

万科 A 000002.SZ

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

增长模式转变，业绩增速面临压力

—— 万科 2009 年 1 季报点评

事件：公司于今日发布了 2009 年 1 季报。**点评：**

- **业绩同比增长，基本符合预期。**公司 1 季度实现营业收入 81.6 亿元，同比增长 27.6%；实现净利润 7.7 亿元，同比增长 7.1%；每股收益 0.07 元。业绩基本符合预期。
- **加强管控，销售费用和管理费用明显下降。**由于销售策略的调整和加强了管理控制，1 季度公司销售费用 2.39 亿元，同比下降 14.31%；由于股权激励计划的取消，公司管理费用大幅下降 23.89%至 2.83 亿元。但由于不可资本化的利息费用增加，公司的财务费用同比增长了 38.49%。三项费用总计 7.06 亿元，同比下降 9.83%。三项费用整体得到较好控制。
- **根据市场情况，冲回部分减值损失。**公司根据最新市场及销售情况，对 08 年末计提了跌价准备的项目进行了跟踪评估。在 08 年报中计提减值准备的 13 个项目中，公司对南京金域缙香项目冲回减值准备 1051 万元，从而相应增加了公司本期净利润。

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入（百万元）	35,526.61	40,991.89	49190.27	66406.86
增长率（%）	98.27	15.38	20	35
归属母公司股东的净利润	4,844.24	4,033.17	4638.15	5797.69
增长率（%）	110.81	-16.74	15	25
每股收益（元）	0.7049	0.37	0.426	0.527
市盈率	8.21	21.84	18.97	15.33

请务必阅读正文之后的重要声明

房地产

评级：推荐（维持）
上次评级：推荐

当前价格：¥8.08

2009.04.24

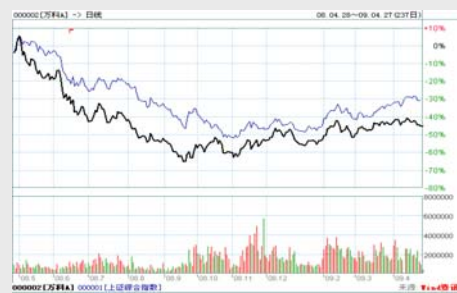
基础数据

总市值（百万元）	88841.30
总股本/流通 A 股（百万股）	10995/9390
流通市值（百万元）	75872.96
每股净资产（元）	2.97
净资产收益率（%）	2.35

交易数据

52 周内股价区间（元）	4.8 ~ 25.5
静态市盈率（倍）	21.84
动态市盈率（倍）	18.97
市净率（倍）	2.72

52 周内股价走势图



左红英 行业研究员
电话 021-32229888*3505
邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

《房地产行业周报》

每周一

《房地产行业 2009 年投资策略》

2008.12.20

- **现金为王, 资金状况良好, 对未来仍持谨慎态度。**报告期末公司持有货币资金269.2亿元, 较期初的199.8亿元增加了69.4亿元。同时, 公司的净负债率也降至24.5%。但资产负债率较08年末增加了0.73个百分点。经营性现金流量从08年末的净流出0.34亿元, 转为净流入36.85亿元; 投资活动产生的现金流量净额也从08年末的净流出28.44亿元, 转为净流入0.16亿元。这些指标的变化, 既反映出公司在现金为王的策略下, 资金状况的改善, 以及销售好转带来的资金流入, 更反映出公司对房地产市场的谨慎态度。只有在对行业未来相对谨慎的时候, 企业才会减少投资, 手握大量现金, 以备不时之需。
- **库存有所消化, 但压力犹存。**期末, 公司各类存货中, 已完工开发产品(现房)66.7亿元, 较08年底下降15.5%, 占比7.9%; 拟开发产品(对应公司规划中项目)317.4亿元, 占比37.7%; 在建开发产品457.8亿元(其中包括379.9万平方米、合同金额307.1亿元的已售出未结算产品), 占比54.3%。截止报告期末, 公司存货总量为842.55亿元, 较08年末下降了1.91%, 较去年同期增长了16.38%。库存虽有所消化, 但绝对量仍然很大, 库存压力依然存在。
- **外延式增长向内生性增长的转变, 考验管理层能力。**尽管公司1季度的营业收入和净利润同比均实现增长, 但其增速明显下降。在公司连续几年的高速扩张之后, 未来规模扩张的空间已经非常有限, 这必然制约公司未来的业绩成长空间。在外延式增长接近极限的时候, 公司未来的成长空间更多的依赖于其内生性增长, 而内生性成长的空间则极大的考验着管理层的能力。这也为公司未来几年内业绩的成长性带来了一定的不确定性。
- **估值与预测。**规模成长空间的限制可能会降低公司业绩增速, 但是公司多年积累的管理经验和对市场的敏锐把握力, 使得我们有理由相信, 在行业仍在调整的时期, 公司依然能够取得优于行业的业绩水平。预计公司09-10年每股收益为0.426元和0.527元, 4月24日公司的收盘价为8.08元, 对应市盈率分别为18.97倍和15.33倍, 估值合理, 给与“推荐”评级。
- **风险提示。**国内外经济形势继续恶化导致房地产市场持续低迷的风险。

图 1: 营业收入 (亿元)

