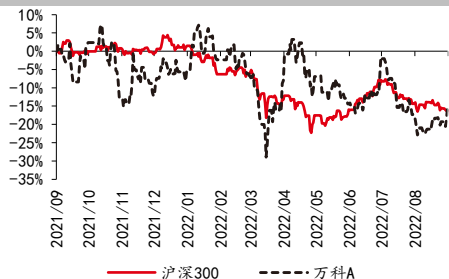


## 公司投资评级

**推荐|首次覆盖**

## 相对指数表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 基本数据 (2022.08.31)

总市值 (百万元)	185,916.39
流通市值 (百万元)	161,599.71
52周最高/最低 (元)	21.74/13.59
52周最高/最低 PE (倍)	11.09/4.49
52周最高/最低 PB (倍)	1.17/0.76
52周涨幅 (%)	-10.80
52周换手率 (%)	266.61

## 研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

**万科 A (000002.SZ):**
**结算加快，严控费用，审慎投资，多元融资**
**● 事件**
**万科 A(000002)发布 2022 年中报，主要内容如下：**

2022 年上半年公司实现营业收入 2069.16 亿元，同比增长 23.82%，归母净利润 122.23 亿元，同比增长 10.64%，EPS 1.05 元。其中第二季度单季实现营业收入 1442.49 亿元，同比增长 37.58%，归母净利润 107.94 亿元，同比增长 10.65%，EPS 0.93 元。

**● 核心观点**

**业绩实现两位数增长，正向贡献因素包括收入上升、期间费用率下降等。**公司上半年归母净利润同比上升 10.64%，业绩同比实现两位数增长。公司业绩增长的正向因素包括：1) 结算速度加快，营业收入同比上升 23.82%；2) 三项费用率均有所下降，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.24、0.63 和 0.94 个百分点，总计下降 1.81 个百分点；3) 土地增值税与营业收入的比例由去年同期的 3.99% 下降至 3.30%；4) 实际所得税税率由去年同期的 26.75% 下降至 25.78%。

**城市深耕效果显著，41 个城市销售额位居前三。**受行业下行影响，公司上半年销售同比下降，实现销售面积 1290.7 万平方米，销售金额 2152.9 亿元，同比分别下降 41.1% 和 39.3%。公司多年坚持城市深耕战略，提升市场占有率，上半年在 41 个城市销售额位居前三，其中 16 个城市位居第一，17 个城市位居第二，8 个城市位居第三。公司上半年末已售未结面积约 4326.8 万平方米，已售未结金额约 6672.7 亿元，对未来业绩可以形成保障。

**量入为出，审慎投资。**公司上半年投资拿地较为审慎，坚持量入为出原则，提升投资质量。报告期内，公司获取新项目 19 个（去年同期为 95 个），总规划计容建筑面积 307.8 万平方米（去年同期为 1506 万平方米），权益计容规划建筑面积 213 万平方米（去年同期为 1101 万平方米），项目总地价 387 亿元（去年同期为 1126 亿元），权益地价总额约 248 亿元（去年同期为 887 亿元）。公司上半年投资金额中，一二线城市的占比为 95.6%，楼面地价约为 12567 元/平方米，相比去年同期明显提升，意味着公司大幅提升了高能级城市的拿地比例。

**融资渠道多元，融资成本降低，期限结构优化。**公司保持多元化

的融资渠道，在传统的银行借款以外，积极通过公司债券、中期票据、海外债等融资工具降低融资成本，优化期限结构。2022年上半年末，公司有息负债总额 2802.3 亿元，较上年末增长 5.4%；短期负债占比 22.4%，较去年同期下降 9 个百分点；银行借款占比 58.9%，债券占比 24.5%，其他借款占比为 16.6%；境内负债占比 76.8%，境外负债占比 23.2%。

**万物云持续成长，拆分于境外上市获批。**万物云持续成长，2022年上半年实现营业收入 143.5 亿元，同比增长 38.2%。其中，社区空间居住消费服务收入 80.8 亿元，占比 56.3%，同比增长 34.8%；商企和城市空间综合服务收入 51.1 亿元，占比 35.6%，同比增长 39.7%；AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入 11.6 亿元，占比 8.1%，同比增长 59.0%。万物云拆分并于境外上市已获批准，通过资本市场支持有望获得更加良好的发展。

