

万科A (000002) /

三十年坚守价值，多元化上下求索

评级：买入(首次)

市场价格：26.82

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

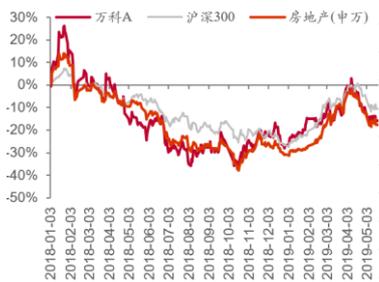
电话：021-20315288

Email: niyc@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11302.14
流通股本(百万股)	9715.17
市价(元)	26.82
市值(百万元)	299782.06
流通市值(百万元)	260560.86

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242,897.11	297,679.33	359,251.17	442,502.20	549,680.41
增长率(%)	1.01	22.55	20.68	23.17	24.22
EBITDA (百万元)	54,202.87	76,686.25	84,973.56	104,576.15	129,176.01
净利润(百万元)	28,051.81	33,772.65	39,109.10	45,392.74	52,875.25
增长率(%)	33.44	20.39	15.80	16.07	16.48
EPS (元/股)	2.48	2.99	3.54	4.11	4.79
市盈率(P/E)	10.81	8.98	7.57	6.52	5.60
市净率(P/B)	2.28	1.95	1.50	1.22	1.00
市销率(P/S)	1.25	1.02	0.82	0.67	0.54
EV/EBITDA	6.58	3.97	8.02	5.93	7.16

投资要点

■ 引领行业三十余年，顺势而为主动求变

万科成立于1984年，三十多年来坚持稳健发展，作为行业标杆ROE常年维持在20%左右。公司经历了多元化—专业化—多元化发展历程，现今随着地产开发业务增速放缓，多元探索已发展为各领域龙头；此外，随着深圳地铁成为公司基石股东，公司一直以来股权较为分散的隐患得到解决，也为公司“轨道+物业”模式提供战略性支持。展望未来，以美股地产百年史为鉴，国内地产行业或将出现以下变化：1) 估值中枢修复；2) 龙头之间兼并整合；3) 龙头间的估值分化进一步突出：低负债高周转获较高估值。公司作为行业龙头有望最先受益。

■ 核心竞争力：基于杰出职业经理人团队的万科体系

公司核心竞争力在于人和管理，优秀的经理人打造了“专业化+规范化+透明度=万科化”这一管理体系，或是万科自全面转型房地产开发主业以来经营战略始终引领行业的基础：2000-2006年以郊区大盘为主，不拿地王不囤地；2007-2011年以刚需为主，灵活定价，低库存高周转；2012年至今优化激励机制，深入探索城市配套服务商的定位与住宅产业化发展方向。管理层长期坚持从公司长远利益出发，不受外在因素干扰与诱惑制定战略，坚守审慎与理性，穿越以往数次周期。

■ 主营业务相比冲规模，更看重长期高质量增长

销售端，公司2018年公司全口径销售金额6069.5亿元，同比增长14.5%，增速有所放缓；业绩端，18年公司实现营收2976.8亿，同比+22.6%，归母净利润337.7亿，同比+20.4%，截至18年末公司合同负债5047亿，保障未来1-2年业绩；土储方面，18年公司新增总建面4681.4万方，拿地/销售均价降至36.1%，未来销售利润率有保证。我们认为，公司的“不囤地、高周转”经营策略，与高杠杆及资源型房企发展模式有较大区别，公司增量土储成本控制水平及结构、推盘效率及回款水平等指标均为行业前列，长远来看，比单纯土储数量，或更符合当下及未来的市场环境趋势。

■ 多元业务已成为各自行业龙头：创造新的利润增长点

公司2014年年报提出公司自我定位“城市配套服务商”，随后正式开启多元化之路：万科物业连续9年蝉联“中国物业服务百强企业综合实力TOP1”，其管辖的住宅产品、二手房相比周边同档次项目溢价空间达到26.77%；万科商业以印力为集团商业开发平台、18年位列商业地产行业第三；物流地产领域的自建品牌万纬物流成长迅速，同时公司参与私有化普洛斯，龙头地位进一步固化；长租公寓市场，万科“泊寓”快速发展为一线长租公寓品牌；此外，公司在标准化办公、滑雪度假等领域也进行了深入探索。

投资建议：万科作为行业的标杆龙头，三十年来始终把握住行业趋势，通过精准研判，数次穿越周期逆市成长，不仅证明了自己的价值理念，也得到了市场的认可；它有着业内最优秀的经营团队与管理体系，它的产品有着优良口碑，万科物业更是溢价的象征。公司作为标杆，优良的管控与财务指标无需再证明或与同行比较。行业层面，我们看好不久的未来，地产板块对标美股地产，估值中枢有望获修复，而公司作为龙头伴随着集中度提升逻辑持续收益；公司层面，我们看好万科作为龙头中杠杆最低、动态周转最佳的房企，外加杰出的管理团队、超前的住宅产业化探索、多元业务已抢占各领域龙头等多方优势，对标美股NVR，享有龙头中最高估值溢价。我们预计公司2019-2021年EPS分别为3.54、4.11、4.79元，分别对应PE7.57X、6.52X、5.60X，给予“买入”评级。

风险提示：房地产行业调控超预期，公司地产项目结算低于预期。

内容目录

公司概况：引领行业三十余年，顺势而为主动求变	- 9 -
回顾过往：万科三十多年发展史，穿越周期的传奇龙头	- 9 -
站在当下：董事会履新、管理层稳定，“轨道+物业”打破开发模式瓶颈	- 10 -
展望未来：以美股地产百年史为鉴，“白银时代”下龙头优势凸显.....	- 15 -
核心竞争力：基于杰出职业经理人团队的万科体系	- 19 -
战略上的先行者：既善于捕捉行业机会，又坚守自身价值理念	- 19 -
战术上的少数派：中短期博弈中秉持理性与冷静	- 24 -
聚焦住宅产业化：不断塑造与强化自身可持续竞争优势	- 29 -
万科经营战略总结：人与管理的完美结合	- 36 -
房地产开发主业：相比冲规模，更看重长期高质量增长	- 38 -
销售增速放缓，均价微涨，行业市占率进一步提升	- 38 -
严控成本盈利能力获提升，超 5000 亿预收账款锁定未来业绩	- 40 -
土储继续扩容，拿地成本合理、单价首次回调.....	- 42 -
多元业务已成为各自行业龙头：创造新的利润增长点	- 48 -
物业服务：行业处快速成长期，万科物业为口碑优良的行业龙头	- 48 -
商业开发：外延并购速成行业前三，修炼内功看重高质量增长	- 68 -
物流地产：万纬物流+普洛斯，龙头地位进一步固化	- 80 -
长租公寓：万科“泊寓”，快速发展的一线长租公寓品牌	- 88 -
财务分析：常年维持高 ROE，低杠杆高周转的行业标杆	- 93 -
盈利能力领跑行业，近年来 ROE 主要靠权益乘数获提升.....	- 93 -
高周转鼻祖，早已转型高质量增长.....	- 95 -
净现金流 10 年为正，销售回款稳增.....	- 95 -
经营稳健，杠杆率始终保持行业领先水平	- 96 -
盈利预测与估值	- 97 -

图表 1: 万科分阶段发展历程.....	- 9 -
图表 2: 万科股权之争时间轴.....	- 10 -
图表 3: 万科当前股权结构 (截至 2018 年末)	- 11 -
图表 4: 深圳地铁总资产水平.....	- 12 -
图表 5: 深圳地铁净资产水平.....	- 12 -
图表 6: 深圳地铁 2017-2022 年规划图.....	- 12 -
图表 7: 深圳地铁 2016-2030 年规划图.....	- 12 -
图表 8: 深圳 2018 年上半年房企流量销售金额 TOP10 榜单.....	- 13 -
图表 9: 深铁在深圳物业项目汇总	- 13 -
图表 10: 万科董监高人员任职情况.....	- 14 -
图表 11: 美国人口和城镇化率.....	- 15 -
图表 12: 美国居民房屋拥有率	- 15 -
图表 13: 美国一二手房销量 (千套) 及占比.....	- 15 -
图表 14: 美股房价百年历史	- 16 -
图表 15: 美股地产龙头与行业毛利率对比情况.....	- 16 -
图表 16: 美股地产龙头 ROE 与行业对比情况.....	- 16 -
图表 17: 美股房地产龙头资产负债率情况.....	- 17 -
图表 18: 美股房地产龙头存货周转率情况.....	- 17 -
图表 19: 美股房地产龙头市占率情况.....	- 17 -
图表 20: 美国房地产行业收并购情况.....	- 17 -
图表 21: 美股房地产龙头与行业 PB 估值.....	- 18 -
图表 22: 美股房地产龙头与行业 PE 估值.....	- 18 -
图表 23: A 股地产板块与龙头历史 PE 估值	- 18 -
图表 24: 全国与万科商品房住宅销售额同比增速情况.....	- 20 -
图表 25: 02-06 年万科与行业销售情况对比	- 20 -
图表 26: 07-11 年万科与行业销售情况对比.....	- 21 -
图表 27: 12 年至今万科与行业销售情况对比	- 22 -
图表 28: 万科坚持稳健经营策略, 成长路线相比于行业更为平滑.....	- 23 -
图表 29: 万科上市至 09 年间直接融资统计.....	- 24 -
图表 30: 万科与板块存货周转率情况.....	- 25 -
图表 31: 万科历年存货结构情况.....	- 25 -
图表 32: 万科存货对当期销售额占比.....	- 25 -
图表 33: 万科拿地力度与市场热度对比.....	- 25 -
图表 34: 联合营企业收益及占利润比例.....	- 26 -
图表 35: 少数股东损益情况及占净利润比例.....	- 26 -

