

萬科 (2202 HK)

邊際利潤改善帶動盈利上升

❖ **2017上半年純利增加37%**。因為2017上半年交付面積減少10.8%至584萬平方米，期內的營業額下降4.5%至676億元(人民幣·下同)。不過，毛利率擴大8.3個百分點至30.4%，期內的毛利增加31.5%至206億元；而且，2017上半年有效稅率減少2.4個百分點至39.5%，萬科2017上半年的純利上升36.5%至73億元。

❖ **中國房地產銷售第二位**。萬科2017年1-7月份的合同銷售金額增加43.8%至3,127億元，成為國內第二大的房地產商，我們估計萬科在今年餘下的日子每月平均銷售金額為400億元，所以預期全年銷售為5,000億元。以地理位置區分，上海區域、南方區域、北京區域及中西部區域分別佔2017上半年的銷售金額為30.1%、26.2%、25.5%及17.8%。截至6月底，約3,838億元或2,983萬平方米的物業已預售及等待交付。

❖ **6月及7月達成兩項大交易**。萬科最近參與兩項大型收購行動。在2017年7月17日，公司宣佈組成財團收購新加坡上市公司普洛斯(GLP SP)，總收購價為159億新加坡元或900億港元，萬科將佔財團的21.4%權益，其他參與方包括厚樸投資、高瓴資本、中銀投資及普洛斯CEO梅志明，這項收購不單幫助萬科擴張其倉庫規模，更有助公司加強管理物流業務的知識。在2017年6月30日，萬科成功奪得廣東國際信託的地產資產包，資產包括在廣州越秀區及荔灣區的16塊土地，總樓面面積達211萬平方米，共斥資551億元。

❖ **於2017年底的淨負債將上升**。截至6月底，萬科手持現金為1,076億元，同期的借貸總額為1,392億元，淨負債比率由2016年12月的25.9%下降至2017年6月的19.6%。近來的收購行動將加重公司的財務負擔，我們預期至2017年末的淨負債比率將上升至44.1%，但我們相信其財政狀況仍然安全。

❖ **吸引的商業模式**。萬科表示40個地產項目是與軌道交通連接，我們相信這經營模式可加速公司業務發展。因為邊際利潤的改善，我們分別調高2017-19年的盈利預測11.7%至285億元、16.5%至315億元及17.3%至359億元。經過最近的收購，我們上調資產淨值預測由33.0港元至39.19港元，目標價由之前的23.31港元上調至27.43港元，相當於資產淨值折讓的30%。重申買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	184,318	228,916	268,504	297,970	348,456
淨利潤(百萬人民幣)	18,119	21,023	28,525	31,509	35,891
每股盈利(人民幣)	1.641	1.904	2.584	2.854	3.251
每股盈利變動(%)	14.8	16.0	35.7	10.5	13.9
市盈率(x)	12.0	10.4	7.6	6.9	6.1
市帳率(x)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
股息率(%)	3.6	4.0	5.3	5.9	6.6
權益收益率(%)	18.1	18.5	21.4	20.6	20.4
淨財務杠杆率(%)	19.3	25.9	44.1	24.8	25.2

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$27.43
(過去目標價)	HK\$23.31
潛在升幅	+18.4%
當前股價	HK\$22.95

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(百萬港元)	295,226
3月平均流通量(百萬港元)	362
5周內股價高/低(港元)	24.2/17.4
總股本(百萬)	11,039

資料來源：彭博

股東結構

深圳地鐵	29.4%
深圳鉅盛華	25.4%
安邦保險	6.7%

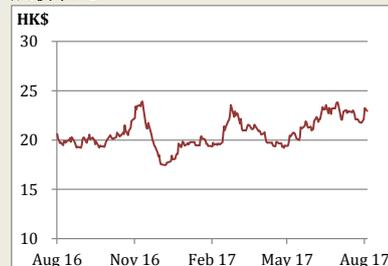
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.3%	1.8%
3-月	13.3%	5.5%
6-月	16.8%	2.3%

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

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	184,318	228,916	268,504	297,970	348,456
物業發展	178,931	222,408	260,507	288,342	336,996
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)	(192,836)	(214,035)	(253,725)
毛利	45,692	58,314	75,668	83,935	94,731
銷售費用	(4,138)	(5,161)	(5,907)	(6,853)	(7,666)
行政費用	(5,083)	(7,694)	(8,458)	(9,684)	(11,325)
其他收益	3,432	1,389	1,814	1,674	1,993
息稅前收益	39,903	46,848	63,117	69,072	77,733
融資成本	(1,779)	(2,310)	(2,829)	(3,113)	(3,335)
聯營公司	2,393	4,931	3,610	4,020	4,350
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	40,517	49,469	63,898	69,979	78,749
所得稅	(14,567)	(21,118)	(26,974)	(29,671)	(33,357)
非控制股東權益	(7,830)	(7,328)	(8,400)	(8,800)	(9,500)
淨利潤	18,119	21,023	28,525	31,509	35,891
核心淨利潤	18,119	21,023	28,525	31,509	35,891

