

万通地产

600246

增持/ 维持评级

股 价	2009/08/10
RMB12.14	

基础数据

总股本（百万股）	1014
流通 A 股（百万股）	489
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5931

财务数据

市净率 (X)	4.43
TRACING P/E (X)*	38.67
EPS (元)	0.07
股息率 (%)	2.88

*最近四季盈利计算。

相关研究

《厚积而薄发》（增持）（20090712）

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

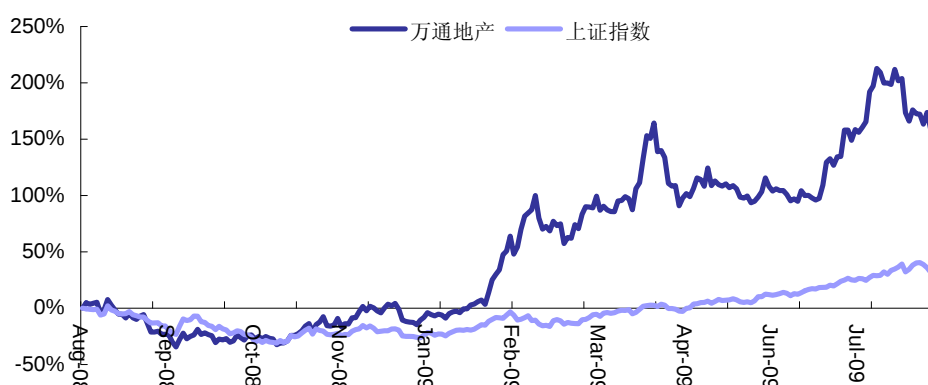
项目集中结算是业绩下滑的主因

--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)	4840.7	607.3	3374	4444	6132
(+/-%)	122.4	-73.1	-30	32	38
归属母公司净利润(百万元)	527.4	73.6	489	560	721
(+/-%)	219.8	-74.0	-7	15	29
EPS(元)	0.52	0.07	0.48	0.55	0.71
P/E(倍)	23.3	167.3	25.18	21.98	17.07

- 公司今日披露 09 年中报：实现营业收入 6.1 亿，同比下降 73.1%；实现营业利润 0.9 亿，同比下降 86.6%；实现归属母公司利润 0.7 亿，同比下降 74%。上半年实现每股收益 0.07 元。
- 上半年业绩同比大幅下滑的原因主要在于去年同期北京新城国际四期和天津新城国际一期集中结算，而今年重点在售项目还未开始结算所致。
- 受益市场回暖，公司现金和预收款大量增加，根据项目施工进度测算，预收款中预计有 13 亿左右可在年内结算，加上上半年 6.1 亿的营业收入，我们预测公司全年约 34 亿的收入已锁定 56%。公司财务状况继续保持良好的，报告期末公司剔除预收款后资产负债率下降至 35.7%。公司期末有息负债率 27.7%，继续保持在 30%之内。
- 上半年公司京津优势地位得以进一步加强。公司与天津生态城公司签署了战略合作框架协议，合作开发中新天津生态城项目。公司还在河北省香河县获取四宗国有土地使用权，合计土地面积 53.3 万平米。
- 公司并未披露上半年的销售情况，从我们的测算来看，公司上半年的销售业绩同比会有增长，但增速会明显低于市场整体水平。我们认为公司的发展战略以及产品定位是销售业绩平淡的主要原因。
- 由于公司上半年获得政府补助 8.6 亿，我们适当上调公司 09 年的盈利水平，调整后公司 09-10 年 EPS 分别为 0.48 元和 0.55 元，对应 PE 分别为 25X 和 22X。维持增持评级。

最近 52 周股价表现



业绩大幅下滑缘自去年同期项目集中结算

公司今日披露 09 年中报:实现营业收入 6.1 亿,同比下降 73.1%;实现营业利润 0.9 亿,同比下降 86.6%;实现归属母公司利润 0.7 亿,同比下降 74%。上半年实现每股收益 0.07 元。

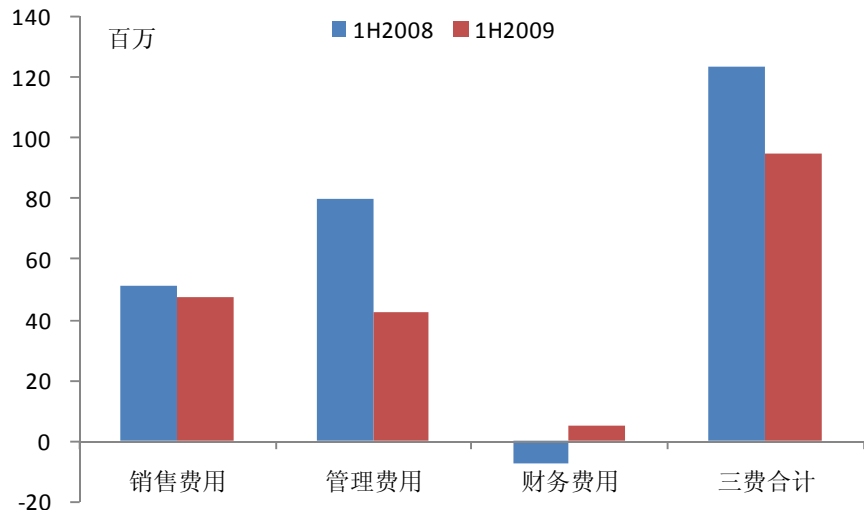
公司上半年业绩同比大幅下滑的原因主要在于去年同期北京新城国际四期和天津新城国际一期集中结算,而今年重点在售项目天津上游国际一期、天津新城东路一期、天津广厦富城二期以及交大绿岭一期主体还未开始结算所致。上半年结算总体较为分散,占收入比重较高的项目有北京新新小镇和天津新城国际等。

