

万科 A (000002.SZ)

更多国资体系人员进入管理层，观察后续支持细节

(1) 公司 24 年预计亏损约 450 亿元，或一定程度上反应表内项目利润率下滑及减值计提等；(2) 大股东深铁集团董事长、党委书记辛杰出任公司董事会主席以及更多深圳国资体系人员进入公司管理层一方面或有助于从公司治理角度促进公司实现队伍稳定、财务稳定以及生产经营稳定，另一方面或有助于提振金融机构以及购房者对公司的信心，维持经营性现金流及筹资性现金流的稳定；(3) 深铁以 13.5 亿对价收购公司项目资产，同时深圳市国资委、深圳市住建局及银行等多方面表态对公司提供支持，关注后续支持方案的具体细节。考虑销售下行对公司结算收入的压力，公司后续或有减值压力及资产处置对损益造成影响等，预计公司 24E/25E/26E EPS 分别为-3.80/-2.15/-0.52 元，综合考虑 25 年为公司公开市场债务偿付高峰期以及深铁、深国资等多方对公司的支持性表态，维持“增持”评级。

□ 考虑历史结算节奏在不同季度的分布，业绩预亏约 450 亿元或一定程度上反应表内项目利润率下滑及减值计提等。根据公司业绩预告，24 年归母净利润预计亏损约 450 亿元（24Q1-3 亏损 179 亿元，23 年盈利 122 亿元），主要原因包括：(1) 开发结算规模和毛利率显著下降，主要是受 22 年前获取的高成本低毛利地块逐步结算影响；(2) 24 年房价承压背景下，公司持续计提信用减值及存货跌价准备；(3) 部分非主业财务投资亏损；(4) 部分大宗资产交易和股权交易价格低于账面值。

□ 大股东深铁集团董事长、党委书记辛杰出任公司董事会主席以及更多深圳国资体系人员进入公司管理层一方面或有助于从公司治理角度促进公司实现队伍稳定、财务稳定以及生产经营稳定，另一方面或有助于提振金融机构以及购房者对公司的信心，维持经营性现金流及筹资性现金流的稳定。

根据公司部分董事及高管变更公告：(1) 郁亮因工作调整原因申请辞去公司董事会主席职务，辞去上述职务后继续担任公司董事，并担任执行副总裁职务；(2) 祝九胜因身体原因申请辞去公司董事、董事会投资与决策委员会委员、总裁、首席执行官、授权代表等职务，辞去上述职务后不再担任公司任何职务；(3) 朱旭因工作调整原因申请辞去公司董事会秘书、公司秘书、授权代表等职务，辞去上述职务后仍在公司工作，联系长租公寓事业部；

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	256301
同比增长	11%	-8%	-25%	-15%	-14%
营业利润(百万元)	52007	29252	(37484)	(21436)	(7198)
同比增长	-1%	-44%	-228%	-43%	-66%
归母净利润(百万元)	22618	12163	(45028)	(25524)	(6190)
同比增长	0%	-46%	-470%	-43%	-76%
每股收益(元)	1.90	1.02	-3.80	-2.15	-0.52
PE	3.8	7.1	-1.9	-3.4	-13.9
PB	0.4	0.3	0.4	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：7.27 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）	86.7
流通市值（十亿元）	70.6
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《万科 A (000002) — 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》2024-11-01
- 《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

李盛天 S1090524080003

lishengtian@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

根据董事会决议公告：（1）董事会选举深铁集团董事长、党委书记辛杰为公司第二十届董事会主席；（2）董事会同意聘任郁亮、李锋、华翠和李刚为公司执行副总裁；（3）董事会同意聘任田钧为公司董事会秘书。（具体简历详见表 1）

表 1: 新任高级管理人员简历

姓名	职务	履历
郁亮	执行副总裁	1990 年加入公司，1994 年起任公司董事，1996 年任公司副总经理，1999 年任公司常务副总经理兼财务负责人，2001 年-2018 年 1 月任公司总裁，2017 年 7 月至 2025 年 1 月任公司董事会主席。加入公司之前，郁先生曾供职于深圳外贸集团。
李锋	执行副总裁	1996 年 8 月-2016 年 1 月，先后任深圳市长城地产（集团）股份有限公司人力资源部总经理，深圳市长城投资控股股份有限公司人力资源部总经理，深圳市前海深港现代服务业合作区管理局人力资源处处长、外派前海金融控股公司监事。2016 年 1 月-2020 年 3 月，历任深圳市天健商业运营管理有限公司、深圳市天健置业有限公司总经理，深圳市天健地产集团有限公司总经理、党总支书记。2020 年 3 月至今，任深圳市特区建工集团有限公司党委委员、副总经理。2024 年 6 月至今，任深圳市天健（集团）股份有限公司董事。
华翠	执行副总裁	1992 年 7 月-2019 年 5 月，先后任茂名市纪委副书记，市委组织部副部长兼市人力资源和社会保障局局长，电白区区长、党组书记。2019 年 5 月至今，历任深圳地铁运营集团有限公司党委副书记，深圳市地铁集团有限公司审计法律中心总经理，深圳市建材交易集团有限公司董事、总经理、党支部书记、董事长。
李刚	执行副总裁	2004 年 7 月-2017 年 6 月，历任深圳市公安局南山分局科员、初级警员、四级警员、行政科副科长；深圳市公安局后勤保障处装备科科长、警务保障部装备科科长。2017 年 6 月-2018 年 1 月，任深圳市天健（集团）股份有限公司纪检监察室(监事会办公室)负责人。2018 年 1 月至今，历任深圳市地铁集团有限公司办公室主任，深圳市地铁商业管理有限公司党委书记、董事长。2021 年 11 月至今，兼任深圳市睿印商业管理有限公司董事、董事长。
田钧	董事会秘书	历任中国平安保险(集团)股份有限公司财务分析师、集团投资管理委员会执行秘书、集团财务管理委员会执行秘书，平安资产管理、平安人寿、平安证券、平安基金、平安汇通投资、前海结算等公司高管等重要职位。2017 年 7 月任职深业集团、深圳市地铁集团、鲲鹏资本专职外部董事。2023 年 5 月至今，任深圳市国有免税集团专职外部董事。2024 年 6 月至今，任深圳市投资控股有限公司、深圳市创新投资集团有限公司专职外部董事。

