

万科(2202 HK, HK\$20.60 目标价: HK\$26.14, 买入) — 股权争夺为「长线痛苦、短线有利」

- ❖ **2016上半年纯利增加11%。**受惠于交付面积增加43.6%至655万平方米，万科2016上半年营业额上升48.6%至707亿元(人民币·下同)，因为西部及华中的房地产市场于2014年表现欠佳，2016上半年的毛利率缩减4.4个百分点至22.1%。而且有效税率较去年同期增加6.5个百分点至41.9%，因此2016上半年的纯利增加10.4%至53.5亿元。
- ❖ **销售表现亮丽。**2016年1-7月的合同销售金额及面积分别增加62.6%至2,175亿元及49.1%至1,617万平方米。虽然股东之间出现纠纷，并没有影响销售的表现，合同销售创了公司的历史纪录，我们估计万科在2016年的销售金额达4,000亿元，即截至7月，公司完成我们估计的目标54.3%。
- ❖ **多一个竞价者。**自深圳巨盛华成为万科的最大股东后，恒大(3333 HK)在2016年8月加入战场，现持有万科6.82%股权。基于股东之间及管理层缺乏信任，万科的部份业务计划受到影响。而且团队的稳定性也受损，万科的员工离职率自6月及7月明显上升，此不确定性也影响新加入的员工。
- ❖ **良好的资产负债表。**净负债比率由2015年末的19.3%下降至2016年中的14.1%，万科是众多的内房公司中负债较低的一家。公司在2016上半年新购入70个项目，应占权益楼面面积为849万平方米。股东的纠纷可能令公司的收购计划放慢下来，部份的商业伙伴在7-8月要求更改条款、暂停合作或终止商讨，所以缓慢的扩张计划令负债降低。
- ❖ **调高目标价。**万科在2016上半年竣工面积同比增加35.8%至703万平方米，公司预计2016全年竣工面积为2,066万平方米。截至2016年中，已预售仍待入账的物业金额及面积分别较2015年末增加30.6%至2,977亿元及38.4%至2,405万平方米，我们认为公司盈利可观性高。我们维持2016-18年的盈利预测及2016年末的资产净值预测不变，但我们相信恒大的加入将会在短线推高股价。我们将目标价由22.88港元上调至26.14港元，相等于20%的资产净值折让率，维持「买入」评级。

万科(2202 HK)

评级	买入
收市价	HK\$20.60
目标价	HK\$26.14
市值(港币百万)	306,791
过去1月平均交易(港币百万)	360
52周高/低(港币)	24.1/14.56
发行股数(百万)	22,211
主要股东	深圳巨盛华(24.3%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1月	25.6%	20.3%
3月	15.6%	-0.2%
6月	17.9%	-0.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万元人民币)	137,994	184,318	215,243	232,955	252,907
净利润(百万元人民币)	15,745	18,119	22,231	24,619	28,126
每股收益(人民币)	1.429	1.641	2.012	2.228	2.546
每股收益变动(%)	4.1	14.8	22.6	10.7	14.2
市盈率(x)	12.4	10.8	8.8	8.0	7.0
市帐率(x)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	2.8	4.1	4.8	5.4	6.2
权益收益率(%)	17.9	18.1	19.4	19.0	19.1
净财务杠杆率(%)	5.4	19.3	10.9	12.2	11.5

来源: 公司、招銀国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	137,994	184,318	215,243	232,955	252,907
物业发展	133,752	178,931	208,717	224,985	243,446
建筑	1,548	356	435	543	674
物业服务	1,874	2,800	3,416	4,270	5,124
其他	820	2,230	2,676	3,158	3,663
销售成本	(103,359)	(138,626)	(158,563)	(170,639)	(183,731)
毛利	34,635	45,692	56,680	62,317	69,175
销售费用	(4,522)	(4,138)	(4,951)	(5,940)	(6,576)
行政费用	(4,088)	(5,083)	(6,457)	(7,222)	(7,840)
其他收益	3,465	3,432	2,175	2,470	2,698
息税前收益	29,490	39,903	47,448	51,624	57,458
融资成本	(1,547)	(1,779)	(1,805)	(1,805)	(1,850)
联营公司	2,043	2,393	3,228	3,610	4,020
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	29,987	40,517	48,871	53,429	59,628
所得税	(10,699)	(14,567)	(18,390)	(20,409)	(22,702)
非控制股东权益	(3,542)	(7,830)	(8,250)	(8,400)	(8,800)
净利润	15,745	18,119	22,231	24,619	28,126
核心净利润	15,745	18,119	22,231	24,619	28,126

