

证券研究报告

房地产开发



## 万科 A 000002

买入 (维持)

万科 2022 年三季报点评：  
前三季度业绩正增长，多元业务发展新阶段

2022 年 10 月 31 日

### 市场数据

市场数据日期	2022-10-28
收盘价(元)	14.34
总股本(百万股)	11631
流通股本(百万股)	9717
总市值(百万元)	166784
流通市值(百万元)	139347
净资产(百万元)	241107
总资产(百万元)	1832624
每股净资产(元)	20.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

《万科 A 2022 年半年报点评：业绩正增长，多元业务快速发展》2022-09-01

《万科 2022 年一季度报点评：业绩回升，龙头地位稳固，后服务市场业务发展完善》2022-04-29

分析师：

靳璐瑜

jlnluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

联系人：

宋词

songci@xyzq.com.cn

王沁雯

wangqinwen@xyzq.com.cn

洪波

hongbo@xyzq.com.cn

### 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	452798	489791	529807	556510
同比增长	8.0%	8.2%	8.2%	5.0%
归母净利润(百万元)	22524	24188	26663	27800
同比增长	-45.7%	7.4%	10.2%	4.3%
毛利率	21.8%	23.3%	23.3%	23.6%
净利率	8.4%	8.2%	8.8%	9.1%
净资产收益率	9.5%	9.8%	10.2%	10.0%
每股收益(元)	1.94	2.08	2.29	2.39
每股经营现金流(元)	0.35	0.41	5.62	5.74

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 投资要点

**事件：**10月28日，万科发布2022年三季度报告。2022年1-9月，公司实现营业收入3376.7亿元，同比增长24.4%；实现归母净利润170.5亿元，同比增长2.2%；实现基本每股收益为0.42元，同比减少13.9%。2022年1-9月，公司实现合同销售金额3146.7亿元，同比下降34.3%；实现销售面积1936.9万平方米，同比下降34.3%。

### 点评：

**前三季度归母净利润增长，但增速低于营收，受毛利率下行影响。**前三季度实现营收3376.7亿元，同比增长24.4%；实现归母净利润170.5亿元，同比增长2.2%；2022年前三季度，公司毛利率从2021年同期的22.1%下降至19.6%。**第三季度业绩有所下行，受毛利率下行影响。**22Q3公司实现营收1307.6亿元，同比增长25.3%；实现归母净利润48.3亿元，同比减少14.4%。2022年第三季度公司毛利率从2021年同期的20.8%下降至18.3%。

**销售随市场热度下滑，拿地聚焦一二线城市。**2022年1-9月，公司实现合同销售金额3146.7亿元，同比下降34.3%；实现销售面积1936.9万平方米，同比下降34.3%。**拿地谨慎，**1-9月获取新项目27个，总规划建筑面积485.9万平方米，同比下降78.3%；拿地总金额511.2亿元，同比下降69.1%。拿地金额占销售金额的比重为16.2%。**投资聚焦优质地块，**一二线城市拿地金额占比为63.5%。

**三道红线达标，信用评级稳定。**截至2022年9月30日，公司货币资金是一年内到期有息负债的1.9倍，短期负债占比较中期减少1.1个百分点，新增融资的平均融资成本为3.73%，存量融资的综合融资成本4.06%。标普、穆迪和惠誉分别维持公司“BBB+”，“Baa1”和“BBB+”的长期企业信用评级，评级展望均为“稳定”。

**多元化业务快速发展。**1) **物业：**项目独立拓展占比高，完成分拆上市。2) **物流：**物流项目营收快速增长。1-9月，公司物流仓储业务实现营业收入29.7亿元，同比增长42.7%。高标仓的稳定期出租率91%，冷链园区稳定期使用率74%。3) **租赁住宅：**实现营业收入23.1亿元，同比增长11.5%。积极响应保障性租赁住房政策，有4.28万间纳入保障性租赁住房。4) **商业：**实现营业收入62.5亿元（含非并表收入），同比增长10.6%。

