

万科 (2202 HK)

边际利润改善带动盈利上升

❖ **2017 上半年纯利增加 37%**。因为 2017 上半年交付面积减少 10.8% 至 584 万平方米，期内的营业额下降 4.5% 至 676 亿元(人民币·下同)。不过，毛利率扩大 8.3 个百分点至 30.4%，期内的毛利增加 31.5% 至 206 亿元；而且，2017 上半年有效税率减少 2.4 个百分点至 39.5%，万科 2017 上半年的纯利上升 36.5% 至 73 亿元。

❖ **中国房地产销售第二位**。万科 2017 年 1-7 月份的合同销售金额增加 43.8% 至 3,127 亿元，成为国内第二大的房地产商，我们估计万科在今年余下的日子每月平均销售金额为 400 亿元，所以预期全年销售为 5,000 亿元。以地理位置区分，上海区域、南方区域、北京区域及中西部区域分别占 2017 上半年的销售金额为 30.1%、26.2%、25.5% 及 17.8%。截至 6 月底，约 3,838 亿元或 2,983 万平方米的物业已预售及等待交付。

❖ **6 月及 7 月达成两项大交易**。万科最近参与两项大型收购行动。在 2017 年 7 月 17 日，公司宣布组成财团收购新加坡上市公司普洛斯(GLP SP)，总收购价为 159 亿新加坡元或 900 亿港元，万科将占财团的 21.4% 权益，其他参与方包括厚朴投资、高瓴资本、中银投资及普洛斯 CEO 梅志明，这项收购不单帮助万科扩张其仓库规模，更有助公司加强管理物流业务的知识。在 2017 年 6 月 30 日，万科成功夺得广东国际信托的地产资产包，资产包括在广州越秀区及荔湾区的 16 块土地，总楼面面积达 211 万平方米，共斥资 551 亿元。

❖ **于 2017 年底的净负债将上升**。截至 6 月底，万科手持现金为 1,076 亿元，同期的借贷总额为 1,392 亿元，净负债比率由 2016 年 12 月的 25.9% 下降至 2017 年 6 月的 19.6%。近来的收购行动将加重公司的财务负担，我们预期至 2017 年末的净负债比率将上升至 44.1%，但我们相信其财政状况仍然安全。

❖ **吸引的商业模式**。万科表示 40 个地产项目是与轨道交通连接，我们相信这经营模式可加速公司业务发展。因为边际利润的改善，我们分别调高 2017-19 年的盈利预测 11.7% 至 285 亿元、16.5% 至 315 亿元及 17.3% 至 359 亿元。经过最近的收购，我们上调资产净值预测由 33.0 港元至 39.19 港元，目标价由之前的 23.31 港元上调至 27.43 港元，相当于资产净值折让的 30%。重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	184,318	228,916	268,504	297,970	348,456
净利润(百万人民币)	18,119	21,023	28,525	31,509	35,891
每股盈利(人民币)	1.641	1.904	2.584	2.854	3.251
每股盈利变动(%)	14.8	16.0	35.7	10.5	13.9
市盈率(x)	12.0	10.4	7.6	6.9	6.1
市帐率(x)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
股息率(%)	3.6	4.0	5.3	5.9	6.6
权益收益率(%)	18.1	18.5	21.4	20.6	20.4
净财务杠杆率(%)	19.3	25.9	44.1	24.8	25.2

数据来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$27.43
(过去目标价)	HK\$23.31
潜在升幅	+18.4%
当前股价	HK\$22.95

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)	295,226
3 月平均流通量(百万港元)	362
5 周内股价高/低(港元)	24.2/17.4
总股本(百万)	11,039

数据源: 彭博

股东结构

深圳地铁	29.4%
深圳钜盛华	25.4%
安邦保险	6.7%

数据源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.3%	1.8%
3-月	13.3%	5.5%
6-月	16.8%	2.3%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: KPMG

公司网站: 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	268,504	297,970	348,456
物業發展	178,931	222,408	260,507	288,342	336,996
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)	(192,836)	(214,035)	(253,725)
毛利	45,692	58,314	75,668	83,935	94,731
銷售費用	(4,138)	(5,161)	(5,907)	(6,853)	(7,666)
行政費用	(5,083)	(7,694)	(8,458)	(9,684)	(11,325)
其他收益	3,432	1,389	1,814	1,674	1,993
息稅前收益	39,903	46,848	63,117	69,072	77,733
融資成本	(1,779)	(2,310)	(2,829)	(3,113)	(3,335)
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	63,898	69,979	78,749
所得稅	(14,567)	(21,118)	(26,974)	(29,671)	(33,357)
非控制股東權益	(7,830)	(7,328)	(8,400)	(8,800)	(9,500)
淨利潤	18,119	21,023	28,525	31,509	35,891
核心淨利潤	18,119	21,023	28,525	31,509	35,891

