

万科A(000002.SZ)

坚定去杠杆，经营服务实现闭环

推荐 (维持)

股价:9.24元

主要数据

| | |
|-------------|--------------------|
| 行业 | 房地产 |
| 公司网址 | www.vanke.com |
| 大股东/持股 | 深圳市地铁集团有限公司/27.18% |
| 实际控制人 | |
| 总股本(百万股) | 11,931 |
| 流通A股(百万股) | 9,717 |
| 流通B/H股(百万股) | 2,207 |
| 总市值(亿元) | 1,007 |
| 流通A股市值(亿元) | 898 |
| 每股净资产(元) | 21.02 |
| 资产负债率(%) | 73.2 |

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】万科A(000002.SZ)*季报点评*业绩短期承压，财务状况稳健*推荐20231028

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn



事项:

公司公布2023年年报，全年实现营收4,657.4亿元，较上年调整后下滑7.6%；归母净利润121.6亿，较上年调整后下滑46.4%；扣非归母净利润97.9亿元，较上年调整后下滑50.6%；公司拟不派发股息，不送红股，也不进行资本公积金转增股本。

平安观点:

- 多因素致业绩承压，管理费用明显压降。**公司全年归母净利润降幅较大，主要因：1) 开发业务结算规模下滑；2) 房地产开发及相关资产经营业务的毛利率同比下滑4.4pct至15.4%；3) 公司基于审慎的市场策略对存在风险的项目计提存货跌价准备，期内新增计提存货跌价准备34.9亿元，同比增加30.4亿元，影响归母净利润29.5亿元；4) 因非并表项目毛利率下降、对部分非并表项目计提减值及处置投资收益减少，期内投资收益同比减少34.7%至26.9亿元。全年期间费用率同比减少0.2pct至4.8%，主要得益于人工费用与行政费用减少、导致管理费用同比减少39.8%。期末预收账款及合同负债3,104.4亿元，为后续结转奠定基础。
- 坚持高质量精准投资，新获取项目投资兑现度高。**受地产行业下行影响，2023年本集团实现合同销售面积2,466.0万平方米，合同销售金额3,761.2亿元，同比分别下降6.2%和9.8%。全年累计获取新项目43个，主要分布在北京、上海、杭州、成都等主要城市，总规划计容建筑面积596万平方米、拿地销售面积比为24%，同比降2.0pct，权益计容规划建筑面积333万平方米，权益地价总额约463.2亿元，新获取项目中有33个实现开盘销售，投资兑现度达88%。2023年开发业务开复工计容面积约1,706.3万平方米，同比增长8.8%，完成年初计划的102.0%；开发业务竣工计容面积约3,133.5万平方米，同比下降13.7%，完成年初计划的97.1%。2024年现有项目（不含未来新获取项目）计划新开工及复工1,071.8万平方米，预计竣工2,205.7万平方米，分别同比下滑37%与30%。期末在建及规划建设项目面积（剔除已售未结）约6851万平米，

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 503,838 | 465,739 | 371,244 | 342,382 | 331,670 |
| YOY(%) | 11.3 | -7.6 | -20.3 | -7.8 | -3.1 |
| 净利润(百万元) | 22,618 | 12,163 | 12,605 | 11,707 | 12,030 |
| YOY(%) | 0.4 | -46.2 | 3.6 | -7.1 | 2.8 |
| 毛利率(%) | 19.6 | 15.2 | 13.0 | 13.9 | 13.9 |
| 净利率(%) | 4.5 | 2.6 | 3.4 | 3.4 | 3.6 |
| ROE(%) | 9.3 | 4.8 | 4.8 | 4.3 | 4.2 |
| EPS(摊薄/元) | 1.90 | 1.02 | 1.06 | 0.98 | 1.01 |
| P/E(倍) | 4.9 | 9.1 | 8.7 | 9.4 | 9.2 |
| P/B(倍) | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |

