

万科A (000002.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营业务稳步成长,降杠杆守安全底线

事件

2024年3月28日万科A披露2023年年报,全年实现营业收入4657.4亿元,同比-7.6%;实现归母净利润121.6亿元,同比-46.4%;每股基本盈利1.03元,同比-47.3%。

点评

结转量减少&毛利率下滑,营收利润均下滑:①公司2023年房开业务结算2961.5万方,同比-12.9%,贡献营收4016.1亿元(占比86.2%),同比-9.6%。②受房地产市场下行影响,公司2023年毛利率15.23%,较2022年下降4.32pct。③出于谨慎原则,对公司并表项目计提减值,2023年资产减值损失34.9亿元,较2022年多计提30.4亿元。④公司2023年投资收益26.9亿元,同比-34.7%,主因非并表毛利率下降,对部分非并表项目计提减值。

销售维持行业第二,投资聚焦一二线城市:公司2023年合同销售金额3761亿元,同比-9.8%,稳居行业第二;在35个城市销售居当地排行前三;项目去化稳中有升,新开盘项目首开当日去化67%。2023年全年获取项目43个,总地价849亿元,权益地价463亿元,一二线城市投资金额占比98%。2023年新获项目33个实现年内开盘,投资兑现度达88%。

经营服务贡献提升,多元板块营收稳步增长:公司2023年经营服务业务全口径收入558.1亿元,同比+8.9%。物业营收334.2亿元,同比+10.2%,蝶城战略稳步推进,带动住宅物业毛利率提升3.5pct;物流仓储业务实现营收41.8亿元,同比+17.2%;租赁住宅实现营收34.6亿元,同比+6.8%;商业开发与运营实现营收91.1亿元,同比+4.6%。

多渠道融资,优化债务结构:公司2023年新获境内融资766亿元,境外融资131亿元,2024年以来新增经营性物业贷108.9亿元,境内新获融资成本3.61%。优化债务结构,短期有息负债占比19.5%,较2022年下降1.0pct;境外负债占比19.7%,较2022年下降2.2pct。未来预计将通过交易回款、削减有息负债等方式保障公司平稳发展。

投资建议

考虑公司结转面积减少、毛利率下滑和资产减值压力,我们调整公司2024/2025年归母净利润至125.1和127.5亿元(原为218.1/232.3亿元),新增2026年归母净利润预测129.0亿元,同比增速分别为2.8%、1.9%和1.2%。公司股票现价对应PE估值为8.8/8.7/8.6倍,预计公司未来开发业务收缩,经营服务业务贡献稳步提升,稳固基本盘,维持“增持”评级。

风险提示

房地产市场销售低迷;经营服务业务发展不顺;其他房企违约

房地产组

分析师:杜昊旻(执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

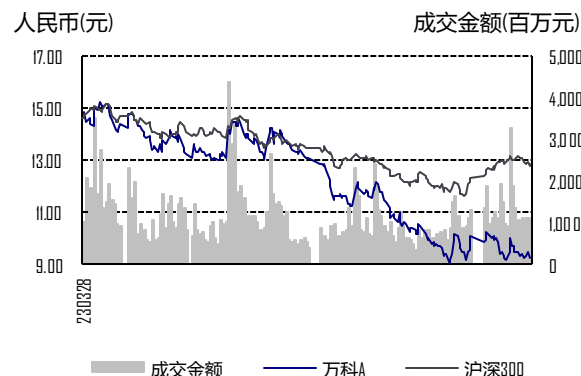
分析师:方鹏(执业S1130524030001)

fang_peng@gjzq.com.cn

市价(人民币):9.24元

相关报告:

- 《万科A公司点评:营收利润均下滑,拿地金额恢复增长》,2023.10.29
- 《万科A公司点评:业绩略低于预期,多元业务持续增长》,2023.8.30
- 《万科A公司点评:营收利润双增长,投资拿地再发力》,2023.4.30



