

万科 (2202 HK)

大型房企中的首选

- ❖ **首9月盈利增长26%**。万科2018年1-9月的收入增长53.3%至1,743亿元(人民币·下同)，同期净利润增长26.1%至140亿元。毛利率增加4.4个百分点至34.1%，毛利也上升76.2%至595亿元。交付面积增长32.5%至1,281万平，确认平均售价增长17.0%至12,921元/平方米。由于财务支出资本化减少而上升1.5倍、有效税率上升3.4个百分点至48.1%及少数股东权益扣减增加1.1倍，净利润率下跌1.7个百分点至8.0%。截至2018年9月底，已预售尚未结算的物业面积为3,849万平方米，相对的合同金额为5,524亿元。
- ❖ **销售增长放缓**。今年前10个月，万科合约销售增长12.1%至4,856亿，销售面积3,243万平方米，增长11.3%。万科于今年首10个月的销售金额增长略低于全国增长，主要在年初时可售货源不多。因此公司加快建筑节奏，万科今年前9个月新开工3,649万平方米，增长40.4%，已完成今年开工任务3,545万平方米。同期竣工面积为1,555万平方米，增长36.8%，为全年竣工计画2,631万平方米的59.1%，所以大部份2018年收入及利润可在第四季实现。
- ❖ **总权益土储9,244万平**。今年1-9月，万科收购了177个项目，新增权益土地储佣3,583万平方米，以投资金额计算，约83.6%投放在一二线城市。截止到今年9月，万科在建项目的权益面积达5,350万平方米，持作未来开发土地的权益面积达3,894万平方米。此外，公司也大力发展物流仓库行业，第三季度新收购19个项目，可出租面积为157万平方米；截止今年9月，万科的物流仓储业务总出租面积为783万平方米。
- ❖ **净负债率升至56.7%**。万科在一季度完成了普洛斯的私有化，在截至2018年9月底的过去9个月，公司在物业、厂房及设备增加了100亿元、在投资物业增加了59亿元及在联营公司的投资增加了378亿元，所以在今年一至三季的投资活动现金流出为711亿元，较去年同期增加425亿元。基于投资增加，万科在2018年9月底的净负债比率为56.7%，较去年底的8.8%增加47.9个百分点，但财政状况仍是可控。
- ❖ **轻微调高预测及目标价**。考虑了最新的财务状况及首三季业绩，我们轻微上调了FY18-20的盈利预测2.2-3.7%。此外，我们引进了19年底每股净资产预测46.68港元，目标价也由HK\$36.37轻微调高至HK\$37.34，相当于20%的折让。评级维持为**买入**。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	228,916	237,345	323,811	354,024	402,390
净利润(百万人民币)	21,023	28,052	33,477	38,061	45,188
每股盈利(人民币)	1.90	2.54	3.03	3.45	4.09
每股盈利变动(%)	16.0	33.4	19.3	13.7	18.7
市盈率(x)	12.0	9.0	7.6	6.6	5.6
市帐率(x)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
股息率(%)	3.4	3.9	4.6	5.2	6.2
权益收益率(%)	18.5	21.1	21.4	20.8	21.1
净财务杠杆率(%)	25.9	8.8	51.6	43.2	35.9

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$37.34
(过去目标价)	HK\$36.37
潜在升幅	+43.3%
当前股价	HK\$26.05

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	307.151
3月平均流通量(百万港元)	225.3
52周内股价高/低(港元)	42.85/21.5
总股本(百万)	1,315

资料来源：彭博

股东结构

深圳地铁	29.4%
深圳巨盛华	11.5%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.6%	18.5%
3-月	7.9%	15.5%
6-月	-5.6%	11.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.vanke.com

财务报表

利润表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	228,916	237,345	323,811	354,024	402,390
物業發展	222,408	226,841	311,142	338,925	384,390
建築	476	845	1,048	1,279	1,560
物業服務	4,055	6,964	8,496	10,195	12,234
其他	1,977	2,694	3,126	3,626	4,206
銷售成本	(170,602)	(160,621)	(221,938)	(247,822)	(281,773)
毛利	58,314	76,723	101,874	106,202	120,617
銷售費用	(5,161)	(6,262)	(7,771)	(8,143)	(9,255)
行政費用	(7,694)	(10,826)	(15,219)	(12,497)	(13,319)
其他收益	1,389	4,538	3,844	3,968	4,698
息稅前收益	46,848	64,173	82,727	89,530	102,741
融資成本	(2,310)	(4,061)	(7,992)	(7,317)	(7,339)
聯營公司	4,931	4,569	4,800	5,420	5,600
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	49,469	64,682	79,534	87,633	101,002
所得稅	(21,118)	(27,473)	(35,857)	(38,372)	(42,885)
非控制股東權益	(7,328)	(9,157)	(10,200)	(11,200)	(12,930)
淨利潤	21,023	28,052	33,477	38,061	45,188
核心淨利潤	21,023	28,052	33,477	38,061	45,188

