



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申请获联交所通过，进入最后冲刺阶段

公司消息：

2014年5月22日，万科(000002.CH/人民币 7.89; 200002.CH/港币 11.72, 买入)发布B转H最新进展公告称，公司已于2014年5月21日收到香港联交所上市委员会聆讯通过的函件，并随后万科B股将于6月4日起停牌，6月9日至13日为万科B股现金选择权的申报期，如果该方案最终实施，根据前期公告，预计公司将于6月19日以H股的形式正式在香港联交所主板上市及挂牌。

消息点评：

- 万科B股或迎来估值回归，A、B股间折价率也有望收窄。**B转H如果成功实施将推动万科B股估值的合理回归，目前B股5.5倍市盈率对比中国海外发展6.5倍市盈率估值差距达17%；对于万科A股，预计B转H也有望缩小万科A、B股间的折价率，参考目前金融股（银行、保险和券商）A、H股间平均折价6.2%，如果万科A、B股折价率由目前18%收窄至10%可提供万科A股26%的上涨空间。
- B转H能否成功取决于现金选择权实施情况，目前B股折价5%但仍有机会。**如果申报行使现金选择权的股份数超过B股总股份数的1/3，即4.38亿股，该方案将不予实施，B股股东不可实施该等现金选择权，B股将继续于深交所B股市场交易。目前虽然B股11.72港元的现价仍较现金选择权12.39港元折价5%，但鉴于预计B股估值回归的空间，对于B股原股东（90%的境外机构投资者）而言选择不行权仍有利可图，转板仍有机会。如果现金选择权实施完毕后，公司将向深交所申请B股股票摘除，预计公司将于6月19日以H股形式在香港联交所主板上市及挂牌交易。
- 完善融资平台，增强海外融资能力。**如果该方案成功实施，公司在香港将拥有一个更加正规的融资平台，至此公司也将在A股、H股市场同时拥有三个融资平台（其中2个H股），提高公司在国际市场的知名度，更利于公司在国际市场上的资本运作。今年国内银行和非银行方面对于房地产行业的资金支持面临收紧，同时疲弱的销售以及高位的负债率都预示行业整合的到来，在这种背景下，提升海外融资能力将促使万科在未来的市场整合中优势愈加突出。

维持买入评级

万科B转H方案在获得证监会和联交所的批准后，进入冲刺阶段，目前虽然B股仍折价5%，但鉴于B转H后存在估值回归空间，且B股原股东在考虑转H后的市场活跃度以后，更为倾向促成转板成功，因此我们认为B转H成功可能性较大；转板之后，公司的国际化程度和海外融资能力都将得到提升，我们维持公司2014-15年每股收益预期分别为1.70元和2.05元，维持对公司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	收盘价 (人民币/港币)	NAV 估值		PE 估值		现金选择权对价 (人民币/港币)
			2014 年 NAV (人民币/港币)	NAV 溢价率 (%)	每股收益 (人民币/港币)	2014 年 市盈率(倍)	
200002.CH	万科 B (人民币)	11.72 港币(折人民币 9.42 元)	17.22	(45)	1.70	5.54	12.39 港币(折人民币 10.20 元)
0688.HK	中国海外发展 (港币)	18.96	29.28	(35)	2.92	6.49	
000002.CH	万科 A (人民币)	7.89	17.22	(54)	1.70	4.64	
万科 B 上升空间(%)				18.3		17.1	5.7
万科 A 较万科 B 的溢价率(%)						(16.3)	
金融股 A、H 平均溢价率(%)						(10.0)	
万科 A 上升空间(%)						25.9	

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 5 月 22 日收市价为标准；(3) 人民币港币汇率取 0.80。

图表 2. 金融股和地产股 A、H 溢价率

证券简称	证券代码	同公司 H 股 代码	A 股股价 (元)	H 股股价 (港币)	A/H 股溢价率 (%)
招商银行	600036.CH	3968.HK	9.96	13.68	(9.5)
农业银行	601288.CH	1288.HK	2.46	3.36	(8.9)
工商银行	601398.CH	1398.HK	3.50	4.90	(11.2)
建设银行	601939.CH	0939.HK	4.01	5.53	(9.8)
交通银行	601328.CH	3328.HK	3.79	5.03	(6.3)
中国银行	601988.CH	3988.HK	2.67	3.57	(7.0)
光大银行	601818.CH	6818.HK	2.47	3.36	(8.6)
民生银行	600016.CH	1988.HK	7.41	7.81	18.0
中信银行	601998.CH	0998.HK	4.26	4.73	12.0
中信证券	600030.CH	6030.HK	11.24	16.12	(13.3)
海通证券	600837.CH	6837.HK	9.29	11.20	3.2
中国平安	601318.CH	2318.HK	39.13	56.75	(14.3)
中国太保	601601.CH	2601.HK	16.25	24.	(15.8)
中国人寿	601628.CH	2628.HK	13.69	20.05	(15.1)
银行股平均					(3.5)
保险股平均					(15.0)
券商股平均					(5.1)
金融股总体平均					(6.2)
金隅股份	601992.CH	2009.HK	5.72	5.14	38.4
北辰实业	601588.CH	0588.HK	2.58	1.78	80.3
地产股平均					59.3

资料来源：万得资讯，中银国际研究

注：(1) 股价以 2014 年 5 月 22 日收市价为标准；(2) 人民币港币汇率取 0.80。

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