**投资建议：**万科前三季度业绩正增长，销售龙头地位稳固，三条红线达标。多元化业务快速发展，物业、物流内在价值丰厚。我们维持公司2022-2023年的EPS为2.08、2.29元，以2022年10月28日收盘价计算，对应的PE为6.9倍和6.3倍。

**风险提示：**地产销售不及预期，货币政策收紧，地产政策调控。

## 报告正文

## 事件

10月28日,万科发布2022年三季度报告。2022年1-9月,公司实现营业收入3376.7亿元,同比增长24.4%;实现归母净利润170.5亿元,同比增长2.2%;实现基本每股收益为0.42元,同比减少13.9%;实现加权平均净资产收益率7.12%,同比下降0.19个百分点。

## 点评

## 1.前三季度归母净利润增长,但增速低于营收,受毛利率下行影响

前三季度归母净利润增长,但增速低于营收。2022年1-9月,公司实现营业收入3376.7亿元,同比增长24.4%;实现归母净利润170.5亿元,同比增长2.2%;实现基本每股收益为0.42元,同比减少13.9%;实现加权平均净资产收益率7.12%,同比下降0.19个百分点。2022年前三季度,公司毛利率从2021年同期的22.1%下降至19.6%,公司开发业务结算毛利率由2021年同期的23.9%下降至20.7%,扣除税金及附加后的结算毛利率从2021年同期的18.7%下降至16.5%。

第三季度业绩有所下行,受毛利率下行影响。第三季度公司实现营业收入1307.6亿元,同比增长25.3%;实现归母净利润48.3亿元,同比减少14.4%。第三季度归母净利润增速低于营业收入增速的主要原因在于毛利率下滑。受近年来结算项目地价占售价比上升的影响,2022年第三季度公司毛利率从2021年同期的20.8%下降至18.3%。

图1、2022年前三季度营业收入同比增长24.4%

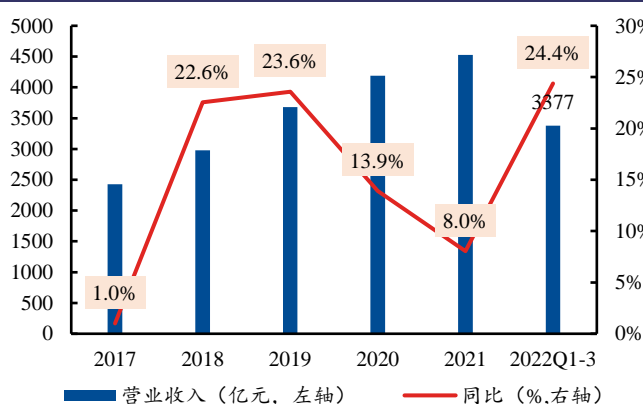
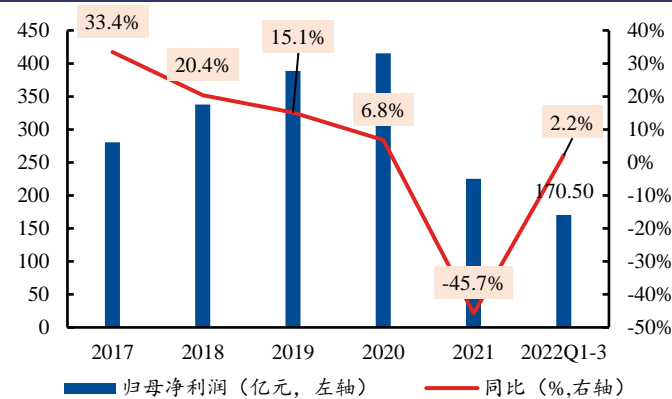