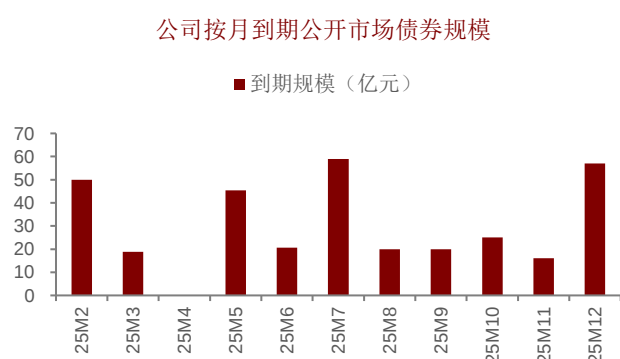
资料来源：公司公告、招商证券

□ 深铁以 13.5 亿对价收购公司项目资产，同时深圳市国资委、深圳市住建局及银行等多方面表态对公司提供支持，关注后续支持方案的具体细节。（1）大股东方面，据公司公告，深铁集团近期受让公司所持有的红树湾物业开发项目 49%投资收益权及项目管理经营公司 49%股权，合计对价约 13.5 亿元，为公司注入流动性；（2）国资方面，据南方+（南方+是南方报业传媒集团官方新闻客户端，是广东省委省政府权威发布平台）、深圳特区报（深圳市委机关报）报道，深圳市国资委负责人表示，深圳市还将统筹资产、资金、资源，在既有支持工具的基础上，持续、分批、逐步通过直接注资、划拨资产等方式，进一步降低地铁集团资产负债率，增强其流动性，以支持其更好地发挥万科第一大股东的作用；（3）住建方面，据南方+、深圳特区报报道，深圳市住建局负责人表示，将大力协调有关方面妥善处置万科部分闲置存量土地，帮助万科盘活资产、回笼资金；（4）银行方面，据南方+、深圳特区报报道，深圳地区 8 家国有银行和股份制银行负责人表示，坚定看好万科的后续发展，在聚焦主业的前提下，他们将继续积极运用贷款、债券、资管、信托等各种金融工具，满足万科合理融资需求，全力保障其整体融资规模稳定；

综上，后续或可关注大股东支持、资产盘活、金融机构融资支持等方面对公司的流动性支持。此外，据南方+、深圳特区报报道，公司新任董事会主席辛杰表示“在各方及大股东强有力的支持下，新的管理团队将积极实施‘一揽子’方案，有信心实现万科队伍稳定、财务稳定和生产经营稳定。目前公司已对今年一季度债务偿付做好了安排。”或缓解市场对于短久期债券的担忧，往后可观察国资及金融机构对公司资产负债表及长久期债务的进一步支持的细节。

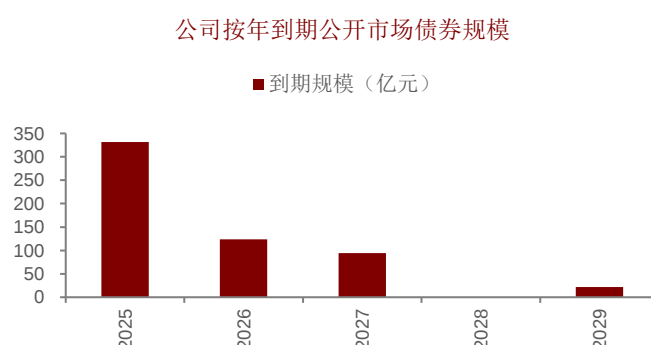
□ **投资建议：**（1）公司 24 年预计亏损约 450 亿元，或一定程度上反应表内项目利润率下滑及减值计提等；（2）大股东深铁集团董事长、党委书记辛杰出任公司董事会主席以及更多深圳国资体系人员进入公司管理层一方面或有助于从公司治理角度促进公司实现队伍稳定、财务稳定以及生产经营稳定，另一方面或有助于提振金融机构以及购房者对公司的信心，维持经营性现金流及筹资性现金流的稳定；（3）深铁以 13.5 亿对价收购公司项目资产，同时深圳市国资委、深圳市住建局及银行等多方面表态对公司提供支持，关注后续支持方案的具体细节。考虑销售下行对公司结算收入的压力，公司后续或有减值压力及资产处置对损益造成影响等，预计公司 24E/25E/26E EPS 分别为 -3.80/-2.15/-0.52 元，综合考虑 25 年为公司公开市场债务偿付高峰期以及深铁、深国资等多方对公司的支持性表态，维持“增持”评级。