图表 36: 事业合伙人及跟投推进情况.....	- 27 -
图表 37: 事业合伙人制度发展历程.....	- 28 -
图表 38: 盈安合伙人持股情况 (%).....	- 28 -
图表 39: 公司项目跟投情况 (个).....	- 28 -
图表 40: 行业销量增速与万科市占率情况.....	- 29 -
图表 41: 国家住宅产业化政策汇总.....	- 30 -
图表 42: 产业化住宅相比传统住宅各阶段效益增加比例.....	- 32 -
图表 43: 国外产业住宅节约劳动力数量的比例与平均预制化率.....	- 32 -
图表 44: 住宅产业化劳动生产效率测算结果.....	- 32 -
图表 45: 产业化住宅与现有住宅的对比图.....	- 33 -
图表 46: 产业化住宅较传统住宅建造过程环境效益对比.....	- 33 -
图表 47: 万科住宅精装修推进历程.....	- 34 -
图表 48: 万科住宅工业化推进进程.....	- 35 -
图表 49: 万科三项工业化应用在当年新开工主流产品中的比例.....	- 35 -
图表 50: 万科绿色星级项目面积.....	- 36 -
图表 51: 万科历年销售金额情况.....	- 38 -
图表 52: 万科历年销售面积情况.....	- 38 -
图表 53: 万科历年销售与结算均价.....	- 38 -
图表 54: 万科历年销售额市占率情况.....	- 38 -
图表 55: 万科与行业销售额增速情况.....	- 39 -
图表 56: 万科拿地力度与行业周期对比.....	- 39 -
图表 57: 万科 2018 年分区域销售面积 (万平方米).....	- 39 -
图表 58: 万科 2018 年分区域销售金额 (亿元).....	- 39 -
图表 59: 公司营业收入及同比情况.....	- 40 -
图表 60: 公司规模净利润及同比情况.....	- 40 -
图表 61: 公司结算收入与面积情况.....	- 40 -
图表 62: 公司近年来结算利润率情况.....	- 40 -
图表 63: 公司已售未结资源情况.....	- 41 -
图表 64: 公司预收账款情况 (亿元).....	- 41 -
图表 65: 公司近年拿地建面情况 (万方).....	- 42 -
图表 66: 公司近年拿地权益金额情况 (亿元).....	- 42 -
图表 67: 2018 年以来公司月度拿地情况.....	- 43 -
图表 68: 公司历年拿地权益地价款情况 (亿元).....	- 43 -
图表 69: 公司历年拿地楼面均价情况 (元/平).....	- 43 -
图表 70: 公司历年拿地金额与回款比情况.....	- 44 -

图表 71: 公司历年拿地与销售均价比情况.....	- 44 -
图表 72: 万科 2018 下半年拿地相对激进.....	- 44 -
图表 73: 100 大中城市土地溢价率 (4 周移动平均)	- 45 -
图表 74: 万科 2018 下半年部分收并购项目.....	- 45 -
图表 75: 万科 2018 年月度公告拿地建面 (万方)	- 46 -
图表 76: 万科 2018 年月度公告拿地金额 (亿元)	- 46 -
图表 77: 70 大中城市二手住房价格指数情况.....	- 47 -
图表 78: 70 大中城市新建住房价格指数情况.....	- 47 -
图表 79: 部分 70 大中城市 GDP 及人口净流入情况.....	- 47 -
图表 80: 中国物业管理公司收费管理面积 (亿方)	- 49 -
图表 81: 商品房销售及竣工面积与增速.....	- 49 -
图表 82: 99 年至今人均 GDP 及收入增长稳定.....	- 50 -
图表 83: 消费支出增长较快, 恩格尔系数持续走低.....	- 50 -
图表 84: 住宅竣工套数 (万套) 与套均面积 (平方)	- 51 -
图表 85: 商品房住宅销售面积与价格情况 (元/平)	- 51 -
图表 86: 中国人口结构预测 (亿人)	- 52 -
图表 87: 国内人口 (亿人) 与城镇化率.....	- 52 -
图表 88: 物业管理行业市场规模测算.....	- 52 -
图表 89: 2012-2016 行业在管面积.....	- 53 -
图表 90: 2012-2016 行业企业数量.....	- 53 -
图表 91: TOP100 管理面积均值与市占率情况.....	- 54 -
图表 92: TOP10 企业管理规模与市占率情况.....	- 54 -
图表 93: 2017 年 TOP100 营收按规模划分情况	- 54 -
图表 94: 2017 年 TOP100 净利润按规模划分情况.....	- 54 -
图表 95: 2017 年中国物业服务企业规模 TOP10.....	- 55 -
图表 96: 2012-2016 年行业企业数量	- 55 -
图表 97: 基础服务与多种业务的占比呈现分化趋势.....	- 55 -
图表 98: 2017 年百强企业多种经营收入构成情况.....	- 55 -
图表 99: 万科物业发展历程.....	- 56 -
图表 100: 万科物业管理板块营业收入 (亿元)	- 57 -
图表 101: 万科物业管理板块毛利率.....	- 57 -
图表 102: 公司物业服务业务在管项目 (个)	- 57 -
图表 103: 公司物业服务项目签约合同面积 (亿方)	- 57 -
图表 104: 公司商企业务在管面积情况 (万方)	- 58 -
图表 105: TOP100 企业物业费情况 (元/平/月)	- 58 -

图表 106: 公司物业旗下万睿科技部分产品.....	- 58 -
图表 107: 深圳腾讯滨海大厦项目.....	- 58 -
图表 108: 万科物业业务板块构成.....	- 59 -
图表 109: 万科睿服务体系.....	- 59 -
图表 110: 万科物业“睿平台”职能拆分.....	- 60 -
图表 111: 万科物业服务具体业务分类.....	- 60 -
图表 112: 万科物业“睿”管家发展路径.....	- 61 -
图表 113: 万科物业睿服务 1.0-3.0 的发展历程.....	- 61 -
图表 114: 万科物业的核心价值观.....	- 62 -
图表 115: 2014 年 6 月以来部分物业管理公司上市情况.....	- 63 -
图表 116: 万科物业历年新成立业主委员会情况 (个).....	- 64 -
图表 117: 彩生活“彩之云” (左) 与万科物业“住这儿” (右).....	- 65 -
图表 118: 主流物管企业估值及业绩情况.....	- 66 -
图表 119: 全国商业地产开发投资额及增速.....	- 68 -
图表 120: 全国商业地产开发投资额占比情况.....	- 68 -
图表 121: 全国商业地产新开工面积及增长情况.....	- 68 -
图表 122: 商业地产新开工面积占比情况.....	- 68 -
图表 123: 商业地产销售面积及增长情况.....	- 69 -
图表 124: 商业地产待售面积同比增速情况.....	- 69 -
图表 125: 中国网络购物交易金额和增速.....	- 69 -
图表 126: 2018 年大型电商开设线下首店案例.....	- 70 -
图表 127: 全国商业用房销量情况 (万方).....	- 70 -
图表 128: 全国商业用房库存情况 (万方).....	- 70 -
图表 129: 中国主要 17 城市零售物业市场供需情况.....	- 71 -
图表 130: 17 个主要城市供应风险预测.....	- 71 -
图表 131: 中国 17 个主要城市购物中心首层租金增长预测.....	- 72 -
图表 132: 万科商业地产在 2013 年开始加速布局.....	- 72 -
图表 133: 万科商业地产产品线.....	- 73 -
图表 134: 印力集团发展历程.....	- 73 -
图表 135: 印力平台全产业链商业模式.....	- 74 -
图表 136: 印力集团产品线情况.....	- 74 -
图表 137: 温州印象城 MEGA.....	- 75 -
图表 138: 杭州西溪印象城 (一).....	- 75 -
图表 139: 杭州西溪印象城 (二).....	- 75 -
图表 140: 惠州惠阳印象汇.....	- 76 -

