

萬科 (2202 HK)

股權之爭平息，令股價少了一個催化劑

❖ **退出鞍山、營口和撫順市場。**2017 年首季度全國商品房銷售表現仍然強勁，實現銷售額 23,182 億元人民幣，同比增長 25.1%。儘管首季度取得開門紅，但受近期愈發嚴厲的房地產調控措施影響，尤其是二套房的限貸政策，萬科預計今年剩餘時間商品房銷售增長將逐步放緩。截止 2016 年底，萬科已經進入 65 個內地城市，其中華東、珠三角和環渤海地區的表現優異。同時，由於公司在鞍山、營口和撫順的表現不如預期，萬科將計劃退出這些市場。受此影響，預計萬科 2017 年將在這些城市計提約 1-2 億元人民幣的存貨減值準備。

❖ **2017 利潤率將有所提高。**萬科 2017 年一季度收入 181 億元人民幣，同比增長 31.7%。但淨利潤卻減少了 16.5% 至 6.95 億元人民幣。淨利潤的下滑主要受季節性因素影響以及期內較高的銷售及行政費用所致。由於一季度交付的面積佔全年交付面積的比例並不大，因此我們相信萬科一季度的表現不能完全反映出今年全年情況。但同時我們也留意到一季度毛利率為 27.6%，同比提高了 0.3 個百分點。儘管管理層指出一季度的財務比率往往會出現較大波動，但他相信由於已售未入賬的商品房毛利率較以前的高出 2 個百分點，因此 2017 年的盈利能力將會所有提高。

❖ **拓展新業務發展機會。**除了主營的房地產開發業務外，萬科正積極探索其他新業務的發展可能。目前萬科擁有 10,000 套出租公寓，並計劃在未來增加至 80,000 套。2016 年，萬科聯合其他投資方收購了印力 96.55% 股權，並將印力定位為萬科商業開發和管理的平臺。同時，萬科還聯合其他合作方組建了兩隻商業地產投資基金，萬科將 42 個商業地產項目作價約 100 億元人民幣轉讓給上述投資基金，而投資基金則會委托印力集團實際運營資產。萬科物業作為萬科旗下的物業管理公司有機會在 2017 年下半年分拆，2016 年萬科物業管理收入達 40.6 億元人民幣，同比增長 44.9%。2016 年末在管面積達 3.7 億平方米，同比增加了 1.7 億平方米的在管面積。

❖ **股權之爭暫時平息。**在華潤集團向深圳地鐵出售所持萬科所有股權，以及恒大(3333 HK, 未評級)向深圳地鐵授予其投票權後，萬科的股權之爭暫時得到了平息。但我們看到這也會使得萬科股價失去一個上升催化劑。因此我們下調目標價由之前的 26.40 港元至 23.31 港元，相當於資產淨值折讓由之前的 20% 上調至 30%，盈利預測維持不變，重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	184,318	228,916	272,972	290,978	325,532
淨利潤 (百萬人民幣)	18,119	21,023	25,533	27,057	30,606
EPS (人民幣)	1.641	1.904	2.313	2.451	2.772
EPS 變動 (%)	N.A	16.0	21.5	6.0	13.1
市盈率(x)	10.7	9.2	7.6	7.1	6.3
市帳率(x)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
股息率 (%)	4.1	4.5	5.5	6.0	6.9
權益收益率 (%)	18.1	18.5	19.6	18.4	18.5
淨財務杠杆率 (%)	19.3	25.9	14.2	30.5	22.5

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$23.31
(上一次目標價)	HK\$26.40
潛在升幅	+18.4%
當前股價	HK\$19.68

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	238,208
3 月平均流通量 (百萬港元)	141.2
5 周內股價高/低 (港元)	24.1/14.56
總股本 (百萬)	1,315

資料來源：彭博

股東結構

深圳鉅盛華	24.3%
深圳地鐵	15.3%
恒大	14.1%
安邦保險	6.2%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.8%	-12.0%
3-月	-2.2%	-7.8%
6-月	-6.4%	-16.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.vanke.com

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	184,318	228,916	272,972	290,978	325,532
物業發展	178,931	222,408	264,975	281,350	314,072
建築	356	476	595	738	900
物業服務	2,800	4,055	5,069	6,185	7,421
其他	2,230	1,977	2,333	2,706	3,139
銷售成本	(138,626)	(170,602)	(204,003)	(217,441)	(243,272)
毛利	45,692	58,314	68,969	73,537	82,260
銷售費用	(4,138)	(5,161)	(6,005)	(6,693)	(7,162)
行政費用	(5,083)	(7,694)	(7,916)	(9,020)	(10,092)
其他收益	3,432	1,389	1,942	2,060	2,077
息稅前收益	39,903	46,848	56,990	59,884	67,084
融資成本	(1,779)	(2,310)	(2,797)	(3,186)	(3,507)
聯營公司	2,393	4,931	3,610	4,020	4,350
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	40,517	49,469	57,803	60,719	67,927
所得稅	(14,567)	(21,118)	(23,870)	(24,862)	(27,821)
非控制股東權益	(7,830)	(7,328)	(8,400)	(8,800)	(9,500)
淨利潤	18,119	21,023	25,533	27,057	30,606
核心淨利潤	18,119	21,023	25,533	27,057	30,606

