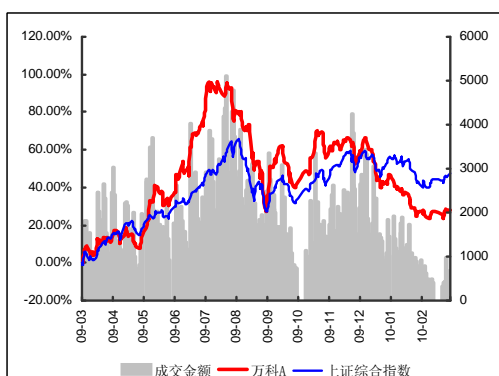


6-12个月目标价	12元
当前股价	9.44元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	3087
总股本(亿股)	109.95
流通A股(亿股)	96.56
流通B股(亿股)	13.14
流通A股市值(亿元)	911.54
总市值(亿元)	1037.95
每股净资产(元)	3.4
ROE(TTM)	14.26%
资产负债率	67%
动态市盈率	19.67
动态市净率	2.78

近一年股价走势与大盘比较


研究员: 张绍坤 吴伟
电话: 0755-83688511
Email: Mwu0330@gmail.com
报告日期: 2010/03/02

投资要点:

- 公司公布2009年年报, 2009年全年实现房地产签约面积663.6万平方米, 签约金额634.2亿元, 继续领跑; 实现营业收入488.8亿元, 净利润53.3亿元, 每股收益0.48元, 同比增长29.73%; 新增权益土地储备容积率面积1036万平方米; 资产负债率为67%, 净负债率为19.7%; 公司预收账款为317亿元。
- **战略清晰, 竞争优势明显, 坐看市场起伏。** 公司紧随人口、城市发展趋势、发现顾客潜在需求和通过高效的管理低成本满足顾客需求的能力较为突出, 较强的竞争优势给公司带来更高的产品溢价和市场占有率, 坐看房地产市场波动起伏。
- **财务稳健、预售饱满、土地储备充足。** 公司净负债率为19.7%, 财务较为稳健, 预售款销售收入比创历史新高, 土地储备充足并且有较好的盈利空间, 保证公司未来持续健康发展。
- **相对未来三年平均收益, 公司价值被低估。** 我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.58元、0.52元和0.71元, 对应动态市盈率分别为16倍、18倍和13倍, 公司股价基本反映了未来两年公司业绩增长变缓的风险, 公司未来3年平均每股收益0.6元/股, 由于公司有较强的竞争优势, 按行业历史最低20倍市盈率计算, 公司合理价格为12元, 给予公司买入评级。
- **风险提示, 受国家调控政策影响, 房地产成交量急剧萎缩。**

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	48881	49000	53000	55000
收入同比(%)	19%	0%	8%	4%
归属母公司净利润	5330	6391	5711	7852
净利润同比(%)	32%	20%	-11%	38%
毛利率(%)	29.4%	40.0%	35.0%	40.0%
ROE(%)	14.3%	15.0%	12.1%	14.5%
每股收益(元)	0.48	0.58	0.52	0.71
P/E	19.47	16.24	18.18	13.22
P/B	2.78	2.43	2.19	1.91

