

2010 年 03 月 02 日

房地产行业

万科 A (000002)

评级: 增持

房地产行业研究员

邱晟赞

010-88086830-695

qiusy@rxzq.com.cn

运营稳健、10 年收入锁定近 7 成

投资要点

- 公司 2009 年实现营业收入 488.8 亿元, 净利润 53.3 亿元同比增长 19.2%, 32.1%。长三角区域贡献利润 20.2 亿元占比 34.2%, 成为利润主要贡献区域, 未来项目结算上, 环渤海地区将成为主要区域。年末公司预售房合同额为 382.3 亿元, 预计可锁定 2010 年营业收入比例达 66.9%。
- 公司 2008 年计提减值准备的 13 个项目中, 9 个项目计提的 6.1 亿元跌价准备予以全额冲回, 剩余 4 个项目保留其跌价准备合计 6.17 亿元。
- 销售费用占比同比下降了 1.4 个百分点至 3.1%, 管理费用占比同比下降了 0.8 个百分点至 2.9%, 两项费用合计占比为 6%, 同比下降了 2.3 个百分点, 为近三年最低。
- 公司 2009 年毛利率水平只有 29.4% 为近 4 年最低水平, 可以确定 2010 年公司盈利水平出现回升, 预计销售净利率可达到 14% 左右。
- 新增项目 44 个, 合计权益面积 1034 万平米, 多位于二三线城市。新增项目楼面地价约 2401 元/平米, 较 2007 年下降了 29.5%, 截至报告期末公司权益计算的土地储备达 2436 万平米。
- 预计公司 10 年、11 年全年营业收入可分别达 571 亿元、656 亿元。预计 10 年及 11 年 EPS 分别为 0.68 元、0.81 元, 对应市盈率分别为 14.1 倍与 11.86 倍。

1. 主营业务收入稳步增长，预收锁定 10 年收入近 7 成

公司 2009 年实现营业收入 488.8 亿元,净利润 53.3 亿元,同比分别增长 19.2%和 32.1%;报告期内公司销售额达到 634.2 亿元,实现销售面积 663.3 万平方米分别同比增长 19.1%和 32.5%,实现结算面积 605.2 万平方米,结算收入 483.2 亿元,同比分别增长 34.1%和 19.3%。

(单位;亿元/万平方米)	2009 年	同比增长
主营业务收入	488.8	19.2%
净利润	53.3	32.1%
EPS	0.48	29.7%
结算面积	605.2	34.1%
销售金额	634.2	19.1%
销售面积	663.3	32.5%

数据来源: 日信证券、

2009 年末,公司尚有 374.5 万平米已销售资源未竣工结算,合同金额总计 382.3 亿元,上述待结算资源大部分将在 2010 当年结算,预计公司 2010 年主营业务收入增长 17%达 571 亿元,则预收款锁定 2010 年营业收入比例达 66.9%。

2. 公司利润贡献以长三角为主,环渤海地区销售面积占比加大

公司 2009 年结算收入中,长三角地区结算项目净利润率为 20.7%高于珠三角区域的 11.68%、环渤海区域的 10.97%及中西部区域的 13.74%。其主要原因为公司 2008 年销售的广州金色城品及广州新里程等低利润项目进入结算。公司 2009 年销售收入方面,环渤海地区销售面积高达 201.5 万平方米,占比为 30.4%,超越其他三个区域,预计 2010 年环渤海地区结算面积占比会大幅增加。

	销售面积 (万平方米)	占比	销售收入 (亿元)	占比	结算面积 (万平方米)	占比	结算收入 (亿元)	占比	净利润 (亿元)	占比
珠三角	174.4	26.3%	194	30.6%	190.4	31.50%	164.3	34.0%	19.2	32.5%
长三角	189.3	28.5%	203.8	32.1%	177	29.20%	151.2	31.3%	20.2	34.2%
环渤海	201.5	30.4%	166.1	26.2%	168.1	27.80%	120.3	24.9%	13.2	22.3%
中西部区域	98.4	14.8%	70.3	11.1%	69.7	11.50%	47.3	9.8%	6.5	11.0%

