睿智投資

萬科(2202 HK, HK$20.55, 目標價：HK$26.14, 買入）— 更美好的在第 4 季

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

萬科 (2202 HK)

評級	買入
收市價	HK$20.55
目標價	HK$26.14
市值 (港幣百萬)	304,743
過去 1 月平均交易 (港幣百萬)	289
52 周高/低 (港幣)	24.1/14.56
發行股數 (百萬)	22,211
主要股東	深圳鉅盛華(24.3%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	3.2%	3.9%
3 月	15.1%	8.1%
6 月	8.8%	-2.9%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

- **2016 年 1-9 月純利增加 21%。**受惠於交付面積增加 50%至 993 萬平方米，萬科 2016 年 1-9 月營業額上升 48.1%至 1,110 億元(人民幣，下同)。雖然 2016 年 1-9 月的毛利率縮減 2.1 個百分點至 22.5%，但較 2016 上半年的 22.1%有所改善，因此 2016 年 1-9 月的純利增加 20.5%至 82.6 億元，較 2016 上半年增速的 10.4%為佳。截至 2016 年 9 月底，已預售仍待確認收入的物業價值為 3,064 億元或面積為 2,506 萬平方米。

- **2016 年 1-9 月合同銷售增加 44%至 2,630 億元。**2016 年 1-9 月的合同銷售金額及面積分別增加 43.7%至 2,629 億元及 38.1%至 1,992 萬平方米。因為銷售強勁，2016 年 1-9 月的新動工面積增加 74.6%至 2,441 萬平方米，即相等於年初計劃的 111%；2016 年 1-9 月的竣工面積增加 44.6%至 1,124 萬平方米，相等於年初計劃的 54.4%，即表示約 942 萬平方米的物業預料將在 2016 年第 4 季竣工。

- **9%的淨負債比率。**淨負債比率由 2016 年 6 月的 14.1%下降至 2016 年 9 月的 8.9%，萬科於 2016 年 9 月手持現金及借貸分別為 752 億元及 880 億元。我們相信 2017 年對房地產商來說是一個不平坦的一年，若有一個健康的財政狀況，房地產商不但能生存下來，還可以理想的價錢來尋求收購的機會，所以對房地產商來說，擁有一個良好的資產負債表即具備一個具威力的武器。

- **士氣需要重整。**公司在 2016 年 6 月公佈收購深圳地下鐵路的物業權益，不過是次交易仍未取得股東的共識，我們相信這個交易能成事的機會不高。另一方面，萬科承認因為股權事件令員工的士氣產生較大的影響，因為股權事件仍會持續一段時間，所以「穩定隊伍」會是公司未來各項工作的重中之重。

- **其中一家最佳的公司。**萬科是國內最中一家管理最好的房地產公司。其盈利可見性高及財政狀況健康，在未來不平坦的環境下，我們相信萬科是其中一個贏家。雖然如果管理層及股東間的衝突加強可能有管理層離開的風險，我們並不相信股東會強逼管理層離開而令他們利益受傷害。我們維持目標價 26.14 港元不變，相等於 20%的資產淨值折讓率，維持「**買入**」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	137,994	184,318	215,243	232,955	252,907
淨利潤 (百萬元人民幣)	15,745	18,119	22,231	24,619	28,126
每股收益 (人民幣)	1.429	1.641	2.012	2.228	2.546
每股收益變動 (%)	4.1	14.8	22.6	10.7	14.2
市盈率(x)	12.4	10.8	8.8	7.9	6.9
市帳率 (x)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
股息率 (%)	2.8	4.1	4.8	5.4	6.2
權益收益率 (%)	17.9	18.1	19.4	19.0	19.1
淨財務槓杆率 (%)	5.4	19.3	10.9	12.2	11.5

來源: 公司、招銀國際證券預測

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	**137,994**	**184,318**	**215,243**	**232,955**	**252,907**
物業發展	133,752	178,931	208,717	224,985	243,446
建築	1,548	356	435	543	674
物業服務	1,874	2,800	3,416	4,270	5,124
其他	820	2,230	2,676	3,158	3,663
銷售成本	(103,359)	(138,626)	(158,563)	(170,639)	(183,731)
毛利	**34,635**	**45,692**	**56,680**	**62,317**	**69,175**
銷售費用	(4,522)	(4,138)	(4,951)	(5,940)	(6,576)
行政費用	(4,088)	(5,083)	(6,457)	(7,222)	(7,840)
其他收益	3,465	3,432	2,175	2,470	2,698
息稅前收益	**29,490**	**39,903**	**47,448**	**51,624**	**57,458**
融資成本	(1,547)	(1,779)	(1,805)	(1,805)	(1,850)
聯營公司	2,043	2,393	3,228	3,610	4,020
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	**29,987**	**40,517**	**48,871**	**53,429**	**59,628**
所得稅	(10,699)	(14,567)	(18,390)	(20,409)	(22,702)
非控制股東權益	(3,542)	(7,830)	(8,250)	(8,400)	(8,800)
淨利潤	**15,745**	**18,119**	**22,231**	**24,619**	**28,126**
核心淨利潤	**15,745**	**18,119**	**22,231**	**24,619**	**28,126**

