

万科A (000002.SZ)

2022年10月29日

结算扩张利润微增，投资持续保持审慎

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

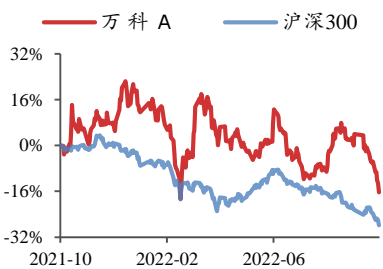
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/10/28
当前股价(元)	14.34
一年最高最低(元)	23.09/14.31
总市值(亿元)	1,667.84
流通市值(亿元)	1,393.47
总股本(亿股)	116.31
流通股本(亿股)	97.17
近3个月换手率(%)	48.38

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《销售降幅同比缩窄，万物云顺利上市—公司信息更新报告》-2022.10.10
- 《销售降幅持续缩窄，投资相对谨慎—公司信息更新报告》-2022.9.12
- 《万科2022中报点评：业绩平稳释放，投资较为审慎—公司信息更新报告》-2022.8.31

● 结算收入同比增长，毛利水平依旧承压

万科发布2022年三季报，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%；实现经营活动产生的现金流量净额-41.76亿元（2021Q3+12.2亿元）；结算毛利率19.63%（开发业务结算毛利率由2021Q3的23.9%降至2022Q3的20.7%），销售净利率8.07%，同比分别下降2.5、1.0个百分点，结算毛利持续承压。公司作为行业龙头具有强大的资源整合优势和抗风险能力，整体盈利水平修复可期。我们维持盈利预测不变，预计2022-2024年万科A归母净利润分别为244.4、269.0、297.5亿元，EPS分别为2.10、2.31、2.56元，当前股价对应PE估值分别为6.8、6.2、5.6倍，维持“买入”评级。

● 销售降幅缩窄，投资意愿较低

公司1-9月合同销售面积1936.9万平方米，合同销售金额3146.7亿元，均同比下滑34.3%，降幅有所缩窄；新开工面积1276.9万方，同比下降55%，竣工面积约2349.9万方，同比增长18%，分别完成年初计划的66.5%和60.3%；共获取开发项目27个，拿地总建面485.9万方，权益建面303.2万方，拿地面积权益比为62.4%。截至2022Q3公司规划中项目总计容建面3685.5万方，叠加在建未售和旧改项目，基本能够满足2年以上的销售需求。

● 融资成本持续下降，负债结构健康

公司1-9月新增公开市场债券454.0亿元，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降至4.06%。有息负债金额为2943.2亿元，其中78.7%为长期负债，无抵押无质押的融资占比为96.1%。公司三道红线保持绿档，截至2022Q3净负债率43.2%，现金短债比1.9，剔除预收账款后的资产负债率68.6%。

● 万物云上市，多元业务营收保持增长

2022Q3公司多元化业务发展稳健：（1）万物云于9月底在中国香港分拆上市，三季度共拓展项目220个。（2）万纬物流实现营业收入29.7亿元，同比增长42.7%；三季度获取4个项目，新开业8个项目，出租率稳定。（3）商业业务营业收入62.5亿元，同比增长10.6%；印力开业项目整体出租率提升至92.7%。