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	136,070	142,140	147,670
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	8,500	8,850	9,200
聯營公司	33,503	61,702	84,000	88,000	92,000
無形資產	836	893	1,085	1,050	1,020
其他	15,948	25,582	32,685	33,400	34,200
流動資產	547,221	721,471	817,278	926,125	1,019,379
現金及現金等價物	53,180	87,032	57,278	94,125	89,579
應收貿易款項	118,577	159,543	180,000	201,000	225,000
存貨	367,507	466,225	575,000	625,000	698,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	7,957	8,671	5,000	6,000	6,800
流動負債	420,062	579,998	673,500	766,200	831,500
借債	26,646	43,350	45,000	52,000	46,500
應付貿易賬款	380,826	519,643	615,000	700,000	770,000
應付稅項	12,590	17,005	13,500	14,200	15,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	55,121	89,174	96,600	96,900	105,300
借債	52,844	85,514	93,000	93,000	101,000
遞延稅項	755	679	600	700	800
其他	1,521	2,981	3,000	3,200	3,500
少數股東權益	36,126	48,232	50,000	52,000	54,000
淨資產總值	100,184	113,445	133,248	153,165	176,249
股東權益	100,184	113,445	133,248	153,165	176,249

來源: 公司、招銀國際研究預測

现金流量表

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	63,117	69,072	77,733
折舊和攤銷	716	1,149	1,457	1,568	1,734
營運資金變動	(8,651)	13,196	(119,230)	(41,000)	(62,000)
稅務開支	(13,344)	(21,828)	(31,360)	(29,271)	(32,857)
其他	(2,577)	201	75,062	47,192	28,081
經營活動所得現金淨額	16,046	39,566	(10,954)	47,562	12,691
購置固定資產	(7,660)	(15,106)	(2,151)	(2,608)	(2,144)
聯營公司	(11,160)	(30,148)	(18,628)	(5,000)	(4,800)
其他	(2,127)	1,865	1,211	1,470	-
投資活動所得現金淨額	(20,947)	(43,389)	(19,568)	(6,138)	(6,944)
股份發行	82	0	-	-	-
淨銀行借貸	5,806	41,594	9,136	7,000	2,500
股息	(13,181)	(16,026)	(8,722)	(11,592)	(12,806)
其他	2,189	5,729	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(5,104)	31,297	414	(4,592)	(10,306)
現金增加淨額	(10,005)	27,474	(30,107)	36,832	(4,560)
年初現金及現金等價物	61,653	51,748	79,490	49,398	86,244
匯兌	100	269	15	15	15
年末現金及現金等價物	51,748	79,490	49,398	86,244	81,699
受限制現金	1,433	7,542	7,880	7,880	7,880
資產負債表的現金	53,180	87,032	57,278	94,125	89,579

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	97.0	96.8	96.7
建築	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
物業服務	1.5	1.8	1.9	2.1	2.1
其他	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
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	28.2	28.2	27.2
稅前利率	22.0	21.6	23.8	23.5	22.6
淨利潤率	9.8	9.2	10.6	10.6	10.3
核心淨利潤率	9.8	9.2	10.6	10.6	10.3
有效稅率	36.0	42.7	42.2	42.4	42.4
增長比率 (%)					
收入	33.6	24.2	17.3	11.0	16.9
毛利	31.9	27.6	29.8	10.9	12.9
稅前利	35.1	22.1	29.2	9.5	12.5
淨利潤	15.1	16.0	35.7	10.5	13.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	33.6	24.2	17.3	11.0	16.9
速動比率 (x)	31.9	27.6	29.8	10.9	12.9
平均應收賬款周轉天數	234.8	254.4	244.7	246.2	235.7
平均應付賬款周轉天數	1,002.7	1,111.8	1,164.1	1,193.7	1,107.7
平均存貨周轉天數	967.6	997.5	1,088.4	1,065.8	1,004.1
淨負債/總權益比率 (%)	19.3	25.9	44.1	24.8	25.2
回報率 (%)					
資本回報率	18.1	18.5	21.4	20.6	20.4
資產回報率	4.2	3.4	3.9	3.8	3.9
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	1.641	1.904	2.584	2.854	3.251
每股股息 (人民幣)	0.720	0.790	1.050	1.160	1.300
每股賬面值 (人民幣)	9.20	10.28	12.07	13.87	15.97

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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。