

萬科 (2202 HK)

股價回檔後出現機會

❖ **一季度盈利增長 29%。**4 月 25 日，萬科公佈了一季度經營業績。收入增長 68.0%，達 303 億人民幣(下同)，淨利潤增長 28.7%至 8.95 億。交付面積增長 15.4%至 165 萬平，確認平均銷售面積 16,584 元/平，增長 52.4%。但由於有效稅率上升(1Q18:63.4% vs 1Q17:51.6%)及少數股東權益增加，一季度的淨利潤率同比下滑了 0.9 個百分點至 2.9%。一般而言，一季度並不是銷售和交付旺季，所以不可以反映全年的情況。

❖ **銷售增長放緩。**今年前 4 個月，萬科合約銷售增長 2.1%至 1,962 億，銷售面積 1,306 萬平，增長 2.2%。萬科對於銷售增長放緩的解釋是由於年初的可售資源有限所致。因此今年首季度，萬科新開工 113 萬平，增長 23.1%，完成今年開工任務 3,545 萬平的 31.9%。同時，一季度竣工面積為 155 萬平，增長 24.3%，完成今年竣工計畫 2,631 萬平的 5.9%。截止到今年 3 月，萬科已售未結轉的金額為 4,945 億，未結轉面積 3,563 萬平，因此未來的盈利增長有很高的確定性。

❖ **總權益土儲 8,801 萬平。**今年首季度，萬科收購了 49 個項目，新增權益土儲 430 萬平，同比下滑 8.6%。截止到今年 3 月，萬科在建項目的權益面積達 3,791 萬平，持作未來開發土地的權益面積達 5,010 萬平。

❖ **淨負債率大幅上升。**萬科在一季度完成了普洛斯的私有化並增加了專案投資，因此需要支付大筆的應付帳款，並在現金流量表中錄得 278 億的經營性流出及 503 億的投資流出。因此手上現金由去年底的 1,741 億減少至今年一季度的 948 億，淨負債率也由去年底的 8.8%大幅上升至今年一季度的 50.3%。我們認為目前淨負債率較高的情況是暫時的，隨著今年專案的銷售回款，該比例會有所改善。

❖ **股價回檔後出現機會，上調評級。**我們調整了淨負債率假設以期反映目前的財務狀況，因此我們輕微下調了 FY18-20 的盈利預測 1.2-2.1%。此外，我們下調了 18 年底每股淨資產預測由每股 HK\$45.73 降至 HK\$45.46，目標價也有 HK\$36.58 下調至 HK\$36.37，相當於 20%的折讓。公司股價在我們上次在 3 月更新報告後回檔了 10%，我們認為目前估值吸引，因此上調評級至買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬元人民幣)	228,916	237,345	301,201	349,322	397,890
淨利潤(百萬元人民幣)	21,023	28,052	32,289	37,258	44,201
每股盈利(人民幣)	1.90	2.54	2.92	3.38	4.00
每股盈利變動(%)	16.0	33.4	15.1	15.4	18.6
市盈率(x)	12.7	9.5	8.3	7.2	6.0
市帳率(x)	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	3.3	3.7	4.3	5.0	5.9
權益收益率(%)	18.5	21.1	20.8	20.6	20.9
淨財務杠杆率(%)	25.9	8.8	28.8	27.3	28.6

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (上調)

目標價	HK\$36.37
(過去目標價)	HK\$36.58
潛在升幅	+21.8%
當前股價	HK\$29.85

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬元港元)	367,657
3 月平均流通量(百萬元港元)	297
5 周內股價高/低(港元)	42.85/19.0
總股本(百萬)	1,315

資料來源：彭博

股東結構

深圳地鐵	29.4%
深圳鉅盛華	13.5%
安邦保險	4.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-16.0%	-16.2%
3-月	-21.8%	-15.8%
6-月	5.9%	1.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.vanke.com

財務報表

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	228,916	237,345	301,201	349,322	397,890
物業發展	222,408	226,841	288,532	334,223	379,890
建築	476	845	1,048	1,279	1,560
物業服務	4,055	6,964	8,496	10,195	12,234
其他	1,977	2,694	3,126	3,626	4,206
銷售成本	(170,602)	(160,621)	(210,778)	(247,873)	(282,422)
毛利	58,314	76,723	90,423	101,449	115,468
銷售費用	(5,161)	(6,262)	(7,229)	(8,034)	(9,151)
行政費用	(7,694)	(10,826)	(11,596)	(12,331)	(13,170)
其他收益	1,389	4,538	4,418	4,398	4,617
息稅前收益	46,848	64,173	76,016	85,482	97,764
融資成本	(2,310)	(4,061)	(5,447)	(5,848)	(6,112)
聯營公司	4,931	4,569	4,020	4,580	4,800
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	49,469	64,682	74,590	84,214	96,452
所得稅	(21,118)	(27,473)	(33,543)	(37,494)	(41,751)
非控制股東權益	(7,328)	(9,157)	(8,758)	(9,462)	(10,500)
淨利潤	21,023	28,052	32,289	37,258	44,201
核心淨利潤	21,023	28,052	32,289	37,258	44,201

