

万 科 A

000002 / 200002

增持/ 维持评级

股 价	2009/08/04
RMB13.24	

基础数据

总股本（百万股）	10995
流通 A 股（百万股）	9416
流通 B 股（百万股）	1314.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	124671

财务数据

市净率 (X)	4.22
TRACING P/E (X)*	32.38
EPS (元)	0.23
股息率 (%)	0.38

*最近四季盈利计算。

相关研究

《业绩超预期可能增大——1 季报点评》

(20090426)

《与预期相符——2008 年报点评》

(20090310)

分 析 师
鱼晋华
 (0755) 8249 2232
 yujinhua@lhqz.com
胡栋亮
 (0755) 8208 0004
 hudl@lhqz.com

平淡，但极为稳健

--09 年中报点评

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	40991.8	21808.7	50333	64396	79979
(+/-%)	15.4	26.4	23	28	24
归属母公司净利润(百万元)	4033.2	2524.4	5718	6629	7217
(+/-%)	-16.7	22.5	42	16	9
EPS(元)	0.37	0.23	0.52	0.60	0.66
P/E(倍)	36.1	57.7	25.46	21.96	20.17

■ 公司今日公布中报，09 年上半年实现营业收入 218.1 亿元，同比增长 26.4%；实现营业利润 41.9 亿，同比增长 26.0%；实现归属母公司利润 25.2 亿元，同比增长 22.5%。每股收益 0.23 元，与我们的预期基本一致。

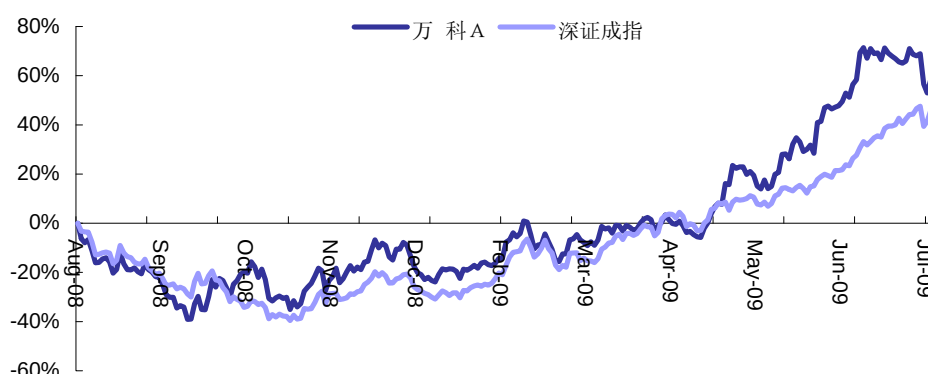
■ 公司上半年营业利润率比去年同期下降了 5.5 个百分点。原因主要在于土地价格的快速上升以及 2008 年出于对市场较为谨慎的判断而大幅降价促销的策略。我们注意到公司在深圳市场今年上半年的结算净利率仅为 6.49%。三费下降、主营税金下降及资产减值损失冲回则是公司在营业利润率下滑的同时保持了营业利润与营业收入的同步增长的主因。

■ 尽管偏谨慎的策略，使得公司上半年业绩平淡，但却换来了公司更强壮的骨骼和稳健的资产负债表。报告期末公司现金余额 268.8 亿，相比年初增加了 69 亿。现金占资产比 21.59%，基本上是近几年最高的水平。期末公司的净负债率仅为 10.7%，比 08 年末下降了 22.4 个百分点。

■ 公司计划将新开工面积由年初制定的 403 万平米增加至 585 万平米，增幅达 45.2%。但我们注意到公司上调后的新开工计划，与 2008 年实际的新开工面积相比只增加了 62 万平米。比 2007 年的实际新开工面积还少 191 万平米。我们认为这反映了公司对未来市场的判断仍是谨慎当中的乐观。

