

动态报告

房地产

房地产开发

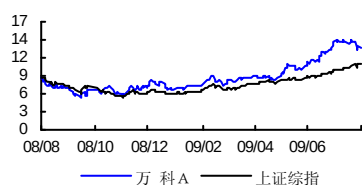
万 科 A (000002)
推荐

2009 年上半年报点评

(维持评级)

2009 年 8 月 4 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	13.24
总股本/流通 A 股(百万股)	10,995.21/9,392.09
流通 B 股/H 股(百万股)	1,314.96/0.00
总市值/流通市值(百万元)	145,576.58/141,761.35
上证综指/深圳成指	3,462.59/13,856.99
12 个月最高/最低 (元)	14.45/5.16

财务数据

净资产值(百万元)	34,521.27
每股净资产(元)	3.14
市净率	4.22
资产负债率	66.43%
息率	0.38%

相关研究报告:

《万科:6 月份销售数据和新增项目快评-销售稳步增长, 土地储备力度加大》——2009-7-6

《销售好转, 资金状况明显改善》——2009-4-27

《万科: 估值合理, 下调评级至谨慎推荐》——2009-3-10

分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

销售稳健增长, 调高未来业绩预期

●上半年净利润增长 22.5%, EPS0.23 元, 略超预期

上半年公司实现营业收入 218 亿元, 净利润 25.2 亿元, 较上年同期分别增长 26%和 22.5%, EPS0.23 元(我们预测为 0.21 元)。业绩略超预期的主因: 期末公司对 08 年末计提了跌价准备的项目进行了跟踪评估, 下调了 2 个项目的跌价准备金额, 并冲回了 3 个项目, 以上调整增加上半年净利润 1.6 亿元。

●销售稳健增长, 具备较强的业绩保障性

上半年公司实现销售面积 349 万平方米, 销售金额 307.6 亿元, 同比分别增长 31%和 27.5%。销售增速虽然未能超越行业整体水平, 但期末公司尚有 409 万平米、322 亿元的已销售资源未参与结算, 未来业绩保障性较大。

●“量入为出”管理存货、“精挑细选”储备土地

鉴于销售好转, 公司相应将本年度新开工面积由年初计划的 403 万平方米调高至 585 万平米, 增长 45.2%。同时适度积极地拿地扩张, 截至中报披露日, 09 年新增项目 19 个、权益规划建面 415 万平米; 公司成功竞得这 19 个项目后, 权益规划总建面达 2079 万平方米, 可持续发展能力进一步增强。

●经营管理能力突出, 财务状况更趋稳健

上半年公司通过一系列措施和行动, 使管理费用和销售费用分别同比降低了 30%和 22%, 两项费用合计占营业收入的比例同比降低了 42%。报告期末, 公司持有货币资金 269 亿元, 比 08 年末增加 69 亿元, 净负债率 10.7%, 比 08 年末下降 22.4 个百分点, 财务状况更为稳健。

●上调 09-11 年业绩预测, 维持“推荐”评级

公司作为领跑者, 拥有良好的治理结构、前瞻性的战略和强大执行力。我们认为, 公司在增长方式由“规模速度”向“质量效益”转型的过程中, 未来仍能保持稳健增长, 预计 09 年销售额有望突破 600 亿元, 实现营业收入 450 亿元, 上调公司 09-11 年 EPS, 分别为 0.51 元、0.66 元、0.81 元, 维持“推荐”。

盈利预测和财务指标

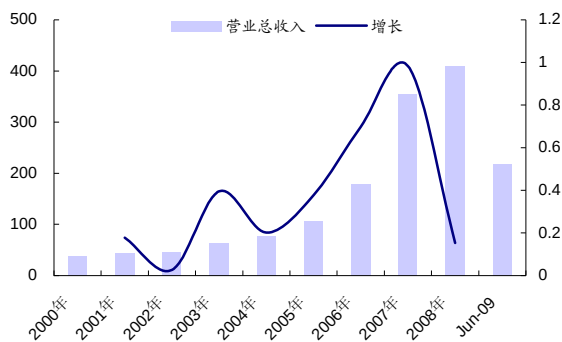
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	35,526.61	40,991.78	44,681	58,085	72,607
(+/-%)	98.27%	15.38%	9.0%	30.0%	25.0%
净利润(百万元)	4,844.24	4,033.17	5575	7252	8899
(+/-%)	110.81%	-16.74%	38.2%	30.1%	22.7%
每股收益 (元)	0.44	0.37	0.51	0.66	0.81
EBIT Margin		17.82%	22.0%	22.0%	22.0%
净资产收益率 (ROE)	16.55%	12.65%	16.2%	19.3%	21.4%
市盈率 (PE)	30.09	36.09	26.1	20.1	16.4
EV/EBITDA		22.28	22.4	19.3	17.2
市净率 (PB)		4.56	4.24	3.87	3.50