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	**43,603**	**64,271**	**69,030**	**74,094**	**80,080**
物業、廠房及設備	4,803	6,374	6,500	6,800	7,200
投資物業	5,072	7,610	8,500	9,000	9,600
聯營公司	19,234	33,503	38,000	42,000	46,500
無形資產	757	836	880	900	980
其他	13,737	15,948	15,150	15,394	15,800
流動資產	**465,037**	**547,221**	**570,293**	**608,414**	**646,340**
現金及現金等價物	62,715	53,180	62,493	61,214	63,940
應收貿易款項	83,315	118,577	122,000	128,000	138,000
存貨	314,930	367,507	380,000	413,000	438,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	4,076	7,957	5,800	6,200	6,400
流動負債	**345,654**	**420,062**	**430,600**	**454,500**	**475,300**
借債	22,832	26,646	24,200	25,000	25,800
應付貿易賬款	313,967	380,826	400,000	423,000	443,000
應付稅項	8,855	12,590	6,400	6,500	6,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	**47,092**	**55,121**	**56,100**	**58,150**	**61,235**
借債	46,149	52,844	55,000	57,000	60,000
遞延稅項	821	755	880	900	960
其他	122	1,521	220	250	275
少數股東權益	**27,729**	**36,126**	**38,000**	**40,000**	**42,500**
淨資產總值	**88,165**	**100,184**	**114,623**	**129,858**	**147,385**
股東權益	**88,165**	**100,184**	**114,623**	**129,858**	**147,385**

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	29,490	39,903	47,448	51,624	57,458
折舊和攤銷	549	716	956	975	1,020
營運資金變動	26,764	(8,651)	(12,116)	(33,000)	(28,000)
稅務開支	(12,554)	(13,344)	(23,938)	(20,433)	(22,848)
其他	(2,524)	(2,577)	7,622	10,798	8,000
經營活動所得現金淨額	**41,725**	**16,046**	**19,972**	**9,964**	**15,630**
購置固定資產	1,953	(7,660)	(1,082)	(1,275)	(1,420)
聯營公司	(2,280)	(11,160)	(2,340)	(4,400)	(4,700)
其他	(3,160)	(2,127)	990	1,001	-
投資活動所得現金淨額	**(3,487)**	**(20,947)**	**(2,432)**	**(4,674)**	**(6,120)**
股份發行	-	82	-	-	-
淨銀行借貸	(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	-	-	-
融資活動所得現金淨額	**(19,617)**	**(5,104)**	**(8,239)**	**(6,584)**	**(6,798)**
現金增加淨額	**18,620**	**(10,005)**	**9,300**	**(1,294)**	**2,712**
年初現金及現金等價物	43,004	61,653	51,748	61,060	59,781
匯兌	29	100	12	15	15
年末現金及現金等價物	**61,653**	**51,748**	**61,060**	**59,781**	**62,508**
受限制現金	1,062	1,433	1,433	1,433	1,433
資產負債表的現金	**62,715**	**53,180**	**62,493**	**61,214**	**63,940**

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.9	97.1	97.0	96.6	96.3
建築	1.1	0.2	0.2	0.2	0.3
物業服務	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0
其他	0.6	1.2	1.2	1.4	1.4
總額	**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
稅前利率	21.7	22.0	22.7	22.9	23.6
淨利潤率	11.4	9.8	10.3	10.6	11.1
核心淨利潤率	11.4	9.8	10.3	10.6	11.1
有效稅率	35.7	36.0	37.6	38.2	38.1
增長比率 (%)					
收入	8.3	33.6	16.8	8.2	8.6
毛利	(0.0)	31.9	24.0	9.9	11.0
稅前利	7.7	35.1	20.6	9.3	11.6
淨利潤	4.1	15.1	22.7	10.7	14.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	8.3	33.6	16.8	8.2	8.6
速動比率 (x)	(0.0)	31.9	24.0	9.9	11.0
平均應收賬款周轉天數	220.4	234.8	206.9	200.6	199.2
平均應付帳款周轉天數	1,108.7	1,002.7	920.8	904.8	880.1
平均存貨周轉天數	1,112.1	967.6	874.7	883.4	870.1
淨負債/ 總權益比率 (%)	5.4	19.3	10.9	12.2	11.5
回報率 (%)					
資本回報率	17.9	18.1	19.4	19.0	19.1
資產回報率	3.8	4.2	4.8	4.8	5.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.429	1.641	2.012	2.228	2.546
每股股息(人民幣)	0.500	0.720	0.850	0.960	1.100
每股賬面值(人民幣)	7.99	9.20	10.37	11.75	13.34

來源: 公司、招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室　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。而過去的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，並可能會受標的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，並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。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。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。