### ● 投资建议

预计 2022-2024 年营业收入为 4921.50 亿元、5308.50 亿元、5684.06 亿元，归母净利润为 250.67 亿元、278.74 亿元、302.27 亿元，EPS 为 2.16 元、2.40 元、2.60 元，对应 PE 为 7.71 倍、6.94 倍、6.40 倍，公司坚持城市深耕战略，市场竞争力强，多个城市销售额位居前列，未来持续受益于龙头集中度提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

#### 主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利 (元)	1.94	2.16	2.40	2.60
净利润增长率	-45.75%	11.29%	11.20%	8.44%
市盈率 (倍)	8.58	7.71	6.94	6.40
EV/EBITDA (倍)	5.60	3.59	3.13	2.87
EV/销售收入 (倍)	0.69	0.47	0.41	0.38
PE/G (倍)	—	0.68	0.62	0.76
市净率 (倍)	0.82	0.78	0.74	0.70

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 8 月 31 日收盘价

### ● 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

## 目录

1.事件 .....	5
2.核心观点 .....	5
3.投资建议 .....	9
4.风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1 公司 2022 上半年营业收入同比增长 23.82%	5
图表 2 公司 2022 上半年归母净利润同比增长 10.64%	5
图表 3 公司 2022 上半年毛利率为 20.46%，三费率为 4.9%	6
图表 4 公司 2022 上半年三项费用率均同比下降	6
图表 5 公司 2022 上半年土地增值税/营业收入比例同比下降	6
图表 6 公司 2022 上半年实际所得税税率同比下降	6
图表 7 公司 2022 上半年于 41 个城市销售额排名前三	7
图表 8 公司已售未结资源情况	7
图表 9 公司 2022 年上半年拿地情况与去年同期对比	7
图表 10 公司 2022 年上半年经营活动净现金流为正	8
图表 11 公司剔除预收款项的资产负债率情况	8
图表 12 公司净负债率情况	8
图表 13 公司现金短债比情况	8
图表 14 公司 2022 年上半年末融资期限结构、途径结构、境内外分布	9
图表 15 公司近年来综合融资成本持续下降	9
图表 16 公司 2022 年以来发债情况（包括下半年至今）	9

## 1. 事件

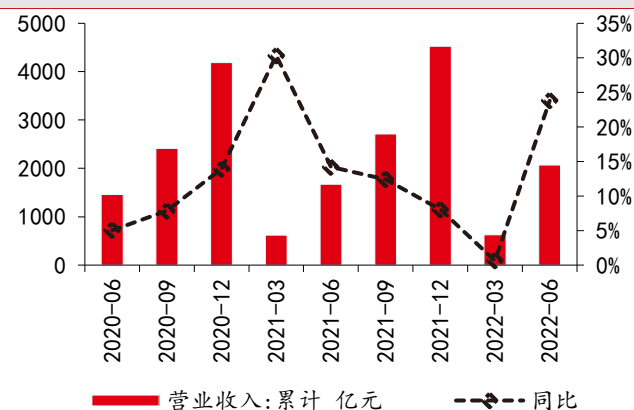
万科 A(000002)发布 2022 年中报，主要内容如下：

2022 年上半年公司实现营业收入 2069.16 亿元，同比增长 23.82%，归母净利润 122.23 亿元，同比增长 10.64%，EPS 1.05 元。其中第二季度单季实现营业收入 1442.49 亿元，同比增长 37.58%，归母净利润 107.94 亿元，同比增长 10.65%，EPS 0.93 元。

