

市场价格 (人民币): 14.34 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	116.31
已上市流通 A 股(亿股)	97.17
流通港股(亿股)	19.07
总市值(亿元)	1,667.84
年内股价最高最低(元)	21.00/13.94
沪深 300 指数	3541
深证成指	10402



## 相关报告

- 1.《结转拉动业绩提升, 新增长极表现亮眼-万科 A 中报点评》, 2022.8.31
- 2.《开发毛利率企稳, 多元业务贡献加大-万科 A 季报点评》, 2022.4.28
- 3.《受困行业下行, 业绩不及预期-万科 A 业绩点评》, 2022.3.31

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

方鹏 联系人  
fang\_peng@gjzq.com.cn

## 平稳结转支撑业绩, 多元业务贡献新增长

## 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	23,555	25,710	28,200
归母净利润增长率	6.80%	-45.75%	4.58%	9.15%	9.68%
摊薄每股收益(元)	3.573	1.937	2.025	2.211	2.425
每股经营性现金流净额	4.16	-0.12	0.75	0.66	0.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.49%	9.55%	8.68%	8.25%	7.86%
P/E	8.03	10.20	7.08	6.49	5.91
P/B	1.49	0.97	0.61	0.53	0.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022年10月29日, 万科 A 发布 2022 年三季报。2022 年 1-9 月实现营业收入 3377 亿元, 同比+24.4%; 归母净利润 170.5 亿元, 同比+2.2%。2022 年第三季度实现营业收入 1308 亿元, 同+25.3%; 归母净利润 48.3 亿元, 同比-14.4%。

## 点评

- **平稳结转支撑营收增长, 毛利率下滑影响业绩。**公司房地产开发业务结算面积同比增长 28.1%, 贡献主要的营业收入增长; 而归母净利润低于营收增速的主要原因是: ①受高地价且限价项目结算比例增长, 公司前三季度开发业务毛利率 20.7%, 同比下滑 3.2pct; ②前三季度投资收益(主要来自合联营企业)为 8.4 亿元。同比下滑 78.4%; ③前三季度少数股东权益 101 亿元, 同比增加 28.8%。公司交付结转稳步推进, 毛利率或维持当前水平, 预计全年业绩维持稳定。
- **销售降幅收窄, 可售资源充足。**公司 2022 年 1-9 月销售金额 3147 亿元, 同比-34.3%; 第三季度销售金额 994 亿元, 同比-20.3%, 降幅较上半年收窄; 截至三季度末, 公司已售未结金额达 6126 亿元, 能保障公司营收的增长。公司以收定支, 前三季度新增项目 27 个, 总地价为 517 亿元/同比-68.7%, 但拿地金额仍位居行业第 9; 截至三季度末, 公司总土储 1.35 亿方, 支撑公司未来 2-3 年的销售。
- **多元业务贡献新增长极。**公司经营服务业务前三季度营收 376 亿元, 同比+29.5%; 主要业绩来自物业服务, 第三季度住宅、商业、城市空间物业服务新拓展项目分别达 77、129 和 14 个; 同时公司于 2022 年 9 月成功拆分万物云在港交所上市。

## 投资建议

- 公司交付稳步推进, 预计全年业绩保持平稳。维持盈利预测不变, 2022-24 年归母净利润分别为 235.6 亿元、257.1 亿元、282.0 亿元, 同比增幅分别为 4.6%、9.2%、9.7%。当前股价对应 2022-24 年 PE 分别为 7.1x、6.5x 和 5.9x, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳; 市场信心持续走低; 多家房企出现债务违约