可保障未来2年左右销售。

- **经营服务业务收入增长稳健，实现商业模式闭环。**2023年经营服务业务全口径收入558.1亿元，同比增加8.9%。分板块看，万物云收入同比增10%至334亿元，蝶城战略取得成效，住宅物业毛利率同比提升3.5pct。物流业务经营收入（含非并表项目，下同）同比增17%至41.8亿元，累计开业可租赁建面1002万平，冷链仓储规模全国第一。租赁住宅业务收入同比增6.8%至34.6亿元，泊寓在成本法下实现整体盈利，泊寓期末共运营管理租赁住房23.3万间、出租率95.8%。商业业务营收同比增长4.6%至91亿元，累计开业203个商业项目、建面1158万平方米；规划中和在建305万平方米。截至年报披露日，中金印力消费REIT完成网下询价，预计募资32.6亿元；万纬仓储物流REIT申报材料获证监会受理（首次发售拟募资11.59亿元）；保障性租赁住房REIT正在开展申报工作。2024年2月公司将上海七宝万科广场剩余50%权益转让给领展，交易对价23.84亿；和建行共同投资设立的建万住房租赁基金已签约5个项目，规模28亿元。
- **在手现金相对充足，新获取融资成本较低。**全年实现经营性现金净流入39.1亿元，连续15年为正。期末公司净负债率为54.7%，同比提高11.0个百分点；扣除预售账款的资产负债率65.5%，同比降低2.1个百分点；有息负债3,200.5亿元，其中一年内到期的有息负债624.2亿元；但货币现金998亿元，远高于一年内到期有息负债。全年新获融资897亿元，其中境内新获融资766亿元，新获融资的综合成本3.61%，境外新获融资131亿元，全年发行信用债100亿元。
- **未来确保安全底线，坚定去杠杆。**面向未来，公司将着力在以下几个方面开展工作，一是通过大宗资产、股权交易兑现“蓄水池”，大规模增厚安全垫，计划2024年实现交易回款不低于300亿元；二是未来两年削减付息债务1000亿元以上；全面主动融入城市房地产融资协调机制，主动推进融资模式的转型；三是坚定为社会提供好产品、好服务，实现可持续的内生发展。
- **投资建议：**考虑地产修复不及此前预期，下调盈利预测，预计公司2024-2025年归母净利润分别为126亿元、117亿元、原预测为235亿元、245亿元，新增2026年预测为120亿元，当前市值对应PE分别为8.7倍、9.4倍、9.2倍。尽管盈利预测下调，但考虑公司股价调整较多，同时随着政策逐步发力，地产基本面有望逐步改善，公司经营有望向好，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 当前地产基本面仍然承压，可能影响未来公司规模增长、带来项目减值，甚至影响公司债务正常偿付；2) 公司多元化业务拓展存在不及预期的风险；3) 存在房价下行导致毛利率进一步下行的风险。

