



谨慎推荐
(维持)

6个月合理股价:

18.76-20.11 元
(上调)

所属行业: 房地产

行业评级: 谨慎推荐

行业配置: 标配

房地产分析师: 涂力磊

股价数据

过去 6 个月区间 (元)	7.21 - 20.80
------------------	--------------

股本结构

总市值(亿元)	3,675,136
流通市值(万元)	179,285
总股本(万股)	500,700
流通 A 股(万股)	24,425.76
B 股(万股)	-

股价表现图:



Tel: (8621) 5830 6749
Fax: (8621) 5831 8543
Email: tull@qlzq.com.cn

万通地产 (600246) 08 年报点评: 蛰伏已久,一鸣惊人

投资要点:

Ø 08 年公司实现主营收入 484,069.71 万元,比上年增长 122.44%;实现净利润 52,743.64 万元,比上年同期增长 219.78%;实现每股收益 1.04 元,比上年同期增长 184.28%,高于我们之前预期的 0.89 元。主要原因在于公司 08 年天津和成都项目结算面积高于我们预期。

Ø 公司同时公布拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 3.5 元(含税),以资本公积向全体股东按每 10 股转增股本 10 股。

Ø 08 年报显示,公司一年内到期的非流动负债为 4.49 亿,已经低于 3 季度报的 11.12 亿。前期 10 亿公司债的取得可以有效缓解公司未来的资金压力,为公司相关项目的顺利开展提供有效保证。

Ø 公司 08 年资产负债率为 54.96%,低于去年同期水平。毛利率、净利率分别是 43.47%和 17.17%。目前公司平均土地成本仅 2234 元/平。如果扣除商业地块,住宅地块的平均成本为 1945 元/平。从地域分布情况来看,公司重点布局的天津地区土地成本仅 1447 元/平。因此,预计在未来一段时间公司还可以保持较高的毛利率水平。

Ø 从营业收入的地区分布来看,目前主要收入来源主要还来自北京和天津地区,分别占到 48.84%和 46.19%。

Ø 公司 09 主要解禁时间集中在 3、4 季度,此外以股权分置配售股和定向增发机构配售股为主。一段时期内都不会有大非压力。

Ø 公司 08 年年末,预收账款为 10.64 亿,按照公司 5.07 亿股计算,折合 2.1 元每股。较高的预售账款成为公司未来业绩不断提升的有力保障。

Ø 在不考虑新增股本的情况下,预计 09、10 年每股收益为 1.34 和 1.96 元,对应 09 年 RNAV 是 17.52 元。前期根据市场情况,我们 08 年报告认为公司合理价值上限在 11.25 元左右。由于春节过后市场整体估值重心上移,截至 2 月 19 日,一线地产商 09 年对应平均市盈率在 15.01 倍,二线地产商 09 年对应平均市盈率在 14.02 倍。按照这两个平均市盈率区间来看,公司 09 年合理价值在 18.76 元到 20.11 元左右,依旧具备上涨空间,维持“推荐”评级。



一、08 年业绩出众，超出预期

1.1 公司 08 年业绩大幅增长

08 年公司实现主营收入 484,069.71 万元，比上年增长 122.44%；实现净利润 52,743.64 万元，比上年同期增长 219.78%；实现每股收益 1.04 元，比上年同期增长 184.28%，高于我们之前预期的 0.89 元。主要原因在于公司 08 年天津和成都项目结算面积高于我们预期。

表一：公司利润表对比

单位：百万元	2007	2008	YOY%
一、营业总收入	2176.21	4840.7	122.44%
营业收入	2,176.21	4840.7	122.44%
二、营业总成本	1,788.20	3715.02	107.75%
营业成本	1,343.05	2736.32	103.74%
营业税金及附加	248.94	635.59	155.32%
销售费用	100.76	122.66	21.73%
管理费用	111.29	156.31	40.45%
财务费用	-12.42	25.78	-307.57%
资产减值损失	-3.42	63.89	-1968.13%
三、其他经营收益			
投资净收益	-0.01	-17.28	-
四、营业利润	388.01	1108.4	185.66%
加：营业外收入	59.83	111.26	85.96%
减：营业外支出	2	3.25	62.50%
五、利润总额	445.83	1216.42	172.84%
减：所得税	170.78	385.23	125.57%
六、净利润	275.05	831.19	202.20%
减：少数股东损益	110.11	303.75	175.86%
母公司所有者的净利润	164.94	527.44	219.78%
七、每股收益：			
基本每股收益(元)	0.3659	1.04	184.23%
稀释每股收益(元)	0.3659	1.04	184.23%

