

2010 年 03 月 02 日

**市场数据(人民币)**

|              |            |
|--------------|------------|
| 市价(元)        | 9.44       |
| 已上市流通A股(百万股) | 9,656.09   |
| 总市值(百万元)     | 103,794.78 |
| 年内股价最高最低(元)  | 14.45/7.43 |
| 沪深 300 指数    | 3324.42    |
| 深证成指         | 12588.26   |
| 2008 年股息率    | 0.00%      |


**相关报告**

- 1 《蓝山开盘 减值冲回》，2009.11.29
- 2 《冲刺开始》，2009.11.6
- 3 《爱学习 执行力 内涵增长》2009.10.9

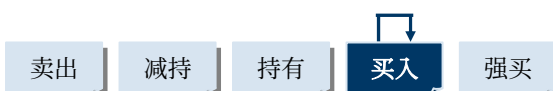
**分析师:曹旭特**

(8610)66211658  
caoxt@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)

——符合预期 内涵增长


**公司基本情况(人民币)**

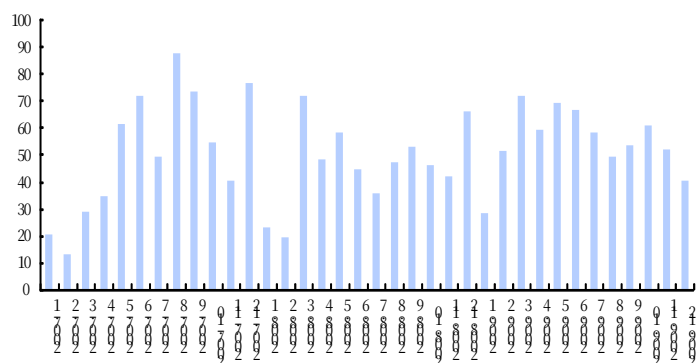
| 项 目            | 2007     | 2008      | 2009      | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 摊薄每股收益(元)      | 0.705    | 0.367     | 0.485     | 0.655     | 0.830     | 0.944     |
| 净利润增长率         | 124.83%  | -16.74%   | 32.15%    | 35.15%    | 26.65%    | 13.77%    |
| 市场 EPS 预测均值(元) | N/A      | N/A       | N/A       | 0.550     | 0.652     | N/A       |
| 市盈率(倍)         | 40.91    | 17.58     | 22.30     | 14.41     | 11.38     | 10.00     |
| 行业优化市盈率(倍)     | 72.52    | 18.95     | 45.56     | 45.56     | 45.56     | 45.56     |
| 市场优化市盈率(倍)     | 45.72    | 15.55     | 29.70     | 29.70     | 29.70     | 29.70     |
| PE/G(倍)        | 0.33     | -1.05     | 0.69      | 0.51      | 0.46      | 0.52      |
| 已上市流通A股(百万股)   | 5,885.16 | 9,416.25  | 9,656.09  | 9,656.09  | 9,656.09  | 9,656.09  |
| 总股本(百万股)       | 6,872.01 | 10,995.21 | 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**