## 2. 核心观点

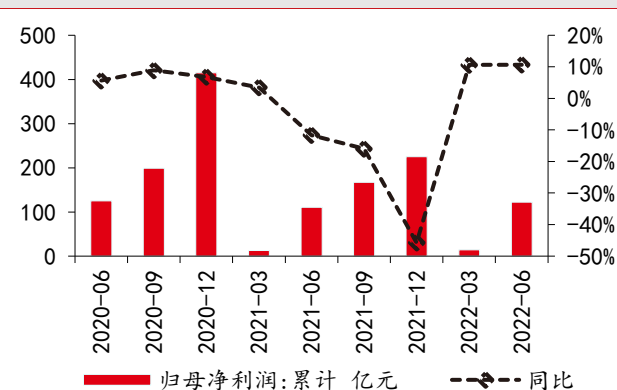
业绩实现两位数增长，正向贡献因素包括收入上升、期间费用率下降等。公司上半年归母净利润同比上升 10.64%，业绩同比实现两位数增长。公司业绩增长的正向因素包括：1) 结算速度加快，营业收入同比上升 23.82%；2) 三项费用率均有所下降，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.24、0.63 和 0.94 个百分点，总计下降 1.81 个百分点；3) 土地增值税与营业收入的比例由去年同期的 3.99% 下降至 3.30%；4) 实际所得税税率由去年同期的 26.75% 下降至 25.78%。

图表 1 公司 2022 上半年营业收入同比增长 23.82%

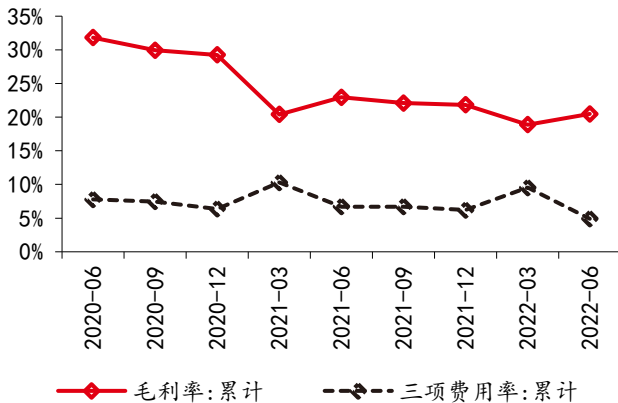


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

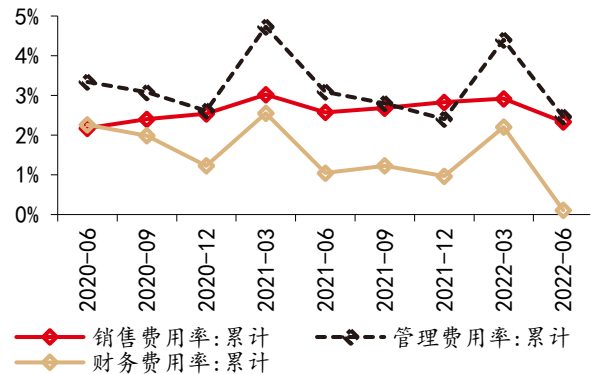
图表 2 公司 2022 上半年归母净利润同比增长 10.64%



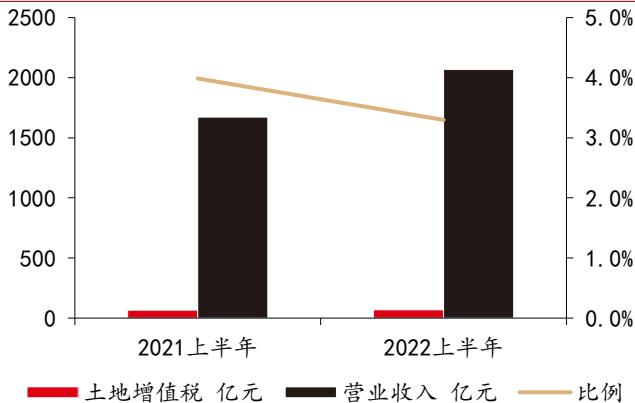
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