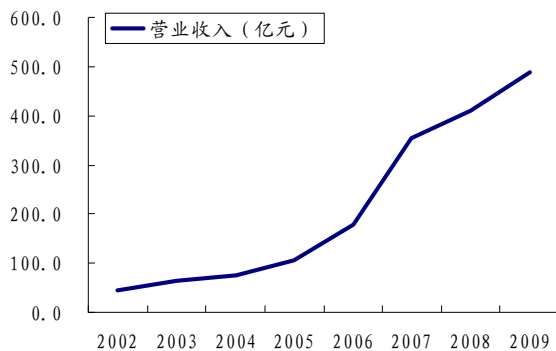
数据来源: 江南金融研究所

一、竞争优势明显，坐看市场起伏

1.1, 公司战略清晰，收入稳定增长

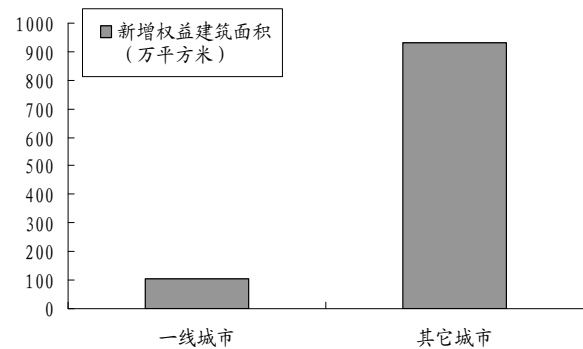
公司战略十分清晰，在对城市发展和人口特征的研究中，“其一是发现那些尚未得到满足的需求并设法去满足它；其二是对于那些在交易活动中已经存在的需求，尝试用更少的资源消耗去满足它。”在这个过程中，公司的收入稳定增长。公司从1999年开始“重点选择城乡结合部的大宗土地”，顺着城市扩张的方向提前布局，战略选择和执行的成功使公司营业收入逐步增长，并于2005年突破100亿元，跨上一个新台阶。

图表 1 历年万科营业收入



数据来源: wind

图表 2 2009 年新增权益建筑面积



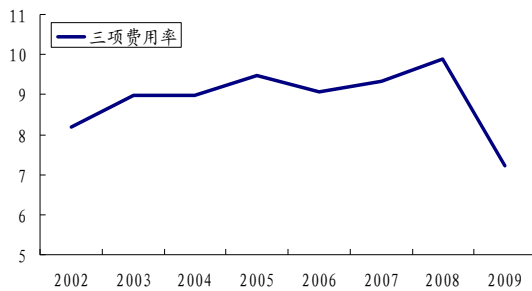
数据来源: 万科 2009 年年报

2009 年，通过对城市发展和人口结构的进一步审视，公司提出未来“纯粹的住宅区将不再是建筑主流，取而代之的是城市综合体。”、“在中国腹地，未来可能出现更多的产业中心、贸易中心、物流中心甚至研发信息中心。”、“高速铁路网、城际交通网的兴建，也缩短了城市之间的距离。这可能加速城市带的布局，带动现有大都市周边地域的发展，甚至导致中心城市向卫星城市的逆向移民。”和“养老住宅、旅游度假物业等细分市场正在逐渐成型。”。公司正积极调整自己的经营战略，提出要“公司将在继续坚持主流住宅开发的业务模式基础上，尝试与住宅相配套的其它物业类型，逐步培养非住宅业务相关能力。”和“积极关注健康养老住宅和度假物业等新兴的住宅领域。”。在土地储备方面，2009 年新增权益建筑面积中 90%集中在其他城市，公司未来业绩能否再上一个台阶，则取决于战略的执行程度。

1.2, 公司长期积累的管理能力保证战略正确实施

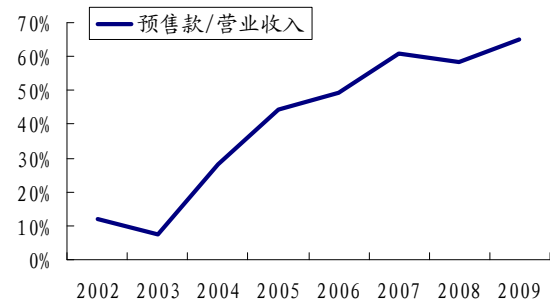
公司一直比较重视管理团队的建设，并有一直比较稳定的职业经理人队伍，从而保障公司的战略得以正确的实施，最终得以“用更少的资源消耗去满足它(顾客的需求)。”，公司的三项费用率控制得比较好，低于行业平均水平。因此，我们认为公司业绩上一个新的台阶值得期待。

图表 3 公司历年三项费用率



数据来源: wind 江南金融研究所

图表 4 预收款占销售收入比例创新高



数据来源: wind 江南金融研究所

二、财务稳健、预售饱满、土地储备充足

由于 2009 年公司销售情况良好, 公司目前财务状况较为稳健, 资产负债率为 67%, 流动比率为 1.91, 速动比率为 0.59, 净负债率为 19.7%。

