

万科 A(000002.sz)

大象终醒来，为时尚不晚

花长劲 研究员

电话: 020-87555888-697

eMail: hcj@gf.com.cn

销售有所增长，收入小幅提升

受行业复苏影响，上半年公司销售面积 348.8 万平方米，销售金额 307.6 亿元，同比分别增长 31.2%和 27.5%。

公司加大开工力度

公司将新开工面积由年初的 403 万平方米上调至 585 万平方米。开工的不足是公司在上半年销售增幅低于竞争对手的主要原因。新增的开工预计将于今年底明年初进入市场。

加快拿地节奏

公司一改之前谨慎态度，今年以来新增 414 万权益建筑面积，已接近于 2008 年全年新增量。在区域方面，公司避开当前热点的一线城市，而主要以二线城市为主。

今年或融资，股权激励有可能实施

公司目前正在研究融资的可行方案。07 年的股权激励如从当前到年底股票均价达到 19.75 元，那么股权激励有望实施。

盈利预测

预计今明两年每股收益分别为 0.520 元和 0.668 元，目标价 17 元，买入。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万 元)	35,526.61	40,991.78	52,673	60,837	66,708
EBITDA(百 万 元)	8,111.74	6,991.19	9,688.75	12,399.89	14,264.07
净利润(百万元)	4,844.24	4,033.17	5,714.28	7,348.29	8,364.39
净利润增长率	124.83%	-16.74%	41.68%	28.60%	13.83%
每股收益(元)	0.730	0.370	0.520	0.668	0.761
市盈率	39.51	17.43	25.48	19.81	17.40
市净率	6.77	2.22	3.33	2.85	2.45
EV/EBITDA	0.00	14.98	18.41	14.83	13.33
每股红利(元)	0.10	0.05	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.35	0.78	0.00	0.00	0.00

来源:万科企业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

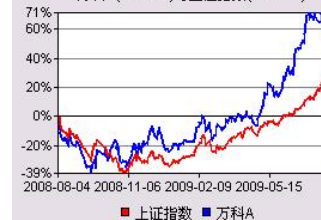
公司评级

买入

当前价格(元)	13.24
目标价格(元)	17.00
前次评级	买入

股价走势

万科A(000002)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.28%	56.83%	53.75%
上证综指	13.98%	37.59%	36.48%

股票数据

总股本(万股)	1,099,521.02
流通 A 股(万股)	1,070,517.31

主要股东:

华润股份有限公司

主要股东持股比例	14.73%
流通 A 股比例	97.36%

财务比率

ROE	12.65%
ROA	3.38%
资产负债率	67.44%
每股净资产(元)	2.90

2008 年报数据.

主要财务指标对比

表 1: 主要财务指标对比			单位: 万元
项目	2009年1-6月	2008年1-6月	比上年同期增减
营业利润	419,085	332,748	25.95%
利润总额	419,101	332,796	25.93%
归属于母公司所有者的净利润	252,439	206,106	22.48%
基本每股收益 (元)	0.230	0.188	22.34%
稀释每股收益 (元)	0.230	0.188	22.34%
净资产收益率 (全面摊薄)	7.31%	6.88%	+0.43个百分点
净资产收益率 (加权平均)	7.60%	6.85%	+0.75个百分点
经营活动产生的现金流量净额	982,158	-148,889	759.66%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元)	0.89	-0.14	735.71%
项目	2009年6月30日	2008年12月31日	比年初数增减
流动资产	11,880,878	11,345,637	4.72%
流动负债	6,263,861	6,455,372	-2.97%
总资产	1,2451,993	11,923,658	4.43%
资产负债率	66.43%	67.44%	-1.01个百分点
归属于母公司所有者权益	3,452,127	3,189,193	8.24%
每股净资产 (元)	3.14	2.90	8.28%

数据来源: 广发证券发展研究中心、公司定期报告

上半年经营回顾

行业进入2008年, 作为行业老大的万科开始谨慎起来, 体现在控制现金流, 具体表现为降低开工计划, 放缓拿地节奏, 项目快速销售寻求大量现金在手。作为实业家, 应该很欣赏万科这种面对市场低迷而做出的应对之策, 但市场的快速回暖使得投资者看到了这种应对方式带来的缓慢业绩增长。

