



Company Report: China Vanke (02202 HK)

中文版

Chunli Zhan 詹春立

(852)2509 7745

公司报告: 万科企业 (02202 HK)

Chinese version

james.zhan@gtjas.com.hk

3 May 2023

GPM May Have Seen the Bottom; Operation Business Is Well on Track; "Buy"

毛利率或已见底, 经营业务稳健向好, “买入”

- **We maintain "Buy" on Vanke-H with TP at HK\$20.50.** We expect Vanke-H to further improve its land bank quality and benefit from the revaluation of operational assets in the next few years. We maintain our EPS forecasts for Vanke-H at RMB1.768, RMB1.781 and RMB1.809 in 2023F-2025F, respectively. Our TP is unchanged at HK\$20.50, representing 10.2x 2023F PER and 0.8x 2023F PBR.
- **Resilient earnings growth in 1Q2023, while GPM may have seen the bottom.** 1Q2023 revenue increased by 9.3% YoY to RMB68.5 bn. Vanke-H's overall gross profit margin continued to decline at 15.4% in 1Q2023, down by 3.4 ppts YoY. Having booked a sizeable write-down on property inventories in 2021-2022 (total RMB4.0 bn), we believe Vanke-H's GPM should have seen the bottom. Thanks to lower SG&A costs (down by 26.3% YoY) and large gains from fair value changes (RMB316 mn), Vanke-H finally recorded 1.2% YoY growth in 1Q2023 shareholders' net profit at RMB1,446 mn.
- **Vanke-H's operation business is well on track.** The Company's operation business showed solid growth momentum in 1Q2023. All segments recorded over 10% YoY growth. In view of accelerated progress for REIT, we believe Vanke's operation assets should usher in revaluation in the near future. In addition, Vanke acquired two areas of land in Shanghai at total cost of RMB7.5 bn in Apr. We expect continuous improvement in Vanke-H's land bank quality.
- **Catalysts:** 1) More quality land acquired in the near term; 2) fast growth in non-development business. **Key downside risks include:** 1) Slower unlocking of management dividend; 2) significant slowdown in development business.
- **我们维持万科 H “买入”评级, 目标价 20.50 港元。**我们预计万科 H 将进一步提升土储质量, 并在未来几年里, 将从其经营类资产价值重估中获益。我们维持万科 H 2023-2025 年的每股盈利预测, 分别为人民币 1.768 元、人民币 1.781 元和人民币 1.809 元。目标价维持不变, 为 20.50 港元, 对应 10.2 倍 2023 年市盈率以及 0.8 倍 2023 年市净率。
- **2022 年一季度利润增长保持韧性, 同时毛利率可能已触底。**公司 2023 年一季度收入同比增长 9.3% 至人民币 685 亿元。万科 H 2023 年一季度的整体毛利率继续下滑至 15.4%, 同比降低 3.4 个百分点。由于公司 2021-2022 年计提了大额存货减值损失 (总计人民币 40 亿元), 我们相信万科 H 的毛利率可能已经触底。由于营销管理费用的降低 (同比跌 26.3%) 以及大额公允价值变动收益 (人民币 3.16 亿元), 公司最终录得 2023 年一季度股东净利润人民币 14.46 亿元, 同比增 1.2%。
- **万科 H 经营类业务发展向好。**公司经营类业务在今年一季度显示了良好增长势头。所有板块均录得双位数以上同比增长。随着 REIT 的加速破冰, 我们相信万科 H 的经营类资产将在短期内迎来价值重估。另外, 万科 4 月份在上海以人民币 75 亿元获得两块土地, 我们认为其土储质量会持续提升。
- **催化剂:** 1) 短期内获得更多优质土地; 2) 非开发业务的快速增长。**主要下行风险:** 1) 管理红利较慢释放; 2) 开发业务大幅放缓。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$20.50

Revised from 原目标价:

