

万科 A (000002.SZ)

销售额同增 11.6%符合预期，多元化业务稳步发展行业领先

事件：3月31日，万科A发布截至2020年12月31日止年度业绩公告。

营业收入**4191.1亿元**同增**13.9%**符合预期，归母净利润同增**6.8%**。2020年公司实现营业收入4191.1亿元，同比增长13.9%。利润方面：由于结算结构叠加政府限价影响，房地产及相关业务毛利率为22.7%，同比下降4.6pct。归母净利润415.2亿元，同比增长6.8%；每股基本收益3.62元，预计每股分红1.25元，派息率35%。

销售额同增**11.6%**达**7041.5亿**，拿地注重质量，土储充足，积极发展**TOD及城市更新业务**。2020年公司实现销售额7041.5亿元，同比增长11.6%，占全国商品房市场份额的4.0%；实现销售面积4667.5万方，同比增长13.5%；销售均价15086元/平，同比持平。截至去年底，公司已售未结销售额共计6981.5亿元，为未来业绩提供有力支撑。拿地方面：公司2020年新增土地计容建面达3366.5万方，权益比为61.2%；权益拿地金额1381.5亿。新增项目平均地价为6710元/平，地货比（当期拿地单价/当期销售单价）为44.5%。公司注重拿地质量，聚集重点城市群，新获取项目权益投资金额86.6%位于重点城市群。截至去年底，公司在建及规划中项目减去已售未结部分合计1.09亿方，可供公司2-3年发展。公司已具备跑通“TOD四类开发模式”的能力，打造多个城市项目标杆；同时助力城市更新，改造与经营并重，让历史街区焕发活力。

多元化业务营收高速增长，实现科技赋能，经营能力行业领先。物业服务：2020年万物云营业收入182.0亿元，同增27.4%；在管面积5.66亿方，其中47%来自于万科以外项目。公司已初步形成BPaaS（流程即服务）输出能力与广泛的IoT（物联网）连接能力。商业开发与运营：2020年营业收入63.22亿元，同增4.33%。开业3年以上的项目出租率为92.0%，会员数量超870万。租赁住宅：2020年营业收入25.4亿元，同增72.3%，累计已在33城开业14.24万间，已开业出租率超95%。集中式公寓规模全国第一。物流仓储服务：2020年万纬物流管理项目营业收入18.7亿元，同增37%；经过五年发展，公司已成为中国规模最大的冷链物流综合服务商。

财务状况健康，净负债率仅为**18.1%**，即将实现“三条红线”绿档。预计公司“三道红线”指标在2021年第一季度可以转为绿档；2020年剔除预收账款的资产负债率为70.4%，净负债率18.1%，现金短债比1.8；极低的净负债率提供了较大的资金弹性应对“土地两集中”政策。

投资建议：我们预测公司21/22/23年收入增速为15.8%/14.5%/12.7%，归母净利润为450.54/510.47/575.15亿元，增速为8.5%/13.3%/12.7%，EPS为3.88/4.39/4.95元/股，对应的PE为7.4/6.5/5.8x。维持“买入”评级。

风险提示：房地产调控措施收紧超预期，疫情反复影响超预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367,894	419,112	485,331	555,704	626,279
增长率 yoy (%)	23.6	13.9	15.8	14.5	12.7
归母净利润(百万元)	38,872	41,516	45,054	51,047	57,515
增长率 yoy (%)	15.1	6.8	8.5	13.3	12.7
EPS最新摊薄(元/股)	3.35	3.57	3.88	4.39	4.95
净资产收益率(%)	20.4	16.9	16.4	16.1	15.8
P/E(倍)	8.5	8.0	7.4	6.5	5.8
P/B(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0

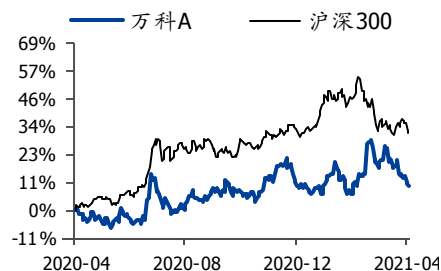
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月12日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
04月12日收盘价	28.59
总市值(百万元)	332,150.96
总股本(百万股)	11,617.73
其中自由流通股(%)	83.64
30日日均成交量(百万股)	40.83

