

2009 年 08 月 26 日

市场数据(人民币)

市价(元)	10.95
已上市流通A股(百万股)	9,416.25
总市值(百万元)	120,397.55
年内股价最高最低(元)	14.45/5.20
沪深 300 指数	3172.39
深证成指	11995.03
2007 年股息率	0.61%


相关报告

- 1 《增长来自费用控制和坏账冲回》，2009.8.4
- 2 《存货减 现金增 主要压力在于有效拓展资源》，2009.4.27
- 3 《耐心等待扩张时机的到来》，2009.3.10
- 4 《对市场判断较为谨慎》，2008.10.28

曹旭特

 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

万 科 A (000002.SZ)

——唯一可行的融资方案


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.493	0.705	0.367	0.475	0.686	0.804
净利润增长率	59.56%	124.83%	-16.74%	29.53%	44.37%	17.22%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.457	N/A	N/A
市盈率(倍)	31.31	40.91	17.58	23.03	15.95	13.61
行业优化市盈率(倍)	40.46	72.52	22.42	22.42	22.42	22.42
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	0.53	0.33	-1.05	0.91	0.48	0.35
已上市流通A股(百万股)	3,256.67	5,885.16	9,416.25	9,416.25	9,416.25	9,416.25
总股本(百万股)	4,369.90	6,872.01	10,995.21	10,995.21	10,995.21	10,995.21

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

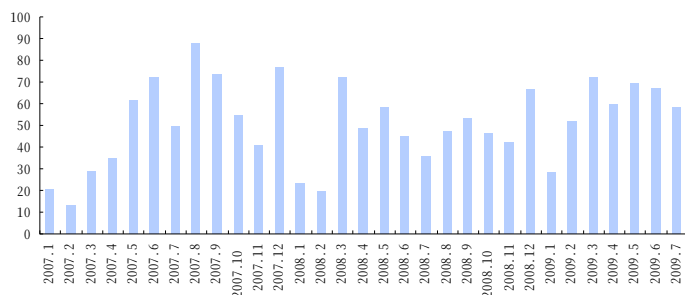
基本结论

- **融资方案：**万科计划公开发行股票方式融资，数量不超过总股本的 8%，即不超过 8.8 亿股，募集资金净额不超过 112 亿元，如果按募集资金上限和募集股数上限来发行，发行价格为 12.7 元/股。
- **定价方式。**公开增发不存在锁定价格问题，在得到证监会批准后，开始刊登招股意向书，按不低于公告招股意向书前二十个交易日均价或前一个交易日均价两者之一确定增发价格。
- **我们认为公司在这个时点选择公开增发是唯一可行的融资方式。**
 - ◆ 相对公开增发，定向增发的难度更小，但定增对万科这样资产规模庞大公司不合适，因为定增要求发行对象不超过 10 个，按 112 亿元融资规模，平均每个发行对象要参与 11.2 亿元，有能力和意愿参与的机构数量不会太多，所以在保利、金地、招商都公告定增融资方式后，资产规模更大的万科采取公开增发融资方式；
 - ◆ 万科的融资姗姗来迟也和市场的整体环境有关，前期公开增发获得批准的难度较大，IPO 重启后公开融资难度降低，历来在资本市场走在前列的万科当然也要抓住本次融资机会。
- **业绩安全性和弹性有多大？**
 - ◆ 首先明确一点，未来公司期间费用会有一定程度下降。因为 09 年开始公司不用计提股权激励基金，并且由于销售的转好，营业费率也会有一定程度降低，所以未来万科将会实现一定程度的内涵式增长。
 - ◆ 公司 08 年报显示账面预收款达到 239 亿元，09 年 1—7 月份销售额 359 亿元，减去 09 年中期结算的 218 亿元，公司尚有 380 亿元可结算资源，我们预计公司 09 全年结算收入 495 亿元，因此公司**目前已经完成 09 年结算任务并可以有 103 亿元留至明年结算。**
 - ◆ 09 年上半年公司的可售资源不够丰富，因为 08 年公司新开工面积同比下降了 33%，09 年上半年公司的新开工面积也只有约 190 万平米，只

占全年计划新开工的 32%。预计 09 年下半年新开工将会有明显上升，可售资源也会更加丰富，09 上半年公司销售额 308 亿元，预计下半年销售额应不低于上半年，假设下半年可实现 350 亿元销售额，公司至年底的预收款会达到约 400 亿元，我们预计公司 2010 年为实现 0.69 元每股收益将完成 643 亿元收入，按此计算公司至 09 年底的预收款会达到 2010 年全年收入的 61%，具有一定安全边际。

