

万科 A (000002) 年报点评

推荐

维持评级

金融/房地产开发

发布时间: 2010 年 3 月 2 日

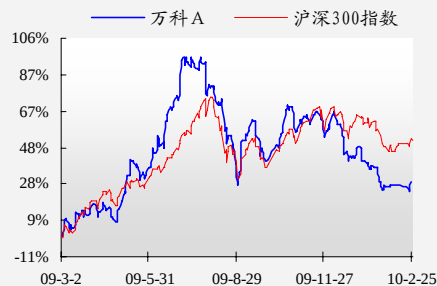
投资要点:

- 2009 年, 公司实现营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别为 489 亿元和 53.3 亿元, 比上年同期分别增长 19.20% 和 32.10%, 完全符合我们的预期。每股收益为 0.48 元, 每股净资产 3.40 元。全面摊薄净资产收益率从 2008 年的 12.65% 上升到 14.26%。公司提出了每 10 股派送现金红利 0.70 元的分红预案。
- 公司销售面积继续实现增长, 但增幅低于行业总体水平。
- 公司已加大了在二、三线城市的布局力度, 预计今后一线城市的利润贡献占比会趋于下降到一个适当的水平。
- 2009 年实际新开工和竣工面积比上年微幅增加。
- 部分存货减值准备转回, 提升 2009 年公司账面盈利水平。
- 2009 年, 公司共新增项目 44 个, 项目规划建筑面积总计约 763 万平方米, 规划建筑面积总计 1332 万平方米, 按万科权益计算的建筑面积合计约 1036 万平方米, 新增项目的万科权益地价约 248.2 亿元, 占同期销售金额的比例约 42.0%, 远低于保利地产 100% 的购地支出水平。
- 2009 年公司的毛利率出现大幅下滑, 但销售净利率却较 2008 年上升了 1.83 个百分点。
- 2009 年由于公司的努力和房地产行业的快速回暖, 公司的现金流状况得到大幅改善。
- 盈利预测及投资评级: 我们对公司 2010 和 2011 年的业绩预测为: 2010 年每股收益为 0.60 元; 2011 年每股收益为 0.71 元, 并维持推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	4,888,101	19.20	532,974	32.10	0.48	14.26	20	
2010E	5,870,000	20.00	656,502	23.19	0.60	15.00	16	
2011E	7,337,500	25.00	779,244	18.70	0.71	15.07	13	
2012E								

走势图



市场数据

2010-3-2

收盘价:	9.61 元
52 周最高价:	14.94 元
52 周最低价:	7.00 元
平均持仓成本:	10.92 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	1,099,521
流通 A 股 (万股):	968,025
每股收益 (元):	0.48
每股净资产 (元):	3.40
每股经营现金流 (元):	0.84
市净率:	2.83

分析师: 高建

执业证书编号:

TEL: (8621)6336 7000 - 259

FAX: (8621)6337 3209

Email: jamesgao99@yahoo.com.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

事项：2010年3月2日，万科公布了2009年年度报告：2009年公司实现营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别为489亿元和53.3亿元，比上年同期分别增长19.20%和32.10%，完全符合我们的预期。每股收益为0.48元，每股净资产3.40元。全面摊薄净资产收益率从2008年的12.65%上升到14.26%。公司提出了每10股派送现金红利0.70元的分红预案。

公司销售面积继续实现增长，但增幅低于行业总体水平

2009年公司实现商品房销售面积663.6万平方米，销售金额634.2亿元，分别比2008年增长19.1%和32.5%，比2007年增长8.13%和21.12%，均低于行业总体水平。2008年全国实现全年商品住宅销售面积8.53亿平方米，销售金额3.82万亿元，较2007年分别增长43.9%和80.0%，较2006年分别增长23.4%和50.7%。从近二年的销售数据可以看出，万科已经度过了快速成长的阶段而步入稳定发展期。

继续坚持以珠三角、长三角和环渤海区域为重点的城市经济圈聚焦战略

2009年公司继续坚持以珠三角、长三角和环渤海区域为重点的城市经济圈聚焦战略，其中深圳、广州、上海、北京、天津几大核心城市占营业收入和净利润的比重分别达到44.1%和44.5%，但较上年的53.2%和57.7占比出现了下降。由于北、上、广、深等一线城市的房地产开发竞争日趋激烈，土地价格上涨较快，公司在2009年已加大了在二、三线城市的布局力度，我们预计今后一线城市的利润贡献占比会趋于下降到一个适当的水平。

附表1：万科收入、利润区域分布

	收入（万元）	比例（%）	净利润（万元）	比例（%）	结算面积（万 m ² ）	比例（%）
珠三角区域	1,643,487.07	34.01	192,043.42	32.46	190.41	31.46
长三角区域	1,512,339.72	31.30	202,259.39	34.19	176.98	29.24
环渤海区域	1,202,518.78	24.89	132,249.04	22.34	168.09	27.78
中西部地区	473,277.29	9.80	65,134.87	11.01	69.68	11.52
总计	4,831,622.86	100.00	591,686.72	100.00	605.16	100.00

