

万科 A (000002.SZ)

积极通过资产交易及抵押应对短期债券偿付压力，积极开展项目资源盘活和置换

(1) 24 年前三季度业绩亏损较上半年进一步扩大，主要受开发业务拖累；(2) 开发业务方面，24 年前三季度销售额下滑近四成，积极开展资源盘活，23 年至今累计盘活和置换新项目 36 个；(3) 经营业务方面，商业及长租板块收入规模维持正增长；(4) 债务层面，积极通过资产交易及抵押应对短期债券偿付压力。预计 24E/25E/26E EPS 分别为 -1.36/-0.71/0.08 元/股（同比分别 -234%/-48%/-111%），当前股价对应 PE 分别为 -6.7/-12.9/112.1，综合考虑公司销售仍面临下行压力以及公司截止目前积极处置及抵押资产以应对公开债务偿付的情况，维持“增持”。

□ 24 年上半年业绩 24 年前三季度业绩亏损较上半年进一步扩大，主要受开发业务拖累。公司 24Q1-3 实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 2199 亿元/-147 亿元/-179 亿元（24H1 归母净利润 -99 亿元），同比分别为 -24%/-152%/-232%；(1) 营业收入同比下降主要受开发业务结算规模下降拖累，非开发业务收入整体维持个位数增长，结构上，开发业务实现结算收入 1732 亿元（同比 -29%），非开发业务实现收入 467 亿元（同比 +1%），非开发业务占营业收入比例约 21%；(2) 营业利润同比增速明显低于营收增速主要是受毛利率下滑、销管费用率及财务费用率增加、减值损失增加及资产处置亏损增加等影响，具体看，整体毛利率下降 8.1pct 至 9.5%，其中开发业务毛利率下降 10.2pct 至 8.3%，非开发业务毛利率增加 1.1pct 至 14.0%；销售费用率增加 0.4pct 至 2.9%，管理费用率增加 0.5pct 至 2.2%，财务费用率增加 0.8pct 至 1.8%；24Q1-3 资产减值损失为 20 亿元（Q3 单季度无计提，去年 Q1-3 无计提）；24Q1-3 信用减值损失为 55 亿（Q3 单季度计提 34 亿元，去年 Q1-3 合计 4 亿）；投资收益占收入比例下降 0.8pct 至 0.03%；资产处置产生亏损 25.4 亿元（Q3 单季度产生盈利 0.1 亿元，去年 Q1-3 合计亏损 0.7 亿元）；(3) 在净利润整体亏损情况下，所得税及少数股东损益为正，导致归母净利润亏损金额较营业利润进一步扩大，具体看，24Q1-3 所得税 9.6 亿元（同比 -88%），少数股东损益 15.5 亿元（同比 -79%），两项数据为正的主要原因或是部分合作项目仍有盈利。

往后看，据半年报披露，公司 24 年预计全年交付 18.8 万套（预计较 23 年下降 35%），判断全年结算收入规模存在一定下行压力。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	503838	465739	349105	296958	278791
同比增长	11%	-8%	-25%	-15%	-6%
营业利润(百万元)	52007	29252	(13393)	(6974)	1419
同比增长	-1%	-44%	-146%	-48%	-120%
归母净利润(百万元)	22618	12163	(16262)	(8449)	969
同比增长	0%	-46%	-234%	-48%	-111%
每股收益(元)	1.90	1.02	-1.36	-0.71	0.08
PE	4.8	8.9	-6.7	-12.9	112.1
PB	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

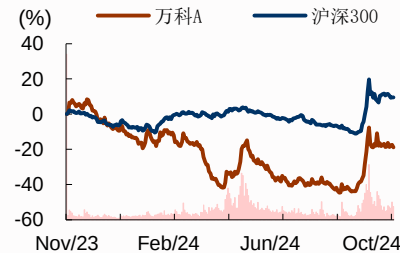
总量研究/房地产
目标估值：
当前股价：9.11 元

基础数据

总股本（百万股）	11931
已上市流通股（百万股）	9717
总市值（十亿元）	108.7
流通市值（十亿元）	88.5
每股净资产（MRQ）	19.6
ROE（TTM）	-8.3
资产负债率	72.4%
主要股东	深圳市地铁集团有限公司
主要股东持股比例	27.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	23	-20
相对表现	8	15	-29



