



股票代码	000002.CH	200002.CH
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 10.12	港币 12.50
目标价	人民币 13.16	港币 18.75
原目标价	人民币 10.54	港币 12.40
上/下浮比例	30%	50%
目标价格基础	NAV 折价 14%	NAV 折价 2%
板块评级	中立	中立

# 万科

## B转H打通海外融资渠道

2013年1月18日,万科公布了B股转H股方案,拟申请将1,314,955,468股B股以介绍方式在香港联交所主板上市及挂牌交易。同时,为充分保护B股股东的合法权益,公司也将安排第三方向全体B股股东提供现金选择权,行权价格为每股13.13港币。此外,公司股票也将自1月21日开市起复牌。我们分别上调A、B股的目标价至13.16元和18.75港币,并重申买入评级。

### 方案要点

- **预计万科B股估值有望提升50%,A股估值提升30%以上。**在2013年1月8日的公司报告《万科:积极拿地看好后市,B转H利好估值提升》以及2013年1月9日的研究专题《B股转H股专题研究》中,我们已经介绍了如果万科B转H成功,对比中国海外发展的估值,万科B股将可以获得50%的估值提升,同时也将带动享有与B股相同估值的A股估值。在H股大房企估值溢价的逻辑影响下,对比保利地产2013年20%NAV折价和9.5倍市盈率以及招商地产3%NAV折价和12.9倍市盈率,预计万科A股具有30%左右的估值提升空间。
- **只转股不增发新股,不涉及再融资。**万科本次方案为申请已发行13亿股B股转换上市地变更为在香港联交所上市的境外上市外资股(H股),不涉及发行新股事宜,因此并不涉及再融资,也并不代表中国证监会对内地注册房地产企业直接融资限制的解禁。
- **正式H股挂牌可能需要2-3个月时间。**在转股进程方面,公司将在2013年2月4日(t+16日)召开临时股东大会审议相关方案。而后,需要取得中国证监会和联交所的核准、实施B股现金选择权,并取得联交所H股上市批准函,根据去年中集集团的案例,这个过程可能需要2-3个月。
- **第三方现金收购少于B股1/3方案即可实施。**万科目前B股占公司总股本的11.96%,并计划向联交所申请公众持股量不低于8%的豁免。B股股东现金选择权行权价停牌前一日(2012年12月25日)收盘价每股12.50港元的基础上溢价5%;指定的收购第三方中包括关联人士华润集团和新加坡政府投资公司,因此只有现金收购少于公司总股本3.96%的B股股份(近B股总数的1/3),本次方案才可实施。鉴于万科B股股价上升空间远大于5%,且90%以上由境外投资机构持有、结构稳定,因此预计选择现金行权的B股股东量很少,方案应能如期实施。

### 对估值的影响:

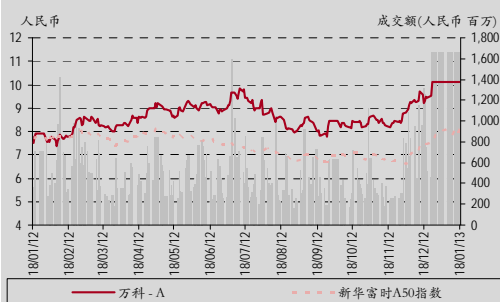
- 如我们在1月8日的报告中指出的,我们认为,万科本次B转H方案将为公司短期内带来显著的估值提升空间,也将在长期上起到扩充海外融资渠道、降低资金成本的作用。另外,万科近期销售表现突出,同时积极拿地补充库存,2013年,预计公司销售额有望达到1,700亿元,同比增长超过20%。公司近年来购地成本控制得宜、覆盖城市的深度和广度不断增强,2013年,万科作为行业龙头将持续受益行业集中度提升的大趋势。有鉴于此,我们分别上调A、B股的目标价至13.16元和18.75港币,并重申对公司A、B股的**买入**评级。

### 投资摘要—A股

年结日:12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币百万)	50,714	71,783	98,118	120,656	146,102
变动(%)	4	42	37	23	21
净利润(人民币百万)	7,283	9,625	12,683	15,409	18,635
全面摊薄每股收益(人民币)	0.662	0.875	1.153	1.401	1.695
变动(%)	36.7	32.2	31.8	21.5	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	15.3	11.6	8.8	7.2	6.0
每股现金流量(人民币)	0.16	0.96	0.42	0.59	(0.10)
价格/每股现金流量(倍)	62.9	10.5	24.4	17.1	(96.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	20.1	15.4	12.5	10.8
每股股息(人民币)	0.100	0.130	0.171	0.208	0.252
股息率(%)	1.0	1.3	1.7	2.1	2.5

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	#N/A	10	20	35
相对新华富时A50指数	#N/A	2	6	27

