

万科 (2202 HK)

股价回调后出现机会

- ❖ **一季度盈利增长 29%**。4月25日，万科公布了一季度经营业绩。收入增长68.0%，达303亿人民币(下同)，净利润增长28.7%至8.95亿。交付面积增长15.4%至165万平，确认平均销售面积16,584元/平，增长52.4%。但由于有效税率上升(1Q18:63.4% vs 1Q17:51.6%)及少数股东权益增加，一季度的净利润率同比下滑了0.9个百分点至2.9%。一般而言，一季度并不是销售和交付旺季，所以不可以反映全年的情况。
- ❖ **销售增长放缓**。今年前4个月，万科合约销售增长2.1%至1,962亿，销售面积1,306万平，增长2.2%。万科对于销售增长放缓的解释是由于年初的可售资源有限所致。因此今年首季度，万科新开工113万平，增长23.1%，完成今年开工任务3,545万平的31.9%。同时，一季度竣工面积为155万平，增长24.3%，完成今年竣工计划2,631万平的5.9%。截止到今年3月，万科已售未结转的金额为4,945亿，未结转面积3,563万平，因此未来的盈利增长有很高的确定性。
- ❖ **总权益土储 8,801 万平**。今年首季度，万科收购了49个项目，新增权益土储430万平，同比下滑8.6%。截止到今年3月，万科在建项目的权益面积达3,791万平，持作未来开发土地的权益面积达5,010万平。
- ❖ **净负债率大幅上升**。万科在一季度完成了普洛斯的私有化并增加了项目投资，因此需要支付大笔的应付账款，并在现金流量表中录得278亿的经营性流出及503亿的投资流出。因此手上现金由去年底的1,741亿减少至今年一季度的948亿，净负债率也由去年底的8.8%大幅上升至今年一季度的50.3%。我们认为目前净负债率较高的情况是暂时的，随着今年项目的销售回款，该比例会有所改善。
- ❖ **股价回调后出现机会，上调评级**。我们调整了净负债率假设以期反映目前的财务状况，因此我们轻微下调了FY18-20的盈利预测1.2-2.1%。此外，我们下调了18年底每股净资产预测由每股HK\$45.73降至HK\$45.46，目标价也有HK\$36.58下调至HK\$36.37，相当于20%的折让。公司股份在我们上次在3月更新报告后回调了10%，我们认为目前估值吸引，因此上调评级至**买入**。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	228,916	237,345	301,201	349,322	397,890
净利润(百万人民币)	21,023	28,052	32,289	37,258	44,201
每股盈利(人民币)	1.90	2.54	2.92	3.38	4.00
每股盈利变动(%)	16.0	33.4	15.1	15.4	18.6
市盈率(x)	12.7	9.5	8.3	7.2	6.0
市帐率(x)	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	3.3	3.7	4.3	5.0	5.9
权益收益率(%)	18.5	21.1	20.8	20.6	20.9
净财务杠杆率(%)	25.9	8.8	28.8	27.3	28.6

数据来源：公司及招银国际研究预测

买入 (上调)

目标价	HK\$36.37
(过去目标价)	HK\$36.58
潜在升幅	+21.8%
当前股价	HK\$29.85

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)	367,657
3月平均流通量(百万港元)	297
5周内股价高/低(港元)	42.85/19.0
总股本(百万)	1,315

数据源: 彭博

股东结构

深圳地铁	29.4%
深圳钜盛华	13.5%
安邦保险	4.6%

数据源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-16.0%	-16.2%
3-月	-21.8%	-15.8%
6-月	5.9%	1.2%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.vanke.com

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	228,916	237,345	301,201	349,322	397,890
物业发展	222,408	226,841	288,532	334,223	379,890
建筑	476	845	1,048	1,279	1,560
物业服务	4,055	6,964	8,496	10,195	12,234
其他	1,977	2,694	3,126	3,626	4,206
销售成本	(170,602)	(160,621)	(210,778)	(247,873)	(282,422)
毛利	58,314	76,723	90,423	101,449	115,468
销售费用	(5,161)	(6,262)	(7,229)	(8,034)	(9,151)
行政费用	(7,694)	(10,826)	(11,596)	(12,331)	(13,170)
其他收益	1,389	4,538	4,418	4,398	4,617
息税前收益	46,848	64,173	76,016	85,482	97,764
融资成本	(2,310)	(4,061)	(5,447)	(5,848)	(6,112)
联营公司	4,931	4,569	4,020	4,580	4,800
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	49,469	64,682	74,590	84,214	96,452
所得税	(21,118)	(27,473)	(33,543)	(37,494)	(41,751)
非控制股东权益	(7,328)	(9,157)	(8,758)	(9,462)	(10,500)
净利润	21,023	28,052	32,289	37,258	44,201
核心净利润	21,023	28,052	32,289	37,258	44,201

