

万科 A 000002.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

从规模型增长向效益型增长的转变之旅

—— 万科 2009 年中报点评

事件： 公司于今日发布了 2009 年中报。

点评：

- **业绩超预期。**公司今年 1-6 月共实现营业收入 218.1 亿元，净利润 25.2 亿元，分别同比增长 26.4% 和 22.5%，每股收益为 0.23 元。之前市场对万科上半年的净利润预测基本在 20 亿元左右，25.2 亿元的净利润超出市场预期。
- **顺应市场形势，调高开工面积。**公司确定了“量出为入”的存货管理策略，根据销售情况随时调整推盘计划，根据推盘需要随时调整开工计划。在今年 3 月份以来市场形势的快速好转推动下，上半年公司实现销售金额 307.6 亿元，销售面积 348.8 万平方米，分别同比增长 27.5% 和 31.2%，公司存货迅速消化。公司顺应市场形势，及时将新开工面积由年初计划的 403 万平方米调高至 585 万平方米，增幅达 45.2%。585 万平方米的年开工面积较 2008 年增长 11.78%，但较高峰时期的 2007 年下降了 24.68%。这也体现了公司的“规模之困”。

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入（百万元）	35,526.61	40,991.89	51,239.86	66,611.82
增长率（%）	98.27	15.38	25	30
归属母公司股东的净利润	4,844.24	4,033.17	4,960.80	5,952.96
增长率（%）	110.81	-16.74	23	20
每股收益（元）	0.7049	0.37	0.46	0.58
市盈率	8.21	21.84	28.78	22.8

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： ¥13.24

2009.08.03

基础数据

总市值（百万元）	145576.60
总股本/流通 A 股（百万股）	10995/9390
流通市值（百万元）	124326.5
每股净资产（元）	3.14
净资产收益率（%）	2.35

交易数据

52 周内股价区间（元）	4.8 ~ 14.94
静态市盈率（倍）	35.78
动态市盈率（倍）	28.78
市净率（倍）	4.22

52 周内股价走势图



左红英

行业研究员

电话

021-32229888*3955

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

- **区域布局被动调整。**1-6 月份，公司在珠三角、长三角、环渤海，以及其它区域的销售面积占公司总销售面积的比例分别为 31.57%、26.64%、29.42%和 12.36%，分别较 2008 年报占比变动-1.13、-4.56、4.62 和 0.96 个百分点。1-6 月份，公司在珠三角、长三角、环渤海，以及其它区域的销售金额占公司总销售金额的比例分别为 33.95%、31.97%、24.29%和 9.79%分别较 2008 年报变动-2.85、-2.73、3.89 和 1.69 个百分点。从销售的区域分布来看，环渤海区域的占比上升明显，而长三角区域在公司整体业绩中所占份额有明显下降。此外，1-6 月份，公司在珠三角、长三角、环渤海，以及其他区域的销售面积同比增速分别为 46.3%、1.4%、64.2%、18.7%；公司在珠三角、长三角、环渤海，以及其他区域的销售金额同比增速分别为 38.8%、0.5%、59.8%和 40.3%。从各区域的业绩增速来看，长三角区域也有明显萎缩的趋势。我们认为这主要由于长三角区域竞争相对激烈，拿地成本较高，而公司相对谨慎的经营策略导致其在竞争激烈的长三角区域土地储备不足，区域结构布局被动调整。从公司今年新增的项目情况来看，也多数位于沈阳、鞍山、青岛、无锡、佛山、厦门、福州、重庆等地，长三角区域新增项目也明显不足。
- **加强管控，销售费用和管理费用明显下降，寻求效益型增长之路。**1-6 月份公司销售费用为 55.144.75 万元，管理费用 56.903 万元，分别同比下降 22.24%和 30.33%；财务费用 23710.41 万元，同比增长 18.10%；三项费用合计 135758.37 万元，同比下降 21.38%。费用控制良好。正如我们之前所述，在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，寻求效益型增长之路是公司的必然选择。而三项费用的管控也正体现了公司的远见和决心。
- **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，公司对南京金域缙香项目跌价准备金额由一季度的 4957 万元调整到 2781 万元，对天津假日润园的跌价准备由 7023 万元调整到 4426 万元，对广州、上海、无锡、等地的部分项目存货跌价准备全部冲回，从而增加了上半年归属于母公司所有者的净利润 16234 万元。
- **估值与预测。**预计公司 09-10 年每股收益为 0.46 元和 0.58 元，按照 8 月 3 日的收盘价 13.24 元计算，对应市盈率分别为 29 倍和 23 倍，估值偏高，但考虑到公司的行业龙头地位，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再度低迷的风险。

图 1: 营业收入 (亿元)