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	109,379	147,794	225,960	239,820	252,470
物業、廠房及設備	9,106	10,735	21,500	23,200	23,500
投資物業	12,097	17,046	23,400	28,000	27,000
聯營公司	61,702	81,224	125,000	140,000	158,000
無形資產	893	1,096	1,060	1,020	980
其他	25,582	37,693	55,000	47,600	42,990
流動資產	721,471	1,017,645	1,202,406	1,291,585	1,381,005
現金及現金等價物	87,032	174,121	135,406	141,785	148,805
應收貿易款項	159,543	238,405	360,000	343,000	325,000
存貨	466,225	597,487	700,000	800,000	900,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	8,671	7,632	7,000	6,800	7,200
流動負債	579,998	847,355	1,018,200	1,075,500	1,126,800
借債	43,350	62,273	85,000	72,000	60,000
應付貿易賬款	519,643	760,383	910,000	980,000	1,043,000
應付稅項	17,005	24,700	23,200	23,500	23,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	89,174	131,410	175,450	189,220	202,550
借債	85,514	128,352	171,500	185,000	198,000
遞延稅項	679	358	950	1,020	1,050
其他	2,981	2,701	3,000	3,200	3,500
少數股東權益	48,232	53,999	78,500	84,000	89,500
淨資產總值	113,445	132,675	156,216	182,685	214,625
股東權益	113,445	132,675	156,216	182,685	214,625

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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	46,848	64,173	82,727	89,530	102,741
折舊和攤銷	1,149	1,929	2,147	4,300	4,640
營運資金變動	13,196	(47,345)	(196,785)	(63,000)	(62,000)
稅務開支	(21,828)	(26,514)	(39,614)	(35,502)	(42,195)
其他	201	90,079	110,328	40,077	39,171
經營活動所得現金淨額	39,566	82,323	(41,197)	35,406	42,358
購置固定資產	(15,106)	(41,043)	(12,912)	(6,000)	(4,940)
聯營公司	(30,148)	(24,036)	(43,144)	(14,800)	(18,400)
其他	1,865	13,466	2,495	2,615	-
投資活動所得現金淨額	(43,389)	(51,613)	(53,561)	(18,185)	(23,340)
股份發行	0	-	-	-	-
淨銀行借貸	41,594	63,942	65,876	500	1,000
股息	(16,026)	(19,134)	(9,936)	(11,592)	(13,248)
其他	5,729	10,457	-	-	-
融資活動所得現金淨額	31,297	55,265	55,940	(11,092)	(12,248)
現金增加淨額	27,474	85,974	(38,819)	6,129	6,769
年初現金及現金等價物	51,748	79,490	164,326	125,757	132,136
匯兌	269	(1,139)	250	250	250
年末現金及現金等價物	79,490	164,326	125,757	132,136	139,156
受限制現金	7,542	9,795	9,649	9,649	9,649
資產負債表的現金	87,032	174,121	135,406	141,785	148,805

來源: 公司、招銀國際研究預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.2	95.6	96.1	95.7	95.5
建築	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
物業服務	1.8	2.9	2.6	2.9	3.0
其他	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.5	32.3	31.5	30.0	30.0
稅前利率	21.6	27.3	24.6	24.8	25.1
淨利潤率	9.2	11.8	10.3	10.8	11.2
核心淨利潤率	9.2	11.8	10.3	10.8	11.2
有效稅率	42.7	42.5	45.1	43.8	42.5
增長比率 (%)					
收入	24.2	3.7	36.4	9.3	13.7
毛利	27.6	31.6	32.8	4.2	13.6
稅前利	22.1	30.8	23.0	10.2	15.3
淨利潤	16.0	33.4	19.3	13.7	18.7
資產負債比率					
流動比率(x)	24.2	3.7	36.4	9.3	13.7
速動比率(x)	27.6	31.6	32.8	4.2	13.6
平均應收賬款周轉天數	254.4	366.6	405.8	353.6	294.8
平均應付帳款周轉天數	1,111.8	1,727.9	1,496.6	1,443.4	1,351.1
平均存貨周轉天數	997.5	1,357.7	1,151.2	1,178.3	1,165.8
淨負債/總權益比率 (%)	25.9	8.8	51.6	43.2	35.9
回報率 (%)					
資本回報率	18.5	21.1	21.4	20.8	21.1
資產回報率	3.4	3.2	3.1	3.2	3.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.904	2.541	3.033	3.448	4.093
每股股息(人民幣)	0.790	0.900	1.050	1.200	1.420
每股賬面價值(人民幣)	10.28	12.02	14.15	16.55	19.44

來源: 公司、招銀國際研究預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。