

2014年06月25日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元) 11.9元

万科(000002.SZ/2202.HK)

Buy 买入

H股上市呈利好，盈安合伙增持增强安全边际

结论与建议：

公司H股于今日在香港联交所上市，公司估值水平有望向中国海外发展靠拢，利于公司A股及H股股价的提升。公司事业合伙人盈安合伙自5月28日起已连续六次增持公司股票，运用公司1320名员工的集体奖金并引入了融资杠杆做资金来源，并且增持的综合每股成本价格并不算低廉，为公司A股的股价提供了较强的安全边际。公司作为最为优秀A股上市房企，市值长期以来被低估，而H股的上市将打开公司的估值空间，连续的增持将打消市场对于公司未来业绩释放的疑虑，并且公司目前销售好于同业，维持A股“买入”的投资建议，给予H股“买入”的投资建议。

公司基本资讯

产业别	房地产		
A股价(2014/6/24)	8.09		
深证成指(2014/6/24)	7340.85		
股价12个月高/低	10.78/6.57		
总发行股数(百万)	11015.03		
A股数(百万)	9668.24		
A市值(亿元)	891.12		
主要股东	华润股份有限公司(14.94%)		
每股净值(元)	6.27		
股价/账面净值	1.29		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-0.2	5.5	-3.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-02-11	7.55	买入
2014-03-13	7.6	买入
2014-04-30	7.94	买入

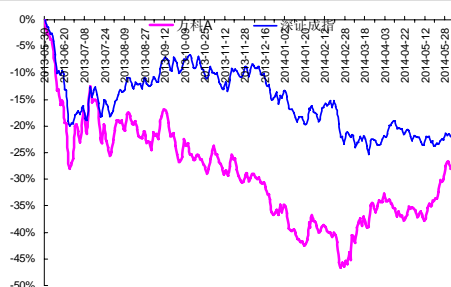
产品组合

房地产	98.9%
房地产管理及其他	1.1%

机构投资者占流通A股比例

基金	13.9%
券商集合理财	17.8%

股价相对大盘走势



公司在6月24日收到香港联交所的批准函，公司H股于6月25日在香港联交所上市并挂牌交易。公司B股转换上市地以介绍方式在香港联交所上市后，境内投资者及境内交易境外投资者，其交易的证券名称为“万科H代”，证券代码为“299903”；非境内交易的境外投资者（在境外经纪商开立独立H股账户，万科B股转换后的H股股份已转托管至该账户，并通过境外经纪商交易的境外投资者），其交易的证券名称为“万科企业”，证券代码为“2202”。公司H股流通股为13.15亿股，约占目前公司总股本的12%。

公司H股上市后，将会带来利好：（1）公司的PE将有望向规模相近并已在香港上市的中国海外发展靠拢（按2014年的估值计，中国海外发展的PE约为7倍，万科B股股价按转股前最后一个交易日计，PE为5.8倍，万科A股PE为4.7倍）。公司H股估值具有向上空间，而公司A股股价将在估值提升与A-H比价的作用下存在近48%的提升空间的可能。（2）公司登陆H股将会增强公司在国际上的影响力，利于公司的国际业务的发展。（3）对公司在境外评级、拓宽海外融资渠道、降低融资成本等方面产生积极有利影响。目前海外评级机构对“A+H”的评价高于“A+B”，公司“A+H”的平台将会利于评级机构给予高评级，从而带来海外低成本和高认购率的发债。

公司的事业合伙人盈安合伙自5月28日起已连续6次增持公司股票共计2.11亿股，占公司总股本的1.92%，目前已稳居公司第二大股东的位置（公司前第二大股东刘元生持股占比为1.21%），盈安合伙目前共运用资金约17.79亿元（含融资杠杆引入资金），综合持股成本约为8.42元/股，盈安合伙表示后续将继续增持公司A股股票。公司2013年年报显示，公司已提取尚未分配给个人的经济利润奖金余额为10亿，加上杠杆融资，我们认为后续可供增持的资金仍较为充裕。公司的持股计划将公司管理人员与股东的利益更好的结合在了一起，增强公司对市值的关注度，也将成为更有效的激励手段。除本次核心员工增持之外，公司大股东华润以及公司总裁郁亮在今年均对公司股票进行了增持，各个层面均彰显了对公司中长期发展的信心。并且，加上杠杆资金的引入，盈安合伙的综合增持成本应较每股8.42元更高，其将会为公司A股股价提供较强的安全边际。