图表 5 财务状况比较稳健

项目	万科
流动比率	1.91
速动比率	0.59
资产负债率	67%
净负债率	19.70%

数据来源: 公司 2009 年年报

2009 年年底公司预收账款达 317 亿元, 其中 96% 将在 2010 年结转收入, 占 2009 年销售收入的 62%, 创公司历年来最高记录, 为公司 2010 年业绩增长打下了坚实的基础。截至 2009 年年底公司获取项目建筑面积共 3063 万平方米, 足够公司未来 3 年开发, 土地储备较充足, 2009 年新增土地储备建筑面积均价约 2400 元/平方米, 假设人均可支配收入 2.2 万元, 房价收入比为 7 倍的情况下, 建筑成本 1000 元/平方米, 新增项目毛利率约为 33%, 将给公司带来比较合理的利润, 保障公司未来持续稳定发展。

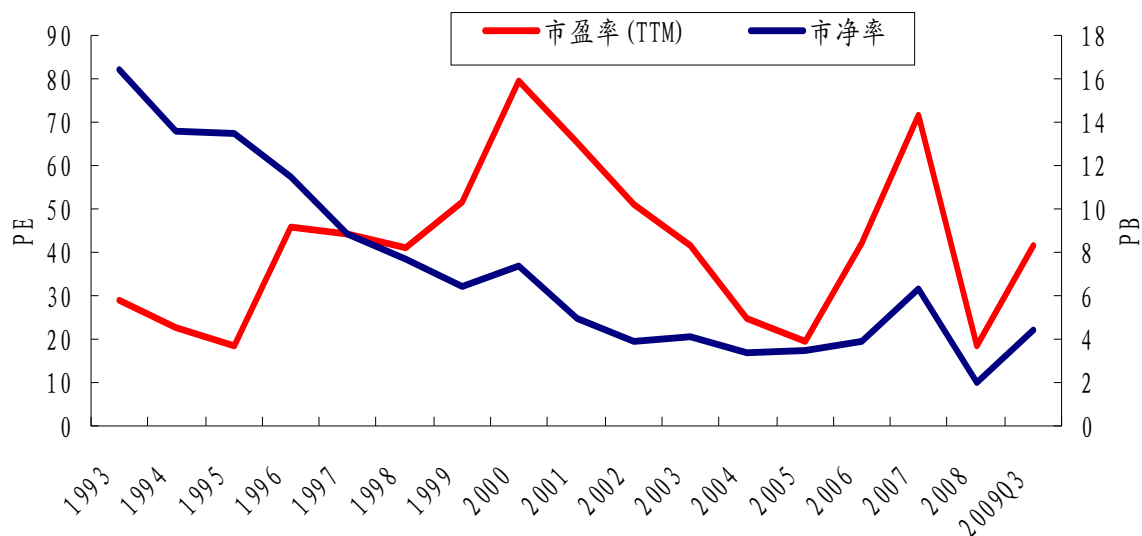
三、毛利率提升带来净利润提升, 预计 2010 年公司每股收益约为 0.58 元

公司预计 2010 年竣工面积约 503 万平方米, 同比略有下降, 但由于 2009 年商品房销售价格同比有一定增长, 2010 年公司毛利率将达到 40% 左右。公司 2009 年合同销售面积 663 万平方米, 销售额 634 亿元, 平均销售价格 9600 元/平方米, 预计公司 2010 年实现销售收入约 490 亿元, 净利润约 63.7 亿元, 每股收益 0.58 元/股, 同比增长 20%。

四、相对未来三年平均收益，公司价值被低估

我们预计公司 2010 年至 2012 年每股收益分别为 0.58 元、0.52 元和 0.71 元，对应动态市盈率分别为 16 倍、18 倍和 13 倍，目前股价基本反映了市场对房地产行业今后两年业绩增长放缓的预期。公司未来 3 年平均每股收益 0.6 元/股，由于公司有较强的竞争优势，按行业历史最低 20 倍市盈率计算，公司合理价格为 12 元，给予公司买入评级。

