

房地产

2017年06月12日

万科 A (000002)

——恒大下属企业 292 亿转让万科股份，国资背景进一步加强

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年06月09日

收盘价(元)	20.87
一年内最高/最低(元)	29/16.74
市净率	2.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	202628
上证指数/深证成指	3158.40 / 10177.45

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	10.32
资产负债率%	81.73
总股本/流通A股(百万)	11039/9709
流通B股/H股(百万)	-/1315

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《【申万宏源晨会纪要】首推论土改试点扩容的投资机会及肉鸡行业跟踪报告 170612》
2017/06/12

《晨会信息速递：170607》 2017/06/07

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com

感谢龚正欢对本文做出的贡献



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **恒大下属企业转让所持万科全部股份予深地铁，深地铁成为万科第一大股东，持股 29.38%。**
1) 6月9日晚间万科A公告，恒大下属企业将所持有的约 15.5 亿股万科 A 股份以协议转让方式全部转让给地铁集团，约占公司总股本的 14.07%，转让价格为人民币 18.80 元/股，转让总价约为人民币 292 亿元。2) 本次股份转让尚需取得深圳市国资委的批复后方可组织实施。3) 本次股份转让获得批准并完成过户登记手续后，地铁集团将持有约 32.4 亿股公司 A 股股份，占公司总股本的 29.38%，成为公司的第一大股东。
- **恒大集团此次转让股份预计较收购价亏损 70.7 亿，转让款项将于 6 月 28 日结算完毕。**
1) 6月9日晚中国恒大公告，恒大集团于 2016 年期间收购万科 A 股总对价约为人民币 362.7 亿元，预期就出售事宜产生亏损约为人民币 70.7 亿元。2) 按 6 月 6 日万科 A 停牌价 20.87 元计算，此次转让价折价 9.9%，亏损额为 32.2 亿元；按停牌前 20 日均价 19.71 元计算，此次转让价折价 4.6%，亏损额为 14.1 亿元。3) 深地铁将于 2017 年 6 月 16 日前支付股份转让款的约 65.5%，余款将于 6 月 28 日前支付。
- **中国恒大借壳深深房回 A 预计将获得深圳国资委支持，此前已引入 700 亿战投准备充分。**
1) 中国恒大退出万科股权之争，着重发力借壳回 A，实乃“弃车保帅”之举。2) 中国恒大 6 月 1 日公告，恒大地产共引入 700 亿战投，换取恒大地产扩大股权合计约 26.12%。值得注意的是，第二轮增资中，深圳国企深业集团出资 55 亿元，占恒大地产增资完成后经扩大股权约 2.0522%，对于恒大借壳回 A 在监管层面的审批我们持乐观态度。3) 恒大地产给出三年业绩承诺，战投安全收益已基本锁定。公司承诺 2017-2019 年净利润将不低于 243/308/337 亿元，同时每年的分红派息率将不低于净利润的 68%。
- **盈利预测与投资评级：维持盈利预测，维持增持评级。**万科 A 国资背景进一步加强，得益于深地铁支持其龙头规模将持续扩张。公司通过和深铁合作在轨道、物业方面布局有望得到突破，从而布局全国以及一带一路，实现规模与盈利上的快速发展。此外公司受益于行业集中度加速提升，同时在长期的房地产调控下龙头房企拥有更明显的资金与资源优势，因此给与公司增持评级，预计 2017-2019 年归属于母公司的净利润分别为 248.9/291.3/348.2 亿元，对应 EPS 为 2.25/2.64/3.15 元。

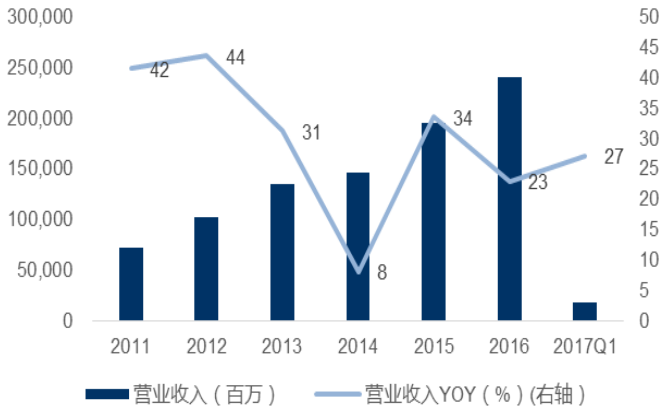
财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	240,477	18,589	290,312	345,539	401,561
同比增长率(%)	22.98	27.22	20.72	19.02	16.21
净利润(百万元)	21,023	695	24,885	29,127	34,819
同比增长率(%)	16.02	-16.54	18.37	17.05	19.54
每股收益(元/股)	1.90	0.06	2.25	2.64	3.15
毛利率(%)	29.4	29.8	29.6	30.5	31.3
ROE(%)	18.5	0.6	19.2	19.6	20.3
市盈率	11		9	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