2009年实际新开工和竣工面积比上年微幅增加

2009年公司实际完成开工面积561万平方米，较年初计划增长了39%；竣工面积536万平方米，较年初计划下降了13%。2009年，出于对房地产市场调整的预期，公司计划当年新开工面积和竣工面积分别约403万平方米和619万平方米。但2009年房地产市场却出现了快速回暖。虽然下半年公司及时调整了新开工面积，但由于滞后效应，全年新开工面积仍大大低于全年销售面积664万平方米。2010年，公司计划新开工面积比2009年实际完成数大幅增长52%，一方面是出于补库存的需要，另一方面也显示出公司对2010年的房地产市场走势并不像2008年那样悲观。

附表 2: 万科近几年新开工及竣工面积

名称	新开工面积(万 m ²)	增幅	竣工面积 (万 m ²)	增幅
2005	259.3	8%	217.4	37%
2006	500.6	93%	327.5	51%
2007	776.7	55%	445.3	36%
2008	523.3	-27%	529.4	19%
2009	561	7%	536	1%

部分存货减值准备转回, 提升 2009 年公司账面盈利水平

2008 年, 公司基于审慎的财务策略, 针对 13 个项目计提了存货跌价准备, 共计提减值准备 12.3 亿元, 使得当期归属于母公司股东净利润减少 8.9 亿元。2009 年, 公司对其中 9 个项目计提的跌价准备予以全额冲回(冲销), 另外 4 个计提跌价准备的项目后续经营仍存在不确定性, 2009 年末维持原减值判断。减值准备的冲回增加 2009 年利润 61,389 万元。

附表 3: 万科跌价准备余额

城市	项目名称	权益	年初跌价准备余额	年末跌价准备余额
福州	金域榕郡	100%	15,217	15,217
上海	琥珀郡园	100%	6,578	-
广州	金色城品	100%	8,739	-
武汉	金色城品	55%	4,028	-
无锡	金色城市	55%	5,391	-
天津	假日润园	100%	7,023	-
北京	金色城品	100%	12,112	-
南京	金域缙香	100%	6,359	-
南京	金域蓝湾	100%	16,688	16,688
南京	金色城品	100%	8,006	-
成都	海悦汇城	90%	8,150	8,150
成都	金色领域	100%	21,612	21,612
成都	金润华府	100%	3,153	-
			123,056	61,667

公司土地储备情况:

2009 年, 公司共新增项目 44 个, 项目规划建筑面积总计约 763 万平方米, 规划建筑面积总计 1332 万平方米, 按万科权益计算的建筑面积合计约 1036 万平方米, 平均土地成本约 2401 元/平方米左右, 较 07 年下降 29.5%。新增项目的万科权益地价款约 248.2 亿元, 占同期销售金额的比例约 42.0%, 远低于保利地产 100%的购地支出水平。

截至 2009 年底，截至 2009 年末，公司已获取的规划中项目 125 个，建筑面积合计约 3,063 万平方米，其中按万科权益比例计算的规划中项目建筑面积约为 2,436 万平方米，较上年公司拥有的权益建筑面积 1793 万平方米大幅增加，已足够公司未来 2-3 年的开发量。

附表 4：万科近几年新增项目统计

名称	新增项目数	规划建面(万 m ²)	权益建面(万 m ²)	地价(亿元)
2005	24	651.2		36.5
2006	47	1222	982	228
2007	54	1142	934	409
2008	28	679	465	136
2009	28	1332	1036	248.2

当期财务数据对比分析：

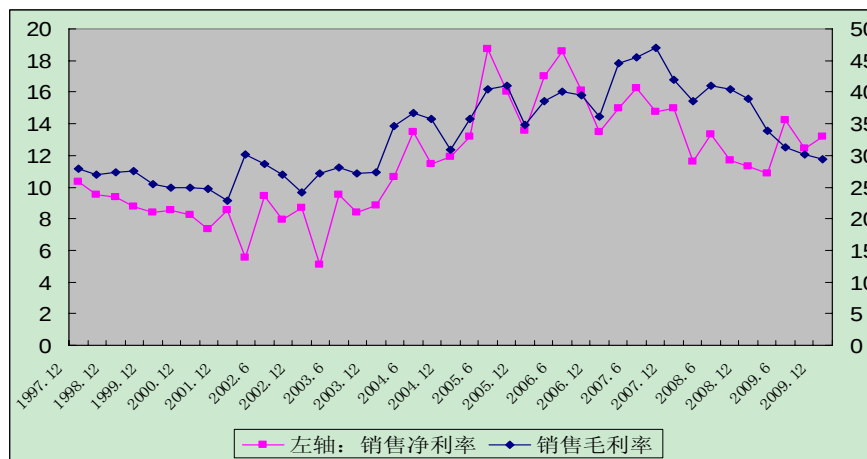
从毛利率水平来看，2009 年公司的毛利率出现大幅下滑，主要原因在于 2009 年结算项目多为土地成本较高时取得以及 2008 年房价下跌销售的项目，符合我们的预期，由于 2009 年房价大幅上涨，预计 2010 年公司销售毛利率将会大幅提高。2009 年公司销售净利率却没有随着毛利率的下滑而降低，反而较 2008 年上升了 1.83 个百分点，主要原因是公司加大了期间费用控制以及有部分存货跌价准备在 2009 年转回所致。