■ 基于上半年房价的上涨和项目销售速度的加快，我们上调对公司的盈利预测，调整后公司 09-10 年 EPS 分别为 0.52 元和 0.60 元，对应 PE 分别为 25 X 和 22X。估值水平在一线地产股中处于较低水平，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



上半年业绩平淡缘于 08 年对市场较为谨慎的判断

业绩与预期相符，较为平淡

公司今日公布中报，上半年实现销售面积 348.8 万平米，实现销售金额 307.6 亿，同比分别增长 31.2%和 27.5%。结算面积 248.5 万平米，同比增长 19.4%；实现营业收入 218.1 亿元，同比增长 26.4%；实现营业利润 41.9 亿，同比增长 26.0%；实现归属母公司利润 25.2 亿元，由于上半年结算项目中，合作开发的比例较高，少数股东损益达到 5.8 亿元，同比增长 134%，致使归属母公司利润同比增长 22.5%，增速落后于营业利润增速。每股收益 0.23 元，与我们之前每股 0.22 元的预期基本一致。

营业利润率下降来自土地成本的快速上升与 08 年的降价销售策略

尽管公司上半年营业利润实现了与营业收入较为同步的增长，但实际上公司上半年营业利润率仅为 23.7%，比去年同期下降了 5.5 个百分点。而营业利润率下降的主要原因在于土地价格的快速上升以及 2008 年出于对市场较为谨慎的判断，大幅降价促销的策略。

我们的跟踪研究显示，公司 2006 年的拿地成本平均在 1800 元/平米（楼面地价）左右，2007 年则上升为 3500 元/平米左右。同时公司的中报亦显示上半年的营业成本同比增长了 48.31%，远高于营业收入 26.4%的增速。

分区域来看，长三角地区再次超越珠三角成为公司收入来源占比最大的区域，而以成渝和武汉为重点的其它区域的收入占比则为历史最高，达 14.1%。比珠三角收入贡献下降更为突出的是公司在珠三角区域的销售净利润率在今年上半年出现了急剧下降，尤其是深圳市场在今年上半年的结算净利率仅为 6.49%，我们认为这反映了 08 年珠三角区域市场的惨烈以及公司为促销而不得不大幅降价的策略。

图 1、珠三角区域销售净利率急剧下降

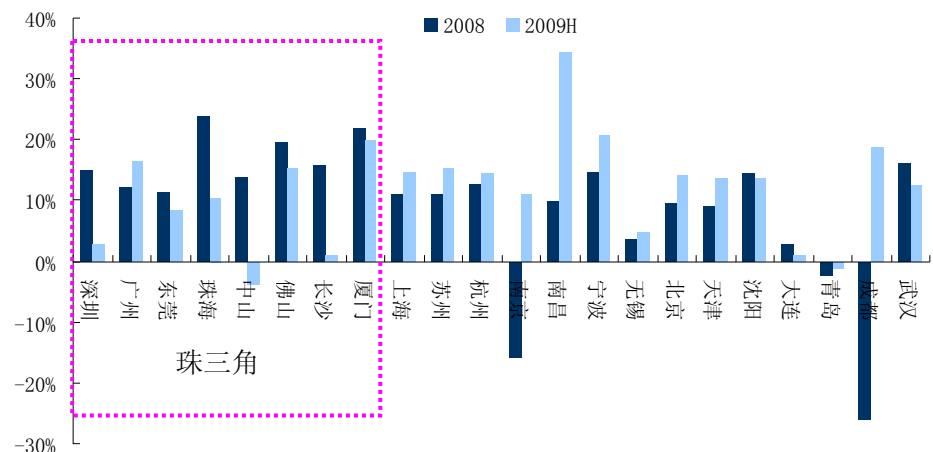
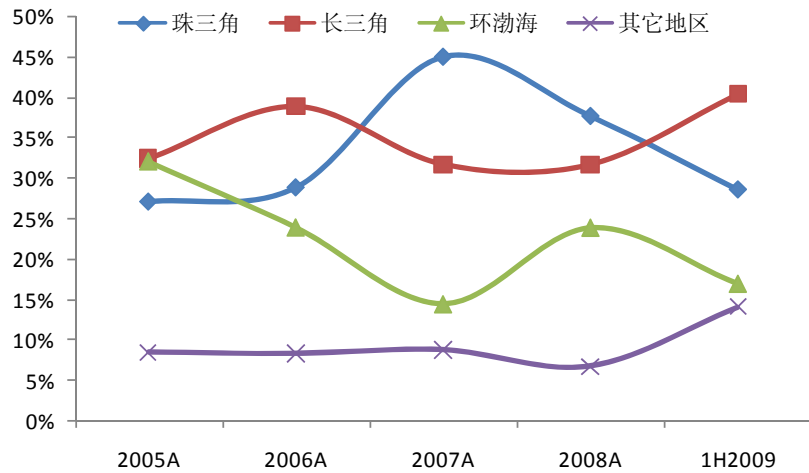