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	503,838	465,739	417,101	390,128	383,103
营业收入增长率	11.27%	-7.56%	-10.44%	-6.47%	-1.80%
归母净利润(百万元)	22,618	12,163	12,507	12,749	12,896
归母净利润增长率	0.42%	-46.23%	2.83%	1.93%	1.16%
摊薄每股收益(元)	1.945	1.019	1.048	1.069	1.081
每股经营性现金流净额	0.24	0.33	0.68	1.82	2.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.32%	4.85%	4.83%	4.77%	4.68%
P/E	9.36	10.26	8.81	8.65	8.55
P/B	0.87	0.50	0.43	0.41	0.40

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	452,798	503,838	465,739	417,101	390,128	383,103
增长率	11.3%	-7.6%	-10.4%	-6.5%	-1.8%	
主营业务成本	-353,977	-405,319	-394,784	-352,663	-328,214	-320,803
%销售收入	78.2%	80.4%	84.8%	84.6%	84.1%	83.7%
毛利	98,821	98,519	70,955	64,438	61,914	62,300
%销售收入	21.8%	19.6%	15.2%	15.4%	15.9%	16.3%
营业税金及附加	-21,056	-24,394	-18,585	-16,642	-15,566	-15,286
%销售收入	4.7%	4.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
销售费用	-12,809	-12,412	-12,272	-10,428	-9,753	-9,578
%销售收入	2.8%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-10,242	-9,584	-5,767	-5,214	-4,877	-4,789
%销售收入	2.3%	1.9%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-642	-686	-536	-584	-546	-536
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	54,071	51,442	33,796	31,570	31,172	32,111
%销售收入	11.9%	10.2%	7.3%	7.6%	8.0%	8.4%
财务费用	-4,384	-2,615	-3,715	-4,993	-5,047	-4,823
%销售收入	1.0%	0.5%	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%
资产减值损失	-3,794	-932	-3,868	-1,391	-969	-979
公允价值变动收益	4	5	340	0	0	0
投资收益	6,614	4,094	2,688	2,822	2,963	3,111
%税前利润	12.7%	7.8%	9.0%	9.9%	10.4%	10.4%
营业利润	52,531	52,007	29,252	28,019	28,130	29,431
营业利润率	11.6%	10.3%	6.3%	6.7%	7.2%	7.7%
营业外收支	-308	379	554	459	429	421
税前利润	52,223	52,386	29,805	28,478	28,559	29,853
利润率	11.5%	10.4%	6.4%	6.8%	7.3%	7.8%
所得税	-14,153	-14,835	-9,350	-7,974	-7,996	-8,359
所得税率	27.1%	28.3%	31.4%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	38,070	37,551	20,456	20,504	20,562	21,494
少数股东损益	15,545	14,933	8,293	7,997	7,814	8,598
归属于母公司的净利润	22,524	22,618	12,163	12,507	12,749	12,896
净利率	5.0%	4.5%	2.6%	3.0%	3.3%	3.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	38,070	37,551	20,456	20,504	20,562	21,494
少数股东损益	15,545	14,933	8,293	7,997	7,814	8,598
非现金支出	11,857	10,232	12,949	8,336	7,991	8,093
非经营收益	-7,981	-4,478	-2,574	5,545	5,190	4,661
营运资金变动	-37,833	-40,554	-26,918	-26,273	-12,090	-6,681
经营活动现金净流	4,113	2,750	3,912	8,112	21,654	27,567
资本开支	-9,514	-12,749	-7,989	-2,533	-2,594	-2,567
投资	-28,026	-9,651	-4,021	2,791	2,641	2,202
其他	11,260	9,370	7,395	2,822	2,963	3,111
投资活动现金净流	-26,281	-13,030	-4,616	3,080	3,011	2,747
股权募资	38,794	14,373	11,868	0	0	0
债权募资	7,619	41,479	3,352	-2,785	-20,097	-11,913
其他	-46,295	-36,638	-36,890	-11,337	-11,238	-10,992
筹资活动现金净流	118	19,214	-21,670	-14,121	-31,334	-22,905
现金净流量	-21,732	9,491	-22,339	-2,929	-6,670	7,408

