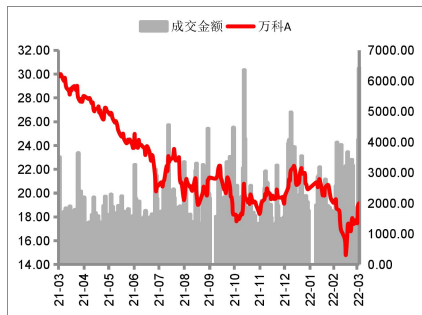


房地产

报告原因：年报点评

2022年3月31日

公司近一年市场表现



市场数据：2022年3月31日

收盘价(元):	19.15
年内最高/最低(元):	30.97/14.43
流通A股/总股本(亿):	64.75/116
流通A股市值(亿):	1861
总市值(亿):	2226

基础数据：2021年12月31日

基本每股收益:	1.94
每股净资产(元):	20.30
净资产收益率:	9.55%

分析师：平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

万科 A (000002.SZ)

业绩下滑 浴火重生 增长可期

维持评级

买入

公司研究/点评报告

事件描述：公司发布2021年报，2021年，公司实现营业收入4528亿元，同比+8.04%；归母净利润225亿元，同比-45.75%；2021年拟派息112.77亿元（含税），占公司2021年归母净利润的50.06%，按2021年末公司总股本计算，每10股派送人民币9.70元（含税）现金股息。

事件点评：

➢ **行业景气度下行导致公司净利率下行：**主要体现在两方面：1、公司整体毛利率同比下降7.4pct，扣税后的整体毛利率，从2020年的22.8%下降至17.2%，对应毛利总额同比减少176亿元；2、项目、个别股权计提减值，导致归母净利润减少约26亿元。

➢ **房地产开发业务全面下滑：**销售面积和金额分别同比下降18.4%和10.8%，新增土地权益面积同比下降7.65%，新开工面积同比下降17.55%，房地产开发系统员工同比减少11.84%。同时，公司布局的城市和项目表现走向分化，开发业务毛利总额同比减少189亿元。

➢ **其他业务保持较快增长：**物业、物流、公寓、商业四项业务分别实现收入240.4亿元、31.6亿元、28.9亿元、76.22亿元，分别同比增长32.1%、68.9%、13.9%、20.57%。

➢ **资金安全 2022年现金流将会改善：**2021年公司各项指标处于房地产企业融资监管“绿档”范围，年末资产负债率为79.74%，同比下降1.54pct；净负债率29.7%，同比上升11.6pct；公司经营性现金流净额连续13年为正，但2021年公司经营性现金净流入41.1亿元，2020年同期为531.9亿元，下滑幅度较大，但受行业销售转暖影响，预计公司2022年现金流将会改善。

➢ **融资环境持续改善：**2021年共发行债券150.11亿元，同比增加60.31亿元，2021年综合融资成本为4.1%，较去年的6.13%下降2个pct。

➢ **业绩将重回增长区间：**2021年末，公司在手可结算资源达7108亿元，叠加行业销售回暖，预计房地产开发销售板块2022年结算收入将继续保持增长；同时，公司大力推进其他四项主业快速发展，预计2022年公司业绩将重回增长。

投资建议：预计公司2022年、2023年EPS为2.80元、3.13元，对应3月31日收盘价19.15元，PE分别为6.84X、6.11X，处于行业中位数（9.8X、9.59X）以下水平。基于公司未来两年业绩增长的稳定性和目前较低的估值水平，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：疫情可能引发相关风险、货币政策不及预期风险。

