



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 大局已定 万科姓“国”

——万科 A (000002) 事件点评

2017 年 06 月 12 日

强烈推荐/维持

万科 A

事件点评

### 事件:

万科企业股份有限公司 (000002.SZ) 发布公告, 深圳市地铁集团有限公司将持有 32.4 亿股万科 A 股股份, 占公司总股本的 29.38%, 成为万科的第一大股东。此次恒大出售万科 A 股的对价为 18.80 元/股, 根据此前披露的数据显示, 恒大系持有万科 A 的成本为 23.35 元/股。恒大出售万科 A 股股份产生的亏损为 70.7 亿元。

### 主要观点:

#### 1. 股权之争大局已定, 万科姓“国”

此次深圳地铁受让恒大集团持有的公司股份符合市场预期, 在恒大将表决权委托给深铁后既已表明了态度, 持股比例达到 29.38%, 超过二股东宝能持股的 25.4%, 安邦为第三大股东, 持股比例为 6.73%。不论从股东对于公司实际能够达到的掌控力, 还是持股比例, 深铁已经成为万科的第一大股东。

另外, 与华润同属国资体系, 但是华润原持股比例远低于深铁现持股比例, 同时华润不对公司实际经营进行干涉, 虽然深铁也做出了类似承诺, 但我们认为, 两者对公司的影响将存在巨大的差异, 深铁对公司的控制力和影响力远非华润可比, 同时深铁未来有望将部分资产注入公司, 势必进一步加深其对公司的影响力。管理层还是万科原来的管理层, 但是新大股东的理念却不再是原大股东的理念。

目前市场对宝能退出的形式也非常关注, 尤其是至 7 月, 宝能第一次购买的公司股票将到期, 退出形式和价格将持续影响公司的股价。

#### 2. 受益于行业集中度的提升业绩表现亮眼

5 月实现销售金额 358.9 亿元, 销售面积 242.0 万平方米; 2017 年前 5 月份则累计实现销售金额 2280.5 亿元, 销售面积 1520.1 万平方米。对比 2016 年, 公司 2017 年 1-5 月销售金额及销售面积均有较为显著增长, 分别同比增长 54.43% 及 40.41%。

### 分析师: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

### 联系人: 梁小翠

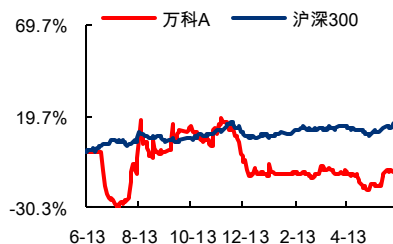
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	20.87-24.43
总市值 (亿元)	2303.87
流通市值 (亿元)	2026.28
总股本/流通 A 股 (万股)	1103915/970907
流通 B 股/H 股 (万股)	/131496
52 周日均换手率	0.84

### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《万科 A (000002) 公司事件点评: 繁花落尽知归处 待秋日来硕果丰?》  
2017-01-13
- 2、《万科 A (000002) 2016 年半年报点评: 股权纷争 难阻业绩大增之势》  
2016-08-22
- 3、《万科 A (000002): 大家之风 止于至善》  
2016-03-15

我们认为在股权纷争的期间内，公司高效的公司治理发挥了决定性的作用，将股权层次的影响降至了最低，虽然部分项目销售和拿地节奏受到了一定程度的影响，但公司 2017 年在概率能够实现 5000 亿销售额。

### 3. 轨道+物业模式实现概率增大

目前深铁已经成为公司第一大股东，虽然其表示将支持万科管理团队按照既定战略目标，实施运营和管理，但仍不免在未来发展过程中实现其深圳国资委在集团层级上的资源整合战略意图，尤其是前期未成行的“轨道+物业”模式的阻力减弱甚至消失后，公司大概率将推进“轨道+物业”模式的实现，有望显著受益于轨道交通的快速发展和轨道上盖物业的高溢价能力。

但也需要注意，未来部分投资者的关注点或将转移至深铁注入资产时的对价是否合理，前一次的失败有望为未来的成功提供宝贵经验。

### 4. 对公司的估值评价体系更改为资源型房企

深圳是最早探索“TOD”发展模式的城市，预期深铁将继续贯彻执行这一经营理念，继续积极探索“PPP+TOD”模式，拥有大量优质土地的深铁与具备高水平开发能力的万科强强联合，预期将在战略高度上形成高度契合，从而形成巨大的竞争优势，未来或不囿于深圳一市，有望在全国实现模式复制。

深铁集团曾表示，深圳轨道四期规划建设 18 条线路，首批开工项目中包含 7 条地铁新线，可开发上盖物业面积超过 400 万平方米。即使考虑到招拍挂过程中有其他具备资质的开发商竞标，公司仍然有巨大的优势获得数量较多的上盖物业项目。

我们认为此次股权转让将使投资者对公司估值的评价体系发生较大变动，公司一度的“快周转”低估值将被替代成“资源型”房企，与招商蛇口、陆家嘴等房企的估值评价体系靠拢。同时，深铁的国企背景将为资本市场带来巨大的想象空间，公司有望成为深圳“国企改革”、粤港澳大湾区题材的受益标的之一。