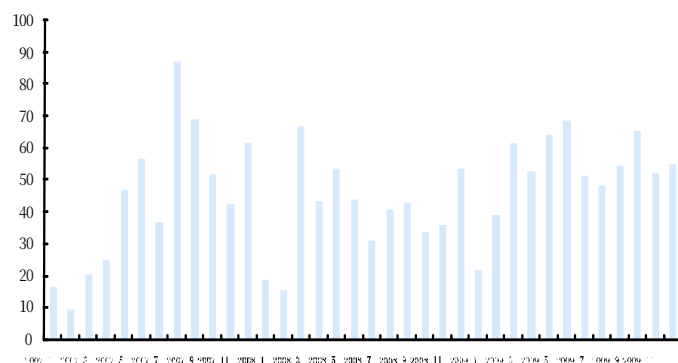
- **业绩符合预期。**报告期公司净利润增长 32%，实现每股收益 0.48 元，符合预期。
- **更多体现内涵式增长。**公司毛利率同比下降了 10 个百分点，为 29.4%，主要是 08 年低价销售项目在 09 年集中结算，而 09 年房价上涨带来盈利水平的恢复将主要体现在 2010 年。在毛利率大幅下降情况下净利润增速仍快于收入 13 个百分点，说明 09 年公司主要实现了内涵式增长。公司三项费用的绝对额同比减少了 5.2 亿元，期间费率为 7.2%，同比下降了 2.7 个百分点。此外由于毛利率的下降，土地增值税拨备大幅下降导致公司营业税金减少了 9.3 亿元。
- **新开工节奏导致销售增速落后大市。**09 年公司的销售增速在一线公司中是偏低的，销售面积和销售额增速同比增长 19%和 33%，也落后于全国总体销售额 76%的增速。主要是新开工节奏导致，因为虽然公司全年新开工面积同比增长 39%，但其增长大部分体现在下半年，实际达到销售条件的项目并没有同步于整体新开工增速。2010 年公司计划新开工面积 855 万平方米，同比 09 年增长 53%，公司未来可售资源将较为丰富，但由于精装修房比例的上升，竣工面积将同比下降 6%，竣工量的下降必然导致可结算量的同步减少，所以公司 2010 年的增长来源将主要体现在毛利率水平的恢复。
- **未来毛利率水平稳中有升。**万科是 09 年拿地情况最令人放心的一线公司，首先从规模上保持了增长，新增项目 44 个，期末公司规划中项目的权益建面达到 2436 万平方米，可满足约 3 年的开发需求。另外公司在土地市场的火热中保持了冷静，主要在二三线城市拿地，新增项目的平均楼面地价 2401 元，较 07 年下降了 30%。按目前房价计算，基本都能实现 30%以上的毛利率，由于二三线城市房价和交易量调整风险都并不大，所以万科 2010 年在毛利率得到恢复的基础上，未来盈利水平也会保持稳定。
- **投资建议。**预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.66、0.83 和 0.94 元，动态市盈率 14.4、11.4 和 10 倍，建议买入。

图表1：各月销售面积 单位：亿元



来源：国金证券研究所

图表2：各月销售额 单位：万平方米



图表3：三项报表摘要

损益表（人民币百万元）

|              | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 35,527  | 40,992  | 48,881  | 50,223  | 62,779  | 77,846  |
| 增长率          |         | 15.4%   | 19.2%   | 2.7%    | 25.0%   | 24.0%   |
| 主营业务成本       | -20,607 | -25,005 | -34,515 | -31,543 | -41,345 | -50,342 |
| % 销售收入       | 58.0%   | 61.0%   | 70.6%   | 62.8%   | 65.9%   | 64.7%   |
| 毛利           | 14,919  | 15,987  | 14,366  | 18,680  | 21,434  | 27,504  |
| % 销售收入       | 42.0%   | 39.0%   | 29.4%   | 37.2%   | 34.1%   | 35.3%   |
| 营业税金及附加      | -4,116  | -4,534  | -3,603  | -4,755  | -5,052  | -5,651  |
| % 销售收入       | 11.6%   | 11.1%   | 7.4%    | 9.5%    | 8.0%    | 7.3%    |
| 营业费用         | -1,195  | -1,860  | -1,514  | -1,892  | -2,365  | -2,956  |
| % 销售收入       | 3.4%    | 4.5%    | 3.1%    | 3.8%    | 3.8%    | 3.8%    |
| 管理费用         | -1,764  | -1,531  | -1,442  | -1,586  | 0       | -1,745  |
| % 销售收入       | 5.0%    | 3.7%    | 2.9%    | 3.2%    | 0.0%    | 2.2%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 7,845   | 8,061   | 7,808   | 10,446  | 14,017  | 17,152  |
| % 销售收入       | 22.1%   | 19.7%   | 16.0%   | 20.8%   | 22.3%   | 22.0%   |
| 财务费用         | -360    | -657    | -574    | 0       | 0       | 0       |
| % 销售收入       | 1.0%    | 1.6%    | 1.2%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 资产减值损失       | -19     | -1,268  | 524     | 0       | 0       | 0       |
| 公允价值变动收益     | -22     | 19      | 2       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 208     | 209     | 924     | 0       | 0       | 0       |
| % 税前利润       | 2.7%    | 3.3%    | 10.7%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 营业利润         | 7,653   | 6,365   | 8,685   | 10,446  | 14,017  | 17,152  |
| 营业利润率        | 21.5%   | 15.5%   | 17.8%   | 20.8%   | 22.3%   | 22.0%   |
| 营业外收支        | -11     | -43     | -68     | 0       | 3       | 3       |
| 税前利润         | 7,642   | 6,322   | 8,617   | 10,446  | 14,020  | 17,155  |
| 利润率          | 21.5%   | 15.4%   | 17.6%   | 20.8%   | 22.3%   | 22.0%   |
| 所得税          | -2,324  | -1,682  | -2,187  | -2,559  | -3,505  | -4,289  |
| 所得税率         | 30.4%   | 26.6%   | 25.4%   | 24.5%   | 25.0%   | 25.0%   |
| 净利润          | 5,318   | 4,640   | 6,430   | 7,887   | 10,515  | 12,866  |
| 少数股东损益       | 473     | 607     | 1,100   | 990     | 1,830   | 2,513   |
| 归属于母公司的净利润   | 4,844   | 4,033   | 5,330   | 6,897   | 8,685   | 10,353  |
| 净利率          | 13.6%   | 9.8%    | 10.9%   | 13.7%   | 13.8%   | 13.3%   |