图 2、公司营业收入区域占比走势图



数据来源: 公司公告, 联合证券研究所

三费下降、主营税金下降及资产减值损失冲回助营业利润同步增长

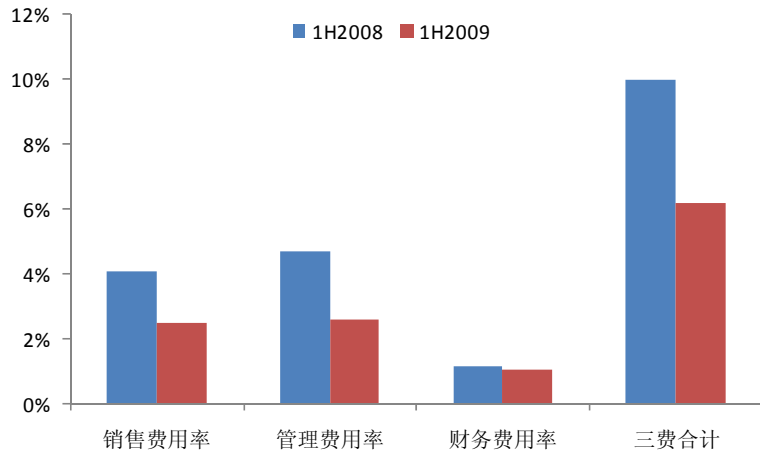
公司在年初就强调要加强对期间费用的控制, 计划 09 年管理费用、销售费用占营业收入的比例较 08 年降低 20%。从上半年的执行情况来看, 上半年销售费用率 2.5%, 比去年同期降低 38%; 而由于上半年没有股权激励计划致使管理费用比去年同期降低了 30.3%, 管理费用率仅为 2.6%。财务费用率 1.1%, 较去年同期的 1.2%也有所下降。

我们分析由于营业利润率的下降导致土地增值税的下降, 是公司主营税金率比去年同期下降 4.32 个百分点的主要原因。

此外由于市场出现了超预期的好转, 公司对原先计提的部分项目跌价准备进行了调整, 涉及项目 5 个, 最终给公司带来资产减值冲回收益 2.2 亿元。

在以上三者的合力之下, 公司在上半年的营业利润与营业收入保持了较为同步的增长。

图 3、期间费用率大幅降低



数据来源: 公司公告, 联合证券研究所

表 1、公司存货跌价准备变化情况

单位: 万元

序号	城市	项目	08 年末计提跌价准备	09 年中报跌价准备余额	跌价冲回金额
1	上海	琥珀郡园	6,578	0	6,578
2	广州	金色城品	8,739	0	8,739
3	无锡	金色城市	5,391	0	5,391
4	南京	金域缙香	6,359	2,781	3,578
5	天津	假日润园	7,023	4,426	2,597
6	福州	金域榕郡	15,217	15,217	0
7	成都	金润华府	3,153	3,153	0
8	南京	金色城品	8,006	8,006	0
9	北京	化机厂	12,112	12,112	0
10	武汉	金色城品	4,028	4,028	0
11	成都	海悦汇城	8,150	8,150	0
12	成都	金色领域	21,612	21,612	0
13	南京	金域蓝湾	16,688	16,688	0
合计			123,056	96,173	26,883

