

萬科 - A (000002 CH)

銷售穩健增長

概要。我們首次覆蓋萬科 A 股，給予公司買入評級。萬科是國內最早進入長租公寓及装配式建築市場的發展商。我們將目標價定在 31.68 元人民幣，相當於過去五年平均預測市盈率 9 倍，上行空間為 16.8%。

- **配售新股增強資產負債表。**萬科于 2019 年 4 月完成配股。公司以每股 29.68 港元發行及配售 2.63 億股新 H 股。新股占擴大後全部已發行 H 股 16.67%，以及配售後總股本 2.33%。此次 H 股配售集資 77.8 億港元，主要用于償還債務。截至 2018 年 12 月，萬科淨負債比率 30.9%，新增股本進一步增強了公司資產負債表。
- **2019 年一季度利潤大增 25%。**萬科 2019 年一季度收入和淨利潤分別大幅增長 59.4% 至 484 億元（人民幣，下同），以及 25.2% 至 11.2 億元。利潤增長放緩是由于第一季所占規模較少所致。一季度已交付建面增加 88.2% 至 311 萬平，但僅占我們全年預測的 10.5%。另一方面，其他固定開支（包括銷售及行政開支，以及利息支出）並不隨已交付建面而改變。截至 2019 年 5 月，已售未結轉金額達到 7,046 億元或 4,779 萬平，這為來年提供了良好的盈利可見性。
- **今年前五個月合同銷售額增長 12%。**今年前五個月，合同銷售額及面積分別大增 12.0% 至 2,676 億元，以及 4.7% 至 1,661 萬平。萬科增長速度似乎較行業其他發展商慢，但仍是全國前三名發展商中增長速度最快的一家，較碧桂園（2007 HK）和恒大（3333 HK）為快。
- **應占土儲達 9,245 萬平。**萬科于今年首季收購了 19 個新項目，權益土儲為 599 萬平。截至 2019 年 3 月，總土儲及權益土儲分別為 1.53 億平及 9,245 萬平。此外，萬科參與了多個城市再發展項目，總權益建築面積為 348 萬平。目前土儲足以滿足未來三年的發展需要。
- **首次覆蓋，給予買入評級。**萬科是國內最早進入長租公寓及装配式建築市場的發展商。我們將目標價定在 31.68 元人民幣，相當於過去五年平均預測市盈率 9 倍，上行空間為 16.8%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	237,345	297,083	412,073	467,727	512,899
同比增長 (%)	3.7	25.2	38.7	13.5	9.7
淨收入(百萬元人民幣)	28,052	33,773	39,517	47,628	52,644
每股盈利(人民幣)	2.54	3.06	3.52	4.21	4.66
每股盈利變動 (%)	33.4	20.4	15.0	19.8	10.5
市盈率(倍)	9.7	8.1	7.0	5.8	5.3
市帳率(倍)	2.1	1.7	1.5	1.2	1.1
股息率 (%)	2.8	3.4	3.8	4.5	5.0
權益收益率 (%)	21.1	21.7	20.8	21.2	20.2
淨負債率 (%)	8.8	30.9	18.9	20.2	22.4

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	RMB31.68
潛在升幅	+16.8%
當前股價	RMB27.12

中國房地產行業

文幹森, CFA
 (852) 3900 0853
 samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇
 (852) 3761 8773
 huangchengyu@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	302,695
3 月平均流通量(百萬元港元)	1,584
52 周內股價高/低(港元)	33.60/20.40
總股本(百萬)	9.742(A)
	1,578(H)

資料來源：彭博

股東結構

深圳地鐵	28.69%
鉅盛華	14.33%
安邦	6.57%

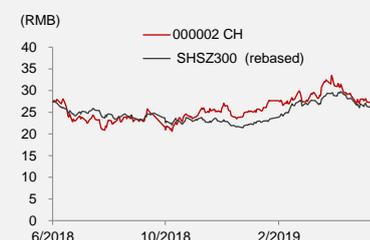
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.4%	1.8%
3-月	-9.7%	-4.2%
6-月	6.8%	-3.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	237,345	297,083	412,073	467,727	512,899
物業發展	225,761	278,083	387,646	437,313	476,662
物業投資	845	3,411	4,162	5,077	6,194
酒店	7,199	9,796	12,734	16,300	19,560
其他	3,538	5,793	7,531	9,037	10,483
銷售成本	(160,621)	(187,131)	(287,349)	(326,292)	(357,933)
毛利	76,723	109,952	124,725	141,435	154,966
其他收益	4,538	3,585	5,602	5,974	6,304
銷售費用	(6,262)	(7,868)	(10,302)	(11,225)	(11,797)
行政費用	(9,633)	(14,590)	(17,719)	(18,709)	(18,977)
其他費用	(1,193)	(2,113)	(2,060)	(2,339)	(2,564)
息稅前收益	64,173	88,966	100,245	115,136	127,931
融資成本	(4,061)	(8,181)	(7,327)	(7,282)	(7,581)
聯營/合營公司	4,569	6,280	7,200	7,940	8,620
特殊收入	0	0	0	0	0
稅前利潤	64,682	87,065	100,118	115,794	128,970
所得稅	(27,473)	(37,793)	(43,701)	(49,967)	(55,077)
少數股東權益權益	(9,157)	(15,500)	(16,900)	(18,200)	(21,250)
永續債	0	0	0	0	0
淨利潤	28,052	33,773	39,517	47,628	52,644

