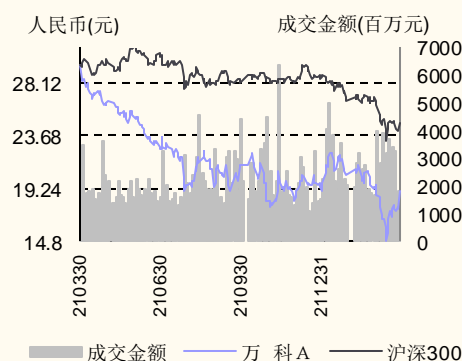


市场价格 (人民币): 18.98 元

目标价格 (人民币): 20.34 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)	2,206.50
年内股价最高最低(元)	29.67/14.80
沪深 300 指数	4254
深证成指	12264



## 相关报告

- 1.《利润率承压, 累计销售转负-万科三季报点评》, 2021.10.29
- 2.《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
- 3.《探明毛利率底部区域-万科 21 年一季报点评》, 2021.4.23
- 4.《业绩符合预期, 分红率恢复至 35%-万科 2020 年报点评》, 2021.3.31

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

王祎馨 联系人

## 受困行业下行, 业绩不及预期

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	419,112	452,798	492,633	543,889	588,557
营业收入增长率	13.92%	8.04%	8.80%	10.40%	8.21%
归母净利润(百万元)	41,516	22,524	23,182	25,014	27,023
归母净利润增长率	6.80%	-45.75%	2.92%	7.91%	8.03%
摊薄每股收益(元)	3.57	1.94	1.99	2.15	2.32
每股经营性现金流净额	3.79	-0.67	5.17	1.00	-1.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.49%	9.55%	8.48%	7.92%	7.41%
P/E	5.3	9.8	9.5	8.8	8.2
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022 年 3 月 30 日, 万科 A 发布 2021 年年度报告。2021 年实现营业收入 4528.0 亿元, 同比+8.0%; 归母净利润 225.2 亿元, 同比-45.7%; 年度分红 112.8 亿元, 分红比例 50%, 每 10 股派送 9.70 元现金股息。

## 点评

- 受行业下行影响, 经营业绩低于预期。公司 2021 年营业收入略低于我们预期 2.1%, 归母净利润低于我们预期 47.7%, 主要因为: ①明显受 2021 年房地产行业下行影响, 公司结转毛利率大幅下滑, 从 2020 年 29.25% 下降 7.43pct 至 21.82%; ②公司投资收益回落, 2021 年投资收益 66.14 亿元, 较 2020 年减少 68.98 亿元, 主要为联合营项目毛利率降低所致; ③公司出于谨慎原则, 计提资产&信用减值损失合计 37.94 亿元, 较 2020 年增加减值损失 15.89 亿元。公司自 2021 年四季度起拿地较少, 拿地利润空间改善有限, 预计在行业洗牌出清结束前, 毛利率将维持现有水平。
- 地产主业销售下滑, 物业服务表现亮眼。公司 2021 年销售金额 6278 亿元, 排名行业第 2, 同比-11%; 投资量入为出, 权益拿地金额 1402 亿元, 同比+1.4%; 截至 2021 年底, 拥有总土储建面 1.54 亿方, 同比-4.9%。2021 年万物云实现营业收入 240.4 亿元, 同比+32.1%, 在管面积 7.8 亿方, 同比+35.9%, 合约面积 10.1 亿方, 同比+38.0%; 3 月 30 日, 万物云赴港上市状态变更为“受理通知”, 拆分上市稳步推进。
- 三道红线维持“绿档”, 融资能力行业领先。2021 年公司剔除预收账款后的资产负债率 68.4%, 净负债率 29.7%, 现金短债比 1.5, 稳居“绿档”; 融资成本 4.11%, 仍然处于行业领先水平。

