

日期: 2013年3月15日

行业: 房地产业



舒廷飞

021-53519888-1972

henry.shu@126.com

执业证书编号: S0870512080001

基本数据 (Y2012)

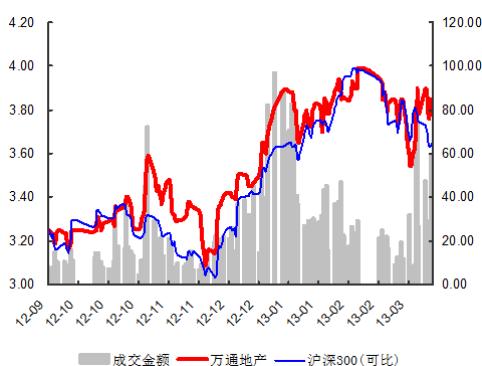
报告日股价 (元)	3.85
12mth A 股价格区间 (元)	3.07/4.20
总股本 (亿股)	12.17
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	46.85
每股净资产 (元)	2.90
PBR (X)	1.33
DPS (Y12, 元)	10派0.7 (含税)

主要股东 (Y2012)

万通投资控股股份有限公司	51.16%
申万客户信用交易担保证券账户	0.54%
中国建行银行-博时裕富沪深限	0.42%
公300指数投资基金	

收入结构 (Y2012)

房地产业务	99.38%
其他业务	0.62%

最近6个月股价与沪深300指数比较**报告编号: STF13-CI08****相关报告: 加快商用物业布局 绿色建筑取得进展****首次报告日期: 2013/3/18**

加快商用物业布局 绿色建筑取得进展

——万通地产年报点评**■ 事件**

3月15日万通地产公布2012年报，实现营业收入40.71亿元，归属母公司净利润3.75亿元，同比分别增加-15.52%、20.35%。实现每股收益0.31元，公司拟每10股派息0.7元。

■ 主要观点**向商用物业转型 短期毛利率下滑**

公司2012年毛利率32.46%，比上年下降12个百分点，主要原因一是公司从住宅销售及商用物业的开发和出租，向商用持有物业转型，短期内租金贡献有限；二是区域结算项目差异和结转收入下滑。12年公司销售净利润率11.69%比11年略增1.8个百分点，原因是新开盘项目较少，已开盘项目营销费用投入减少导致销售费用同比降低18.3%；公司还获得6625万元财政补贴计入非经常性损益。

偿债风险可控 业绩锁定率偏低

公司货币资金/年内到期债务比率为214.8%，扣除预收账款的资产负债率和净负债率分别为50.4%和-4.0%，在业内属较低水平，轻资产特点明显。公司预收款13亿元，同比降低35.6%，业绩锁定率27%。

加快商用物业布局 建筑节能取得进展

公司在提升商用物业营运和资产管理取得突破，开拓了新融资模式，实现了财务与商用物业业态拓展的匹配，公司绿色战略获得实质进展，其中杭州、天津和上海万通中心获LEED(建筑节能环保设计认证)金级预认证。北京万通中心D座出租率98%，杭州万通中心A栋、C栋去年9月开售，天津和上海万通中心去年9月开工，有望在2014年开售。

■ 投资建议

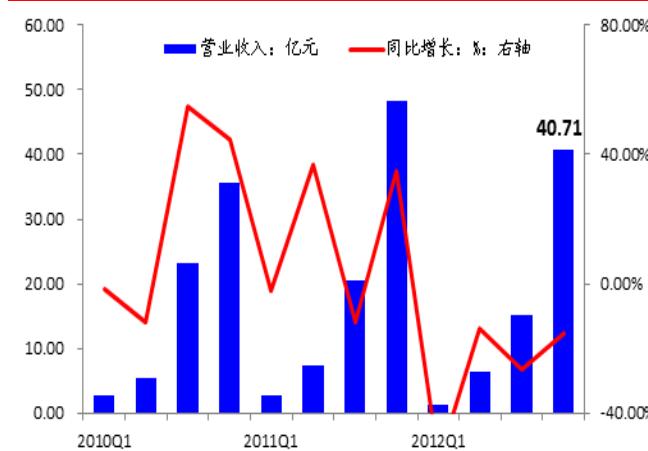
2013年公司计划完成新项目拓展2-3个，但转型商业后物业出租收入回收期较长，影响净资产回报率。公司去年两次转让天津商业项目部分股权，回笼资金共7.68亿。

我们预计2013-15年公司归属母公司净利润分别为：3.97亿/5.87亿/6.70亿，同比增长5.9%、47.0%和14.1%，折合成EPS分别为：0.33元/0.48元/0.55元，对应动态PE为11X/7X/6X。建议给予万通地产“大市同步”评级。