**图表 3 公司 2022 上半年毛利率为 20.46%，三费率为 4.9%**


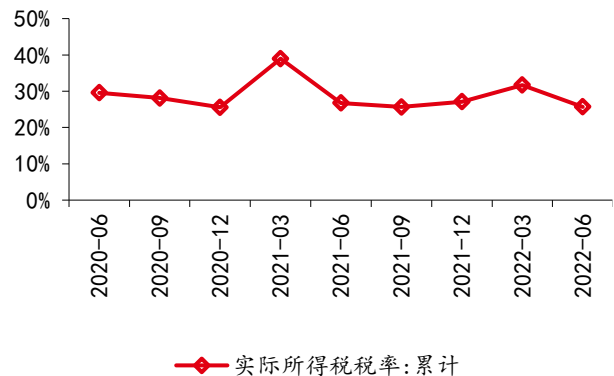
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

**图表 4 公司 2022 上半年三项费用率均同比下降**


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

**图表 5 公司 2022 上半年土地增值税/营业收入比例同比下降**


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

**图表 6 公司 2022 上半年实际所得税税率同比下降**


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

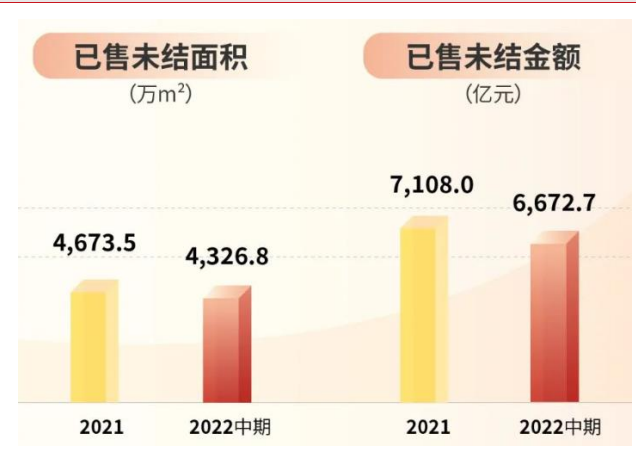
**城市深耕效果显著，41 个城市销售额位居前三。**受行业下行影响，公司上半年销售同比下降，实现销售面积 1290.7 万平方米，销售金额 2152.9 亿元，同比分别下降 41.1%和 39.3%。公司多年坚持城市深耕战略，提升市场占有率，上半年在 41 个城市销售额位居前三，其中 16 个城市位居第一，17 个城市位居第二，8 个城市位居第三。公司上半年末已售未结面积约 4326.8 万平方米，已售未结金额约 6672.7 亿元，对未来业绩可以形成保障。

图表 7 公司 2022 上半年于 41 个城市销售额排名前三



数据来源：公司官方公众号，中邮证券研究所整理

图表 8 公司已售未结资源情况



数据来源：公司官方公众号，中邮证券研究所整理

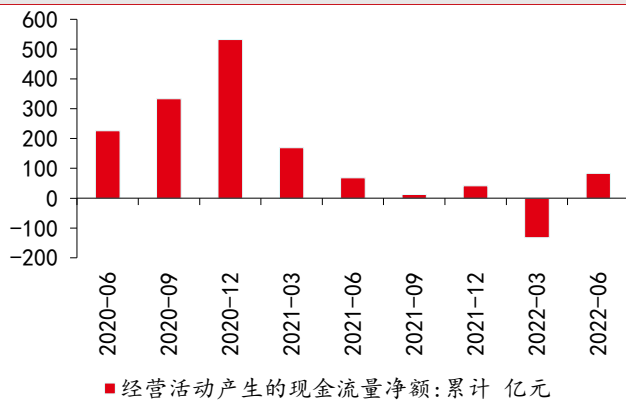
**量入为出，审慎投资。**公司上半年投资拿地较为审慎，坚持量入为出原则，提升投资质量。报告期内，公司获取新项目 19 个（去年同期为 95 个），总规划计容建筑面积 307.8 万平方米（去年同期为 1506 万平方米），权益计容规划建筑面积 213 万平方米（去年同期为 1101 万平方米），项目总地价 387 亿元（去年同期为 1126 亿元），权益地价总额约 248 亿元（去年同期为 887 亿元）。公司上半年投资金额中，一二线城市的占比为 95.6%，楼面地价约为 12567 元/平方米，相比去年同期明显提升，意味着公司大幅提升了高能级城市的拿地比例。

