

万科 A (000002)

证券研究报告

2024 年 09 月 02 日

业绩亏损，聚焦风险化解——万科 A 24 年中报点评

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	增持 (调低评级)
当前价格	6.42 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)	9,716.94
A 股总市值(百万元)	62,429.34
流通 A 股市值(百万元)	62,382.73
每股净资产(元)	20.38
资产负债率(%)	72.94
一年内最高/最低(元)	14.33/6.18

作者

王雯	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120005	wangwena@tfzq.com
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003	baorongfu@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《万科 A-年报点评报告:直面压力,安全为先——万科 A 2023 年报点评》2024-03-31
- 《万科 A-季报点评:收入业绩同比增长,经营业务快速向前》2023-04-30
- 《万科 A-年报点评报告:费用管控对冲市场调整,经营业务多点开花》2023-04-02

事件: 公司发布 2024H1 年报, 公司 24H1 实现营业收入 1427.8 亿元, 同比-28.93%; 归母净利润亏损 98.5 亿元, 同比-199.82%; 基本每股收益-0.83 元/股, 同比-198.56%。

结转利润率下滑量加计提因素, 业绩承压。 公司 24H1 实现 1427.8 亿元, 同比-28.93%; 归母净利润亏损 98.5 亿元, 同比-199.8%, 主要因 (1) 开发业务结算规模和毛利率下滑, 24H1 结算毛利率 6.8%, 同比下降 13.5pct; (2) 计提减值, 公司对部分项目计提存货跌价准备 21.0 亿元 (含非并表项目计提 1.7 亿元), 对部分应收款项计提信用减值损失 21.0 亿元; (3) 部分非主业财务投资出现亏损; (4) 为更快回笼资金, 公司对资产交易和股权处置, 部分交易价格低于账面值。公司 24H1 毛利率 8.12% (未扣除税金及附加), 较 23 年同期下降 10.75pct, 其中开发、物业毛利率分别为 7.25%、13.65%, 较 23 年同期分别-12.06pct、-1.74pct。**公司聚焦经营安全, 未来继续围绕“保交房, 保兑付, 转型高质量发展”开展工作, 全面化解潜在风险, 推动企业尽快重回健康发展轨道。**

销售优势维持, 加速存量去化。 24H1 公司实现销售面积 939.5 万平, 同比-27.6%, 销售金额 1273.3 亿元, 同比-37.6%, 销售额在 14 个城市位列第一, 在 14 个城市排名第二, 在 9 个城市排名第三。同时加速库存去化, 24H1 现房实现销售 240 亿元, 准现房销售 320 亿元, 车 (位) 商 (铺) 办 (公) 销售 150 亿元。截至 24H1 末, 公司已售未结面积、金额分别为 2213 万平、3272 亿元, 较 23 年末分别-5.4%、-9.2%。24H1 公司累计获取新项目 3 个, 总规划计容建筑面积 24.6 万平方米, 项目总地价 10.2 亿元, 权益地价总额约 7.8 亿元, 新增项目平均地价为 3944 元/平。22 年以来公司累计投资项目 82 个, 首开兑现度约 87%。此外, 公司通过商改住、资源置换等方式, 23 年以来共计完成产能 455 亿元的资源盘活和优化, 盘活和优化的资源实现约 140 亿元销售签约。

现金流继续承压, 加速推进大宗交易。债务端, 截至 24H1 末, 公司有息负债 3312.7 亿元, 占总资产比例 23.3%。其中一年内到期的有息负债 1019.5 亿元, 占比为 30.8%。分融资对象看, 银行借款、应付债券、其他借款分别占比 67.8%、19.5%、12.7%。分境内外看, 境内、境外负债分别占比 83.3%、16.7%。公司净负债率 62.0%, 较 24 年初上升 7.4pct。公司年内尚有 9 月到期的 20 亿元境内公开债券待兑付。截至 24H1 末, 货币资金 924.0 亿元, 同比-24.4%, 24H1 经营性现金净流出 51.8 亿元, 现金流压力加剧。**融资端,** 24H1 公司新增融资、再融资 612 亿元, 综合成本 3.66%。经营性物业贷落地 219 亿, 其中表内新增 150 亿; “白名单”项目申报 175 个; 银团贷款有序推进。公司积极推进大宗交易实现资金回款, 24 年前 7 月大宗交易增加签约金额 204 亿元 (含印力的资产交易及 REIT 发行)。

