

中信证券研究部



陈聪
基础设施和现代服务产业首席分析师
S1010510120047



张全国
房地产和物业服务行业联席首席分析师
S1010517050001

核心观点

公司 6 月销售开始复苏，下半年销售有望进一步企稳回升。公司上半年虽然拿地相对谨慎，但边际上态度正逐渐走向乐观，我们看好公司更高的拿地质量对短期现金流和长期利润表的改善作用，期待公司业绩的止跌回稳。

6 月销售进一步向好。2022 年 6 月公司实现合同销售面积 309.6 万平方米，同比下降 22%，合同销售金额 471.9 亿元，同比下降 30%，相较 5 月，分别环比提升 65%和 53%，销售开始复苏；2022 年 1~6 月公司累计实现合同销售面积 1,290.7 万平方米，同比下降 41%，合同销售金额 2,152.9 亿元，同比下降 38%。上半年销售均价 16,680 元，同比去年提升 3%。我们预计，在行业逐渐复苏和公司推货节奏加速的共同影响之下，公司下半年销售将进一步企稳回升。

在谨慎中看到希望。公司 2022 年上半年新增土地总价 397 亿元，其中第一季度新增 174 亿元，第二季度新增 223 亿元，分别较去年四季度新增土地总价下降 31%和 12%。上半年拿地销售金额比为 18%，态度相对谨慎。分季度看，公司过去三个季度拿地销售金额比分别为 17%、16%和 20%，拿地态度在谨慎中逐渐走向乐观，也反映了公司对于房地产市场开始恢复的真实态度。

更加严格的投资标准。公司对新增土储质量的把控也更加严格，按拿地金额看，今年上半年公司拿地有 59%的地价款位于需求托底更有保证的一线和新一线城市，相比于 2021 年全年的 49%有明显提升。我们认为，2022 年所投资的地块，一般而言盈利性和回款兼好。公司董事会主席郁亮在 2021 年股东大会中提到，公司前 5 个月投资 13 块地中 9 块地今年就能够面世，6 块地的现金流今年就能够回正。我们相信，更加严格的投资标准有助于公司改善公司短期现金流和 2-3 年以后的利润表。

融资渠道畅通。2022 年上半年公司发行债券逾 110 亿元，加权平均利率仅为 3.1%，7 月另有拟发行“22 万科 05”、“22 万科 06”，两单总计发行规模不超 34 亿元。我们认为，公司仍属于市场中信用最好的企业之一，公司国企股东背景的混合所有制身份以及多年的良好信用形象，是公司至今能够保证融资渠道畅通的重要原因。

风险因素：房地产销售恢复不及预期的风险；部分区域受到竞品降价压力的风险；融资不及预期的风险。

投资建议：公司 6 月销售开始复苏，公司 2022 年下半年的销售有望进一步企稳回升。公司上半年虽然拿地相对谨慎，但边际上态度正逐渐走向乐观，我们看好公司通过更高的拿地质量对短期现金流和长期利润表起到改善作用，期待公司实现业绩的止跌回稳。我们维持公司 2022/23/24 年 EPS 预测 2.10/2.26/2.54 元，参考公司历史估值水平，维持万科 A 2022 年 12 倍 PE，即万科 A 对应 25 元/股的目标价，维持公司“买入”的投资评级。

万科 A	000002.SZ
评级	买入 (维持)
当前价	19.19 元
目标价	25.00 元
总股本	11,625 百万股
流通股本	9,718 百万股
总市值	2,231 亿元
近三月日均成交额	2,045 百万元
52 周最高/最低价	24.06/14.8 元
近 1 月绝对涨幅	10.10%
近 6 月绝对涨幅	-12.33%
近 12 月绝对涨幅	-15.59%

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	419,111.68	452,797.77	471,961.25	513,018.19	558,761.08
营业收入增长率 YoY	13.9%	8.0%	4.2%	8.7%	8.9%
净利润(百万元)	41,515.54	22,524.03	24,451.80	26,274.34	29,531.66
净利润增长率 YoY	6.8%	-45.7%	8.6%	7.5%	12.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.57	1.94	2.10	2.26	2.54
毛利率	29.2%	21.8%	20.2%	20.0%	20.2%
净资产收益率 ROE	18.49%	9.55%	9.81%	9.85%	10.28%
每股净资产 (元)	19.31	20.30	21.43	22.95	24.70
PE	5.4	9.9	9.1	8.5	7.6
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
PS	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.4	7.7	10.0	9.1	8.0
PE(H 股)	4.12	7.59	6.99	6.51	5.79
PB(H 股)	0.76	0.72	0.69	0.64	0.60
PS(H 股)	0.51	0.47	0.45	0.42	0.38