数据来源: 公司公告, 联合证券研究所

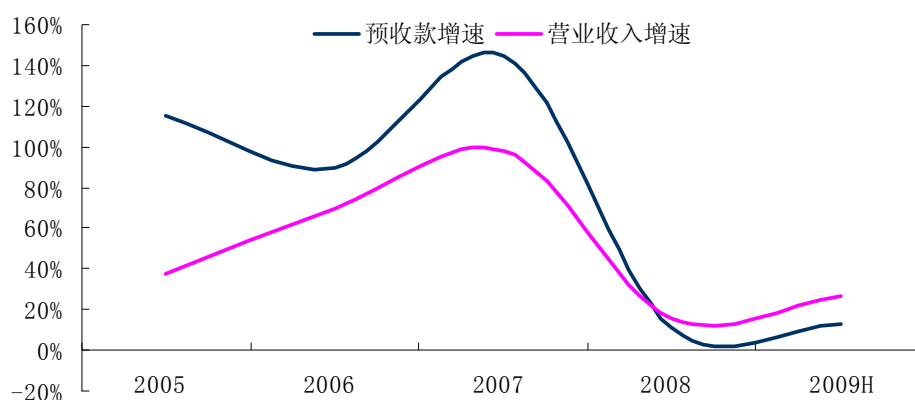
谨慎的新开工增长致使销售增长落后于市场同期增速

公司中报披露尚有 409.1 万平方米已销售资源未参与本期结算, 合同金额合计约 321.8 亿元。

不过从资产负债表预收账款口径, 公司预收账款同比增速为 13.33%, 这一增速继续低于公司同期的营业收入增速, 而这一趋势由 2008 年下半年开始。

我们认为这反映了公司 08 年较为谨慎的新开工增长, 导致 09 年可推盘面积增长较弱, 从而使销售增长落后于市场同期增速。

图 4、预收款增速落后于营业收入增速



数据来源: 公司公告, 联合证券研究所

但谨慎换来强壮的骨骼和稳健的财务报表

由于 08 年快速回笼现金的市场策略, 加之上半年市场回暖超预期, 公司财务状况更加稳健。报告期末公司现金余额 268.8 亿, 相比年初增加了 69 亿。现金占资产比 21.59%, 基本上是近几年最高的水平。在公司现金增加的同时, 公司银行借款余额 (短期借款+一年内到期的流动负债+长期借款) 还减少了 14.7 亿,

期末公司的净负债率仅为 10.7%，比 08 年末下降了 22.4 个百分点。

对未来谨慎乐观，注重对风险控制

鉴于市场形势的快速好转，以及可售资源的快速去化，公司计划将新开工面积由年初制定的 403 万平米增加至 585 万平米，增幅达 45.2%。但我们注意到公司上调后的新开工计划，与 2008 年实际的新开工面积相比只增加了 62 万平米。比 2007 年的实际新开工面积还少 191 万平米。我们认为这反映了公司对未来市场的判断仍是谨慎当中的乐观。

除了新开工，公司在拿地速度上也有明显的加快。在前四个月仅新增 1 个项目的情况下，5-7 月共新增项目 18 个，新增权益建面 399 万平米。在拿地方面，我们同样可看到公司较为谨慎的一面。与很多大型房企在一线城市高价竞拍“地王”不同，公司新增项目绝大部分位于二三线城市。我们认为这反映了公司强烈的风险控制意识。

上调盈利预测，维持增持评级

基于上半年房价的上涨和项目销售速度的加快，我们上调了对公司的盈利预测，调整后公司 2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.52 元和 0.60 元，对应 PE 分别为 25 X 和 22X。估值水平在一线地产股中处于较低水平，维持增持评级。