数据来源: 日信证券

3. 9 个项目全额冲回跌价准备

公司 2008 年对 13 个项目计提存货跌价准备 12.3 亿元,报告期内公司针对计提跌价准备的项目进行跟踪评估后,对其中 9 个项目计提的 6.1 亿元跌价准备予以全额冲回,剩余 4 个项目保留其跌价准备合计 6.17 亿元。

单位 (万元)	城市	项目	年初跌价准备余额	年末跌价准备余额
1	北京	蓝山（原金色城品）	12,112	-
2	成都	金润华府	3,153	-
3	南京	金色里程（原金色城品）	8,006	-
4	南京	金域缇香	6,359	-
5	广州	金色城品	8,739	-
6	上海	琥珀郡园	6,578	-
7	天津	假日润园	7,023	-
8	武汉	圆方（原金色城品）	4,028	-
9	无锡	金域缇香（原金色城市）	5,391	-
10	成都	海悦汇城	8,150	8,150
11	成都	金色领域	21,612	21,612
12	福州	金域榕郡	15,217	15,217
13	南京	金域蓝湾	16,688	16,688
	合计		123,056	61,667

数据来源：日信证券

4. 销售费用及管理费用占比大幅下降

2009 年公司销售费用占比同比下降了 1.4 个百分点至 3.1%，管理费用占比同比下降了 0.8 个百分点至 2.9%，均为近三年内最低水平。两项费用合计占比为 6%，同比下降了 2.3 个百分点。管控水平的加强为公司步入内涵式增长提供了保障。

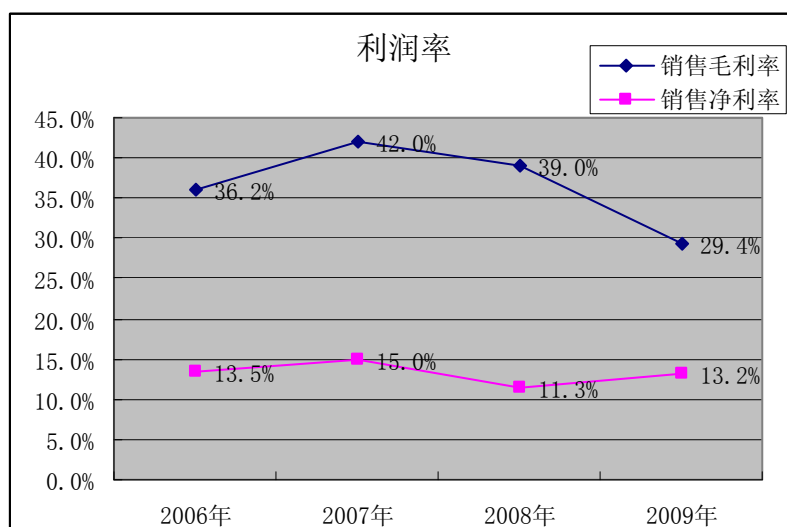
	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入	35,526,611,301.94	40,991,779,214.96	48,881,013,143.49
销售费用	1,194,543,702.00	1,860,350,084.01	1,513,716,869.35
占比	3.4%	4.5%	3.1%
管理费用	1,763,765,823.49	1,530,799,165.46	1,441,986,772.29
占比	5.0%	3.7%	2.9%
两项费用合计占比	8.3%	8.3%	6.0%

数据来源：日信证券

5. 公司毛利率处于低位，10 年会有所提高

2009 年公司毛利率水平只有 29.4% 为近 4 年最低水平，这主要归结于公司 2008 年末 273.4 亿预收款大部分在 2009 年结算销售，占公司 2009 年销售收入近 50%，净利润水平小幅上升主要源于公司管理水平的提高（销售费用及管理费用大幅下降）。由于公司 2008 年销售的低利润率收入基本在 2009 年结算，可以确定公司 2010 年销售净利润率水平会出现回升，

预计在 14% 左右。



数据来源：日信证券

6. 稳健的财务状况

公司资产负债率为 67%，去除 317 亿元的预收账款后，实际资产负债率仅为 43.94%，为近三年最低水平。截止报告期末公司账面货币资金 230 亿元，短期借款及长期借款合计为 186 亿元（其中一年内到期的长期借款仅为 86.3 亿元），财务状况稳健。较低的资产负债率及充足的现金为公司再扩张提供了坚实的基础。

	2007 年	2008 年	2009 年
货币资金	17,046,504,584.31	19,978,285,929.92	23,001,923,830.80
短期借款	1,104,850,000.00	4,601,968,333.32	1,188,256,111.11
长期借款	16,362,079,840.21	9,174,120,094.83	17,502,798,297.11
预收款项	21,622,747,400.80	23,945,755,139.85	31,734,801,163.76
资产负债率	66.11%	67.44%	67.00%
实际资产负债率	44.51%	47.36%	43.94%

数据来源：日信证券

7. 土地储备增加 1034 万平米

公司 2009 年新增项目 44 个，合计权益面积 1034 万平米，多位于二三线城市。新增项目楼面地价约 2401 元/平米，较 2007 年下降了 29.5%。截至报告期末公司权益计算的土地储备达 2436 万平米，基本可以满足未来二至三年的开发需求。

8. 业绩预测:

预计公司 10 年、11 年全年营业收入可分别达 571 亿元、656 亿元。随着公司 09 年销售的高利润率项目在 10 年进入结算, 预计 10 年及 11 年 EPS 分别为 0.68 元、0.81 元, 对应市盈率分别为 14.1 倍与 11.86 倍。

盈利预测:

	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入(元)	40,991,779,214.96	48,881,013,143.49	57,100,000,000.00	65,665,000,000.00
二、营业总成本(元)	34,855,663,288.39	41,122,442,525.36	43,200,300,000.00	50,158,210,000.00
营业成本(元)	25,005,274,464.91	34,514,717,705.00	33,689,000,000.00	40,055,650,000.00
营业税金及附加(元)	4,533,872,994.46	3,602,580,351.82	5,710,000,000.00	6,238,175,000.00
销售费用(元)	1,860,350,084.01	1,513,716,869.35	1,713,000,000.00	1,904,285,000.00
管理费用(元)	1,530,799,165.46	1,441,986,772.29	1,598,800,000.00	1,838,620,000.00
财务费用(元)	657,253,346.42	573,680,423.04	571,000,000.00	656,650,000.00
资产减值损失(元)	1,268,113,233.13	-524,239,596.14	-81,500,000.00	-535,170,000.00
三、其他经营收益(元)	0.016033784	0.011736263	195,000,000.00	418,000,000.00
公允价值变动净收益(元)	19,262,232.00	2,435,350.77	0.00	0.00
投资净收益(元)	209,411,393.50	924,076,829.10	195,000,000.00	418,000,000.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益(元)	209,735,864.65	541,860,864.68	150,000,000.00	220,000,000.00
四、营业利润(元)	6,364,789,552.07	8,685,082,798.00	14,094,700,000.00	15,924,790,000.00
加: 营业外收入(元)	57,455,149.70	70,678,786.74	0.00	0.00
减: 营业外支出(元)	99,959,075.74	138,333,776.65	0.00	0.00
其中: 非流动资产处置(元)	2,336,423.46	1,577,638.38		
五、利润总额(元)	6,322,285,626.03	8,617,427,808.09	14,094,700,000.00	15,924,790,000.00
减: 所得税(元)	1,682,416,473.30	2,187,420,269.40	3,523,675,000.00	3,981,197,500.00
六、净利润(元)	4,639,869,152.73	6,430,007,538.69	10,571,025,000.00	11,943,592,500.00
减: 少数股东损益(元)	606,699,124.84	1,100,269,811.69	3,148,025,000.00	3,078,817,500.00
归属于母公司净利润(元)	4,033,170,027.89	5,329,737,727.00	7,423,000,000.00	8,864,775,000.00
七、每股收益:				
(一) 基本每股收益(元)	0.37	0.48	0.68	0.81

数据来源: 日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。