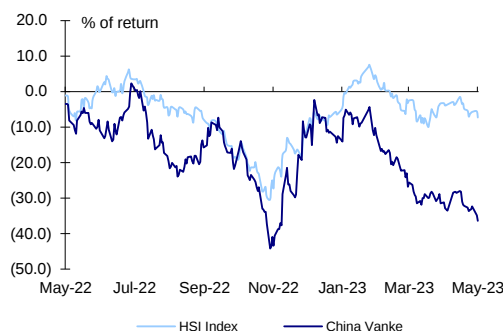
HK\$20.50

Share price 股价:

HK\$11.600

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(6.6)	(26.0)	(39.8)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(3.1)	(17.0)	(33.2)
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	12.4	13.2	14.8

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(△%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2021A	452,798	22,524	1.938	(46.5)	4.9	20.296	0.5	0.970	10.3	9.8
2022A	503,838	22,618	1.951	0.7	5.3	20.866	0.5	0.680	6.6	9.5
2023F	465,916	20,566	1.768	(9.4)	5.8	21.941	0.5	0.705	6.9	8.3
2024F	427,557	20,718	1.781	0.7	5.7	23.017	0.4	0.711	7.0	7.9
2025F	397,601	21,036	1.809	1.5	5.6	24.115	0.4	0.722	7.1	7.7

Shares in issue (m) 总股数 (m)	11,630.7	Major shareholder 大股东	SZMC 27.9%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	134,916.1	Free float (%) 自由流通比率 (%)	67.3
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	16,213.5	FY23 Net gearing (%) FY23 净负债/股东资金 (%)	63.0
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)	19.900 / 9.870	FY23 Est. NAV (HK\$) FY23 每股估值 (港元)	25.6

Source: the Company, Guotai Junan International.

我们维持“买入”评级，目标价 20.50 港元。我们预计万科企业（“万科 H”或“公司”）将进一步提升土储质量，并在未来几年里，将从其经营类资产价值释放中获益。我们维持万科 H 2023-2025 年的每股盈利预测，分别为人民币 1.768 元、人民币 1.781 元和人民币 1.809 元。我们维持公司“买入”的评级以及 20.50 港元的目标价。目标价相对我们的 2023 年每股资产净值预测有 20% 的折让，同时对应 10.2 倍 2023 年核心市盈率以及 0.8 倍 2023 年市净率。

2023 年一季度利润增长保持韧性，同时毛利率可能已触底。公司在 2023 年一季度的营业收入及股东净利润均录得稳健增长。2023 年一季度营业收入同比增长 9.3% 至人民币 685 亿元，其中房地产开发业务营业收入为人民币 542 亿元，同比增长 9.8%。2023 年一季度房地产开发业务结算面积为 434 万平方米，增长势头更为强劲，为同比增长 15.8%。万科 H 2023 年一季度的整体毛利率继续下滑至 15.4%，同比降低 3.4 个百分点。其中开发业务的结算毛利率为 17.2%。由于公司 2021-2022 年计提了大额存货减值损失（总计人民币 40 亿元），我们相信万科 H 的毛利率可能已经触底。考虑到新获取的土地将逐步贡献业绩，同时其平均毛利率约为 20% 左右，我们认为公司 2023 年及之后年份的毛利率应会有适度的恢复。尽管毛利率有所下降，但由于营销管理费用的降低（同比跌 26.3%）以及大额公允价值变动收益（人民币 3.16 亿元），公司最终录得 2023 年一季度股东净利润人民币 14.46 亿元，同比增 1.2%。