图表 9 公司 2022 年上半年拿地情况与去年同期对比

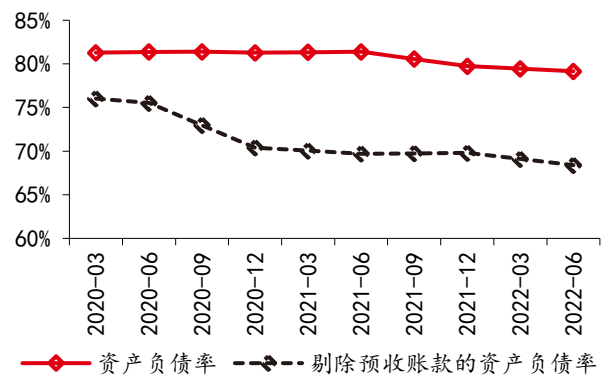
拿地情况	2021 年上半年	2022 年上半年	同比
项目数量 (个)	95	19	减少 76 宗
计容建面 (万平方米)	1506	308	-79.56%
权益计容建面 (万平方米)	1101	213	-80.65%
总地价 (亿元)	1126	387	-65.66%
楼面地价 (元/平方米)	7480	12567	68.00%
权益地价 (亿元)	887	248	-71.99%

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

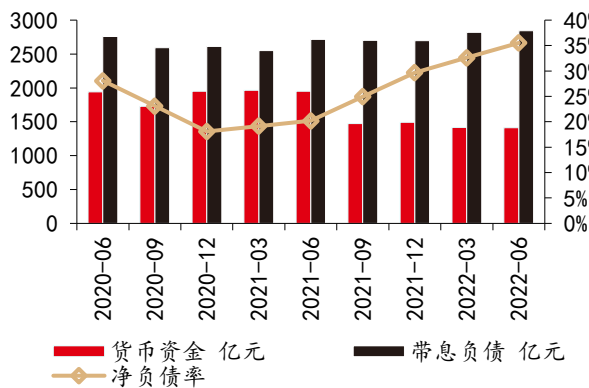
**财务高度健康，保持经营性现金流为正。**公司上半年末三道红线指标维持绿档，剔除预收账款后的资产负债率为 68.4%，净负债率 35.5%，现金短债比 2.3 倍。公司坚持现金为王原则，上半年控制投资强度，经营性现金流净额实现正值，实现净流入 82.9 亿元，此前已连续 13 年保持经营性现金流为正。