发行股数(百万)	10,995
流通股(%)	88
流通股市值(人民币百万)	111,085
13年末每股评估净资产值(人民币)	15.34
3个月日均交易额(人民币百万)	574
12年末净负债比率(%)	21
主要股东(%)	
华润股份有限公司	15

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究  
以2013年1月18日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

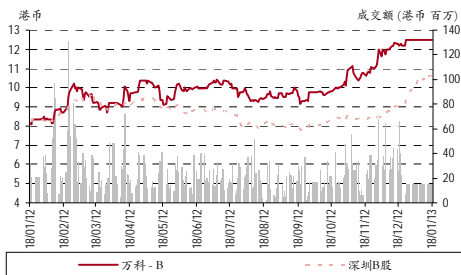
### 地产

田世欣\*

(8621) 2032 8519  
shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

\*袁豪为本报告重要贡献者

**股价表现—B股**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	#N/A	2	28	54
相对深圳B股	#N/A	(17)	0	22

发行股数(百万)	1,315
流通股(%)	12
流通股市值(港币百万)	16,437
3个月日均交易额(港币百万)	25
净负债比率(%) (2012E)	21

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年1月18日收市价为标准

**投资摘要—B股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币百万)	50,714	71,783	98,118	120,656	146,102
变动(%)	4	42	37	23	21
净利润(人民币百万)	7,283	9,625	12,683	15,409	18,635
全面摊薄每股收益(人民币)	0.662	0.875	1.153	1.401	1.695
变动(%)	36.7	32.2	31.8	21.5	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	15.1	11.4	8.7	7.1	5.9
每股现金流量(人民币)	0.16	0.96	0.42	0.59	(0.10)
价格/每股现金流量(倍)	62.2	10.4	24.1	16.9	(95.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.6	20.0	15.3	12.4	10.7
每股股息(人民币)	0.100	0.130	0.171	0.208	0.252
股息率(%)	1.0	1.3	1.7	2.1	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表1. 万科A、万科B及中国海外发展估值的比较**

证券代码	证券简称	NAV 估值			PE 估值	
		收盘价 (元)	2013年 NAV (元)	NAV 溢价/折价 (%)	市值 (亿元)	2013年市盈率 (倍)
200002.CH	万科B (港币)	12.50	15.34	(35)	1,391	7.1
0688.HK	中国海外发展(港币)	25.00	22.4	12	2,043	11.0
000002.CH	万科A (人民币)	10.12	15.34	(34)	1,113	7.2
600048.CH	保利地产 (人民币)	14.29	18.15	(21)	1,020	9.5
000024.CH	招商地产 (人民币)	31.91	32.41	(2)	532	12.9
	保利地产和招商地产平均			(11)		11.2
	万科B上升空间(%) (相对于中海外)			71		56
	万科A上升空间(%) (相对于保利地产和招商地产)			34		56

资料来源: 中银国际研究

注: (1) 万科、中国海外发展和保利地产的NAV和净利润为中银国际及中银国际香港的预测数据; (2) 万科A、万科B股价均为2012年12月25日收盘价, 中国海外发展、保利地产、招商地产股价为2013年1月18日收盘价。

**图表2. 万科转股方案实施前后股份情况**

	本次方案实施前		本次方案实施后		
	股份数量(股)	占总股本比例(%)	股份数量(股)	占总股本比例(%)	
A股	9,680,597,650	88.04	A股	9,680,597,650	88.04
其中: 华润股份有限公司	1,619,094,766	14.72	其中: 华润股份有限公司	1,619,094,766	14.72
B股	1,314,955,468	11.96	H股	1,314,955,468	11.96
其中: 现有B股股东	1,314,955,468	11.96	其中: 现金选择权提供方及其他H股股东	1,314,955,468	11.96
合计	10,995,553,118	100.00	合计	10,995,553,118	100.00