來源: 公司、招銀國際研究預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	109,379	147,794	156,074	160,070	164,620
物業、廠房及設備	9,106	10,735	13,000	13,500	14,000
投資物業	12,097	17,046	20,800	21,000	21,450
聯營公司	61,702	81,224	88,000	92,000	96,000
無形資產	893	1,096	1,124	1,020	980
其他	25,582	37,693	33,150	32,550	32,190
流動資產	721,471	1,017,645	1,086,154	1,166,864	1,268,727
現金及現金等價物	87,032	174,121	143,654	138,064	143,527
應收貿易款項	159,543	238,405	250,000	272,000	298,000
存貨	466,225	597,487	686,000	750,000	820,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	8,671	7,632	6,500	6,800	7,200
流動負債	579,998	847,355	876,200	923,400	977,800
借債	43,350	62,273	58,000	49,900	54,000
應付貿易賬款	519,643	760,383	795,000	850,000	900,000
應付稅項	17,005	24,700	23,200	23,500	23,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	89,174	131,410	151,000	158,840	174,300
借債	85,514	128,352	147,500	155,000	170,000
遞延稅項	679	358	500	640	800
其他	2,981	2,701	3,000	3,200	3,500
少數股東權益	48,232	53,999	60,000	64,000	69,600
淨資產總值	113,445	132,675	155,028	180,694	211,647
股東權益	113,445	132,675	155,028	180,694	211,647

來源: 公司、招銀國際研究預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	46,848	64,173	76,016	85,482	97,764
折舊和攤銷	1,149	1,929	2,147	2,600	2,700
營運資金變動	13,196	(47,345)	(72,785)	(66,000)	(76,000)
稅務開支	(21,828)	(26,514)	(36,049)	(36,254)	(40,931)
其他	201	90,079	2,535	25,390	23,428
經營活動所得現金淨額	39,566	82,323	(28,136)	11,217	6,961
購置固定資產	(15,106)	(41,043)	(4,412)	(3,100)	(3,200)
聯營公司	(30,148)	(24,036)	(5,644)	(4,300)	(4,400)
其他	1,865	13,466	2,535	2,534	-
投資活動所得現金淨額	(43,389)	(51,613)	(7,520)	(4,866)	(7,600)
股份發行	0	-	-	-	-
淨銀行借貸	41,594	63,942	14,876	(600)	19,100
股息	(16,026)	(19,134)	(9,936)	(11,592)	(13,248)
其他	5,729	10,457	-	-	-
融資活動所得現金淨額	31,297	55,265	4,940	(12,192)	5,852
現金增加淨額	27,474	85,974	(30,717)	(5,840)	5,213
年初現金及現金等價物	51,748	79,490	164,326	133,859	128,269
匯兌	269	(1,139)	250	250	250
年末現金及現金等價物	79,490	164,326	133,859	128,269	133,732
受限制現金	7,542	9,795	9,795	9,795	9,795
資產負債表的現金	87,032	174,121	143,654	138,064	143,527

來源: 公司、招銀國際研究預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.2	95.6	95.8	95.7	95.5
建築	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
物業服務	1.8	2.9	2.8	2.9	3.1
其他	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.5	32.3	30.0	29.0	29.0
稅前利率	21.6	27.3	24.8	24.1	24.2
淨利潤率	9.2	11.8	10.7	10.7	11.1
核心淨利潤率	9.2	11.8	10.7	10.7	11.1
有效稅率	42.7	42.5	45.0	44.5	43.3
增長比率 (%)					
收入	24.2	3.7	26.9	16.0	13.9
毛利	27.6	31.6	17.9	12.2	13.8
稅前利	22.1	30.8	15.3	12.9	14.5
淨利潤	16.0	33.4	15.1	15.4	18.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	24.2	3.7	26.9	16.0	13.9
速動比率 (x)	27.6	31.6	17.9	12.2	13.8
平均應收賬款周轉天數	254.4	366.6	303.0	284.2	273.4
平均應付賬款周轉天數	1,111.8	1,727.9	1,376.7	1,251.6	1,163.2
平均存貨周轉天數	997.5	1,357.7	1,187.9	1,104.4	1,059.8
淨負債/總權益比率 (%)	25.9	8.8	28.8	27.3	28.6
回報率 (%)					
資本回報率	18.5	21.1	20.8	20.6	20.9
資產回報率	3.4	3.2	3.3	3.5	3.8

每股數據

每股盈利(人民幣)	1.904	2.541	2.925	3.375	4.004
每股股息(人民幣)	0.790	0.900	1.050	1.200	1.420
每股賬面值(人民幣)	10.28	12.02	14.04	16.37	19.17

來源: 公司、招銀國際研究預測

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并無直接或間接關係。

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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，并可能會受目標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，并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。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。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士。