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2022 年 7 月 7 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	419,112	452,798	471,961	513,018	558,761
营业成本	296,541	353,977	376,622	410,290	446,120
毛利率	29.2%	21.8%	20.2%	20.0%	20.2%
税金及附加	27,237	21,056	21,947	21,291	20,396
销售费用	10,637	12,809	12,407	12,460	12,454
销售费用率	2.5%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%
管理费用	10,288	10,242	9,968	10,835	12,080
管理费用率	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%
财务费用	5,145	4,384	7,296	8,826	10,755
财务费用率	1.2%	1.0%	1.5%	1.7%	1.9%
研发费用	666	642	929	851	940
研发费用率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
投资收益	13,512	6,614	6,894	7,494	8,162
EBITDA	90,738	64,327	49,451	54,242	61,820
营业利润	79,959	52,531	50,371	55,214	63,585
营业利润率	19.08%	11.60%	10.67%	10.76%	11.38%
营业外收入	999	1,148	1,197	1,301	1,417
营业外支出	1,282	1,456	1,518	1,650	1,797
利润总额	79,676	52,223	50,049	54,864	63,205
所得税	20,378	14,153	13,314	14,595	16,813
所得税率	25.6%	27.1%	26.6%	26.6%	26.6%
少数股东损益	17,783	15,545	12,284	13,995	16,860
归属于母公司股东的净利润	41,516	22,524	24,452	26,274	29,532
净利率	9.9%	5.0%	5.2%	5.1%	5.3%

资产负债表（百万元）

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	195,231	149,352	155,673	169,216	184,304
存货	1,002,063	1,075,617	1,143,843	1,246,027	1,355,122
应收账款	2,992	4,744	3,645	4,350	4,980
其他流动资产	347,101	370,555	388,650	424,416	463,213
流动资产	1,547,387	1,600,268	1,691,812	1,844,010	2,007,618
固定资产	12,577	12,821	12,932	13,015	13,071
长期股权投资	141,895	144,449	144,449	144,449	144,449
无形资产	6,088	10,445	11,987	13,924	16,301
其他长期资产	161,230	170,654	183,768	197,916	213,492
非流动资产	321,790	338,370	353,136	369,305	387,313
资产总计	1,869,177	1,938,638	2,044,948	2,213,315	2,394,932
短期借款	25,112	14,413	30,719	66,070	100,026
应付账款	295,685	330,411	363,542	396,040	430,626
其他流动负债	996,697	966,623	984,930	1,034,908	1,089,567
流动负债	1,317,493	1,311,446	1,379,191	1,497,019	1,620,219
长期借款	132,037	154,322	165,453	182,498	199,318
其他长期负债	69,803	80,097	82,072	83,855	88,256
非流动性负债	201,840	234,419	247,525	266,353	287,574
负债合计	1,519,333	1,545,865	1,626,716	1,763,372	1,907,793
股本	11,618	11,625	11,625	11,625	11,625
资本公积	18,554	20,584	20,584	20,584	20,584
归属于母公司所有者权益合计	224,511	235,953	249,128	266,845	287,180
少数股东权益	125,334	156,820	169,103	183,099	199,958
股东权益合计	349,844	392,773	418,232	449,943	487,138
负债股东权益总计	1,869,177	1,938,638	2,044,948	2,213,315	2,394,932

现金流量表（百万元）

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	59,298	38,070	36,736	40,270	46,391
折旧和摊销	4,861	5,482	4,389	4,547	4,720
营运资金的变化	-2,713	-37,833	-32,730	-57,068	-59,929
其他经营现金流	-8,258	-1,605	-6,499	-4,672	-4,174
经营现金流合计	53,188	4,113	1,895	-16,923	-12,992
资本支出	-7,208	-9,578	-6,605	-7,136	-7,729
投资收益	13,512	6,614	6,894	7,494	8,162
其他投资现金流	-507	-23,317	-6,704	-6,687	-7,579
投资现金流合计	5,797	-26,281	-6,414	-6,330	-7,145
权益变化	38,859	38,794	0	0	0
负债变化	4,645	7,619	29,413	54,179	55,177
股利支出	-11,490	-14,522	-11,277	-8,558	-9,196
其他融资现金流	-64,518	-54,994	-7,296	-8,826	-10,755
融资现金流合计	-32,504	-23,104	10,840	36,795	35,226
现金及现金等价物净增加额	26,481	-45,271	6,321	13,542	15,088

主要财务指标

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	13.9%	8.0%	4.2%	8.7%	8.9%
营业利润	4.4%	-34.3%	-4.1%	9.6%	15.2%
净利润	6.8%	-45.7%	8.6%	7.5%	12.4%
利润率 (%)					
毛利率	29.2%	21.8%	20.2%	20.0%	20.2%
EBITDA Margin	21.6%	14.2%	10.5%	10.6%	11.1%
净利率	9.9%	5.0%	5.2%	5.1%	5.3%
回报率 (%)					
净资产收益率	18.5%	9.5%	9.8%	9.8%	10.3%
总资产收益率	2.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
其他 (%)					
资产负债率	81.3%	79.7%	79.5%	79.7%	79.7%
所得税率	25.6%	27.1%	26.6%	26.6%	26.6%
股利支付率	35.0%	50.1%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。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、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd. 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。