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	64,271	109,379	136,070	142,140	147,670
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	8,500	8,850	9,200
聯營公司	33,503	61,702	84,000	88,000	92,000
無形資產	836	893	1,085	1,050	1,020
其他	15,948	25,582	32,685	33,400	34,200
流動資產	547,221	721,471	817,278	926,125	1,019,379
現金及現金等價物	53,180	87,032	57,278	94,125	89,579
應收貿易款項	118,577	159,543	180,000	201,000	225,000
存貨	367,507	466,225	575,000	625,000	698,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	7,957	8,671	5,000	6,000	6,800
流動負債	420,062	579,998	673,500	766,200	831,500
借債	26,646	43,350	45,000	52,000	46,500
應付貿易賬款	380,826	519,643	615,000	700,000	770,000
應付稅項	12,590	17,005	13,500	14,200	15,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	55,121	89,174	96,600	96,900	105,300
借債	52,844	85,514	93,000	93,000	101,000
遞延稅項	755	679	600	700	800
其他	1,521	2,981	3,000	3,200	3,500
少數股東權益	36,126	48,232	50,000	52,000	54,000
淨資產總值	100,184	113,445	133,248	153,165	176,249
股東權益	100,184	113,445	133,248	153,165	176,249

來源: 公司、招銀國際研究預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	39,903	46,848	63,117	69,072	77,733
折舊和攤銷	716	1,149	1,457	1,568	1,734
營運資金變動	(8,651)	13,196	(119,230)	(41,000)	(62,000)
稅務開支	(13,344)	(21,828)	(31,360)	(29,271)	(32,857)
其他	(2,577)	201	75,062	47,192	28,081
經營活動所得現金淨額	16,046	39,566	(10,954)	47,562	12,691
購買固定資產	(7,660)	(15,106)	(2,151)	(2,608)	(2,144)
聯營公司	(11,160)	(30,148)	(18,628)	(5,000)	(4,800)
其他	(2,127)	1,865	1,211	1,470	-
投資活動所得現金淨額	(20,947)	(43,389)	(19,568)	(6,138)	(6,944)
股份發行	82	0	-	-	-
淨銀行借貸	5,806	41,594	9,136	7,000	2,500
股息	(13,181)	(16,026)	(8,722)	(11,592)	(12,806)
其他	2,189	5,729	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(5,104)	31,297	414	(4,592)	(10,306)
現金增加淨額	(10,005)	27,474	(30,107)	36,832	(4,560)
年初現金及現金等價物	61,653	51,748	79,490	49,398	86,244
匯兌	100	269	15	15	15
年末現金及現金等價物	51,748	79,490	49,398	86,244	81,699
受限制現金	1,433	7,542	7,880	7,880	7,880
資產負債表的現金	53,180	87,032	57,278	94,125	89,579

來源: 公司、招銀國際研究預測

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	97.0	96.8	96.7
建築	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
物業服務	1.5	1.8	1.9	2.1	2.1
其他	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
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	28.2	28.2	27.2
稅前利率	22.0	21.6	23.8	23.5	22.6
淨利潤率	9.8	9.2	10.6	10.6	10.3
核心淨利潤率	9.8	9.2	10.6	10.6	10.3
有效稅率	36.0	42.7	42.2	42.4	42.4
增長比率(%)					
收入	33.6	24.2	17.3	11.0	16.9
毛利	31.9	27.6	29.8	10.9	12.9
稅前利	35.1	22.1	29.2	9.5	12.5
淨利潤	15.1	16.0	35.7	10.5	13.9
資產負債比率					
流動比率(x)	33.6	24.2	17.3	11.0	16.9
速動比率(x)	31.9	27.6	29.8	10.9	12.9
平均應收賬款周轉天數	234.8	254.4	244.7	246.2	235.7
平均應付帳款周轉天數	1,002.7	1,111.8	1,164.1	1,193.7	1,107.7
平均存貨周轉天數	967.6	997.5	1,088.4	1,065.8	1,004.1
淨負債/總權益比率(%)	19.3	25.9	44.1	24.8	25.2
回報率(%)					
資本回報率	18.1	18.5	21.4	20.6	20.4
資產回報率	4.2	3.4	3.9	3.8	3.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.641	1.904	2.584	2.854	3.251
每股股息(人民幣)	0.720	0.790	1.050	1.160	1.300
每股賬面值(人民幣)	9.20	10.28	12.07	13.87	15.97

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）發表于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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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信息，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。