现金流量表（人民币百万元）

|          | 2007    | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E   | 2012E   |
|----------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 净利润      | 5,318   | 4,640  | 6,430  | 7,887  | 10,515  | 12,866  |
| 少数股东损益   | 0       | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 非现金支出    | 129     | 1,374  | -419   | 72     | 76      | 78      |
| 非经营收益    | -196    | -415   | -163   | 462    | -3      | -3      |
| 营运资金变动   | -15,788 | -4,757 | 2,868  | -8,397 | -19,298 | -15,319 |
| 经营活动现金净流 | -10,538 | 842    | 8,716  | 24     | -8,711  | -2,379  |
| 资本开支     | -257    | -210   | -664   | -102   | -66     | -67     |
| 投资       | -405    | -3,009 | -4,224 | -1     | 0       | 0       |
| 其他       | -3,942  | 375    | 697    | 0      | 0       | 0       |
| 投资活动现金净流 | -4,604  | -2,844 | -4,191 | -103   | -66     | -67     |
| 股权募资     | 11,950  | 473    | 829    | 0      | -8,738  | 0       |
| 债权募资     | 11,402  | 8,395  | -909   | 5,354  | 6,064   | 3,995   |
| 其他       | -2,007  | -3,058 | -2,958 | -277   | -550    | -550    |
| 筹资活动现金净流 | 21,345  | 5,810  | -3,038 | 5,077  | -3,223  | 3,446   |
| 现金净流量    | 6,203   | 3,808  | 1,487  | 4,998  | -12,000 | 1,000   |

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

|          | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金     | 17,047  | 19,978  | 23,002  | 28,000  | 16,000  | 17,000  |
| 应收款项     | 3,629   | 4,419   | 8,499   | 4,816   | 6,020   | 7,465   |
| 存货       | 66,473  | 85,899  | 90,085  | 95,061  | 124,601 | 151,716 |
| 其他流动资产   | 8,284   | 3,161   | 8,737   | 5,365   | 7,031   | 8,561   |
| 流动资产     | 95,433  | 113,456 | 130,323 | 133,242 | 153,653 | 184,741 |
| % 总资产    | 95.3%   | 95.2%   | 94.7%   | 95.7%   | 96.2%   | 96.8%   |
| 长期投资     | 3,205   | 2,852   | 3,957   | 3,958   | 3,957   | 3,957   |
| 固定资产     | 846     | 1,454   | 1,949   | 2,000   | 1,986   | 1,970   |
| % 总资产    | 0.8%    | 1.2%    | 1.4%    | 1.4%    | 1.2%    | 1.0%    |
| 无形资产     | 7       | 25      | 113     | 90      | 98      | 106     |
| 非流动资产    | 4,662   | 5,780   | 7,285   | 6,050   | 6,044   | 6,036   |
| % 总资产    | 4.7%    | 4.8%    | 5.3%    | 4.3%    | 3.8%    | 3.2%    |
| 资产总计     | 100,094 | 119,237 | 137,609 | 139,292 | 159,696 | 190,777 |
| 短期借款     | 8,594   | 17,866  | 8,629   | 10,991  | 14,055  | 15,050  |
| 应付款项     | 38,634  | 46,810  | 57,324  | 48,858  | 61,899  | 76,639  |
| 其他流动负债   | 1,584   | -81     | 2,140   | 678     | 749     | 778     |
| 流动负债     | 48,812  | 64,595  | 68,093  | 60,527  | 76,703  | 92,468  |
| 长期贷款     | 16,362  | 9,174   | 17,503  | 20,503  | 23,503  | 26,503  |
| 其他长期负债   | 1,001   | 6,648   | 6,605   | 5,794   | 5,794   | 5,794   |
| 负债       | 66,175  | 80,418  | 92,200  | 86,823  | 106,000 | 124,764 |
| 普通股股东权益  | 29,279  | 31,892  | 37,376  | 43,446  | 42,844  | 52,647  |
| 少数股东权益   | 4,641   | 6,927   | 8,033   | 9,023   | 10,853  | 13,365  |
| 负债股东权益合计 | 100,094 | 119,237 | 137,609 | 139,292 | 159,696 | 190,777 |