**图表 10 公司 2022 年上半年经营活动净现金流为正**


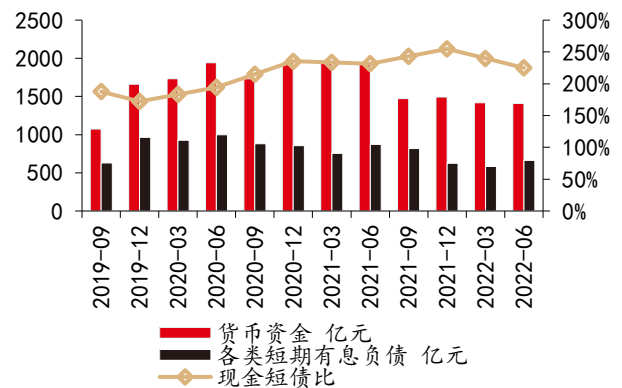
数据来源: Wind, 公司官方公众号, 中邮证券研究所整理

**图表 11 公司剔除预收款项的资产负债率情况**


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

**图表 12 公司净负债率情况**


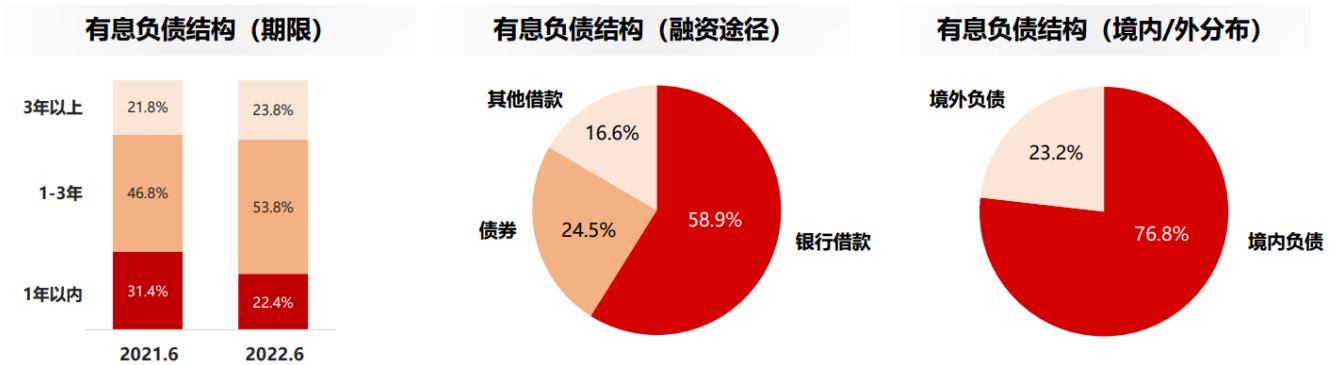
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

**图表 13 公司现金短债比情况**


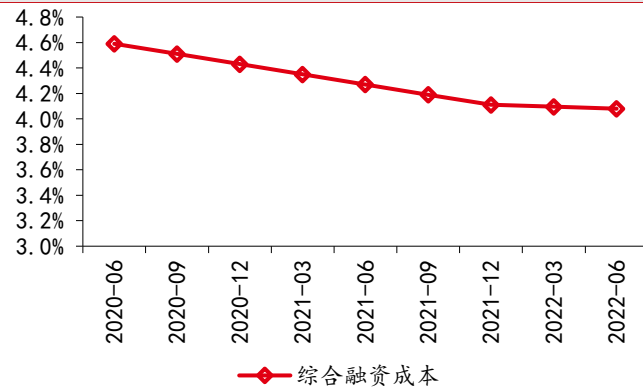
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

**融资渠道多元, 融资成本降低, 期限结构优化。**公司保持多元化的融资渠道, 在传统的银行借款以外, 积极通过公司债券、中期票据、海外债等融资工具降低融资成本, 优化期限结构。2022 年上半年末, 公司有息负债总额 2802.3 亿元, 较上年末增长 5.4%; 短期负债占比 22.4%, 较去年同期下降 9 个百分点; 银行借款占比 58.9%, 债券占比 24.5%, 其他借款占比为 16.6%; 境内负债占比 76.8%, 境外负债占比 23.2%。



**图表 14 公司 2022 年上半年末融资期限结构、途径结构、境内外分布**


数据来源：公司官网，中邮证券研究所整理

**图表 15 公司近年来综合融资成本持续下降**


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

**图表 16 公司 2022 年以来发债情况 (包括下半年至今)**

发行时间	类型	年期	票息 (%)	发行规模 (亿人民币)
2022年1月	中期票据	3	2.95%	30
2022年2月	中期票据	3	2.98%	30
2022年2月	中期票据	3	3.00%	20
2022年3月	公司债	3/5	3.14%/3.64%	19.9
2022年6月	公司债	5/7	2.90%/3.53%	10
2022年7月	公司债	5/7	3.21%/3.70%	34
2022年7月	绿色中期票据	3	3.00%	30
2022年8月	绿色中期票据	3	2.90%	20

数据来源：公司官网，中邮证券研究所整理

**万物云持续成长，拆分于境外上市获批。**万物云持续成长，2022 年上半年实现营业收入 143.5 亿元，同比增长 38.2%。其中，社区空间居住消费服务收入 80.8 亿元，占比 56.3%，同比增长 34.8%；商企和城市空间综合服务收入 51.1 亿元，占比 35.6%，同比增长 39.7%；AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入 11.6 亿元，占比 8.1%，同比增长 59.0%。万物云拆分并于境外上市已获批准，通过资本市场支持有望获得更加良好的发展。