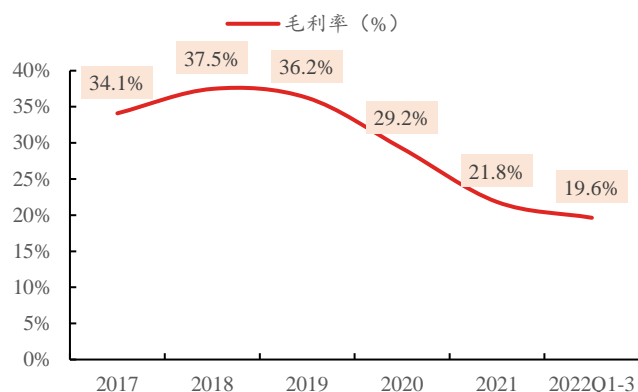
图2、2022年前三季度归母净利润同比增长2.2%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

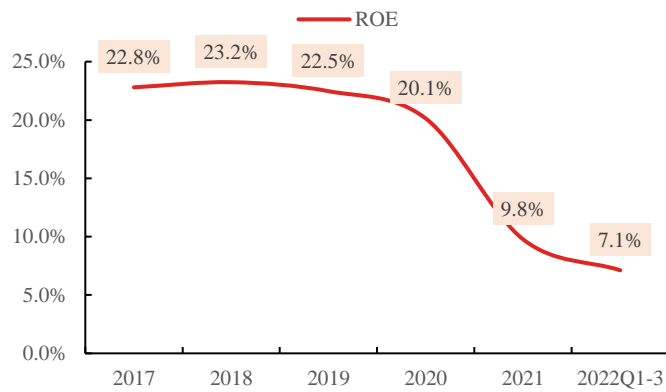
资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2022 年前三季度毛利润率 19.6%



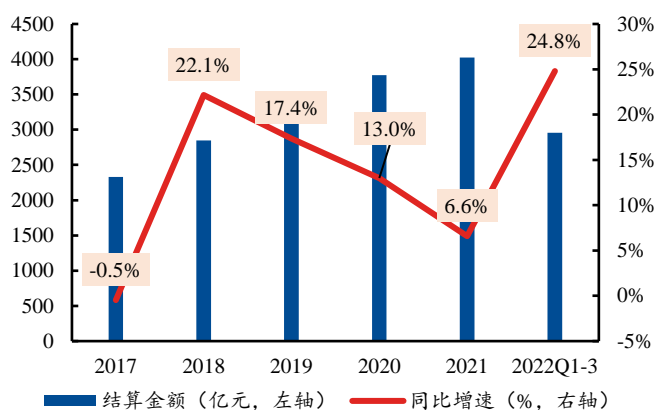
资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2022 年前三季度加权平均净资产收益率为 7.1%



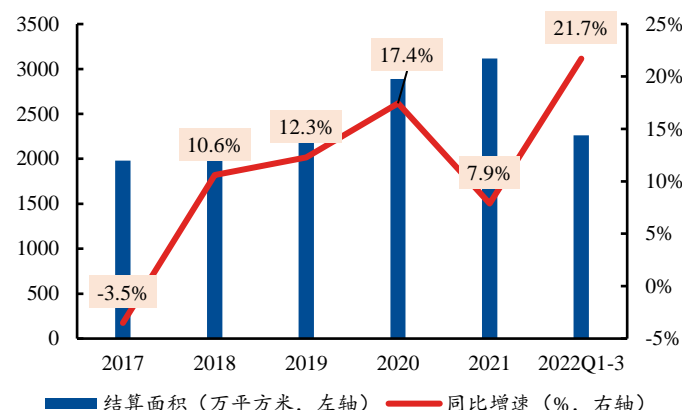
资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2022 年前三季度结算收入同比增长 24.8%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

