

万科 (2202 HK)

仍是大型房企中的首选

- ❖ **业绩符合预期。**万科 2018 年收入和净利润分别增长 25.2% 至 2,971 亿元（人民币·下同）和 20.4% 至 338 亿元，净利润较我们预测高 0.9%。毛利率上升 4.7 个百分点至 37.0%，毛利润大幅上升 43.3% 至 1,100 亿元。交付面积及确认平均售价分别增长 10.7% 至 2,191 万平及 11.7% 至 12,845 元/平。然而，资本化利息支出减少令财务费大增一倍至 82 亿元。此外，少数股东权益也上升 69.3% 至 155 亿元，因此净利润率下降 0.5 个百分点至 11.4%。截至 2018 年 12 月，已售未转结物业达 3,710 万平方米，金额达 5,307 亿元。
- ❖ **合同销售额占 4% 市场份额。**2018 年合同销售额及面积分别增加 14.5% 至 6,070 亿元及 12.3% 至 4,038 万平。其市场份额由 2017 年的 3.96% 进一步增至 2018 年的 4.05%。作为中国三大开发商之一，万科仍然有提高市占率的空间。公司 2019 年竣工面积目标为 3,077 万平，同比增长 11.6%。
- ❖ **权益土储 9,244 万平。**万科期内收购了 227 个项目，新增权益建面 2,490 万平，当中约 72% 位于一线和二线城市。截至 2018 年 12 月，在建面积(权益)及持作未来开发的建筑面积(权益)分别为 5,402 万平和 3,580 万平。截至 2018 年 12 月，公司拥有共有 210 套商业物业，面积达 1,300 万平。万科旗下商业开发与运营主要平台—印力，目前运营项目超过 120 个，遍布国内超过 50 个城市。印力管理的主要品牌包括印象城 MEGA、印象城、印象汇、印象里、万科广场等。此外，印力集团联合收购的凯德 20 家购物中心在年内完成交割。
- ❖ **两项成熟业务或将分拆。**万科旗下的物流平台—万纬物流，负责开发并运营物流仓储。目前，万纬物流拥有 124 个仓库，可租赁建筑面积 971 万平，其中 62 个项目正在运营。我们估计商业物业及仓储业务将合并重组，而万科将藉此分拆这些业务。此外，物业服务在 2018 年表现出色，期内收入增长 36.1% 至 98 亿元。我们相信公司的物业服务规模为行业前列，有可能在未来独立分拆。
- ❖ **重申买入。**虽然净负债比率从 17 年底的 8.8% 大幅上升至 18 年底的 30.9%，但公司的负债水平仍是业内最低之一。我们略微上调 2019 及 2020 年的盈利预测 3.7% 及 5.2%，并将 2019 年预测资产净值从 46.68 港元调整至 45.45 港元。目标价由 37.34 港元调整至 36.36 港元，相当于资产净值 20% 折让。重申买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	237,345	297,083	412,073	467,727	512,899
净利润(百万人民币)	28,052	33,773	39,453	47,517	52,544
每股盈利(人民币)	2.54	3.06	3.57	4.30	4.76
每股盈利变动(%)	33.4	20.4	16.8	20.4	10.6
市盈率(x)	9.0	7.5	6.4	5.3	4.8
市帐率(x)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
股息率(%)	3.9	4.7	5.2	6.2	7.0
权益收益率(%)	21.1	21.7	21.5	21.8	20.6
净财务杠杆率(%)	8.8	30.9	21.9	22.8	24.6

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$36.36
(过去目标价)	HK\$37.34)
潜在升幅	+20.6%
当前股价	HK\$30.15

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

中国房地产行业

市值(百万港元)	361,288
3 月平均流通量(百万港元)	239.5
52 周内股价高/低(港元)	36.40/21.50
总股本(百万)	1,315

资料来源：彭博

股东结构

深圳地铁	29.4%
深圳巨盛华	8.4%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.1%	3.7%
3-月	20.8%	8.6%
6-月	14.8%	10.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	237,345	297,083	412,073	467,727	512,899
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)
毛利	76,723	109,952	124,725	141,435	154,966
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
息税前收益	64,173	88,966	100,220	115,052	127,833
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	-	-	-	-	-
税前利润	64,682	87,065	100,036	115,653	128,843
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)
净利润	28,052	33,773	39,453	47,517	52,544
核心净利润	28,052	33,773	39,453	47,517	52,544

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	147,794	233,508	264,820	291,200	311,400
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
流动资产	1,017,645	1,295,156	1,393,386	1,476,097	1,599,997
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
流动负债	847,355	1,121,914	1,202,000	1,258,000	1,346,800
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	-	-	-	-	-
非流动负债	131,410	171,129	188,800	202,120	220,550
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
少数股东权益	53,999	79,857	84,000	89,500	89,500
净资产总值	132,675	155,764	183,406	217,677	254,547
股东权益	132,675	155,764	183,406	217,677	254,547

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)	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
经营活动所得现金净额	82,323	33,618	57,329	31,237	26,927
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	-
投资活动所得现金净额	(51,613)	(67,364)	(28,490)	(29,728)	(26,200)
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	-	-	-
融资活动所得现金净额	55,265	44,798	(16,020)	(12,248)	2,323
现金增加净额	85,974	11,051	12,819	(10,739)	3,050
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
年末现金及现金等价物	164,326	175,668	188,737	178,248	181,548
受限制现金	9,795	12,749	9,649	9,649	9,649
资产负债表的现金	174,121	188,417	198,386	187,897	191,197

来源: 公司、招银国际研究预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
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
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
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
增长比率 (%)					
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
资产负债比率					
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
回报率 (%)					
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
每股数据					
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于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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，请与我们联系。

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。