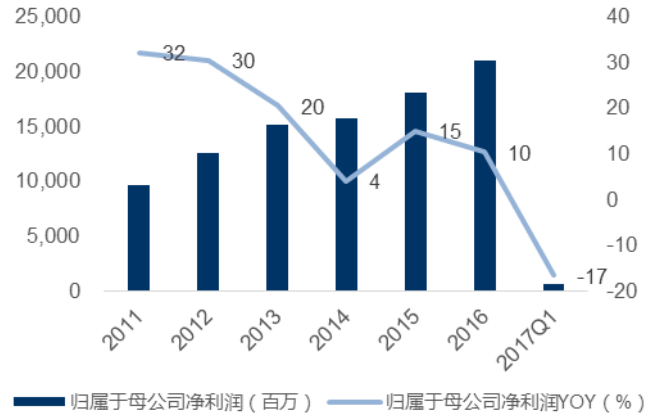
附录

图 1: 2017Q1 公司营业收入 185.9 亿元, 同比增长 27%



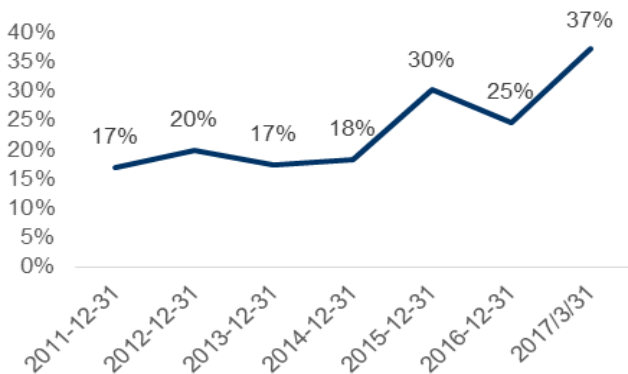
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2017Q1 公司归母净利润 7.0 亿元, 同比增长-17%



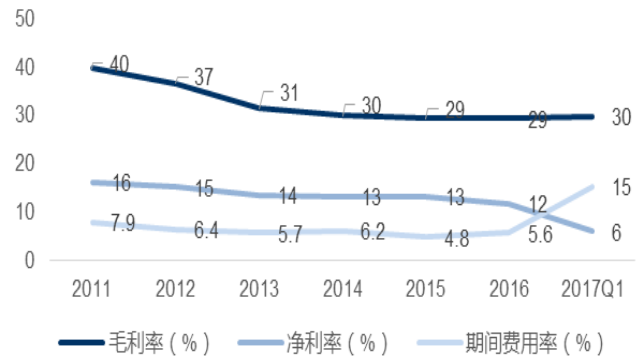
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 2017Q1 公司少数股东权益占比增加至 37.3%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 公司毛利率水平稳健, 期间费用率受销售额大幅增加影响显著上升



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 1: 公司近几年融资情况

债券名称	币种	发行日期	期限	面值 (亿元币种)	利率
美元债券	美元	2013/3/13	5 年	8	2.63%
新加坡币债券	新加坡币	2013/11/6	4 年	1.4	3.28%
人民币债券	人民币	2013/12/4	5 年	10	4.50%
人民币债券	人民币	2013/12/16	3 年	10	4.05%
美元债券	美元	2014/6/4	5 年	4	4.50%
2014 年中期票据	人民币	2014/12/24	3 年	18	4.70%
2015 年公司债	人民币	2015/9/25	5 年	50	3.50%
2015 年第一期中期票据	人民币	2015/11/6	5 年	15	3.78%
2015 年第二期中期票据	人民币	2015/11/7	6 年	15	3.78%
2016 年第一期中期票据	人民币	2016/3/11	5 年	15	3.20%
2016 年第二期中期票据	人民币	2016/3/11	5 年	15	3.20%
港币债券	港币	2016/4/13	3 年	13.75	2.50%

港币债券	港币	2016/4/18	3 年	6.25	2.50%
港币债券	港币	2016/4/29	3 年	16.5	2.50%
美元债券	美元	2016/10/15	5 年	2.2	2.95%
美元债券	美元	2016/12/24	3 年	6	3.95%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