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

**损益表 - A股及B股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	50,714	71,783	98,118	120,656	146,102
销售成本	(35,698)	(51,007)	(70,332)	(86,491)	(104,698)
经营费用	(3,809)	(4,998)	(6,797)	(8,352)	(10,052)
息税折旧前利润	11,208	15,778	20,990	25,813	31,352
折旧及摊销	(117)	(137)	(169)	(215)	(321)
经营利润(息税前利润)	11,091	15,641	20,821	25,598	31,030
净利息收入/(费用)	(504)	(510)	(420)	(808)	(912)
其他收益/(损失)	1,354	675	100	100	100
税前利润	11,941	15,806	20,500	24,890	30,218
所得税	(3,101)	(4,206)	(5,125)	(6,223)	(7,555)
少数股东权益	(1,556)	(1,975)	(2,692)	(3,258)	(4,029)
净利润	7,283	9,625	12,683	15,409	18,635
核心净利润	7,283	9,625	12,683	15,409	18,635
每股收益(人民币)	0.662	0.875	1.153	1.401	1.695
核心每股收益(人民币)	0.662	0.875	1.153	1.401	1.695
每股股息(人民币)	0.100	0.130	0.171	0.208	0.252
收入增长(%)	4	42	37	23	21
息税前利润增长(%)	42	41	33	23	21
息税折旧前利润增长(%)	42	41	33	23	21
每股收益增长(%)	37	32	32	21	21
核心每股收益增长(%)	37	32	32	21	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - A股及B股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	11,941	15,806	20,500	24,890	30,218
折旧与摊销	117	137	169	215	321
净利息费用	504	510	420	808	912
运营资本变动	(5,981)	(416)	(13,879)	(15,434)	(27,070)
税金	(3,504)	(4,846)	(5,590)	(6,781)	(8,225)
其他经营现金流	(1,308)	(635)	2,943	2,794	2,690
经营活动产生的现金流	1,769	10,556	4,564	6,492	(1,152)
购买固定资产净值	(262)	(262)	(1,595)	(1,701)	(1,816)
投资减少/增加	(3,248)	(5,062)	0	0	0
其他投资现金流	1,318	(329)	100	100	100
投资活动产生的现金流	(2,192)	(5,653)	(1,495)	(1,601)	(1,716)
净增权益	1,979	3,905	0	0	0
净增债务	15,470	2,997	7,458	0	0
支付股息	(770)	(1,100)	(1,429)	(1,884)	(2,288)
其他融资现金流	(3,270)	(5,599)	(3,464)	(3,702)	(3,702)
融资活动产生的现金流	13,410	204	2,565	(5,586)	(5,991)
现金变动	12,987	5,107	5,634	(695)	(8,859)
期初现金	24,806	29,159	35,344	42,194	42,836
公司自由现金流	(423)	4,903	3,069	4,891	(2,868)
权益自由现金流	11,777	2,302	7,063	1,189	(6,570)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - A股及B股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	37,817	34,240	40,978	41,499	33,977
应收帐款	1,594	1,515	1,591	1,670	1,754
库存	133,333	208,335	210,265	168,587	92,645
其他流动资产	32,776	38,557	54,147	108,294	216,589
流动资产总计	205,521	282,647	306,981	320,050	344,964
固定资产	2,113	3,428	4,868	6,369	7,878
无形资产	374	435	424	413	402
其他长期资产	7,630	9,699	10,160	10,715	11,381
长期资产总计	10,117	13,562	15,452	17,497	19,662
总资产	215,638	296,208	322,433	337,547	364,626
应付帐款	16,924	29,777	30,075	30,376	30,679
短期债务	16,784	23,570	27,000	27,000	27,000
其他流动负债	95,943	147,377	151,900	149,929	156,329
流动负债总计	129,651	200,724	208,975	207,305	214,009
长期借款	30,612	26,822	30,850	30,850	30,850
其他长期负债	789	829	829	829	829
股本	10,995	10,995	10,995	10,995	10,995
储备	33,237	41,973	53,226	66,752	83,098
股东权益	44,233	52,968	64,221	77,747	94,093
少数股东权益	10,354	14,865	17,557	20,815	24,844
总负债及权益	215,638	296,208	322,433	337,547	364,626
每股帐面价值(人民币)	4.02	4.82	5.84	7.07	8.56
每股有形资产(人民币)	37,817	34,240	40,978	41,499	33,977
每股净负债/(现金)(人民币)	1,594	1,515	1,591	1,670	1,754

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - A股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	22.1	22.0	21.4	21.4	21.5
息税前利润率(%)	21.9	21.8	21.2	21.2	21.2
税前利润率(%)	23.5	22.0	20.9	20.6	20.7
净利率(%)	14.4	13.4	12.9	12.8	12.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.4	1.5	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	9.7	4.3	22.1	18.6	22.4
净权益负债率(%)	17.5	23.8	20.6	16.6	20.1
速动比率(倍)	0.6	0.4	0.5	0.7	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	15.3	11.6	8.8	7.2	6.0
核心业务市盈率(倍)	15.3	11.6	8.8	7.2	6.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	19.9	15.0	11.4	9.4	7.8
市净率(倍)	2.5	2.1	1.7	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	62.9	10.5	24.4	17.1	(96.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	20.1	15.4	12.5	10.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1,142.2	1,222.5	1,086.2	799.4	455.4
应收帐款周转天数	8.3	7.9	5.8	4.9	4.3
应付帐款周转天数	119.7	118.7	111.3	91.4	76.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	15.1	14.9	14.9	14.9	14.9
净资产收益率(%)	17.8	19.8	21.6	21.7	21.7
资产收益率(%)	4.6	4.5	5.0	5.8	6.6
已运用资本收益率(%)	13.1	17.1	16.6	17.7	18.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371