图表 141: 武汉嘉园印象里.....	- 76 -
图表 142: 万科收购凯德 20 座购物中心位置情况.....	- 77 -
图表 143: REITs 在国内市场推行的驱动力.....	- 78 -
图表 144: 国内类 REITs 产品历年发行支数和规模.....	- 78 -
图表 145: 中国物流地产下游整合仍处于成长阶段.....	- 80 -
图表 146: 中、日、美三国人均仓储情况.....	- 80 -
图表 147: 主要城市物流仓储市场供需情况.....	- 81 -
图表 148: 2019 年主要城市高标仓库新增供应.....	- 81 -
图表 149: 消费增速放缓、线上流量收窄.....	- 82 -
图表 150: 电商物流业务增速降至理性水平.....	- 82 -
图表 151: 国内主要电商购置的仓库用地面积 (百万平方米)	- 83 -
图表 152: 中国主要 17 个城市物流仓储租金增幅预测	- 83 -
图表 153: 万维物流发展历程.....	- 84 -
图表 154: 万科历年物流地产项目获取情况.....	- 84 -
图表 155: 万科物流地产与普洛斯、宇培规模对比	- 84 -
图表 156: 万科物流地产业务网络布局	- 84 -
图表 157: 万科参与私有化普洛斯股权变动情况.....	- 85 -
图表 158: 普洛斯各地区市场份额情况	- 85 -
图表 159: 2018 年 Q1 国内物流地产运营商占有率.....	- 85 -
图表 160: 主要物流地产商区域性分布	- 86 -
图表 161: 普洛斯中国项目资源情况 (百万方)	- 86 -
图表 162: 普洛斯中国发展历程	- 86 -
图表 163: 普洛斯营收及利润情况 (亿元)	- 87 -
图表 164: 普洛斯营业收入拆分 (亿元)	- 87 -
图表 165: 普洛斯商业模式.....	- 87 -
图表 166: 普洛斯基金运作模式	- 87 -
图表 167: 中央层面租赁住宅相关政策一览.....	- 88 -
图表 168: 2018 年地方发布住房租赁政策梳理.....	- 89 -
图表 169: 租赁住宅发展历程.....	- 89 -
图表 170: 租赁住宅发市场规模测算.....	- 90 -
图表 171: 龙头企业市场布局模式.....	- 90 -
图表 172: 租赁住宅市场 B2C 份额与市占率	- 90 -
图表 173: 万科租赁业务发展历程.....	- 91 -
图表 174: 截止 2018 年 6 月房企已拓房源 Top 7	- 91 -
图表 175: 2016 年 12 月起泊寓房源数快速增长.....	- 91 -

图表 176: 万科泊寓运营模式.....	- 92 -
图表 177: 万科泊寓城市布局现状.....	- 92 -
图表 178: 万科泊寓的经营之道.....	- 92 -
图表 179: 深圳泊寓龙岗布吉店.....	- 92 -
图表 180: 万科与重点房企 ROE 情况.....	- 93 -
图表 181: ROE 的提升主要依靠权益乘数的提升.....	- 93 -
图表 182: 万科与重点房企结算毛利率情况.....	- 94 -
图表 183: 万科与重点房企费用率情况 (营收口径).....	- 94 -
图表 184: 2018 年万科与重点房企费用率比较.....	- 94 -
图表 185: 万科与重点房企结算净利率情况.....	- 94 -
图表 186: 万科与重点房企存货周转率.....	- 95 -
图表 187: 万科与重点房企总资产周转率.....	- 95 -
图表 188: 万科历年销售回款情况.....	- 96 -
图表 189: 经营活动现金流净额/营业收入.....	- 96 -
图表 190: 万科历年负债率情况.....	- 96 -
图表 191: 万科及重点房企偿债能力情况.....	- 96 -
图表 192: 18 年资产负债率 (剔除预收账款) 对比.....	- 97 -
图表 193: 18 年万科与重点房企净负债率对比.....	- 97 -
图表 194: 万科新开工与竣工剪刀差越发明显.....	- 97 -
图表 195: 销售与竣工面积增速的背离开始修复.....	- 97 -
图表 196: 万科主营收入拆分.....	- 98 -
图表 197: 万科未结算项目资源情况 (万方).....	- 99 -
图表 198: 公司 NAV 计算表.....	- 99 -
图表 199: 美股地产开发企业 PE 估值情况.....	- 100 -
图表 200: A 股及地产开发企业 PE 估值情况.....	- 100 -
图表 201: 95-07 年美国前四房企 PE 情况.....	- 101 -
图表 202: 13-17 年美国前四房企 PE 情况.....	- 101 -
图表 203: 万科近 10 年 PE Band.....	- 101 -
图表 204: 公司盈利预测表.....	- 103 -

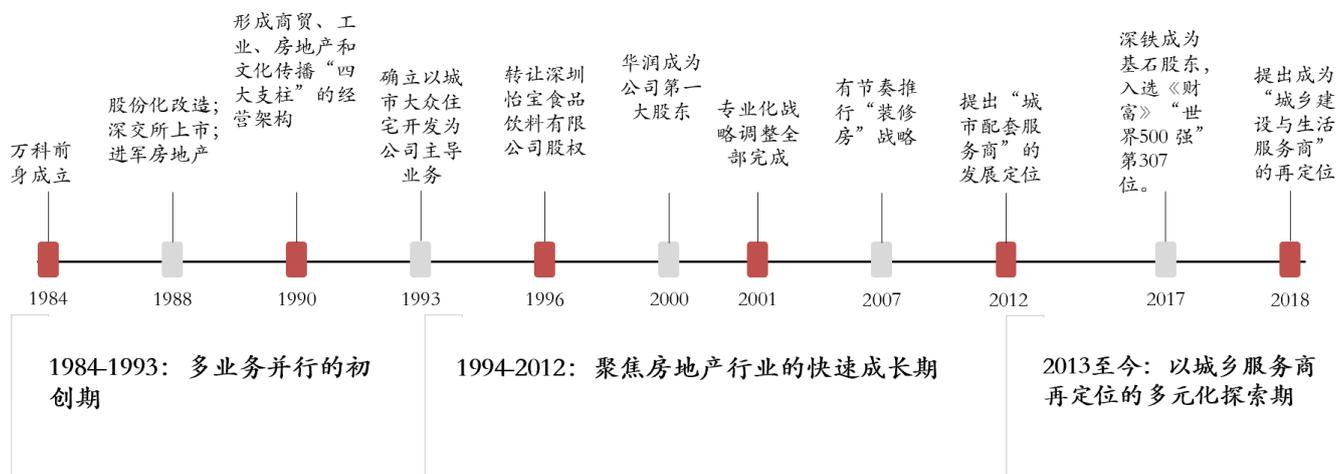
公司概况：引领行业三十余年，顺势而为主动求变

回顾过往：万科三十多年发展史，穿越周期的传奇龙头

万科企业股份有限公司成立于1984年，经过三十余年的发展，已成为国内领先的城乡建设与生活服务商。纵观其发展史，万科一直坚持“有质量的增长”，ROE 常年在 20%左右徘徊，常年作为房地产行业的标杆龙头。我们梳理下公司从成立至今的发展历程：

- **1984-1993：多业务并行的初创期。**万科成立于1984年，在1988年完成股份化改造并于深交所上市，进军房地产；1990年，形成商贸、工业、房地产和文化传播“四大支柱”的经营架构，涉足进出口、零售、投资、影视、广告、饮料、印刷、机械加工、电器工程等10多个行业。
- **1994-2012：聚焦房地产行业的快速成长期。**公司于1993年确立以城市大众住宅开发为公司主营业务，1996年转让深圳怡宝食品饮料有限公司股权；1997年，转让扬声器业务；2000年，华润成为公司第一大股东；2001年，公司专业化战略调整全部完成。
- **2013-2017：以城市配套服务商再定位的多元化探索期。**2014年，万科制定了第四个十年发展规划。万科将自身未来十年的业务版图归纳为：“三好住宅”+“城市配套服务商”，希望在十年后，后者能取得和前者并驾齐驱的地位。目前公司业务已延伸至商业开发和运营、物流仓储服务、租赁住宅、产业城镇等领域。
- **2018至今：进一步升级为“城乡建设与生活服务商”。**2018年，公司将自身定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”，在巩固住宅开发和物业服务、物流及租赁等固有优势的基础上，深入冰雪度假、养老、教育等领域进行探索。

图表 1：万科分阶段发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

万科 30 多年来的发展，经历了从多元—专业化—多元的过程，这也是一个主动的、追逐行业红利的业务调整历程。剔除多元业务、聚焦住宅开发主业，背后折射的是国内房地产开发行业完整的一个黄金时代；而从专业化转向多元布局，主动打造围绕住宅开发的生态平台（物业、商业、租赁、养老等），反映的是行业进入成熟期、增速逐渐放缓、求发展的现状。对于万科这一转变的解读，我们会在下一部分做深入分析。

站在当下：董事会履新、管理层稳定，“轨道+物业”打破开发模式瓶颈

公司作为行业标杆、坚持稳健增长的龙头，基本面各项指标均表现出色。我们认为万科的优质基本面是表象，内在核心竞争力是在职业经理人制度下，以数十年积累的经验，形成并不断完善的公司管理机制与文化；同时，大股东对管理层给予了充分的信任与支持。这是万科三十多年来不断突破成为杰出公司的内核因素。2015 年中旬，宝能系对万科增持引发的一系列股权纷争，而这一核心要素变得扑朔迷离，持续近 2 年的波折，随着深铁战略入股成为万科第一大股东，不仅让这场风波尘埃落定，而且为万科提供了新的战略性机遇。