### 3. 投资建议

预计 2022-2024 年营业收入为 4921.50 亿元、5308.50 亿元、5684.06 亿元，归母净利润为 250.67 亿元、278.74 亿元、302.27 亿元，EPS 为 2.16 元、2.40 元、2.60 元，对应 PE 为 7.71 倍、6.94 倍、6.40 倍，公司坚持城市深耕战略，市场竞争力强，多个城市销售额位居前列，未来持续受益于龙头集中度提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

#### 4. 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

**利润表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	452798	492150	530850	568406
营业成本	353977	383980	414466	442344
毛利	98821	108170	116384	126062
%营业收入	21.82%	21.98%	21.92%	22.18%
营业税金及附加	21056	22886	24685	26432
%营业收入	4.65%	4.65%	4.65%	4.65%
销售费用	12809	13922	15017	16079
%营业收入	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
管理费用	10242	12651	12895	13759
%营业收入	2.26%	2.57%	2.43%	2.42%
财务费用	4384	4186	4406	4738
%营业收入	0.97%	0.85%	0.83%	0.83%
资产减值损失	-3794	-2978	-1616	-1581
公允价值变动收益	4	5	5	7
投资收益	6614	6614	6614	6614
营业利润	52531	58166	64386	70094
%营业收入	11.60%	11.82%	12.13%	12.33%
营业外收支	-308	-222	-271	-267
利润总额	52223	57944	64115	69827
%营业收入	11.53%	11.77%	12.08%	12.28%
所得税费用	14153	15577	17003	18738
净利润	38070	42367	47112	51090
归属母公司股东净利润	22524	25067	27874	30227
少数股东损益	15545	17300	19238	20862
EPS (元/股)	1.94	2.16	2.40	2.60

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1248	82570	43308	31159
取得投资收益收回现金	5957	6614	6614	6614
长期股权投资	-2554	-14445	-15889	-17478
无形资产投资	4357	-3482	-2886	-3575
固定资产投资	-9514	17382	-4481	-3274
其他	-24526	5	5	7
投资活动现金流净额	-26281	9556	-13750	-14131
债券融资	14977	0	0	0
股权融资	38794	0	0	0
银行贷款增加(减少)	-7358	15432	16975	18673
筹资成本	-41564	-6245	-17462	-19251
其他	-4731	18168	3189	7638
筹资活动现金流净额	118	27356	2703	7060
现金净流量	-24915	119482	32260	24088

数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所预测

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	149352	268834	301095	325182
交易性金融资产	21	21	21	21
应收账款	4744	2819	3577	3981
存货	1075617	1131305	1222579	1306150
预付账款	67230	104544	92855	101183
其他流动资产	303304	284421	337667	356740
流动资产合计	1600268	1791944	1957792	2093256
可供出售金融资产	2875	2875	2875	2875
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	144449	158894	174784	192262
投资性房地产	85953	86383	86817	87256
固定资产合计	12821	9527	6614	3521
无形资产	10445	12302	13145	14007
商誉	3822	3822	3822	3822
递延所得税资产	33518	31842	30250	28737
其他非流动资产	44486	23190	24286	23499
资产总计	1938638	2120780	2300386	2449235
短期贷款	14413	16993	16181	19755
应付款项	330411	307615	364000	378018
预收账款	638223	736135	780774	829127
应付职工薪酬	6378	9458	9550	9686
应交税费	25191	31689	33498	34697
其他流动负债	296831	346899	373517	399818
流动负债合计	1311446	1448790	1577520	1671101
长期借款	154322	169755	186730	205403
应付债券	53021	53021	53021	53021
递延所得税负债	1290	1316	1342	1369
其他非流动负债	25786	27075	28429	29851
负债合计	1545865	1699956	1847042	1960744
归属母公司股东权	235953	246704	259986	274271
少数股东权益	156820	174120	193358	214220
股东权益	392773	420824	453344	488491
负债及股东权益	1938638	2120780	2300386	2449235

**基本指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.94	2.16	2.40	2.60
BVPS	33.77	36.18	38.98	42.00
PE	8.58	7.71	6.94	6.40
PEG	—	0.68	0.62	0.76
PB	0.82	0.78	0.74	0.70
EV/EBITDA	5.60	3.59	3.13	2.87
ROE	9.55%	10.16%	10.72%	11.02%

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。