3.0% | 8.0% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 36.2% | 29.2% | 19.5% | 19.3% | 19.9% |
| 净利率 | 15.0% | 14.1% | 10.8% | 10.3% | 10.4% |
| ROE | 20.7% | 18.5% | 13.8% | 12.4% | 11.8% |
| ROIC | 24.7% | 20.2% | 16.5% | 19.1% | 23.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 84.4% | 81.3% | 82.7% | 83.5% | 84.4% |
| 净负债比率 | 34.7% | 18.9% | 11.7% | 6.7% | 4.5% |
| 流动比率 | 1.13 | 1.17 | 1.17 | 1.12 | 1.10 |
| 速动比率 | 0.35 | 0.37 | 0.37 | 0.32 | 0.29 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 0.20 | 0.18 |
| 应收账款周转率 | 205.86 | 168.30 | 43.74 | 18.71 | 12.10 |
| 存货周转率 | 0.28 | 0.31 | 0.33 | 0.29 | 0.25 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 3.34 | 3.57 | 3.11 | 3.20 | 3.46 |
| 每股经营现金流 | 4.04 | 4.58 | 6.32 | 7.59 | 8.37 |
| 每股净资产 | 16.64 | 19.32 | 22.57 | 25.77 | 29.23 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 6.38 | 5.98 | 6.87 | 6.66 | 6.17 |
| P/B | 1.33 | 1.15 | 0.98 | 0.86 | 0.76 |
| EV/EBITDA | 5.51 | 5.16 | 4.92 | 4.39 | 3.86 |

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 乐 加 栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 张 春 娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021 年加入广发证券。
- 欧 阳 喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼 | 香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。