■ 股权纷争尘埃落定

简单梳理“宝万之争”：宝能系自 2015 年 7 月初的股市动荡期间开始持有万科股票，至 15 年底累计持有超过 20%，成为公司第一大股东。同时，万科管理层发表“不欢迎宝能成为第一大股东”的言论，而宝能也发表公告称“尊重规则，相信市场的力量”，这一管理层与股东的对抗正式拉开帷幕。

图表 2：万科股权之争时间轴

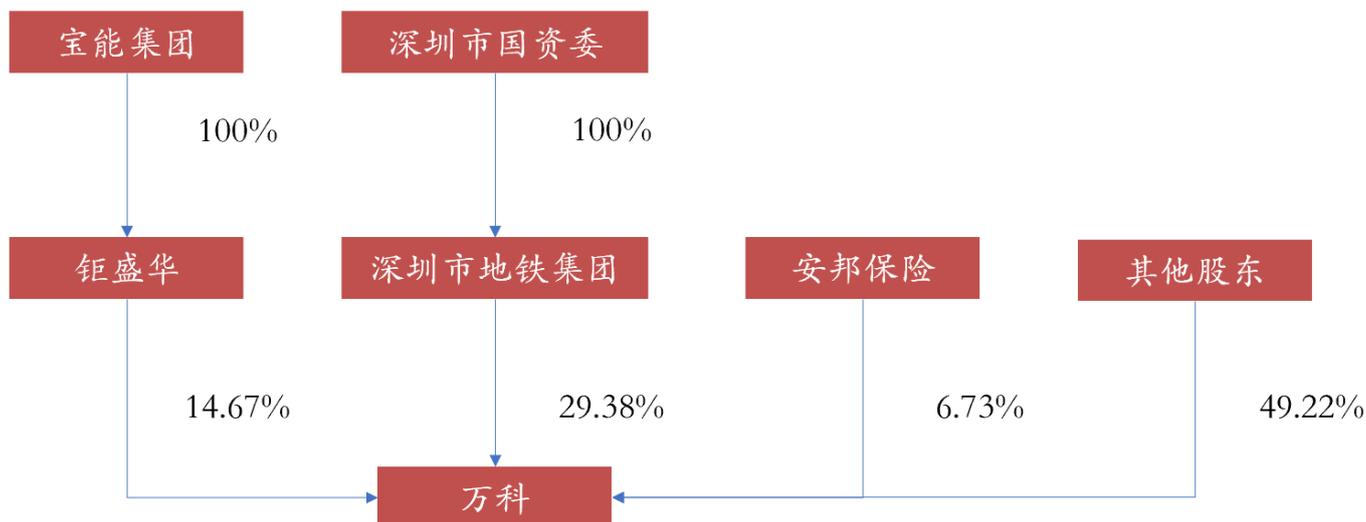


来源：公司公告、和讯网、中泰证券研究所

随后，安邦增持，万科停牌考虑引入深铁重组遭到华润异议。2016年中，宝能提出罢免万科全体高管，在华润反对及董事会否决了罢免议案后，宝能继续增持至 25.4%。同时，恒大入场开始增持万科，让这一局面变得更为复杂。截至 2016 年末恒大已经持有万科 14.07% 的股份。

2017 年初，事件出现转机。国资委证监会先后强调市场维稳与加强监管，华润将其持有万科股份转让予深铁，同时恒大让渡万科股权表决权给深铁；另外，在 2 月 24 日下午，保监会对前海人寿做出处罚，罚款 80 万元，撤销姚振华任职资格并禁入保险业 10 年；6 月 9 日晚间，恒大公告将持有的 14.07% 万科股份售予深铁，深铁此时已持有万科 29.38% 的股权，加上管理层、员工持股及最大个人股东刘元生，万科管理层的投票权已接近 40%，股权纷争告一段落。

图表 3: 万科当前股权结构 (截至 2018 年末)



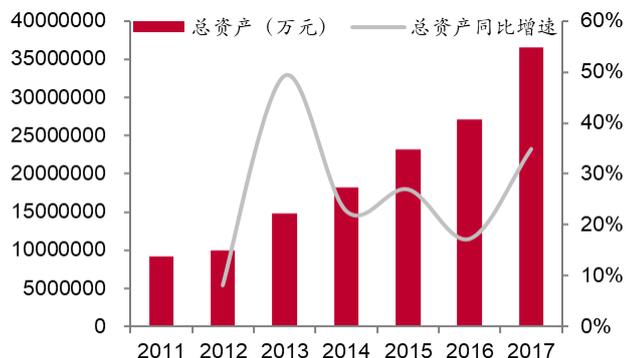
来源: Wind、中泰证券研究所

截至 2018 年 3 季度万科的权益变动公告，宝能系的数个资管计划与前海人寿分别大幅减持万科，持股比例已降至 15% (钜盛华 8.39%、前海人寿 6.28%，宝禄一号资管计划 0.33%)，随着宝能系资管计划的逐步清仓 (2018 年报宝能系持股万科 14.67%)，“宝万之争”尘埃落定。

■ 基石股东入驻，探索“轨道+物业”模式

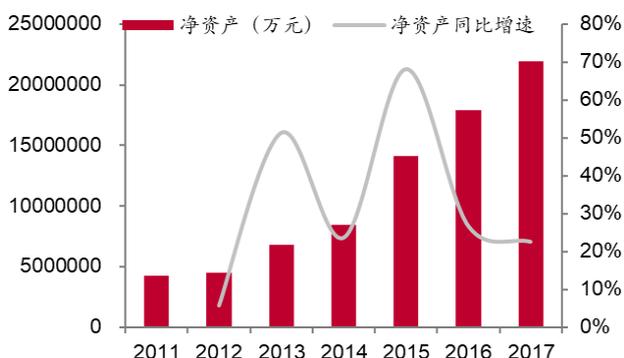
股权纷争时，深铁集团官网发表文章表示对王石的支持，而后万科得到了基石股东深圳地铁的入驻。深圳市地铁集团有限公司成立于 1998 年 7 月 31 日，是深圳市国资委直管的国有独资大型企业，主要业务涵盖地铁工程建设、地铁运营、物业开发、投融资、资源经营与物业管理、工程勘察设计等，已形成集地铁“投融资、建设、运营、资源经营与物业开发”四位一体的产业链。

图表 4: 深圳地铁总资产水平



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 深圳地铁净资产水平



来源: 公司公告、中泰证券研究所

据公司 2017 年年报披露,截至 17 年末公司总资产 3660 亿,净资产 2193 亿,全年实现营收 140.94 亿,净利润 66.48 亿。截至万科 2018 年 3 季报,深铁持有 29.38%公司股份,为第一大股东。作为基石股东,深铁有着雄厚的账面实力,而且背靠国资委,万科得这一大股东背景的力挺,不仅能稳定及优化自身股权结构,同时,今后在深圳区域的项目拓展及融资端也有望得到有力支持。

此外,深铁的入驻带来的是打破行业发展瓶颈的“轨道+物业”模式。人口稠密的国际大都市东京、香港等地的发展过程表明,以城市轨道交通为骨干的公共交通优先模式(TOD)能够高效衔接周边城镇、周边城市群,能增加核心都市圈住房有效供应、降低其居住成本。

图表 6: 深圳地铁 2017-2022 年规划图



来源: 深圳发改委、中泰证券研究所

图表 7: 深圳地铁 2016-2030 年规划图



来源: 深圳发改委、中泰证券研究所

从近期和中期的轨道交通规划来看,“地铁上盖物业”有着较大的发展空间。截至 2017 年 6 月 30 日,深圳地铁在运营的 8 条线总里程 285 公里。据发改委公告的规划,深圳轨道交通在 2022 年和 2030 年将分别达到 570 公里和 1142 公里,其上盖物业空间将得到进一步拓展。

图表 8: 深圳 2018 年上半年房企流量销售金额 TOP10 榜单

城市	排序	企业名称	成交金额 (亿元)
深圳	1	万科企业股份有限公司	149.04
深圳	2	广东龙光集团股份有限公司	126.83
深圳	3	鸿荣源房地产开发有限公司	97.72
深圳	4	佳兆业集团控股有限公司	66.03
深圳	5	深圳华侨城股份有限公司	58.67
深圳	6	华润置地有限公司	55.88
深圳	7	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	43.01
深圳	8	深圳市地铁集团有限公司	40.49
深圳	9	卓越置业集团有限公司	37.69
深圳	10	深圳市宏发投资集团有限公司	34.41

来源: CRIC、中泰证券研究所

深圳地铁探索实践“轨道+物业”发展模式,拓展城市发展空间,实现轨道交通土地资源的二次利用。截至 2017 年末,公司拥有上盖物业开发项目 12 个,建筑面积约 450 万方,且被评为“深圳市房地产开发行业综合实力第三名”。我们看好万科与深铁合璧,扩大在深圳区域深耕优势。