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com

相关研究

- 《万科 A (000002.SZ)：2 月销售额 451.6 亿同增 61.1%，拿地权益比提升》2021-03-06
- 《万科 A (000002.SZ)：1 月销售 714.7 亿元同增 30.2%，拿地节奏逐步恢复》2021-03-01
- 《万科 A (000002.SZ)：全年销售突破 7000 亿同增 11.6%，加速去库存拿地略谨慎》2021-01-12



销售额同增 11.6%符合预期，多元化业务行业领先

事件：3月31日，万科A发布截至2020年12月31日止年度业绩公告。

营业收入 4191.1 亿元同增 13.9%符合预期，归母净利润同增 6.8%。

2020年公司实现营业收入4191.1亿元，同比增长13.9%；其中房地产开发及相关资产经营业务收入4004.5亿元，同比增长13.6%，占总收入的95.5%；物业服务收入154.3亿元，同比增长21.5%，占总收入的3.7%。利润方面：由于结算结构叠加政府限价影响，房地产及相关业务毛利率为22.7%，同比下降4.6pct。归母净利润415.2亿元，同比增长6.8%；每股基本收益3.62元，同比增长4.5%。预计每股分红1.25元，同比增长23.0%，派息率35%。

销售额同增 11.6%达 7041.5 亿，拿地注重质量，土储充足，积极发展 TOD 及城市更新业务。

销售方面：2020年公司实现销售额7041.5亿元，同比增长11.6%，占全国商品房市场份额的4.0%，同比提升0.1pct；实现销售面积4667.5万方，同比增长13.5%；销售均价15086元/平，同比持平；所销售产品中，住宅、商办、其他配套的占比分别为88.2%、7.9%、3.9%。截至去年底，公司已售未结销售额共计6981.5亿元，为未来业绩提供有力支撑。

拿地方面：公司2020年新获取项目168个，新增土地计容建面达3366.5万方，权益建面2058.8万方，权益比为61.2%；权益拿地金额1381.5亿。新增项目平均地价为6710元/平，地货比（当期拿地单价/当期销售单价）为44.5%。公司注重拿地质量，聚集重点城市群，新获取项目权益投资金额86.6%位于重点城市群。截至去年底，公司在建项目总建面10787.6万方，规划中项目总建面5050.8万方，减去已售未结部分合计1.09亿方，可供公司2-3年发展。

2020年新开工面积约3960.4万方，同降6.6%，完成年初计划的135.6%；竣工面积约3381.7万平方米，同增12.4%，完成年初计划的101.9%。

公司已具备跑通“TOD四类开发模式”的能力，打造多个城市项目标杆；同时助力城市更新，改造与经营并重，让历史街区焕发活力。

多元化业务营收高速增长，实现科技赋能，经营能力行业领先。。

物业服务：2020年万物云营业收入182.0亿元，同增27.4%，过去5年CAGR34%；其中住宅物业服务、商业物业及设施服务、智慧城市服务、社区生活服务的占比分别为55.2%、29.2%、5.4%、5.4%。在管面积5.66亿方，其中47%来自于万科以外项目。公司致力于实现全空间数字化运营，发布“星尘系统”，已初步形成BPaaS（流程即服务）输出能力与广泛的IoT（物联网）连接能力。

商业开发与运营：2020年商业（含非并表项目）营业收入63.22亿元，同增4.33%。其中印力集团管理的商业项目收入42.22亿，规划在建面积435.4万方。2020年新开业商业面积128.9万方，包括3个购物中心和20个社区商业；截至去年底累计开业面积989.8万方。已开业项目整体出租率87.4%，开业3年以上的项目出租率为92.0%，数字会员体系覆盖62个项目，会员数量超870万。2020年，领展27.72亿收购上海七宝万科广场50%股权，彰显公司对存量商业的运营提升能力。

租赁住宅：2020年营业收入25.4亿元，同增72.3%，2020年在9城新开3.3万间，累计已在33城开业14.24万间，已开业出租率超95%。集中式公寓规模全国第一。

物流仓储服务：2020年万纬物流管理项目营业收入18.7亿元，同增37%；其中高标库营业收入12.9亿元，同增29%，冷库营业收入5.8亿元，同增60%。截至2020年末，公司已在44城累计管理148个项目（128个高标库+20个冷库），可租赁建面1148万方。经过五年发展，公司已成为中国规模最大的冷链物流综合服务商。

