

万科A (000002)

推荐

行业：房地产开发

在经济圈发展模式升级，定增预案有望被认同

万科披露拟发行股份购买资产预案，以发行股份的方式购买深圳地铁集团持有的前海国际100%股权，初步交易价格为456.13亿元。

投资要点：

- ✧ **拟发行股份购买资产，若成功深圳地铁晋升第一大股东。**根据预案，万科拟发行股份购买深圳地铁集团持有的前海国际100%股权，初步交易价格为456.13亿元（本次交易的评估基准日为2016年5月31日，目前有关标的资产的审计、评估工作尚未完成）。初步确定对价股份的发行价格为每股15.88元，即定价基准日前60个交易日万科股票交易均价的93.61%。据此计算，万科将就本次交易向地铁集团发行约28.72亿股A股股份，若交易完成深圳地铁持有万科A股占发行后总股本的20.65%，成为万科第一大股东、穿透持有人为深圳市国资委，超过摊薄后宝能系持股占比19.27%、华润持股占比12.15%。
- ✧ **标的资产极为优质，作价较为合理。**标的公司的主要资产为前海枢纽项目和安托山项目地块，总计容积率建筑面积约181万平方米。按照预估价值456.13亿元，楼面价约2.52万元/平米。深圳近期出让的龙华和光明新区地块，光明新区项目总价140.6亿元，楼面地价达2.76万元/平方米，溢价率约160%；深圳龙华上塘商住用地82.89亿元，折合楼面地价约5.68万元/平方米。**本次交易标的区位显著优于上述成交项目，深圳地铁在获取项目以及该交易中万科作价极具成本优势。**其中：1)前海枢纽项目宗地号T201-0074，2012年145.56亿元取得，总建面127.8万方，楼面价1.14万元/平米；项目规划为3条地铁线和2条城际铁路交汇，未来可通过轨道交通直达香港，定位为带领深圳迈向世界级城市、引导区域经济转型升级的世界级枢纽综合体地标。2)安托山项目T407-0026、T407-0027号土地，2016年取得总价款90.336亿元，总建面约53.3万方，两地块楼面价分别为1.59/2.17万元/平米，住宅、商服用地，位于二号线、七号线双地铁交汇处，是深圳罕见的大规模豪宅集群区。**两项目合计可售建面约154万方，我们预计货值约1000-1400亿元。**
- ✧ **短期摊薄收益。**根据我们测算，按照154万平米可售建筑面积测算，每平米可赚取约2万元权益净增值，该交易共可为万科增加权益净值约300亿元。因交易标的项目暂未动工，若成功注入预计贡献利润需要在2018年之后。我们暂不调整盈利预测，则16-17年原预测EPS1.96、2.29元，增发后摊薄变为1.56/1.82元。
- ✧ **暂不讨论股权问题，以“轨道+物业”模式锁定城市经济圈发展机遇对万科的未来而言意义非凡。**万科作为全球最大的商品房开发商，年销售额即将达3000亿元，依靠传统模式增长陷入了瓶颈，且在当前“白银时代”市场分化，三四线库存仍高，而核心一二线城市土地资源有限，地价过高且难以获得新项目。而依托深圳地铁，在深圳能够以约2.5万元/平米的代价获取黄金地段近181万方土地资源，单纯从交易上来讲无疑是非常成功的。万科认为，中国正在进入“轨道改变城市”的时代，以“轨道+物业”为代表的PPP模式将迎来前所未有的发展机遇。此次与深圳地铁合作购买两个项目只是开始：**一方面，深圳地铁手中仍有存量资源，且未来获取地铁沿线土地空间广阔。**深铁集团已完成深圳轨道交通一二期工程1、2、3、5号线及4号线一期工程总计163公里线路的建设工作，目前深圳正在运营的轨道交通线路总计5条，179公里，到2015年底已经获批建设的规划里程达232公里，深圳市轨道交通

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6-12个月目标价：19.6

当前股价：24.43

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	11,039
流通股本(百万股)	9,708
总市值(亿元)	2,697
流通市值(亿元)	2,372
成交量(百万股)	223.90
成交额(百万元)	5,288.95

股价表现



相关报告

《万科A-15 靓丽收官，引领万亿“房地产+服务”新征程》2016-03-15

《万科A-受益政策红利，引领轻资产转型打开估值空间》2015-12-04

《万科A-传统业务竞争优势巩固，转型提速深入》2015-10-28

建设指挥部办公室李福民主任预计2020年深圳轨道交通里程将达425公里，未来将建成总里程超过1000公里的现代轨道交通网络。并且深圳地铁将与惠州、东莞连通。目前深圳地铁在开发的项目10个（含本次交易项目），规划建筑面积约427万平米，已累计销售超180亿元。深圳地铁将确立“轨道+物业”发展模式，未来依靠地铁建设优势获取地铁沿线或者地铁车辆段上盖物业的机会大，而因为这些地段临近交通站点，开发价值也极为可观。**另一方面，万科联手深圳地铁“轨道+物业”模式有望走向全国。**2016年6月12日，由万科集团与深圳地铁集团联合主办的“2016轨道交通与城市发展高端论坛”在深圳举行，论坛上万科、深圳地铁与重庆城市交通开发投资集团、东莞实业投资控股集团、中轨集团等单位分别签署了备忘录，探索城市轨道交通建设PPP新模式，为未来“轨道+物业”模式向全国的推广打下了基础。

