

## 萬科 (2202 HK)

### 仍是大型房企中的首選

- ❖ **業績符合預期。**萬科 2018 年收入和淨利潤分別增長 25.2% 至 2,971 億元（人民幣·下同）和 20.4% 至 338 億元，淨利潤較我們預測高 0.9%。毛利率上升 4.7 個百分點至 37.0%，毛利潤大幅上升 43.3% 至 1,100 億元。交付面積及確認平均售價分別增長 10.7% 至 2,191 萬平及 11.7% 至 12,845 元/平。然而，資本化利息支出減少令財務費大增一倍至 82 億元。此外，少數股東權益也上升 69.3% 至 155 億元，因此淨利潤率下降 0.5 個百分點至 11.4%。截至 2018 年 12 月，已售未轉結物業達 3,710 萬平方米，金額達 5,307 億元。
- ❖ **合同銷售額占 4% 市場份額。**2018 年合同銷售額及面積分別增加 14.5% 至 6,070 億元及 12.3% 至 4,038 萬平。其市場份額由 2017 年的 3.96% 進一步增至 2018 年的 4.05%。作為中國三大開發商之一，萬科仍然有提高市占率的空間。公司 2019 年竣工面積目標為 3,077 萬平，同比增長 11.6%。
- ❖ **權益土儲 9,244 萬平。**萬科期內收購了 227 個項目，新增權益建面 2,490 萬平，當中約 72% 位於一線和二線城市。截至 2018 年 12 月，在建面積(權益)及持作未來開發的建面積(權益)分別為 5,402 萬平和 3,580 萬平。截至 2018 年 12 月，公司擁有共有 210 套商業物業，面積達 1,300 萬平。萬科旗下商業開發與運營主要平臺—印力，目前運營項目超過 120 個，遍布國內超過 50 個城市。印力管理的主要品牌包括印象城 MEGA、印象城、印象匯、印象裏、萬科廣場等。此外，印力集團聯合收購的凱德 20 家購物中心在年內完成交割。
- ❖ **兩項成熟業務或將分拆。**萬科旗下的物流平臺—萬緯物流，負責開發并運營物流倉儲。目前，萬緯物流擁有 124 個倉庫，可租賃建築面積 971 萬平，其中 62 個項目正在運營。我們估計商業物業及倉儲業務將合并重組，而萬科將藉此分拆這些業務。此外，物業服務在 2018 年表現出色，期內收入增長 36.1% 至 98 億元。我們相信公司的物業服務規模為行業前列，有可能在未來獨立分拆。
- ❖ **重申買入。**雖然淨負債比率從 17 年底的 8.8% 大幅上升至 18 年底的 30.9%，但公司的負債水平仍是業內最低之一。我們略微上調 2019 及 2020 年的盈利預測 3.7% 及 5.2%，并將 2019 年預測資產淨值從 46.68 港元調整至 45.45 港元。目標價由 37.34 港元調整至 36.36 港元，相當於資產淨值 20% 折讓。重申買入。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	237,345	297,083	412,073	467,727	512,899
淨利潤 (百萬人民幣)	28,052	33,773	39,453	47,517	52,544
每股盈利 (人民幣)	2.54	3.06	3.57	4.30	4.76
每股盈利變動 (%)	33.4	20.4	16.8	20.4	10.6
市盈率 (x)	9.0	7.5	6.4	5.3	4.8
市帳率 (x)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
股息率 (%)	3.9	4.7	5.2	6.2	7.0
權益收益率 (%)	21.1	21.7	21.5	21.8	20.6
淨財務杠杆率 (%)	8.8	30.9	21.9	22.8	24.6