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	180,083	199,066	215,045
增长率		13.9%	8.0%	8.8%	10.4%	8.2%	应收账款	237,482	252,501	270,832	284,128	309,194	326,472
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	1,129,735	1,281,980	1,444,446
%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	112,323	122,294	130,834
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	1,706,269	1,912,534	2,116,798
%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%	82.7%	83.4%	84.0%
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	255,099	278,978	305,111
%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%	0.6%	0.5%
%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	357,809	379,852	404,683
%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%	17.3%	16.6%	16.0%
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>2,064,078</b>	<b>2,292,386</b>	<b>2,521,481</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	94,985	114,798	135,408
息税前利润 (EBIT)	79,309	73,743	54,071	51,695	56,951	63,265	应付款项	518,921	509,050	522,603	585,985	635,466	672,686
%销售收入	21.6%	17.6%	11.9%	10.5%	10.5%	10.7%	其他流动负债	657,678	722,869	726,499	703,037	799,818	898,948
财务费用	-5,736	-5,145	-4,384	-6,008	-7,242	-8,295	流动负债	1,272,610	1,317,493	1,311,446	1,384,007	1,550,082	1,707,042
%销售收入	1.6%	1.2%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	长期贷款	114,320	132,037	154,322	162,038	170,140	178,647
资产减值损失	-1,866	-2,205	-3,794	-1,131	-795	-969	其他长期负债	72,420	69,803	80,097	75,565	73,373	72,883
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>1,621,610</b>	<b>1,793,596</b>	<b>1,958,572</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>271,211</b>	<b>311,777</b>	<b>358,612</b>
%税前利润	6.5%	17.0%	12.7%	13.3%	12.8%	12.3%	其中：股本	11,302	11,618	11,625	11,631	11,631	11,631
营业利润	76,613	79,959	52,531	51,501	56,206	61,658	未分配利润	95,352	98,417	92,698	106,831	122,257	139,177
营业利润率	20.8%	19.1%	11.6%	10.5%	10.3%	10.5%	少数股东权益	82,521	125,334	156,820	171,256	187,014	204,298
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>2,064,078</b>	<b>2,292,386</b>	<b>2,521,481</b>
税前利润	76,539	79,676	52,223	52,043	56,804	62,306							
利润率	20.8%	19.0%	11.5%	10.6%	10.4%	10.6%	<b>比率分析</b>						
所得税	-21,408	-20,378	-14,153	-14,052	-15,337	-16,823		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	28.0%	25.6%	27.1%	27.0%	27.0%	27.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	55,132	59,298	38,070	37,991	41,467	45,483	每股收益	3.439	3.573	1.937	2.025	2.211	2.425
少数股东损益	16,260	17,783	15,545	14,437	15,758	17,284	每股净资产	16.639	19.325	20.296	23.319	26.806	30.833
归属于母公司的净利润	38,872	41,516	22,524	23,555	25,710	28,200	每股经营现金净流	3.678	4.160	-0.118	0.752	0.655	0.120
净利率	10.6%	9.9%	5.0%	4.8%	4.7%	4.8%	每股股利	1.017	1.250	0.976	0.810	0.884	0.970
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	20.67%	18.49%	9.55%	8.68%	8.25%	7.86%
							总资产收益率	2.25%	2.22%	1.16%	1.14%	1.12%	1.12%
							投入资本收益率	10.76%	8.98%	5.94%	4.99%	4.93%	4.91%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	23.59%	13.92%	8.04%	8.80%	10.40%	8.21%
							EBIT增长率	14.54%	-7.02%	-26.68%	-4.39%	10.17%	11.09%
							净利润增长率	15.10%	6.80%	-45.75%	4.58%	9.15%	9.68%
							总资产增长率	13.17%	8.05%	3.72%	6.47%	11.06%	9.99%
							<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	1,281.8	1,168.8	1,071.2	1,070.0	1,100.0	1,150.0
							应付账款周转天数	385.3	346.5	322.8	340.0	330.0	320.0
							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	30.20%	18.80%	30.63%	29.97%	28.93%	28.49%
							EBIT利息保障倍数	13.8	14.3	12.3	8.6	7.9	7.6
							资产负债率	84.36%	81.28%	79.74%	78.56%	78.24%	77.68%

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	42	105	141	300
增持	1	3	11	16	2
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.11	1.11	1.11	1.11	1.02

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-05	买入	27.89	37.08 ~ 37.08
2	2021-03-31	买入	31.37	37.08 ~ 37.08
3	2021-04-23	买入	29.02	37.08 ~ 37.08
4	2021-08-30	买入	20.90	29.61 ~ 29.61
5	2021-10-29	买入	19.13	29.61 ~ 29.61
6	2022-03-31	增持	18.98	20.34
7	2022-04-28	增持	18.23	20.34
8	2022-08-31	增持	15.89	N/A

来源：国金证券研究所



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**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