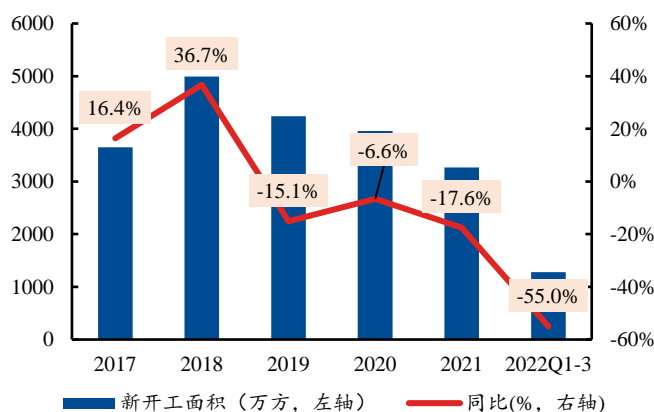
图 6、2022 年前三季度结算面积同比增长 21.7%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

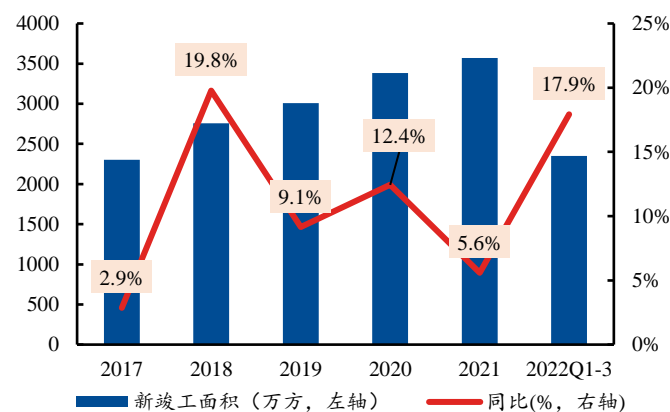
**新开工面积下滑、竣工面积增长。**2022 年 1-9 月，公司开发业务新开工建面 1,276.9 万平方米，同比下滑 55.0%，完成年初计划的 66.5%；竣工计容面积 2,349.9 万平方米，同比增长 17.9%，完成年初计划的 60.3%。

图 7、2022 年前三季度新开工同比下降 55.0%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2022 年前三季度竣工同比增长 17.9%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2 销售随市场热度下滑，拿地聚焦一二线优质地块

销售随市场热度下滑，龙头地位稳固。2022年1-9月，公司实现合同销售金额3146.7亿元，同比下降34.3%；实现销售面积1936.9万平方米，同比下降34.3%。公司1-9月销售金额在克而瑞榜单中位列前三甲，龙头地位稳固。

图 9、合同销售面积同比下降 34.3%

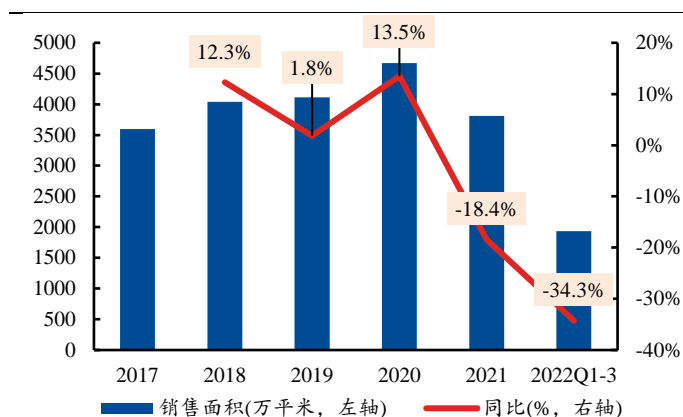
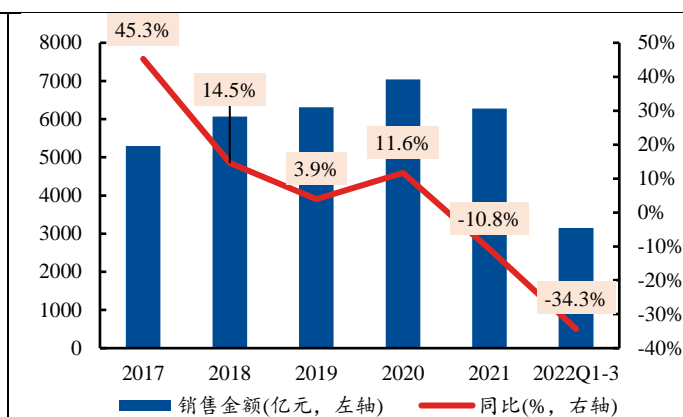