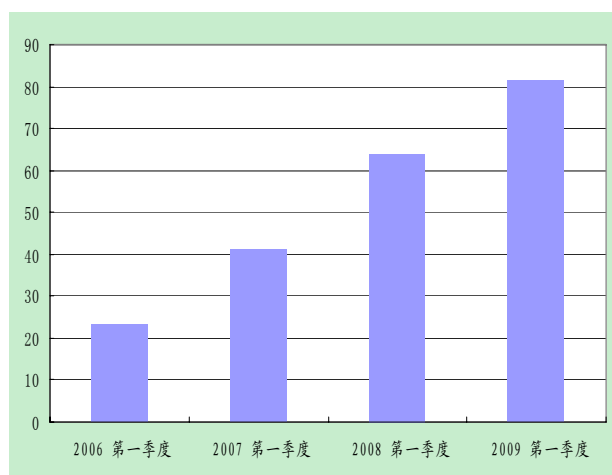
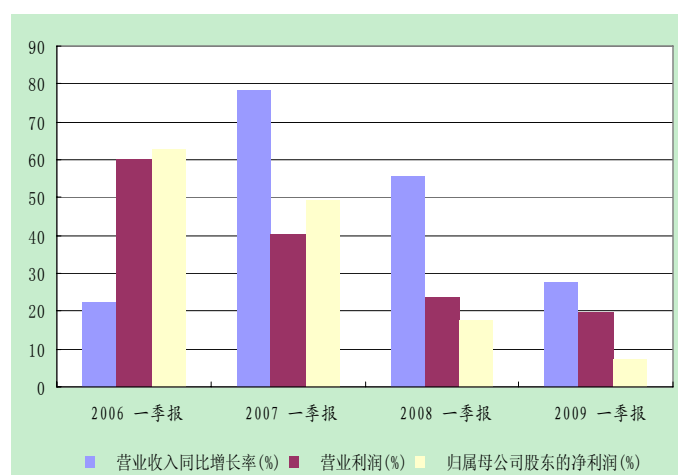


图 2: 盈利增长 (%)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 3：三项费用变动率

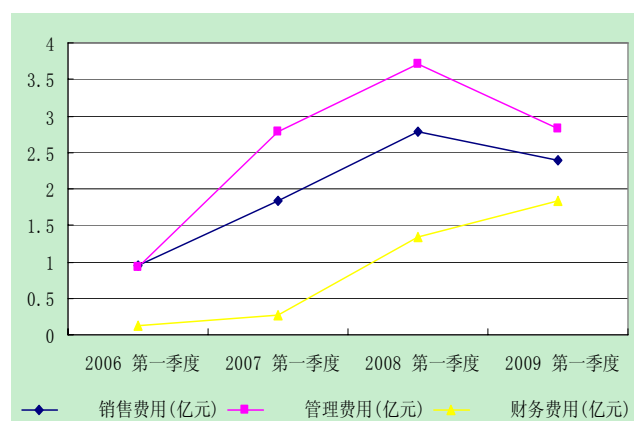
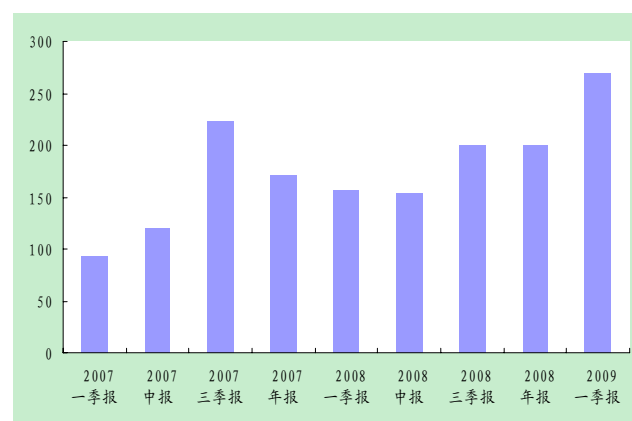


图 4：货币资金（亿元）



数据来源：公司公告，爱建证券研发部

图 5：存货变动趋势图（亿元）

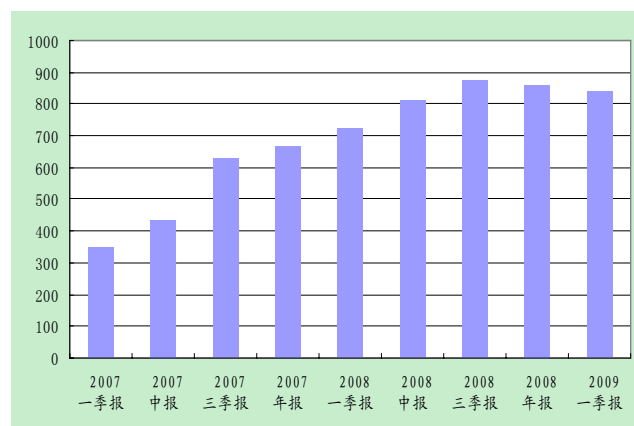
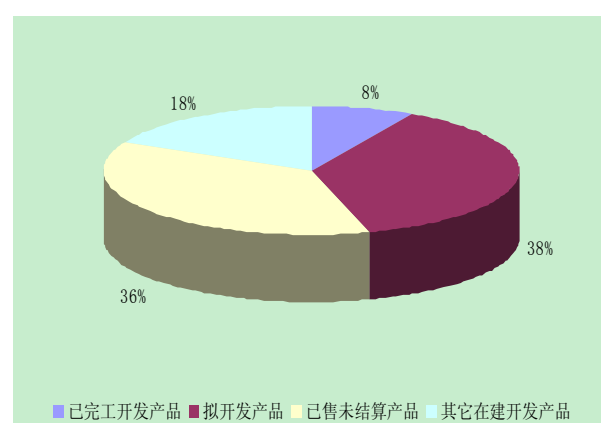


图 6：存货结构



数据来源：公司公告，爱建证券研发部

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。