### 结论：

公司 2017 年前 5 个月的销售数据无疑再一次确认了公司的行业龙头地位，同时也从城市布局、海外投资和业务多元化等角度论证了公司经营思路的正确性。我们看好公司基于地产业务所进行的创新和转型业务，通过产业链延伸和价值深挖，公司在商业地产、养老地产和物业管理等领域已经成果颇丰，我们认为在解决了股权纷争之后，公司有可能进一步丰富多元化业务的内容，从而实现“快周转”向资源型房企的转型。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 3062 亿元、3802 亿元和 4588 亿元，每股收益分别为 2.34 元、2.53 元和 2.69 元，对应 PE 分别为 9.27、8.58 和 8.07，维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：股权纷争或存变化，销售不及预期，行业政策加码**

**表 1: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	547024	721295	910748	1150190	1412187	<b>营业收入</b>	195549	240477	306248	380237	458870
货币资金	53180	87032	97999	121676	146838	<b>营业成本</b>	138151	169742	216364	272782	334195
应收账款	2511	2075	4195	5209	6286	营业税金及附加	17980	21979	27991	34754	41941
其他应收款	75486	105435	134271	166711	201187	营业费用	4138	5161	6431	7985	9636
预付款项	39647	50263	67572	89394	116130	管理费用	4745	6801	8881	11027	13307
存货	368122	467361	592778	747348	915603	财务费用	478	1592	2252	4625	6168
其他流动资产	7957	8671	13932	19851	26142	资产减值损失	495.95	1192.79	1000.00	1000.00	1000.00
<b>非流动资产合计</b>	64271	109379	93996	92970	91943	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	33503	61702	61702	61702	61702	投资净收益	3561.91	5013.84	4500.00	4500.00	4500.00
固定资产	4917.48	6810.79	6675.49	5774.87	4874.25	<b>营业利润</b>	33123	39024	47829	52564	57123
无形资产	1045	1260	1134	1008	882	营业外收入	855.43	398.31	517.81	517.81	517.81
其他非流动资产	6487	7277	0	0	0	营业外支出	175.59	168.48	200.00	200.00	200.00
<b>资产总计</b>	611296	830674	1004744	1243160	1504130	<b>利润总额</b>	33803	39254	48146	52882	57440
<b>流动负债合计</b>	420062	579998	742018	936714	1151191	所得税	7853	10903	13481	14807	16083
短期借款	1900	16577	205747	290854	379294	<b>净利润</b>	25949	28350	34665	38075	41357
应付账款	91446	138048	171906	216731	265525	少数股东损益	7830	7328	8793	10112	11629
预收款项	212626	274646	320583	377618	446449	归属母公司净利润	18119	21023	25872	27963	29728
一年内到期的	24746	26773	0	0	0	EBITDA	35136	42584	51107	58216	64317
<b>非流动负债合计</b>	54924	88999	79779	99405	119405	<b>EPS (元)</b>	1.64	1.90	2.34	2.53	2.69
长期借款	33829	56406	76406	96406	116406	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	19016	29108	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	474986	668998	821797	1036119	1270596	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	36126	48232	57025	67137	78766	营业收入增长	33.58%	22.98%	27.35%	24.16%	20.68%
实收资本(或股	11052	11039	11039	11039	11039	营业利润增长	32.60%	17.82%	22.56%	9.90%	8.67%
资本公积	8175	8268	8268	8268	8268	归属于母公司净利	15.08%	16.02%	23.07%	8.08%	6.31%
未分配利润	52598	61200	56026	50433	44488	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	100184	113445	126313	140294	155159	毛利率(%)	29.35%	29.41%	29.35%	28.26%	27.17%
<b>负债和所有者</b>	611296	830674	1005135	1243550	1504521	净利率(%)	13.27%	11.79%	11.32%	10.01%	9.01%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	2.96%	2.53%	2.58%	2.25%	1.98%
						ROE(%)	18.09%	18.53%	20.48%	19.93%	19.16%
						<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金</b>	16046	39566	-137422	-66323	-65745	资产负债率(%)	78%	81%	82%	83%	84%
净利润	25949	28350	34665	38075	41357	流动比率	1.30	1.24	1.23	1.23	1.23
折旧摊销	1535.15	1968.57	0.00	1026.66	1026.66	速动比率	0.43	0.44	0.43	0.43	0.43
财务费用	478	1592	2252	4625	6168	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	-2120	-1014	-1077	总资产周转率	0.35	0.33	0.33	0.34	0.33
预收帐款增加	0	0	45937	57036	68831	应收账款周转率	89	105	98	81	80
<b>投资活动现金</b>	-20947	-43389	10777	3500	3500	应付账款周转率	2.47	2.10	1.98	1.96	1.90
公允价值变动	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	1.64	1.90	2.34	2.53	2.69
投资收益	3562	5014	4500	4500	4500	每股净现金流(最	-0.91	2.49	0.99	2.14	2.28
<b>筹资活动现金</b>	-5104	31297	137611	86500	87408	每股净资产(最新	9.07	10.28	11.44	12.71	14.06
应付债券增加	0	0	-29108	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	20000	20000	20000	P/E	13.25	11.44	9.27	8.58	8.07
普通股增加	14	-12	0	0	0	P/B	2.40	2.11	1.90	1.71	1.55
资本公积增加	-319	93	0	0	0	EV/EBITDA	7.58	6.62	7.12	8.68	9.15
<b>现金净增加额</b>	-10005	27474	10967	23677	25163						

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。