

公司研究

定增提升综合实力，销售拿地边际好转

——万科 (000002.SZ、2202.HK) 动态跟踪

要点

事件: 2023年2月12日, 公司发布《2023年度非公开发行A股股票预案》(以下简称《预案》)。

点评: 定增提升综合实力, 1月销售降幅收窄, 22年Q4拿地力度提升。

定增提升综合实力, 保障业务持续增长: 根据《预案》, 本次非公开发行股票拟向不超过35名(含)特定对象发行不超过11亿股(含)A股股票, 预计不超过本次发行前公司A股总股本(含库存股)的11.32%; 本次非公开发行股票拟募资总额不超150.0亿元(含), 计划用于中山金域国际等11个房地产项目共105亿元, 其余45亿元用于补充流动资金。本次非公开发行尚无确定的发行对象。本次非公开发行股票, 将有利于优化公司的资本结构, 提升公司的资金实力, 增强公司的抗风险能力, 为公司的业务持续增长提供坚实保障。

22年销售下滑明显, 1月销售降幅收窄: 22年全年, 公司累计实现合同销售额4,169.7亿元, 同比减少33.6%, 下滑幅度明显; 23年1月, 公司实现合同销售额286.3亿元, 同比减少19.6%, 降幅较22年全年同比降幅边际收窄。公司积极调整销售策略, 加大在上海区域、南方区域等核心地区的开工与推盘, 目前核心城市货值充足, 随着市场需求回暖, 公司销售有望逐步止跌回升。

22年Q4拿地力度提升, 聚焦核心深耕城市: 22年Q4, 公司新增土储总建面286.7万平方米, 权益建面175.1万平方米; 拿地总额为405.3亿元, 占全年拿地总额的43.9%, 全口径拿地销售比为39.6%, 其中于上海、深圳等一线及强二线城市拿地金额合计占比高达98.2%。公司保持稳健经营, 坚持量入为出, 22年Q4投资力度提升明显, 本次股票定增将补强公司现金流, 助力投资力度回升。

信用保持稳定, 资产加速盘活: 22年Q4, 公司发行中票共57亿元, 发行利率为3.0%; 发行公司债25亿元, 发行利率为3.45%, 融资渠道畅通, 信用优势显著。23年1月, 公司与中国建设银行下属公司共同投资设立建万住房租赁基金, 基金募集规模100亿元, 主要投资于公司子公司及关联公司的自持住宅、长租公寓等存量资产, 用于租赁住房, 助力公司加快现金回流, 提升资产收益率。

盈利预测、估值与评级: 公司作为行业头部优质房企, 品牌成熟, 拿地审慎, 财务稳健, 经营服务业务发展较快。维持公司22-24年EPS预测为2.02元、2.31元、2.69元, 当前A股股价对应22-24年PE估值为8.7/7.6/6.6倍, 维持A/H股“买入”评级。

风险提示: 销售与拿地不达预期, 竣工与交付不达预期, 市场下行超预期等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	419,112	452,798	524,033	565,306	576,316
营业收入增长率	13.92%	8.04%	15.73%	7.88%	1.95%
净利润(百万元)	41,516	22,524	23,533	26,894	31,315
净利润增长率	6.80%	-45.75%	4.48%	14.28%	16.44%
EPS(元)	3.57	1.94	2.02	2.31	2.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.49%	9.55%	9.46%	10.19%	11.06%
P/E(A股)	4.9	9.1	8.7	7.6	6.6
P/E(H股)	3.7	6.8	6.5	5.7	4.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2023-02-13; 汇率: 按1HKD=0.8682CNY换算

A股: 买入(维持)

当前价: 17.66元

H股: 买入(维持)

当前价: 15.08港元

作者

分析师: 何缅甸

执业证书编号: S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人: 庄晓波

021-52523416

zhuangxiaobo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	116.31
总市值(亿元):	2053.98
一年最低/最高(元):	13.13/20.63
近3月换手率:	50.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.66	-1.46	-3.78
绝对	-5.96	7.75	-7.34

资料来源: Wind

相关研报

营收增速良好, 财务运营稳健——万科

(000002.SZ、2202.HK) 2022年三季度点评 (2022-11-02)

毛利率降幅边际收窄, 万物云上市蓄势待发——万科 (000002.SZ、2202.HK) 2022年中报点评 (2022-09-12)

Q1开局良好, 归母增长11%, 多元赛道拓宽综合实力——万科 (000002.SZ、2202.HK) 一季度报点评 (2022-04-29)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	419,112	452,798	524,033	565,306	576,316
营业成本	296,541	353,977	420,862	455,090	459,097
折旧和摊销	6,985	8,063	7,587	7,717	7,867
税金及附加	27,237	21,056	21,281	22,991	25,229
销售费用	10,637	12,809	14,824	15,991	16,303
管理费用	10,288	10,242	11,854	12,787	13,036
资产减值损失	-1,981	-3,514	-700	-200	0
财务费用	5,145	4,384	3,528	4,644	5,320
投资收益	13,512	6,614	1,984	2,580	3,869
营业利润	79,959	52,531	51,759	55,302	60,329
利润总额	79,676	52,223	51,759	55,302	60,329
所得税	20,378	14,153	13,457	14,379	15,686
净利润	59,298	38,070	38,302	40,923	44,644
少数股东损益	17,783	15,545	14,768	14,030	13,328
归属母公司净利润	41,516	22,524	23,533	26,894	31,315
EPS(元)	3.57	1.94	2.02	2.31	2.69

