

万科 A(000002.SZ)/万科企业(02202.HK)

收入业绩维持正增长，负债结构持续优化

核心观点:

- **收入业绩累计正增长，竣工结算提速。**根据公司三季报，22Q1-3 万科实现营收 3377 亿元，同比+24%，归母净利润 171 亿元，同比+2%，其中 Q3 营收同比+25%，归母净利润则同比-14%。收入增长主要由于地产业务竣工结算提速，同时非开发业务也稳健运营。收入利润增速差主要由于利润率下行及联合营投资亏损，表内外低利润项目结算对整体业绩产生拖累，22Q1-3 归母净利率为 5.0%，同比下降 1.1pct。
- **销售优于市场整体表现，开工拿地维持审慎态度。**22Q1-3 公司实现销售金额 3147 亿元，同比-34%，其中 Q3 销售 994 亿元，同比-20%，优于市场整体表现，但依旧弱于央国企平均水平。开工方面，22Q1-3 新开工面积 1277 万方，同比-55%，其中 Q3 开工 208 万方(同比-81%)，开工进度总体偏慢。投资方面，22 年前三季度公司拿地金额 517 亿元，对应拿地均价 12756 元/平，同比增长 83%，金额口径拿地力度 16%，较低的投资强度较好的保障了资金安全性，但也降低未来销售弹性。
- **短期有息负债占比降低，融资成本改善。**截止 22Q3 公司账面有息负债 2943 亿元，同比+10%，较 22H1 也有 141 亿的规模提升。负债结构来看，截止 22Q3 末公司有息负债中短债占比 21%，较 21Q3 下降超 10pct，存量融资成本为 4.06%，较 21 全年下降 5bp，Q3 新增成本则进一步降至 3.73%，整体有息负债端结构及成本均有明显优化。
- **盈利预测与投资建议。**预计 22-23 年归母净利 238/243 亿元，同比+5%/+2%。考虑增厚后归母净资产 2768 亿元，给予公司 22Q3 末 1 倍 PB+合理估值，对应 A 股合理价值 23.80 元/股，考虑港币汇率(0.91)及溢价后 H 股合理价值 22.23 港元/股，维持 AH 股“买入”评级。
- **风险提示。**基本面改善不及预期，包括政策改善、居民需求持续性不及预期等；供给侧出清扰动市场情绪；结算规模及利润率不及预期。

盈利预测:

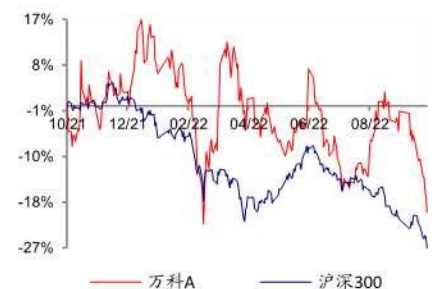
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	419112	452798	524999	453724	396730
增长率(%)	13.9%	8.0%	15.9%	-13.6%	-12.6%
EBITDA(百万元)	79270	60196	67015	61027	59953
归母净利润(百万元)	41516	22524	23751	24267	23751
增长率(%)	7%	-46%	5%	2%	-2%
EPS(元/股)	3.57	1.94	2.04	2.09	2.04
市盈率(x)	3.8	7.1	6.7	6.6	6.7
ROE(%)	18.5%	9.5%	9.1%	8.5%	7.7%
EV/EBITDA(x)	5.0	5.8	4.6	5.7	6.8

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	14.34 元/11.32 港元
合理价值	23.80 元/22.23 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-10-30

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

谢淼



SAC 执证号: S0260522070007



021-38003637



xiemiao@gf.com.cn

请注意:乐加栋,谢淼并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK):营收利润双位数增长,利润率触底回升 2022-09-02
- 万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK):加强政企联动,构建城乡建设服务平台 2022-05-11
- 万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK):业绩双位数增长,下行市场稳健经营 2022-04-29

