

万通地产(600246.sh)

业绩符合预期，高送配是亮点

花长劲 房地产行业 研究员

电话: 020-87555888-697

eMail: hcj@gf.com.cn

业绩符合预期

2008 年公司实现营业总收入 48.41 亿元，实现净利润 5.27 亿元，同比增长 219.78%，每股收益 1.04 元。业绩基本符合预期。

高送配是亮点

每 10 股派送 10 股派现 3.5 元的利润分配方案既是公司分配历史上最大分红数据，也是目前已公布年报的房地产公司中最大分红比例。

有一定资金压力，天津项目的销售是关键

虽然资产负债率从上年末的 67.26%降至 54.96%，但主要原因在于预收账款的大幅减少带来负债的下降。公司短期有一定偿债压力，这主要是一年内到期的非流动负债金额较大。

公司债的发行有望缓解压力，但时间未定；天津项目销售是公司缓解资金压力的关键所在。

盈利预测及投资建议

前两年的高增长将停止，预计 09 年收入下降 1.9%至 47.48 亿元，净利润因少数股东权益大幅减少而略有增长，每股收益 1.14 元。

春节后股价上涨了 65%，目前估值市场中等水平，符合公司行业地位，维持“持有”评级。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2,176.21	4,840.70	4748.43	4809.72	5050.21
EBITDA(百万元)	469.33	1,236.26	959.94	1002.33	1074.48
净利润(百万元)	164.94	527.44	576.56	590.91	608.03
净利润增长率	465.39%	219.78%	9.31%	2.49%	2.90%
每股收益 (元)	0.366	1.040	1.137	1.166	1.199
市盈率	66.06	8.26	14.35	14.00	13.61
市净率	5.03	1.51	2.34	2.00	1.75
EV/EBITDA	35.69	8.48	10.49	10.12	9.61
每股红利(元)	0.15	0.00	0.35	0.00	0.00
股息率(%)	0.62	0.00	2.14	0.00	0.00

来源:北京万通地产股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	16.32
目标价格(元)	15.00
前次评级	持有

股价走势

万通地产(600246)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	76.81%	93.59%	-29.07%
上证综指	11.69%	12.27%	-51.23%

股票数据

总股本(万股)	50,700.00
流通 A 股 (万股)	24,425.76
主要股东:	

北京万通星河实业有限公司

主要股东持股比例	51.16%
流通 A 股比例	48.18%

财务比率

ROE	18.96%
ROA	7.14%
资产负债率	54.96%
每股净资产(元)	5.69

2008 年报数据

一、2008年经营回顾

表1: 2008年公司各项指标

单位: 亿元

指标名称	2008年	2007年	08年同比增减	07年同比增减
营业收入	48.41	21.76	122.44%	768.01%
利润总额	12.16	4.46	172.84%	846.19%
净利润(归属上市公司股东)	5.27	1.65	219.78%	461.14%
基本每股收益	1.04元	0.37元	184.31%	79.27%
净资产收益率(全面摊薄)	18.96%	6.78%	增加12.18个百分点	增加3.24个百分点
经营活动产生的现金流量净额	-6.39	8.11	不适用	不适用
每股经营活动产生的现金流量净额	-1.26	1.60	不适用	不适用
指标名称	2008年末	2007年末	08年同比增减	07年同比增减
总资产	73.85	80.75	-8.55%	75.44%
所有者权益(股东权益)	28.86	24.34	18.54%	193.43%
每股净资产	5.69元	4.80元	18.54%	-16.66%
资产负债率	54.96%	67.26%	减少12.30个百分点	减少10.99个百分点

数据来源: 广发证券发展研究中心、公司年报

1、经营总略—业绩符合预期

2008年,公司实现营业收入48.41亿元,同比增长122.44%;实现营业利润总额12.16亿元,同比增长172.84%;实现归属于母公司所有者的净利润5.27亿元,同比增长219.78%。截至2008年末,公司总资产73.85亿元,净资产28.86亿元。净利润水平基本符合预期。

2008年,公司确定了明晰的战略方针,专注于高端住宅开发和商用物业的开发与经营。2008年5月9日,公司收购了万通中心D座及相关物业,增加了公司商业物业经营的规模。

公司项目主要集中在京津地区,2008年收入来源主要来自京津地区的新城国际四期、天津新城国际一期、新新小镇、上北新家园等项目的竣工结转。除住宅开发业务带来收入外,公司的物业出租业务也带来了2,922万元的收入。根据公司战略规划,预计到2010年,商业地产收入将占总收入的30%。欲实现上述目标,依靠公司现有和在建的商业物业规模难度较大,因此不排除公司继续收购商业物业的可能。

表2: 公司营业收入构成

分行业	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	营业毛利率	营业收入 同比增长	营业成本 同比增长	营业利润率 比上年增减
房地产销售	480,930	271,537	43.54%	122.7%	104.31%	增加5.09个百分点
物业出租	2,922	820	71.94%	99.63%	16.72%	增加19.94个百分点
其他收入	218	1275	-484.90%	9.04%	81.9%	减少234.31