■ 风险提示

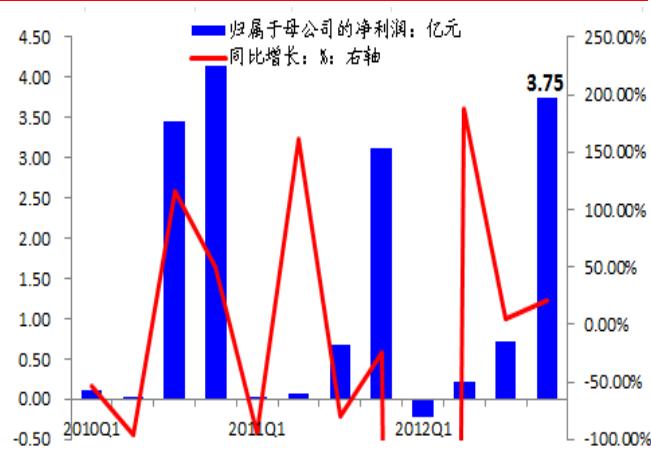
宏观政策调控风险；市场竞争风险；公司经营风险等。

图 1 营业收入达到 40.71 亿元，同比降 15.52%



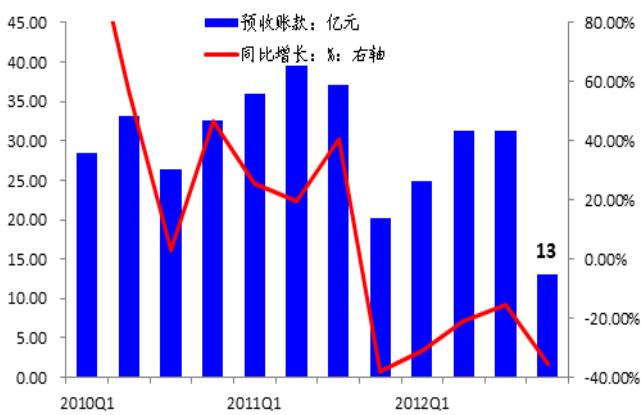
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 2 归属母公司净利润 3.75 亿元，同比增长 20.35%



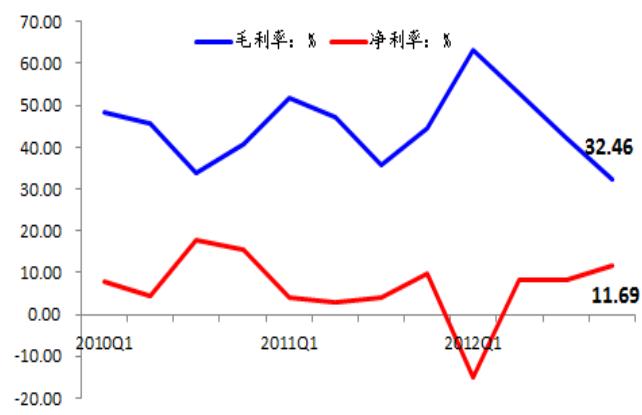
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 3 预收账款 13 亿元，同比降低 35.63%



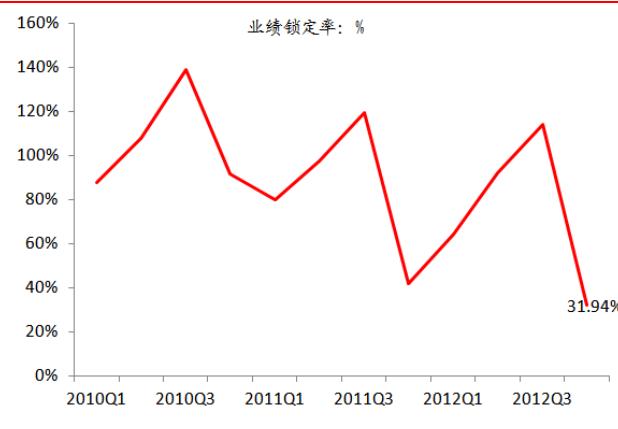
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 4 毛利率同比下降，净利率同比上升



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 5 公司业绩锁定率约 32% 比去年下降近 10 个百分点