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 1150260 | 951792 | 857096 | 808368 |
| 现金 | 99814 | 99763 | 76452 | 52201 |
| 应收票据及应收账款 | 20980 | 16723 | 15423 | 14940 |
| 其他应收款 | 254840 | 203135 | 187343 | 181481 |
| 预付账款 | 56745 | 45232 | 41715 | 40410 |
| 存货 | 701696 | 573996 | 524209 | 507749 |
| 其他流动资产 | 16186 | 12944 | 11954 | 11587 |
| 非流动资产 | 354590 | 343828 | 333047 | 326285 |
| 长期投资 | 130563 | 130563 | 130563 | 130563 |
| 固定资产 | 39025 | 38026 | 37009 | 35973 |
| 无形资产 | 10956 | 9130 | 7304 | 5478 |
| 其他非流动资产 | 174046 | 166109 | 158171 | 154270 |
| 资产总计 | 1504850 | 1295620 | 1190143 | 1134653 |
| 流动负债 | 821785 | 664476 | 608948 | 589706 |
| 短期借款 | 1064 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 221696 | 181350 | 165620 | 160420 |
| 其他流动负债 | 599026 | 483125 | 443327 | 429286 |
| 非流动负债 | 280131 | 207068 | 137482 | 81055 |
| 长期借款 | 277280 | 204216 | 134630 | 78203 |
| 其他非流动负债 | 2852 | 2852 | 2852 | 2852 |
| 负债合计 | 1101917 | 871543 | 746429 | 670761 |
| 少数股东权益 | 152149 | 160687 | 168616 | 176765 |
| 股本 | 11931 | 11931 | 11931 | 11931 |
| 资本公积 | 25052 | 25052 | 25052 | 25052 |
| 留存收益 | 213802 | 226407 | 238114 | 250144 |
| 归属母公司股东权益 | 250785 | 263390 | 275097 | 287127 |
| 负债和股东权益 | 1504850 | 1295620 | 1190143 | 1134653 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 1595 | 69908 | 45349 | 30400 |
| 净利润 | 20456 | 21143 | 19637 | 20178 |
| 折旧摊销 | 4093 | 10762 | 10781 | 6762 |
| 财务费用 | 3715 | 2837 | 1104 | 253 |
| 投资损失 | -2688 | -3082 | -3082 | -3082 |
| 营运资金变动 | -26918 | 42171 | 15857 | 5236 |
| 其他经营现金流 | 2937 | -3923 | 1052 | 1052 |
| 投资活动现金流 | 3373 | 7005 | 2030 | 2030 |
| 资本支出 | -175 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -5242 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 8790 | 7005 | 2030 | 2030 |
| 筹资活动现金流 | 0 | -76965 | -70690 | -56681 |
| 短期借款 | -3070 | -1064 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 5625 | -73064 | -69586 | -56427 |
| 其他筹资现金流 | -2555 | -2837 | -1104 | -253 |
| 现金净增加额 | 4968 | -51 | -23311 | -24251 |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 465739 | 371244 | 342382 | 331670 |
| 营业成本 | 394784 | 322938 | 294927 | 285667 |
| 税金及附加 | 18585 | 11137 | 10271 | 9950 |
| 营业费用 | 12272 | 9281 | 8560 | 8292 |
| 管理费用 | 5767 | 3712 | 2739 | 1990 |
| 研发费用 | 536 | 371 | 342 | 332 |
| 财务费用 | 3715 | 2837 | 1104 | 253 |
| 资产减值损失 | -3490 | -1557 | -171 | -166 |
| 信用减值损失 | -378 | -295 | -272 | -264 |
| 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 340 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2688 | 3082 | 3082 | 3082 |
| 资产处置收益 | 11 | 7000 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 29252 | 29196 | 27077 | 27839 |
| 营业外收入 | 1150 | 1150 | 1150 | 1150 |
| 营业外支出 | 596 | 596 | 596 | 596 |
| 利润总额 | 29805 | 29750 | 27630 | 28392 |
| 所得税 | 9350 | 8607 | 7994 | 8214 |
| 净利润 | 20456 | 21143 | 19637 | 20178 |
| 少数股东损益 | 8293 | 8538 | 7930 | 8148 |
| 归属母公司净利润 | 12163 | 12605 | 11707 | 12030 |
| EBITDA | 37614 | 43350 | 39515 | 35408 |
| EPS (元) | 1.02 | 1.06 | 0.98 | 1.01 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | -7.6 | -20.3 | -7.8 | -3.1 |
| 营业利润(%) | -43.8 | -0.2 | -7.3 | 2.8 |
| 归属于母公司净利润(%) | -46.2 | 3.6 | -7.1 | 2.8 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 15.2 | 13.0 | 13.9 | 13.9 |
| 净利率(%) | 2.6 | 3.4 | 3.4 | 3.6 |
| ROE(%) | 4.8 | 4.8 | 4.3 | 4.2 |
| ROIC(%) | 3.7 | 2.8 | 3.5 | 3.7 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 73.2 | 67.3 | 62.7 | 59.1 |
| 净负债比率(%) | 44.3 | 24.6 | 13.1 | 5.6 |
| 流动比率 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 应收账款周转率 | 22.2 | 22.2 | 22.2 | 22.2 |
| 应付账款周转率 | 1.78 | 1.78 | 1.78 | 1.78 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.02 | 1.06 | 0.98 | 1.01 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.13 | 5.86 | 3.80 | 2.55 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 21.02 | 22.08 | 23.06 | 24.07 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 9.1 | 8.7 | 9.4 | 9.2 |
| P/B | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 14 | 10 | 10 | 10 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层