來源: 公司、招銀國際研究預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	64,271	109,379	114,300	120,170	131,030
物業、廠房及設備	6,374	9,106	9,800	10,840	11,250
投資物業	7,610	12,097	13,000	14,200	16,200
聯營公司	33,503	61,702	72,000	75,000	83,000
無形資產	836	893	900	930	980
其他	15,948	25,582	18,600	19,200	19,600
流動資產	547,221	721,471	801,756	872,554	955,878
現金及現金等價物	53,180	87,032	108,756	96,854	106,248
應收貿易款項	118,577	159,543	164,000	180,500	201,000
存貨	367,507	466,225	520,000	585,000	638,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	7,957	8,671	9,000	10,200	10,630
流動負債	420,062	579,998	638,020	696,870	767,720
借債	26,646	43,350	45,000	52,000	46,500
應付貿易賬款	380,826	519,643	575,000	625,000	700,000
應付稅項	12,590	17,005	18,020	19,870	21,220
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	55,121	89,174	93,780	106,640	110,960
借債	52,844	85,514	90,000	102,600	106,500
遞延稅項	755	679	780	840	960
其他	1,521	2,981	3,000	3,200	3,500
少數股東權益	36,126	48,232	54,000	42,500	42,500
淨資產總值	100,184	113,445	130,256	146,714	165,728
股東權益	100,184	113,445	130,256	146,714	165,728

來源: 公司、招銀國際研究預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	39,903	46,848	56,990	59,884	67,084
折舊和攤銷	716	1,149	1,457	1,568	1,734
營運資金變動	(8,651)	13,196	(48,230)	(51,500)	(38,500)
稅務開支	(13,344)	(21,828)	(23,556)	(23,352)	(26,751)
其他	(2,577)	201	48,768	(2,335)	29,578
經營活動所得現金淨額	16,046	39,566	35,429	(15,735)	33,145
購置固定資產	(7,660)	(15,106)	(2,151)	(2,608)	(2,144)
聯營公司	(11,160)	(30,148)	(10,628)	(4,200)	(8,430)
其他	(2,127)	1,865	1,645	1,625	-
投資活動所得現金淨額	(20,947)	(43,389)	(11,134)	(5,183)	(10,574)
股份發行	82	0	-	-	-
淨銀行借貸	5,806	41,594	6,136	19,600	(1,600)
股息	(13,181)	(16,026)	(8,722)	(10,598)	(11,592)
其他	2,189	5,729	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(5,104)	31,297	(2,586)	9,002	(13,192)
現金增加淨額	(10,005)	27,474	21,709	(11,917)	9,379
年初現金及現金等價物	61,653	51,748	79,490	101,214	89,312
匯兌	100	269	15	15	15
年末現金及現金等價物	51,748	79,490	101,214	89,312	98,706
受限制現金	1,433	7,542	7,542	7,542	7,542
資產負債表的現金	53,180	87,032	108,756	96,854	106,248

來源: 公司、招銀國際研究預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.1	97.2	97.1	96.7	96.5
建築	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
物業服務	1.5	1.8	1.9	2.1	2.3
其他	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	24.8	25.5	25.3	25.3	25.3
稅前利率	22.0	21.6	21.2	20.9	20.9
淨利潤率	9.8	9.2	9.4	9.3	9.4
核心淨利潤率	9.8	9.2	9.4	9.3	9.4
有效稅率	36.0	42.7	41.3	40.9	41.0
增長比率 (%)					
收入	33.6	24.2	19.2	6.6	11.9
毛利	31.9	27.6	18.3	6.6	11.9
稅前利	35.1	22.1	16.8	5.0	11.9
淨利潤	15.1	16.0	21.5	6.0	13.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	33.6	24.2	19.2	6.6	11.9
速動比率 (x)	31.9	27.6	18.3	6.6	11.9
平均應收賬款周轉天數	234.8	254.4	219.3	226.4	225.4
平均應付賬款周轉天數	1,002.7	1,111.8	1,028.8	1,049.1	1,050.3
平均存貨周轉天數	967.6	997.5	930.4	982.0	957.2
淨負債 / 總權益比率 (%)	19.3	25.9	14.2	30.5	22.5
回報率 (%)					
資本回報率	18.1	18.5	19.6	18.4	18.5
資產回報率	4.2	3.4	3.7	3.6	3.7
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	1.641	1.904	2.313	2.451	2.772
每股股息 (人民幣)	0.720	0.790	0.960	1.050	1.200
每股賬面值 (人民幣)	9.20	10.28	11.80	13.29	15.01

來源: 公司、招銀國際研究預測

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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，並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，並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並不時自行及/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 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。