数据来源: Wind、上海证券研究所

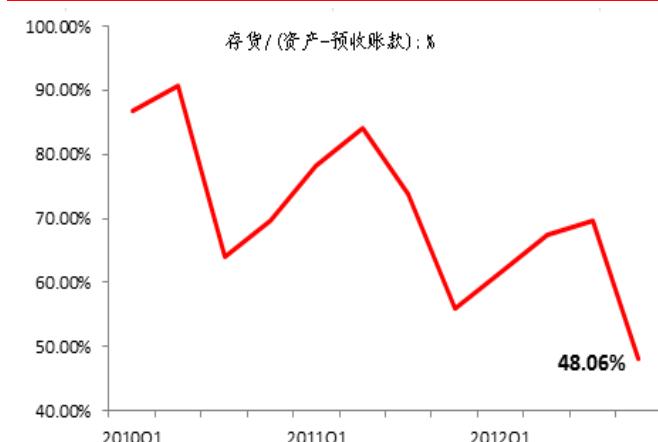
注: 业绩锁定率= (报告期营业收入+预收账款)/当年营收

图 6 经营活动产生现金流持续下降，同比降低 23%



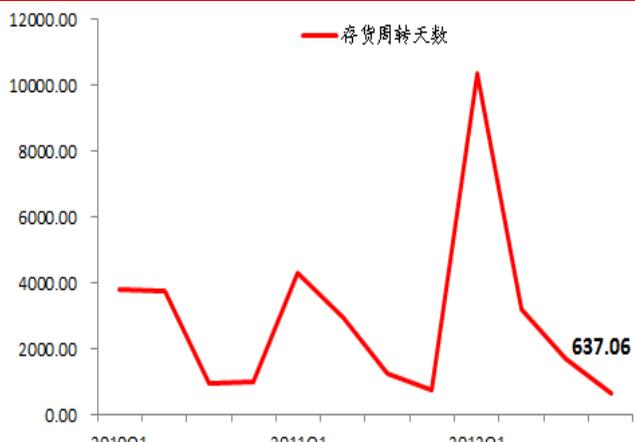
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 7 存货/(资产-预收账款)比率同比下降, 达 48.06%



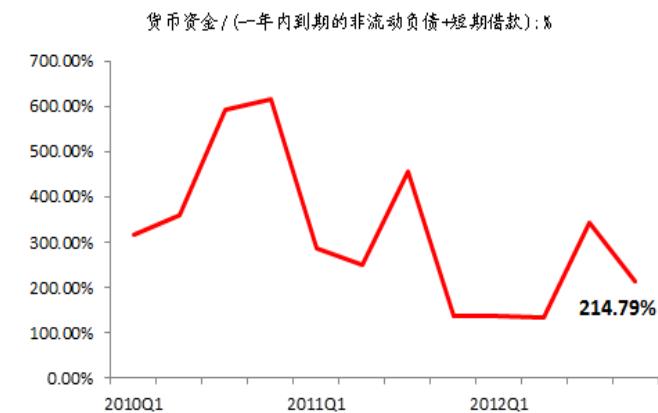
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 8 存货周转天数不断下降, 达 637.06 天



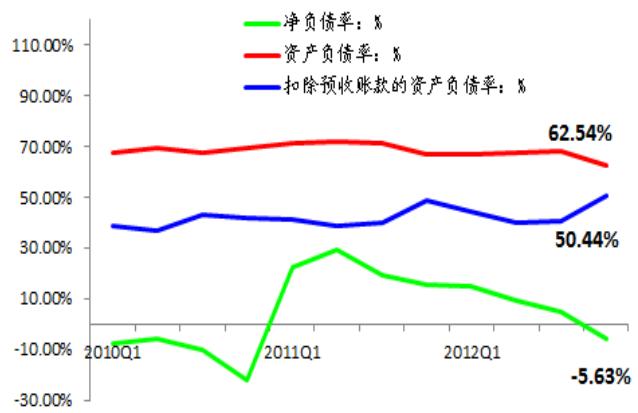
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 9 货币资金对一年内到期债务的覆盖达到 214.79%



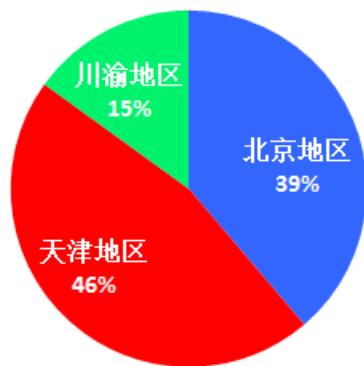
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 10 资产负债结构稳定, 资金状况良好