盈利增长略超预期

上半年公司实现营业收入 218 亿元，净利润 25.2 亿元，较上年同期分别增长 26%和 22.5%，EPS0.23 元（我们预测为 0.21 元）；结算毛利率 23.7%，同比下降 5.5 个百分点，主要由于房地产结算存在滞后性，结算毛利率下降体现了之前数年土地价格的上升及 08 年调整期内房价的变化。业绩略超预期的主因：期末公司对 08 年末计提了跌价准备的项目进行了跟踪评估，下调了南京金域缙香、天津假日润园的跌价准备金额，并全部冲回了广州金色城品、上海琥珀郡园、无锡金色城市计提的存货跌价准备(表 1)，以上调整增加上半年净利润 1.6 亿元。

图 1：公司近几年主营业务收入及增长

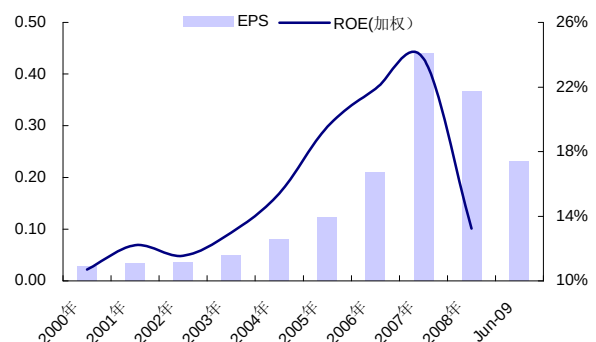
亿元



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：公司近几年 EPS 及净资产收益率变化

元



资料来源：国信证券经济研究所

表 1：存货跌价准备变化情况

万元

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	-
2	广州	金色城品	8,739	-
3	无锡	金色城市	5,391	-
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

资料来源：国信证券经济研究所

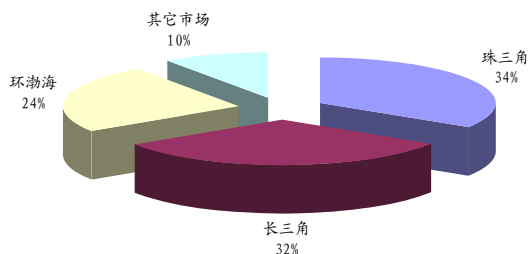
销售增长稳健，具备较强的业绩保障性

上半年公司实现销售面积 349 万平方米，销售金额 307.6 亿元，同比分别增长 31%和 27.5%，累计销售面积达到了 08 年全年的 63%，累计销售金额达到了 08 年全年的 64%。分区域看，珠三角市场实现销售面积 110.1 万平方米，销售金

额 104.4 亿元，同比分别增长 46.3%和 38.8%；长三角市场实现销售面积 92.9 万平方米，销售金额 98.3 亿元，同比分别增长 1.4%和 0.5%；环渤海市场实现销售面积 102.6 万平方米，销售金额 74.7 亿元，同比分别增长 64.2%和 59.8%；其它市场实现销售面积 43.1 万平方米，销售金额 30.1 亿元，同比分别增长 18.7%和 40.3%。我们认为，随着下半年推盘量增加，公司全年销售实现增长的确定性较大，并有望达到 600 亿元。

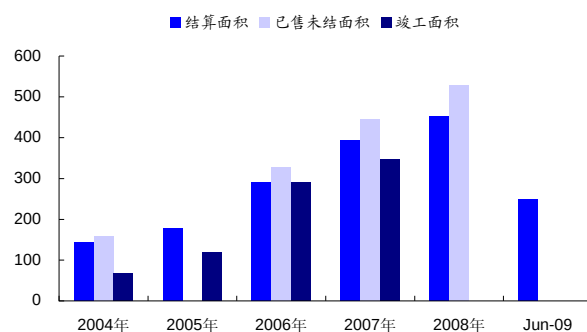
上半年，全国商品房销售面积和销售额分别同比增长了 32%和 53%，与全国整体水平比较，公司的销售增速未能超越行业整体水平，但我们认为，由于期末公司尚有 409 万平米、322 亿元的已销售资源未参与结算，公司未来的业绩保障性还是很大的。

