

万科 - H (2202 HK)

销售稳健增长

概要。最近万科配股集资，我们同步更新了公司的财务模型。由于新发行股票仅占扩大后总股本 2.33%，因此摊薄效应不大。我们将截至 2019 年末的每股资产净值由 45.45 港元轻微下调至 44.35 港元。目标价由 36.36 港元下调至 35.48 港元。维持买入评级。

- **配售新股增强资产负债表。**万科于 2019 年 4 月完成配股。公司以每股 29.68 港元发行及配售 2.63 亿股新 H 股。新股占扩大后全部已发行 H 股 16.67%，以及配售后总股本 2.33%。此次 H 股配售集资 77.8 亿港元，主要用于偿还债务。截至 2018 年 12 月，万科净负债比率 30.9%，新增股本进一步增强了公司资产负债表。
- **2019 年一季度利润大增 25%。**万科 2019 年一季度收入和净利润分别大幅增长 59.4% 至 484 亿元（人民币，下同），以及 25.2% 至 11.2 亿元。利润增长放缓是由于第一季所占规模较少所致。一季度已交付建面增加 88.2% 至 311 万平，但仅占我们全年预测的 10.5%。另一方面，其他固定开支（包括销售及行政开支，以及利息支出）并不随已交付建面而改变。截至 2019 年 5 月，已售未结转金额达到 7,046 亿元或 4,779 万平，这为来年提供了良好的盈利可见性。
- **今年前五个月合同销售额增长 12%。**今年前五个月，合同销售额及面积分别大增 12.0% 至 2,676 亿元，以及 4.7% 至 1,661 万平。万科增长速度似乎较行业其他发展商慢，但仍是全国前三名发展商中增长速度最快的一家，较碧桂园（2007 HK）和恒大（3333 HK）为快。
- **应估土储达 9,245 万平。**万科于今年首季收购了 19 个新项目，权益土储为 599 万平。截至 2019 年 3 月，总土储及权益土储分别为 1.53 亿平及 9,245 万平。此外，万科参与了多个城市再发展项目，总权益建筑面积为 348 万平。目前土储足以满足未来三年的发展需要。
- **下调目标价只 35.48 港元。**由于新发行股票仅占扩大后总股本 2.33%，因此摊薄效应不大。我们将截至 2019 年末的每股资产净值由 45.45 港元轻微下调至 44.35 港元。目标价由 36.36 港元下调至 35.48 港元。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	237,345	297,083	412,073	467,727	512,899
同比增长(%)	3.7	25.2	38.7	13.5	9.7
净收入(百万元人民币)	28,052	33,773	39,517	47,628	52,644
每股盈利(人民币)	2.54	3.06	3.52	4.21	4.66
每股盈利变动(%)	33.4	20.4	15.0	19.8	10.5
市盈率(倍)	9.7	8.1	7.0	5.8	5.3
市帐率(倍)	2.1	1.7	1.5	1.2	1.1
股息率(%)	2.8	3.4	3.8	4.5	5.0
权益收益率(%)	21.1	21.7	20.8	21.2	20.2
净负债率(%)	8.8	30.9	18.9	20.2	22.4

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$35.48
(此前目标价)	HK\$36.36
潜在升幅	+26.7%
当前股价	HK\$28.00

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	343,133
3月平均流通量(百万港元)	273
52周内股价高/低(港元)	35.60/21.50
总股本(百万)	1,578(H)
	9,724(A)

资料来源：彭博

股东结构

深圳地铁	28.69%
钜盛华	14.33%
安邦	6.57%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.6%	-0.5%
3-月	-13.7%	-8.3%
6-月	1.5%	-7.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

