

# 万科 A (000002)

## 费用管控对冲市场调整, 经营业务多点开花

**事件:** 公司公布 2022 年年报, 实现营业收入 5038.38 亿元, 同比增长 11.27%; 归属于上市公司股东的净利润 226.18 亿元, 同比增长 0.42%; EPS 1.95 元/股, 同比增长 0.65%; 每 10 股分红 6.8 元现金股息; 实现销售金额 4169.7 亿元, 同比下降 33.6%。

**城市深耕效果显著, 24 个城市销售额位居第一名。** 2022 年公司实现销售面积 2630 万方, 同比下降 30.9%, 销售金额 4169.7 亿元, 同比下降 33.6%, 累计销售均价 15854 元/平米, 较去年 16487 元/平米下降 3.84%。销售金额在西安、成都等 24 个城市位列第一, 在重庆、武汉等 11 个城市位列第二。分区域看, 南方、上海、北京、东北、华中、西南、西北和其他区域的销售金额占比分别为 24.9%、32.7%、13.7%、4.8%、9.5%、6.5%、6.6%、1.3%。

**投资聚焦优秀项目, 拿地均价明显提升。** 2022 年公司新增项目 36 个, 总规划建面 690.2 万方, 权益规划建面 403.7 万方, 对应的权益比例 58.49%, 较 2021 年新增土储的权益比例 71.28% 下降 12.79pct; 新增权益地价 496.4 亿元, 对应平均拿地价为 12297 元/平米, 较 2021 年 6942 元/平米的拿地均价提升较多, **公司坚持高质量投资, 聚焦优秀项目;** 权益地价 496.4 亿元, 对应拿地力度为 11.9%, 较 2021 年 22.32% 下降 10.42pct。 **公司土储充裕,** 截至 2022 年末, 公司总项目资源 11852.8 万方, 其中在建项目建面 8260.1 万方, 规划中项目建面 3592.7 万方。公司新开工面积约 1568.2 万方, 同比下降 52%, 完成年初计划的 81.7%; 实现竣工面积约 3629.1 万方, 同比增长 1.6%, 完成年初计划的 93.1%。公司 2023 年计划开工及复工面积 1672.8 万方, 较 2022 年实际新开工面积增长 6.67%; 计划竣工面积 3227.2 万方, 较 2022 年实际完成竣工面积下降 11.07%。

**费用管控卓有成效, 对冲毛利率下行压力。** 2022 年公司营收 5038.38 亿元, 同比增速 11.27%, 归母净利润 226.18 亿元, 同比增长 0.42%。公司净利润增速低于收入增速主要由于 1) 公司**综合毛利率下降** 2.27pct 至 19.55%, 其中开发毛利率 20.4%, 较 2021 年下降 2.6pct, 毛利率仍然面临压力; 2) 投资收益 40.9 亿元, 较 2021 年下降 38.1%。公司销售、管理费用率控制较好, 分别下降 0.37pct、0.36pct 至 2.46%、1.90%。收入锁定度方面, 公司已售未结金额 5300 亿元。

**债务期限结构优化, 融资成本持续下行。** 公司剔除合同负债的资产负债率 67.6%, 净负债率 43.7%, 剔除受限资金和预售监管资金后的现金短债比为 1.4, 三道红线全部达标。截至 2022 年末, 货币资金 1372.1 亿元, 是短期有息负债的 2.1 倍, 在手现金充裕, 2022 年经营现金流为正 27.5 亿, 经营性现金流连续 14 年为正。公司总体债务结构合理, 有息负债以长期负债为主, 截至 2022 年末长期负债占比 79.5%, 较 2021 年 78% 提升 1.5pct。截至 2022 年末, 公司新增融资平均成本为 3.88%, 较 2021 年存量融资的综合融资成本下降 0.23pct。

**经营业务多点开花, 齐头并进稳健增长。** 1) **租赁住宅** 实现收入 32.4 亿元, 同比增长 12.1%; 累计开业 16.7 万间, 截至 2022 年末出租率 95.6%, 企业客户在租房间占比提升 0.6pct 至 19.1%。2) **万物云** 实现收入 303.2 亿元, 同比增长 26.1%; 2022 年 9 月万物云在香港联交所上市。3) **物流仓储** 实现收入 35.6 亿元, 同比增长 17.9%; 2022 年新开业项目合计可租赁建面 132 万方, 截至 2022 年末累计开业项目可租赁建面 964 万方; 稳定期的高标库出租率为 90%。4) **商业** 实现收入 87.2 亿元, 同比增长 14.3%; 截至 2022 年末累计开业 1227.7 万方, 新开业 91.8 万方, 规划和在建建面 365.4 万方。