由于去年同期重点结算项目北京新城国际四期毛利率较高,导致今年上半年结算毛利率水平出现了同比下滑,由去年同期的 47.2%下降至 44.4%。主营业务税金率则出现较大幅度提升,从 16.2%上升至 24.6%。

三费方面:由于营业收入的大幅下滑,导致三项费用率均出现了较大幅度的提升,其中销售费用率从去年同期的 2.3%上升至 7.8%;管理费用率从 3.5%上升至 7.0%;财务费用率从-0.3%上升至 0.9%。但从绝对值来看,销售费用和管理费用支出均出现了下降,财务费用虽有上升但总量也不大,可见公司费用控制方面还是有所改善的。

毛利率的下降、主营业务税金率以及三项费用率的上升合力导致了公司营业利润下滑幅度超过了收入下降幅度。

图 1、公司三项费用支出总额同比有下降



数据来源:公司公告,联合证券研究所

现金和预收款大幅增加,财务状况保持良好

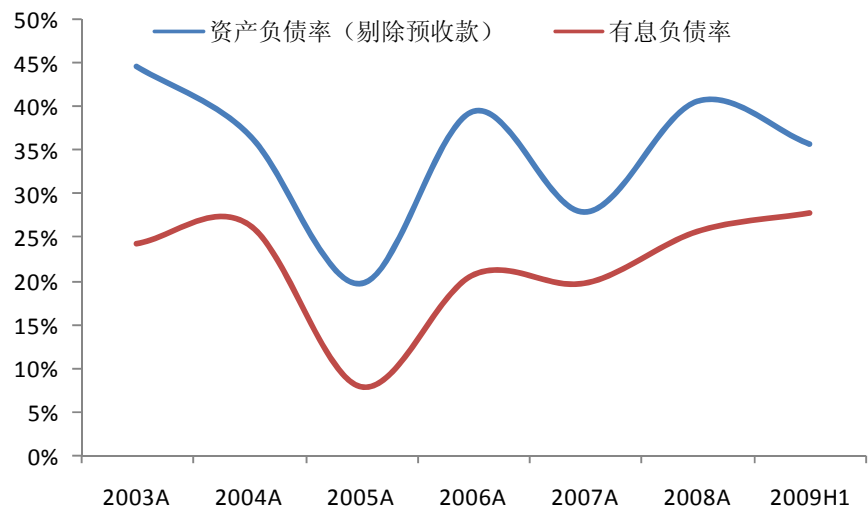
受益市场回暖,加上上半年公司结算较少,报告期内公司预收款劲增了 10.4 亿,报告期末预收款余额达到 21.1 亿。根据项目施工进度测算,预收款中预计有 13

亿左右可在年内结算, 加上上半年 6.1 亿的营业收入, 我们预测公司全年约 34 亿的收入已锁定 56%。

上半年公司现金加速流入, 销售商品、提供劳务收到现金 16.4 亿, 比去年同期增加了 4 亿, 加上资金流出的减少, 公司上半年经营活动产生的现金流量净额达到 4.9 亿, 而去年同期还是-5.7 亿。最终公司报告期内现金增加 2.6 亿, 期末现金余额达到 11.5 亿。

公司反周期战略在财务应用上主要体现为保利低负债水平下的稳健增长。报告期末公司剔除预收款后资产负债率仅为 35.7%, 相比年初下降了 4.8%。公司期末有息负债率 27.7%, 继续保持在 30%之内。

图 2、财务状况保持良好



数据来源: 公司公告, 联合证券研究所

注: 有息负债率 = (短期借款 + 一年内到期长期借款 + 长期借款 + 应付债券 + 应付利息) / 总资产

京津优势地位进一步巩固

公司在区域战略发展方面秉承资源优势集中策略, 具体来说就是“立足京津”。上半年公司在北京和天津继续扩充了土地资源, 区域优势地位得以进一步巩固。

在天津, 公司与天津生态城公司签署了战略合作框架协议, 合作开发中新天津生态城项目, 且确定将天津生态城起步区 05-08-05-01 地块的开发作为战略合作的启动项目。

此外, 公司还于 7 月 17 日通过摘牌方式获得河北省香河县四宗国有土地使用权, 地块合计 53.3 万平米, 土地总价款为 4.8 亿, 地面地价款仅为 900 元/平米。香河距北京市中心仅 45 公里, 未来市场发展空间广阔, 香河拿地也是符合公司“立足京津”的战略发展。