图表 9: 深铁在深圳物业项目汇总

楼盘名称	区域	户型	价格	占地面积 (平方)	建筑面积 (平方)
天琴湾	龙岗	398-756 m ² 独栋别墅	93140 元/m ²	298000	38700
万科广场 SOHO TOWN	龙岗	43-66 m ² 1-2 房公寓	45000 元/m ²	66643.5	250600
万科云城	南山	29-50 m ² 1-2 房公寓	68000 元/m ²	67129	421500
臻湾汇	南山	85 m ² SOHO 产品	160000 元/m ²	68286	470000
万科深南道 68 号	罗湖	40-152 m ² 精装住宅	59000 元/m ²	12780	183997
万科臻山道	福田	180-307 m ² 四室	待售	60899	77525
万科臻山府	福田	230-240 m ² 毛坯	99000 元/m ²	32303	175111
万科溪之谷	宝安		待售	158638	47270
汇德大厦	民治	33-65 m ² 1-2 房公寓	59300 元/m ²	19274.16	248709
臻湾汇	红树湾	250-310 m ² 商务公寓	160000 元/m ²		
锦荟 park	横岗	143 m ² 毛坯 4 房	40000 元/m ²	111200	418530
塘朗城	西丽	31-85 m ² 1-3 房公寓	65000 元/m ²	43584	261510
HBC 汇隆中心	民治	60-80 m ² 2-3 房复式	65300 元/m ²	20000	142000

来源: 贝壳网、房天下、中泰证券研究所

■ 董事会成功换届，管理层履新，开启“郁亮时代”

股权纷争随后的董事会换届，整体没有太多波澜，万科管理层拥有三个席位，原属华润系三个席位换成了深铁的三位领导：董事长林茂德、总经理肖民、财务总监陈贤军，外部董事由孙盛典接替孙建一，独董方面分别为新华保险前董事长康典、中央财经大学中国企业研究中心主任刘姝威、毕马威中国前副主席吴嘉宁、前海金融控股有限公司董事长李强。

图表 10: 万科董监高人员任职情况

董事会			监事会		
姓名	职务	任职日期	姓名	职务	任职日期
郁亮	董事会主席	2017/6/30	解冻	监事会主席, 监事	2014/3/28
林茂德	董事会副主席, 董事	2017/6/30	郑英	监事	2017/6/30
郁亮	董事	1994/5/24	周清平	职工监事	2010/3/23
王文金	董事	2014/3/28			
陈贤军	董事	2017/6/30			
孙盛典	董事	2017/6/30			
肖民	董事	2017/6/30			
张旭	董事	2017/6/30			
康典	独立董事	2017/6/30			
李强	独立董事	2017/6/30			
刘姝威	独立董事	2017/6/30			
吴嘉宁	独立董事	2017/6/30			
			高管		
			姓名	职务	任职日期
			祝九胜	首席执行官, 总裁	2018/2/1
			孙嘉	首席财务官, 执行副总裁, 财务负责人	2016/3/11
			王文金	首席风险官	2016/3/11
			张旭	首席运营官, 执行副总裁	2014/3/28
			王文金	执行副总裁	2007/10/26
			朱旭	董事会秘书	2016/3/11

来源: Wind、中泰证券研究所

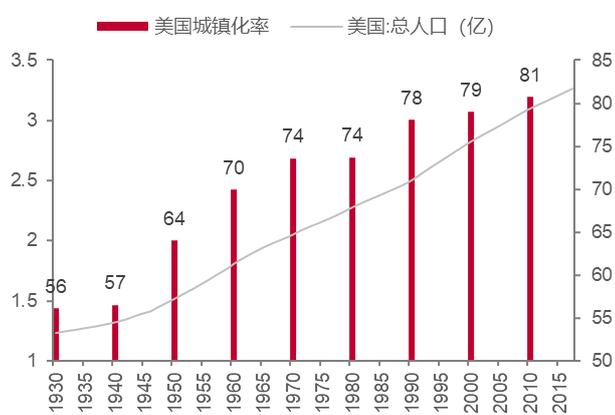
王石退出董事提名，董事长之位正式由郁亮接任。王石的退隐多少有些超出市场预期，但也在情理之中，其离去形式或大于实际。接班人郁亮自 2001 年开始就出任万科总裁，是掌舵万科 17 年、把公司从不到 50 亿规模带到超 6000 亿的执行者。同时，郁亮辞去总裁职务，由祝九胜接任。我们认为万科的企业管理与文化不会随个别管理层变动而受到影响，而这也是公司核心竞争力所在。

展望未来：以美股地产百年史为鉴，“白银时代”下龙头优势凸显

从国际对比角度看，考虑到时间区间、市场规模、成熟度等因素，相比于日本、香港、新加坡、德国等地，美国的房地产行业发展规律，更能作为中国房地产未来发展的参考案例。

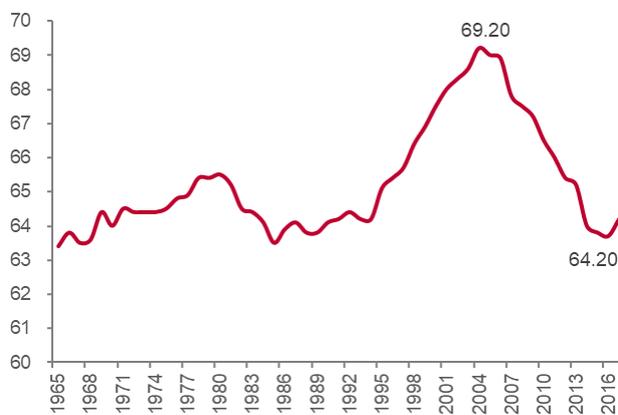
- **美国房地产行业为成熟期，二手房交易占主导。**美国由于较早地完成了工业化，据美国商务部普查局数据，其城镇化水平在 70 年代就已经超过了 70%，人口增速也较为平稳。另从房屋拥有率看也是如此：70 年代后至今维持在 65%左右，21 世纪初，靠货币及行政政策刺激鼓励透支了潜在购房需求，04 年住房拥有率接近 70%，而次贷危机的爆发，金融机构强制将按揭违约住房法拍后，又让住房拥有率回归到历史中枢水平。