图 10、合同销售金额同比下降 34.3%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**拿地谨慎，聚焦一二线优质地块。**1-9月获取新项目27个，总规划建筑面积485.9万平方米，同比下降78.3%；根据公司9月销售及近期新增项目情况简报，拿地总金额511.2亿元，同比下降69.1%。拿地金额占销售金额的比重为16.2%；新增项目平均地价为12616元/平方米，同比增加81.4%。新增拿地权益比例按金额算为66.7%。**投资聚焦优质地块，一二线城市拿地金额占比为63.5%。**

图 11、2022 年前三季度新增拿地建面 485.9 万方

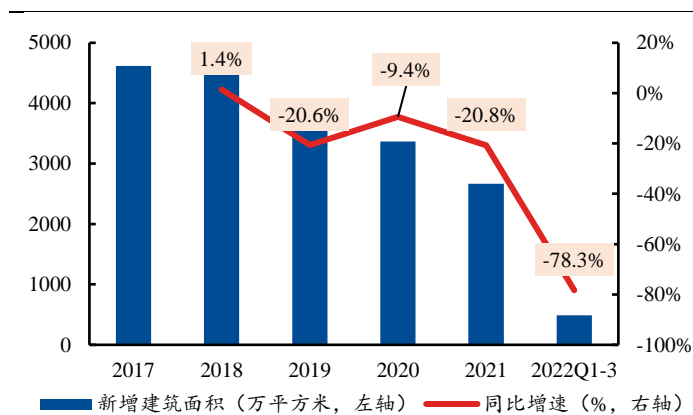
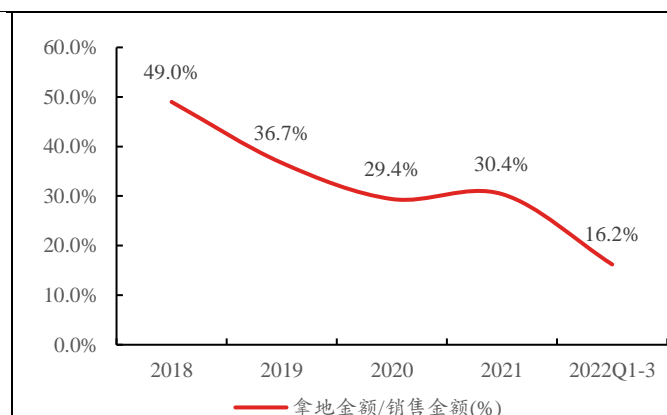


图 12、22 年前三季度公司拿地金额/销售金额为 16.2%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

截至报告期末，总土储建面1.30亿平方米。其中在建项目总建筑面积约9305.2万平方米，权益建筑面积约5842.8万平方米；规划中项目总建筑面积约3685.5万平

方米,权益建筑面积约 2335.0 万平方米。此外,集团还参与了一批旧城改造项目,按当前规划条件,权益建筑面积合计约 494.4 万平方米。

### 3. 三条红线达标,财务结构稳健

**三条红线保持绿档,信用评级行业领先。**截至 2022 年 9 月 30 日,公司货币资金是一年内到期有息负债的 1.9 倍,短期负债占比较中期减少 1.1 个百分点,新增融资的平均融资成本为 3.73%,存量融资的综合融资成本 4.06%。

**债务结构持续优化,以长周期、低成本资金为主。**截至 2022 年 9 月 30 日,有息负债金额为 2943.2 亿元。有息负债中,短期借款和一年内到期的有息负债占比为 21.3%,较中期减少 1.1 个百分点;一年以上有息负债占比为 78.7%。分融资对象来看,银行借款占比为 58.6%,债券占比为 26.6%,其他借款占比为 14.8%。有息负债总额中无抵押无质押的融资占比为 96.1%。