## 投资建议

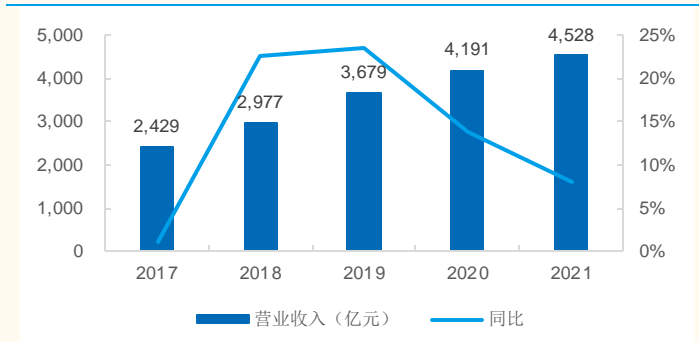
- 考虑公司受行业下行影响较大, 我们调整盈利预测, 将 2022-23 年的归母净利润从 462.5 亿元、508.4 亿元下调至 231.8 亿元、250.1 亿元, 下调幅度分别为-49.9%、-50.7%, 同时新增 2024 年归母净利润预测值 270.2 亿元。调整目标价为 20.34 元/股, 对应 2022-24 年 PE 分别为 10.2x、9.5x 和 8.8x, 下调至“增持”评级。

## 风险提示

- 宽松政策落地不及预期; 市场信心持续走低; 毛利率持续下滑

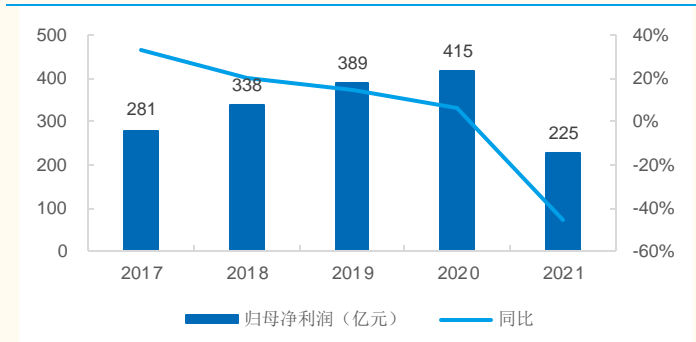
## 2021 年业绩相关图表

图表 1: 公司 2017-2021 年营业收入及同比走势



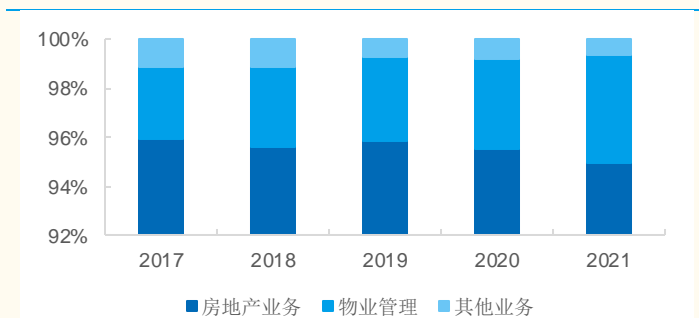
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 公司 2017-2021 年归母净利润及同比走势



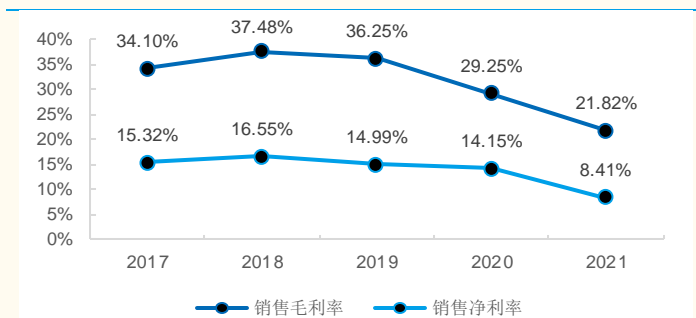
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 公司 2017-2021 年营业收入构成



