

公司研究報告

2018年1月12日

張健民, CFA

研究部主管

ivan.cheung@sinopac.com

李文傑

研究員

mkli@sinopac.com

伍其峰

研究員

dkfng@sinopac.com

黃景成

研究員

gary.wong@sinopac.com

股票資料

股份編號:	2202.HK
市價:	HKD38.50
市值:	約 HKD4,599 億
52 周低/高位:	HKD18.34-39.30
市帳率:	3.1 倍
股息率:	2.4% (2016 年)

萬科企業(2202.HK)

公司背景

- 國內房地產發展商龍頭，土地儲備豐富而且大部份處於一二線城市，加上萬科與第一大股東深圳地鐵集團將共同開發地鐵沿線物業，公司坐擁豐富優質地塊。相對於其他內房龍頭企業，萬科淨負債率相對較低，比同業有較大空間加大槓桿比率。
- 業務範圍包括房地產、物業服務、商業地產、物流地產、滑雪項目、長租公寓及養老業務等，以 2017 年 1 月至 9 月營業額計算，房地產是集團主要收入來源，佔總營業額 93.9%。

圖 1：萬科企業股價圖

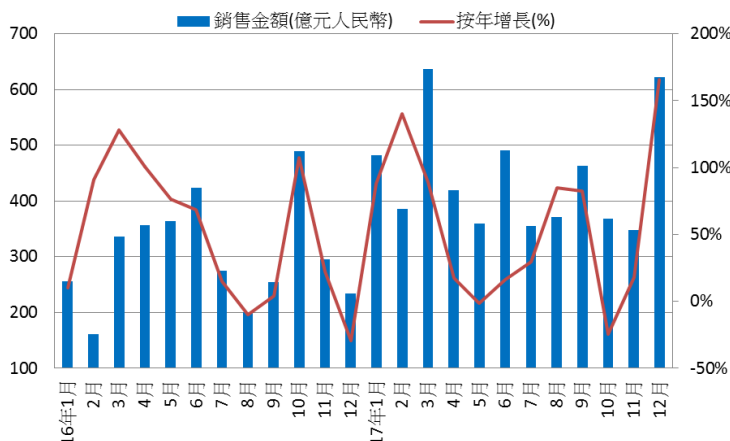


資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

強勁銷售成績

- 2017 全年房地產銷售面積 3,595.2 萬平方米，按年增長 30%。銷售金額 5,298.8 億元（人民幣，下同），按年增長 45.3%。銷售金額於國內房地產發展商中排名第二，僅次於碧桂園（2007.HK）（5,508 億元）。

圖 2：萬科每月銷售金額及按年增長率



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

積極擴充土地儲備，與深鐵合作拓展沿線物業

- 2017 年 6 月，萬科股權爭奪戰告一段落，中國恒大 (3333.HK) 將所持有的萬科股份轉讓予深圳地鐵，深圳地鐵持有萬科 29.38% 股份，成為萬科第一大股東。
- 深圳地鐵在地鐵沿線坐擁豐富優質地塊，萬科與深圳地鐵合力推進「軌道+物業」模式，共同拓展市場。
- 2017 年 7 月，集團透過拍賣，以 551 億元投得廣東國際信託投資公司資產，包括主要位於廣州市荔灣區及越秀區的 16 塊土地，總建築面積約 211 萬平方米。

長租公寓業務

- 中央提出要加快建立多主體供應、多渠道保障及租購並舉的住房制度，可見國內政策將持續培育和發展住房租賃市場。
- 市場上主要有四類市場參與者，包括發展商、中介、物業管理公司及創業公司，各有優勢和缺點。我們認為長遠而言，傳統發展商將提高長租公寓市場佔有率，原因是長租公寓屬於資金密集型行業，發展商資金實力比較雄厚，融資成本比較低。此外，發展商可以整合現有物業改造為出租房，資金及資源方面擁有明顯優勢。發展商於建築及裝修可享規模經濟效益，成本比其他市場參與者低廉。營運方面，發展商的長租公寓業務模式屬於集中型，營運效率比分散型模式高，而且多數發展商例如萬科，本身有經營物業管理服務公司，所以營運及管理方面比其他市場參與者更具經驗及效率。
- 萬科早於 2014 年在長租公寓市場部署，2016 年正式用「泊寓」品牌，運營中長期租住房。截至 2017 年 9 月底，泊寓的業務覆蓋 24 個一二線城市，累計開業 82 個項目，開業約 2.4 萬間，於長租公寓市場處於龍頭地位。

物流地產業務增長

- 近年集團加強物流地產佈局，2017 年 7 月，萬科與普洛斯 (Global Logistic Properties Limited) CEO 梅志明、厚樸投資、高瓴資本及中銀集團投資有限公司，共同參與私有化普洛斯，總代價為約 159 億新加坡元。萬科佔股 21.4%，成為普洛斯第一大股東。
- 普洛斯擁有及管理在中國、日本、美國和巴西等地共 5,500 萬平方米現代物流設施組合。中國是普洛斯的重點市場，而普洛斯於中國物流地產市場中處於龍頭地位。以出租面積計算，頭五大客戶包括百世快遞、京東、德邦、唯品會及中國外運。
- 萬科入股普洛斯可帶來協同效應，萬科在增加土地儲備上有優勢，而引入普洛斯的物流倉儲網路及營運模式，兩者形成優勢互補。