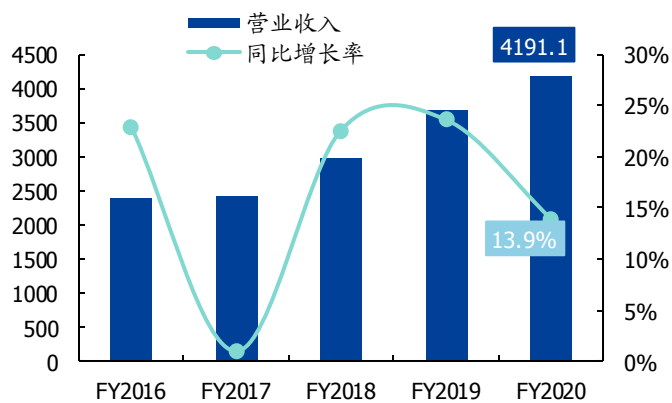
其他业务：酒店业务目前持有 23 家在营酒店资产；冰雪度假业务去年累计接待滑雪游客 62 万人次；教育业务梅沙教育已成为深圳最大民办教育集团。

财务状况健康，净负债率仅为 18.1%，即将实现“三条红线”绿档。预计公司“三道红线”指标在 2021 年第一季度可以转为绿档：剔除预收账款的资产负债率为 70.4%，净负债率 18.1%，现金短债比 1.8；极低的净负债率提供了较大的资金弹性应对“土地两集中”政策。经营性现金流 531.9 亿，连续十二年经营性现金流为正，有息负债总额 2585.3 亿，一年以上有息负债占比 67.9%，期限结构安全。期末在手现金 1952 亿，覆盖有息负债 2.4 倍。公司致力保持健康的财务状况和信用评级良好的财务状况可以保持公司发展弹性。

投资建议：我们预测公司 21/22/23 年收入增速为 15.8%/14.5%/12.7%，归母净利润为 450.54/510.47/575.15 亿元，增速为 8.5%/13.3%/12.7%，EPS 为 3.88/4.39/4.95 元/股，对应的 PE 为 7.4/6.5/5.8x。维持“买入”评级。

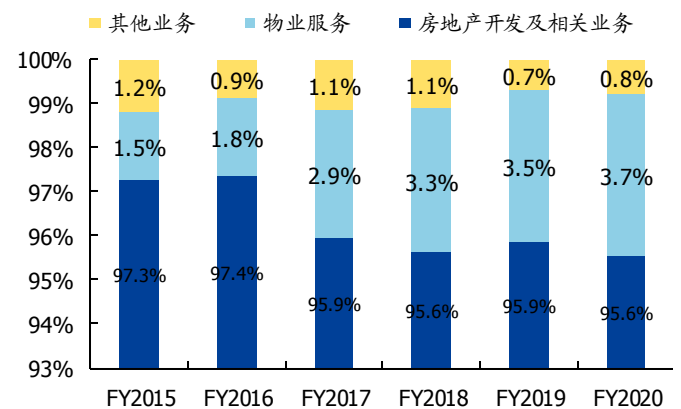
风险提示：房地产调控措施收紧超预期，疫情反复影响超预期。

图表 1: 2020 公司营业收入 4191 亿同增 13.9%



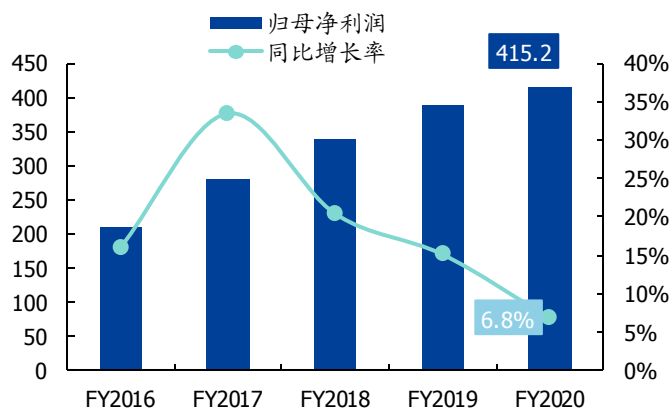
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 各业务板块收入占比