图 1：公司按月公开市场到期债务本金规模



资料来源：wind、招商证券

图 2：公司按年公开市场到期债务本金规模



资料来源：wind、招商证券

□ **风险提示：**大股东对公司流动性支持力度及时间表不及预期、公司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	1007559	902724	834046
现金	137208	99814	79851	69162	65305
交易性投资	63	209	211	213	216
应收票据	7	8	6	5	4
应收款项	7505	7294	5452	4638	4003
其它应收款	272629	0	34910	59392	76890
存货	907057	701696	593035	504320	433519
其他	90889	341240	294093	264994	254110
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	1333162	1200154	1104492
流动负债	1077802	821785	740771	655350	595985
短期借款	4133	1064	3469	681	545
应付账款	289242	221696	182241	154979	133221
预收账款	466841	310444	255194	217019	186551
其他	317586	288582	299867	282672	275668
长期负债	274331	280131	228612	203219	174205
长期借款	180773	197764	158211	142390	121032
其他	93558	82367	70401	60829	53174
负债合计	1352133	1101917	969383	858569	770190
股本	11631	11931	11931	11931	11931
资本公积金	21576	23761	23761	23761	23761
留存收益	209485	215093	170066	144542	138352
少数股东权益	162300	152149	158022	161351	160259
归属于母公司所有者权益	242691	250785	205757	180233	174043
负债及权益合计	1757124	1504850	1333162	1200154	1104492

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2750	3912	4666	22753	18190
净利润	37551	20456	(39155)	(22195)	(7282)
折旧摊销	3585	4093	7881	7814	7450
财务费用	2615	3715	2343	2071	1731
投资收益	(4094)	(2688)	8492	7766	4409
营运资金变动	(33925)	(18413)	25148	27340	11925
其它	(2982)	(3250)	(44)	(42)	(42)
投资活动现金流	(13030)	(4616)	12650	12632	15164
资本支出	(12827)	(8334)	(5525)	(4420)	(3536)
其他投资	(204)	3719	18175	17051	18700
筹资活动现金流	3439	(36813)	(37279)	(46074)	(37211)
借款变动	2793	(16486)	(22969)	(34430)	(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)	(14310)	(11643)	(9388)
现金净增加额	(6841)	(37516)	(19963)	(10689)	(3857)

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	256301
营业成本	405319	394784	324524	275978	237233
营业税金及附加	24394	18585	3457	2347	1000
营业费用	12412	12272	9932	7825	6241
管理费用	9584	5767	3974	3083	2405
研发费用	686	536	402	342	295
财务费用	2615	3715	2343	2071	1731
资产减值损失	(919)	(3857)	(33465)	(18984)	(10185)
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	(8458)	(7782)	(4475)
营业利润	52007	29252	(37484)	(21436)	(7198)
营业外收入	1302	1150	603	513	443
营业外支出	923	596	536	456	393
利润总额	52386	29805	(37417)	(21379)	(7149)
所得税	14835	9350	1738	816	134
少数股东损益	14933	8293	5873	3329	(1092)
归属于母公司净利润	22618	12163	(45028)	(25524)	(6190)

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	11%	-8%	-25%	-15%	-14%
营业利润	-1%	-44%	-228%	-43%	-66%
归母净利润	0%	-46%	-470%	-43%	-76%
获利能力					
毛利率	19.6%	15.2%	7.0%	7.1%	7.4%
净利率	4.5%	2.6%	-12.9%	-8.6%	-2.4%
ROE	9.5%	4.9%	-19.7%	-13.2%	-3.5%
ROIC	6.0%	3.3%	-5.9%	-3.6%	-1.1%
偿债能力					
资产负债率	77.0%	73.2%	72.7%	71.5%	69.7%
净负债比率	14.2%	17.5%	18.1%	17.2%	16.2%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6	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	0.5
应收账款周转率	82.0	62.9	54.7	58.8	59.3
应付账款周转率	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	1.90	1.02	-3.80	-2.15	-0.52
每股经营净现金	0.23	0.33	0.39	1.92	1.53
每股净资产	20.34	21.02	17.35	15.20	14.68
每股股利	0.66	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	3.8	7.1	-1.9	-3.4	-13.9
PB	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	21.3	33.5	-45.5	-107.4	625.8

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。