

万科 A (000002)

房地产开发/房地产

发布时间: 2013-01-21

报告类型 / 公司动态报告

推荐

上次评级: 推荐

万科以介绍方式实施 B 转 H 方案点评

A 股和 B 股估值将同时得到大幅提升

报告摘要:

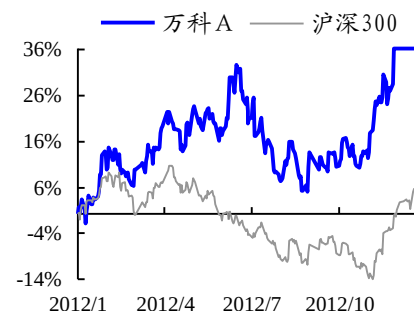
1. 背景情况: 2013 年 1 月 19 日, 万科公布了 B 转 H 方案, 拟申请将已发行的 B 股转换上市地, 以介绍方式在香港联交所主板上市及挂牌交易。为保护股东权益, 此次 B 转 H 过程中, 万科将安排第三方向全体 B 股股东提供现金选择权。具体价格将在公司 B 股股票停牌前股票收市价基础上溢价 5%, 即每股 13.13 港元。截止 2012 年 12 月 26 日停牌前, 万科已发行 B 股总数为 113.15 亿股, 占总股本的比例为 11.96%, B 股市值达 164 亿港元。
2. 点评: 万科 B 转 H 方案的公布意味着 B 股问题的解决将进入提速阶段, 今后可能会有更多的创新的方式出来, B 股将会面临着和 A 股一样的股改机遇和制度红利。
万科 B 转 H 方案成功实施后, 公司的融资能力将会得到极大的提升, 万科也将会拥有比纯 A 股公司更多的融资通道。
万科在香港上市后其 B 股估值水平将会得到提升, 从而间接带动万科 A 股估值的提升。
3. 盈利预测及投资评级: 我们对公司未来 3 年的业绩预测为: 2012 年每股收益为 1.12 元; 2013 年每股收益为 1.37 元; 2014 年每股收益为 1.58 元, 公司股价复牌后将有估值快速提升的机会, 维持推荐评级。
4. 风险提示: 房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡, 都会使我们的业绩预测不达预期, 提醒投资者注意投资风险。

股票数据

2012-12-25

收盘价(元)	10.12
12 个月股价区间(元)	7.06 ~ 10.26
总市值(百万元)	111,272
总股本(百万股)	10,995
A 股(百万股)	9,680
B 股/H 股(百万股)	1,315.0
日均成交量(百万股)	166

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	20%	28%	36%
相对收益	10%	17%	29%

相关报告

《万科 2012 年 12 月销售数据点评》

2013-1-08

《万科 2012 年 11 月销售数据点评》

2012-12-07

《万科 2012 年 10 月销售数据点评》

2012-11-06

《万科 2012 年三季度点评》

2012-10-24

证券分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011
(021)20361169 gaoj@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	50,714	71,783	97,800	117,360	134,964
(+/-)%	4%	42%	36%	20%	15%
归属母公司净利润	8,840	11,600	16,024	19,501	22,518
(+/-)%	37%	32%	28%	22%	15%
每股收益(元)	0.66	0.88	1.12	1.37	1.58
市盈率	13.9	10.5	8.2	6.8	5.8
市净率	2.29	1.91	1.62	1.34	1.12
净资产收益率(%)	16.5%	18.2%	19.7%	19.9%	19.2%
股息收益率(%)	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
总股本(百万股)	10995	10995	10995	10995	10995

1、背景情况:

2013年1月19日,万科公布了B转H方案,拟申请将已发行的B股转换上市地,以介绍方式在香港联交所主板上市及挂牌交易。为保护股东权益,此次B转H过程中,万科将安排第三方向全体B股股东提供现金选择权。具体价格将在公司B股股票停牌前股票收市价基础上溢价5%,即每股13.13港元。截止2012年12月26日停牌前,万科已发行B股总数为113.15亿股,占总股本的比例为11.96%,B股市值达164亿港币。

2、事件点评

2.1.万科B转H方案的公布意味着B股问题的解决将进入提速阶段。郭树清主席在去年就多次表示要研究解决B股的发展问题,除了以回购方式解决B股问题的方式以外,中集B股于2012年7月13日公布了B转H方案,并于2012年12月19日成功实施。本次万科B股自中集B成功实施B转H后的6天内即发布与中集B股类似的B转H方案,意味着蓝筹公司已经充当了解决B股发展问题的急先锋,也意味着彻底解决B股发展的问题进入提速阶段,今后可能会有更多的创新的方式出来,B股将会面临着和A股一样的股改机遇和制度红利。

2.2.万科B转H方案成功实施后,公司的融资能力将会得到极大的提升,万科也将会拥有比纯A股公司更多的融资通道。在国内宏观调控未见放松的背景下,A股地产公司的再融资通道包括债券和增发都被关闭多年,而万科在香港上市后将会极大的提升其融资能力,也将有力地提升公司的抵抗风险能力和潜在增长能力。

2.3.万科在香港上市后其B股估值水平将会得到提升,从而间接带动万科A股估值的提升。从中集集团B转H方案的实施前上涨20%和76%,估值提升显著。而中集集团A股在停牌前的收盘价格为13.1元人民币/股,方案实施后中集集团A股的价格最高为13.2元,截至1月18日收盘,中集AH股比值接近1.15倍,中集集团B转H方案的实施对A股的影响不甚明显,但也没有太大的负面影响。而从万科B在香港上市后的估值来看,万科B股存在较大的估值提升空间。我们以与万科公司规模和经营较为接近的3家香港上市公司作为对比,具体见附表1,按万科2012年预计每股收益为1.12元;2013年预计每股收益为1.37元估算,则万科在香港上市后的交易价格应该在15.76—17.78港元/股,较停牌前溢价26%—42%。考虑到香港与大陆会计制度的不同,万科的盈利预测中没有包含投资物业的公允价值增加,因此,万科按香港会计制度核算的每股收益应该还会有所提升,其上市后的交易价格还有提升的空间。这样,万科B转H实施后巨大的AH股价差一定会给万科A股的估值带来正面的提升。

2.4.盈利预测及投资评级:我们对公司未来3年的业绩预测为: 2012年每股收益为1.12元;2013年每股收益为1.37元;2014年每股收益为1.58元,公司股价复牌后将有估值快速提升的机会,维持推荐评级。

2.5.风险提示: 房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡,都会使我们的业绩预测不达预期,提醒投资者注意投资风险。

表 1: 港股内地蓝筹地产公司估值对比

	中国海外	华润置地	龙湖地产	平均
1月18日港股收盘	25	23.15	14.9	
2012PE	12.69	18.37	11.64	14.23
2013PE	10.90	15.43	10.28	12.20
PB	2.46	1.76	2.21	2.14

数据来源: 东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	34,240	48,891	58,820	66,310	净利润	11,478	16,151	19,621	22,646
交易性金融资产	0	48,891	58,820	66,310	资产减值准备	137	134	143	156
应收款项	1,515	2,471	2,597	3,128	折旧及摊销	-16,563	-18,090	-17,218	-6,671
存货	208,335	247,439	291,581	323,707	公允价值变动损失	-260	336	-119	-204
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	-5,208	-1,468	2,426	15,926
流动资产合计	282,647	345,690	412,103	457,437	投资损失	3,389	-1,160	4,903	18,610
可供出售金融资产	441	0	0	0	运营资本变动	-5,653	518	-400	-514
长期投资净额	7,994	8,193	8,894	9,664	其他				
固定资产	1,596	1,706	1,823	2,024	经营活动净现金流量	3,389	-1,160	4,903	18,610
无形资产	435	496	557	618	投资活动净现金流量	-5,653	518	-400	-514
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	807	15,294	5,426	-10,605
非流动资产合计	13,562	13,599	14,542	15,611	企业自由现金流	-3,719	14,009	14,431	25,586
资产总计	296,208	359,289	426,645	473,047					
短期借款	1,724	14,329	24,007	22,257	财务与估值指标				
应付款项	29,746	37,548	43,377	50,691		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	111,102	131,000	151,000	166,000	每股指标				
一年内到期的非流动负债	21,846	16,780	17,852	18,823	每股收益 (元)	0.88	1.12	1.37	1.58
流动负债合计	200,724	240,855	290,908	321,342	每股净资产 (元)	4.82	5.69	6.86	8.23
长期借款	20,972	31,472	31,472	32,972	每股经营性现金流量 (元)	0.31	-0.11	0.45	1.69
其他长期负债	50	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	880	0	0	0	营业收入增长率	41.5%	36.2%	20.0%	15.0%
负债合计	228,376	278,178	328,231	354,314	净利润增长率	32.2%	28.2%	21.7%	15.5%
归属于母公司股东权益合计	52,968	62,561	75,378	90,518	盈利能力指标				
少数股东权益	14,865	18,550	23,036	28,215	毛利率	39.8%	37.0%	36.5%	36.0%
负债和股东权益总计	296,208	359,289	426,645	473,047	净利率	13.4%	12.6%	12.8%	12.8%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	8	7	8	8
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	1442	1350	1320	1300
营业收入	71,783	97,800	117,360	134,964	偿债能力指标				
营业成本	43,228	61,614	74,524	86,377	资产负债率	77.1%	77.4%	76.9%	74.9%
营业税金及附加	7,779	9,291	10,914	12,147	流动比率	1.41	1.44	1.42	1.42
资产减值损失	64.63	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.37	0.41	0.41	0.42
销售费用	2,557	2,660	2,860	3,146	费用率指标				
管理费用	2,578	2,700	2,900	3,100	销售费用率	3.6%	2.7%	2.4%	2.3%
财务费用	510	550	580	630	管理费用率	3.6%	2.8%	2.5%	2.3%
公允价值变动净收益	-3	0	0	0	财务费用率	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
投资净收益	700	380	420	460	分红指标				
营业利润	15,763	21,365	26,002	30,024	分红比例				
营业外收支净额	42.67	0.00	0.00	0.00	股息收益率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
利润总额	15,806	21,365	26,002	30,024	估值指标				
所得税	4,206	5,341	6,500	7,506	P/E (倍)	10.53	8.22	6.75	5.85
净利润	11,600	16,024	19,501	22,518	P/B (倍)	1.91	1.62	1.34	1.12
归属于母公司净利润	9,625	12,338	15,016	17,339	P/S (倍)	1.41	1.04	0.86	0.75
少数股东损益	1,975	3,685	4,485	5,179	净资产收益率	18.2%	19.7%	19.9%	19.2%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760