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	16,594	20,166	21,137	23,519	25,564
折舊和攤銷	591	603	792	846	950
營運資金變動	(4,061)	(8,055)	(11,374)	(4,100)	(3,600)
稅務開支	(7,210)	(8,159)	(11,250)	(12,615)	(12,865)
其他	(2,961)	(1,927)	2,334	(4,030)	(5,979)
經營活動所得現金淨額	2,953	2,628	1,639	3,619	4,069
購置固定資產	(2,931)	(1,677)	(1,892)	(2,496)	(2,512)
聯營公司	(2,097)	(3,056)	288	200	200
其他	(1,932)	(12,976)	(468)	(468)	(468)
投資活動所得現金淨額	(6,960)	(17,708)	(2,071)	(2,763)	(2,780)
股份發行	0	0	0	0	0
淨銀行借貸	17,149	24,789	(4,529)	0	2,000
股息	(2,762)	(3,960)	(3,553)	(3,963)	(4,271)
其他	(3,629)	10,907	0	0	0
融資活動所得現金淨額	10,758	31,736	(8,083)	(3,963)	(2,271)
現金增加淨額	6,751	16,655	(8,515)	(3,107)	(981)
年初現金及現金等價物	12,432	19,042	35,776	27,067	23,765
匯兌	(141)	79	(195)	(195)	(195)
年末現金及現金等價物	19,042	35,776	27,067	23,765	22,589
受限制現金	11,078	9,285	9,285	9,285	9,285
資產負債表的現金	30,120	45,062	36,352	33,050	31,874

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流動資產	147,794	233,508	264,820	291,200	311,400
物業、廠房及設備	10,735	22,645	23,200	23,500	24,400
聯營及合營公司	17,046	25,898	28,000	29,500	30,000
投資物業	81,224	129,528	165,000	192,000	212,000
無形資產	1,096	1,015	1,020	1,000	1,000
其他	37,693	54,421	47,600	45,200	44,000
流動資產	1,017,64	1,295,15	1,396,14	1,482,72	1,604,34
現金及現金等價物	174,121	188,417	201,140	194,524	195,549
應收貿易款項	238,405	331,839	343,000	325,000	355,000
存貨	597,487	754,310	840,000	950,000	1,040,000
其他	7,632	20,590	12,000	13,200	13,800
流動負債	847,355	1,121,91	1,198,00	1,258,00	1,344,80
借債	62,273	93,183	68,000	60,000	58,000
應付貿易賬款	352,677	486,726	520,000	550,000	580,000
合同負債	407,706	504,711	580,000	623,000	683,000
應付稅項	24,700	37,293	30,000	25,000	23,800
其他	0	0	0	0	0
非流動負債	131,410	171,129	188,800	202,120	220,550
借債	128,352	168,024	185,000	198,000	216,000
其他	3,058	3,105	3,800	4,120	4,550
股東權益	132,675	155,764	190,160	224,304	260,899
少數股東權益	53,999	79,857	84,000	89,500	89,500
永續債	0	0	0	0	0
總權益	186,674	235,621	274,160	313,804	350,399

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.1	93.6	94.1	93.5	92.9
物業投資	0.4	1.1	1.0	1.1	1.2
酒店	3.0	3.3	3.1	3.5	3.8
其他	1.5	1.9	1.8	1.9	2.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.3	37.0	30.3	30.2	30.2
稅前利率	27.0	29.9	24.3	24.6	24.9
淨利潤率	11.8	11.4	9.6	10.2	10.3
有效稅率	42.5	43.4	43.6	43.2	42.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
平均應收賬款周轉天數	366.6	407.7	303.8	253.6	252.6
平均應付帳款周轉天數	542.4	598.0	460.6	429.2	412.8
平均存貨周轉天數	1357.7	1471.3	1067.0	1062.7	1060.5
淨負債率	8.8	30.9	18.9	20.2	22.4
回報率 (%)					
資本回報率	21.1	21.7	20.8	21.2	20.2
資產回報率	3.2	3.2	3.4	3.7	3.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	2.54	3.06	3.52	4.21	4.66
每股股息(港元)	0.90	1.07	1.20	1.42	1.60
每股賬面值(人民幣)	12.02	14.11	16.83	19.85	23.08

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。