競爭優勢

- 萬科淨負債率比同業相對較低，有較大空間加大槓桿比率。
- 集團積極擴充土地儲備，以鞏固行業龍頭地位及維持銷售增長。一如以往，集團買地策略專注於一二線城市，雖然地價比較高昂，但是一二線城市樓價下行壓力比較低。
- 拿地方面，地價門檻水漲船高，萬科本身資金實力雄厚，融資成本較中小型發展商為低，融資渠道亦比較多。
- 面對限購及限價等樓市調控政策，對實力較弱的發展商構成資金周轉壓力，反之大型發展商接受能力較高，限購或限價使他們更加惜售。

圖 3：同業比較

股份編號	公司	一年表現	市賬率(倍)	1H17 淨負債 權益比率
2202	萬科企業	106%	3.1	24%
2007	碧桂園	319%	4.1	50%
3333	中國恒大	448%	3.1	299%
1918	融創中國	421%	5.2	323%
688	中國海外	30%	1.3	16%
1109	華潤置地	41%	1.5	42%

資料來源：彭博，公司資料，永豐金證券(亞洲)

風險

- 內地樓價上漲速度過快，促使政府實施調控樓市政策。
- 中國經濟增長放緩，導致房屋銷售遜於預期。

表 1：損益表 (人民幣千元·除非另有註明)

	FY15	FY16	9M16	9M17
收益	184,317,543	228,916,100	111,029,481	113,731,477
銷售成本	(138,625,598)	(170,602,315)	(86,005,423)	(79,968,067)
毛利	45,691,945	58,313,785	25,024,058	33,763,410
其他收入	3,431,620	1,388,918	1,313,608	2,862,050
分銷成本	(4,138,274)	(5,160,716)	(3,327,747)	(3,658,524)
管理費用	(4,853,224)	(7,174,595)	(3,265,446)	(5,721,472)
其他經營開支	(229,477)	(519,023)	(326,956)	(298,426)
經營利潤	39,902,590	46,848,369	19,417,517	26,947,038
財務費用	(1,778,974)	(2,310,339)	(1,450,113)	(2,439,278)
應佔聯營公司利潤減虧損	1,383,361	1,690,322	393,878	258,957
應佔合營公司利潤減虧損	1,009,731	3,240,394	1,652,956	1,988,253
稅前利潤	40,516,708	49,468,746	20,014,238	26,754,970
所得稅開支	(14,567,270)	(21,118,491)	(8,723,985)	(11,938,443)
年度利潤	25,949,438	28,350,255	11,290,253	14,816,527
非控股權益	(7,830,032)	(7,327,649)	(3,027,872)	(3,725,526)
本公司權益持有人	18,119,406	21,022,606	8,262,381	11,091,001

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 2：盈利與股息 (人民幣·除非另有註明)

	FY15	FY16	9M16	9M17
每股盈利(基本)	1.64	1.90	0.75	1.01
每股盈利(攤薄)	1.64	1.90	0.75	1.01
每股派息	0.72	0.79	N/A	N/A
股息率	2.2%	2.4%	N/A	N/A
派息比率	43.9%	41.6%	N/A	N/A

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 3：增長

	FY15	FY16	9M16	9M17
收益增長	33.6%	24.2%	48.1%	2.4%
毛利率	24.8%	25.5%	22.5%	29.7%
毛利率增長	31.9%	27.6%	35.4%	34.9%
純利率	9.8%	9.2%	7.4%	9.8%

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 4：估值

	FY15	FY16
市盈率	19.6	16.9
市帳率	3.5	3.1

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 5：財務狀況表 (人民幣千元·除非另有註明)

	FY16	9M17
非流動資產		
物業、廠房及設備	9,105,632	9,839,296
投資物業	12,096,846	7,187,656
無形資產	892,754	1,175,869
於聯營公司之權益	29,777,377	32,426,462
於合營公司之權益	31,924,611	34,025,990
其他金融資產	1,328,014	4,316,633
其他非流動資產	17,055,019	21,140,866
遞延稅項資產	7,198,533	8,520,344
	109,378,786	118,633,116
流動資產		
存貨	466,225,274	549,365,016
貿易及其他應收款項	159,542,743	245,718,024
其他流動資產	8,670,500	3,063,290
受限存款	7,542,103	7,804,971
現金及現金等價物	79,490,015	86,547,660
持有待售資產	-	7,400,423
	721,470,635	899,899,384
資產總額	830,849,421	1,018,532,500
流動負債		
銀行貸款及金融機構借款	40,881,705	46,479,625
貿易及其他應付款項	519,643,307	673,197,120
即期稅項	17,005,293	16,017,079
應付債券	2,468,181	7,747,248
	579,998,486	743,441,072
非流動負債		
銀行貸款及金融機構借款	56,406,061	77,146,692
應付債券	29,108,376	27,058,349
遞延稅項負債	679,255	568,372
準備	118,672	168,845
其他非流動負債	2,862,000	2,423,878
	89,174,364	107,366,136
負債總額	669,172,850	850,807,208
權益		
股本	11,039,152	11,039,152
儲備	102,405,614	105,334,123
庫存股	-	-
	113,444,766	116,373,275
非控股權益	48,231,805	51,352,017
權益總額	161,676,571	167,725,292
權益及負債總額	830,849,421	1,018,532,500
資產總額減流動負債	250,850,935	275,091,428
流動資產淨值	141,472,149	156,458,312

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2018 年 1 月 12 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。