图 3：公司上半年销售金额地区结构



资料来源：国信证券经济研究所

图 4：公司近几年竣工面积、结算面积及增长



资料来源：国信证券经济研究所

“量入为出”管理存货，“精挑细选”储备土地

从去年四季度开始，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。鉴于市场形势的快速好转，公司相应对本年度的新开工计划进行了调整，新开工面积由年初计划的 403 万平方米增加到 585 万平方米，增长 45.2%。

上半年，公司遵循“精挑细选，把握机会”的原则，新增项目 15 个，对应按万科权益计算的规划建筑面积合计 333.2 万平方米（表 2）。报告期末至中报披露前，公司又新增权益规划建筑面积 81.4 万平方米（表 3）。截至中报披露日，本年度公司新增项目权益规划建筑面积 414.6 万平方米，公司规划中项目按权益计算的建筑面积为 2079 万平方米。由于市场回暖过程中一线城市销售增长速度更快，幅度更大，市场对一线城市预期更为乐观，一线城市的土地竞争相对其它城市更加激烈，为了保证项目的收益水平，公司本年新增的项目多数位于沈阳、鞍山、青岛、无锡、佛山、厦门、福州、重庆等城市，大部分分布在城市核心区域，平均楼面地价仅 2650 元/平方米；公司成功竞得这 19 个项目后，可持续发展能力进一步增强。

表 2：万科 09 年上半年新增项目

项目	位置	净占地面积 (万平方米)	容积率	权益	权益计容建面 (万平方米)	权益地价 (亿元)	楼面地价 (元/M ²)
广州大坦沙项目	荔湾区	3.8	3.56	100%	13.57	4.54	3350
无锡金色家园南地块	新区	10.2	3	55%	16.9	3.06	1810
佛山桂城半岛路项目	南海区	22.1	2.6	55%	31.6	7.62	2420
沈阳铁西胶管厂地块	铁西区	2.7	4.0	100%	11.0	1.22	1109
沈阳五里河地块	东陵区	8.3	3.5	55%	16.02	3.85	2410
青岛双山南山地块	市北区	6.8	3.0	100%	20.44	3.58	1751
青岛 308 国道以北地块	四方区	15.46	2.56	55%	21.77	3.81	1750
厦门湖心岛 2009G07 项目	湖里区	9.5	2.1	100%	19.95	18.3	9173
福州纸箱厂项目	仓山区	1.6	2.2	100%	3.52	1.39	3949
佛山顺德陈村锦龙工业区地块	顺德区陈村镇	3.9	3.46	100%	13.49	1.35	1000
鞍山东山项目	铁东区	30.4	1.8	100%	54.72	4.56	833
重庆高新园 I 分区项目	北部新区高新园	13.8	2.7	100%	37.26	6.6	1771
重庆高新园 H 分区项目	北部新区高新园	4.1	3.5	100%	14.35	2.92	2035
重庆河运校地块	渝中区	10.5	5.1	100%	53.55	11.12	2077
上海七宝 35 号北配套商品房项目	闵行区七宝镇	3.9	1.8	51%	3.58	0.79	2207
合计		147.1			333.2	74.71	2252

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所

表 3：万科 09 年 7 月 1 日-8 月 4 日新增项目

城市	项目名称	地理位置	权益	占地 (平米)	规划建面 (平米)	权益建面 (平米)	楼面地价 (元/M ²)	进度
中山	库充地块	东区	100%	76387	87960	87960	-	前期
武汉	城市花园后期	东西湖区	100%	230972	346800	346800	-	前期
佛山	顺德登州地块	顺德区	49%	284036	710092	347945	-	前期
广州	金沙洲 B04 地块	白云区	100%	17207	30973	30973	-	前期
合计 (总地价 35.2 亿)				608602	1175825	813678	4330	

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所

经营管理能力突出，财务状况更趋稳健

年初，公司提出年内将管理费用、销售费用占营业收入的比例较 08 年降低 20%。上半年，通过简化管理动作，实行费用预算硬约束和严格监督等措施，以及在营销上加强市场和客户研究、优化广告投放等行动，使管理费用和销售费用分别同比降低了 30%和 22%，两项费用合计占营业收入的比例同比降低了 42%。

报告期末，公司持有货币资金 269 亿元，比 08 年末增加 69 亿元，净负债率 10.7%，比 08 年末下降 22.4 个百分点，预收款近 300 亿，同比增长 13%，比 08 年末增长 25%，扣除预收款后的资产负债率为 42%，财务状况更为稳健。