图表 11: 美国人口和城镇化率



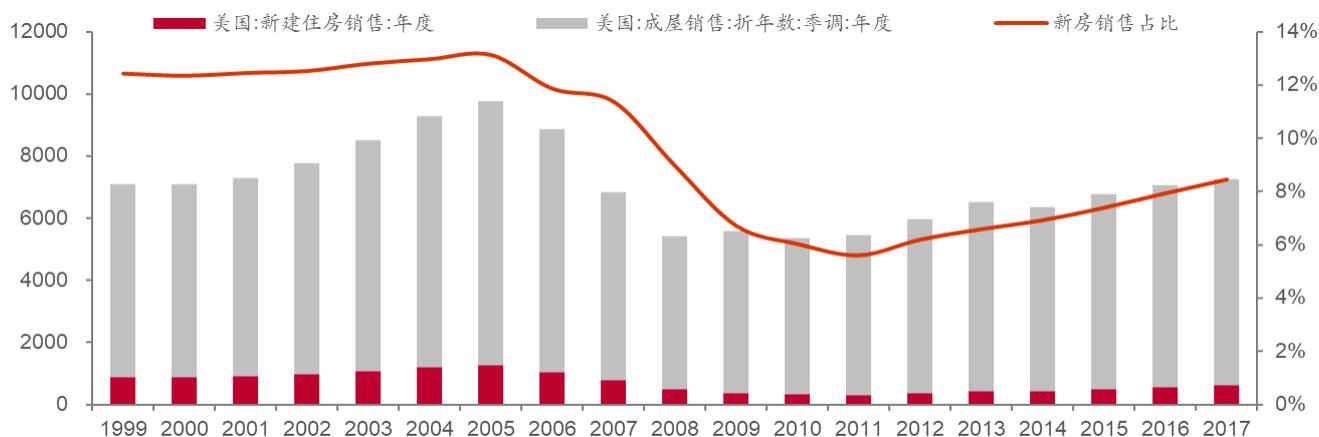
来源：美国经济分析局、Wind、中泰证券研究所

图表 12: 美国居民房屋拥有率



来源：美国商务部、Wind、中泰证券研究所

图表 13: 美国一二手房销量 (千套) 及占比



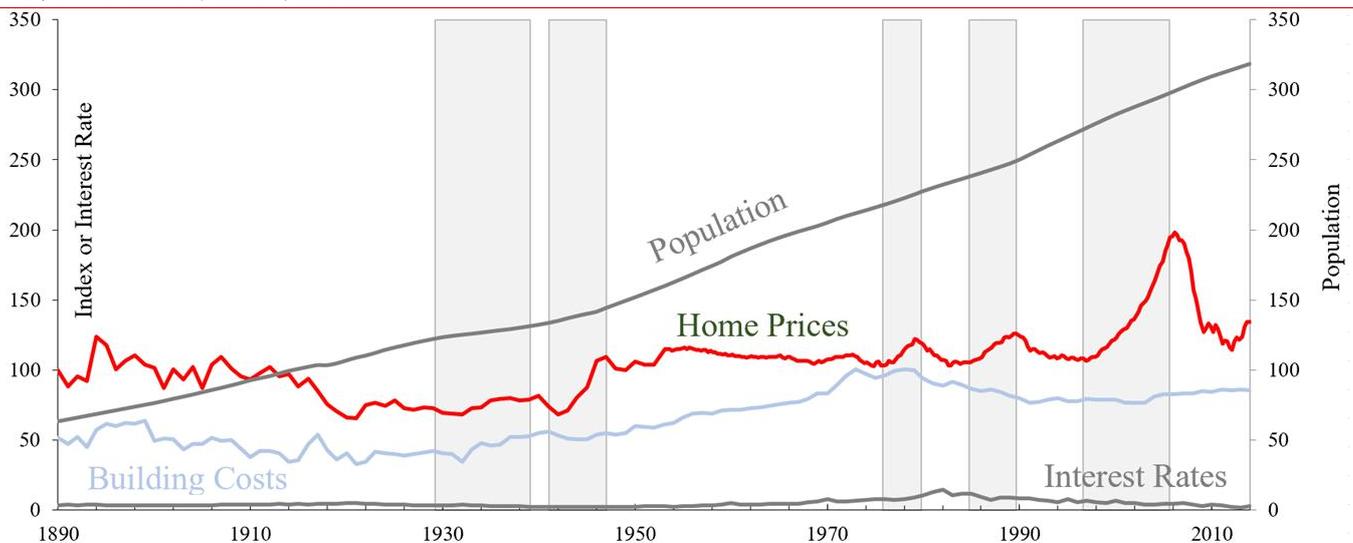
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 美国房价百年规律：震荡上升。

一百多年来，美国房价剔除货币因素，以 1890 年为基数看，至今涨幅为 50% 左右，而算上次贷危机的最高点涨幅也仅为一倍；货币因素外，主导房价的为土地价格。

几次房价波动分别与大的经济周期或政策因素有关。大萧条（1930s）、储贷危机（1980s）、互联网泡沫（21 世纪初）、次贷危机（2007-2011）时期房价回落；二战后重建（1945-1950）、资产证券化浪潮（1970s）等时期，房价受刺激持续上涨。

图表 14：美股房价百年历史



资料来源：macrotrends、Robert J. Shiller、中泰证券研究所

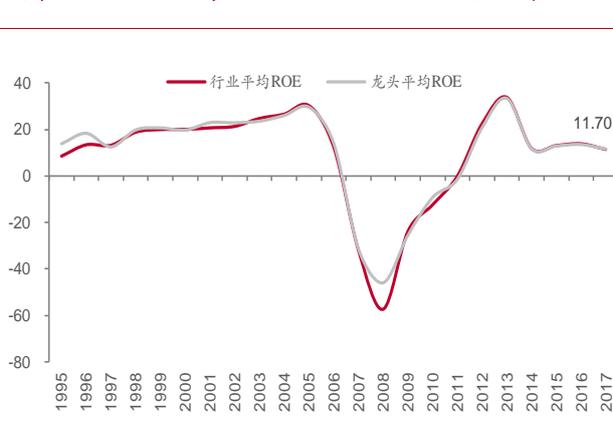
■ 美股地产龙头盈利能力与稳定性略高于行业平均水平。美股地产龙头的毛利率几乎保持高于行业平均水平，次贷危机时降幅也低于行业；ROE 方面大体与行业持平。考虑到美国房地产市场较为成熟，毛利率水平常年维持在 20% 左右，净利率接近 10%，其 ROE 也有近 20%。

图表 15：美股地产龙头与行业毛利率对比情况



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 16：美股地产龙头 ROE 与行业对比情况

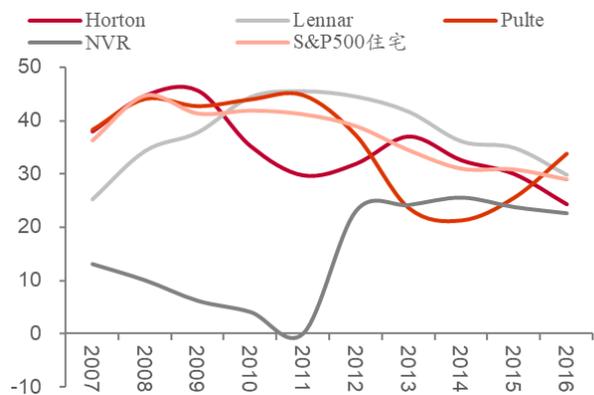


来源：Bloomberg、中泰证券研究所

■ 轻资产运作模式决定了低杠杆与高周转。美国房地产行业 ROE 靠高周

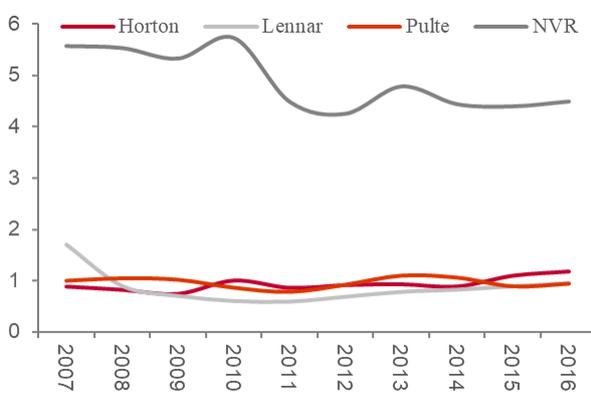
转驱动，较低负债率与较高存货周转率的背后，反映了其轻资产的经营模式：美国房企并不依赖囤地，而是主要用期权工具锁定地块，有客户需要时再及时购入，极大地节省了资金空间，降低经营风险。

图表 17: 美股房地产龙头资产负债率情况



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

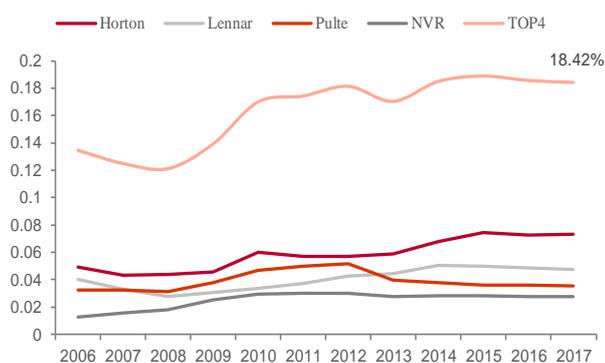
图表 18: 美股房地产龙头存货周转率情况



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

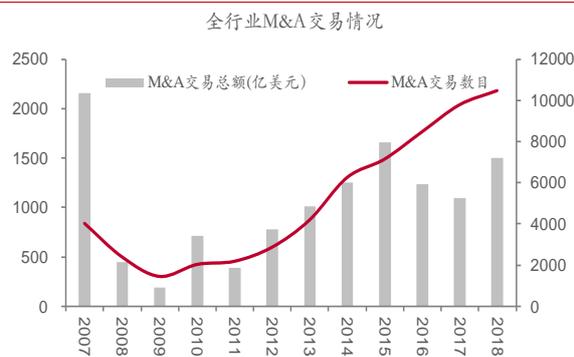
- **成熟市场背景下，危机带来行业整合机遇。**危机是危险与机遇并存，2007 年的次贷危机加速优胜劣汰，行业龙头市占率提升已经不是靠规模效应，而是大量的公司间整合（其中包括 2009 年美国第二大房产商 Pulte 并购第三大房产商 Centex），龙头企业凭借较强的抗风险能力与管控水平成为行业整合平台。

图表 19: 美股房地产龙头市占率情况



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

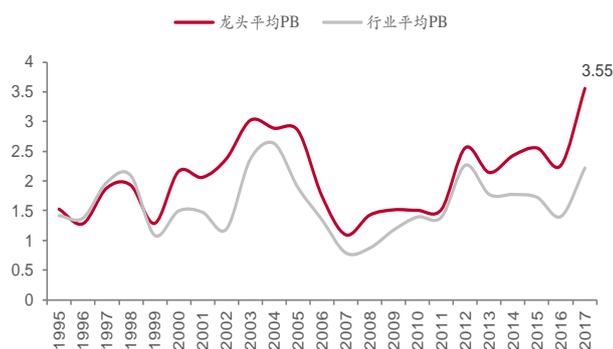
图表 20: 美国房地产行业收并购情况



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

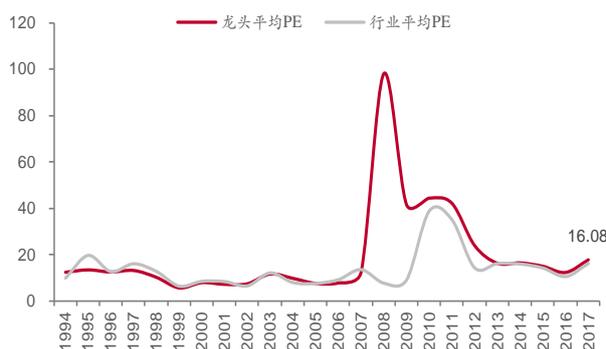
- **优质龙头享受更高估值溢价。**美股地产龙头 PE 估值略高或与行业整体水平趋近，PB 估值始终高于行业平均水平。在一个高度成熟的市场，比拼的不是规模、资金或土地储备，其估值溢价主要归因于龙头企业在规模下管控能力、管理与职业经纪人团队、产业链体系、产品布局的广度与细分客户群的精准定位等方面具有相对优势。