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	53,188	4,113	25,168	7,690	5,357
净利润	41,516	22,524	23,533	26,894	31,315
折旧摊销	6,985	8,063	7,587	7,717	7,867
净营运资金增加	46,489	93,254	35,932	47,502	43,377
其他	-41,802	-119,728	-41,885	-74,423	-77,202
投资活动产生现金流	5,797	-26,281	-16,784	-9,809	-14,641
净资本支出	-7,146	-9,514	-1,800	-1,800	-1,800
长期投资变化	141,895	144,449	-5,198	-5,298	-11,042
其他资产变化	-128,952	-161,216	-9,786	-2,712	-1,799
融资活动现金流	-32,504	-23,104	-527	14,502	12,587
股本变化	316	8	5	0	0
债务净变化	1,210	8,501	13,848	30,636	30,184
无息负债变化	58,773	18,032	84,750	42,043	-26,192
净现金流	25,924	-44,954	7,857	12,382	3,303

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.2%	21.8%	19.7%	19.5%	20.3%
EBITDA 率	19.3%	14.0%	11.9%	11.6%	12.1%
EBIT 率	18.2%	12.8%	10.5%	10.2%	10.7%
税前净利润率	19.0%	11.5%	9.9%	9.8%	10.5%
归母净利润率	9.9%	5.0%	4.5%	4.8%	5.4%
ROA	3.2%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%
ROE (摊薄)	18.5%	9.5%	9.5%	10.2%	11.1%
经营性 ROIC	18.5%	10.5%	9.1%	8.5%	8.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	81%	80%	80%	79%	78%
流动比率	1.17	1.22	1.23	1.25	1.28
速动比率	0.41	0.40	0.43	0.45	0.46
归母权益/有息债务	0.86	0.87	0.88	0.84	0.82
有形资产/有息债务	6.99	6.98	7.07	6.69	6.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,869,177	1,938,638	2,064,690	2,166,802	2,203,160
货币资金	195,231	149,352	157,210	169,592	172,895
交易性金融资产	170	21	21	21	21
应收账款	2,992	4,744	7,994	5,930	6,045
应收票据	10	28	32	35	35
其他应收款	249,499	266,061	307,918	332,170	338,640
存货	1,002,063	1,075,617	1,111,180	1,156,584	1,162,237
其他流动资产	22,663	25,933	32,344	36,059	37,050
流动资产合计	1,547,387	1,600,268	1,708,434	1,798,954	1,816,584
其他权益工具	1,601	1,833	1,833	1,833	1,833
长期股权投资	141,895	144,449	149,448	154,545	165,587
固定资产	12,577	12,821	12,996	13,006	12,882
投资性房地产	79,954	85,953	88,493	91,470	94,874
无形资产	6,088	10,445	10,898	11,328	11,737
使用权资产	25,210	24,242	23,659	23,125	23,115
其他非流动资产	13,840	7,833	14,956	14,956	14,956
非流动资产合计	321,790	338,370	356,256	367,848	386,576
总负债	1,519,333	1,545,865	1,644,463	1,717,142	1,721,133
短期借款	25,112	14,413	8,542	16,394	23,655
应付账款	295,685	330,411	401,260	424,792	419,351
应付票据	607	125	149	161	163
预收账款及合同负债	631,659	638,223	588,495	623,540	606,868
其他应付款	212,439	190,321	247,693	226,818	221,611
流动负债合计	1,317,493	1,311,446	1,392,871	1,443,414	1,424,590
长期借款	132,037	154,322	169,322	189,322	209,322
应付债券	43,576	53,021	55,672	58,455	61,378
其他非流动负债	1,406	1,477	1,477	1,477	1,477
非流动负债合计	201,840	234,419	251,592	273,728	296,543
股东权益	349,844	392,773	420,227	449,660	482,027
股本	11,618	11,625	11,631	11,631	11,631
公积金	116,021	131,770	132,195	132,195	132,195
未分配利润	98,417	92,698	104,955	120,358	139,397
归属母公司权益	224,511	235,953	248,639	264,043	283,081
少数股东权益	125,334	156,820	171,588	185,618	198,946

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.54%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
管理费用率	2.45%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%
财务费用率	1.23%	0.97%	0.67%	0.82%	0.92%
研发费用率	0.16%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
所得税率	26%	27%	26%	26%	26%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.25	0.97	0.99	1.06	1.15
每股经营现金流	4.58	0.35	2.16	0.66	0.46
每股净资产	19.32	20.30	21.38	22.70	24.34
每股销售收入	36.08	38.95	45.06	48.60	49.55

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A股)	4.9	9.1	8.7	7.6	6.6
PB (A股)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.1	8.3	9.5	9.8	9.9
股息率	7.1%	5.5%	5.6%	6.0%	6.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE