万科 (2202 HK)

股权之争平息，令股价少了一个催化剂

❖ **退出鞍山、营口和抚顺市场。**2017 年首季度全国商品房销售表现仍然强劲，实现销售额 23,182 亿元人民币，同比增长 25.1%。尽管首季度取得开门红，但受近期愈发严厉的房地产调控措施影响，尤其是二套房的限贷政策，万科预计今年剩余时间商品房销售增长将逐步放缓。截止 2016 年底，万科已经进入 65 个内地城市，其中华东、珠三角和环渤海地区的表现优异。同时，由于公司在鞍山、营口和抚顺的表现不如预期，万科将计划退出这些市场。受此影响，预计万科 2017 年将在这些城市计提约 1-2 亿元人民币的存货减值准备。

❖ **2017 利润率将有所提高。**万科 2017 年一季度收入 181 亿元人民币，同比增长 31.7%。但净利润却减少了 16.5%至 6.95 亿元人民币。净利润的下滑主要受季节性因素影响以及期内较高的销售及行政费用所致。由于一季度交付的面积占全年交付面积的比例并不大，因此我们相信万科一季度的表现不能完全反映出今年全年情况。但同时我们也留意到一季度毛利率为 27.6%，同比提高了 0.3 个百分点。尽管管理层指出一季度的财务比率往往会出现较大波动，但他相信由于已售未入账的商品房毛利率较以前的高出 2 个百分点，因此 2017 年的盈利能力将会所有提高。

❖ **拓展新业务发展机会。**除了主营的房地产开发业务外，万科正积极探索其他新业务的发展可能。目前万科拥有 10,000 套出租公寓，并计划在未来增加至 80,000 套。2016 年，万科联合其他投资方收购了印力 96.55%股权，并将印力定位为万科商业开发和管理的平台。同时，万科还联合其他合作方组建了两只商业地产投资基金，万科将 42 个商业地产项目作价约 100 亿元人民币转让给上述投资基金，而投资基金则会委托印力集团实际运营资产。万科物业作为万科旗下的物业管理公司有机会在 2017 年下半年分拆，2016 年万科物业管理收入达 40.6 亿元人民币，同比增长 44.9%。2016 年末在管面积达 3.7 亿平方米，同比增加了 1.7 亿平方米的在管面积。

❖ **股权之争暂时平息。**在华润集团向深圳地铁出售所持万科所有股权，以及恒大(3333 HK, 未评级)向深圳地铁授让其投票权后，万科的股权之争暂时得到了平息。但我们看到这也会使得万科股价失去一个上升催化剂。因此我们下调目标价由之前的 26.40 港元至 23.31 港元，相当于资产净值折让由之前的 20%上调至 30%，盈利预测维持不变，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	272,972	290,978	325,532
净利润 (百万人民币)	18,119	21,023	25,533	27,057	30,606
EPS (人民币)	1.641	1.904	2.313	2.451	2.772
EPS 变动 (%)	N.A	16.0	21.5	6.0	13.1
市盈率(x)	10.7	9.2	7.6	7.1	6.3
市帐率 (x)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
股息率 (%)	4.1	4.5	5.5	6.0	6.9
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

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK$23.31
(上一次目标价	HK$26.40)
潜在升幅	+18.4%
当前股价	HK$19.68

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)	238,208
3 月平均流通量 (百万港元)	141.2
5 周内股价高/低 (港元)	24.1/14.56
总股本 (百万)	1,315

资料来源: 彭博

股东结构

深圳巨盛华	24.3%
深圳地铁	15.3%
恒大	14.1%
安邦保险	6.2%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.8%	-12.0%
3-月	-2.2%	-7.8%
6-月	-6.4%	-16.2%

资料来源：彭博

股价表现

资料来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.vanke.com

利润表

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
息税前收益	**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	-	-	-	-	-
税前利潤	**40,517**	**49,469**	**57,803**	**60,719**	**67,927**
所得税	(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**

来源：公司、招银国际研究预测

资产负债表

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**

来源：公司、招银国际研究预测

现金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	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)
税務開支	(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**

来源：公司、招银国际研究预测

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
税前利率	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
有效税率	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
税前利	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

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之分析员，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，请与我们联络。

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 年证券交易法规则 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。