● **风险提示：**行业恢复不及预期，政策放松不及预期，多元业务发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	419,112	452,798	481,550	507,169	518,327
YOY(%)	13.9	8.0	6.3	5.3	2.2
归母净利润(百万元)	41,516	22,524	24,441	26,897	29,745
YOY(%)	6.8	-45.7	8.5	10.1	10.6
毛利率(%)	29.2	21.8	21.3	21.9	23.0
净利率(%)	9.9	5.0	5.1	5.3	5.7
ROE(%)	16.9	9.7	9.3	9.7	9.9
EPS(摊薄/元)	3.57	1.94	2.10	2.31	2.56
P/E(倍)	4.0	7.4	6.8	6.2	5.6
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1547387	1600268	1686468	1739355	1734008
现金	195231	149352	144465	152151	155498
应收票据及应收账款	3002	4771	3496	5211	3687
其他应收款	249499	266061	282237	295231	294941
预付账款	62248	67230	70469	74556	73660
存货	1002063	1075617	1148565	1174970	1168986
其他流动资产	35345	37236	37236	37236	37236
非流动资产	321790	338370	351189	364380	373144
长期投资	141895	144449	151396	159663	166016
固定资产	12577	12821	14358	15974	16911
无形资产	6088	10445	11668	13114	14197
其他非流动资产	161230	170654	173767	175629	176019
资产总计	1869177	1938638	2037657	2103735	2107152
流动负债	1317493	1311446	1411917	1480884	1490855
短期借款	25112	14413	59356	135172	124238
应付票据及应付账款	296292	330537	340491	360511	346652
其他流动负债	996090	966497	1012071	985201	1019965
非流动负债	201840	234419	205313	171188	129158
长期借款	175613	207343	178237	144112	102082
其他非流动负债	26227	27076	27076	27076	27076
负债合计	1519333	1545865	1617231	1652072	1620013
少数股东权益	125334	156820	171309	188093	206341
股本	11618	11625	11625	11625	11625
资本公积	18554	20584	20584	20584	20584
留存收益	195883	203885	228336	255441	284215
归属母公司股东权益	224511	235953	249117	263570	280797
负债和股东权益	1869177	1938638	2037657	2103735	2107152

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	53188	4113	5059	-12973	77039
净利润	59298	38070	38930	43682	47993
折旧摊销	0	0	3047	3624	4161
财务费用	5145	4384	1466	2221	2730
投资损失	-13512	-6614	-6192	-7835	-6155
营运资金变动	-2713	-37833	-32187	-54660	28314
其他经营现金流	4969	6107	-5	-4	-4
投资活动现金流	5797	-26281	-9669	-8975	-6766
资本支出	7208	9578	5873	4925	2410
长期投资	-8300	-14394	-6947	-2554	-6354
其他投资现金流	4705	-31096	-10743	-6605	-10710
筹资活动现金流	-32504	-23104	-45220	-46182	-55992
短期借款	9746	-10699	0	0	0
长期借款	11648	31730	-29105	-34126	-42029
普通股增加	316	8	0	0	0
资本公积增加	6170	2029	0	0	0
其他筹资现金流	-60384	-46172	-16115	-12057	-13963
现金净增加额	25924	-44954	-49831	-68131	14282

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	419112	452798	481550	507169	518327
营业成本	296541	353977	378937	395864	399343
营业税金及附加	27237	21056	33562	34314	32245
营业费用	10637	12809	12603	13240	13728
管理费用	10288	10242	11357	11717	12099
研发费用	666	642	724	741	768
财务费用	5145	4384	1466	2221	2730
资产减值损失	-1981	-3514	-4334	-3043	-2073
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	4	5	4	4
投资净收益	13512	6614	6192	7835	6155
资产处置收益	48	19	0	0	0
营业利润	79959	52531	53433	59956	65645
营业外收入	999	1148	834	924	976
营业外支出	1282	1456	1010	1134	1221
利润总额	79676	52223	53257	59745	65400
所得税	20378	14153	14327	16064	17407
净利润	59298	38070	38930	43682	47993
少数股东损益	17783	15545	14489	16784	18248
归属母公司净利润	41516	22524	24441	26897	29745
EBITDA	85529	59817	59729	68175	74564
EPS(元)	3.57	1.94	2.10	2.31	2.56

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	13.9	8.0	6.3	5.3	2.2
营业利润(%)	4.4	-34.3	1.7	12.2	9.5
归属于母公司净利润(%)	6.8	-45.7	8.5	10.1	10.6
获利能力					
毛利率(%)	29.2	21.8	21.3	21.9	23.0
净利率(%)	9.9	5.0	5.1	5.3	5.7
ROE(%)	16.9	9.7	9.3	9.7	9.9
ROIC(%)	12.4	8.2	7.4	7.7	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	81.3	79.7	79.4	78.5	76.9
净负债比率(%)	26.2	37.1	38.8	44.2	29.7
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
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	0.2	0.2
应收账款周转率	167.0	116.5	116.5	116.5	116.5
应付账款周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.57	1.94	2.10	2.31	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	4.58	0.35	0.44	-1.12	6.63
每股净资产(最新摊薄)	19.31	20.30	21.43	22.67	24.15
估值比率					
P/E	4.0	7.4	6.8	6.2	5.6
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.5	7.8	8.4	8.1	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn