

2016年06月20日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元) 17.8/20

**公司基本信息**

产业别	房地产		
A 股价(2016/6/20)	24.43		
深证成指(2016/6/20)	10221.85		
股价 12 个月高/低	24.43/12.6		
总发行股数(百万)	11039.15		
A 股数(百万)	9704.47		
A 市值(亿元)	2370.80		
主要股东	华润股份有限公司(15.24%)		
每股净值(元)	9.12		
股价/账面净值	2.68		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.0	0.0	78.1

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2016-4-8	24.43	持有

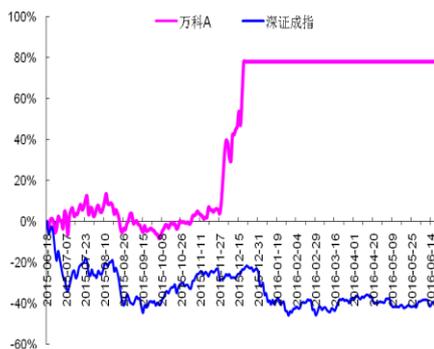
**产品组合**

房地产开发与经营业	98.6%
房地产管理业及其他	1.4%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	7.1%
一般法人	17.6%

**股价相对大盘走势**



**万科**

(000002.SZ/02202.HK)

Neutral 中性

**公司拟增发引入深圳地铁集团，拓展“轨交+物业”模式事件：**

公司6月17日发布发行股份购买资产预案，公司与深圳地铁集团签署了《发行股份购买资产协议》，公司拟以发行股份购买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，上市公司将以发行股份方式支付全部交易对价，初步确定对价股份的发行价格为每股15.88元，为定价基准日前60个交易日上市公司股票交易均价的93.61%，对比万科H上周五的收盘价则溢价约7%。据此计算，上市公司将就本次交易向地铁集团发行2872355163股A股股份。前海国际的资产主要为前海枢纽项目和安托山项目，总计容建筑面积1811446平米。

**点评：**

- 股权变动情况：本次交易后，深圳市地铁集团将持有上市公司总股本的20.65%（原持股比例为0%），巨盛华及其一致行动人将持有上市公司总股本的19.27%（原持股比例为24.29%），华润集团将持有12.1%（原持股比例15.2%），公司员工持股计划将持有3.29%（原持股比例4.14%），H股股东将持有9.45%（原持股比例11.91%）（具体股权变动情况参看表1）。交易完成后，深圳地铁集团将取代巨盛华成为第一大股东，其他股东股权将会被稀释，而H股公众持股比例则将小于10%，不满足联交所规定，预计公司后续将通过增发方式来满足（我们预计还需增发84661388股H股才可满足）。
- 标的资产情况：前海国际主要资产为前海枢纽项目、安托山项目两个处于核心位置的大型项目，两项目均处于待建状态：1. 前海枢纽项目属上盖物业，主要为商用房，按可售面积计算其楼面地价为2.7万/平米，参考周边8万/平米的写字楼售价，定价相对合理。另外，根据规划，前海综合交通枢纽是穗莞深城际线，是前海蛇口自贸新城十大建设重点，预计未来将建成世界第四，亚洲第一的交通枢纽项目。预计前海枢纽项目未来将会充分享受前海枢纽发展带来的红利。2. 安托山项目位于华侨城及香蜜湖高端社区之间，具有核心区稀缺的优质生态及景观资源，项目周边拥有完善的交通、商业、教育、休闲娱乐、景观等资源配套，将有效提高项目的价值。安托山项目按可售面积计算楼面地价为3.8万元/平米，周边项目均价约11万左右，项目的楼面地地价相对合理。
- 对公司未来发展的影响：短期来看，项目为上盖物业，开发周期较长，短期难以贡献利润，定增后短期业绩将会被摊薄。但从长远来看，我国已进入城镇化发展的第二阶段，“轨交+物业”模式将成为发展的主流，公司通过增发购买资产的方式，一方面可以在深圳扩充土地资源，另外可以和深圳地铁集团实现“强强联合”，增强合作关系，提前布局“轨交+物业”模式，使公司在新一轮城市圈发展格局中抢占新的制高点。
- 目前公司预案目前已通过第一次董事会会，未来还需第二次董事会审议通过以及A股和H股各2/3以上的股东审议通过才可。目前华润集团投反对票，宝能系（巨盛华）及安邦系的选择将会对方案能否通过产生较大影响，我们暂时不调整盈利预测。我们预计公司2016、2017年净利润将达到206亿元和228亿元，YOY增长13.6%和10.7%，EPS1.87元和2.07元，A股按停牌前价格24.43元/股计算，对应PE为13.1倍和11.7倍（未考虑增发），PB2.4倍，估值偏高，并且收盘前价格高出增发价格15.88元/股53.8%，我们预计A股复牌后将会补跌（停牌期间深成指跌幅达20%），给与中性评级，建议在下跌至合理估值区间后关注。

