

# 睿智投资

## 万科(2202 HK, HK\$21.65, 目标价: HK\$26.40, 买入) — 新的「轨道+物业」发展模式

- ❖ **2016年纯利增加16%**。受惠于交付面积增加21%至2,053万平方米, 万科2016年营业额上升24.2%至2,289亿元(人民币·下同)。虽然2016年毛利率增加0.7个百分点至25.5%, 但出售资产减少、汇兑损失及更高的土地增值税, 因此2016年的纯利率收窄0.6个百分点至9.2%, 而同期的纯利上升16.0%至210亿元, 较我们预期的222亿元少5.4%。2016年竣工面积增加29.4%至2,237万平方米, 较年初的计划高8.3%。截至2016年12月底, 已预售仍待确认收入的物业价值为2,782亿元或面积为2,280万平方米。
- ❖ **2017年合同销售目标估计为4,800亿元**。2016年的合同销售金额及面积分别增加39.5%至3,648亿元及33.8%至2,765万平方米。虽然公司市场第一的地位被取代, 但其2016年市场占有率仍增加0.1个百分点至3.1%。2017年1-2月的合同销售金额增加108%至866亿元, 我们预期其2017年市场占有率仍会上升。于2017年, 万科计划新开工的面积为2,924万平方米, 竣工面积为2,448万平方米, 我们估计公司2017年的合同销售金额可达4,800亿元。
- ❖ **股东争执可见曙光**。随着华润集团在2017年1月将其持有的股份转让予深圳地铁及恒大集团(3333 HK, 未评级)在2017年3月将其投票权授予深圳地铁, 深圳地铁即成为万科的决策者。未来数年, 万科会转换至「轨道+物业」的发展模式以面对目前过热的房地产市场, 是项发展不单规限在深圳市, 更会在国内不同的城市发展。
- ❖ **扩大收入来源**。除了房地产业务, 万科开拓新业务, 例如: 物流地产、出租住宅、滑雪业务及养老业务。虽然新业务只占万科的营业额很少比例, 但可扩大未来的收入来源。于2016年底, 万科已获取18个物流地产项目, 可出租面积为147万平方米, 同时管理及营运3个滑雪项目。
- ❖ **上调目标价至26.4港元**。万科在国内拥有600个项目, 于2016年底, 在发展中及计划中的物业总面积分别为5,442万平方米及5,297万平方米。我们将2017年盈利预测上调3.7%至255亿元, 2018年盈利预测则下调3.8%至271亿元。我们引入2017年每股资产净值预测为33.0港元。目标价由26.14港元上调至26.4港元, 相等于20%的资产净值折让率, 维持「买入」评级。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	184,318	228,916	272,972	290,978	325,532
净利润(百万元人民币)	18,119	21,023	25,533	27,057	30,606
每股收益(人民币)	1.641	1.904	2.313	2.451	2.772
每股收益变动(%)	14.8	16.0	21.5	6.0	13.1
市盈率(x)	11.7	10.1	8.3	7.9	6.9
市帐率(x)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.3
股息率(%)	3.7	4.1	5.0	5.4	6.2
权益收益率(%)	18.1	18.5	19.6	18.4	18.5
净财务杠杆率(%)	19.3	25.9	14.2	30.5	22.5

来源: 公司、招银国际证券预测

文干森, CFA  
(852) 3900 0853  
[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

黄程宇  
(852) 3761 8773  
[huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

### 万科(2202 HK)

评级	买入
收市价	HK\$21.65
目标价	HK\$26.40
市值(港币百万)	261,339
过去1月平均交易(港币百万)	129
52周高/低(港币)	24.1/14.56
发行股数(百万)	11,039
主要股东	深圳巨盛华(24.3%)

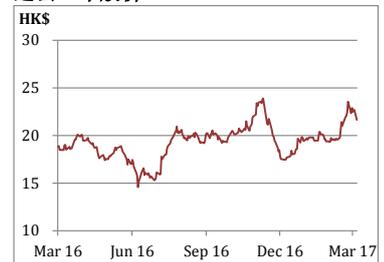
来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1月	16.3%	14.4%
3月	29.4%	14.6%
6月	12.1%	9.0%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

**利润表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>184,318</b>	<b>228,916</b>	<b>272,972</b>	<b>290,978</b>	<b>325,532</b>
物业发展	178,931	222,408	264,975	281,350	314,072
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)	(204,003)	(217,441)	(243,272)
<b>毛利</b>	<b>45,692</b>	<b>58,314</b>	<b>68,969</b>	<b>73,537</b>	<b>82,260</b>
销售费用	(4,138)	(5,161)	(6,005)	(6,693)	(7,162)
行政费用	(5,083)	(7,694)	(7,916)	(9,020)	(10,092)
其他收益	3,432	1,389	1,942	2,060	2,077
<b>息税前收益</b>	<b>39,903</b>	<b>46,848</b>	<b>56,990</b>	<b>59,884</b>	<b>67,084</b>
融资成本	(1,779)	(2,310)	(2,797)	(3,186)	(3,507)
联营公司	2,393	4,931	3,610	4,020	4,350
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>40,517</b>	<b>49,469</b>	<b>57,803</b>	<b>60,719</b>	<b>67,927</b>
所得税	(14,567)	(21,118)	(23,870)	(24,862)	(27,821)
非控制股东权益	(7,830)	(7,328)	(8,400)	(8,800)	(9,500)
<b>净利润</b>	<b>18,119</b>	<b>21,023</b>	<b>25,533</b>	<b>27,057</b>	<b>30,606</b>
<b>核心净利润</b>	<b>18,119</b>	<b>21,023</b>	<b>25,533</b>	<b>27,057</b>	<b>30,606</b>