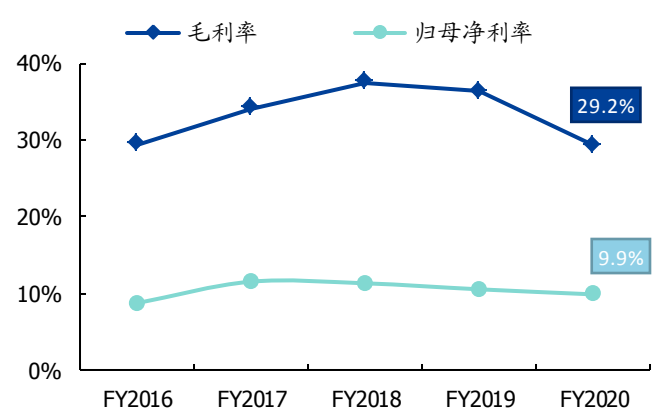
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 3: 2020 公司归母净利润 415 亿同增 6.8%



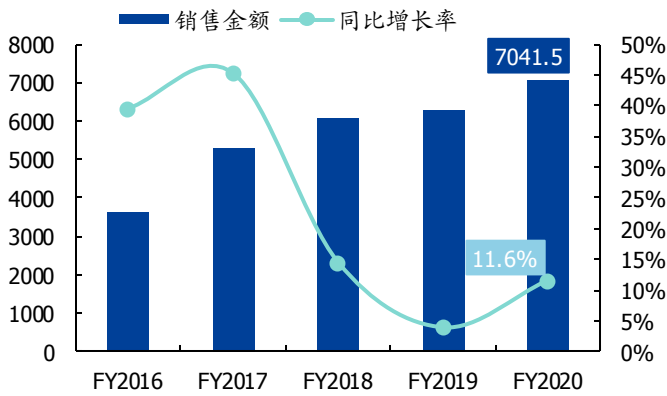
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 4: 公司历年毛利率和归母净利率



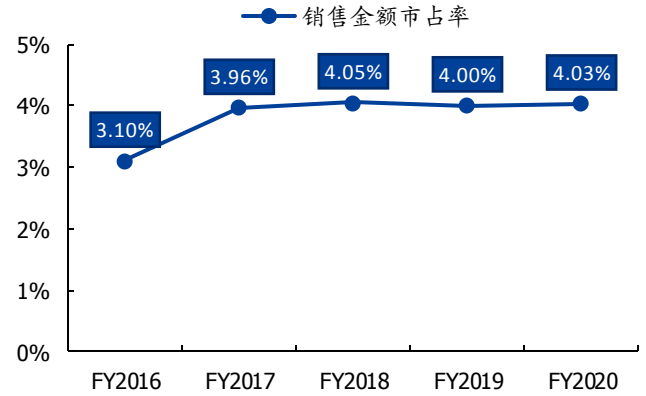
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 5: 2020 公司住宅开发销售额 7042 亿同增 11.6%



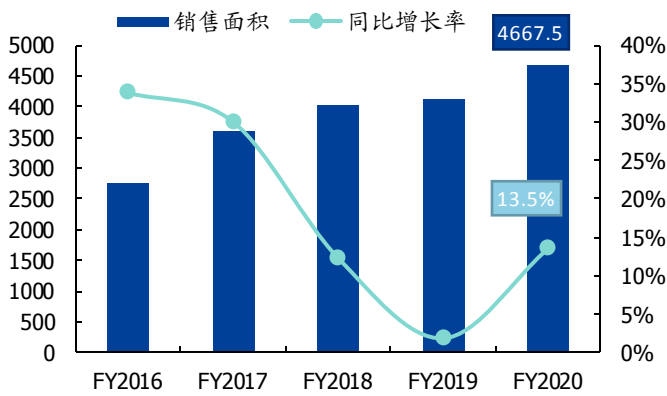
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司住宅开发销售金额市占率稳定在 4% 左右