資料來源：公司及招銀國際研究預測

#### 買入 (維持)

目標價	HK\$36.36
(過去目標價)	HK\$37.34)
潛在升幅	+20.6%
當前股價	HK\$30.15

#### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 中國房地產行業

市值(百萬港元)	361,288
3 月平均流通量(百萬港元)	239.5
52 周內股價高/低(港元)	36.40/21.50
總股本(百萬)	1,315

資料來源：彭博

#### 股東結構

深圳地鐵	29.4%
深圳巨盛華	8.4%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.1%	3.7%
3-月	20.8%	8.6%
6-月	14.8%	10.6%

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](http://www.vanke.com)

## 財務報表

### 利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>237,345</b>	<b>297,083</b>	<b>412,073</b>	<b>467,727</b>	<b>512,899</b>
物业发展	225,761	278,083	387,646	437,313	476,662
建筑	845	3,411	4,162	5,077	6,194
物业服务	7,199	9,796	12,734	16,300	19,560
其他	3,538	5,793	7,531	9,037	10,483
销售成本	(160,621)	(187,131)	(287,349)	(326,292)	(357,933)
<b>毛利</b>	<b>76,723</b>	<b>109,952</b>	<b>124,725</b>	<b>141,435</b>	<b>154,966</b>
销售费用	(6,262)	(7,868)	(10,302)	(11,225)	(11,797)
行政费用	(10,826)	(16,703)	(19,780)	(21,048)	(21,542)
其他收益	4,538	3,585	5,577	5,890	6,205
<b>息税前收益</b>	<b>64,173</b>	<b>88,966</b>	<b>100,220</b>	<b>115,052</b>	<b>127,833</b>
融资成本	(4,061)	(8,181)	(7,384)	(7,339)	(7,610)
联营公司	4,569	6,280	7,200	7,940	8,620
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>64,682</b>	<b>87,065</b>	<b>100,036</b>	<b>115,653</b>	<b>128,843</b>
所得税	(27,473)	(37,793)	(43,683)	(49,936)	(55,049)
非控制股东权益	(9,157)	(15,500)	(16,900)	(18,200)	(21,250)
<b>净利润</b>	<b>28,052</b>	<b>33,773</b>	<b>39,453</b>	<b>47,517</b>	<b>52,544</b>
<b>核心净利润</b>	<b>28,052</b>	<b>33,773</b>	<b>39,453</b>	<b>47,517</b>	<b>52,544</b>

来源: 公司、招銀國際研究預測

### 資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流动资产</b>	<b>147,794</b>	<b>233,508</b>	<b>264,820</b>	<b>291,200</b>	<b>311,400</b>
物业、厂房及设备	10,735	22,645	23,200	23,500	24,400
投资物业	17,046	25,898	28,000	29,500	30,000
联营公司	81,224	129,528	165,000	192,000	212,000
无形资产	1,096	1,015	1,020	1,000	1,000
其他	37,693	54,421	47,600	45,200	44,000
<b>流动资产</b>	<b>1,017,645</b>	<b>1,295,156</b>	<b>1,393,386</b>	<b>1,476,097</b>	<b>1,599,997</b>
现金及现金等价物	174,121	188,417	198,386	187,897	191,197
应收贸易款项	238,405	331,839	343,000	325,000	355,000
存货	597,487	754,310	840,000	950,000	1,040,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	7,632	20,590	12,000	13,200	13,800
<b>流动负债</b>	<b>847,355</b>	<b>1,121,914</b>	<b>1,202,000</b>	<b>1,258,000</b>	<b>1,346,800</b>
借债	62,273	93,183	72,000	60,000	60,000
应付贸易账款	760,383	991,438	1,100,000	1,173,000	1,263,000
应付税项	24,700	37,293	30,000	25,000	23,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>131,410</b>	<b>171,129</b>	<b>188,800</b>	<b>202,120</b>	<b>220,550</b>
借债	128,352	168,024	185,000	198,000	216,000
递延税项	358	623	800	920	1,050
其他	2,701	2,482	3,000	3,200	3,500
<b>少数股东权益</b>	<b>53,999</b>	<b>79,857</b>	<b>84,000</b>	<b>89,500</b>	<b>89,500</b>
<b>净资产总值</b>	<b>132,675</b>	<b>155,764</b>	<b>183,406</b>	<b>217,677</b>	<b>254,547</b>
<b>股东权益</b>	<b>132,675</b>	<b>155,764</b>	<b>183,406</b>	<b>217,677</b>	<b>254,547</b>