**投资建议:** 公司作为行业龙头, 经营稳健, 具有强运营和管理能力; 公司在手现金充裕, 经营现金流持续多年为正; 坚持高质量投资, 土储丰厚; 经营业务稳健增长。由于面临行业整体毛利率下行的压力, 我们将 2023-2024 年归母净利润分别由 252.27、266.99 亿元下调至 229.81、234.98 亿元, 新增 2025 年归母净利润 240.84 亿元, 2023-2024 年对应 EPS 分别由 2.17、2.30 元/股下调至 1.93、1.97 元/股, 新增 2025 年 EPS 为 2.02 元/股, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 7.91X、7.74X、7.55X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 新房销售不及预期, 房屋竣工不及预期, 房屋价格大幅下跌、业务开展不达预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	452,797.77	503,838.37	529,080.67	546,434.52	579,275.23
增长率(%)	8.04	11.27	5.01	3.28	6.01
EBITDA(百万元)	70,267.33	60,642.69	61,779.54	61,488.57	66,370.82
净利润(百万元)	22,524.03	22,617.78	22,980.69	23,497.87	24,083.97
增长率(%)	(45.75)	0.42	1.60	2.25	2.49
EPS(元/股)	1.89	1.90	1.93	1.97	2.02
市盈率(P/E)	8.07	8.04	7.91	7.74	7.55
市净率(P/B)	0.77	0.75	0.69	0.65	0.61
市销率(P/S)	0.40	0.36	0.34	0.33	0.31
EV/EBITDA	4.89	6.22	4.58	4.74	4.45

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	15.24 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,716.67
A 股总市值(百万元)	148,196.76
流通 A 股市值(百万元)	148,082.01
每股净资产(元)	21.00
资产负债率(%)	76.95
一年内最高/最低(元)	21.90/13.13

### 作者

刘青海	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110523010003
liuqinghai@tfzq.com	
胡孝宇	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110522070003
huxiaoyu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

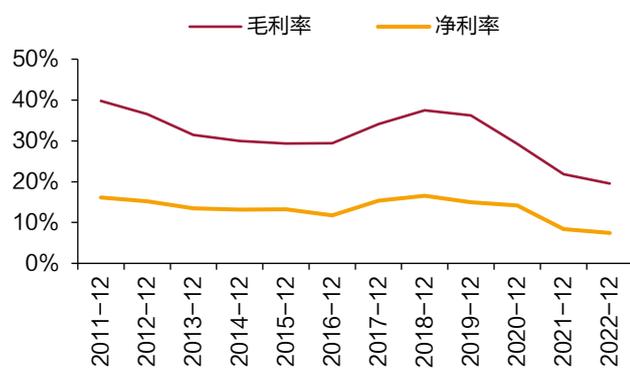
- 《万科 A-公司点评: 拟定增 150 亿元, 助力公司稳健发展——万科定增预案点评》2023-02-13
- 《万科 A-季报点评: 结算稳定增长, 财务安全稳健》2022-10-30
- 《万科 A-半年报点评: 收入业绩稳步提升, 商业拓展轻重并举》2022-08-31

图 1: 营业总收入及同比增速



资料来源: wind、天风证券研究所

图 3: 毛利率及净利率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 5: 净负债率



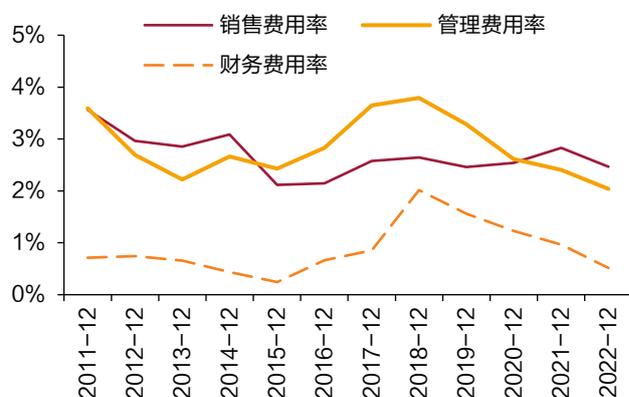
资料来源: wind、天风证券研究所

图 2: 归母净利润及同比增速



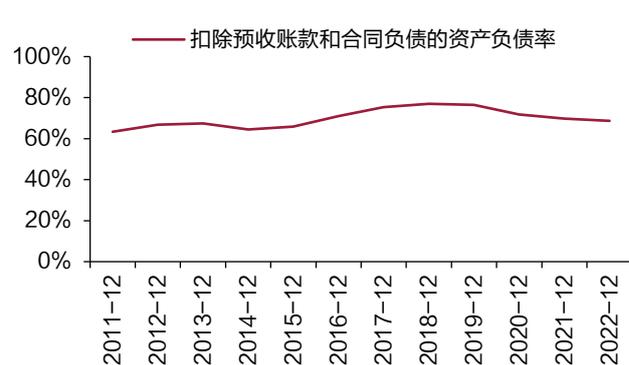
资料来源: wind、天风证券研究所

图 4: 销售费用率、管理费用率及财务费用率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 6: 扣除预收账款和合同负债的资产负债率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 7：投资净收益