- ◇ **“八爪鱼”战略稳步推进，受益市场景气度提升。**16年1-5月公司已实现销售1473亿元同比+74%，我们预计2016年其销售将破3000亿元（+15%），甚至有望达到3200亿元+22%。在物流地产方面，2016年以来新披露7个物流地产项目，目前累计披露了15个项目，围绕一线4城和武汉、长沙、成都、贵阳等重要节点布局，项目总建面已经达到104万方。根据2015年报披露，已进入和拟进入城市22个，已获得拟获取项目29个，总建面300万方，规模上有望进入行业前十，目标直指TOP1。物业管理、长租公寓、社区营地教育、养老、产业地产等新业务探索也有序开展。
- ◇ **我们认为公司持续受益于政策宽松和行业优胜劣汰带来的更多商机，外加“八爪鱼”轻资产城市运营商战略发展提升估值空间。考虑到发行股份购买资产的方案仍存不确定性，暂维持预测15-17年EPS1.96、2.29、2.54元，房地产开发业务RNAV18.4。停牌至今大盘跌19%、房地产（证监会）行业指数跌28%，复牌后股价或短期调整，维持16年10xPE目标价19.6元，“推荐”评级。**
- ◇ **风险提示：**发行股份收购资产方案未获通过的风险；行业回暖及政策宽松低于预期的风险；公司转型收效尚待时间检验。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	195549	245321	296206	344234
同比(%)	34%	25%	21%	16%
归属母公司净利润	18119	21611	25345	28030
同比(%)	15%	19%	17%	11%
毛利率(%)	29.4%	29.4%	29.0%	28.9%
ROE(%)	18.1%	17.7%	18.3%	17.9%
每股收益(元)	1.64	1.96	2.29	2.54
P/E	14.90	12.49	10.65	9.63
P/B	2.69	2.21	1.95	1.72
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：中国中投证券研究总部

附：股权及主要次产变化情况
表 1：交易前后主要股东持股比例变化

	交易前		交易后	
	持有股数 (亿股)	股权比例	持有股数 (亿股)	股权比例
深圳地铁	-	-	28.72	20.65%
宝能	26.81	24.29%	26.81	19.27%
华润	16.90	15.31%	16.90	12.15%
安邦	6.83	6.18%	6.83	4.91%
万科事业合伙人	4.57	4.14%	4.57	3.29%

数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部 假设 H 股股本未变

表 2：交易标的土地情况及货值测算

	前海枢纽项目 T201-0074 号地块	安托山项目 T407-0026 号地块	安托山项目 T407-0027 号地块	小计
位置	前海金融核心区	南山核心区域，二号线、七号线地铁交汇		
登记土地价款 (亿元)	145.56	69.44	20.896	236
用地面积 (万方)	20.01	16.25	1.28	38
计容建筑面积 (万方)	127.81	43.70	9.64	181
楼面价(总建面口径, 万元/平)	1.14	1.59	2.17	
交易预估值 (亿元)	325.03	130.71		456
可售计容积率建面 (万方)	120.03	24.99	9.20	154
楼面价 (交易估价、可售口径)	2.71	3.82		2.96
货值测算-分物业类型				
可售建面 (万方)：住宅		22.80		
办公	74.90		6.34	
商务公寓	13		2.76	
商业	19.82	2.19	0.10	
酒店	12.60			
小计	120.32	24.99	9.20	
售价预计 (万元/平米)	办公 6-8, 酒店 5, 公寓 9-10, 商业 6-8 万/平米	办公 5-7, 公寓 10, 商业 8-10, 住宅 13-15 万元/平米		
货值 (按低价测算, 亿元)	653	314	60	1027
货值 (按高价测算, 亿元)	951	399	73	1422

数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

表 3 深圳近期土地出让 (万方/亿元)

时间	土地	土地面积	容积率	规划建面	成交总价	楼面价(万元/平米)	竞得方	备注
2016/6/2	龙华新区上塘	3.57	4.1	14.6	82.89	5.68	电建&金茂	商住, 现房销售
2016/6/8	光明新区高新技术园区东片区	15.24	3.3	50.9	140.6	2.76	凯丰实业(龙光地产)	商住, 发展总部经济综合服务区