我们预计公司2014、2015年净利润将达到189亿元和230亿元，YOY增长30.3%和32%，EPS1.72元和2.09元，A股对应PE为5倍和4.1倍，PB1.16倍，B股对应PE为5.7倍和4.7倍，PB1.43倍，H股对应PE为6.4倍和5.3倍PB1.56倍（由于H股无前一日收盘价，暂以B股最后一个交易日的收盘价计），估值较低，维持A股“买入”的投资建议，给予H股“买入”的投资建议。

..... 继续下页

年度截止 12 月 31 日		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9625	12551	15119	18829	22643
同比增减	%	32.2%	30.4%	20.5%	24.5%	20.3%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.88	1.14	1.37	1.71	2.06
同比增减	%	32.2%	30.4%	20.2%	24.5%	20.3%
A 股市盈率(P/E)	X	9.2	7.1	5.9	4.7	3.9
H 股市盈率(P/E)		12.4	9.5	7.9	6.4	5.3
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.16	0.41	0.52	0.63
股息率 (Yield)	%	1.61%	1.98%	5.07%	6.43%	7.79%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

表:盈安合伙增持情况统计

	时间	增持股份 (股)	每股价格 (元/股)	资金量 (亿元)	占总股份比例 (%)
1	5 月 28 日	35,839,231	8.38	3	0.33%
2	5 月 29 日	23,188,124	8.52	1.98	0.21%
3	5 月 30 日	26,476,551	8.55	2.26	0.24%
4	6 月 3 日	61,842,312	8.42	5.21	0.56%
5	6 月 4 日-6 月 12 日	40,052,531	8.3	3.33	0.36%
6	6 月 13 日-6 月 19 日	23,969,613	8.4	2.01	0.22%
合计		211,368,362		17.79	1.92%

附一：合并损益表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	71783	103116	135419	166897	196974
经营成本	43228	65422	92798	111471	129550
营业税金及附加	7779	10916	11545	15638	18713
销售费用	2557	3056	3865	4840	5850
管理费用	2578	2780	3003	4006	5082
财务费用	510	765	892	1202	1556
资产减值损失	65	0	60	0	0
投资收益	700	929	1005	1123	1310
营业利润	15763	21013	24261	30864	37533
营业外收入	76	145	119	150	187
营业外支出	34	88	89	79	83
利润总额	15806	21070	24291	30935	37637
所得税	4206	5408	5993	7888	9786
少数股东损益	1975	3111	3179	4218	5208
归属于母公司所有者的净利润	9625	12551	15119	18829	22643

附二：合并资产负债表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	34240	52292	44365	44765	46103
应收账款	1515	1887	3079	8159	10722
存货	208335	255164	331133	366598	423073
流动资产合计	282647	362774	442047	491554	559362
长期股权投资	6426	7040	10637	11383	12434
固定资产	1596	1612	2130	2504	2735
在建工程	706	1051	914	1037	1123
非流动资产合计	13562	16028	37159	66308	74960
资产总计	296208	378802	479205	557862	634322
流动负债合计	200724	259834	328922	387233	439338
非流动负债合计	27652	36830	44844	47871	51313
负债合计	228376	296663	373766	435103	490651
少数股东权益	14865	18313	28543	32761	37969
股东权益合计	52968	63826	76896	89997	105701
负债及股东权益合计	296208	378802	479205	557862	634322

附三：合并现金流量表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	3389	3044	1955	2358	2990
投资活动产生的现金流量净额	-5653	-7289	-5133	-6970	-7930
筹资活动产生的现金流量净额	807	22922	-4748	5012	1331
现金及现金等价物净增加额	-1483	18677	-7926	400	1338

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。