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流动资产</b>	<b>64,271</b>	<b>109,379</b>	<b>114,300</b>	<b>120,170</b>	<b>131,030</b>
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	13,000	14,200	16,200
联营公司	33,503	61,702	72,000	75,000	83,000
无形资产	836	893	900	930	980
其他	15,948	25,582	18,600	19,200	19,600
<b>流动资产</b>	<b>547,221</b>	<b>721,471</b>	<b>801,756</b>	<b>872,554</b>	<b>955,878</b>
现金及现金等价物	53,180	87,032	108,756	96,854	106,248
应收贸易款项	118,577	159,543	164,000	180,500	201,000
存货	367,507	466,225	520,000	585,000	638,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	7,957	8,671	9,000	10,200	10,630
<b>流动负债</b>	<b>420,062</b>	<b>579,998</b>	<b>638,020</b>	<b>696,870</b>	<b>767,720</b>
借债	26,646	43,350	45,000	52,000	46,500
应付贸易账款	380,826	519,643	575,000	625,000	700,000
应付税项	12,590	17,005	18,020	19,870	21,220
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>55,121</b>	<b>89,174</b>	<b>93,780</b>	<b>106,640</b>	<b>110,960</b>
借债	52,844	85,514	90,000	102,600	106,500
递延税项	755	679	780	840	960
其他	1,521	2,981	3,000	3,200	3,500
<b>少数股东权益</b>	<b>36,126</b>	<b>48,232</b>	<b>54,000</b>	<b>42,500</b>	<b>42,500</b>
<b>净资产总值</b>	<b>100,184</b>	<b>113,445</b>	<b>130,256</b>	<b>146,714</b>	<b>165,728</b>
<b>股东权益</b>	<b>100,184</b>	<b>113,445</b>	<b>130,256</b>	<b>146,714</b>	<b>165,728</b>

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	39,903	46,848	56,990	59,884	67,084
折旧和摊销	716	1,149	1,457	1,568	1,734
营运资金变动	(8,651)	13,196	(48,230)	(51,500)	(38,500)
税务开支	(13,344)	(21,828)	(23,556)	(23,352)	(26,751)
其他	(2,577)	201	48,768	(2,335)	29,578
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>16,046</b>	<b>39,566</b>	<b>35,429</b>	<b>(15,735)</b>	<b>33,145</b>
购置固定资产	(7,660)	(15,106)	(2,151)	(2,608)	(2,144)
联营公司	(11,160)	(30,148)	(10,628)	(4,200)	(8,430)
其他	(2,127)	1,865	1,645	1,625	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(20,947)</b>	<b>(43,389)</b>	<b>(11,134)</b>	<b>(5,183)</b>	<b>(10,574)</b>
股份发行	82	0	-	-	-
净银行借贷	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	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(5,104)</b>	<b>31,297</b>	<b>(2,586)</b>	<b>9,002</b>	<b>(13,192)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(10,005)</b>	<b>27,474</b>	<b>21,709</b>	<b>(11,917)</b>	<b>9,379</b>
年初现金及现金等价物	61,653	51,748	79,490	101,214	89,312
汇兑	100	269	15	15	15
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>51,748</b>	<b>79,490</b>	<b>101,214</b>	<b>89,312</b>	<b>98,706</b>
受限制现金	1,433	7,542	7,542	7,542	7,542
<b>资产负债表的现金</b>	<b>53,180</b>	<b>87,032</b>	<b>108,756</b>	<b>96,854</b>	<b>106,248</b>

来源: 公司、招银国际证券预测

**主要比率**

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	97.1	97.2	97.1	96.7	96.5
建筑	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
物业服务	1.5	1.8	1.9	2.1	2.3
其他	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	24.8	25.5	25.3	25.3	25.3
税前利率	22.0	21.6	21.2	20.9	20.9
净利润率	9.8	9.2	9.4	9.3	9.4
核心净利润率	9.8	9.2	9.4	9.3	9.4
有效税率	36.0	42.7	41.3	40.9	41.0

**增长比率 (%)**

收入	33.6	24.2	19.2	6.6	11.9
毛利	31.9	27.6	18.3	6.6	11.9
税前利	35.1	22.1	16.8	5.0	11.9
净利润	15.1	16.0	21.5	6.0	13.1

**资产负债比率**

流动比率 (x)	33.6	24.2	19.2	6.6	11.9
速动比率 (x)	31.9	27.6	18.3	6.6	11.9
平均应收账款周转天数	234.8	254.4	219.3	226.4	225.4
平均应付帐款周转天数	1,002.7	1,111.8	1,028.8	1,049.1	1,050.3
平均存货周转天数	967.6	997.5	930.4	982.0	957.2
净负债/总权益比率 (%)	19.3	25.9	14.2	30.5	22.5

**回报率 (%)**

资本回报率	18.1	18.5	19.6	18.4	18.5
资产回报率	4.2	3.4	3.7	3.6	3.7

**每股数据**

每股盈利(人民币)	1.641	1.904	2.313	2.451	2.772
每股股息(人民币)	0.720	0.790	0.960	1.050	1.200
每股账面值(人民币)	9.20	10.28	11.80	13.29	15.01

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有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法律责任。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士。