万科 H 经营类业务发展向好。公司经营类业务在今年一季度显示了良好增长势头。万物云（02602 HK）在 2023 年一季度收购了 11 个商企服务项目，其中包括阿里巴巴北京总部。租赁住宅业务（含非并表项目）的总营业收入为人民币 7.8 亿元，同比提升 10.8%。2023 年第一季度租赁住宅新增开业 3,900 间，主要位于北京、天津、广州、佛山和厦门。截至 2023 年 3 月底，万科 H 已运营管理超 21.7 万间长租公寓，其中 17.05 万套已开业。2023 年第一季度物流仓储业务（含非并表项目）的总营业收入为人民币 9.6 亿元，同比增长 20.0%。商业开发与运营业务方面，2023 年第一季度商业开发与运营业务（含非并表印力收入）的总营业收入为人民币 23.3 亿元，同比增加 10.4%。其中，由印力管理的商业项目营业收入为人民币 13.7 亿元。随着 REIT 的加速破冰（2023 年 3 月试点，将范围扩大至购物中心），我们认为万科的经营类资产（仓库、商业地产和租赁住宅）将在短期内迎来价值释放。

2023 年 3 月万科 H 获取了更多优质土地。相较于去年的谨慎拿地，今年 3 月万科 H 在拿地方面更为积极。根据公司的披露信息，2023 年 3 月万科 H 权益拿地金额为人民币 85 亿元，在南京、东莞和广州获得四个地块。在 2023 年 4 月上海第一批次集中供地中，万科以人民币 75 亿元获得两块土地，总建筑面积超 15 万平方米。考虑到：1）其稳固的财务状况；以及 2）在高线城市更多土地推向市场，我们预计万科 H 将在接下来的几个月加速获取新的土地。我们认为土储质量的不断提高应有助于在未来几年支撑其稳健的销售业绩。

催化剂：1）短期内获得更多优质土地；2）非开发业务的快速增长。

主要下行风险：1）管理红利较慢释放；2）开发业务大幅放缓。

表 1：万科 H 2023 年一季度业绩要点

损益表数据（人民币 百万元）	1Q2023	1Q2022	变动
营业收入	68,474	62,667	9.3%
营业成本	(57,897)	(50,839)	13.9%
毛利	10,577	11,828	(10.6%)
税金及附加	(2,663)	(2,416)	10.2%
销售费用	(1,718)	(1,829)	(6.0%)
管理费用	(1,552)	(2,611)	(40.5%)
研发费用	(152)	(148)	2.9%
财务费用净额	(1,237)	(1,381)	(10.5%)
其他收益及费用	977	638	53.1%
税前利润	4,232	4,081	3.7%
所得税费用	(1,398)	(1,294)	8.0%
少数股东权益	(1,388)	(1,358)	2.2%
股东净利润	1,446	1,429	1.2%
核心股东净利润	646	1,093	(40.9%)
毛利率（%）	15.4	18.9	(3.4) ppt
核心股东净利润（%）	0.9	1.7	(0.8) ppt
资产负债表数据（人民币 百万元）	1Q2023	2022	变动
现金及现金等价物	140,006	137,208	2.0%
短期负债	58,336	64,517	(9.6%)

权益合计	397,506	404,992	(1.8%)
净负债率 (%)	45.5	43.7	1.8 ppt
经调整资产负债比 (%)	68.4	68.6	(0.3) ppt
现金短债比 (%)	2.4	2.1	0.3 x