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,547,387	1,600,268	1,813,662	2,075,603	2,454,476
货币资金	195,231	149,352	241,939	262,101	282,263
应收及预付	314,748	338,063	443,308	396,288	490,109
存货	1,002,063	1,075,617	1,102,482	1,391,281	1,656,171
其他流动资产	35,345	37,236	25,933	25,933	25,933
非流动资产	321,790	338,370	353,123	407,949	478,510
长期股权投资	141,895	144,449	180,562	228,338	290,423
固定资产	12,577	12,821	15,385	18,462	22,155
在建工程	3,237	3,398	6,135	9,214	12,724
无形资产	15,242	23,280	23,280	23,280	23,280
其他长期资产	148,839	154,421	127,761	128,654	129,927
资产总计	1,869,177	1,938,638	2,166,785	2,483,552	2,932,986
流动负债	1,317,493	1,311,446	1,492,006	1,742,882	2,108,711
短期借款	25,112	14,413	35,431	40,287	50,013
应付及预收	1,178,204	1,192,520	1,292,564	1,514,994	1,850,425
其他流动负债	114,177	104,514	164,011	187,601	208,273
非流动负债	201,840	234,419	245,326	276,550	326,225
长期借款	132,037	154,322	188,022	217,553	265,318
应付债券	43,576	53,021	53,021	53,021	53,021
其他非流动负债	26,227	27,076	4,284	5,976	7,886
负债合计	1,519,333	1,545,865	1,737,332	2,019,432	2,434,936
股本	11,618	11,625	11,631	11,631	11,631
资本公积	18,554	20,584	25,334	30,187	34,937
留存收益	195,883	203,885	222,880	242,294	261,294
归属母公司股东权益	224,511	235,953	259,845	284,112	307,862
少数股东权益	125,334	156,820	169,608	180,009	190,187
负债和股东权益	1,869,177	1,938,638	2,166,785	2,483,552	2,932,986

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	53,188	4,113	33,503	32,822	29,405
净利润	59,298	38,070	36,539	34,667	33,929
折旧摊销	4,861	5,482	4,674	5,105	5,622
营运资金变动	-35,936	-83,978	-32,066	-19,349	-23,280
其它	24,965	44,540	24,355	12,399	13,134
投资活动现金流	5,797	-26,281	-43,002	-53,881	-67,388
资本支出	-7,208	-9,578	-9,967	-12,433	-14,735
投资变动	12,990	280	-33,035	-41,448	-52,654
其他	15	-16,983	0	0	0
筹资活动现金流	-32,504	-23,104	102,087	41,221	58,145
银行借款	106,114	107,236	177,156	201,433	250,065
股权融资	38,859	38,794	0	0	0
其他	-76,008	-69,516	-12,725	-16,756	-20,018
现金净增加额	25,924	-44,954	92,587	20,162	20,162
期初现金余额	159,739	185,662	140,708	233,295	253,457
期末现金余额	185,662	140,708	233,295	253,457	273,619

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力(%)					
营业收入增长	13.9%	8.0%	15.9%	-13.6%	-12.6%
营业利润增长	4.4%	-34.3%	-2.8%	-4.2%	-1.2%
归母净利润增长	6.8%	-45.7%	5.4%	2.2%	-2.1%
获利能力					
毛利率	29.2%	21.8%	18.3%	19.7%	21.8%
净利率	14.1%	8.4%	7.0%	7.6%	8.6%
ROE	18.5%	9.5%	9.1%	8.5%	7.7%
ROIC	20.2%	10.8%	11.3%	9.4%	8.4%
偿债能力(%)					
资产负债率	81.3%	79.7%	80.2%	81.3%	83.0%
净负债比率	18.9%	30.6%	33.2%	38.9%	47.9%
流动比率	1.17	1.22	1.22	1.19	1.16
速动比率	0.37	0.35	0.38	0.34	0.30
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.24	0.26	0.20	0.15
应收账款周转率	168.30	117.06	56.22	22.30	11.81
存货周转率	0.31	0.34	0.39	0.29	0.20
每股指标(元)					
每股收益	3.57	1.94	2.04	2.09	2.04
每股经营现金流	4.58	0.35	2.88	2.82	2.53
每股净资产	19.32	20.30	22.34	24.43	26.47
估值比率					
P/E	3.83	7.07	6.70	6.56	6.70
P/B	0.74	0.71	0.64	0.59	0.54
EV/EBITDA	5.04	5.82	4.62	5.69	6.76

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	419,112	452,798	524,999	453,724	396,730
营业成本	296,541	353,977	428,738	364,384	310,119
营业税金及附加	27,237	21,056	11,229	11,691	12,924
销售费用	10,637	12,809	12,776	12,622	10,883
管理费用	10,288	10,242	8,924	8,194	7,626
研发费用	1,067	666	992	910	847
财务费用	5,145	4,384	8,452	10,432	12,504
资产减值损失	-1,981	-3,514	-2,811	-176	-351
公允价值变动收益	5	4	4	4	4
投资净收益	13,512	6,614	0	3,611	6,850
营业利润	79,959	52,531	51,082	48,930	48,331
营业外收支	-283	-308	0	0	0
利润总额	79,676	52,223	51,082	48,930	48,331
所得税	20,378	14,153	14,542	14,262	14,401
净利润	59,298	38,070	36,539	34,667	33,929
少数股东损益	17,783	15,545	12,789	10,400	10,179
归属母公司净利润	41,516	22,524	23,751	24,267	23,751
EBITDA	79,270	60,196	67,015	61,027	59,953
EPS(元)	3.57	1.94	2.04	2.09	2.04

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，13年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：首席分析师，清华大学工学硕士，9年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：高级分析师，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：高级分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡慧：研究员，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛恬：研究员，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡正维：研究员，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。