公司当期的期间费用率水平同比大幅降低，减低至 27%，从而超过了公司年初的在 2009 年将管理费用、销售费用占营业收入的比例较 2009 年降低 20% 的计划。我们预计期间费用率水平继续降低的空间不大。

附表 5：万科近 5 年财务数据对比分析

名称	2005	2006	2007	2008	2009
销售毛利率	34.79%	36.15%	41.99%	39%	29.39%
销售净利率	13.58%	13.52%	14.97%	11.32%	13.15%
期间费用率	9.49%	9.07%	9.34%	9.88%	7.22%
预收账款(亿)	46.64	88.36	216.22	239.46	317.35
货币资金(亿)	32.49	107.44	170.46	199.78	230.00
资产负债率	60.98%	65.04%	66.11%	67.44%	67%
每 m ² 结算面积净利润(元)	763	793	1230	894	881

附图 1: 万科近年毛利率走势



公司现金流分析:

2009 年, 公司的经营性现金净流量为净流入 92.53 亿元, 投资性现金净流量为净流出 41.90 亿元, 合计仍为净流入, 由于公司的努力和房地产行业的快速回暖, 公司的现金流状况得到大幅改善。

目前公司账面保有现金 230 亿元。2009 年虽然公司大幅增加了土地储备, 但购地款仍大大低于全年销售回收款, 公司的财务状况仍然较为稳健, 足以应对 2010 年房地产行业可能出现的销售萎缩的情况。

附表 6: 万科经营性现金流量分析

单位: 亿元

名称	2006	2007	2008	2009
经营现金净流入	-30.24	-104.38	-0.34	92.53
投资性现金净流入	-15.50	-46	-28.44	-41.90
净利润	22.98	48.44	40.33	53.30
资本市场融资	42	100	53	-

盈利预测及投资评级: 我们对公司 2010 和 2011 年的业绩预测为: 2010 年每股收益为 0.60 元; 2011 年每股收益为 0.71 元, 并维持推荐评级。

附表 7：万科利润表预测

单位：万元

	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009	2010	2011
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业总收入(万元)	1,791,833.15	3,552,661.13	4,099,177.92	4,888,101.00	5,870,000.00	7,337,500.00
营业收入(万元)	1,791,833.15	3,552,661.13	4,099,177.92	4,888,101.00	5,870,000.00	7,337,500.00
二、营业总成本(万元)	1,466,353.23	2,805,949.17	3,485,566.33	4,112,244.00		
营业成本(万元)	1,144,126.38	2,060,733.90	2,500,527.45	3,451,472.00	3,580,700.00	4,696,000.00
营业税金及附加(万元)	157,954.31	411,577.30	453,387.30	360,258.00	645,700.00	638,360.00
销售费用(万元)	62,571.68	119,454.37	186,035.01	151,371.00	234,800.00	271,500.00
管理费用(万元)	85,945.90	176,376.58	153,079.92	144,199.000	234,000.000	330,000.00
财务费用(万元)	14,015.16	35,950.01	65,725.33	57,368.00	59,000.00	73,300.00
资产减值损失(万元)	1,739.80	1,857.02	126,811.32	-52,424.00	0	-
三、其他经营收益(万元)						
公允价值变动净收益(万元)	129.57	-2,225.28		243.00	0	-
投资净收益(万元)	17,081.19	20,803.07	20,941.14	92,408.00	21,000.00	20,000.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(万元)	6,009.82	12,864.34	20,973.59	54,186.00	21,000.00	20,000.00
四、营业利润(万元)	342,690.68	765,289.75	636,478.96	868,508.00	1,136,800.00	1,348,340.00
加：营业外收入(万元)	2,130.74	3,145.78	5,745.51	7,068.00	0	0
减：营业外支出(万元)	1,371.95	4,274.96	9,995.91	13,833.00	0	0
其中：非流动资产处置净损失(万元)	129.22	67.55	233.64	158.00	0	0
五、利润总额(万元)	343,449.47	764,160.57	632,228.56	861,743.00	1,136,800.00	1,348,340.00
减：所得税(万元)	101,149.76	232,410.49	168,241.65	218,742.00	284,200.00	337,085.00
六、净利润(万元)	242,299.71	531,750.08	463,986.92	643,001.00	852,600.00	1,011,255.00
减：少数股东损益(万元)	12,511.33	47,326.53	60,669.91	110,027.00	196,098.00	232,588.65
归属于母公司所有者的净利润(万元)	229,788.38	484,423.55	403,317.00	532,974.00	656,502.00	778,666.35
七、每股收益：						
(一) 基本每股收益(元)	0.39	0.73	0.37	0.48	0.60	0.71

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。