萬科(2202 HK, HK$21.65, 目標價：HK$26.40, 買入）— 新的「軌道+物業」發展模式

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

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

萬科 (2202 HK)

評級	買入
收市價	HK$21.65
目標價	HK$26.40
市值 (港幣百萬)	261,339
過去 1 月平均交易 (港幣百萬)	129
52 周高/低 (港幣)	24.1/14.56
發行股數 (百萬)	11,039
主要股東	深圳鉅盛華(24.3%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	16.3%	14.4%
3 月	29.4%	14.6%
6 月	12.1%	9.0%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

- **2016 年純利增加 16%。**受惠於交付面積增加 21%至 2,053 萬平方米，萬科 2016 年營業額上升 24.2%至 2,289 億元(人民幣，下同)。雖然 2016 年毛利率增加 0.7 個百分點至 25.5%，但出售資產減少、匯兌損失及更高的土地增值稅，因此 2016 年的純利率收窄 0.6 個百分點至 9.2%，而同期的純利上升 16.0%至 210 億元，較我們預期的 222 億元少 5.4%。2016 年竣工面積增加 29.4%至 2,237 萬平方米，較年初的計劃高 8.3%。截至 2016 年 12 月底，已預售仍待確認收入的物業價值為 2,782 億元或面積為 2,280 萬平方米。

- **2017 年合同銷售目標估計為 4,800 億元。**2016 年的合同銷售金額及面積分別增加 39.5%至 3,648 億元及 33.8%至 2,765 萬平方米。雖然公司市場第一的地位被取代，但其 2016 年市場佔有率仍增加 0.1 個百分點至 3.1%。2017 年 1-2 月的合同銷售金額增加 108%至 866 億元，我們預期其 2017 年市場佔有率仍會上升。於 2017 年，萬科計劃新開工的面積為 2,924 萬平方米，竣工面積為 2,448 萬平方米，我們估計公司 2017 年的合同銷售金額可達 4,800 億元。

- **股東爭執可見曙光。**隨著華潤集團在 2017 年 1 月將其持有的股份轉讓予深圳地鐵及恆大集團(3333 HK, 未評級) 在 2017 年 3 月將其投票權授予深圳地鐵，深圳地鐵即成為萬科的決策者。未來數年，萬科會轉換至「軌道+物業」的發展模式以面對目前過熱的房地產市場，是項發展不單規限在深圳市，更會在國內不同的城市發展。

- **擴大收入來源。**除了房地產業務，萬科開拓新業務，例如：物流地產、出租住宅、滑雪業務及養老業務。雖然新業務只佔萬科的營業額很少比例，但可擴大未來的收入來源。於 2016 年底，萬科已獲取 18 個物流地產項目，可出租面積為 147 萬平方米，同時管理及營運 3 個滑雪項目。

- **上調目標價至 26.4 港元。**萬科在國內擁有 600 個項目，於 2016 年底，在發展中及計劃中的物業總面積分別為 5,442 萬平方米及 5,297 萬平方米。我們將 2017 年盈利預測上調 3.7%至 255 億元，2018 年盈利預測則下調 3.8%至 271 億元。我們引入 2017 年每股資產淨值預測為 33.0 港元。目標價由 26.14 港元上調至 26.4 港元，相等於 20%的資產淨值折讓率，維持「**買入**」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	184,318	228,916	272,972	290,978	325,532
淨利潤 (百萬元人民幣)	18,119	21,023	25,533	27,057	30,606
每股收益 (人民幣)	1.641	1.904	2.313	2.451	2.772
每股收益變動 (%)	14.8	16.0	21.5	6.0	13.1
市盈率(x)	11.7	10.1	8.3	7.9	6.9
市帳率 (x)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.3
股息率 (%)	3.7	4.1	5.0	5.4	6.2
權益收益率 (%)	18.1	18.5	19.6	18.4	18.5
淨財務槓杆率 (%)	19.3	25.9	14.2	30.5	22.5

來源: 公司、招銀國際證券預測

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、招銀國際證券預測

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、招銀國際證券預測

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、招銀國際證券預測

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
平均應付帳款周轉天數	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。而過去的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，並可能會受標的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責任。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。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。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。