

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

回归蓝筹之旅—万科

事件描述

1月20日，我们就当前投资者关心的问题与公司高管交流

调研简介

一 销售情况

目前数据处于失真状态，12月签约少，认购多；1月认购少，签约多。同时去年年底透支一部分需求，预计2月份成交会变得很差。目前深圳市场以第三套为认定标准，第二套仍有擦边球；判断一线城市房贷一定会收紧。认为2010年房价已被绑定，全国销售量肯定出现下降，其原因为基数太大，同时面积的降幅大于金额的降幅，一线城市将幅比二线省会城市多。（原因为：房价、老人和收入不稳定人群的离开、人口置换开始、总人数不增加，改善为主、供给继续减少）

二线城市处于新一轮周期，物流贸易的转移、内向型经济发展、紧靠腹地等因素使公司更看好二线城市。但预计成交金额也会下降，成交量能够维持。

预计万科2010年下半年销售开始明显增加，2011年才能进行结算。预计**2010年一线城市下降**，整体推盘量在今年上半年都不会有很多。

二 土地储备

由于公司一线城市土地储备较少和目前一线城市拿地的要求，未来该区域商业比例在有所提升。土地储备重点还是二线省会城市，三线应该是下一轮的重点。目前对后许土地市场比较谨慎，价格回落有可能出现。

三 最担心政策覆水难收

原有的两类政策对行业影响比较大，南辕北辙类型，不抑制非理性需求，只拼命打压供给；烂尾政策，如90/70制度。

物业税并不担心，但房地产税，只是原来暂免征收，未来担心会有变化。另外政府的非市场化行为也比较担心，例如南京一房一价制度，由物价局审核房价，实属非理性政策。

四 新开工项目

2009年可能比计划略减少，最终达到550万平方米左右，比09年销售少100万平方米，2010年万科新开工有望出现大幅度增长。从全国数据来看，预计上半年开工会超过09年全年数量（开工畸形造成的），同比会有50%增长。万科关注房地产投资数据，滞后3-6月，而对新开工数据的理解为数据越大，行业现金流趋势越紧张。

五 毛利问题和成本

2010 年毛利水平可能会比 2008 年高，也许是短期历史高点；2009 年为 22%左右，2010 年预计能达到 28%以上；过往的经验教训让万科在思考如何能恢复产品溢价能力，万科自认为建筑品质提升很快。

万科未来希望在装修上节约成本，提升性价比，费用率可能会在 2010 年上升。结算总量有可能出现下降，会出现销售额和结算额不匹配现象。

六 怎么看待竞争对手和自己逐渐丰富的产品线

2010 年地王可能会让竞争对手休息，一直休息到明年下半年，销售规模第一是虚名。

丰富产品线是被迫行为，主要目前商业项目还是不赚钱的。2010 年新开工会增加旅游地产项目，例如海南区域；会逐渐考虑养老住宅以及海外市场的机会。

我们预计 09 到 11 年万科 EPS 分别为 0.52、0.67、0.83，维持“推荐”评级

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	40992	56700	68400	89388	货币资金	19978	18851	24473	20278
营业成本	25005	38595	44108	58487	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	15987	18105	24292	30901	应收账款	4419	6346	7655	10004
% 营业收入	39.0%	31.9%	35.5%	34.6%	存货	85899	97401	109417	145348
营业税金及附加	4534	4820	6156	8045	预付账款	3161	5066	5693	7566
% 营业收入	11.1%	8.5%	9.0%	9.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1860	2268	3078	4022	流动资产合计	113456	127664	147238	183196
% 营业收入	4.5%	4.0%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	167	167	167	167
管理费用	1531	1701	2531	3307	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.7%	3.0%	3.7%	3.7%	长期股权投资	2486	2486	2486	2486
财务费用	657	920	1310	1508	投资性房地产	198	198	198	198
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.9%	1.7%	固定资产合计	1454	1509	1582	1698
资产减值损失	1268	-382	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	19	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	209	0	0	0	递延所得税资产	1449	0	0	0
营业利润	6365	8779	11217	14018	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	15.5%	15.5%	16.4%	15.7%	资产总计	119237	132050	151698	187771
营业外收支	-43	0	0	0	短期贷款	17866	0	0	0
利润总额	6322	8779	11217	14018	应付款项	12896	21283	23915	31786
% 营业收入	15.4%	15.5%	16.4%	15.7%	预收账款	23946	33453	40356	52739
所得税费用	1682	2195	2804	3504	应付职工薪酬	518	844	949	1261
净利润	4640	6584	8413	10513	应交税费	-862	701	896	1155
归属于母公司所有者的净利润	4033.2	5741.6	7335.9	9167.7	其他流动负债	10190	16230	18731	24842
					流动负债合计	64554	72512	84847	111783
少数股东损益	607	843	1077	1346	长期借款	9174	9174	9174	9174
EPS（元/股）	0.37	0.52	0.67	0.83	应付债券	5900	5900	5900	5900
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	868	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	-78	-78	-78	-78
经营活动现金流净额	-34	18662	8204	-1089	负债合计	80418	87508	99844	126779
取得投资收益收回现金	76	0	0	0	归属于母公司所有者权益	31892	36772	43008	50800
长期股权投资	-2684	0	0	0					
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	6927	7769	8846	10192

固定资产投资	-210	-142	-171	-223	股东权益	38819	44542	51854	60992
其他	49	0	0	0	负债及股东权益	119237	132050	151698	187771
投资活动现金流净额	-2844	-142	-171	-223	基本指标				
债券融资	5760	0	0	0	EPS	0.367	0.522	0.667	0.834
股权融资	473	0	0	0	BVPS	2.90	3.34	3.91	4.62
银行贷款增加（减少）	2635	-17866	0	0	PE	26.61	18.69	14.63	11.71
筹资成本	3002	-1781	-2410	-2883	PEG	0.85	0.59	0.46	0.37
其他	-6004	0	0	0	PB	3.36	2.92	2.50	2.11
筹资活动现金流净额	5866	-19648	-2410	-2883	EV/EBITDA	16.90	10.58	7.76	6.53
现金净流量	2988	-1127	5622	-4196	ROE	12.6%	15.6%	17.1%	18.0%

分析师介绍

苏雪晶，天津财经大学国际金融专业毕业，从事房地产行业研究，具有房地产企业管理经验。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。