

萬科 (2202 HK)

大型房企中的首選

- ❖ **首9月盈利增長26%**。萬科2018年1-9月的收入增長53.3%至1,743億元(人民幣·下同)，同期淨利潤增長26.1%至140億元。毛利率增加4.4個百分點至34.1%，毛利也上升76.2%至595億元。交付面積增長32.5%至1,281萬平，確認平均售價增長17.0%至12,921元/平方米。由於財務支出资本化減少而上升1.5倍、有效稅率上升3.4個百分點至48.1%及少數股東權益扣減增加1.1倍，淨利潤率下跌1.7個百分點至8.0%。截至2018年9月底，已預售尚未結算的物業面積為3,849萬平方米，相對的合同金額為5,524億元。
- ❖ **銷售增長放緩**。今年前10個月，萬科合約銷售增長12.1%至4,856億，銷售面積3,243萬平方米，增長11.3%。萬科於今年首10個月的銷售金額增長略低於全國增長，主要在年初時可售貨源不多。因此公司加快建築節奏，萬科今年前9個月新開工3,649萬平方米，增長40.4%，已完成今年開工任務3,545萬平方米。同期竣工面積為1,555萬平方米，增長36.8%，為全年竣工計畫2,631萬平方米的59.1%，所以大部份2018年收入及利潤可在第四季實現。
- ❖ **總權益土儲9,244萬平**。今年1-9月，萬科收購了177個項目，新增權益土地儲備3,583萬平方米，以投資金額計算，約83.6%投放在一二線城市。截止到今年9月，萬科在建項目的權益面積達5,350萬平方米，持作未來開發土地的權益面積達3,894萬平方米。此外，公司也大力發展物流倉庫行業，第三季度新收購19個項目，可出租面積為157萬平方米；截止今年9月，萬科的物流倉儲業務總出租面積為783萬平方米。
- ❖ **淨負債率升至56.7%**。萬科在一季度完成了普洛斯的私有化，在截至2018年9月底的過去9個月，公司在物業、廠房及設備增加了100億元、在投資物業增加了59億元及在聯營公司的投資增加了378億元，所以在今年一至三季的投資活動現金流出為711億元，較去年同期增加425億元。基於投資增加，萬科在2018年9月底的淨負債比率為56.7%，較去年底的8.8%增加47.9個百分點，但財政狀況仍是可控。
- ❖ **輕微調高預測及目標價**。考慮了最新的財務狀況及首三季業績，我們輕微上調了FY18-20的盈利預測2.2-3.7%。此外，我們引進了19年底每股淨資產預測46.68港元，目標價也由HK\$36.37輕微調高至HK\$37.34，相當於20%的折讓。評級維持為買入。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	228,916	237,345	323,811	354,024	402,390
淨利潤(百萬人民幣)	21,023	28,052	33,477	38,061	45,188
每股盈利(人民幣)	1.90	2.54	3.03	3.45	4.09
每股盈利變動(%)	16.0	33.4	19.3	13.7	18.7
市盈率(x)	12.0	9.0	7.6	6.6	5.6
市帳率(x)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
股息率(%)	3.4	3.9	4.6	5.2	6.2
權益收益率(%)	18.5	21.1	21.4	20.8	21.1
淨財務杠杆率(%)	25.9	8.8	51.6	43.2	35.9

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$37.34
(過去目標價)	HK\$36.37
潛在升幅	+43.3%
當前股價	HK\$26.05

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)	307.151
3月平均流通量(百萬港元)	225.3
52周內股價高/低(港元)	42.85/21.5
總股本(百萬)	1,315

資料來源：彭博

股東結構

深圳地鐵	29.4%
深圳鉅盛華	11.5%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	17.6%	18.5%
3-月	7.9%	15.5%
6-月	-5.6%	11.5%

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

財務報表

利潤表

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
購買固定資產	(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
平均應付賬款周轉天數	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）發表於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。

招銀證券投資評級

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

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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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資訊，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。