上调 09-11 年业绩预测，维持“推荐”评级

作为行业领跑者，公司拥有良好的治理结构、前瞻性的战略和强大执行力。我们认为，公司在增长方式由“规模速度”向“质量效益”转型的过程中，未来仍能保持稳健增长，预计 09 年销售额有望突破 600 亿元，实现营业收入 450 亿元，未来三年复合增长率有望保持在 30% 左右，我们上调公司 09-11 年 EPS，由原来的 0.45 元、0.60 元和 0.75 元分别上调至 0.51 元、0.66 元和 0.81 元，对应 PE 分别为 26 倍、20 倍和 16 倍，NAV 为 7.37 元（表 5），维持“推荐”投资评级（财务预测与估值见附表 1）。

表 5: NAV 估值

单位：百万元

在建项目预期收益的净现值	19800
土地储备重估权益增值	32000
帐面净资产	29278
小计	81078
股本	10995
RNAV	7.37

资料来源：国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	19978	20000	20000	20000	营业收入	40992	44681	58085	72607
应收款项	4419	3988	5184	6480	营业成本	25005	27234	35405	44256
			11336	14186	营业税金及附加	4534	4686	6091	7614
存货净额	85899	87075	5	3	销售费用	1860	1609	2091	2614
其他流动资产	3161	6545	8508	10635	管理费用	1531	1340	1743	2178
流动资产合计	11345	11760	14705	17897	财务费用	657	959	1178	1692
固定资产	1454	40	34	33	投资收益	209	200	200	200
无形资产及其他	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1249)	0	0	0
投资性房地产	1841	1841	1841	1841	其他收入	0	0	0	0
长期股权投资	2486	2486	2486	2486	营业利润	6365	9053	11778	14452
资产总计	11923	12197	15141	18333	营业外净收支	(43)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	17866	16389	27611	39248	利润总额	6322	9053	11778	14452
应付款项	12896	14224	18518	23174	所得税费用	1682	2610	3395	4166
其他流动负债	33791	33816	44020	55081	少数股东损益	607	869	1130	1387
			11750		归属于母公司净利润	4033	5575	7252	8899
流动负债合计	64554	64429	90150	3	现金流量表 (百万元)				
长期借款及应付债券	14942	14942	14942	14942		2008	2009E	2010E	2011E
其他长期负债	922	922	922	922	净利润	4033	5575	7252	8899
长期负债合计	15864	15864	15864	15864	资产减值准备	1250	1352	(75)	(94)
			10601	13336	折旧摊销	94	265	284	298
负债合计	80418	80293	4	7	公允价值变动损失	1249	0	0	0
少数股东权益	6927	7312	7814	8430	财务费用	657	959	1178	1692
股东权益	31892	34367	37588	41540	营运资本变动	(7916)	(1424)	(15025)	(16299)
负债和股东权益总计	11923	12197	15141	18333	其它	(1094)	(966)	576	710
	7	3	6	7	经营活动现金流	(2385)	4801	(6987)	(6486)
					资本开支	(702)	(203)	(203)	(203)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(749)	(203)	(203)	(203)
					权益性融资	473	0	0	0
					负债净变化	(7188)	0	0	0
					支付股利、利息	(3002)	(3099)	(4032)	(4948)
					其它融资现金流	25973	(1477)	11222	11637
					融资活动现金流	6066	(4576)	7190	6689
					现金净变动	2932	22	0	0
					货币资金的期初余额	17047	19978	20000	20000
					货币资金的期末余额	19978	20000	20000	20000
					企业自由现金流	(2608)	5621	(5866)	(4856)
					权益自由现金流	16177	3462	4518	5576

资料来源: 国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.37	0.51	0.66	0.81
每股红利	0.27	0.28	0.37	0.45
每股净资产	2.90	3.13	3.42	3.78
ROIC	9%	10%	12%	12%
ROE	13%	16%	19%	21%
毛利率	39%	39%	39%	39%
EBIT Margin	20%	22%	22%	22%
EBITDA Margin	20%	23%	22%	22%
收入增长	15%	9%	30%	25%
净利润增长率	-17%	38%	30%	23%
资产负债率	73%	72%	75%	77%
息率	2.1%	2.1%	2.8%	3.4%
P/E	36.1	26.1	20.1	16.4
P/B	4.6	4.2	3.9	3.5
EV/EBITDA	27.7	22.4	19.3	17.2

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈焯	010-82254212					王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				