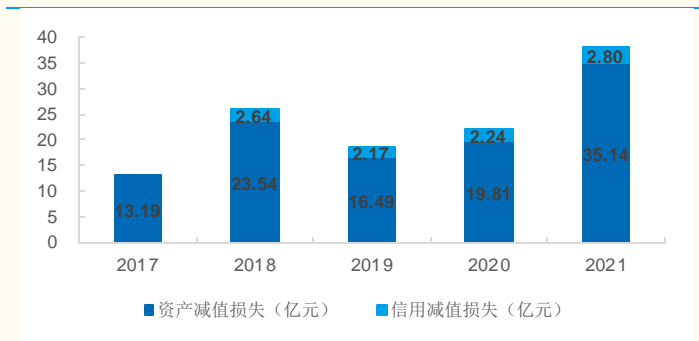
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 公司 2017-2021 年毛利率&净利率走势



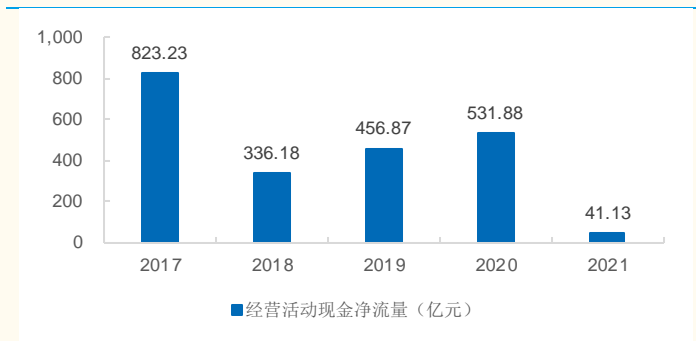
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 公司 2017-2021 年资产&信用减值损失