数据来源：公司年报，齐鲁证券研究所

Ø 公司 08 年营业收入大幅增加，主要原因是：公司北京新城国际项目四期、天津新城国际项目一期等项目的销售收入，并结转了销售成本、营业税金及附加及企业所得税等。应该说在 08 年市场低迷的情况下还能取得较好的业绩实数难得。

Ø 公司长期股权投资较去年同期增长 2834.04%，其原因为：公司取得了泰达城开的 47.06% 股权。

Ø 企业货币资金较去年同期减少 57.34%，其原因为：公司购置北京万通中心 D 座、支付工程款及各项税费等。

Ø 预收款项较去年同期减少 66.47%，其原因为：公司将符合收入确认条件的预收房款确认为收入。预计随着 09 年销售的进一步开展，预收款项将进一步增长。

Ø 经营活动产生的现金流量净额较去年同期减少 178.6%，其原因为：公司扩大业务规模，所属子公司支付了购置土地款、项目工程款，缴纳了土地增值税、企业所得税、营业税金及附加等。

Ø 此外，公司毛利率、净利率较 07 年有所提高，资产负债率较 07 年有一定幅度下降。

数据来源：键数统计，齐鲁证券研究所

(%)	2007	2008	Ppt
毛利率	38.28	43.47	5.19
净利率	12.64	17.17	4.53
资产负债率	67.26	54.96	-12.3
(百万元)	2007	2008	YOY%
货币现金	2088	8908	426.63%
预收账款	3175	1065	33.54%
经营活动现金流	810.93	-639	-178.80%





1.2 高业绩带来高配送

根据公司 08 年度利润分配预案为：以 08 年末股本 507,000,000 股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 3.5 元（含税）的比例发放股利 177,450,000 元（其中：应付限售流通股股东 91,959,829.5 元，流通股股东 85,490,170.5 元，此项拟分配的现金股利包括在期末未分配利润中）。

此外，2008 年度资本公积转增股本预案为以 08 年末股本 507,000,000 股为基数，以资本公积向全体股东按每 10 股转增股本 10 股。

二、公司经营状况分析

2.1 公司主营业务分析

公司 08 年主营业务依旧由房地产、物业出租和其他业务构成。其中房地产业务占据营业收入的 99.36%，占据绝对核心的位置。

表三：收入构成

行业	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	营业利润率	营业收入比上 年增减(%)	营业成本比上 年增减(%)	营业利润率比上 年增减(%)
房地产销售	4809	2715	43.54	122.7	104.31	5.09
物业出租	29.22	8.2	71.94	99.63	16.72	19.94
其它业务收入	2.17	12.78	-484.9	9.04	81.9	-234.31

数据来源：公司年报，齐鲁证券研究所

从营业收入的地区分布来看，目前主要收入来源主要还来自北京和天津地区，分别占到 48.84%和 46.19%。公司通过收购等方式已经进入成都市场，08 年首次实现营业收入 2.4 亿，占营业总收入的 4.9%。根据公司股东背景和土地储备情况来看，预计公司未来主要受益将转移到天津地区，此外杭州地区也将成为收益来源。

表四：收入来源

地区	营业收入(百万元)	营业收入比上年增减 (%)
北京	2365	46.11
天津	2235	300.97
成都	240	不适用

数据来源：公司年报，齐鲁证券研究所

2.2 10 亿公司债获得有条件通过为公司增添动力





2008 年 10 月 29 日，公司拟发行额度不超过 10 亿元公司债券的申请材料获得中国证监会发行审核委员会 2008 年第 139 次会议有条件核准通过。

08 年报显示，公司一年内到期的非流动负债为 4.49 亿，已经低于 3 季度报的 11.12 亿。10 亿公司债的取得可以有效缓解公司未来的资金压力，为公司相关项目的顺利开展提供有效保证。

三、公司未来依旧存在亮点

3.1 短期内没有大非问题

公司 09 主要解禁时间集中在 3、4 季度，此外以股权分置配售股和定向增发机构配售股为主。此外，公司大股东万通星河股改时已经承诺限售期满后，当本公司股票二级市场价格低于 28 元时（以公司目前总股本 5.07 亿为基数，若有转增、配股、分红等，前述价格作相应调整），万通星河将不减持所持有的本公司股份，自愿申请交易所和登记公司监督。

因此一段时期内都不会有大非压力。

表五：大小非解禁时间

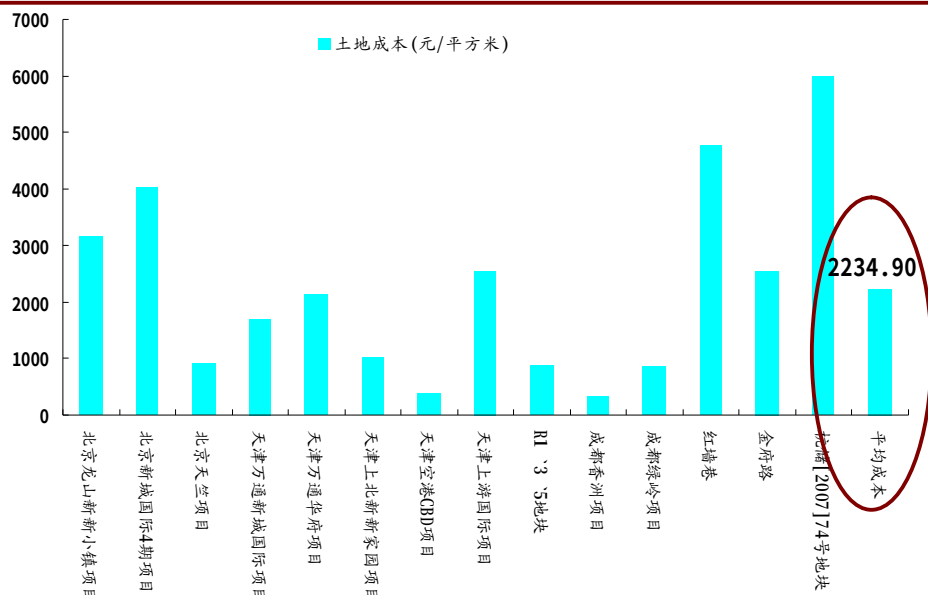
上市时间	上市股份数（股）	占已流通数量比例 （%）	占总股本比例 （%）	上市股份类型
2009-12-28	156000000	63.87	30.77	定向增发机构配售股份
2009-12-25	52000000	21.29	10.26	股权分置配售股份
2009-9-8	37835920	15.49	7.46	股权分置配售股份

数据来源：wind，齐鲁证券研究所

3.2 低价土地成为业绩保障之一

公司对于行业周期一直有着不错的把握和判断能力。在地产周期的各个时期始终保持一份清醒地头脑，提倡反周期经营。公司始终通过自身实力和背景，一方面消化大股东优质资源，另一方面采取合作的方式获得市场上优质，低价格土地。目前公司平均土地成本仅 2234 元/平。如果扣除商业地块，住宅地块的平均成本为 1945 元/平。从地域分布的情况来看，公司重点布局的天津地区的土地成本仅 1447 元/平。

正是由于土地成本的相对低廉，保证了公司项目收益可以长期享受较高的毛利率和净利率。万通地产 07 年年报毛利率和净利率分别为 38.28% 和 12.64%；08 年中报毛利率和净利率分别为 52.79% 和 22.58%，年报达到 43.47% 和 17.17%，这两项指标水平基本高于行业平均。


图一：公司土地成本


数据来源：齐鲁证券研究所

3.3 预售账款高，业绩锁定性强

公司 08 年年末，预收账款为 10.64 亿，按照公司 5.07 亿股计算，折合 2.1 元每股。较高的预售账款成为公司未来业绩不断提升的有力保障。

表五：公司预售账款情况

项目名称	年初余额	期末余额	预计竣工时间	预售比例
亚运新新家园一期	50,000.00	50,000.00	已竣工	100.00%
北京新城·国际	1,695,433,752.91	40,332,727.91	已竣工	8.52%
北京新城·国际租金	334,677.49	682,156.36		
新新小镇·7.9.11 组团	300,000.00			
新新小镇·苏州园林	5,590,472.00	2,508,531.00	已竣工	45.44%
新新小镇·4 号地		10,865,591.00	已竣工	56.64%
新新小镇·彩各庄地块		9,171,919.00	已竣工	23.03%
新新小镇·汉亚地块		4,831,496.00	已竣工	41.97%
天津新城·国际一期	263,909,280.00	15,224,428.00	已竣工	17.17%
天津新城·国际二期	519,314,974.00	25,789,443.00	已竣工	25.97%
天津新城东路一期		278,065,034.35	2009 年 11 月	38.81%
天津上游国际一期	486,282,482.00	9,484,072.00	已竣工	6.67%
天津上游国际二期		39,384,400.00	2010 年 7 月	7.61%
天津广厦·富城二期	204,561,289.00	162,360,766.00	2009 年 10 月	75.73%
天津广厦·富城三期		21,870,120.00	2012 年 9 月	12.75%
香洲半岛二期		4,921,559.00	已竣工	25.59%
香洲半岛三期		54,950,666.00	2009 年 7 月	13.08%
交大·绿岭一期		384,300,436.00	2009 年 12 月	69.44%
合计	3,175,776,927.40	1,064,793,345.62		