比率分析

|            | 2007    | 2008    | 2009   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |        |         |         |         |
| 每股收益       | 0.705   | 0.367   | 0.485  | 0.627   | 0.790   | 0.942   |
| 每股净资产      | 4.261   | 2.901   | 3.399  | 3.951   | 3.897   | 4.788   |
| 每股经营现金净流   | -1.519  | -0.003  | 3.773  | 0.002   | -0.792  | -0.216  |
| 每股股利       | 0.150   | 0.100   | 0.050  | 0.050   | 0.050   | 0.050   |
| 回报率        |         |         |        |         |         |         |
| 净资产收益率     | 16.55%  | 12.65%  | 14.26% | 15.87%  | 20.27%  | 19.66%  |
| 总资产收益率     | 4.84%   | 3.38%   | 3.87%  | 4.95%   | 5.44%   | 5.43%   |
| 投入资本收益率    | 9.12%   | 8.16%   | 7.46%  | 8.79%   | 10.83%  | 11.35%  |
| 增长率        |         |         |        |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 99.05%  | 15.38%  | 19.25% | 2.75%   | 25.00%  | 24.00%  |
| EBIT增长率    | 118.31% | 2.76%   | -3.14% | 33.79%  | 34.18%  | 22.36%  |
| 净利润增长率     | 124.83% | -16.74% | 32.15% | 29.41%  | 25.92%  | 19.21%  |
| 总资产增长率     | 106.35% | 19.12%  | 15.41% | 1.22%   | 14.65%  | 19.46%  |
| 资产管理能力     |         |         |        |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 6.3     | 8.0     | 6.1    | 5.0     | 5.0     | 5.0     |
| 存货周转天数     | 861.5   | 1,112.1 | 930.5  | 1,100.0 | 1,100.0 | 1,100.0 |
| 应付账款周转天数   | 151.0   | 175.2   | 154.4  | 162.0   | 162.0   | 162.0   |
| 固定资产周转天数   | 5.9     | 11.3    | 10.1   | 10.1    | 7.9     | 6.2     |
| 偿债能力       |         |         |        |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | 23.32%  | 33.05%  | 19.65% | 17.70%  | 50.94%  | 45.97%  |
| EBIT利息保障倍数 | 21.8    | 12.3    | 13.6   | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 资产负债率      | 66.11%  | 67.44%  | 67.00% | 62.33%  | 66.38%  | 65.40%  |

### 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    | 10   | 16   | 46   |
| 买入 | 0   | 0    | 1    | 1    | 9    |
| 持有 | 0   | 0    | 1    | 1    | 2    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 1.00 | 1.16 | 1.16 | 1.20 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价         |
|--------------|----|-------|-------------|
| 1 2009-04-27 | 买入 | 8.00  | N/A         |
| 2 2009-08-04 | 买入 | 13.31 | N/A         |
| 3 2009-08-27 | 买入 | 10.70 | N/A         |
| 4 2009-10-09 | 买入 | 10.96 | 11.90~13.30 |
| 5 2009-10-13 | 买入 | 11.00 | N/A         |
| 6 2009-10-26 | 买入 | 12.47 | N/A         |
| 7 2009-11-06 | 买入 | 12.10 | N/A         |
| 8 2009-11-29 | 买入 | 11.27 | N/A         |

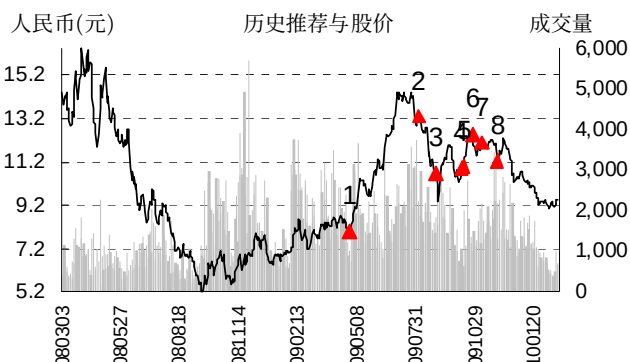
来源：国金证券研究所

### 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



### 投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

### 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，我公司不就报告中的内容对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。