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《万科 A (000002) — 24 年上半年业绩转亏，积极通过资产交易及抵押应对债务偿付》2024-09-10
- 《万科 A (000002) — 23 年全年业绩承压，关注增量资金落地及降杠杆节奏》2024-04-09
- 《万科 A (000002) — 结算毛利率仍有下行，关注董事会积极变化及 REIT 推进》2023-10-29

李盛天 S1090524080003

lishengtian@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

- **销售额下滑近四成，积极开展项目资源盘活和置换。**公司 24Q1-3 实现全口径销售金额 1812 亿元（同比-35%），销售面积 1331 万方（同比-27%），销售单价 13616 元/平（同比-12%），据克而瑞排行榜，公司 24Q1-3 全口径销售额排名位居行业第三（较 23 年全年排名下降 1 名）；24Q1-3 全口径拿地面积 37 万方（同比-93%），估算全口径拿地金额 50 亿元（同比-94%），估算全口径投资力度为 3%（同比下滑 26pct）；另外，公司积极开展资源盘活，23 年至今累计盘活和置换新项目 36 个，合计优化及新增产能 474 亿。土储方面，截止 24Q3 末，估算未售建面（规划中+在建-已售未结）4874 万方（同比-21%），对应 24Q3 静态去化周期约 2.5 年。
- **积极通过资产交易及抵押应对短期债券偿付压力。**公司截止 24Q3 末有息负债金额 3276 亿元（较 24H1 末-1%），货币资金 798 亿元（较 24H1 末-14%），公司披露净负债率 66.2%（较 24H1 末+4.2pct），估算剔除预收资产负债率 65.4%（较 24H1 末-0.9pct），估算现金短债比 0.68（较 24H1 末-0.22）；此外，24Q1-3 公司实现资产交易 233 亿元（含印力的资产交易及 REIT 发行），24Q1-3 公司经营性物业贷合计落地 262 亿元，公司积极通过资产交易及抵押应对公开市场债券偿付压力；据 wind 债券数据统计，截止目前，公司公开市场债券余额 601 亿元（不含供应链融资），其中 24 年公开市场债券已全部兑付，25 年/26 年/27 年/29 年到期规模分别为 362 亿元/124 亿元/94 亿元/21 亿元。
- **商业及长租板块收入规模维持正增长。**（1）物管：24Q1-3 累计拓展存量盘项目年化饱和收入同比增长 12%；（2）长租：24Q1-3 实现收入（含非并表）26.3 亿元（同比+3.7%），24Q3 末出租率 94.9%；（3）商业：24Q1-3 实现收入（含非并表）66.7 亿元（同比+1.5%），24Q3 末出租率 93.6%，24Q1-3 公司商业整体客流同比+9.6%，销售额同比+4.1%；（4）物流：24Q1-3 实现收入（含非并表）29.6 亿元（同比-0.7%），其中高标库收入 16.1 亿元（同比-5.3%），冷库收入 13.5 亿元（同比+6.3%）。
- **投资建议：**（1）24 年前三季度业绩亏损较上半年进一步扩大，主要受开发业务拖累，滞后反应行业下行；（2）开发业务方面，24 年前三季度销售额下滑近四成，积极开展资源盘活，23 年至今累计盘活和置换新项目 36 个；（3）经营业务方面，商业及长租板块收入规模维持正增长；（4）债务层面，积极通过资产交易及抵押应对短期债券偿付压力。预计 24E/25E/26E EPS 分别为 -1.36/-0.71/0.08 元/股（同比分别-234%/-48%/-111%），当前股价对应 PE 分别为 -6.7/-12.9/112.1，综合考虑公司销售仍面临下行压力以及公司截止目前积极处置及抵押资产以应对公开债务偿付的情况，维持“增持”。
- **风险提示：**经营性物业贷及资产出售不及预期、行业下行超预期进一步拖累公司销售、大股东支持力度不及预期等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1415356	1150260	1017980	929414	898585
现金	137208	99814	106498	132358	134519
交易性投资	63	209	211	213	216
应收票据	7	8	6	5	5
应收款项	7505	7294	5452	4638	4354
其它应收款	272629	0	34910	59392	83637
存货	907057	701696	576809	476723	434113
其他	90889	341240	294093	256086	241742
非流动资产	341768	354590	325602	297429	270446
长期股权投资	129486	130563	121423	112924	105019
固定资产	16420	19233	20149	19540	18004
无形资产商誉	17269	16583	14925	13433	12089
其他	178592	188211	169105	151534	135334
资产总计	1757124	1504850	1343583	1226844	1169031
流动负债	1077802	821785	738153	655350	626549
短期借款	4133	1064	851	681	545
应付账款	289242	221696	182241	154979	145333
预收账款	466841	310444	255194	217019	203512
其他	317586	288582	299867	282672	277159
长期负债	274331	280131	216638	190048	159896
长期借款	180773	197764	158211	142390	121032
其他	93558	82367	58427	47658	38864
负债合计	1352133	1101917	954790	845398	786445
股本	11631	11931	11931	11931	11931
资本公积金	21576	23761	23761	23761	23761
留存收益	209485	215093	198831	190382	191352
少数股东权益	162300	152149	154270	155372	155543
归属于母公司所有者权益	242691	250785	234522	226074	227043
负债及权益合计	1757124	1504850	1343583	1226844	1169031

