

万科 A (000002.SZ)

销售维持前三，结算毛利承压，融资动作持续落地

2024年09月02日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

qidong@kysec.cn

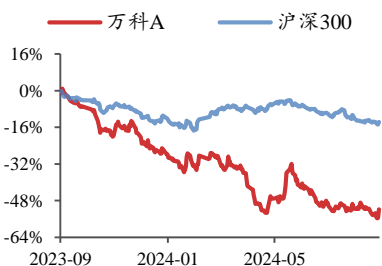
huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

日期	2024/8/30
当前股价(元)	6.76
一年最高最低(元)	14.33/6.18
总市值(亿元)	806.52
流通市值(亿元)	656.86
总股本(亿股)	119.31
流通股本(亿股)	97.17
近3个月换手率(%)	102.6

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《销售维持前三，拿地收缩，出售持有资产换取现金流——公司信息更新报告》-2024.7.4

《全额偿还到期美元债，融资端获支持力度充分——公司信息更新报告》-2024.6.7

《结转承压拖累业绩，多举措增厚现金储备——公司信息更新报告》-2024.4.30

● 销售维持前三，结算毛利承压，融资动作持续落地，维持“增持”评级

万科发布2024年中报。公司上半年业绩受多因素影响亏损，销售下滑拿地收缩，但负债结构有所改善，融资渠道畅通。受结转规模下降、计提减值扩大影响，我们下调盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润分别为-60.5、7.5、27.6亿元（原值为102.6、116.1、121.3亿元），EPS分别为-0.51、0.01、0.23元，当前股价对应PE估值分别为-13.3、1069.2、29.3倍，我们认为公司低价地结转结束后，盈利能力有望触底回升，维持“增持”评级。

● 上半年业绩亏损，项目结转拖累毛利率

公司2024上半年实现营收1427.8亿元，同比-28.9%；实现归母净利润-98.5亿元，同比-199.8%；经营性净现金流-51.76亿元。公司业绩亏损主要（1）结转规模下降，同时由于高价低毛利项目集中结转，上半年房地产开发业务毛利率下降13.5pct至6.8%；（2）为确保现金流加大库存价格折让力度，存货计提减值21.0亿元，针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）部分大宗资产交易和股权交易价格低于账面值。

● 销售规模下滑，行业排名保持稳健

公司2024上半年累计实现销售面积939.5万方，销售金额1273.3亿元，分别同比下降27.6%和37.6%，仍保持克而瑞销售前三排名；销售均价13553元/平米，同比下降13.8%。上半年公司累积获取项目3宗，总地价10.2亿元，权益地价7.8亿元。截至上半年末，公司已售未结金额3272亿元，较年初-9.2%。

● 融资渠道畅通，公开债务全部偿还

2024年以来公司贷款担保动作较频繁，上半年合计新增融资612亿元，新增融资综合成本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，获得招行牵头的200亿元银团贷款，落地交行65亿元固融资产包融资。截至上半年末，公司已完成73亿元的境内债和折合人民币约104亿元的境外债的偿付。

● **风险提示：**行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	503,838	465,739	354,091	339,564	331,713
YOY(%)	11.3	-7.6	-24.0	-4.1	-2.3
归母净利润(百万元)	22,689	12,163	-6,050	75	2,755
YOY(%)	0.7	-46.4	-149.7	101.2	3552.3
毛利率(%)	19.6	15.2	9.1	12.6	14.3
净利率(%)	7.5	4.4	-2.8	0.0	1.4
ROE(%)	9.3	5.1	-2.6	0.0	1.2
EPS(摊薄/元)	1.96	1.03	-0.51	0.01	0.23
P/E(倍)	3.4	6.6	-13.3	1069.2	29.3
P/B(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1415356	1150260	1017507	1100465	1023679
现金	137208	99814	70818	69533	67398
应收票据及应收账款	7511	7301	4557	7412	4894
其他应收款	272695	254840	146232	238387	137339
预付账款	60484	56745	34414	52122	32522
存货	907057	701696	738899	701448	760357
其他流动资产	30402	29864	22587	31564	21168
非流动资产	342449	354590	352909	352427	349084
长期投资	129512	130563	131790	133036	134320
固定资产	16740	19451	14403	13104	11761
无形资产	11548	10956	8645	6112	3260
其他非流动资产	184650	193620	198071	200176	199743
资产总计	1757805	1504850	1370416	1452892	1372763
流动负债	1077802	821785	761963	912298	907554
短期借款	4133	1064	70111	156375	240914
应付票据及应付账款	289242	221696	157120	191973	142541
其他流动负债	784427	599026	534732	563950	524100
非流动负债	274367	280131	215603	156286	83338
长期借款	249589	257635	193107	133789	60842
其他非流动负债	24778	22496	22496	22496	22496
负债合计	1352168	1101917	977566	1068584	990892
少数股东权益	162311	152149	148116	148166	150080
股本	11631	11931	11931	11931	11931
资本公积	22868	25052	25052	25052	25052
留存收益	215758	219844	212787	212877	216455
归属母公司股东权益	243325	250785	244735	236142	231790
负债和股东权益	1757805	1504850	1370416	1452892	1372763