来源: 公司、招銀國際研究預測

**現金流量表**

年結:12月31日 (百万人民币)	FY17E	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	64,173	88,966	100,220	115,052	127,833
折旧和摊销	1,929	2,922	4,529	4,640	4,700
营运资金变动	45,230	(21,185)	(63,577)	(62,000)	(90,000)
税务开支	(26,514)	(36,592)	(45,049)	(54,816)	(56,119)
其他	(2,496)	(493)	61,206	28,361	40,513
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>82,323</b>	<b>33,618</b>	<b>57,329</b>	<b>31,237</b>	<b>26,927</b>
购置固定资产	(41,043)	(18,486)	(5,084)	(4,940)	(5,600)
联营公司	(24,036)	(45,840)	(26,883)	(28,200)	(20,600)
其他	13,466	(3,038)	3,477	3,412	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(51,613)</b>	<b>(67,364)</b>	<b>(28,490)</b>	<b>(29,728)</b>	<b>(26,200)</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	63,942	61,181	(4,208)	1,000	18,000
股息	(19,134)	(40,249)	(11,813)	(13,248)	(15,677)
其他	10,457	23,866	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>55,265</b>	<b>44,798</b>	<b>(16,020)</b>	<b>(12,248)</b>	<b>2,323</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>85,974</b>	<b>11,051</b>	<b>12,819</b>	<b>(10,739)</b>	<b>3,050</b>
年初现金及现金等价物	79,490	164,326	175,668	188,737	178,248
汇兑	(1,139)	291	250	250	250
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>164,326</b>	<b>175,668</b>	<b>188,737</b>	<b>178,248</b>	<b>181,548</b>
受限制现金	9,795	12,749	9,649	9,649	9,649
<b>资产负债表的现金</b>	<b>174,121</b>	<b>188,417</b>	<b>198,386</b>	<b>187,897</b>	<b>191,197</b>

来源: 公司、招銀國際研究預測

**主要比率**

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	95.1	93.6	94.1	93.5	92.9
建筑	0.4	1.1	1.0	1.1	1.2
物业服务	3.0	3.3	3.1	3.5	3.8
其他	1.5	1.9	1.8	1.9	2.0
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	32.3	37.0	30.3	30.2	30.2
税前利率	27.3	29.3	24.3	24.7	25.1
净利润率	11.8	11.4	9.6	10.2	10.2
核心净利润率	11.8	11.4	9.6	10.2	10.2
有效税率	42.5	43.4	43.7	43.2	42.7
<b>增长比率 (%)</b>					
收入	3.7	25.2	38.7	13.5	9.7
毛利	31.6	43.3	13.4	13.4	9.6
税前利	30.8	34.6	14.9	15.6	11.4
净利润	33.4	20.4	16.8	20.4	10.6
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	3.7	25.2	38.7	13.5	9.7
速动比率 (x)	31.6	43.3	13.4	13.4	9.6
平均应收账款周转天数	366.6	407.7	303.8	253.6	252.6
平均应付账款周转天数	1,727.9	1,933.8	1,397.3	1,312.2	1,287.9
平均存货周转天数	1,357.7	1,471.3	1,067.0	1,062.7	1,060.5
净负债/总权益比率 (%)	8.8	30.9	21.9	22.8	24.6
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	21.1	21.7	21.5	21.8	20.6
资产回报率	3.2	3.2	3.4	3.7	3.9
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	2.541	3.059	3.574	4.304	4.760
每股股息(人民币)	0.900	1.070	1.200	1.420	1.600
每股账面值(人民币)	12.02	14.11	16.61	19.72	23.06

来源: 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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 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责任。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。