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2750	3912	36998	49354	20062
净利润	37551	20456	(14141)	(7347)	1140
折旧摊销	3585	4093	7881	7814	7450
财务费用	2615	3715	2163	1573	1064
投资收益	(4094)	(2688)	(235)	(264)	(208)
营运资金变动	(33925)	(18413)	41374	47620	10657
其它	(2982)	(3250)	(44)	(42)	(41)
投资活动现金流	(13030)	(4616)	21378	20661	19781
资本支出	(12827)	(8334)	(5525)	(4420)	(3536)
其他投资	(204)	3719	26903	25081	23317
筹资活动现金流	3439	(36813)	(51692)	(44155)	(37682)
借款变动	2793	(16486)	(25587)	(31812)	(27823)
普通股增加	5	300	0	0	0
资本公积增加	992	2185	0	0	0
股利分配	(11348)	(7909)	0	0	0
其他	10996	(14903)	(26105)	(12343)	(9859)
现金净增加额	(6841)	(37516)	6684	25860	2161

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	503838	465739	349105	296958	278791
营业成本	405319	394784	324524	275978	258801
营业税金及附加	24394	18585	3457	2347	1646
营业费用	12412	12272	9932	8122	7346
管理费用	9584	5767	5021	3974	3452
研发费用	686	536	402	342	321
财务费用	2615	3715	2163	1573	1064
资产减值损失	(919)	(3857)	(17233)	(11861)	(4950)
公允价值变动收益	5	340	(34)	16	66
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	4094	2688	269	248	142
营业利润	52007	29252	(13393)	(6974)	1419
营业外收入	1302	1150	603	513	482
营业外支出	923	596	536	456	428
利润总额	52386	29805	(13326)	(6917)	1473
所得税	14835	9350	816	430	333
少数股东损益	14933	8293	2121	1102	171
归属于母公司净利润	22618	12163	(16262)	(8449)	969

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	11%	-8%	-25%	-15%	-6%
营业利润	-1%	-44%	-146%	-48%	-120%
归母净利润	0%	-46%	-234%	-48%	-111%
获利能力					
毛利率	19.6%	15.2%	7.0%	7.1%	7.2%
净利率	4.5%	2.6%	-4.7%	-2.8%	0.3%
ROE	9.5%	4.9%	-6.7%	-3.7%	0.4%
ROIC	6.0%	3.3%	-1.8%	-0.9%	0.3%
偿债能力					
资产负债率	77.0%	73.2%	71.1%	68.9%	67.3%
净负债比率	14.2%	17.5%	17.7%	16.8%	15.3%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	82.0	62.9	54.7	58.8	61.9
应付账款周转率	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7
每股资料(元)					
EPS	1.90	1.02	-1.36	-0.71	0.08
每股经营净现金	0.23	0.33	3.10	4.14	1.68
每股净资产	20.34	21.02	19.66	18.95	19.03
每股股利	0.66	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	4.8	8.9	-6.7	-12.9	112.1
PB	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	21.7	34.1	-377.2	523.6	127.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。