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2750	3912	-7923	-6858	3619
净利润	37613	20456	-10083	126	4669
折旧摊销	6944	6764	7607	8209	9016
财务费用	2615	3715	4396	3683	3599
投资损失	-4116	-2688	1926	1383	1081
营运资金变动	-40554	-26918	-16316	-24247	-18280
其他经营现金流	248	2584	4547	3988	3534
投资活动现金流	-13030	-4616	-7796	-9023	-6639
资本支出	12827	8334	4699	6481	4389
长期投资	-2517	-2836	-1228	-1246	-1284
其他投资现金流	2314	6554	-1870	-1297	-966
筹资活动现金流	3439	-36813	-82324	-71669	-83653
短期借款	-10279	-3070	69048	86264	84538
长期借款	42246	8046	-64528	-59317	-72948
普通股增加	5	300	0	0	0
资本公积增加	2284	2185	0	0	0
其他筹资现金流	-30817	-44274	-86844	-98616	-95244
现金净增加额	-6284	-37482	-98043	-87549	-86674

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	503838	465739	354091	339564	331713
营业成本	405319	394784	321973	296712	284321
营业税金及附加	24394	18585	14129	13550	13237
营业费用	12412	12272	10269	10866	10615
管理费用	9584	5767	4426	4177	4014
研发费用	686	536	489	451	433
财务费用	2615	3715	4396	3683	3599
资产减值损失	-450	-3490	-5665	-4754	-4312
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	340	89	109	136
投资净收益	4116	2688	-1926	-1383	-1081
资产处置收益	13	11	-32	-23	-21
营业利润	52029	29252	-13730	1	6568
营业外收入	1302	1150	1150	1187	1197
营业外支出	923	596	1064	1010	898
利润总额	52408	29805	-13644	178	6867
所得税	14796	9350	-3561	53	2197
净利润	37613	20456	-10083	126	4669
少数股东损益	14924	8293	-4033	50	1914
归属母公司净利润	22689	12163	-6050	75	2755
EBITDA	71960	50643	2679	20220	30760
EPS(元)	1.96	1.03	-0.51	0.01	0.23

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.3	-7.6	-24.0	-4.1	-2.3
营业利润(%)	-1.0	-43.8	-146.9	100.0	806680.1
归属于母公司净利润(%)	0.7	-46.4	-149.7	101.2	3552.3
获利能力					
毛利率(%)	19.6	15.2	9.1	12.6	14.3
净利率(%)	7.5	4.4	-2.8	0.0	1.4
ROE(%)	9.3	5.1	-2.6	0.0	1.2
ROIC(%)	8.3	5.2	-0.6	1.5	2.5
偿债能力					
资产负债率(%)	76.9	73.2	71.3	73.5	72.2
净负债比率(%)	44.8	55.9	62.4	71.1	75.2
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.3	0.4	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	82.3	62.9	59.8	56.8	54.0
应付账款周转率	1.3	1.5	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.96	1.03	-0.51	0.01	0.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.33	-0.66	-0.57	0.30
每股净资产(最新摊薄)	20.39	21.02	20.51	19.79	19.43
估值比率					
P/E	3.4	6.6	-13.3	1069.2	29.3
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.9	9.0	176.9	24.8	16.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn