

审慎推荐-A (维持)

万科A 000002.SZ

目标估值: 0.00 元

当前股价: 24.59 元

2017 年 07 月 16 日

看中的仅仅是物流地产资源? 城市配套服务商战略更上层楼

基础数据

上证综指	3222
总股本(万股)	1103915
已上市流通股(万股)	970907
总市值(亿元)	2715
流通市值(亿元)	2387
每股净资产(MRQ)	10.3
ROE(TTM)	18.3
资产负债率	81.7%
主要股东	深圳市地铁集团有限公司
主要股东持股比例	15.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	21	40
相对表现	7	9	27



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万科 A (000002) 一业绩符合预期、“轨道+物业”模式有望更进一步》2017-03-27
- 2、《万科 A (000002) 一深铁上位有望带来更积极变化》2017-01-13
- 3、《万科 A (000002) 一重组深铁交易终止、股权之争逐步淡化》2016-12-19

刘义

0755-82940790
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003

赵可

0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

黄梓钊 (研究助理)

huangzizhao@cmschina.com.cn

李洋 (研究助理)

liyang24@cmschina.com.cn

私有化背后四大原因: 物流用地的稀缺与高甄选难度、行业由“布局”转为更精细的“布点”、稳定 EBITDA、城市核心区的土地潜在变性机会。交易定价不算便宜但尚可接受, 助力万科城市配套服务商战略更上层楼, 对万科估值构成支撑, 进一步利好侨城、保利、金地等低估值蓝筹, 也利好国内物流地产商价值重估, 关注潜在二梯队龙头南山、东百等。

事件:

公司公告, 拟联合普洛斯管理层、厚朴、高瓴资本、中银投资, 共同参与普洛斯的潜在私有化, 报价 3.38 新元/股; 另据公开媒体报道, 万科出资占比 21.4%, 为单一最大出资方。

点评:

1. 私有化背后四大原因: 物流用地的稀缺与高甄选难度、行业由“布局”转为更精细的“布点”、稳定 EBITDA、城市核心区的土地潜在变性机会

1) 物流用地的稀缺性和甄选难度高。从近期物流地产扩张可以看出, 物流用地的获取并不如住宅开发那般简单, 物流供地某种程度上更稀缺 (难以给政府带来短期财政收入, 更多在城市功能完善), 而符合物流地产用地标准的“能赚钱”的地地的甄选又需要考虑更多的因素, 包括万科在内的新进入者在该事件之前难以很快扩张也是证据;

2) 反映行业由快速“布局”转为精细“布点”, 对价各方各取所需, 稳定增长的 ebitda 保障对价成本。整体来说, 普洛斯私有化, 如果抛开公司原有股东的利益关系来看, 更大程度上反映了物流地产行业第一梯队基本上已经通过基金模式完成了扩张阶段的“布局”, 而后面在于行业格局的再分配和竞争以及受益于高端仓储需求提升带来的精细“布点”, 前期快速布局更多依赖于基金周转、后期布点运营和节点位置选取要素更重要, 从这点看, 行业前期快速成长阶段的红利原有股东应该是已经充分享受到了, 而国内的资金方也急需布局于稳定 EBITDA 的行业, 因此两全其美, 据行业内传闻, 普洛斯的私有化早在酝酿;

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	195549	240477	277792	317781	366601
同比增长	34%	23%	16%	14%	15%
营业利润(百万元)	33123	39024	45758	51778	59312
同比增长	33%	18%	17%	13%	15%
净利润(百万元)	18119	21023	24246	27420	31393
同比增长	15%	16%	15%	13%	14%
每股收益(元)	1.64	1.90	2.20	2.48	2.84
PE	15.0	12.9	11.2	9.9	8.6
PB	2.7	2.4	2.1	1.9	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

3) 收购仅仅在物流地产行业的一次性增大布局? 从物流地产的布局来说, 很多早期的物流用地已经由市郊区变成市中心, 这些地未来在主流城市增加供给的背景下, 存在变性的极大可能, 因此, 资金对存量资源稳定增长的 EBITDA 的期待是一方面, 基本考虑的是资金成本, 而另一方面, 更多的是住宅和商业开发的潜在储备, 毕竟, 城镇化还未走完。

2. 交易定价不算便宜但尚可接受

1) 此次交易总报价折合 118 亿美元, 普洛斯最新财年剔除公允价值变动收益之后的核心净利润为 4.3 亿美元, 对应静态市盈率 27X, 而最近两个财年的可比项目 NOI (净营运收入) 均保持在 6% 以上的增长, 假设未来 NOI 持续增幅取 3%, 粗略计算隐含回报率也在 6% 以上, 定价尚可接受;

2) 截至 2017Q1 末, 普洛斯 NAV 为 87 亿美元, 此次总报价较 NAV 溢价 35%, 考虑普洛斯优秀的全产业链模式, 以及在全球(尤其是在中国)的长期增长潜力, 35% 的溢价幅度并不算高;

3) 交易方案发布前, 普洛斯股价 2.70 新元/股, 此次报价溢价 25%, 溢价幅度在私有化案例中也不算高。

3. 普洛斯是全球现代物流设施领域的王者

1) 规模优势显著: 普洛斯截至 2017Q1 末在全球的运营物业面积达 4100 多万平方米, 在中国/日本/巴西均处于绝对领先地位, 在美国仅次于安博, 其中, 中国物业面积达 1750 万平方米(不含计划量及储备量, 相当于第二名的 7X), 日本 470 万平方米(相当于第二名的 2X), 巴西 280 万平方米(相当于第二名的 3X), 美国 1600 万平方米(相当于的安博的 50%);

2) 商业模式独特: 普洛斯业务涵盖开发、运营、基金、物流金融, 四大环节已形成完整的闭环, 其中, 开发提供增量物业, 运营提高存量物业价值, 基金提高周转速度(出表), 物流金融为客户提供增值服务, 全球物流地产商不少, 但在各个环节都能高效运转的并不多;

3) 财务特点: 收入主要靠租金, 报表盈利主要靠增值收益; 普洛斯 2016 全年收入 8.5 亿美元, 租金和基金管理费占比分别为 78% 和 19%; 2016 年税前利润 12.3 亿美元, 高于收入主要是增值收益所致, 经营收益和增值收益占税前利润之比分别为 38% 和 62%。

4. 助力万科城市配套服务商战略更上层楼

1) 万科在 2014 年三十而立之年确立城市配套服务商战略, 在保持住宅开发竞争力的同时, 积极布局相关多元化业务, 物管、物流、商业、长租等领域已具备明显优势; 其中, 万科物流地产自有项目(拿地口径)总建面已超过 200 万平方米;

2) 投资普洛斯至少有四层意义: A. 分享普洛斯未来的成长潜力, 并且物流地产静态回报率也相对可观; B. 借鉴普洛斯的经验, 提高自有物流地产项目运营效率; C. 物流地产和商业地产在客户资源共享方面的协同效应; D. 普洛斯土地储备的潜在再开发价值;

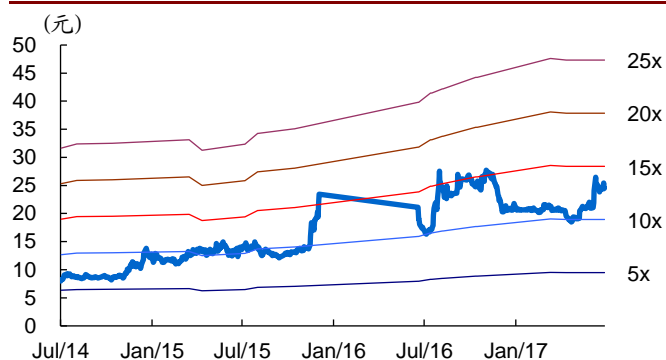
3) 万科投资普洛斯，有望实现在物流地产领域的跨越，助力城市配套服务商战略将更上层楼。

5. 对万科的估值构成支撑，进一步利好低估值蓝筹

万科目前总市值近 2700 亿，较 NAV 有一定溢价，2017PE 近 11X，虽然绝对估值和相对估值优势并不明显，但考虑到优秀的管理能力和快周转模式、深铁上位助力公司抢占轨交物业制高点、城市配套服务商雏形逐步显现，我们认为公司估值仍有较强支撑；重申此前观点，万科估值中枢上移将对低估值蓝筹带来更为确定的机会，继续看好侨城、保利、金地等蓝筹，也利好国内物流地产商价值重估，关注潜在二梯队龙头南山、东百等。

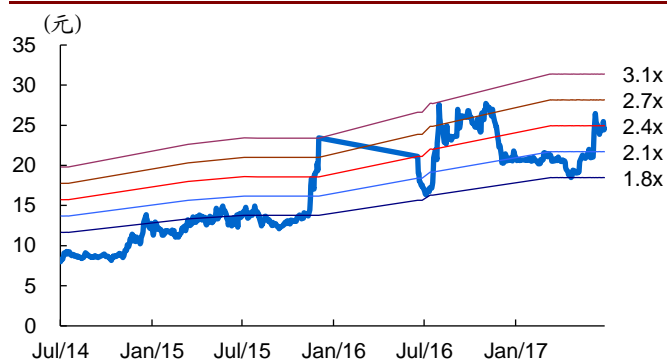
风险提示：普洛斯的潜在私有化进程存在不确定性、调控升级加大行业短期风险、“轨交+物业”合作模式仍有不确定性。

图 1: 万科 A 历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 万科 A 历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《地产股就是大盘缩影,强调蓝筹白马估值提升和地产上游机会 — 周观点&高频追踪报告》2017-6-25: <http://t.cn/RoNgd8f>
2. 《利差回升、杠杆高位、存量流动性仍较好 -- A 股代表房企财务综述及指标排名》2017-5-22: <http://t.cn/RS5gfmF>
3. 《3 季度房地产上游或强于下游, 房地产股票仍遵循逆向投资和区域机会结合 -- 帮您“降噪”跟踪房地产月度全数据》2017-5-23
4. 《股票补涨 3 因素其 2 发生变化、配置上仍以蓝筹白马优先 — 帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》2017-3-18
5. 《利差回升、杠杆高位、存量流动性仍较好 -- A 股代表房企财务综述及指标排名》2017-5-22
6. 《价值股可持续加仓摊薄成本, 粤港澳更符合市场风格 -- 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-5-14
7. 《地产板块存量流动性仍相对宽松, 再次强调粤港澳主题 -- 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-5-8
8. 《基本面调整仍将继续, 粤港澳是短期更值得期待的“极”--周观点&高频追踪报告》2017-5-1
9. 《华侨城 A - 一季度业绩开门红、重申基本面大趋势已确立》2017-4-25
10. 《遵循逆向投资朴素逻辑, 认清基本面调整中段现实 — 周观点&高频追踪报告》2017-4-23
11. 《保利地产 - 央企地产整合标杆、十三五剑指五千亿规模》2017-4-19
12. 《“逆向投资” 逻辑助力估值修复, 近期重仓获利的投资者均符合这个特点- 周观点&高频追踪报告》2017-4-16
13. 《华侨城 - “跨越式发展”成为主题、加快周转强化业绩释放预期》2017-4-11
14. 《华发股份 - 本轮周期拿地踩点精准、高折价与高成长兼备》2017-4-11
15. 《雄安已“停牌”, 短期流动性主导地产股 — 周观点&高频追踪报告》2017-4-4
16. 《雄安已“停牌”、深圳也不是一天建成的》2017-4-2
17. 《万科 - 业绩符合预期、“轨道+物业”模式有望更进一步》2017-3-29
18. 《世联行 - 电商高速增长、长租快速上量、新业务是核心亮点》2017-3-29
19. 《地产复苏扩散效应尾部、低于市场预期时点还未到 — 周观点&高频追踪报告》2017-3-26
20. 《分类调控、有保有压仍是 2017 年政策主基调 -- 北京等地调控政策进一步升级点评》2017-3-20
21. 《总量调整中的扩散效应与周末继续打地鼠 — 周观点&高频追踪报告》2017-3-19
22. 《季节效应是销量反弹主因、配置上偏高折价资源型(含国企改革) — 周观点&高频追踪报告》2017-3-12
23. 《华侨城 - 安全边际与积极变化兼备、重申左侧价值逻辑》2017-3-7
24. 《分类调控、有保有压仍是 2017 年政策主基调 -- 政府工作报告要点简评》2017-3-7

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	547024	721295	811048	907371	102384
现金	53180	87032	111623	130603	153439
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2511	2075	2338	2674	3085
其它应收款	75486	105435	121795	139328	160733
存货	368122	467361	506852	556584	616394
其他	47726	59392	68440	78182	90191
非流动资产	64271	109379	109038	108751	108509
长期股权投资	33503	61702	61702	61702	61702
固定资产	4917	6811	6788	6768	6751
无形资产	1045	1260	1134	1021	919
其他	24805	39606	39414	39260	39137
资产总计	611296	830674	920086	101612	113235
流动负债	420062	579998	644918	713091	797284
短期借款	1900	16577	20000	20000	20000
应付账款	91446	138048	159009	181595	209489
预收账款	212626	274646	316349	361284	416778
其他	114090	150729	149560	150212	151016
长期负债	54924	88999	88999	88999	88999
长期借款	33829	56406	56406	56406	56406
其他	21096	32593	32593	32593	32593
负债合计	474986	668998	733917	802090	886283
股本	11052	11039	11039	11039	11039
资本公积金	8465	8665	8665	8665	8665
留存收益	80667	93741	109266	126988	147412
少数股东权益	36126	48232	57200	67341	78952
归属于母公司所有者权益	100184	113445	128970	146691	167116
负债及权益合计	611296	830674	920086	101612	113235

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	16046	39566	28973	26143	31304
净利润	18119	21023	24246	27420	31393
折旧摊销	716	1149	1141	1087	1042
财务费用	478	1592	2011	2164	2200
投资收益	(3562)	(5014)	(5500)	(5500)	(5500)
营运资金变动	(6449)	14861	(2016)	(9325)	(9629)
其它	6744	5956	9091	10296	11797
投资活动现金流	(20947)	(43389)	4700	4700	4700
资本支出	(2063)	(2147)	(800)	(800)	(800)
其他投资	(18884)	(41242)	5500	5500	5500
筹资活动现金流	(5104)	31297	(9082)	(11863)	(13168)
借款变动	(7334)	29107	1650	0	0
普通股增加	14	(12)	0	0	0
资本公积增加	(590)	199	0	0	0
股利分配	(5519)	(7957)	(8721)	(9698)	(10968)
其他	8325	9960	(2011)	(2164)	(2200)
现金净增加额	(10005)	27474	24591	18980	22836

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	195549	240477	277792	317781	366601
营业成本	138151	169742	195517	223288	257586
营业税金及附加	17980	21979	25389	29044	33506
营业费用	4138	5161	5961	6991	8065
管理费用	4745	6801	7856	9216	10631
财务费用	478	1592	2011	2164	2200
资产减值损失	496	1193	800	800	800
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3562	5014	5500	5500	5500
营业利润	33123	39024	45758	51778	59312
营业外收入	855	398	398	398	398
营业外支出	176	168	168	168	168
利润总额	33803	39254	45988	52007	59542
所得税	7853	10903	12774	14446	16539
净利润	25949	28350	33214	37562	43003
少数股东损益	7830	7328	8968	10142	11611
归属于母公司净利润	18119	21023	24246	27420	31393
EPS (元)	1.64	1.90	2.20	2.48	2.84

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	34%	23%	16%	14%	15%
营业利润	33%	18%	17%	13%	15%
净利润	15%	16%	15%	13%	14%
获利能力					
毛利率	29.4%	29.4%	29.6%	29.7%	29.7%
净利率	9.3%	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%
ROE	18.1%	18.5%	18.8%	18.7%	18.8%
ROIC	13.1%	11.2%	12.0%	12.4%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	77.7%	80.5%	79.8%	78.9%	78.3%
净负债比率	9.9%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转率	88.8	104.9	125.9	126.8	127.3
应付帐款周转率	1.7	1.5	1.3	1.3	1.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.64	1.90	2.20	2.48	2.84
每股经营现金	1.45	3.58	2.62	2.37	2.84
每股净资产	9.07	10.28	11.68	13.29	15.14
每股股利	0.72	0.79	0.88	0.99	1.14
估值比率					
PE	15.0	12.9	11.2	9.9	8.6
PB	2.7	2.4	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	19.7	16.3	13.7	12.2	10.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，同济大学金融专业，8 年证券行业研究经验（4 年房地产+4 年纺织服装），2012 年加盟招商证券纺织服装团队（2008-2014 年所在团队一直保持新财富前三），2016 年再次从事房地产行业研究。

黄梓钊：2015 年 7 月加入招商证券，美国东北大学金融学硕士。

李洋：2017 年 2 月加入招商证券，中南大学管理学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。