



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：开发商

袁豪

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090001  
(8621) 2032 8529  
hao.yuan@bocichina.com

田世欣

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002  
(8621) 2032 8519  
shixin.tian@bocichina.com

# 万科：B转H获证监会批准，万科迎来估值修复

## 公司消息：

2014年3月3日，万科(000002.CH/人民币 6.64; 200002.CH/港币 11.25, 买入)公告已于3月3日正式取得中国证监会批复，核准公司将现有的境内上市外资股转为境外上市外资股到香港交易所主板上市。同时，由于期间公司分红派息，除息后现金选择权对价由原先的 13.13 港元/股调整为 12.91 港元/股。此外，为本次方案提供现金选择权的第三方调整为：华润及（或）其下属子公司、GIC、惠理及惠理香港旗下特定基金（替换原先的高瓴资本）。

## 消息点评：

1. **万科B股股价有望提升25%，A股迎来估值修复。**如果万科B转H成功，按照目前调整后的现金选择权对价 12.91 港元/股，以及万科B股目前股价为 11.25 港元，预计万科B股股价有望获得 15%的上升空间；另一方面，对比中国海外发展 14 年市盈率 6.9 倍（NAV 折价 32%），而万科B股 14 年市盈率 5.1 倍（NAV 折价 48%），预计万科B股股价有望可以有 30-35% 的上升空间，但考虑到港股市场的盈利预测一般偏于保守，市盈率一般偏高，因此预计万科B股股价上升空间在 25%左右；此外，由于目前万科A股 14 年市盈率仅 3.8 倍，并较B股折价 25%，估值偏低，而本次万科B转H成功并估值得到提升之后，也势必将带动A股的估值修复。
2. **预计行使现金选择权少于B股1/3，B转H可行性较大。**万科目前B股占公司总股本的 11.96%，并已向联交所申请公众持股量不低于 8%的豁免，因此只有最终现金收购少于公司总股本 3.96%（近B股总数的 1/3），本次方案才可实施。我们认为现金收购大于B股总数 1/3 的可能性较小，本次B转H可行性较大，主要基于以下两点原因：（1）对比中海外估值，作为行业龙头的万科估值偏低，万科B股 25%上升空间大于现金选择权 15%的上升空间，原B股股东会倾向于不行使现金选择权；（2）公司B股股东中 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。
3. **正式H股挂牌可能需要4个月时间。**在转股进程方面，公司后续还需经历提交旗下 200 多个项目的评估报告（2个月）、向联交所正式申请并审批（1个月）、聆讯及上市（1个月，其中包括实施B股现金选择权），因此预计正式H股挂牌可能需要4个月时间。

## 重申买入评级

万科B转H方案在公布长达一年之后，终于获得中国证监会批准，如果最终B转H成功，预计万科B股股价上升空间在 25%，与此同时估值偏低的A股也将迎来修复。长期来看，我们认为行业在未来 5 年内需求或将见顶，行业规模增速有所下降，但公司仍然可以依靠行业集中度的提升获得好于行业的销售增速。我们维持公司 2013-14 年业绩预期分别为 1.43 元和 1.75 元，重申对公司A、B股的**买入**评级。

**图表 1. 万科 A、B 及中国海外发展估值的比较**

证券代码	证券简称	NAV 估值		NAV 折价(%)	PE 估值		现金选择权 对价(人民币/港币)
		收盘价 (人民币/港币)	2014 年 NAV (人民币/港币)		每股收益 (人民币/港币)	2014 年 市盈率(倍)	
200002.CH	万科 B (人民币)	11.25 港币 (折人民币 8.89 元)	16.95	(48)	1.75	5.08	12.91 港币 (折人民币 10.20 元)
0688.HK	中国海外发展 (港币)	20.05	29.28	(32)	2.92	6.87	
000002.CH	万科 A (人民币)	6.64	16.95	(61)	1.75	3.79	
<b>万科 B 上 升空间(%)</b>				<b>29.7</b>		<b>35.2</b>	<b>14.8</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：(1) 万科和中国海外发展的 NAV 和每股收益为中银国际及中银国际香港的预测数据，其中，中国海外发展 2014 年每股收益为万得一直预期数据；(2) 万科和中国海外发展股价以 2014 年 3 月 3 日收市价为标准；(3) 人民币港币汇率取 0.79。

### 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
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