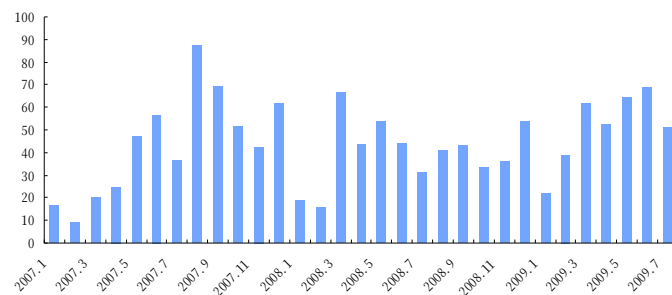
- ◆ 此外公司在 08 年计提了 12.3 亿元存货跌价准备，由于房价的上涨公司中期转回了 2.2 亿元，剩余约 10.1 亿元跌价准备在未来仍有转回的可能。
- **投资建议。**预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.48 和 0.69 元，目前市盈率水平为 23 倍和 16 倍，如果本次增发完成，股本增加上限为 8%，摊薄市盈率将为 24.8 和 17.8 倍，对业绩的摊薄并不明显，本次融资应是市场可以接受的方案，建议买入。

图表1：公司历月销售面积 单位：万平方米



来源：国金证券研究所

图表2：公司历月销售金额 单位：亿元



图表3：公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	17,848	35,527	40,992	49,500	63,360	76,032	货币资金	10,744	17,047	19,978	13,000	13,000	13,000
增长率		99.0%	15.4%	20.8%	28.0%	20.0%	应收款项	1,036	3,629	4,419	4,747	5,815	6,978
主营业务成本	-11,202	-20,607	-25,005	-33,503	-42,549	-51,910	存货	30,805	66,473	85,899	91,789	116,572	142,218
% 销售收入	62.8%	58.0%	61.0%	67.7%	67.2%	68.3%	其他流动资产	2,093	8,284	3,161	20,104	25,531	25,957
毛利	6,646	14,919	15,987	15,997	20,811	24,122	流动资产	44,678	95,433	113,456	129,639	160,919	188,153
% 销售收入	37.2%	42.0%	39.0%	32.3%	32.8%	31.7%	% 总资产	92.1%	95.3%	95.2%	96.7%	97.4%	97.7%
营业税金及附加	-1,574	-4,116	-4,534	-5,364	-6,324	-7,328	长期投资	3,253	3,205	2,852	2,853	2,852	2,852
% 销售收入	8.8%	11.6%	11.1%	10.8%	10.0%	9.6%	固定资产	510	846	1,454	1,509	1,500	1,489
营业费用	-626	-1,195	-1,860	-1,337	-1,584	-1,901	% 总资产	1.1%	0.8%	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%
% 销售收入	3.5%	3.4%	4.5%	2.7%	2.5%	2.5%	无形资产	67	7	25	10	20	29
管理费用	-852	-1,764	-1,531	-1,337	-1,521	-1,673	非流动资产	3,830	4,662	5,780	4,374	4,373	4,371
% 销售收入	4.8%	5.0%	3.7%	2.7%	2.4%	2.2%	% 总资产	7.9%	4.7%	4.8%	3.3%	2.6%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	3,595	7,845	8,061	7,960	11,382	13,221	资产总计	48,508	100,094	119,237	134,013	165,292	192,524
% 销售收入	20.1%	22.1%	19.7%	16.1%	18.0%	17.4%	短期借款	3,806	8,594	17,866	21,084	27,664	29,397
财务费用	-140	-360	-657	-66	-140	-137	应付款项	17,400	38,634	46,810	50,528	64,390	77,657
% 销售收入	0.8%	1.0%	1.6%	0.1%	0.2%	0.2%	其他流动负债	711	1,584	-81	390	342	309
资产减值损失	0	-19	-1,268	0	0	0	流动负债	21,917	48,812	64,595	72,001	92,395	107,363
公允价值变动收益	0	-22	19	0	0	0	长期贷款	9,511	16,362	9,174	12,174	15,174	18,174
投资收益	-65	208	209	0	0	0	其他长期负债	74	1,001	6,648	5,768	5,768	5,768
% 税前利润	n.a	2.7%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	31,502	66,175	80,418	89,943	113,338	131,305
营业利润	3,390	7,653	6,365	7,894	11,242	13,084	普通股股东权益	14,882	29,279	31,892	36,289	43,281	51,573
营业利润率	19.0%	21.5%	15.5%	15.9%	17.7%	17.2%	少数股东权益	2,124	4,641	6,927	7,781	8,673	9,647
营业外收支	6	-11	-43	0	3	3	负债股东权益合计	48,508	100,094	119,237	134,013	165,292	192,524
税前利润	3,397	7,642	6,322	7,894	11,245	13,087	比率分析						