资料来源：媒体报道、中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	547024	678954	832482	976381
现金	53180	61330	77013	89501
应收账款	2511	3124	3772	6744
其它应收款	75486	73184	97200	119807
预付账款	39647	49064	59241	68847
存货	368122	484295	587246	683468
其他	8079	7957	8009	8015
非流动资产	64271	63488	62887	62274
长期投资	33503	33503	33503	33503
固定资产	4917	4752	4417	3996
无形资产	1045	1045	1045	1045
其他	24805	24188	23921	23730
资产总计	611296	742442	895368	103865
流动负债	420062	521002	646247	758435
短期借款	1900	4530	32123	41362
应付账款	91446	114722	138517	160978
其他	326715	401750	475607	556096
非流动负债	54924	52924	50924	48924
长期借款	33829	31829	29829	27829
其他	21096	21096	21096	21096
负债合计	474986	573926	697171	807359
少数股东权益	36126	46562	59543	74749
股本	11052	11052	11052	11052
资本公积	8175	8175	8175	8175
留存收益	80667	102728	119429	137320
归属母公司股东权益	100184	121954	138655	156547
负债和股东权益	611296	742442	895368	103865

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	16046	3941	-5609	11639
净利润	25949	32047	38325	43237
折旧摊销	716	690	711	721
财务费用	478	119	-1008	-411
投资损失	-3562	-3562	-3562	-3562
营运资金变动	-6440	-25591	-40435	-28733
其它	-1095	238	360	387
投资活动现金流	-20947	3538	3336	3336
资本支出	2063	0	0	0
长期投资	-10995	0	0	0
其他	-29879	3538	3336	3336
筹资活动现金流	-5104	671	17956	-2488
短期借款	-483	2630	27592	9239
长期借款	-708	-2000	-2000	-2000
普通股增加	14	0	0	0
资本公积增加	-319	0	0	0
其他	-3608	41	-7636	-9727
现金净增加额	-9906	8150	15683	12487

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	195549	245321	296206	344234
营业成本	138151	173317	210160	244596
营业税金及附加	17980	22557	27236	31652
营业费用	4138	5192	6268	7285
管理费用	4745	5953	7188	8353
财务费用	478	119	-1008	-411
资产减值损失	496	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3562	3562	3562	3562
营业利润	33123	41745	49924	56321
营业外收入	855	0	0	0
营业外支出	176	0	0	0
利润总额	33803	41745	49924	56321
所得税	7853	9698	11598	13085
净利润	25949	32047	38325	43237
少数股东损益	7830	10436	12980	15207
归属母公司净利润	18119	21611	25345	28030
EBITDA	34316	42555	49626	56632
EPS (元)	1.64	1.96	2.29	2.54

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	33.6%	25.5%	20.7%	16.2%
营业利润	32.6%	26.0%	19.6%	12.8%
归属于母公司净利润	15.1%	19.3%	17.3%	10.6%
获利能力				
毛利率	29.4%	29.4%	29.0%	28.9%
净利率	9.3%	8.8%	8.6%	8.1%
ROE	18.1%	17.7%	18.3%	17.9%
ROIC	23.8%	24.2%	21.8%	21.5%
偿债能力				
资产负债率	77.7%	77.3%	77.9%	77.7%
净负债比率	12.73%	10.65%	12.44%	11.64%
流动比率	1.30	1.30	1.29	1.29
速动比率	0.42	0.37	0.38	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.36	0.36	0.36
应收账款周转率	87	85	84	64
应付账款周转率	1.74	1.68	1.66	1.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.64	1.96	2.29	2.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	0.36	-0.51	1.05
每股净资产(最新摊薄)	9.07	11.03	12.55	14.17
估值比率				
P/E	14.90	12.49	10.65	9.63
P/B	2.69	2.21	1.95	1.72
EV/EBITDA	8	7	6	5

相关报告

报告日期	报告标题
2016-03-15	《万科A-15 靓丽收官，引领万亿“房地产+服务”新征程》
2015-12-04	《万科A-受益政策红利，引领轻资产转型打开估值空间》
2015-10-28	《万科A-传统业务竞争优势巩固，转型提速深入》
2015-10-09	《万科A-销售平稳增长，谋变从未止步》
2015-09-07	《万科A-销售维持高位，增持及回购凸显投资价值》
2015-08-17	《万科A-主业稳健前行，五大转型业务加速扩张》
2015-08-04	《万科A-股权之争随时拉开，配资举牌彰显价值》
2015-07-13	《万科A-销售创新高，前海人寿增持，蓝筹不二选择》
2015-06-07	《万科A-销售量价齐升，产业链延伸及合作打开空间》
2015-05-06	《万科A-4月销售增幅显著，REITs 助推轻资产转型》
2015-04-09	《万科A-销售回暖，成本下降，转型布局从容》
2015-04-07	《万科A-逆市稳保增长，坚定转型谋变》
2015-02-06	《合伙人增持改革谋变，全球配置当然选择》
2014-11-06	《万科A-计划完成率居前3甲，估值空间提升大》
2014-11-04	《万科A-计划完成率居前3甲，估值空间提升大》
2014-10-09	《万科A-银十销售理想，超宽松政策背景下业绩将更突出》
2014-08-18	《万科A-持续降杠杆、项目权益比率及库存为增长保驾护航》
2014-08-05	《万科A-战略调整最快最彻底的龙头公司》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434