在中报中, 我们看到了万科在面对当前房地产市场做出了改变: 加快项目开发, 加大拿地力度, 积极应对市场。相比激进的公司来看万科相当稳健, 但可喜的是公司也看到了当前市场中存在的机遇, 正在通过自身的改变去抓住市场机遇。稳健中寻求发展, 这是行业龙头公司给我们做出的榜样。

销售有所增长, 收入小幅提升

1-6月份, 公司实现销售面积348.8万平方米, 销售金额307.6亿元, 同比分别增长31.2%和27.5%。虽比08年同期有所增长, 但相比行业内其他公司销售增幅偏低。

报告期内，公司结算面积和结算收入分别为248.5万平方米和215.9亿元，同比分别增长19.4%和26.9%。期末，公司尚有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。

受之前数年土地价格的上升及2008年调整期内房价的变化，报告期内公司结算毛利率为23.7%，比去年同期下降5.5个百分点。

资金进一步充裕，市场运作能力加大

今年，受市场销售回暖影响，公司账面资金有大幅增加，从去年底的近200亿元增至269亿元。充裕的资金既能够保证公司加大开工计划，也利于公司新增项目。正所谓“手中有粮，心中不慌”。

近年来，公司逐步改变负债结构，减少短期借款规模而加大长期借款数额，从而减小短期资金压力。由于过去一年半公司放缓了经营节奏，资金压力也相对减小，举债的压力也相应减小，从而逐步降低了公司的资产负债率。

今年，市场回暖带动销售上涨，再加上年初较为保守的开工计划，公司上半年经营活动产生98亿元的净流入。下半年，随着公司加大开工计划以及新增项目，预计现金净流入将略有下降。

表2：公司资金状况

单位：万元

项目	09年6月30日	08年12月31日	08年6月30日
货币资金	2,688,042	1,997,829	1,536,985
短期借款	214,130	460,197	535,062
长期借款	1,343,964	917,412	1,369,873
资产负债率	66.43%	67.44%	67.76%
经营活动产生的现金流量净额	982,154	-3,415	-148,889

数据来源：广发证券发展研究中心、公司定期报告

市场销售大幅提升，公司加大新开工力度

去年四季度公司针对当时的市场氛围制定了09年的经营计划：新开工面积约403万平方米，竣工面积约619万平方米。2009年上半年市场快速回暖，公司实现销售面积348.8万平方米，同比增长31.2%。基于市场，公司将新开工面积由年初的403万平方米上调至585万平方米。

由于2008年市场的惨淡，公司将开工计划由年初的848万平方米下调至570万平方米，实际完成523.3万平方米。此举对处于市场低迷时期的公司资金起到很好的保证作用。但市场回暖的速度超越了公司的反应程度，国家一系列刺激房地产销售政策的出台掀起了上半年房地产市场热销的高潮，受去年新开工大幅下调影响，在市场快速回暖的上半年，公司受困于可销售面积的不足，未能充分享受市场的回暖。因此上调开工计划属意料之中。

大幅提升的新开工面积预计将在今年年底及明年年初进入市场，经济的回暖将带动房地产市场的持续回暖，公司届时的销售将更上一层楼。

一改谨慎态度，加大拿地力度

从2007年中期开始，基于对市场的不确定性，公司在新增项目上保持谨慎态度，放缓了项目获取的节奏。2008年全年仅新增465万平方米（按权益计算）的土地储备。今年以来，公司加大了项目获取的力度。上半年新增项目15个，权益规划建筑面积合计333.2万平方米，至报告披露日合计新增权益规划建筑面积414.6万平方米，接近去年全年水平。当前公司规划中项目按权益计算的建筑面积为2,079万平方米。