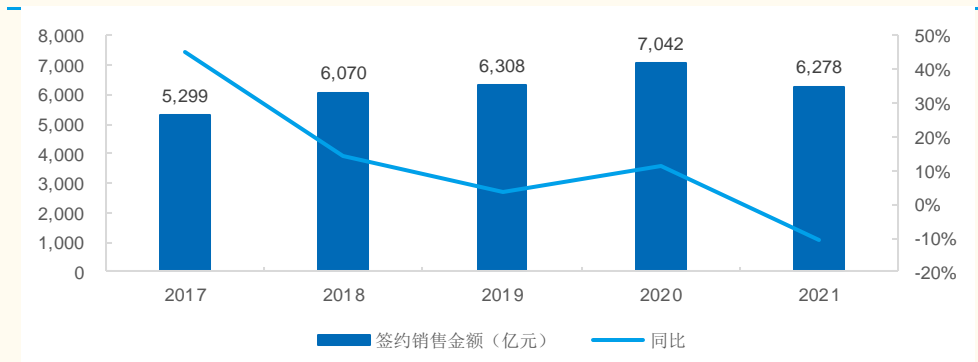
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 公司 2017-2021 年经营性现金流情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 公司 2017-2021 年签约销售金额及同比走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	367,894	419,112	452,798	492,633	543,889	588,557	货币资金	166,195	195,231	149,352	220,389	261,835	276,411
增长率		13.9%	8.0%	8.8%	10.4%	8.2%	应收款项	237,482	252,501	270,832	286,807	309,160	326,448
主营业务成本	-234,550	-296,541	-353,977	-385,763	-426,023	-459,373	存货	897,019	1,002,063	1,075,617	1,162,514	1,342,198	1,485,023
%销售收入	63.8%	70.8%	78.2%	78.3%	78.3%	78.1%	其他流动资产	138,294	97,593	104,466	111,218	122,548	132,779
毛利	133,344	122,571	98,821	106,870	117,866	129,184	流动资产	1,438,989	1,547,387	1,600,268	1,780,928	2,035,742	2,220,661
%销售收入	36.2%	29.2%	21.8%	21.7%	21.7%	21.9%	%总资产	83.2%	82.8%	82.5%	81.5%	81.2%	80.2%
营业税金及附加	-32,905	-27,237	-21,056	-29,558	-32,633	-35,313	长期投资	206,964	224,148	233,277	297,242	360,859	432,080
%销售收入	8.9%	6.5%	4.7%	6.0%	6.0%	6.0%	固定资产	16,580	15,814	16,219	14,735	13,285	11,874
销售费用	-9,044	-10,637	-12,809	-12,316	-13,597	-14,714	%总资产	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%
%销售收入	2.5%	2.5%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	12,726	15,242	23,280	21,528	20,121	19,045
管理费用	-11,018	-10,288	-10,242	-12,316	-13,597	-14,714	非流动资产	290,940	321,790	338,370	403,413	470,735	548,092
%销售收入	3.0%	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	16.8%	17.2%	17.5%	18.5%	18.8%	19.8%
研发费用	-1,067	-666	-642	-985	-1,088	-1,177	<b>资产总计</b>	<b>1,729,929</b>	<b>1,869,177</b>	<b>1,938,638</b>	<b>2,184,341</b>	<b>2,506,476</b>	<b>2,768,753</b>
%销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	96,011	85,573	62,344	51,766	105,396	134,621
息税前利润 (EBIT)	79,309	73,743	54,071	51,695	56,951	63,265	应付款项	519,691	509,962	523,967	652,620	709,054	752,054
%销售收入	21.6%	17.6%	11.9%	10.5%	10.5%	10.7%	其他流动负债	656,907	721,957	725,135	726,969	853,218	921,116
财务费用	-5,736	-5,145	-4,384	-6,198	-7,722	-9,866	流动负债	1,272,610	1,317,493	1,311,446	1,431,356	1,667,668	1,807,791
%销售收入	1.6%	1.2%	1.0%	1.3%	1.4%	1.7%	长期贷款	114,320	132,037	154,322	208,335	227,919	268,944
资产减值损失	0	0	0	-58	-9	-7	其他长期负债	72,420	69,803	80,097	99,071	105,985	120,266
公允价值变动收益	-69	5	4	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,459,350</b>	<b>1,519,333</b>	<b>1,545,865</b>	<b>1,738,761</b>	<b>2,001,572</b>	<b>2,197,001</b>
投资收益	4,984	13,512	6,614	6,945	7,292	7,657	<b>普通股股东权益</b>	<b>188,058</b>	<b>224,511</b>	<b>235,953</b>	<b>273,306</b>	<b>315,955</b>	<b>364,787</b>
%税前利润	6.5%	17.0%	12.7%	13.1%	12.8%	12.4%	其中：股本	11,302	11,618	11,625	11,625	11,625	11,625
营业利润	76,613	79,959	52,531	52,384	56,512	61,049	未分配利润	95,352	98,417	92,698	108,926	126,435	145,352
营业利润率	20.8%	19.1%	11.6%	10.6%	10.4%	10.4%	少数股东权益	82,521	125,334	156,820	172,274	188,950	206,965
营业外收支	-74	-283	-308	542	598	647	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,729,929</b>	<b>1,869,177</b>	<b>1,938,638</b>	<b>2,184,341</b>	<b>2,506,476</b>	<b>2,768,753</b>
税前利润	76,539	79,676	52,223	52,926	57,110	61,696							
利润率	20.8%	19.0%	11.5%	10.7%	10.5%	10.5%							
所得税	-21,408	-20,378	-14,153	-14,290	-15,420	-16,658							
所得税率	28.0%	25.6%	27.1%	27.0%	27.0%	27.0%							
净利润	55,132	59,298	38,070	38,636	41,690	45,038							
少数股东损益	16,260	17,783	15,545	15,454	16,676	18,015							
归属于母公司的净利润	38,872	41,516	22,524	23,182	25,014	27,023							
净利率	10.6%	9.9%	5.0%	4.7%	4.6%	4.6%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	55,132	59,298	38,070	38,636	41,690	45,038
少数股东损益	16,260	17,783	15,545	15,454	16,676	18,015
非现金支出	0	0	0	6,053	5,771	5,602
非经营收益	-6,993	-12,588	-7,981	-5,833	-5,578	-5,213
营运资金变动	-10,623	-2,713	-37,833	21,204	-30,284	-59,040
<b>经营活动现金净流</b>	<b>37,516</b>	<b>43,998</b>	<b>-7,744</b>	<b>60,060</b>	<b>11,598</b>	<b>-13,612</b>
资本开支	-6,148	-7,146	-9,514	171	-823	-1,430
投资	-32,209	-7,740	-28,026	-64,145	-63,975	-71,589
其他	9,730	20,683	11,260	6,945	7,292	7,657
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-28,627</b>	<b>5,797</b>	<b>-26,281</b>	<b>-57,029</b>	<b>-57,506</b>	<b>-65,363</b>
股权募资	11,814	38,859	38,794	21,125	25,139	29,916
债权募资	-7,095	4,645	7,619	62,088	80,006	84,414
其他	-28,392	-64,679	-45,977	-15,209	-17,791	-20,779
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-23,673</b>	<b>-21,176</b>	<b>435</b>	<b>68,005</b>	<b>87,354</b>	<b>93,551</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-14,784</b>	<b>28,619</b>	<b>-33,590</b>	<b>71,036</b>	<b>41,447</b>	<b>14,576</b>

