

买入 调高

万通地产（600246）

2009 年 11 月 9 日

深耕天津、布局海南、业绩复苏

2009 年 11 月 6 日收盘价 11.53 元，6 个月目标价 15.00 元

房地产行业分析师：帅虎

shuaih@htsec.com

021-23219401

投资建议：在前期行业销售反弹之后，公司相关项目销售超越预期，业绩复苏迹象明显。公司近年业绩主要依靠天津项目，如新城国际、万通华府、上北新新家园、上游国际等；公司继续深耕天津，在与泰达继续合作开发泰达城后续项目之外，正参与天津生态城起步区的开发。在经历地震影响后，成都项目已步入正轨，除香洲项目毛利率较低之外，其余项目盈利前景较为乐观。最后，公司已布局海南，参与开发三亚奥林匹克国际村项目，或将间接受益于海南旅游岛规划。预测公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.69 元。公司携手泰达、深耕天津的战略开始体现成效，全国化布局初具规模，业绩有望超越预期；因此，我们调高对公司的投资评级至“买入”，给予其 6 个月目标价 15.00 元。

1. 在前期行业销售反弹之后，公司相关项目销售超越预期，业绩复苏迹象明显。公司近年业绩主要依靠天津项目，如新城国际、万通华府、上北新新家园、上游国际等；公司继续深耕天津，在与泰达继续合作开发泰达城后续项目之外，正参与天津生态城起步区的开发。在经历地震影响后，成都项目已步入正轨，除香洲项目毛利率较低之外，其余项目盈利前景较为乐观。至于河北香河项目，现处规划深化阶段，将自 2011 年之后贡献业绩。最后，公司已布局海南，参与开发三亚奥林匹克国际村项目，或将间接受益于海南旅游岛规划。

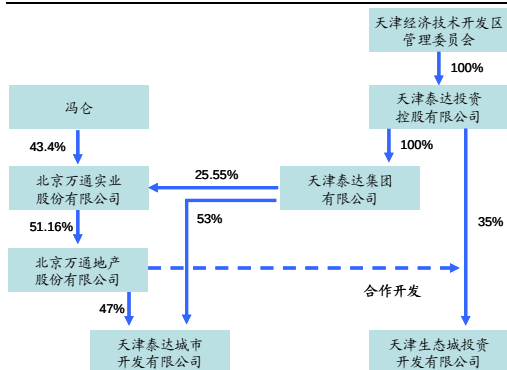
表 1 公司项目储备情况

项目名称	物业类型	建筑面积（千平米）	权益比例	权益建筑面积（千平米）
北京龙山新新小镇	别墅	110	100%	110
北京天竺项目	别墅、高层	28	63%	18
北京万通中心	写字楼	56	100%	56
天津新城国际	住宅	359	100%	359
天津万通华府	住宅	215	100%	215
天津上北新新家园	住宅	315	100%	315
天津上游国际	住宅	359	65%	233
天津空港	住宅	152	100%	152
天津泰达城 R1、R3、R5 地块	住宅	950	47%	447
成都香洲	住宅	342	51%	175
成都绿岭	住宅	388	51%	198
成都红墙巷	住宅	53	51%	27
成都金府路	住宅	145	51%	74
杭州万通中心	写字楼	95	100%	95
河北香河项目	别墅	570	100%	570
合计		4136		3042
海南三亚奥林匹克国际村	一二级联动开发	350	44%	154
天津中新生态城	一二级联动开发	待定		

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司继续贯彻携手泰达、深耕天津的策略，已获取泰达股份持有的泰达城开 47% 股权，后者拥有对红桥区 R1、R3、R5 地块的开发权，建筑面积约 95 万平方米，项目紧邻公司上游国际项目，为泰达城项目的一部分。

图 1 公司与泰达集团的合作关系



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 泰达城区域规划图



资料来源：互联网，海通证券研究所

另外，公司已与泰达集团（该公司为万通实业的第二大股东，而后者为万通地产控股股东）的大股东——泰达控股签定协议，得以参与天津中新生态城的开发。中新生态城占地 30 平方公里（起步区占地 3 平方公里），建设周期 10-15 年，总建筑面积达 2500 万平方米，其中住宅面积 1500 万平方米、商业和产业面积 1000 万平方米。