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
物业投资	845	3,411	4,162	5,077	6,194
酒店	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
其他收益	4,538	3,585	5,602	5,974	6,304
销售费用	(6,262)	(7,868)	(10,302)	(11,225)	(11,797)
行政费用	(9,633)	(14,590)	(17,719)	(18,709)	(18,977)
其他费用	(1,193)	(2,113)	(2,060)	(2,339)	(2,564)
息税前收益	64,173	88,966	100,245	115,136	127,931
融资成本	(4,061)	(8,181)	(7,327)	(7,282)	(7,581)
联营/合营公司	4,569	6,280	7,200	7,940	8,620
特殊收入	0	0	0	0	0
税前利润	64,682	87,065	100,118	115,794	128,970
所得税	(27,473)	(37,793)	(43,701)	(49,967)	(55,077)
少数股东权益权益	(9,157)	(15,500)	(16,900)	(18,200)	(21,250)
永续债	0	0	0	0	0
净利润	28,052	33,773	39,517	47,628	52,644

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	16,594	20,166	21,137	23,519	25,564
折旧和摊销	591	603	792	846	950
营运资金变动	(4,061)	(8,055)	(11,374)	(4,100)	(3,600)
税务开支	(7,210)	(8,159)	(11,250)	(12,615)	(12,865)
其他	(2,961)	(1,927)	2,334	(4,030)	(5,979)
经营活动所得现金净额	2,953	2,628	1,639	3,619	4,069
购置固定资产	(2,931)	(1,677)	(1,892)	(2,496)	(2,512)
联营公司	(2,097)	(3,056)	288	200	200
其他	(1,932)	(12,976)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(6,960)	(17,708)	(2,071)	(2,763)	(2,780)
股份发行	0	0	0	0	0
净银行借贷	17,149	24,789	(4,529)	0	2,000
股息	(2,762)	(3,960)	(3,553)	(3,963)	(4,271)
其他	(3,629)	10,907	0	0	0
融资活动所得现金净额	10,758	31,736	(8,083)	(3,963)	(2,271)
现金增加净额	6,751	16,655	(8,515)	(3,107)	(981)
年初现金及现金等价物	12,432	19,042	35,776	27,067	23,765
汇兑	(141)	79	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	19,042	35,776	27,067	23,765	22,589
受限制现金	11,078	9,285	9,285	9,285	9,285
资产负债表的现金	30,120	45,062	36,352	33,050	31,874

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
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
联营及合营公司	17,046	25,898	28,000	29,500	30,000
投资物业	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	1,017,64	1,295,15	1,396,14	1,482,72	1,604,34
现金及现金等价物	174,121	188,417	201,140	194,524	195,549
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
其他	7,632	20,590	12,000	13,200	13,800
流动负债	847,355	1,121,91	1,198,00	1,258,00	1,344,80
借债	62,273	93,183	68,000	60,000	58,000
应付贸易账款	352,677	486,726	520,000	550,000	580,000
合同负债	407,706	504,711	580,000	623,000	683,000
应付税项	24,700	37,293	30,000	25,000	23,800
其他	0	0	0	0	0
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
其他	3,058	3,105	3,800	4,120	4,550
股东权益	132,675	155,764	190,160	224,304	260,899
少数股东权益	53,999	79,857	84,000	89,500	89,500
永续债	0	0	0	0	0
总权益	186,674	235,621	274,160	313,804	350,399

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
物业投资	0.4	1.1	1.0	1.1	1.2
酒店	3.0	3.3	3.1	3.5	3.8
其他	1.5	1.9	1.8	1.9	2.0
合计	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	27.0	29.9	24.3	24.6	24.9
净利润率	11.8	11.4	9.6	10.2	10.3
有效税率	42.5	43.4	43.6	43.2	42.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	366.6	407.7	303.8	253.6	252.6
平均应付帐款周转天数	542.4	598.0	460.6	429.2	412.8
平均存货周转天数	1357.7	1471.3	1067.0	1062.7	1060.5
净负债率	8.8	30.9	18.9	20.2	22.4
回报率 (%)					
资本回报率	21.1	21.7	20.8	21.2	20.2
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)	2.54	3.06	3.52	4.21	4.66
每股股息(港元)	0.90	1.07	1.20	1.42	1.60
每股账面值(人民币)	12.02	14.11	16.83	19.85	23.08

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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年证券交易法规则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个人。