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	43,603	64,271	69,030	74,094	80,080
物业、厂房及设备	4,803	6,374	6,500	6,800	7,200
投资物业	5,072	7,610	8,500	9,000	9,600
联营公司	19,234	33,503	38,000	42,000	46,500
无形资产	757	836	880	900	980
其他	13,737	15,948	15,150	15,394	15,800
流动资产	465,037	547,221	570,293	608,414	646,340
现金及现金等价物	62,715	53,180	62,493	61,214	63,940
应收贸易款项	83,315	118,577	122,000	128,000	138,000
存货	314,930	367,507	380,000	413,000	438,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	4,076	7,957	5,800	6,200	6,400
流动负债	345,654	420,062	430,600	454,500	475,300
借债	22,832	26,646	24,200	25,000	25,800
应付贸易账款	313,967	380,826	400,000	423,000	443,000
应付税项	8,855	12,590	6,400	6,500	6,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	47,092	55,121	56,100	58,150	61,235
借债	46,149	52,844	55,000	57,000	60,000
递延税项	821	755	880	900	960
其他	122	1,521	220	250	275
少数股东权益	27,729	36,126	38,000	40,000	42,500
净资产总值	88,165	100,184	114,623	129,858	147,385
股东权益	88,165	100,184	114,623	129,858	147,385

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	29,490	39,903	47,448	51,624	57,458
折旧和摊销	549	716	956	975	1,020
营运资金变动	26,764	(8,651)	(12,116)	(33,000)	(28,000)
税务开支	(12,554)	(13,344)	(23,938)	(20,433)	(22,848)
其他	(2,524)	(2,577)	7,622	10,798	8,000
经营活动所得现金净额	41,725	16,046	19,972	9,964	15,630
购置固定资产	1,953	(7,660)	(1,082)	(1,275)	(1,420)
联营公司	(2,280)	(11,160)	(2,340)	(4,400)	(4,700)
其他	(3,160)	(2,127)	990	1,001	-
投资活动所得现金净额	(3,487)	(20,947)	(2,432)	(4,674)	(6,120)
股份发行	-	82	-	-	-
净银行借贷	(7,843)	5,806	(291)	2,800	3,800
股息	(10,997)	(13,181)	(7,948)	(9,384)	(10,598)
其他	(777)	2,189	-	-	-
融资活动所得现金净额	(19,617)	(5,104)	(8,239)	(6,584)	(6,798)
现金增加净额	18,620	(10,005)	9,300	(1,294)	2,712
年初现金及现金等价物	43,004	61,653	51,748	61,060	59,781
汇兑	29	100	12	15	15
年末现金及现金等价物	61,653	51,748	61,060	59,781	62,508
受限制现金	1,062	1,433	1,433	1,433	1,433
资产负债表上的现金	62,715	53,180	62,493	61,214	63,940

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	96.9	97.1	97.0	96.6	96.3
建筑	1.1	0.2	0.2	0.2	0.3
物业服务	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0
其他	0.6	1.2	1.2	1.4	1.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.1	24.8	26.3	26.8	27.4
税前利率	21.7	22.0	22.7	22.9	23.6
净利润率	11.4	9.8	10.3	10.6	11.1
核心净利润率	11.4	9.8	10.3	10.6	11.1
有效税率	35.7	36.0	37.6	38.2	38.1
增长比率 (%)					
收入	8.3	33.6	16.8	8.2	8.6
毛利	(0.0)	31.9	24.0	9.9	11.0
税前利	7.7	35.1	20.6	9.3	11.6
净利润	4.1	15.1	22.7	10.7	14.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	8.3	33.6	16.8	8.2	8.6
速动比率 (x)	(0.0)	31.9	24.0	9.9	11.0
平均应收账款周转天数	220.4	234.8	206.9	200.6	199.2
平均应付账款周转天数	1,108.7	1,002.7	920.8	904.8	880.1
平均存货周转天数	1,112.1	967.6	874.7	883.4	870.1
净负债/ 总权益比率 (%)	5.4	19.3	10.9	12.2	11.5
回报率 (%)					
资本回报率	17.9	18.1	19.4	19.0	19.1
资产回报率	3.8	4.2	4.8	4.8	5.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.429	1.641	2.012	2.228	2.546
每股股息(人民币)	0.500	0.720	0.850	0.960	1.100
每股账面值(人民币)	7.99	9.20	10.37	11.75	13.34

来源: 公司、招银国际证券预测

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风险。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。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。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。