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所



四、投资建议

公司未来主要收益主要来自北京和天津地区，在不考虑新增股本的情况下，预计 09、10 年每股收益为 1.34 和 1.96 元，对应 09 年 RNAV 是 17.52 元。前期根据市场情况，我们认为公司合理价值上限在 11.25 元左右（详情参见 08 年 9 月 22 日报告《万通地产调研简报：深耕京津地区，业绩快速增长》）。由于春节过后市场整体估值重心上移，截至 2 月 19 日，一线地产商对应 09 年平均市盈率在 15.01 倍，二线地产商对应 09 年平均市盈率在 14.02 倍。按照这两个平均市盈率区间来看，公司 09 年合理价值在 18.76 元到 20.11 元左右，依旧具备上涨空间，维持“谨慎推荐”评级。

五、风险提示

公司属于二线地产公司，大部分项目集中天津、北京地区，相关地产市场的波动对公司未来业绩起到重要影响。地产市场目前短期回暖，是否出现明确拐点仍有待观察。

六、相关研究成果

- | | |
|------------------------------------|----------------|
| 1. 万通地产调研简报-深耕京津地区，业绩快速增长 | 08 年 9 月 22 号 |
| 2. 万通地产 3 季度报点评：公司战略发展清晰，业绩增长稳稳健 | 08 年 10 月 28 号 |
| 3. 万通地产(600246)跟踪点评：10 亿公司债获得有条件通过 | 08 年 10 月 31 号 |


附表一：公司盈利预测

(单位：百万元)	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009E	2010E
一、营业总收入	250.71	2,176.21	4,840.70	5205.38	6187.14
营业收入	250.71	2,176.21	4,840.70	5205.38	6187.14
利息收入	0.00	0.00	4,840.70		
已赚保费	0.00	0.00	4,840.70		
手续费及佣金收入	0.00	0.00	0.00		
每股营业收入	0.99	8.58	19.10	10.27	12.20
二、营业总成本	206.14	1,788.20	3,715.02	4145.21	4688.13
营业成本	151.05	1,343.05	2,736.32	2997.47	3562.80
营业税金及附加	15.72	248.94	635.59	890.03	797.39
销售费用	15.91	100.76	122.66	131.90	156.77
管理费用	34.37	111.29	156.31	168.09	199.79
财务费用	-8.68	-12.42	0.26	(42.27)	(28.62)
资产减值损失	-2.23	-3.42	63.89		
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	(6.22)	(7.83)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00		
投资净收益	-1.39	-0.01	-17.28	(6.22)	(7.83)
其中：对联营企业和合营企业的投资收益				(6.49)	(8.66)
收益	0.00	-0.01	-19.47		
四、营业利润	43.18	388.01	1,108.40	1066.40	1506.85
加：营业外收入	4.09	59.83	111.27	28.40	66.50
减：营业外支出	0.16	2.00	3.25	1.80	2.35
其中：非流动资产处置净损失	0.07	0.00	0.24		
加：利润总额差额(特殊报表科目)	0.00	0.00	0.00		
利润总额差额(合计平衡项目)	0.00	0.00	0.00		
五、利润总额	47.12	445.83	1,216.42	1092.99	1570.99
减：所得税	17.97	170.78	385.23	273.25	392.75
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00		
加：净利润差额(特殊报表科目)	0.00	0.00	0.00		
净利润差额(合计平衡项目)	0.00	0.00	0.00		
六、净利润	29.15	275.05	831.19	819.74	1178.24
减：少数股东损益	-0.24	110.11	303.75	137.87	183.91
归属于母公司所有者的净利润	29.39	164.94	527.44	681.87	994.33
七、每股收益：	0.20	0.37	1.04	1.34	1.96
总股本(百万股)	254	254	254	507	507
(一) 基本每股收益(元)	0.20	0.37	1.04		
(二) 稀释每股收益(元)	0.20	0.37	1.04		

数据来源：齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为 -10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