利润表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	146,388	195,549	240,477	290,312	345,539	401,561
营业收入同比增长率 (yoy)	8%	34%	23%	21%	19%	16%
减: 营业成本	102,557	138,151	169,742	204,333	240,132	275,878
毛利率(%)	30%	29%	29%	30%	31%	31%
减: 营业税金及附加	13,167	17,980	21,979	26,709	31,444	36,944
主营业务利润	30,664	39,418	48,756	59,270	73,963	88,740
主营业务利润率(%)	21%	20%	20%	20%	21%	22%
减: 销售费用	4,522	4,138	5,161	6,097	6,911	9,236
减: 管理费用	3,903	4,745	6,801	8,419	10,366	11,244
减: 财务费用	641	478	1,592	1,279	1,880	2,011
经营性利润	21,599	30,057	35,203	43,475	54,805	66,249
经营性利润率(%)	15%	15%	15%	15%	16%	16%
减: 资产减值损失	790	496	1,193	434	71	112
加: 公允价值变动收益	11	0	0	0	0	0
加: 投资收益	4,159	3,562	5,014	4,245	4,274	4,511
营业利润	24,979	33,123	39,024	47,286	59,008	70,648
加: 营业外净收入	273	680	230	394	435	353
利润总额	25,252	33,803	39,254	47,680	59,443	71,001
减: 所得税	5,965	7,853	10,903	13,118	17,654	21,543
净利润	19,288	25,949	28,350	34,563	41,789	49,458
少数股东损益	3,542	7,830	7,328	9,678	12,662	14,640
归属于母公司所有者的净利润	15,745	18,119	21,023	24,885	29,127	34,819
每股收益 (元)	1.43	1.64	1.90	2.25	2.64	3.15
归属于母公司所有者的净利润率(%)	11%	9%	9%	9%	8%	9%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

现金流量表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	25,949	28,350	34,563	41,789	49,458
加：折旧摊销减值	1,212	2,341	2,487	2,149	2,218
财务费用	478	1,592	1,279	1,880	2,011
非经营损失	(4,658)	(7,007)	(4,198)	(4,287)	(4,518)
营运资本变动	(6,440)	14,287	(31,365)	22,926	(329)
其它	0	0	4,090	(11,000)	5,027
经营活动现金流	16,046	39,566	6,855	53,458	53,868
资本开支	2,059	1,899	(5,918)	313	1,883
其它投资现金流	(9,900)	(28,695)	(12,351)	(15,813)	(17,179)
投资活动现金流	(20,947)	(43,389)	(6,433)	(16,126)	(19,062)
吸收投资	4,296	9,735	0	0	0
负债净变化	(2,118)	29,948	(17,569)	(3,298)	13,217
支付股利、利息	13,181	16,026	9,688	11,835	13,662
其它融资现金流	0	0	1,561	1,473	2,843
融资活动现金流	(5,104)	31,297	(25,696)	(13,659)	2,399
净现金流	(9,906)	27,742	(25,274)	23,673	37,205

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	547,024	721,295	760,527	831,429	935,484
现金及等价物	53,180	87,032	61,758	85,431	122,636
应收款项	117,643	157,773	167,846	179,630	191,478
存货净额	368,122	467,361	522,861	557,305	611,808
其他流动资产	7,957	8,671	8,000	9,000	9,500
长期投资	34,642	63,030	79,626	99,712	121,402
固定资产	5,516	7,576	6,829	6,146	5,470
无形资产及其他资产	24,113	38,773	31,549	30,467	30,919
资产总计	611,296	830,674	878,531	967,754	1,093,275
流动负债	420,062	579,998	592,480	640,889	714,072
短期借款	26,646	43,350	17,771	6,953	8,477
应付款项	330,834	429,690	464,394	533,627	599,734
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	54,924	88,999	98,617	107,596	122,127
负债合计	474,986	668,998	691,097	748,485	836,198
股本	11,052	11,039	11,039	11,039	11,039
资本公积	8,015	8,268	8,268	8,268	8,268
盈余公积	28,069	32,541	38,347	43,745	51,072
未分配利润	52,598	61,200	71,870	85,645	101,486
少数股东权益	36,126	48,232	57,909	70,571	85,211
股东权益	136,310	161,677	187,434	219,269	257,076
负债和股东权益合计	611,296	830,674	878,531	967,754	1,093,275

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。