利润率	19.0%	21.5%	15.4%	15.9%	17.7%	17.2%		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
所得税	-1,088	-2,324	-1,682	-1,816	-2,811	-3,272	每股指标						
所得税率	32.0%	30.4%	26.6%	23.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.493	0.705	0.367	0.475	0.686	0.804
净利润	2,308	5,318	4,640	6,079	8,434	9,815	每股净资产	3.406	4.261	2.901	3.300	3.936	4.690
少数股东损益	154	473	607	854	892	974	每股经营现金净流	-0.692	-1.519	-0.014	-1.142	-0.790	-0.349
归属于母公司的净利	2,155	4,844	4,033	5,224	7,542	8,841	每股股利	0.150	0.100	0.050	0.050	0.050	0.050
净利率	12.1%	13.6%	9.8%	10.6%	11.9%	11.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.48%	16.55%	12.65%	14.40%	17.43%	17.14%
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	总资产收益率	4.44%	4.84%	3.38%	3.90%	4.56%	4.59%
净利润	2,155	5,318	4,640	6,079	8,434	9,815	投入资本收益率	8.05%	9.12%	8.16%	7.38%	8.49%	8.66%
少数股东损益	154	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	68	129	1,374	66	70	72	主营业务收入增长率	69.04%	99.05%	15.38%	20.76%	28.00%	20.00%
非经营收益	205	-196	-415	823	276	273	EBIT增长率	74.53%	118.31%	2.76%	-1.26%	42.99%	16.15%
营运资金变动	-5,606	-15,788	-4,757	-19,520	-17,465	-14,000	净利润增长率	59.56%	124.83%	-16.74%	29.53%	44.37%	17.22%
经营活动现金净流	-3,024	-10,538	842	-12,553	-8,685	-3,840	总资产增长率	120.57%	106.35%	19.12%	12.39%	23.34%	16.48%
资本开支	-125	-257	-210	-108	-66	-67	资产管理能力						
投资	-1,505	-405	-3,009	-1	0	0	应收账款周转天数	7.6	6.3	8.0	5.0	3.5	3.5
其他	78	-3,942	375	0	0	0	存货周转天数	743.8	861.5	1,112.1	1,000.0	1,000.0	1,000.0
投资活动现金净流	-1,552	-4,604	-2,844	-109	-66	-67	应付账款周转天数	151.0	151.0	175.2	62.0	62.0	62.0
股权募资	5,502	11,950	473	0	0	0	固定资产周转天数	10.4	5.9	11.3	9.6	7.3	5.9
债权募资	7,169	11,402	8,395	6,203	9,580	4,733	偿债能力						
其他	-600	-2,007	-3,058	-519	-829	-826	净负债/股东权益	15.12%	23.32%	33.05%	59.06%	68.53%	65.89%
筹资活动现金净流	12,071	21,345	5,810	5,683	8,751	3,907	EBIT利息保障倍数	25.6	21.8	12.3	121.2	81.2	96.6
现金净流量	7,495	6,203	3,808	-6,978	0	0	资产负债率	64.94%	66.11%	67.44%	67.12%	68.57%	68.20%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	7	19	24	44
买入	0	5	7	11	30
持有	0	0	0	0	9
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.42	1.32	1.32	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-12-18	买入	16.83	N/A
2 2008-03-20	买入	15.38	N/A
3 2008-04-23	买入	14.72	N/A
4 2008-10-15	买入	9.87	N/A
5 2008-10-23	买入	5.87	N/A
6 2009-03-10	买入	7.81	N/A
7 2009-04-27	买入	8.00	N/A
8 2009-08-04	买入	13.31	N/A

来源：国金证券研究所

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，敬请参阅最后一页之特别声明，最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