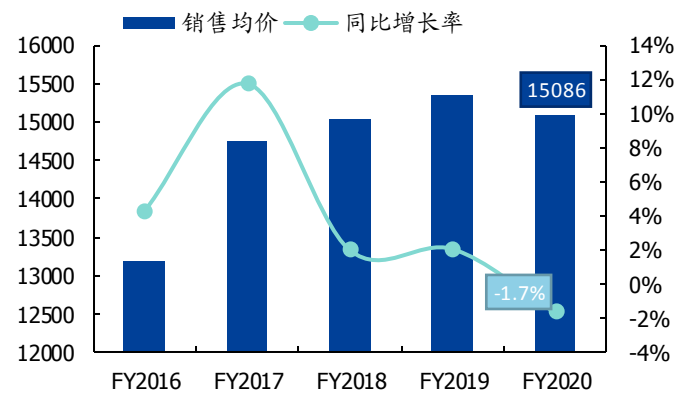
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 2020 公司住宅开发销售面积 4668 万方同增 13.5%



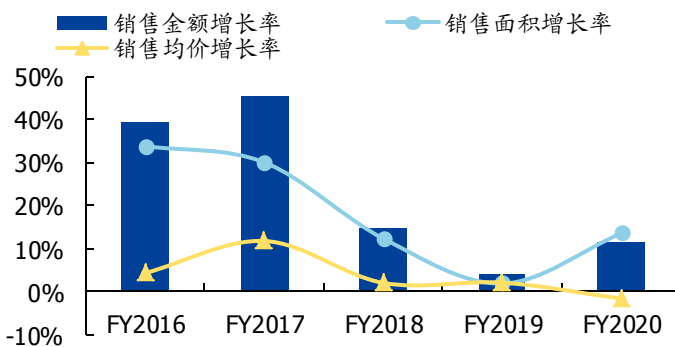
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 公司历年销售均价



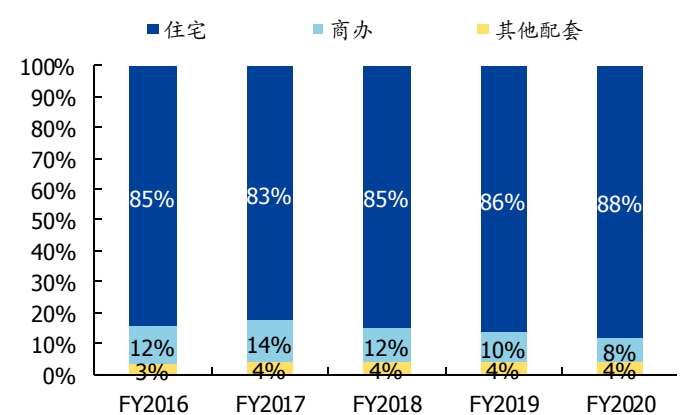
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 销售金额增长因素贡献拆分



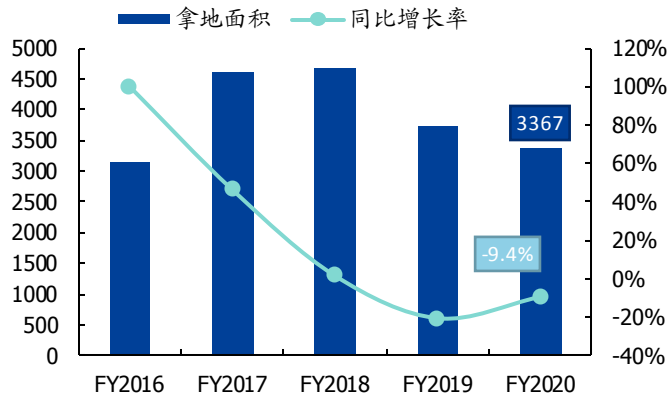
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司历年销售产品类型占比



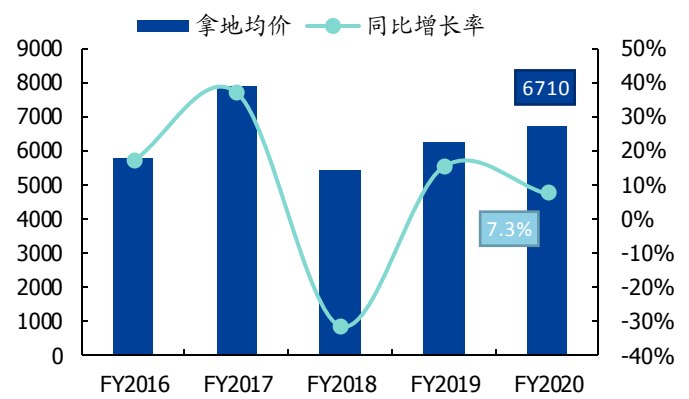
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2020 拿地面积 3367 万方同降 9.4%