经营业务表现稳健, REITs 募资进展顺利。 24H1, 公司 1) **物业服务:** 万物云实现营业收入 176.3 亿元, 同比+9.5%, 分项业务收入增速表现良好。2) **仓储物流:** 物流业务实现营业收入 (含非并表项目, 下同) 19.4 亿元, 同比-0.5%, 其中高标库营业收入 10.7 亿元, 同比-6.0%, 冷链收入 8.8 亿元, 同比+8.4%。3) **租赁住宅:** 租赁住宅业务实现营业收入 17.3 亿元, 同比+5.3%, 净新增开业 0.33 万间, 规模持续扩大。4) **商业运营:** 商业业务营业收入 45.9 亿元, 同比+6.7%。24H1 中金印力消费基础设施 REITs 在深圳证券交易所挂牌上市, 募集资金净额 32.6 亿元, 保租房 REITs 和物流仓储 REITs 处申报过程中。

投资建议: 受行业调整及去杠杆等因素影响公司短期现金流承压, 公司积极推动销售及大宗交易回款, 并积极利用金融支持政策化解潜在风险, 我们期待其安全跨越周期, 在新发展阶段继续领跑并引领高质量转型。考虑上半年业绩发生较大亏损, 我们调整公司 24-26 年归母净利润至-88.11、-9.32、5.52 亿元 (前值 91.9、95.0、102.8 亿元), 调整评级至“增持”。

风险提示: 房屋销售不及预期、房屋价格下跌、宏观经济不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	503,838.37	465,739.08	330,674.74	315,794.38	331,615.68
增长率(%)	11.27	(7.56)	(29.00)	(4.50)	5.01
EBITDA(百万元)	61,124.60	45,890.80	3,867.17	19,410.35	26,268.05
归属母公司净利润(百万元)	22,617.78	12,162.68	(8,810.57)	(931.55)	551.58
增长率(%)	0.42	(46.23)	(172.44)	(89.43)	(159.21)
EPS(元/股)	1.90	1.02	(0.74)	(0.08)	0.05
市盈率(P/E)	3.39	6.30	(8.69)	(82.22)	138.87
市净率(P/B)	0.32	0.31	0.31	0.31	0.31
市销率(P/S)	0.15	0.16	0.23	0.24	0.23
EV/EBITDA	6.17	6.87	74.65	14.27	12.09

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	137,207.63	99,813.76	99,202.42	94,738.31	99,484.70
应收票据及应收账款	7,511.24	7,301.25	781.91	6,937.51	615.96
预付账款	60,483.54	56,744.79	36,306.48	47,868.83	42,677.75
存货	907,056.93	701,695.79	691,033.17	600,343.44	741,686.30
其他	292,169.52	271,026.12	137,199.44	270,029.65	190,245.05
流动资产合计	1,404,428.86	1,136,581.70	964,523.42	1,019,917.75	1,074,709.77
长期股权投资	129,486.47	130,562.53	132,362.53	134,362.53	136,062.53
固定资产	16,420.27	19,233.03	19,126.21	20,119.53	20,660.88
在建工程	1,849.73	2,920.38	4,752.23	4,651.34	4,770.80
无形资产	11,547.54	10,956.48	12,883.29	14,945.10	15,606.91
其他	182,464.06	190,917.69	191,280.17	189,424.58	187,487.00
非流动资产合计	341,768.06	354,590.11	360,404.42	363,503.08	364,588.12
资产总计	1,757,124.44	1,504,850.17	1,324,927.85	1,383,420.83	1,439,297.88
短期借款	4,133.31	1,063.56	46,777.50	50,662.78	83,038.11
应付票据及应付账款	289,241.53	221,696.07	220,124.51	181,462.12	229,231.31
其他	318,845.78	290,387.29	390,987.08	512,213.31	473,671.13
流动负债合计	612,220.61	513,146.92	657,889.08	744,338.21	785,940.55
长期借款	180,773.28	197,764.14	208,710.91	183,149.20	194,181.67
应付债券	68,815.57	59,871.02	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	24,742.52	22,496.22	27,400.00	24,879.58	24,925.27
非流动负债合计	274,331.37	280,131.38	272,286.31	246,559.85	259,707.48
负债合计	1,352,132.94	1,101,916.64	930,175.39	990,898.06	1,045,648.03
少数股东权益	162,300.16	152,148.92	148,368.90	147,969.23	148,177.13
股本	11,630.71	11,930.71	11,930.71	11,930.71	11,930.71
资本公积	22,867.57	25,052.33	25,052.33	25,052.33	25,052.33
留存收益	215,123.54	219,843.84	211,033.27	210,101.71	210,487.82
其他	(6,930.47)	(6,042.27)	(1,632.75)	(2,531.22)	(1,998.14)
股东权益合计	404,991.51	402,933.53	394,752.46	392,522.77	393,649.85
负债和股东权益总计	1,757,124.44	1,504,850.17	1,324,927.85	1,383,420.83	1,439,297.88