资料来源：公司、国泰君安国际。

表 2：行业估值表

公司名称	股票代码	货币市值(百万港元)	市盈率				市净率				ROE(%)	D/Y(%)	
			2022A	2023F	2024F	2025F	2022A	2023F	2024F	2025F	2023F	2023F	
主要收入来自内地的香港上市大型开发商													
华润置地	01109 HK	HKD	250,653	7.7	7.6	6.9	6.3	0.9	0.8	0.8	0.7	11.1	4.7
中国海外发展	00688 HK	HKD	212,331	7.8	7.0	6.3	5.6	0.5	0.5	0.5	0.4	7.3	4.5
万科企业-H 股	02202 HK	HKD	192,802	5.1	5.6	5.5	5.0	0.5	0.5	0.4	0.4	8.1	6.2
龙湖集团	00960 HK	HKD	132,225	4.4	5.0	4.7	4.3	0.8	0.7	0.6	0.6	14.1	5.9
碧桂园	02007 HK	HKD	53,065	n.a.	6.7	6.4	5.0	0.2	0.2	0.2	0.2	3.3	0.9
简单平均				6.2	6.4	6.0	5.2	0.6	0.5	0.5	0.5	8.8	4.5
加权平均				6.5	6.5	6.0	5.4	0.7	0.6	0.6	0.5	9.4	5.0
主要收入来自内地的香港上市中型开发商													
越秀地产	00123 HK	HKD	41,381	7.3	7.0	6.2	5.5	0.6	0.6	0.6	0.5	8.5	5.4
建发国际集团	01908 HK	HKD	39,974	6.0	6.3	5.1	4.3	1.1	1.3	1.1	0.8	10.1	6.6
绿城中国	03900 HK	HKD	23,674	7.8	4.2	3.8	3.4	0.6	0.5	0.5	0.4	11.5	6.6
合生创展集团	00754 HK	HKD	19,853	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国金茂	00817 HK	HKD	18,641	7.7	5.0	4.4	4.3	0.3	0.3	0.3	0.3	5.5	6.2
金辉控股	09993 HK	HKD	15,857	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国海外宏洋集团	00081 HK	HKD	15,092	4.0	3.5	3.2	2.8	0.4	0.4	0.4	0.3	11.0	6.0
深圳控股	00604 HK	HKD	13,259	6.4	3.7	3.4	3.0	0.3	0.3	0.3	0.3	7.7	10.1
美的置业	03990 HK	HKD	12,266	5.8	5.0	5.0	5.1	0.4	0.4	0.4	0.4	7.9	9.1
新城发展	01030 HK	HKD	11,235	34.1	3.5	3.1	2.9	0.2	0.2	0.2	0.2	6.0	1.9
金地商置	00535 HK	HKD	8,473	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
绿景中国地产	00095 HK	HKD	8,411	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
旭辉控股集团	00884 HK	HKD	7,914	n.a.	1.3	1.3	1.8	0.2	0.1	0.1	0.1	7.6	10.3
保利置业集团	00119 HK	HKD	7,260	8.8	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
雅居乐集团	03383 HK	HKD	7,003	n.a.	n.a.	8.6	4.9	0.2	0.1	0.1	0.1	(0.8)	2.2
华南城	01668 HK	HKD	5,721	5.3	14.3	9.6	7.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.9	n.a.
富力地产-H 股	02777 HK	HKD	5,403	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	0.1	0.1	0.1	(10.6)	0.0
龙光集团	03380 HK	HKD	5,060	n.a.	34.2	35.6	44.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.0
远洋集团	03377 HK	HKD	4,950	n.a.	n.a.	5.2	4.7	0.1	0.1	0.1	0.1	(0.6)	n.a.
宝龙地产	01238 HK	HKD	4,720	9.9	2.4	2.4	2.4	0.1	0.1	0.1	0.1	5.4	0.0
简单平均				8.3	7.5	6.9	6.9	0.3	0.3	0.3	0.3	4.7	4.9
加权平均				7.6	6.1	5.5	5.2	0.5	0.5	0.5	0.4	7.3	5.9
主要收入来自内地的香港上市小型开发商													
合景泰富集团	01813 HK	HKD	2,735	n.a.	n.a.	8.9	n.a.	0.1	0.1	0.1	0.1	(1.2)	0.0
中骏集团控股	01966 HK	HKD	2,492	84.4	3.1	2.9	2.7	0.1	0.1	0.1	0.1	3.5	0.0
上实城市开发	00563 HK	HKD	2,396	5.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
招商局置地	00978 HK	HKD	2,379	6.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中梁控股	02772 HK	HKD	1,791	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
绿地香港	00337 HK	HKD	1,619	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
德信中国	02019 HK	HKD	1,603	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
五矿地产	00230 HK	HKD	1,573	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
时代中国控股	01233 HK	HKD	1,282	n.a.	2.8	3.7	5.4	0.2	0.2	0.2	0.2	9.5	0.0
佳源国际控股	02768 HK	HKD	1,184	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
弘阳地产	01996 HK	HKD	1,102	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
正荣地产	06158 HK	HKD	843	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
融信中国	03301 HK	HKD	749	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
大唐集团控股	02117 HK	HKD	682	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
建业地产	00832 HK	HKD	593	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
祥生控股集团	02599 HK	HKD	533	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
汇景控股	09968 HK	HKD	268	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
领地控股	06999 HK	HKD	257	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
大发地产	06111 HK	HKD	77	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
上坤地产	06900 HK	HKD	75	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均				20.6	3.0	5.2	4.0	0.2	0.1	0.1	0.1	4.0	0.0
加权平均				23.8	3.0	5.6	3.6	0.2	0.1	0.1	0.1	2.7	0.0