表 2、三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	113456	124938	140554	159105	营业收入	40992	50333	64396	79979
现金	19978	23965	23719	15996	营业成本	25005	31204	41213	50920
应收账款	923	1146	1477	1824	营业税金及附加	4534	6403	7613	9549
其他应收款	3496	3747	5062	6264	营业费用	1860	1989	2470	3137
预付账款	3161	7102	9188	10612	管理费用	1531	2317	2914	3564
存货	85899	88977	101108	124409	财务费用	657	301	484	1156
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1268	-223	0	0
非流动资产	5780	5603	5432	5256	公允价值变动收益	19	0	0	0
长期投资	2486	2526	2526	2526	投资净收益	209	498	928	800
固定资产	1265	1197	1073	921	营业利润	6365	8840	10630	12453
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	57	43	46	47
其他非流动资产	2029	1880	1833	1809	营业外支出	100	67	74	76
资产总计	119237	130541	145986	164361	利润总额	6322	8817	10602	12424
流动负债	64554	67229	72248	80086	所得税	1682	1996	2333	2864
短期借款	4602	6000	10000	25133	净利润	4640	6820	8269	9560
应付账款	12896	16357	21588	26610	少数股东损益	607	1102	1640	2343
其他流动负债	47056	44872	40661	28343	归属母公司净利润	4033	5718	6629	7217
非流动负债	15864	18266	21341	23322	EBITDA	7128	9304	11285	13785
长期借款	9174	11674	14674	16674	EPS (元)	0.37	0.52	0.60	0.66
其他非流动负债	6690	6592	6667	6647					
负债合计	80418	85495	93589	103408	主要财务比率				
少数股东权益	6927	8029	9668	12011		2008	2009E	2010E	2011E
股本	10995	10995	10995	10995	成长能力				
资本公积	7853	7853	7853	7853	营业收入	15.4%	22.8%	27.9%	24.2%
留存收益	12766	17935	23632	29850	营业利润	-16.8%	38.9%	20.2%	17.1%
归属母公司股东权益	31892	37017	42729	48942	归属于母公司净利润	-16.7%	41.8%	15.9%	8.9%
负债和股东权益	119237	130541	145986	164361	获利能力				
					毛利率 (%)	39.0%	38.0%	36.0%	36.3%
现金流量表					净利率 (%)	9.8%	11.4%	10.3%	9.0%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROE (%)	12.6%	15.4%	15.5%	14.7%
经营活动现金流	-34	3586	-6773	-23503	ROIC (%)	10.6%	13.5%	12.8%	10.3%
净利润	4640	6820	8269	9560	偿债能力				
折旧摊销	106	163	171	176	资产负债率 (%)	67.4%	65.5%	64.1%	62.9%
财务费用	657	301	484	1156	净负债比率 (%)	33.62%	32.35%	37.05%	50.10%
投资损失	-209	-498	-928	-800	流动比率	1.76	1.86	1.95	1.99
营运资金变动	-4757	-3102	-14894	-33632	速动比率	0.43	0.53	0.55	0.43
其他经营现金流	-470	-97	126	38	营运能力				
投资活动现金流	-2844	510	928	800	总资产周转率	0.37	0.40	0.47	0.52
资本支出	215	0	0	0	应收账款周转率	45	48	48	48
长期投资	-326	-12	0	0	应付账款周转率	2.08	2.13	2.17	2.11
其他投资现金流	-2955	498	928	800	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	5866	-109	5599	14979	每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.52	0.60	0.66
短期借款	3497	1398	4000	15133	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.00	0.33	-0.62	-2.14
长期借款	-7188	2500	3000	2000	每股净资产 (最新摊薄)	2.90	3.37	3.89	4.45
普通股增加	4123	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-4977	0	0	0	P/E	36.09	25.46	21.96	20.17
其他筹资现金流	10411	-4007	-1401	-2154	P/B	4.56	3.93	3.41	2.97
现金净增加额	2932	3987	-246	-7724	EV/EBITDA	23	17	14	12

数据来源: 公司公告、联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。