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	37,550.91	20,455.56	(8,810.57)	(931.55)	551.58
折旧摊销	6,944.41	6,763.54	6,566.73	6,222.61	6,613.44
财务费用	2,615.17	3,714.83	11,101.20	13,651.35	17,731.22
投资损失	(4,093.68)	(2,687.83)	(3,124.12)	(5,329.44)	(6,325.10)
营运资金变动	(45,182.55)	(41,257.53)	(11,951.73)	18,451.89	(37,973.47)
其它	4,916.19	16,923.75	(5,191.93)	(644.25)	276.50
经营活动现金流	2,750.45	3,912.32	(11,410.42)	31,420.60	(19,125.84)
资本支出	(3,448.37)	11,662.55	5,314.79	11,697.27	7,890.37
长期投资	(14,962.86)	1,076.06	1,800.00	2,000.00	1,700.00
其他	5,380.96	(17,354.26)	(18,209.23)	(19,547.69)	(13,299.32)
投资活动现金流	(13,030.27)	(4,615.64)	(11,094.44)	(5,850.43)	(3,708.95)
债权融资	45,341.77	2,266.49	15,864.01	(29,307.10)	27,302.67
股权融资	(12,563.64)	3,372.97	6,029.53	(727.18)	278.51
其他	(29,339.21)	(42,452.63)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	3,438.92	(36,813.16)	21,893.53	(30,034.29)	27,581.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(6,840.90)	(37,516.48)	(611.33)	(4,464.11)	4,746.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	503,838.37	465,739.08	330,674.74	315,794.38	331,615.68
营业成本	405,319.29	394,783.86	313,364.01	283,472.91	291,042.59
营业税金及附加	24,394.22	18,584.61	13,226.99	12,947.57	14,259.47
销售费用	12,412.37	12,272.12	8,266.87	8,052.76	8,622.01
管理费用	9,584.14	5,766.95	3,968.10	3,947.43	4,311.00
研发费用	685.86	535.99	380.55	442.11	530.59
财务费用	2,615.17	3,714.83	11,101.20	13,651.35	17,731.22
资产/信用减值损失	(931.73)	(3,867.83)	(4,600.00)	(1,300.00)	(800.00)
公允价值变动收益	4.92	340.11	208.10	(73.29)	(20.50)
投资净收益	4,093.68	2,687.83	3,124.12	5,329.44	6,325.10
其他	(6,346.48)	1,668.91	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	52,006.94	29,251.70	(20,900.75)	(2,763.60)	623.39
营业外收入	1,302.05	1,149.55	1,199.90	1,217.17	1,188.87
营业外支出	922.80	595.82	600.00	600.00	600.00
利润总额	52,386.19	29,805.43	(20,300.86)	(2,146.44)	1,212.26
所得税	14,835.28	9,349.87	(6,090.26)	(643.93)	363.68
净利润	37,550.91	20,455.56	(14,210.60)	(1,502.50)	848.58
少数股东损益	14,933.13	8,292.87	(5,400.03)	(570.95)	297.00
归属于母公司净利润	22,617.78	12,162.68	(8,810.57)	(931.55)	551.58
每股收益(元)	1.90	1.02	(0.74)	(0.08)	0.05

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	11.27%	-7.56%	-29.00%	-4.50%	5.01%
营业利润	-1.00%	-43.75%	-171.45%	-86.78%	-122.56%
归属于母公司净利润	0.42%	-46.23%	-172.44%	-89.43%	-159.21%
获利能力					
毛利率	19.55%	15.23%	5.23%	10.23%	12.23%
净利率	4.49%	2.61%	-2.66%	-0.29%	0.17%
ROE	9.32%	4.85%	-3.58%	-0.38%	0.22%
ROIC	11.20%	5.54%	-1.55%	1.66%	2.89%
偿债能力					
资产负债率	76.95%	73.22%	70.21%	71.63%	72.65%
净负债率	44.55%	55.55%	63.68%	61.19%	71.25%
流动比率	1.31	1.40	1.47	1.37	1.37
速动比率	0.47	0.55	0.42	0.56	0.42
营运能力					
应收账款周转率	82.04	62.88	81.82	81.82	87.80
存货周转率	0.51	0.58	0.47	0.49	0.49
总资产周转率	0.27	0.29	0.23	0.23	0.23
每股指标(元)					
每股收益	1.90	1.02	-0.74	-0.08	0.05
每股经营现金流	0.23	0.33	-0.96	2.63	-1.60
每股净资产	20.34	21.02	20.65	20.50	20.57
估值比率					
市盈率	3.39	6.30	-8.69	-82.22	138.87
市净率	0.32	0.31	0.31	0.31	0.31
EV/EBITDA	6.17	6.87	74.65	14.27	12.09
EV/EBIT	6.66	7.72	-106.93	21.00	16.16

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com