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

财务报表及比率

损益表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Total revenue	452,798	503,838	465,916	427,557	397,601
- Property development	429,932	470,446	427,896	385,735	351,596
- Other revenue	22,866	33,392	38,020	41,822	46,004
Cost of sales	(357,106)	(405,785)	(378,889)	(344,674)	(317,029)
Gross profit	95,691	98,054	87,027	82,884	80,571
- Other net income	4,594	8,499	3,618	4,060	4,432
- Selling and marketing expenses	(12,809)	(12,412)	(10,789)	(11,059)	(11,169)
- Administrative expenses	(14,151)	(14,059)	(13,356)	(12,688)	(12,054)
Operating profit	73,325	80,081	66,500	63,196	61,780
- Lease liability charges	(1,112)	(981)	(981)	(981)	(981)
- Finance costs	(6,749)	(4,906)	(5,058)	(5,053)	(5,048)
- Share of results of JVs and associates	4,889	(799)	2,450	2,401	2,353
Profit before tax	70,353	73,396	62,911	59,563	58,104
Income tax	(32,283)	(35,845)	(29,502)	(27,030)	(26,198)
Profit after tax	38,070	37,551	33,409	32,533	31,906
Non-controlling interest	(15,545)	(14,933)	(12,842)	(11,815)	(10,870)
Shareholders' profit / loss	22,524	22,618	20,566	20,718	21,036
Underlying shareholders' profit	22,382	19,762	20,566	20,718	21,036
Basic EPS (RMB)	1.938	1.951	1.768	1.781	1.809
Underlying EPS (RMB)	1.926	1.705	1.768	1.781	1.809

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Operating activities					
Profit before income tax	70,353	73,396	62,911	59,563	58,104
Finance costs - net	7,861	5,887	6,039	6,034	6,029
Share of results of associates and JVs	(4,889)	799	(2,450)	(2,401)	(2,353)
D&A	8,063	9,300	9,775	10,598	11,592
Others	(1,782)	(7,670)	(3,748)	(4,192)	(4,568)
Changes in working capital	(38,535)	(41,621)	13,683	19,514	13,317
Net cash from operations	41,072	40,090	86,210	89,116	82,122
Income tax paid	(36,959)	(37,340)	(26,374)	(24,343)	(23,660)
Cash from operating activities	4,113	2,750	59,836	64,773	58,462
Investing activities					
Purchase of PPE	(9,514)	(12,749)	(23,868)	(25,166)	(25,880)
Acquisitions/disposals of subsidiaries	(12,696)	(6,931)	(780)	(780)	(1,040)
Investments in JVs/associates	(15,250)	(10,158)	(6,000)	(6,000)	(8,000)
Interest received	4,425	2,532	3,618	4,060	4,432
Other investing cash flow	6,755	14,275	0	0	0
Cash from investing activities	(26,281)	(13,030)	(27,030)	(27,886)	(30,488)
Financing activities					
Dividend paid to owners of the Company	(14,522)	(11,277)	(8,063)	(8,205)	(8,265)
Increase in debts	7,619	41,479	(300)	(300)	(300)
Issue of new shares	0	(1,292)	0	0	0
Interest paid	(27,042)	(21,891)	(12,439)	(12,428)	(12,418)
Capital from non-controlling shareholders	15,572	(1,402)	1,014	1,035	1,055
Advance/repayment to contracted parties	(2,308)	308	2,868	2,561	2,305
Other financing cash flow	(2,423)	(2,487)	0	0	0
Cash from financing activities	(23,104)	3,439	(16,919)	(17,337)	(17,622)
Net changes in cash	(45,271)	(6,841)	15,887	19,550	10,352
Cash at beginning of year	185,662	140,708	134,425	150,312	169,862
Exchange losses	317	557	0	0	0
Cash at end of year	140,708	134,425	150,312	169,862	180,213