图表 6 房地产行业历年 PB 和 PE



资料来源: wind 江南金融研究所

图表 7 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	130323	133090	139667	141541	营业收入	48881	49000	53000	55000
现金	23002	37566	23270	27516	营业成本	34515	29400	34450	33000
应收账款	713	922	955	975	营业税金及附加	3603	4558	4744	4843
其他应收款	7786	4901	5578	6050	营业费用	1514	1775	1908	1938
预付账款	8736	6751	8099	7718	管理费用	1442	1738	1791	1850
存货	90085	82951	101766	99283	财务费用	574	781	768	976
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	-524	400	251	256
非流动资产	7285	3540	3428	3221	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	3565	0	0	0	投资净收益	924	300	493	500
固定资产	1356	1497	1467	1351	营业利润	8685	10648	9581	12638
无形资产	82	82	82	82	营业外收入	71	1	1	1
其他非流动资产	2282	1961	1879	1788	营业外支出	138	126	130	128
资产总计	137609	136630	143095	144763	利润总额	8617	10523	9452	12510
流动负债	68058	66608	67294	60713	所得税	2187	2932	2641	3458
短期借款	1188	1000	1000	1000	净利润	6430	7591	6811	9052
应付账款	16300	14871	17589	16785	少数股东损益	1100	1200	1100	1200
其他流动负债	50570	50737	48705	42928	归属母公司净利润	5330	6391	5711	7852
非流动负债	24142	18069	18177	18306	EBITDA	9364	11591	10535	13812
长期借款	17503	17503	17503	17503	EPS (元)	0.48	0.58	0.52	0.71
其他非流动负债	6639	566	675	803					
负债合计	92200	84677	85472	79019	主要财务比率				
少数股东权益	8033	9233	10333	11533	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	10995	10995	10995	10995	成长能力				
资本公积	8558	8558	8558	8558	营业收入	19.2%	0.2%	8.2%	3.8%
留存收益	17546	23168	27738	34658	营业利润	36.5%	22.6%	-10.0%	31.9%
归属母公司股东权益	37376	42720	47291	54211	归属于母公司净利润	32.1%	19.9%	-10.6%	37.5%
负债和股东权益	137609	136630	143095	144763	获利能力				
					毛利率(%)	29.4%	40.0%	35.0%	40.0%
现金流量表					净利率(%)	10.9%	13.0%	10.8%	14.3%
					ROE(%)	14.3%	15.0%	12.1%	14.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	13.8%	17.6%	12.2%	17.4%
经营活动现金流	9253	10719	-6855	13865	偿债能力				
净利润	6430	7591	6811	9052	资产负债率(%)	67.0%	62.0%	59.7%	54.6%
折旧摊销	105	162	186	198	净负债比率(%)	28.34%	39.57%	32.18%	24.43%
财务费用	574	781	768	976	流动比率	1.91	2.00	2.08	2.33
投资损失	-924	-300	-493	-500	速动比率	0.58	0.74	0.55	0.68
营运资金变动	2868	3043	-14365	3970	营运能力				
其他经营现金流	201	-557	238	170	总资产周转率	0.38	0.36	0.38	0.38
投资活动现金流	-4191	3841	457	483	应收账款周转率	59	59	55	56
资本支出	806	0	0	0	应付账款周转率	2.36	1.89	2.12	1.92
长期投资	-1367	-3547	28	10	每股指标(元)				
其他投资现金流	-4752	294	485	493	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.58	0.52	0.71
筹资活动现金流	-3029	4	-7899	-10101	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.97	-0.62	1.26
短期借款	-3414	-188	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.89	4.30	4.93
长期借款	8329	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	19.47	16.24	18.18	13.22
资本公积增加	705	0	0	0	P/B	2.78	2.43	2.19	1.91
其他筹资现金流	-8648	192	-7899	-10101	EV/EBITDA	12	10	11	8
现金净增加额	2024	14564	-14297	4246					

资料来源：江南金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编：518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003