**信用评级行业领先。**报告期内,国际评级机构标普、穆迪和惠誉分别维持公司“BBB+”,“Baa1”和“BBB+”的长期企业信用评级,评级展望均为“稳定”。

### 4. 多元化业务快速发展

#### 4.1 万物云:项目独立拓展占比高,完成分拆上市

**项目独立拓展占比高,完成分拆上市。**第三季度,万物云在社区空间居住消费服务方面,新拓展项目 77 个,其中 76.6%来自独立第三方;在商企空间服务方面,新增拓展项目 129 个,其中包括 1 个超高层项目和 1 个大体量综合体项目;在城市空间服务方面,新增拓展项目 14 个。此外,万物云在商企空间服务方面的品牌“万物梁行”在 2022 中国物业服务力百强峰会上荣膺“办公、服务力 TOP20 企业”,蝉联榜首地位。

报告期内,公司成功分拆万物云于香港联合交易所有限公司上市。

#### 4.2 万纬物流:物流项目营收快速增长

**物流项目营收快速增长。**1-9 月,公司物流仓储业务(含非并表项目)实现营业收入 29.7 亿元,同比增长 42.7%。其中高标库收入 15.9 亿元,同比增长 11.4%,冷链园区收入 13.8 亿元,同比增长 111.7%。三季度,物流仓储业务新获取 4 个项目,可租赁建筑面积 28.9 万平方米;新开业 3 个高标库项目和 5 个冷链园区项目,可租赁建筑面积分别为 9.5 万平方米和 15.7 万平方米。截至 9 月末,高标仓的稳定出租率 91%,冷链园区稳定使用率 74%。**运营质量高**,报告期内,万纬苏州相城冷链物流园区等 8 个项目经中国仓储与配送协会组织审核认定,获评“一

级绿色仓库”（最高级）。

#### 4.3 租赁住宅：营收实现增长，积极响应保障性租赁住宅政策

**租赁住宅营收实现增长。**1-9月，公司租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入23.1亿元，同比增长11.5%。截至9月底，租赁住宅业务共运营管理约21.5万间，累计开业约16.9万间，出租率为95%。

租赁住宅业务继续加大与企业客户联结，三季度企业客户新签租约6887间；同时为企业、毕业生提供灵活租期服务，围绕毕业季新签超过5万份合同。**公司积极响应国家保障性租赁住房政策**，截至报告期末，所管理的租赁住宅中，已有4.28万间纳入保障性租赁住宅。

#### 4.4 商业开发与运营：营收保持增长，协同印力实现资源集约利用

**商业业务营收保持增长。**1-9月，公司商业开发与运营业务实现营业收入62.5亿元（含非并表收入），同比增长10.6%，其中印力管理的商业项目营业收入为40.4亿元，同比增长9.2%。截至报告期末，印力开业项目的整体出租率为92.7%。**为更好实现资源协同和集约利用**，正在推动将7个地产区域BG的49个商业项目委托印力管理，希望借助印力的综合商业管理能力，进一步提升集团商业资产质量。

**投资建议：**万科前三季度业绩正增长，销售龙头地位稳固，三条红线达标。多元化业务快速发展，物业、物流内在价值丰厚。我们维持公司2022-2023年的EPS为2.08、2.29元，以2022年10月28日收盘价计算，对应的PE为6.9倍和6.3倍。

