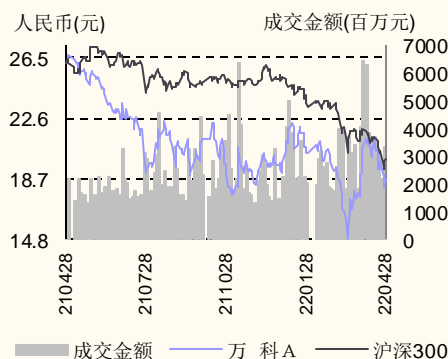


市场价格 (人民币): 18.70 元

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)	2,173.95
年内股价最高最低(元)	26.64/14.80
沪深 300 指数	3921
深证成指	10629



相关报告

- 1.《受困行业下行，业绩不及预期-万科A业绩点评》，2022.3.31
- 2.《利润率承压，累计销售转负-万科三季报点评》，2021.10.29
- 3.《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

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

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

开发毛利率企稳，多元业务贡献加大

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	5.2	9.7	9.4	8.7	8.0
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4月28日，万科A发布2022年一季度报。2022年一季度实现营业收入626.7亿元，同比+0.6%；归母净利润14.3亿元，同比+10.6%。

点评

- **营收维持稳定，归母净利润略超预期。** 营收方面，2022年一季度公司开发业务结算面积374.7万方，同比持平，贡献营业收入493.4亿元，同比下降6.9%；多元业务和其他收入贡献133.3亿元（营收占比21.3%），同比增长44.0%。利润方面，2022年一季度公司整体毛利率18.9%，较2021年全年下降2.9pct，而开发业务毛利率为21.8%，较2021年全年高0.1pct；归母净利润同比增加主要因为：①非经常性损益（主要来自资产处置）同比增加2.0亿元；②所得税费用同比下降3.1亿元。
- **销售规模同比下滑，已售未结资源充足。** 2022年一季度公司销售金额1065亿元，排名行业第2，同比-41%，低于克而瑞TOP100房企47%的降幅。截至一季度末，公司并表范围内已售未结面积达4776万方，合同金额7385亿元，较2021年末增加3.9%，是2021年全年开发业务营业收入的1.7倍，足以支撑公司未来两年营业收入的稳定增长。
- **新开工面积下滑，竣工面积持平同期。** 基于市场环境变化，公司2022年全年计划新开工1920万方，同比-39.0%，一季度新开工面积599万方，同比-25.5%，占全年开工计划的31.2%（2021年同期为25.6%）；竣工面积310万方，同比+0.2%，占全年竣工计划的8.0%（2021年同期为8.6%）。
- **三道红线维持绿档，偿债压力小。** 2022年一季度公司剔除预收款后的资产负债率68.1%，净负债率34.6%，现金短债比1.6，维持绿档；货币资金（1418亿元）是一年内到期有息负债（544亿元）的2.6倍，偿债压力小。

投资建议

- 公司开发毛利率企稳，多元业务贡献增加，我们预计公司业绩将恢复稳定增长态势，维持盈利预测不变，2022-24年归母净利润分别为231.8亿元、250.1亿元、270.2亿元，同比增速分别为2.9%、7.9%、8.0%。维持目标价20.34元/股，对应2022-24年PE分别为10.2x、9.5x和8.8x，维持“增持”评级。

风险提示

- 政策调控宽松不及预期；疫情扩散影响市场信心；毛利率持续下滑

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%	应收账款	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	资产总计	1,729,929	1,869,177	1,938,638	2,184,341	2,506,476	2,768,753
%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	负债	1,459,350	1,519,333	1,545,865	1,738,761	2,001,572	2,197,001
投资收益	4,984	13,512	6,614	6,945	7,292	7,657	普通股股东权益	188,058	224,511	235,953	273,306	315,955	364,787
%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	负债股东权益合计	1,729,929	1,869,177	1,938,638	2,184,341	2,506,476	2,768,753
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
经营活动现金净流	37,516	43,998	-7,744	60,060	11,598	-13,612
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
投资活动现金净流	-28,627	5,797	-26,281	-57,029	-57,506	-65,363
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
筹资活动现金净流	-23,673	-21,176	435	68,005	87,354	93,551
现金净流量	-14,784	28,619	-33,590	71,036	41,447	14,576

比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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	8	56	104	138	308
增持	4	7	9	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.11	1.08	1.09	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	2020-08-28	买入	26.95	37.08 ~ 37.08
2	2020-10-30	买入	27.38	37.08 ~ 37.08
3	2021-02-05	买入	27.89	37.08 ~ 37.08
4	2021-03-31	买入	31.37	37.08 ~ 37.08
5	2021-04-23	买入	29.02	37.08 ~ 37.08
6	2021-08-30	买入	20.90	29.61 ~ 29.61
7	2021-10-29	买入	19.13	29.61 ~ 29.61
8	2022-03-31	增持	18.98	20.34

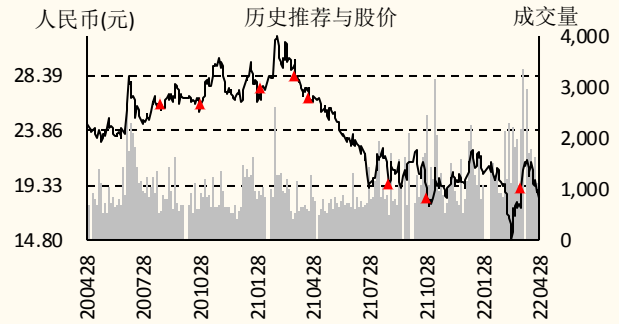
来源：国金证券研究所

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