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15119	15745	18119	20587	23040
同比增减	%	20.5%	4.1%	15.1%	13.6%	11.9%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.37	1.43	1.64	1.87	2.09
同比增减	%	20.2%	4.1%	15.1%	13.6%	11.9%
A 股市盈率 (P/E)	X	17.8	17.1	14.9	13.1	11.7
H 股市盈率 (P/E)		10.8	10.4	9.0	7.9	7.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.41	0.5	0.7	0.8	0.9
A 股息率 (Yield)	%	1.68%	2.05%	2.95%	3.37%	3.77%
H 股息率 (Yield)	%	15119	15745	18119	20587	23040

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 1: 定增后公司股权变化

	发行前	发行后
深圳地铁集团	0%	20.65%
深圳巨盛华及一致行动人	24.29%	19.26%
华润股份	15.24%	12.10%
安邦集团	4.55%	3.61%
员工持股	4.14%	3.29%
证金公司	2.99%	2.37%
H 股股东	11.91%	9.45%

表 2: 前海国际主要资产

地块名称	前海枢纽项目	安托山项目	
	T201-0074	T407-0026	T407-0027
项目位置	南山区	南山区莞深高速北侧	
建筑面积 (万平方米)	127.81	43.7	9.64
登记价 (亿元)	145.56	69.44	20.9
土地用途	土地性质为商品房, 土地用途为商业性办公用地+口岸设施用地+交通设施用地+铁路用地	二类居住用地、城市道路用地、水域、公园绿地、教育设施用地	商业服务业用地
可售面积 (万平方米)	120.32	24.99	9.2
评估价值 (亿元)	325	130.7	
增值率	123.30%	44.69%	
按可售面积计算的楼面地价 (万/平方米)	2.70	3.82	

图 1: 前海国际两项目所在位置



## 附一：合并损益表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	135419	146388	195549	235332	275307
经营成本	92798	102557	138151	168027	198221
营业税金及附加	11545	13167	17980	21651	25328
销售费用	3865	4522	4138	4942	5644
管理费用	3003	3903	4745	5648	6525
财务费用	892	641	478	424	440
资产减值损失	60	790	496	300	300
投资收益	1005	4159	3562	5165	6714
营业利润	24261	24979	33123	39506	45563
营业外收入	119	352	855	150	150
营业外支出	89	79	176	80	80
利润总额	24291	25252	33803	39576	45633
所得税	5993	5965	7853	9300	10724
少数股东损益	3179	3542	7830	9688	11869
归属于母公司所有者的净利润	15119	15745	18119	20587	23040

## 附二：合并资产负债表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	44365	62715	53180	58498	60253
应收账款	3079	1894	2511	2762	3038
存货	331133	317726	368122	404934	445428
流动资产合计	442047	464806	547024	622095	700899
长期股权投资	10637	19234	33503	38529	44308
固定资产	2130	2308	4917	5000	5000
在建工程	914	1833	598	1485	800
非流动资产合计	37159	43603	64271	70627	76843
资产总计	479205	508409	611296	692722	777742
流动负债合计	328922	345654	420062	478478	536971
非流动负债合计	44844	46861	54924	56717	58472
负债合计	373766	392515	474986	535195	595443
少数股东权益	28543	27729	36126	45814	57683
股东权益合计	76896	88165	100184	111712	124615
负债及股东权益合计	479205	508409	611296	692722	777742

## 附三：合并现金流量表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	1955	41725	16046	19271	12235
投资活动产生的现金流量净额	-5133	-3487	-20947	-8630	-7630
筹资活动产生的现金流量净额	-4748	-19617	-5104	-3890	-2850
现金及现金等价物净增加额	-7926	18649	-9906	6751	1755

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。此份报告内容之数据和意见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,或会买入,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。