图表 21: 美股房地产龙头与行业 PB 估值



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

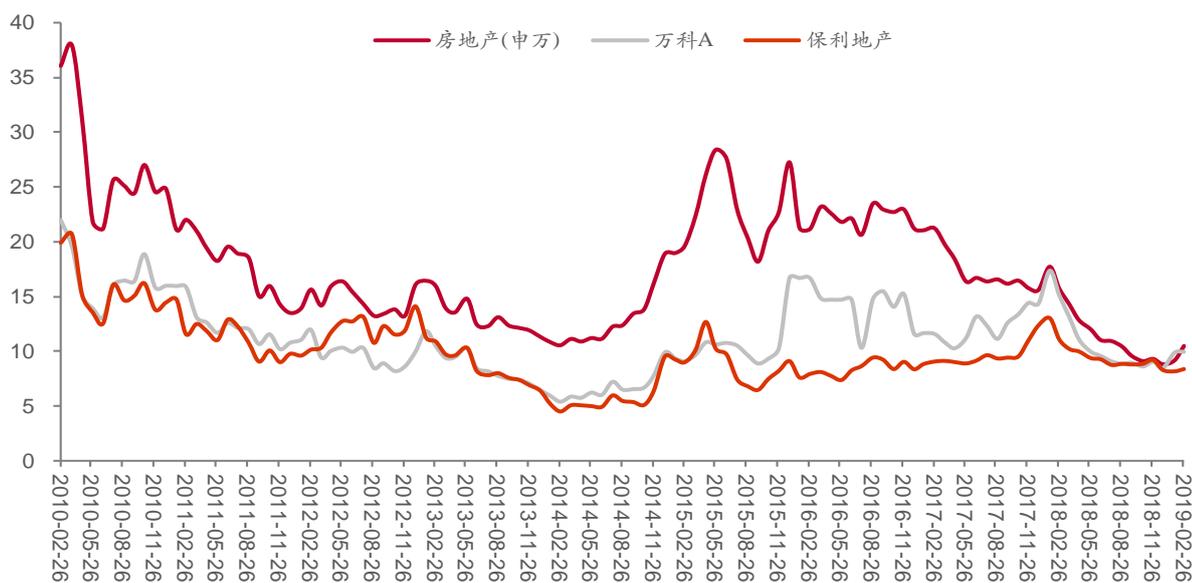
图表 22: 美股房地产龙头与行业 PE 估值



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- 未来 A 股地产龙头的估值溢价或更取决于其软实力（品牌、管理、产业链整合等）。目前，国内房地产市场正逐渐走入成熟期，整体估值中枢下移的同时，内部结构也出现分化：弹性标的回落，龙头估值提升。背后的逻辑是集中度提升背景下，行业龙头在规模下的管控、土地、资金、抗风险等方面优势的进一步凸显。

图表 23: A 股地产板块与龙头历史 PE 估值



来源: Wind、中泰证券研究所

而这一优势已经反映在当前市场给予的估值之中。对于未来，我们认为 A 股地产龙头的相对优势将由粗放变得集约，由资源上的优势转变为技术与管理方面的优势；同时伴随着行业整合，集中度将继续提升。即前半程的估值溢价靠硬实力，后半段比拼软实力：现阶段，主流房企依然处在比拼资源的阶段；展望未来对标美股，我们看好在软实力方面有突出优势的 A 股龙头。

核心竞争力：基于杰出职业经理人团队的万科体系

“迭代更新事业合伙人机制，持续打造“奋斗者”文化人才是万科最宝贵的财富和核心竞争力，只有保留优秀的团队，才能在白银时代继续创造优秀业绩，更好的回馈客户、投资者以及利益相关方。”我们认为这段摘自一个特殊时期（“宝万之争”）的公司年报（2016年）对于公司核心价值与竞争力的自我评述，或许折射出一条万科三十多年来能够业绩长青的基石逻辑。

我们尝试思考如何去评估一家房地产企业：从短期看，可以从它推盘与拿地来判断销售规模，去化与回款评估经营能力，有息债与资金决定安全系数，ROE和周转率推测运营效率，融资与成本折射综合实力；中期看，3-5年的时间区间，可以对应一些房企早年提出的销售目标，来看其目标完成度，或预计未来经营风格。

但对于万科这家三十多年来均保持优良业绩、多次有过逆市成长的表现、且曾以10年为周期做战略规划的行业标杆来说，我们认为或许短期数据，甚至3-5年，也难以完整反映它的核心价值。研究发现：万科为国内最早建立职业经理人制度的公司之一，凭借一批杰出经理人早期多年经营，摸索出一套能够不断完善的现代企业管理制度。在这套制度下，公司采取的战略方向与经营策略三十多年来未犯过致命错误，走出了一条“不贪图行业超额收益，低杠杆、高周转、强调运营能力，不断培育、强化自身竞争力”的引领行业的发展之路。

对于万科文化与价值理念的具现化，我们复盘万科三十多年发展史，分别从公司战略、经营策略和打造核心竞争力这三个方面来剖析。

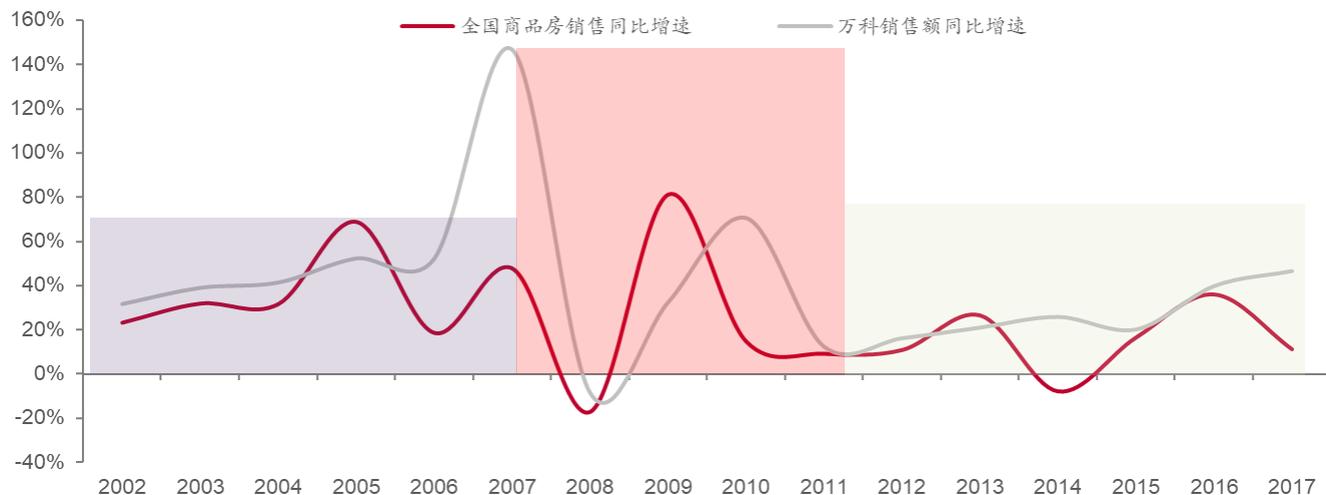
战略上的先行者：既善于捕捉行业机会，又坚守自身价值理念

■ 追求持续发展与公平回报，行业上升期发展、行业下行期爆发。

从结果上看，2002年之后，在行业快速发展时万科拥有超过行业平均水平的销售增速；在行业低谷期，万科销售表现依然优于行业整体水平。这得益于万科从建立之初便沿着一条比较清晰的主线发展：不断捕捉行业机会，及时调整自身战略，顺势而为；同时，争取做出差异化，培养行业下一个阶段的竞争力。

具体看，万科在大方向上，制定以10年为周期的战略规划。2004年开始的第三个十年，万科以当时美国第一大房企普尔特为标杆，制定了客户细分、城市圈聚焦、产品创新（工业化、绿色住宅、精装房）的三大策略；2014年开始的第四个十年规划，万科将自身未来十年的业务版图归纳为：“三好住宅”+“城市配套服务商”。希望在十年后，后者能取得和前者并驾齐驱的地位。