来源: 公司、招银国际研究预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	109,379	147,794	156,074	160,070	164,620
物业、厂房及设备	9,106	10,735	13,000	13,500	14,000
投资物业	12,097	17,046	20,800	21,000	21,450
联营公司	61,702	81,224	88,000	92,000	96,000
无形资产	893	1,096	1,124	1,020	980
其他	25,582	37,693	33,150	32,550	32,190
流动资产	721,471	1,017,645	1,086,154	1,166,864	1,268,727
现金及现金等价物	87,032	174,121	143,654	138,064	143,527
应收贸易款项	159,543	238,405	250,000	272,000	298,000
存货	466,225	597,487	686,000	750,000	820,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	8,671	7,632	6,500	6,800	7,200
流动负债	579,998	847,355	876,200	923,400	977,800
借债	43,350	62,273	58,000	49,900	54,000
应付贸易账款	519,643	760,383	795,000	850,000	900,000
应付税项	17,005	24,700	23,200	23,500	23,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	89,174	131,410	151,000	158,840	174,300
借债	85,514	128,352	147,500	155,000	170,000
递延税项	679	358	500	640	800
其他	2,981	2,701	3,000	3,200	3,500
少数股东权益	48,232	53,999	60,000	64,000	69,600
净资产总值	113,445	132,675	155,028	180,694	211,647
股东权益	113,445	132,675	155,028	180,694	211,647

来源: 公司、招银国际研究预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	46,848	64,173	76,016	85,482	97,764
折旧和摊销	1,149	1,929	2,147	2,600	2,700
营运资金变动	13,196	(47,345)	(72,785)	(66,000)	(76,000)
税务开支	(21,828)	(26,514)	(36,049)	(36,254)	(40,931)
其他	201	90,079	2,535	25,390	23,428
经营活动所得现金净额	39,566	82,323	(28,136)	11,217	6,961
购置固定资产	(15,106)	(41,043)	(4,412)	(3,100)	(3,200)
联营公司	(30,148)	(24,036)	(5,644)	(4,300)	(4,400)
其他	1,865	13,466	2,535	2,534	-
投资活动所得现金净额	(43,389)	(51,613)	(7,520)	(4,866)	(7,600)
股份发行	0	-	-	-	-
净银行借贷	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	-	-	-
融资活动所得现金净额	31,297	55,265	4,940	(12,192)	5,852
现金增加净额	27,474	85,974	(30,717)	(5,840)	5,213
年初现金及现金等价物	51,748	79,490	164,326	133,859	128,269
汇兑	269	(1,139)	250	250	250
年末现金及现金等价物	79,490	164,326	133,859	128,269	133,732
受限制现金	7,542	9,795	9,795	9,795	9,795
资产负债表中的现金	87,032	174,121	143,654	138,064	143,527

来源: 公司、招银国际研究预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	97.2	95.6	95.8	95.7	95.5
建筑	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
物业服务	1.8	2.9	2.8	2.9	3.1
其他	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1
总额	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
税前利率	21.6	27.3	24.8	24.1	24.2
净利润率	9.2	11.8	10.7	10.7	11.1
核心净利润率	9.2	11.8	10.7	10.7	11.1
有效税率	42.7	42.5	45.0	44.5	43.3
增长比率 (%)					
收入	24.2	3.7	26.9	16.0	13.9
毛利	27.6	31.6	17.9	12.2	13.8
税前利	22.1	30.8	15.3	12.9	14.5
净利润	16.0	33.4	15.1	15.4	18.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	24.2	3.7	26.9	16.0	13.9
速动比率 (x)	27.6	31.6	17.9	12.2	13.8
平均应收账款周转天数	254.4	366.6	303.0	284.2	273.4
平均应付账款周转天数	1,111.8	1,727.9	1,376.7	1,251.6	1,163.2
平均存货周转天数	997.5	1,357.7	1,187.9	1,104.4	1,059.8
净负债/总权益比率 (%)	25.9	8.8	28.8	27.3	28.6
回报率 (%)					
资本回报率	18.5	21.1	20.8	20.6	20.9
资产回报率	3.4	3.2	3.3	3.5	3.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.904	2.541	2.925	3.375	4.004
每股股息(人民币)	0.790	0.900	1.050	1.200	1.420
每股账面值(人民币)	10.28	12.02	14.04	16.37	19.17

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的分析员，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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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上责任。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 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士。