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,352	137,208	99,814	96,885	90,215	97,623
应收款项	270,832	280,206	262,142	234,268	219,119	215,173
存货	1,075,617	907,057	701,696	694,272	672,052	664,634
其他流动资产	104,466	90,886	86,609	76,125	71,866	70,494
流动资产	1,600,268	1,415,356	1,150,260	1,101,550	1,053,252	1,047,924
%总资产	82.5%	80.5%	76.4%	76.1%	75.7%	76.1%
长期投资	233,277	233,191	242,888	239,916	237,394	235,311
固定资产	16,219	18,589	22,372	21,530	19,969	17,840
%总资产	0.8%	1.1%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
无形资产	23,280	25,826	24,438	22,614	21,398	20,564
非流动资产	338,370	341,768	354,590	345,708	337,327	329,352
%总资产	17.5%	19.5%	23.6%	23.9%	24.3%	23.9%
资产总计	1,938,638	1,757,124	1,504,850	1,447,258	1,390,579	1,377,276
短期借款	62,344	68,055	65,990	71,036	58,494	53,909
应付款项	522,603	463,146	383,474	350,528	333,451	327,707
其他流动负债	726,499	546,600	372,321	334,488	298,960	286,390
流动负债	1,311,446	1,077,802	821,785	756,052	690,905	668,005
长期贷款	154,322	180,773	197,764	191,831	186,076	180,494
其他长期负债	80,097	93,558	82,367	80,315	78,437	76,636
负债	1,545,865	1,352,133	1,101,917	1,028,198	955,419	925,135
普通股股东权益	235,953	242,691	250,785	258,914	267,201	275,584
其中：股本	11,625	11,631	11,931	11,931	11,931	11,931
未分配利润	92,698	97,380	93,616	101,746	110,033	118,415
少数股东权益	156,820	162,300	152,149	160,145	167,959	176,557
负债股东权益合计	1,938,638	1,757,124	1,504,850	1,447,258	1,390,579	1,377,276

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.937	1.945	1.019	1.048	1.069	1.081
每股净资产	20.296	20.866	21.020	21.702	22.396	23.099
每股经营现金净流	0.354	0.236	0.328	0.680	1.815	2.311
每股股利	0.976	0.680	0.000	0.367	0.374	0.378
回报率						
净资产收益率	9.55%	9.32%	4.85%	4.83%	4.77%	4.68%
总资产收益率	1.16%	1.29%	0.81%	0.86%	0.92%	0.94%
投入资本收益率	5.94%	5.09%	3.19%	3.07%	3.05%	3.12%
增长率						
主营业务收入增长率	8.04%	11.27%	-7.56%	-10.44%	-6.47%	-1.80%
EBIT增长率	-26.68%	-4.86%	-34.30%	-6.58%	-1.26%	3.01%
净利润增长率	-45.75%	0.42%	-46.23%	2.83%	1.93%	1.16%
总资产增长率	3.72%	-9.36%	-14.36%	-3.83%	-3.92%	-0.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	4.4	5.8	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	1,071.2	892.7	743.7	720.0	750.0	760.0
应付账款周转天数	322.8	279.0	236.2	210.0	218.0	220.0
固定资产周转天数	10.3	12.1	15.2	16.1	15.5	13.5
偿债能力						
净负债/股东权益	30.63%	44.54%	55.49%	53.42%	48.37%	42.29%
EBIT利息保障倍数	12.3	19.7	9.1	6.3	6.2	6.7
资产负债率	79.74%	76.95%	73.22%	71.04%	68.71%	67.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	34	64	110	231
增持	0	2	6	12	4
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.09	1.10	1.05

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-31	增持	18.98	20.34
2	2022-04-28	增持	18.23	20.34
3	2022-08-31	增持	15.89	N/A
4	2022-10-30	增持	14.34	N/A
5	2023-03-31	增持	15.60	N/A
6	2023-04-30	增持	15.14	N/A
7	2023-08-30	增持	14.20	N/A
8	2023-10-29	增持	11.63	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806