由于当前一线城市土地竞争较为激烈，地王不断涌现，为保证项目收益水平，公司今年新增项目多数位于沈阳、鞍山、青岛、无锡、佛山、厦门、福州、重庆等二线城市。

市场房价反弹，公司冲回项目跌价减值准备

2008年末，公司针对当时市场及销售情况对13个相机计提存货跌价准备12.3亿元，影响归属母公司所有者的税后净利润8.9亿元。

一季度末，根据当时市场情况，公司将南京金域缙香项目跌价准备金额由6,359万元调整到4,957万元。根据当时市场情况，公司将该项目的跌价准备金额调整到2,781万元。另外，广州金色城品、上海琥珀郡园、无锡金色城市计提的存货跌价准备全部冲回，天津假日润园计提的跌价准备金额由7,023万元调整到4,426万元。以上调整增加上半年归属于母公司所有者的净利润16,234万元。其它8个项目暂维持08年末的评估结果。

表3：公司项目存货跌价准备变化情况

序号	城市	项目	跌价准备余额（万元）		冲回金额 （万元）
			2008 年末	2009 年中期	
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	圆方（原金色城品）	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：广发证券发展研究中心、公司中报

根据目前市场情况以及对下半年市场的判断，我们预计这10个计提了存货跌价准备的项目下半年仍有冲回跌价准备的可能。

下半年或有融资计划

年初，公司曾表示将进一步拓展融资渠道，考虑在时机成熟时进行一次股权融资。同时，公司也将充分考虑资本市场和投资者的承受力，在融资的时机、规模、方式上尽一切努力确保融资为股东带来盈利增长。目前，公司正在积极探讨可行方案。在保利地产、金地集团和招商地产等公司相继提出融资计划后，我们预计下半年公司或将推出融资计划。

股权激励仍有行权可能

由于2008年万科A股每日收盘价向后复权均价低于2007年，2007年度激励计划未满足首期限限制性股票激励计划规定的股价考核指标，2007年度激励计划进入补充归属期。目前2007年度激励计划共持有万科A股股票46,551,761股。

在2010年初，如果2009年万科A股向后复权均价大于2007年的向后复权均价，2007年度激励计划持有的股票将可以过户给激励对象；如仍然未达到股价考核指标，则2007年度激励计划将被取消归属。

根据计算，2007年公司股票向后复权均价为13.86元，截至2009年8月3日，今年以来的向后复权均价为9.67元。如自今日起至12月31日，公司股价均价在19.75元之上，则股权激励可以行权。

盈利预测及投资建议

盈利预测

由于结算的时滞性，今年结算的项目主要为08年的销售，当年市场价格持续下跌，07年的高地价也在部分项目中有所反映。因此我们预计今年公司毛利率水平将有大幅下降。

我们预计今年公司实现收入527亿元，实现归属于母公司所有者的净利润57亿元，每股收益约0.52元。

2010年，我们预计公司实现收入608亿元，实现归属于母公司所有者的净利润73亿元，每股收益约0.668元。

表4：公司预测利润表				单位：万元
项 目	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	4,099,178	5,267,296	6,083,727	6,670,807
增长率	15.38%	28.50%	15.50%	9.65%
营业成本	2,500,527	3,476,416	3,893,586	4,202,609
毛利率	39%	34%	36%	37%
净利润（归属母公司所有者）	403,317	571,428	734,829	836,439
增长率	-16.74%	41.68%	28.60%	13.83%

每股收益(全面摊薄)	0.367 元	0.520 元	0.668 元	0.761 元
------------	---------	---------	---------	---------

数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议

当前房地产行业龙头企业动态市盈率在30-35倍之间，而公司仅为25倍。虽然上半年在行业的复苏中公司表现低于其他行业领先者，但公司已从原有的谨慎中慢慢走出，而且，对于规模如此大的公司而言，要求它也实现快速成长公司的那种增长速度显然是一种过高的要求。

当前公司已从规模速度型增长转向质量效益性增长，未来公司注重的首要将是资产的盈利能力，规模增长已不再是公司经营的主要重点。

我们认为公司合理估值为32倍市盈率，对应股价为17元，给予“买入”评级。

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。

万科A(000002)行情走势



相关研究报告

万科 A(000002.sz)	花长劲	2008-08-06
G 万科 A(000002.sz)	花长劲	2006-08-04

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		

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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。