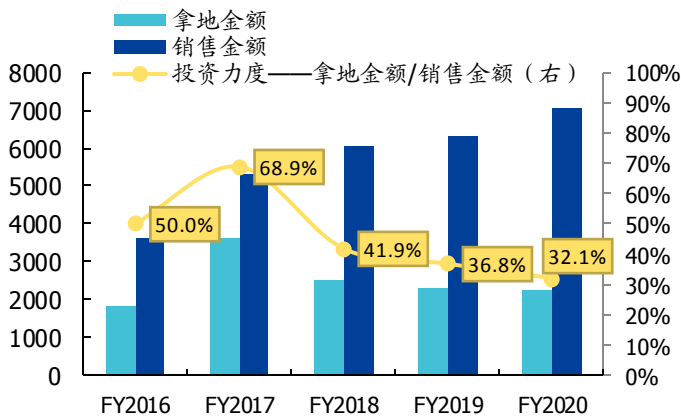
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2020 拿地均价 6710 元/平同增 7.3%



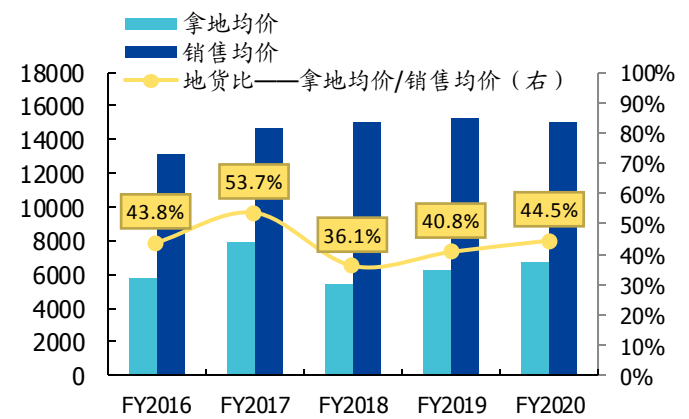
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2020 投资力度 32.1%



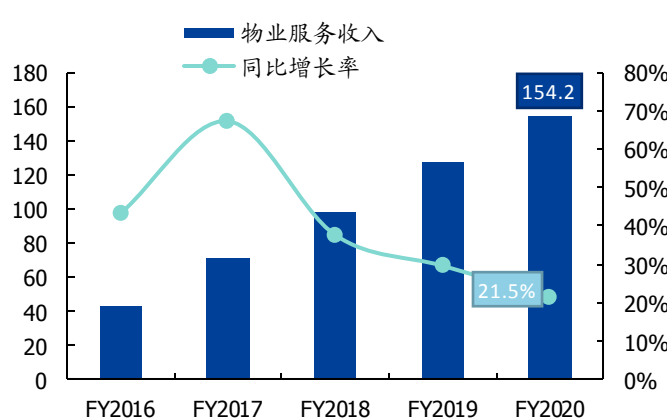
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 2020 地货比 44.5%



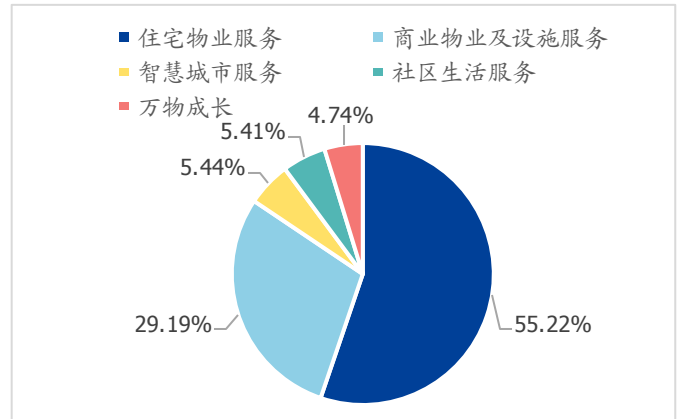
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 2020 物业服务收入 154.2 亿同增 21.5%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 2020 万物云全口径收入结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1438989	1547387	1768304	1705275	2000552
现金	166195	195231	187141	111141	125256
应收票据及应收账款	2017	3002	2493	3476	3350
其他应收款	235465	249499	312089	330929	393753
预付账款	97796	62248	123083	89120	150032
存货	897019	1002063	1102371	1132373	1288479
其他流动资产	40498	35345	41128	38236	39682
非流动资产	290940	321790	361443	400857	436406
长期投资	130476	141895	166132	188703	212613
固定资产	12400	12577	13842	14914	15675
无形资产	5270	6088	5966	5817	5649
其他非流动资产	142795	161230	175503	191422	202470
资产总计	1729929	1869177	2129747	2106132	2436959
流动负债	1272610	1317493	1548902	1485398	1767681
短期借款	15365	25112	29079	72794	60198
应付票据及应付账款	268222	296292	344690	378524	427961
其他流动负债	989023	996090	1175133	1034080	1279522
非流动负债	186740	201840	179763	157033	133521
长期借款	163965	175613	153536	130806	107294
其他非流动负债	22775	26227	26227	26227	26227
负债合计	1459350	1519333	1728664	1642431	1901203
少数股东权益	82521	125334	146040	169845	197061
股本	11302	11618	11618	11618	11618
资本公积	12384	18554	18554	18554	18554
留存收益	166178	195883	239829	289399	345682
归属母公司股东权益	188058	224511	255043	293856	338695
负债和股东权益	1729929	1869177	2129747	2106132	2436959