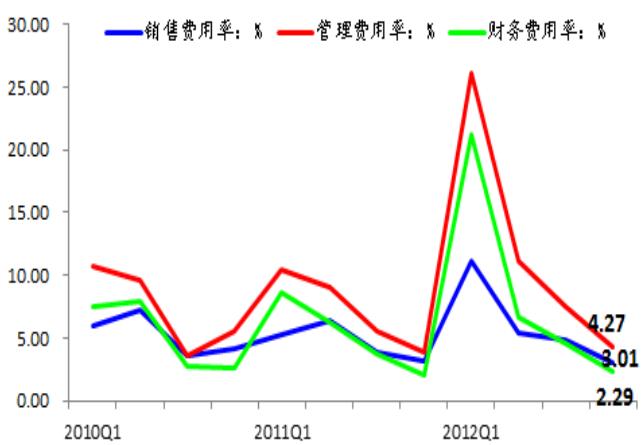
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 11 2012 年项目销售收入区域分布



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 12 财务费用、销售费用、管理费用同比下降



数据来源: Wind、万通地产年报、上海证券研究所

财务报表及指标预测

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	7348	7760	9663	11515	营业收入	4071	4706	5557	6702	营业收入增长率	-16%	16%	18%	21%
现金	1738	1971	2120	2356	营业成本	2749	2922	3512	4195	营业利润增长率	-19%	24%	29%	16%
应收账款	2	11	8	13	营业税金及附加	416	593	634	805	归属母公司净利润增长率	20%	6%	6%	6%
其它应收款	581	557	726	835	营业费用	122	136	129	133	净利润	475.8	528.2	703.1	793.7
预付账款	487	510	617	735	管理费用	174	191	232	276	ROE	10%	9%	12%	12%
存货	4540	4710	6192	7577	财务费用	93	34	70	89	资产负债率	63%	59%	60%	60%
非流动资产	3398	3246	3106	2967	投资净收益	113	39	76	57	流动比率	1.7	1.7	1.7	1.7
长期投资	435	328	192	70	营业利润	629	782	1006	1170	速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
固定资产	33	19	7	-6	营业外收入	66	55	61	58	现金比率	0.4	0.4	0.4	0.4
资产总计	10746	11006	12770	14482	营业外支出	6	6	6	6	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.33	0.48	0.55
流动负债	4138	4555	5934	7347	利润总额	689.4	830.5	1060.3	1221.8	每股净资产(摊薄)	3.31	3.67	4.19	4.77
短期借款	279	476	1323	1962	所得税	213.6	302.2	357.2	428.1	市盈率	11.32	11.06	7.48	6.56
应付账款	1181	1210	1482	1754	净利润	475.8	528.2	703.1	793.7	市净率	1.20	1.15	1.01	0.89
非流动负债	2583	1983	1744	1331	少数股东损益	101.0	131.2	116.1	123.6	每股经营活动现金流量	-13	67	-516	-474
长期借款	1696	1332	975	621	归属母公司净利润	374.8	397.1	587.0	670.1	每股投资活动现金流量	-440	-547	-31	-230
负债合计	6721	6538	7677	8678	EPS (摊薄)	0.31	0.33	0.48	0.55	每股筹资活动现金流量	-105	32	-71	-71
少数股东权益	502	634	750	873						每股现金净增加额	-13	67	-516	-474
归属母公司股东	3523	3835	4343	4931						P/B	1.20	1.15	1.01	0.89
权益														
负债和股东权益	10746	11006	12770	14482										
现金流量表				单位:百万元		成长能力				获利能力				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E		营业收入增长率	-16%	16%	18%	净利润增长率	32%	38%	37%	37%
经营活动现金流	556	805	-530	120		营业利润增长率	-19%	24%	29%	归属母公司净利润增长率	12%	11%	13%	12%
						毛利率	32%	38%	37%	净利率	10%	9%	12%	12%
						ROE	63%	59%	60%		资产负债率	63%	59%	60%
投资活动现金流	294	142	220	179		资产负债率	32%	38%	37%	偿债能力	0.37	0.43	0.47	0.49
资本支出	-485	213	-133	47		营运能力	0.37	0.43	0.47	总资产周转率	0.31	0.33	0.48	0.55
长期投资	-168	-95	-142	-118		总资产周转率	0.31	0.33	0.48	每股收益(最新摊薄)	3.31	3.67	4.19	4.77
筹资活动现金流	-863	-879	-206	-655		每股指标(元)	0.31	0.33	0.48	每股净资产(摊薄)	11.32	11.06	7.48	6.56
短期借款	-105	32	182	-71		每股收益(最新摊薄)	1.20	1.15	1.01	每股现金净增加额	-13	67	-516	-474
长期借款	-318	-364	-357	-354		每股净资产(摊薄)	1.20	1.15	1.01	P/B	1.20	1.15	1.01	0.89
其他	-440	-547	-31	-230		估值比率								
现金净增加额	-13	67	-516	-474										

数据来源: 公司公告、上海证券研究所预测

分析师承诺

分析师 舒廷飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。