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：有息负债



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：少数股东损益占比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：现金短债比



资料来源：wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	149,352.44	137,207.63	168,498.73	182,077.07	190,051.15
应收票据及应收账款	4,771.28	7,511.24	5,421.84	7,935.45	5,259.15
预付账款	67,230.34	60,483.54	74,368.51	65,474.87	79,799.63
存货	1,075,617.04	907,056.93	995,046.86	977,460.31	968,180.37
其他	292,907.21	292,169.52	351,747.01	327,450.89	451,675.00
<b>流动资产合计</b>	<b>1,589,878.3</b>	<b>1,404,428.8</b>	<b>1,595,082.9</b>	<b>1,560,398.5</b>	<b>1,694,965.3</b>
长期股权投资	144,449.33	129,486.47	131,286.47	133,286.47	134,986.47
固定资产	12,821.06	16,420.27	15,657.93	15,770.61	16,297.93
在建工程	3,398.13	1,849.73	4,109.84	4,265.90	4,539.54
无形资产	10,445.17	11,547.54	13,491.55	15,570.55	16,249.56
其他	167,256.13	182,464.06	179,678.30	176,985.84	174,211.38
<b>非流动资产合计</b>	<b>338,369.82</b>	<b>341,768.06</b>	<b>344,224.08</b>	<b>345,879.37</b>	<b>346,284.88</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,938,638.1</b>	<b>1,757,124.4</b>	<b>1,939,307.0</b>	<b>1,906,277.9</b>	<b>2,041,250.1</b>
短期借款	14,412.50	4,133.31	7,315.00	7,320.00	8,021.00
应付票据及应付账款	330,536.57	289,241.53	314,169.92	314,566.74	344,356.91
其他	329,638.88	318,845.78	944,779.53	874,967.26	955,072.68
<b>流动负债合计</b>	<b>674,587.95</b>	<b>612,220.61</b>	<b>1,266,264.4</b>	<b>1,196,854.0</b>	<b>1,307,450.5</b>
长期借款	154,322.28	180,773.28	172,932.00	183,149.20	179,209.00
应付债券	53,020.57	68,815.57	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	27,076.03	24,742.52	27,400.00	26,406.18	26,182.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>234,418.88</b>	<b>274,331.37</b>	<b>236,507.40</b>	<b>248,086.45</b>	<b>245,992.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,545,865.3</b>	<b>1,352,132.9</b>	<b>1,502,771.8</b>	<b>1,444,940.4</b>	<b>1,553,443.0</b>
少数股东权益	156,819.64	162,300.16	172,159.62	181,411.91	190,489.72
股本	11,625.38	11,630.71	11,930.71	11,930.71	11,930.71
资本公积	20,583.81	22,867.57	22,867.57	22,867.57	22,867.57
留存收益	203,884.96	215,123.54	231,210.02	247,658.53	264,517.31
其他	(141.03)	(6,930.47)	(1,632.75)	(2,531.22)	(1,998.14)
<b>股东权益合计</b>	<b>392,772.78</b>	<b>404,991.51</b>	<b>436,535.17</b>	<b>461,337.50</b>	<b>487,807.16</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,938,638.1</b>	<b>1,757,124.4</b>	<b>1,939,307.0</b>	<b>1,906,277.9</b>	<b>2,041,250.1</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	38,069.53	37,550.91	22,980.69	23,497.87	24,083.97
折旧摊销	5,482.00	6,944.41	5,898.36	5,679.94	6,042.38
财务费用	4,383.82	2,615.17	5,307.67	6,057.29	9,270.83
投资损失	(6,614.27)	(4,093.68)	(3,124.12)	(5,329.44)	(6,325.10)
营运资金变动	(37,505.26)	(45,182.55)	50,956.11	(18,434.68)	(16,581.21)
其它	297.35	4,916.19	14,101.25	13,207.50	12,969.56
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,113.16</b>	<b>2,750.45</b>	<b>96,119.96</b>	<b>24,678.48</b>	<b>29,460.42</b>
资本支出	15,505.28	(3,448.37)	6,682.66	9,021.51	7,745.63
长期投资	2,554.14	(14,962.86)	1,800.00	2,000.00	1,700.00
其他	(44,340.20)	5,380.96	(18,698.68)	(15,721.38)	(12,741.79)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(26,280.79)</b>	<b>(13,030.27)</b>	<b>(10,216.02)</b>	<b>(4,699.88)</b>	<b>(3,296.16)</b>
债权融资	4,117.05	45,341.77	(49,090.88)	5,512.83	(7,607.58)
股权融资	(7,836.31)	(4,500.36)	(5,521.97)	(11,913.10)	(10,582.60)
其他	(19,384.51)	(37,402.49)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(23,103.77)</b>	<b>3,438.92</b>	<b>(54,612.85)</b>	<b>(6,400.27)</b>	<b>(18,190.18)</b>
汇率变动影响	0.00	(481.92)	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(45,271.39)</b>	<b>(7,322.82)</b>	<b>31,291.09</b>	<b>13,578.34</b>	<b>7,974.08</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>452,797.77</b>	<b>503,838.37</b>	<b>529,080.67</b>	<b>546,434.52</b>	<b>579,275.23</b>
营业成本	353,977.14	405,319.29	427,973.35	443,814.11	466,953.76
营业税金及附加	21,055.86	24,394.22	25,607.50	27,048.51	28,732.05
营业费用	12,808.64	12,412.37	12,539.21	13,988.72	16,219.71
管理费用	10,242.28	9,584.14	9,999.62	10,710.12	13,033.69
研发费用	642.37	685.86	720.22	765.01	926.84
财务费用	4,383.82	2,615.17	5,307.67	6,057.29	9,270.83
资产减值损失	(3,794.00)	(449.82)	(582.00)	(416.30)	(631.93)
公允价值变动收益	3.82	4.92	16.31	(10.06)	1.27
投资净收益	6,614.27	3,611.76	3,124.12	5,329.44	6,325.10
其他	(5,667.43)	(6,346.48)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>52,531.00</b>	<b>52,006.94</b>	<b>49,491.51</b>	<b>48,953.83</b>	<b>49,832.78</b>
营业外收入	1,148.09	1,302.05	1,149.88	1,200.01	1,217.31
营业外支出	1,456.46	922.80	1,220.55	1,199.94	1,114.43
<b>利润总额</b>	<b>52,222.63</b>	<b>52,386.19</b>	<b>49,420.84</b>	<b>48,953.90</b>	<b>49,935.66</b>
所得税	14,153.10	14,835.28	12,355.21	12,238.48	12,883.40
<b>净利润</b>	<b>38,069.53</b>	<b>37,550.91</b>	<b>37,065.63</b>	<b>36,715.43</b>	<b>37,052.26</b>
少数股东损益	15,545.49	14,933.13	14,084.94	13,217.55	12,968.29
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22,524.03</b>	<b>22,617.78</b>	<b>22,980.69</b>	<b>23,497.87</b>	<b>24,083.97</b>
每股收益(元)	1.89	1.90	1.93	1.97	2.02