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45687	53188	90051	-53654	94698
净利润	55132	59298	65760	74851	84732
折旧摊销	2281	2210	3784	4496	5265
财务费用	5736	5145	6768	7996	8341
投资损失	-4984	-13512	-14605	-12967	-14632
营运资金变动	-10623	-2713	26295	-126995	10467
其他经营现金流	-1854	2760	2048	-1034	526
投资活动现金流	-28627	5797	-36663	-27017	-28154
资本支出	6244	7208	1479	1424	1120
长期投资	-26164	-8300	-24237	-11419	-23910
其他投资现金流	-48547	4705	-59420	-37012	-50943
筹资活动现金流	-33338	-32504	-61478	-34828	-35605
短期借款	5263	9746	3968	4216	4229
长期借款	-4059	11648	-22077	-22729	-23512
普通股增加	263	316	0	0	0
资本公积增加	4379	6170	0	0	0
其他筹资现金流	-39184	-60384	-43368	-16315	-16321
现金净增加额	-15930	25924	-8090	-115499	30939

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	367894	419112	485331	555704	626279
营业成本	234550	296541	336709	379906	423649
营业税金及附加	32905	27237	37856	44456	55739
营业费用	9044	10637	12397	14162	15812
管理费用	11018	10288	15256	16764	18177
研发费用	1067	666	930	1331	1378
财务费用	5736	5145	6768	7996	8341
资产减值损失	-1649	-1981	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-69	5	6	7	-12
投资净收益	4984	13512	14605	12967	14632
资产处置收益	-10	48	0	0	0
营业利润	76613	79959	90025	104063	117802
营业外收入	715	999	728	729	793
营业外支出	789	1282	745	832	912
利润总额	76539	79676	90009	103960	117683
所得税	21408	20378	24248	29109	32951
净利润	55132	59298	65760	74851	84732
少数股东损益	16260	17783	20706	23805	27216
归属母公司净利润	38872	41516	45054	51047	57515
EBITDA	85587	89141	100561	116451	131289
EPS (元)	3.35	3.57	3.88	4.39	4.95

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.6	13.9	15.8	14.5	12.7
营业利润(%)	13.5	4.4	12.6	15.6	13.2
归属于母公司净利润(%)	15.1	6.8	8.5	13.3	12.7
获利能力					
毛利率(%)	36.2	29.2	30.6	31.6	32.4
净利率(%)	10.6	9.9	9.3	9.2	9.2
ROE(%)	20.4	16.9	16.4	16.1	15.8
ROIC(%)	12.8	12.6	14.1	14.3	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	84.4	81.3	81.2	78.0	78.0
净负债比率(%)	42.9	26.2	14.9	34.6	21.5
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	204.1	167.0	176.6	186.2	183.5
应付账款周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.35	3.57	3.88	4.39	4.95
每股经营现金流(最新摊薄)	3.93	4.58	7.75	-4.62	8.15
每股净资产(最新摊薄)	16.19	19.32	21.95	25.29	29.15
估值比率					
P/E	8.5	8.0	7.4	6.5	5.8
P/B	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.1	6.2	5.3	5.7	4.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月12日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com