个百分点

数据来源：公司年报

2、天津市场已成为公司业绩的重要来源

2008年之前，北京市场是公司收入和利润的主要贡献区域。经过公司在2006-2007年间的一系列收购和并购，公司在天津市场的项目储备达到6个，2008年天津市场营业收入激增301%至22.36亿元，占据营业总收入的半壁江山。随着项目的陆续开发，天津市场对营业收入的贡献将越来越大。

表3：公司营业收入地区分布情况			单位：亿元
地区	08年营业收入	占总收入比	07年营业收入
北京	23.65	48.86%	16.19
天津	22.36	46.19%	5.58
成都	2.40	4.96%	-

数据来源：广发证券发展研究中心、公司年报

目前天津地区房地产行业呈现快速发展的态势，吸引了万科、金地、金融街等业内龙头企业到天津地区开发项目，这导致天津地区房地产市场呈现强者如云、竞争激烈的格局，而公司一半以上的项目处于天津市场，市场的激烈竞争可能会对公司的经营产生一定的不利影响。

3、虽也计提减值准备，但主要是商誉和长期投资减值准备

虽然公司在2008年计提了6,389万元资产减值准备，但与万科A、保利地产计提资产减值准备不同，公司主要计提的为商誉减值准备和长期股权投资减值准备，而存货的跌价准备仅计提了401万元，主要针对新城国际项目的车位。商誉减值准备主要针对北京万置房地产开发有限公司，公司在对万置公司的资产进行减值测试后预期其不能带来更多的经济利益，因此对其全额计提商誉减值准备3514万元。长期股权投资减值准备是对成都交大万通置业有限公司做出的计提，金额为2,735万元，这主要在于地震后成都市场一直低迷。公司项目大都通过收购项目公司所得，获取成本低于市场招拍挂水平，屏蔽了高价地也就降低了公司的经营风险，也就没有对存货计提跌价准备的风险了。

4、有一定资金压力，能否缓解看天津市场的销售

表4：公司资金指标分析

指标名称	期末金额	期初金额	变动原因
货币资金	8.91	20.88	公司购置万通中心D座，上年完成增发
短期借款	0	1.19	贷款到期
一年内到期的非流动负债	4.49	0	长期借款到期，
长期借款	14.33	14.60	变动不大

资产负债率	54.96%	67.26%	预收款项大幅减少带来负债降低
经营活动现金流入小计	25.08	39.64	销售回流资金大幅减少
经营活动现金流出小计	31.47	31.53	变动不大
经营活动产生的现金流量净额	-6.39	8.11	销售回流资金大幅减少
投资活动产生的现金流量净额	-0.51	-10.88	上年对外投资金额较大
筹资活动现金流入小计	5.57	22.05	上年完成了增发
筹资活动现金流出小计	10.68	4.02	08年还债及分配利润金额较大
筹资活动产生的现金流量净额	-5.10	18.03	上年完成增发，08年还债及分配利润金额大

数据来源：广发证券发展研究中心、公司年报

2007年，公司完成了15亿元的增发，这大大增强了公司的资金实力。随着项目开发的持续、股权和项目的收购等，目前货币资金已回归至增发前水平，而项目的增多需要更多资金支持。资产负债率虽然有所下降，但主要原因是预收账款大幅减少带来负债的降低从来拉低了资产负债率。短期有一定偿债压力，主要是一年内到期的非流动负债数额较大。

目前，公司10亿元规模的公司债已获得中国证监会发审委有条件核准通过，尚未正式发行。如果顺利实施公司债的发行，短期之内公司的资金压力将得到缓解。在目前公司长期借款中，还款时间均在2010年和2011年。因此公司债的发行能够缓解当前资金压力。

外在资金的支持只能解一时之渴，长久解决资金压力需要靠公司自身的现金回流。目前公司项目集中于天津和北京，天津的项目销售将对公司的资金压力起到比较重要的影响。

二、利润分配方案—每10股派送10股派现3.5元

公司拟定的利润分配预案为：以2008年末总股本50,700万股为基数，向全体股东每10股派发现金红利3.50元（含税），共计派发现金红利17,745万元，以资本公积向全体股东按每10股转增股本10股。本议案需提请2008年度股东大会审议。

与2007年利润分配相比，一方面公司加大了现金分红的力度，从上年每10股派发现金红利1.5元（含税）增至当年的3.50元（含税）；另一方面公司还增加了资本公积金转增股本，每10股转增股本10股。