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.04%	11.27%	5.01%	3.28%	6.01%
营业利润	-34.30%	-1.00%	-4.84%	-1.09%	1.80%
归属于母公司净利润	-45.75%	0.42%	1.60%	2.25%	2.49%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.82%	19.55%	19.11%	18.78%	19.39%
净利率	4.97%	4.49%	4.34%	4.30%	4.16%
ROE	9.55%	9.32%	8.69%	8.39%	8.10%
ROIC	16.09%	11.20%	10.06%	11.28%	11.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	79.74%	76.95%	77.49%	75.80%	76.10%
净负债率	30.64%	44.55%	24.14%	22.40%	19.89%
流动比率	1.22	1.31	1.26	1.30	1.30
速动比率	0.40	0.47	0.47	0.49	0.56
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	116.50	82.04	81.82	81.82	87.80
存货周转率	0.44	0.51	0.56	0.55	0.60
总资产周转率	0.24	0.27	0.29	0.28	0.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.89	1.90	1.93	1.97	2.02
每股经营现金流	0.34	0.23	0.86	2.07	2.47
每股净资产	19.78	20.34	22.16	23.46	24.92
<b>估值比率</b>					
市盈率	8.07	8.04	7.91	7.74	7.55
市净率	0.77	0.75	0.69	0.65	0.61
EV/EBITDA	4.89	6.22	4.58	4.74	4.45
EV/EBIT	5.30	6.71	5.07	5.22	4.89

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com