**风险提示：**地产销售不及预期，货币政策收紧，地产政策调控。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1600268	1712735	1782517	1858229	<b>营业收入</b>	452798	489791	529807	556510
货币资金	149352	167452	223232	289177	营业成本	353977	375915	406309	425396
交易性金融资产	21	170	170	170	税金及附加	21056	25794	26813	28546
应收票据及应收账款	4771	4172	4737	5040	销售费用	12809	12735	12980	13634
预付款项	67230	88124	87563	92545	管理费用	10242	12735	12715	13356
存货	1075617	1127745	1117350	1106029	研发费用	642	654	648	651
其他	303277	325071	349464	365267	财务费用	4384	11300	11250	9956
<b>非流动资产</b>	338370	326353	328336	326958	其他收益	0	0	0	0
长期股权投资	144449	141269	142433	142381	投资收益	6614	7629	7905	8129
固定资产	12821	12057	10214	7832	公允价值变动收益	4	-8	-2	-3
在建工程	3398	1699	850	425	信用减值损失	-280	-251	-257	-259
无形资产	10445	12949	15790	18772	资产减值损失	-3514	-2692	-2847	-2906
商誉	3822	2017	2317	2468	资产处置收益	19	24	27	25
长期待摊费用	9013	7678	6110	4472	<b>营业利润</b>	52531	55361	63917	69956
其他	154421	148683	150622	150609	营业外收入	1148	1026	1062	1065
<b>资产总计</b>	1938638	2039088	2110853	2185187	营业外支出	1456	1287	1343	1343
<b>流动负债</b>	1311446	1374947	1391293	1407707	<b>利润总额</b>	52223	55100	63637	69677
短期借款	14413	22995	18058	17477	所得税	14153	14933	17247	18884
应付票据及应付账款	330,537	371,783	394,864	413,126	净利润	38070	40167	46391	50794
其他	966497	980169	978371	977104	少数股东损益	15545	15979	19728	22994
<b>非流动负债</b>	234419	245655	264650	283322	<b>归属母公司净利润</b>	22524	24188	26663	27800
长期借款	154322	170269	188624	206831	<b>EPS(元)</b>	1.94	2.08	2.29	2.39
其他	80097	75386	76026	76491					
<b>负债合计</b>	1545865	1620602	1655942	1691029	<b>主要财务比率</b>				
股本	11625	11631	11631	11631	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	20584	18218	18218	18218	<b>成长性</b>				
未分配利润	92698	90568	90609	89639	营业收入增长率	8.0%	8.2%	8.2%	5.0%
少数股东权益	156820	172799	192526	215520	营业利润增长率	-34.3%	5.4%	15.5%	9.4%
<b>股东权益合计</b>	392773	418486	454910	494157	归母净利润增长率	-45.7%	7.4%	10.2%	4.3%
<b>负债及权益合计</b>	1938638	2039088	2110853	2185187	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	21.8%	23.3%	23.3%	23.6%
					净利率	8.4%	8.2%	8.8%	9.1%
					ROE	9.5%	9.8%	10.2%	10.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	79.7%	79.5%	78.4%	77.4%
					流动比率	1.22	1.25	1.28	1.32
					速动比率	0.40	0.43	0.48	0.53
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	23.8%	24.6%	25.5%	25.9%
					应收账款周转率	11706%	10986.8%	11892.9%	11383.9%
					存货周转率	33.9%	34.0%	36.2%	38.3%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	1.94	2.08	2.29	2.39
					每股经营现金	0.35	0.41	5.62	5.74
					每股净资产	20.29	21.12	22.56	23.96
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	7.4	6.9	6.3	6.0
					PB	0.7	0.7	0.6	0.6

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	22524	24188	26663	27800
折旧和摊销	5482	4766	5052	5175
资产减值准备	3514	-8164	0	0
资产处置损失	-19	-24	-27	-25
公允价值变动损失	-4	8	2	3
财务费用	4384	11300	11250	9956
投资损失	-6614	-7629	-7905	-8129
少数股东损益	15545	15979	19728	22994
营运资金的变动	-37833	-27156	6812	9476
<b>经营活动产生现金流量</b>	4113	4743	65341	66788
<b>投资活动产生现金流量</b>	-26281	8855	681	2797
<b>融资活动产生现金流量</b>	-23104	4502	-10243	-3640
现金净变动	-44954	18100	55779	65945
现金的期初余额	185662	149352	167452	223232
现金的期末余额	140708	167452	223232	289177

## 分析师声明

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登记为证券分析师，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>