比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.34	3.57	1.94	1.99	2.15	2.32
每股净资产	16.18	19.31	20.30	23.51	27.18	31.38
每股经营现金净流	3.32	3.79	-0.67	5.17	1.00	-1.17
每股股利	1.86	1.94	1.33	0.60	0.65	0.70
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.7%	18.5%	9.5%	8.5%	7.9%	7.4%
总资产收益率	2.2%	2.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%
投入资本收益率	10.8%	9.0%	5.9%	4.8%	4.5%	4.3%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	23.6%	13.9%	8.0%	8.8%	10.4%	8.2%
EBIT增长率	14.5%	-7.0%	-26.7%	-4.4%	10.2%	11.1%
净利润增长率	15.1%	6.8%	-45.7%	2.9%	7.9%	8.0%
总资产增长率	13.2%	8.0%	3.7%	12.7%	14.7%	10.5%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	1.8	2.2	3.1	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	1,282	1,169	1,071	1,100	1,150	1,180
应付账款周转天数	385	346	323	340	330	320
固定资产周转天数	12.3	11.0	10.3	8.2	6.3	4.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	30.2%	18.8%	30.6%	25.0%	29.7%	38.4%
EBIT利息保障倍数	13.8	14.3	12.3	8.3	7.4	6.4
资产负债率	84.4%	81.3%	79.7%	79.6%	79.9%	79.3%

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	6	48	80	120	287
增持	0	1	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.02	1.06	1.06	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-07-03	买入	28.39	37.08 ~ 37.08
2	2020-08-28	买入	26.95	37.08 ~ 37.08
3	2020-10-30	买入	27.38	37.08 ~ 37.08
4	2021-02-05	买入	27.89	37.08 ~ 37.08
5	2021-03-31	买入	31.37	37.08 ~ 37.08
6	2021-04-23	买入	29.02	37.08 ~ 37.08
7	2021-08-30	买入	20.90	29.61 ~ 29.61
8	2021-10-29	买入	19.13	29.61 ~ 29.61

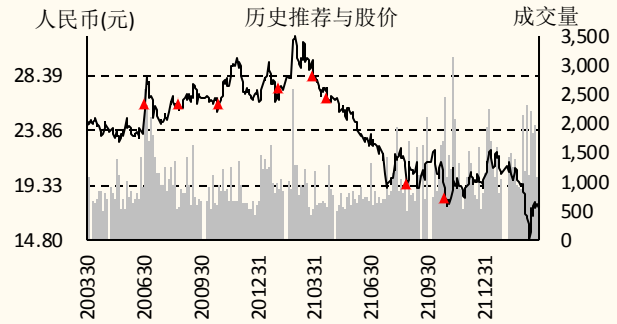
来源：国金证券研究所

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



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，不作为或被视作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