报表预测					利润表				
资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1493.52	49.12	1604.01	57.39	营业收入	4527.98	4911.95	5337.82	5738.69
应收和预付款项	3380.63	4487.25	4053.87	5122.60	减：营业成本	3539.77	3828.87	4143.21	4442.32
存货	10756.17	13740.54	12767.34	15654.18	营业税金及附加	210.56	228.41	248.22	266.86
其他流动资产	259.33	259.33	259.33	259.33	销售费用	128.09	138.95	150.99	162.33
长期股权投资	1444.49	1444.49	1444.49	1444.49	管理费用	102.42	111.11	120.74	129.81
投资性房地产	859.53	859.53	859.53	859.53	财务费用	43.84	47.56	51.68	55.56
其他非流动资产	2219.30	-14317.97	-11731.74	-14593.17	资产减值损失	37.94	0.00	0.00	0.00
资产总计	19386.38	21295.33	21424.18	23858.52	加：投资收益	66.14	0.00	0.00	0.00
短期借款	144.13	1610.02	0.00	1207.54	公允价值变动损益	0.04	0.00	0.00	0.00
应付款项	3305.37	2541.79	3785.41	2988.55	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	6382.23	7748.05	7607.32	8901.24	营业利润	531.54	550.09	615.40	673.67
一年内到期的非流动负债	479.32	585.65	793.25	683.22	加：其他非经营损益	-2.89	0.00	0.00	0.00
长期借款	2073.43	2253.43	2453.43	2683.43	利润总额	528.65	550.09	615.40	673.67
其他负债	1461.28	2191.86	581.84	1789.38	减：所得税	141.53	0.00	0.00	0.00
负债合计	15458.65	16971.47	16664.36	18608.96	净利润	387.12	550.09	615.40	673.67
股本	116.25	116.25	116.25	116.25	减：少数股东损益	155.45	224.63	251.29	275.09
资本公积	205.84	205.84	205.84	205.84	归属母公司股东净利润	225.24	325.46	364.10	398.58
留存收益	2037.44	2299.07	2591.77	2912.18	现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	2359.53	2621.17	2913.86	3234.27	经营性现金净流量	41.13	-2842.64	3228.02	-2709.69
少数股东权益	1568.20	1792.82	2044.12	2319.21	投资性现金净流量	-262.81	-30.00	-32.00	-35.00
股东权益合计	3927.73	4413.99	4957.98	5553.48	筹资性现金净流量	-231.04	1428.23	-1641.13	1198.07
负债和股东权益合计	19386.38	21385.46	21622.34	24162.43	现金流量净额	-449.54	-1444.40	1554.89	-1546.62
财务分析指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
收益率					资本结构				
毛利率	21.82%	22.05%	22.38%	22.59%	资产负债率	79.74%	79.70%	77.78%	78.00%
三费/销售收入	5.23%	5.23%	5.23%	5.23%	投资资本/总资产	24.27%	38.91%	27.40%	39.62%
EBIT/销售收入	12.50%	12.17%	12.50%	12.71%	带息债务/总负债	14.35%	22.76%	14.72%	20.91%
EBITDA/销售收入	13.71%	13.15%	13.46%	12.87%	流动比率	122.02%	126.07%	131.62%	132.58%
销售净利率	8.41%	11.20%	11.53%	11.74%	速动比率	38.03%	30.85%	39.86%	32.56%
资产获利率					股利支付率	-	0.20	0.20	0.20
ROE	9.55%	12.42%	12.50%	12.32%	收益留存率	1.00	0.80	0.80	0.80
ROA	2.92%	2.81%	3.11%	3.06%	增长率				
ROIC	11.88%	12.70%	8.05%	12.42%	销售收入增长率	8.04%	8.48%	8.67%	7.51%
资产管理效率					EBIT 增长率	-33.26%	5.58%	11.62%	9.32%
总资产周转率	0.23	0.23	0.25	0.24	EBITDA 增长率	-30.77%	4.06%	11.21%	2.82%
固定资产周转率	35.32	30.93	29.27	28.02	净利润增长率	-35.80%	44.50%	11.87%	9.47%
应收账款周转率	94.90	385.73	100.80	324.82	总资产增长率	3.72%	9.85%	0.61%	11.36%
存货周转率	0.33	0.28	0.32	0.28	股东权益增长率	5.10%	11.09%	11.17%	11.00%
					经营营运资本增长率	148.46%	242.25%	-45.95%	117.16%
估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
EBIT	566.06	597.65	667.08	729.23	PS	0.49	0.45	0.42	0.39
EBITDA	620.88	646.11	718.54	738.82	PCF	54.13	-0.78	0.69	-0.82
NOPLAT	427.39	597.65	667.08	729.23	EV/EBIT	8.08	13.20	7.77	11.58
净利润	225.24	325.46	364.10	398.58	EV/EBITDA	7.36	12.21	7.21	11.43
EPS	1.94	2.80	3.13	3.43	EV/NOPLAT	10.70	13.20	7.77	11.58
BPS	20.30	22.55	25.06	27.82	EV/IC	0.97	0.95	0.88	0.89
PE	9.88	6.84	6.11	5.59	ROIC-WACC	0.12	0.13	0.08	0.12
PEG	0.47	N/A	N/A	N/A	股息率	0.00	0.03	0.03	0.04
PB	0.94	0.85	0.76	0.69					

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