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Investment properties	108,521	119,407	130,293	141,179	152,064
PPE	32,632	35,134	38,341	42,023	45,426
Interests in associates & JVs	144,449	129,486	131,936	134,337	136,690
Deferred tax assets	33,518	35,485	36,550	37,647	38,776
Other non-current assets	19,250	22,255	22,385	22,518	22,653
Total non-current assets	338,370	341,768	359,506	377,704	395,609
Properties under development	996,646	815,660	703,166	610,256	554,115
Completed properties for sale	86,952	98,070	84,545	73,374	66,624
Trade receivables and deposits	366,457	364,439	371,728	379,162	386,746
Restricted cash	8,644	2,783	2,783	2,783	2,783
Cash & cash equivalents	140,708	134,425	150,312	169,862	180,213
Other current assets	915	18	18	18	18
Total current assets	1,600,323	1,415,395	1,312,552	1,235,455	1,190,499
Total assets	1,938,693	1,757,163	1,672,058	1,613,159	1,586,108
Trade and other payables	541,059	473,073	477,803	482,581	487,407
Contract liabilities	636,859	465,581	346,506	255,017	196,132
Short-term bank and other borrowings	58,622	64,517	64,455	64,394	64,332
Tax payable	71,184	71,093	75,286	79,070	82,737
Other current liabilities	3,722	3,538	3,538	3,538	3,538
Total current liabilities	1,311,446	1,077,802	967,589	884,600	834,147
Long-term bank and other borrowings	207,343	249,589	249,350	249,112	248,874
Other non-current liabilities	27,131	24,782	24,782	24,782	24,782
Total non-current liabilities	234,474	274,370	274,132	273,894	273,655
Total liabilities	1,545,920	1,352,172	1,241,721	1,158,494	1,107,802
Total shareholders' equity	235,953	242,691	255,194	267,707	280,478
Minority interest	156,820	162,300	175,143	186,958	197,828
Total equity	392,773	404,992	430,337	454,665	478,306

财务比率					
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Revenue growth (%)	8.0	11.3	(7.5)	(8.2)	(7.0)
Gross profit growth (%)	(20.6)	2.5	(11.2)	(4.8)	(2.8)
Shareholders' profit growth (%)	(45.7)	0.4	(9.1)	0.7	1.5
Underlying shareholders' profit growth (%)	(44.4)	(11.7)	4.1	0.7	1.5
Gross margin (%)	21.1	19.5	18.7	19.4	20.3
Operating profit margin (%)	16.2	15.9	14.3	14.8	15.5
Shareholders' profit margin (%)	5.0	4.5	4.4	4.8	5.3
Underlying shareholders' profit margin (%)	4.9	3.9	4.4	4.8	5.3
ROE (%)	9.8	9.5	8.3	7.9	7.7
ROA (%)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
Adj. liability-to-asset ratio (%)	69.8	68.6	67.5	66.5	65.6
Net debt / Total equity (%)	29.7	43.7	37.3	31.0	27.2
Cash to short-term debt ratio (x)	2.5	2.1	2.4	2.7	2.8
Underlying P/E (x)	4.9	6.0	5.8	5.7	5.6
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Dividend yield (%)	9.5	6.7	6.9	7.0	7.1

3 May 2023

China Vanke 万科企业 (02202 HK)

Company Report

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com