其中，该项协议规定，双方将以天津中新生态城建设为契机，致力于生态住宅建设；同时，双方将在天津生态城合作设立一家项目公司，以此为平台对生态城区域持续进行生态住宅的市场化开发；最后，双方同意将天津生态城起步区 05-08-05-01 地块的开发作为战略合作框架协议协议的启动项目。在启动项目后，甲乙双方将根据市场需求持续开发生态城其他区域。泰达控股承诺：在同等条件下，项目公司将享受生态城区域内进行开发的所有开发商中最优惠的土地价格和最优惠的综合配套费用。

目前，公司已开始起步区 14 万平米项目的建设。显然，该项目对公司近期业绩刺激有限；但就长期而言，公司将有望持续受益，不断获取相关土地储备。

图 3 天津中新生态城区位图



资料来源：互联网，海通证券研究所

图 4 天津中新生态城规划图



资料来源：互联网，海通证券研究所

至于公司新近获取的河北香河项目，占地面积 53.3 万平方米，将建设以生态型别墅为主的“万通镇”。另外，公司与中体产业合作开发的三亚海棠湾项目，占地面积达 2200 亩，建筑面积约 35 万平方米；以奥林匹克为主题，包含文化、运动、会议、度假、商业等五大功能区，总投资预计 52 亿元，整体计划开发 7 年。随着海南旅游岛规划的出台，该项目或有望间接受益。

当然，上述公司于 2009 年新近获取的项目，对公司短期业绩影响有限。目前，公司业绩仍主要来自于天津项目，如新城国际、万通华府、上北新家园、上游国际等。在经历地震影响后，成都项目已步入正轨，除香洲项目毛利率较低之外，其余项目盈利前景较为乐观。至于北京项目，对公司业绩影响不大。

综合而言，在行业销售大幅反弹之后，公司项目销售情况良好，业绩随之复苏，有望超越市场预期。在公司携手泰达、深耕天津多年之后，天津各项目开始进入结算高峰，而全国化布局也初具规模，公司发展有望再次加速。

表2 2009-2011年公司结算面积与结算收入

	结算面积(千平方米)		结算收入(百万元)	
	2009E	2010E	2009E	2010E
北京龙山项目	35	31	601	532
北京天竺项目	0	25	0	271
天津新城国际三期	54	54	490	490
天津上游国际	30	70	328	775
天津万通华府	37	54	653	942
天津上北新新家园	25	72	198	572
天津空港项目	0	0	0	0
成都香洲项目	110	55	394	197
成都绿岭项目	118	118	705	705
成都红墙巷	0	0	0	0
成都金府路	0	0	0	0
北京万通中心			45	62
杭州万通中心			0	0
合计	409	478	3413	4546

资料来源:公司公告,海通证券研究所

2. 盈利预测与投资建议。预测公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.69 元。公司携手泰达、深耕天津的战略开始体现成效,全国化布局初具规模,业绩有望超越预期;因此,我们调高对公司的投资评级至“买入”,给予其 6 个月目标价 15.00 元。其中,项目结算面积与结算收入请参见表 2。

表3 公司利润表预测(百万元)

	2007	2008	3Q2009	2009E	2010E
一、营业总收入	2176	4841	1498	3413	4546
减:营业成本	1343	2736	808	1684	2174
营业税金及附加	249	636	258	448	570
销售费用	101	123	79	166	212
管理费用	111	156	71	187	257
财务费用	-12	0	9	154	249
资产减值损失	-3	64	67	67	0
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-17	-2	-2	0
二、营业利润	388	1108	205	706	1083
加:营业外收入	60	111	106	106	0
减:营业外支出	2	3	3	3	0
三、利润总额	446	1216	307	809	1083
减:所得税费用	171	385	113	236	278
四、净利润	275	831	194	574	805
归属于母公司所有者的净利润	165	527	160	526	700
少数股东损益	110	304	34	48	105
五、每股收益(元)	0.37	1.04	0.16	0.52	0.69
六、总股本(百万股)	507	507	1014	1014	1014

资料来源:公司公告,海通证券研究所

3. 不确定性因素。

系统性风险；行业调控趋势日益明显；全国化布局仍有待加强。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、北京城建、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、华发股份、滨江集团、苏宁环球、万通地产、福星股份、嘉宝集团、ST 海星、ST 东源、中南建设、中粮地产、阳光城等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。