

万科 (2202 HK)

积极的土地补充提升资产净值

- ❖ **前9个月销售已超去年全年。**由于9月份万科在深圳和北京地区有多个项目开售，单月合约销售额达463亿元人民币，环比增长25.1%，同比增长82.5%。截止到9月末，公司实现合约销售3,961亿元人民币，增长50.7%；合约销售面积达266万平方米，增长33.8%；平均销售价格为14,866元人民币/平米，增长12.6%。但从季度上看，由于银行房贷收紧以及房地产调控，三季度销售较二季度下滑了6.3%，较一季度下滑了20.9%。
- ❖ **房地产调控使得销售增长放缓。**根据万科9月销售电话会议透露，受一/二线城市限购限贷政策影响，公司三季度销售较二季度下滑6.3%。同时，M2增速持续放缓，首套房房贷利率也较年初有所上升，增加了刚需买家和投资客的购房压力。公司预计房地产市场持续整合，大型开发商的市占率将继续上升。
- ❖ **积极补充土地储备。**今年上半年，公司新增79个项目，建筑面积合计1,560万平方米。由于今年销售向好，公司也加快土地补充的节奏，在三季度新增67个项目，建筑面积合计1,172万平方米。同时，万科在7月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，总建筑面积达211万平方米，共斥资551亿元。我们认为公司积极补充土地储备将有助于提高资产净值。根据上海证券报报道，万科成为第一家在雄安新区注册公司的房企，反映了万科在市场的领先地位。
- ❖ **业务发展多元化。**在参与普洛斯(GLP SP)私有化后，万科在10月宣布成立物流地产基金，基金规模达60亿元人民币，万科出资15亿元人民币，占25%。在三季度，公司共投资14块物流地产，权益建筑面积达105万平方米。万科同时也积极开拓长租公寓并计划在今年年底进驻18个城市，房间数量达一千万，其中一半的房间数量将采用轻资产运营模式。公司积极争取业务多元化。
- ❖ **提高盈利预测及目标价。**由于三季度新增多个优质土地项目，我们分别上调FY2018-19盈利预测4.3%至329亿元人民币、1.1%至363亿元人民币。此外，我们估值将采用2018年底的资产净值。我们预测2018年底每股资产净值为43.61港元，因此我们目标价从原本27.43港元提高至30.53港元，相当于30%的资产净值折让。

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	306,688	349,352
净利润(百万人民币)	18,119	21,023	28,525	32,864	36,276
每股盈利(人民币)	1.641	1.904	2.584	2.977	3.286
每股盈利变动(%)	14.8	16.0	35.7	15.2	10.4
市盈率(x)	14.0	12.1	8.9	7.7	7.0
市帐率(x)	2.5	2.2	1.9	1.6	1.4
股息率(%)	3.1	3.4	4.6	5.1	5.7
权益收益率(%)	18.1	18.5	21.4	21.3	20.4
净财务杠杆率(%)	19.3	25.9	44.1	24.5	25.1

数据来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$30.53
(过去目标价)	HK\$27.43
潜在升幅	+13.1%
当前股价	HK\$27.00

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)	345,845
3月平均流通量(百万港元)	359
5周内股价高/低(港元)	29.35/17.4
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	0.6%	-1.2%
3-月	15.5%	7.1%
6-月	24.4%	6.0%

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

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	184,318	228,916	268,504	306,688	349,352
物业发展	178,931	222,408	260,507	297,060	337,892
建筑	356	476	595	738	900
物业服务	2,800	4,055	5,069	6,185	7,421
其他	2,230	1,977	2,333	2,706	3,139
销售成本	(138,626)	(170,602)	(192,836)	(220,312)	(254,379)
毛利	45,692	58,314	75,668	86,376	94,973
销售费用	(4,138)	(5,161)	(5,907)	(6,747)	(7,686)
行政费用	(5,083)	(7,694)	(8,458)	(9,967)	(11,354)
其他收益	3,432	1,389	1,814	1,645	1,961
息税前收益	39,903	46,848	63,117	71,307	77,895
融资成本	(1,779)	(2,310)	(2,829)	(3,069)	(3,289)
联营公司	2,393	4,931	3,610	4,020	4,580
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	40,517	49,469	63,898	72,258	79,186
所得税	(14,567)	(21,118)	(26,974)	(30,636)	(33,448)
非控制股东权益	(7,830)	(7,328)	(8,400)	(8,758)	(9,462)
净利润	18,119	21,023	28,525	32,864	36,276
核心净利润	18,119	21,023	28,525	32,864	36,276