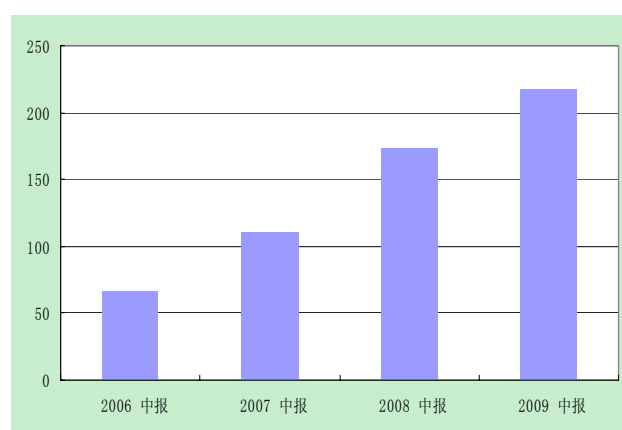
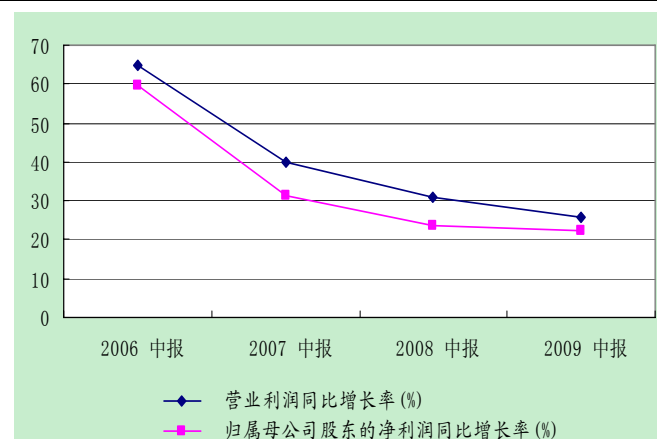


图 2: 盈利增长 (%)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 3: 三项费用变动率

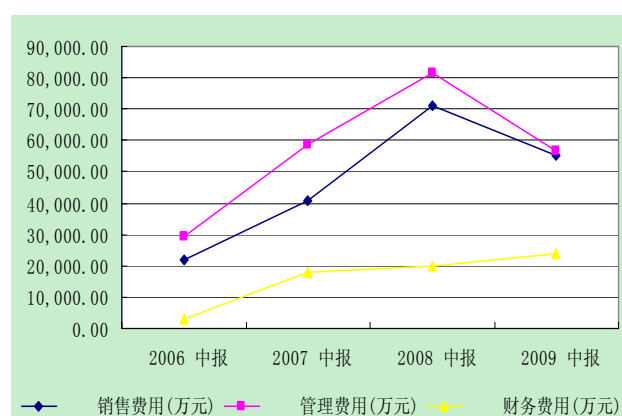
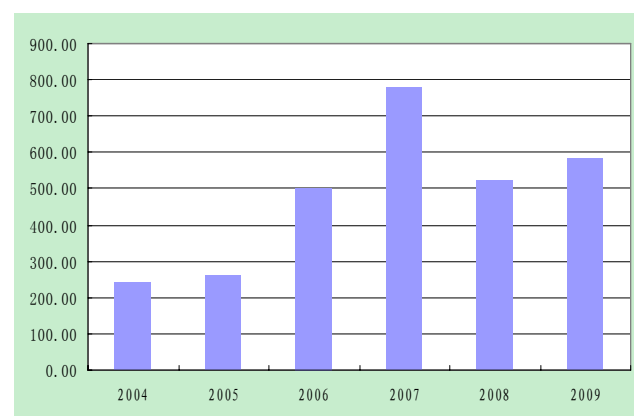
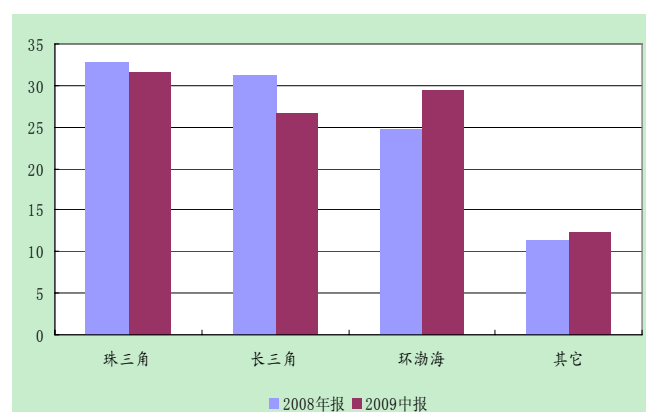


图 4: 新开工面积 (万平方米)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 5: 分区域销售面积占比 (%)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

表: 存货跌价准备变化情况 (万元)

请务必阅读正文之后的重要声明

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

数据来源：公司公告

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。