三、盈利预测及投资建议

1、公司项目情况

公司目前共有房地产开发项目13个，累计总建筑面积369万平方米，其中天津市有六个项目，北京市有两个项目，成都市有四个项目，杭州有一个项目。

表5: 公司项目情况一览表

项目名称	公司权益	所属地区	类型	建筑面积 (万平方米)
北京市				
新新小镇	100%	怀柔区	别墅	16.18
天竺新新家园	62.5%	顺义区	住宅	16.8
小计				44.6
天津市				
天津新城国际	82%	经济技术开发区	住宅	48.19
上游国际	65%	红桥区	住宅、商业	28.14
上北新新家园	100%	塘沽区	住宅	36.57
新城东路(万通华府)	82%	经济技术开发区	住宅	22.47
空港项目	82%	东丽区	酒店式公寓	15.005
天津泰达城	47%	红桥区	住宅	95
小计				245.37
成都市				
交大·绿岭	51%	锦江区	住宅	18.05
香洲半岛	51%	新都区	住宅	38.77
金府路项目	51%	金牛区	住宅	17.81
红墙巷项目	51%	青羊区	住宅	6.57
小计				81.20
杭州市				
杭州万通中心项目	100%	拱墅区	商业金融	9.46
总计				380.63

数据来源: 广发证券发展研究中心、公司公告

除开发项目, 公司尚有部分物业用于出租。主要项目有北京新城·国际项目物业、天津新城·国际一期物业以及纬度18项目物业, 此外杭州万通中心项目正在规划当中。今年5月, 公司以6.7亿元收购了总共55,500.29平方米的万通中心项目D座, 拟将此项目用于出租业务。公司预计未来5年内, 该项目可获得租金收入3.24亿元, 净利润6,000万元。

表6: 公司现有租赁项目情况

城市	项目名称	可租建筑面积(平米)
北京	万通中心D座	33,430.11
北京	新城·国际项目4期105套公寓	N.A.
成都	纬度18项目	812.01
天津	新城·国际一期	N.A.

数据来源: 广发证券发展研究中心、公司公告

2、盈利预测—预计09年每股收益1.14元

根据公司项目未来竣工计划，我们认为过去两年爆发性的增长在2009年不会延续。天津市场将成为公司未来收入的主要贡献来源。

表7: 公司未来预测利润表

单位: 万元

项 目	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	217,621	484,070	474,832	480,972
增长率	768.01%	122.44%	-1.91%	1.29%
营业成本	134,305	273,632	302,304	293,114
毛利率	38.28%	43.47%	36.34%	39.06%
营业税金及附加	24,894	63,559	47,484	57,717
期间费用	19,963	27,922	31,500	34,312
营业利润	38,801	110,840	93,555	95,829
所得税	17,078	38,523	29,560	29,289
少数股东损益	11,011	30,375	8,139	9,249
净利润(归属母公司所有者)	16,494	52,744	57,656	59,091
增长率	461.14%	219.78%	9.31%	2.49%
每股收益(全面摊薄)	0.33元	1.04元	1.14元	1.17元

数据来源: 广发证券发展研究中心

3、投资建议——维持“持有”评级

春节以来，公司累计涨幅65.18%，目前静态市盈率15.69倍，市净率2.87倍，处于市场中等水平。

从公司现状来看，一方面公司没有足够实力领先于其他公司，另一方面公司的经营现状并不落后于市场平均水平，盈利能力、资金压力等处于行业中等水平。也就是说公司目前规模为行业中等，其估值水平应与平均水平相持平。

因此我们继续维持“持有”评级。

4、风险提示

1) 房地产市场持续低迷

市场进入调整已一年有余，调整给房地产公司的经营提出了严峻的考验。随着调整的持续，未来房地产公司面临的压力更大。虽然国家颁布了一系列刺激房地产市场的政策，但这些政策的出发点只是通过刺激房地产消费来增大国内需求的释放，从而实现国内经济的平稳；其次，需求观望的主要原因在于过高的房价，国家颁布的一系列政策只是从降低交易税费、降低贷款利率及首付款等方面着手，并未触及市场主要矛盾。

从市场情况来看，观望气氛短期之内仍难破解，市场较低的成交气氛将在一定时间内持续。销售的放缓将对房地产行业的资金提出更严峻的考验，谨慎的信贷无法填补行业的资金缺口。持续的调整将引发行业格局的

变动,部分房地产公司将面临倒闭风险,各公司的盈利也将受到一定影响。

2) 较为集中的项目面临的风险

公司在天津市场拥有245万平方米的住宅建筑面积,占公司总储备的63%,未来天津市场将成为公司盈利的主要区域。虽为直辖市,天津的经济基础与其他大城市相比仍有较大差距。天津市场的购买力将对公司未来业绩产生较大影响。

3) 较大比例的解禁股对股价形成压制

9月,公司共解禁8,894万股有限售条件的股份,对市场心理冲击较大。

07年公司非公开发行的股份已于今年9月解禁,经过转增后该部分股份已达7,500万股,占总股本的14.79%。这部分股份成本为20元(已除权),已接近目前市价,不排除通过减持来降低损失。

另一部分解禁股为北京嘉华筑业实业有限公司和北京恒通恒技术发展有限公司持有,短期尚未有减持迹象。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

万通地产(600246)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。