来源: 公司、招银国际研究预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	64,271	109,379	136,070	142,140	147,670
物业、厂房及设备	6,374	9,106	9,800	10,840	11,250
投资物业	7,610	12,097	8,500	8,850	9,200
联营公司	33,503	61,702	84,000	88,000	92,000
无形资产	836	893	1,085	1,050	1,020
其他	15,948	25,582	32,685	33,400	34,200
流动资产	547,221	721,471	817,278	923,480	1,021,119
现金及现金等价物	53,180	87,032	57,278	90,480	89,319
应收贸易款项	118,577	159,543	180,000	201,000	225,000
存货	367,507	466,225	575,000	626,000	700,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	7,957	8,671	5,000	6,000	6,800
流动负债	420,062	579,998	673,500	762,200	831,500
借债	26,646	43,350	45,000	48,000	46,500
应付贸易账款	380,826	519,643	615,000	700,000	770,000
应付税项	12,590	17,005	13,500	14,200	15,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	55,121	89,174	96,600	96,900	105,300
借债	52,844	85,514	93,000	93,000	101,000
递延税项	755	679	600	700	800
其他	1,521	2,981	3,000	3,200	3,500
少数股东权益	36,126	48,232	50,000	52,000	54,000
净资产总值	100,184	113,445	133,248	154,520	177,989
股东权益	100,184	113,445	133,248	154,520	177,989

来源: 公司、招银国际研究预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	39,903	46,848	63,117	71,307	77,895
折旧和摊销	716	1,149	1,457	1,568	1,734
营运资金变动	(8,651)	13,196	(64,130)	(42,000)	(63,000)
税务开支	(13,344)	(21,828)	(31,360)	(30,236)	(32,948)
其他	(2,577)	201	75,091	47,310	28,394
经营活动所得现金净额	16,046	39,566	44,175	47,949	12,075
购置固定资产	(7,660)	(15,106)	(57,251)	(2,608)	(2,144)
联营公司	(11,160)	(30,148)	(18,628)	(5,000)	(4,800)
其他	(2,127)	1,865	1,182	1,438	-
投资活动所得现金净额	(20,947)	(43,389)	(74,697)	(6,170)	(6,944)
股份发行	82	0	-	-	-
净银行借贷	5,806	41,594	9,136	3,000	6,500
股息	(13,181)	(16,026)	(8,722)	(11,592)	(12,806)
其他	2,189	5,729	-	-	-
融资活动所得现金净额	(5,104)	31,297	414	(8,592)	(6,306)
现金增加净额	(10,005)	27,474	(30,107)	33,187	(1,176)
年初现金及现金等价物	61,653	51,748	79,490	49,398	82,600
汇兑	100	269	15	15	15
年末现金及现金等价物	51,748	79,490	49,398	82,600	81,439
受限制现金	1,433	7,542	7,880	7,880	7,880
资产负债表中的现金	53,180	87,032	57,278	90,480	89,319

来源: 公司、招银国际研究预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	97.1	97.2	97.0	96.9	96.7
建筑	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
物业服务	1.5	1.8	1.9	2.0	2.1
其他	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
总额	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
税前利率	22.0	21.6	23.8	23.6	22.7
净利润率	9.8	9.2	10.6	10.7	10.4
核心净利润率	9.8	9.2	10.6	10.7	10.4
有效税率	36.0	42.7	42.2	42.4	42.2
增长比率 (%)					
收入	33.6	24.2	17.3	14.2	13.9
毛利	31.9	27.6	29.8	14.2	10.0
税前利	35.1	22.1	29.2	13.1	9.6
净利润	15.1	16.0	35.7	15.2	10.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	33.6	24.2	17.3	14.2	13.9
速动比率 (x)	31.9	27.6	29.8	14.2	10.0
平均应收账款周转天数	234.8	254.4	244.7	239.2	235.1
平均应付账款周转天数	1,002.7	1,111.8	1,164.1	1,159.7	1,104.8
平均存货周转天数	967.6	997.5	1,088.4	1,037.1	1,004.4
净负债/总权益比率 (%)	19.3	25.9	44.1	24.5	25.1
回报率 (%)					
资本回报率	18.1	18.5	21.4	21.3	20.4
资产回报率	4.2	3.4	3.9	3.9	3.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.641	1.904	2.584	2.977	3.286
每股股息(人民币)	0.720	0.790	1.050	1.160	1.300
每股账面值(人民币)	9.20	10.28	12.07	14.00	16.12

来源: 公司、招银国际研究预测

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。