销售平淡的背后是公司定位以及发展战略的不同

公司上半年销售金额 (期末预收款 + 结算收入 - 期初预收款) 为 16.4 亿, 而去年同

期这一数值为 16.8 亿,考虑到去年年初 31.8 亿的预收款中并未包含成都项目,所以去年上半年实际的销售金额应该要低于 16.8 亿,我们的判断是公司上半年销售业绩同比会有增长,但增速明显低于市场整体水平。

我们认为公司销售业绩平淡的原因主要在于公司的发展战略以及产品定位。不同于国内一般的房地产开发商,公司财务杠杆较低,也不过多追求高周转率,在反周期战略的运用下,公司追求的是“保持低负债下的稳健增长”,我们较难期待公司在顺周期会出现业绩的爆发式增长。此外,公司定位中高端,这在一定程度上影响了公司的销售业绩。

维持增持评级

由于公司上半年获得政府补助 8.6 亿,我们适当上调公司 09 年的盈利水平,调整后公司 09-10 年 EPS 分别为 0.48 元和 0.55 元,对应 PE 分别为 25X 和 22X。维持增持评级。

表 1、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	6716	7663	8954	10461	营业收入	4841	3374	4444	6132
现金	891	675	667	613	营业成本	2736	2022	2640	4024
应收账款	9	21	16	16	营业税金及附加	636	408	522	575
其他应收款	23	19	20	20	营业费用	123	88	116	158
预付账款	1018	841	1060	1635	管理费用	156	155	189	240
存货	4768	6014	7098	8097	财务费用	0	6	20	5
其他流动资产	7	93	94	79	资产减值损失	64	0	0	0
非流动资产	669	1299	1265	1254	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	381	380	380	380	投资净收益	-17	0	0	110
固定资产	17	16	15	15	营业利润	1108	695	957	1239
无形资产	1	1	1	0	营业外收入	111	86	0	0
其他非流动资产	270	902	869	859	营业外支出	3	3	0	0
资产总计	7385	8962	10218	11715	利润总额	1216	778	957	1239
流动负债	2626	3597	4133	4719	所得税	385	194	239	310
短期借款	0	1318	1139	801	净利润	831	583	718	929
应付账款	675	593	733	1138	少数股东损益	304	95	158	208
其他流动负债	1951	1687	2261	2780	归属母公司净利润	527	489	560	721
非流动负债	1433	1633	1833	2033	EBITDA	1142	711	989	1257
长期借款	1433	1633	1833	2033	EPS (元)	1.04	0.48	0.55	0.71
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	4059	5230	5966	6752	主要财务比率				
少数股东权益	440	535	693	901		2008	2009E	2010E	2011E
股本	507	1014	1014	1014	成长能力				
资本公积	1696	1189	1189	1189	营业收入	122.4%	-30.3%	31.7%	38.0%
留存收益	682	994	1356	1859	营业利润	185.7%	-37.3%	37.8%	29.4%
归属母公司股东权益	2886	3197	3560	4062	归属于母公司净利润	219.8%	-7.3%	14.6%	28.8%
负债和股东权益	7385	8962	10218	11715	获利能力				
					毛利率 (%)	43.5%	40.1%	40.6%	34.4%
现金流量表					净利率 (%)	10.9%	14.5%	12.6%	11.8%
					ROE (%)	18.3%	15.3%	15.7%	17.8%
					ROIC (%)	20.5%	10.2%	12.8%	14.7%
	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	-639	-898	200	196	资产负债率 (%)	55.0%	58.4%	58.4%	57.6%
净利润	831	583	718	929	净负债比率 (%)	46.36%	65.98%	58.19%	49.38%
折旧摊销	34	11	12	13	流动比率	2.56	2.13	2.17	2.22
财务费用	0	6	20	5	速动比率	0.74	0.46	0.45	0.50
投资损失	17	0	0	-110	营运能力				
营运资金变动	-1577	-1467	-572	-638	总资产周转率	0.63	0.41	0.46	0.56
其他经营现金流	56	-31	22	-4	应收账款周转率	372	213	231	360
投资活动现金流	-51	-703	-12	113	应付账款周转率	4.59	3.19	3.98	4.30
资本支出	359	0	0	0	每股指标 (元)				
长期投资	265	607	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.48	0.55	0.71
其他投资现金流	573	-96	-12	113	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.63	-0.89	0.20	0.19
筹资活动现金流	-510	1386	-196	-362	每股净资产 (最新摊薄)	2.85	3.15	3.51	4.01
短期借款	-119	1318	-179	-338	估值比率				
长期借款	-27	200	200	200	P/E	23.34	25.18	21.98	17.07
普通股增加	0	507	0	0	P/B	4.27	3.85	3.46	3.03
资本公积增加	0	-507	0	0	EV/EBITDA	11	18	13	10
其他筹资现金流	-364	-132	-217	-224					
现金净增加额	-1197	-216	-8	-53					

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。