图表 24: 全国与万科商品房住宅销售额同比增速情况

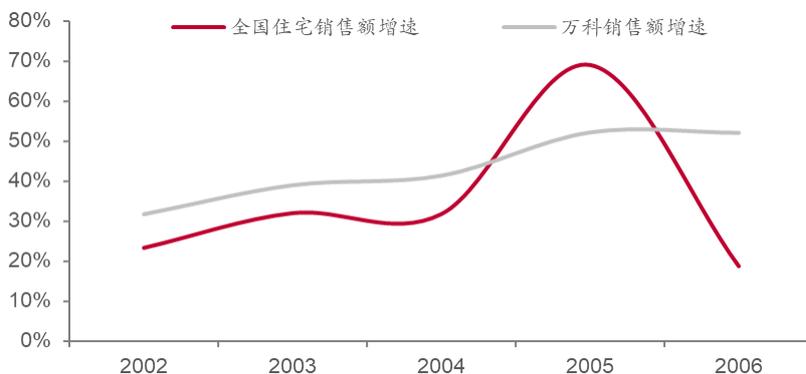


来源: Wind、公司公告、国家统计局、中泰证券研究所

周期复盘: 在明确战略规划的指引下, 我们复盘周期, 发现万科 2004 年至今的销售增速相比于行业更为稳健成熟。

1) 2000-2006 年: 不拿地王, 不囤地。公司 01 年转让万佳股权给华润, 专业化调整完成后, 伴随 02 年土地招拍挂制度出台、03 年房地产行业被确立为国民经济支柱产业等一系列利好行业环境政策出台, 公司房地产业务与行业一起快速成长。然而随着 03-04 年经济过热、外汇增长过快货币被动扩张推动房价涨幅过快, 行业在 05 年迎来了第一轮从土地、信贷、税收、住房结构等多维度进行的综合调控。受此影响, 06 年行业销售增速大幅下行, 迎来第一次调整, 房企间出现分化。

图表 25: 02-06 年万科与行业销售情况对比



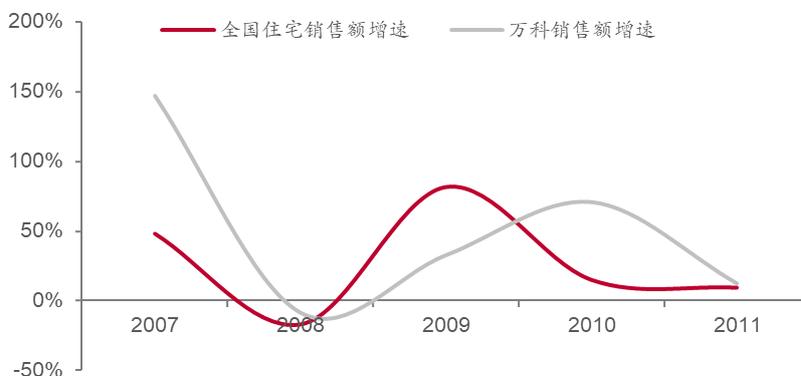
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

行业首轮调控期, 从结果上看万科表现出超越周期的属性: 05 年行业销售额增速 68.9%, 万科为 52.3%; 06 年行业降至 18.7%, 万科维持 52.19%。可以用万科在这一时期的策略来解释这一结果: “不拿地王,

不囤地”。这一策略在当时执行会面临较大压力，如 03 年顺驰在全国各地抢拍“地王”，土储扩充迅速，并提出当年销售要破百亿赶超万科。但调控的到来击溃了抢地王囤地的粗犷发展模式，一些房企从此一蹶不振，而一直稳健发展、低杠杆高周转的万科脱颖而出。

2) 2007-2011 年：灵活定价，低库存。06-07 年为行业宝贵发展期，08 年受美国次贷危机冲击经济下行压力大，行业销售同比转负，随着 4 万亿刺激的到来，09 年房地产市场又冲向一个高峰，但同年底“国四条”的推出标志着新一轮调控的到来，10-11 年宏观调控在“稳增长”与“防通胀”之间找平衡点，行业调控政策分 4 波逐步收紧。

图表 26: 07-11 年万科与行业销售情况对比



来源：Wind、中泰证券研究所

这一时期，公司与行业基本同起同落，但幅度与节奏均有所差异。

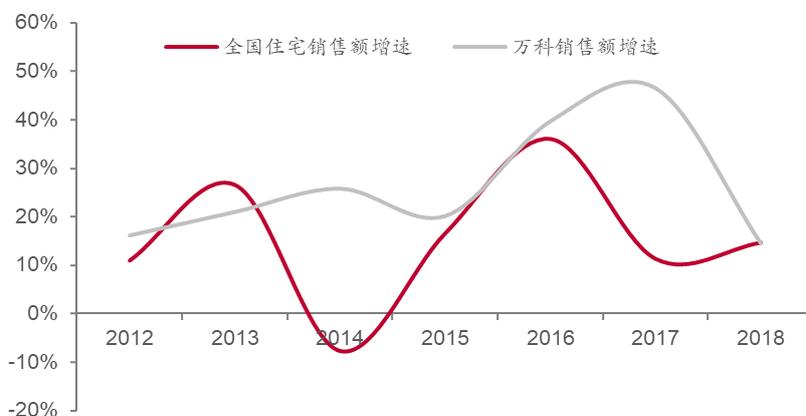
07 年行业销售增速 47.9%，公司实现 146.63%。这一年行业因为住房供应结构调整及 90/70 政策出台的规划调整期而回暖，而公司销售则翻倍。公司在高基数下，销售增速远超行业平均水平的原因有两点：06 年超千万的土储扩充和 06 年 42 亿增发及 07 年 99 亿增发，让公司在土地端与资金端有质的飞跃从而跑赢行业。

08 年行业销售增速 -17.09%，万科为 -8.58%。次贷危机引起的国际金融危机传导到国内实体经济，行业突然遇冷。万科在 07 年高增速基数下，08 年销售增速依然高于行业的主要原因是：公司在 07 年 Q1 便察觉到楼市风险并制定相应策略，开始控制拿地规模，保持较低库存，随后在 Q3 率先开始降价促销。公司 08 年年报披露现货库存 78.9 亿，仅相当于当年 478 亿销售额 2 个月销量。而其他未察觉到危机的房企在 07 年抢地王，08 年存货堆积，在万科之后被动降价。

09 年行业销售额增速 81.3%，万科 32.5%，随着 4 万亿刺激，行业销售增速大幅反弹，万科低于行业增速是因为行业整体去库存，而万科由于在 08 年已经率先降低库存，09 年并没有准备太多可售存货。

10-11 年行业增速分别为 14.8%、9.24%；万科 70.55%、12.37%。为了抑制经济过热，2010 年新一轮调控启动，号称“史上最严调控”。“国十条”、“新八条”等政策进行限购限贷，同时加息，行业下行压力凸显，而万科逆势而上，并在 10 年实现销售额破千亿。万科在这一时期能够实现超预期增长依然离不开敏锐的洞察力，在调控之初就直接采取“灵活定价”策略，继续加快周转，保持较低库存；但更为重要的另一点是万科在产品端提前进行市场布局：逐渐把产品重心从郊区大盘转移到刚需刚改上面，强调实实在在的需求。这一点在年报里可以体现：在“为普通人盖好房子”后加上一句“盖有人住的房子”。具体到行动上，可以看到截至 2010 年，公司住宅产品 90%以上为 140 平以下户型、大幅提高精装修比例、做好社区配套建设与服务等等。

图表 27：12 年至今万科与行业销售情况对比



来源：Wind、中泰证券研究所

3) 2012 年至今：原有优势进一步强化，深入探索城市配套服务商与住宅产业化。2012 年行业先后经历了两轮调周期：14 年行业销售增速 -7.81%，公司销售增速 25.85%；17 年行业增速降至 14.65%，而万科在 16 年高基数上增速依然达到 46.59%。公司在这两轮周期的逆市增长逻辑没有大的变化：坚持低库存高周转、做精装修刚需刚改房。

在坚持原有战略基础上，14 年万科提出了下一个十年业务版图：“三好住宅”+“城市配套服务商”。具体看，分别指精装修、住宅产业化、绿色建筑和围绕住宅配套的多元化业务推进。此外，14 年同时推出事业合伙人制度（基于经济利润奖金制度）让管理层与公司共享共担。我们认为，这是万科下一个十年的探索方向，或成为未来公司的核心竞争力。

图表 28: 万科坚持稳健经营策略, 成长路线相比于行业更为平滑



来源: Wind、公司公告、国家统计局、中泰证券研究所

万科市占率与行业增速的对比中可以看出,公司在顺境里不急于冲规模追求质量发展,逆境下总能逆势而上。

万科复盘总结: 万科去多元化专注地产后,逐步成为行业标杆的部分原因是享受到行业红利,但能度过历次危机、穿越数次调控,以稳健的姿态成为行业龙头的主要原因是坚持**追求持续发展与公平回报,不因市场环境变化就改变自身风格的战略: 在行业过热时期,不追逐地王、不囤地赚暴利,合作拿地,配合高周转维持增速; 在行业低谷期,灵活定价,保持低库存与充足现金,降低风险。**

■ 引入基石股东为公司保驾护航

2000年8月,华润接手深特发持有的万科股票,加上之前已持有的共15.08%股份,成为万科第一大股东,并在此后的十多年一直扮演公司基石股东角色。在16年公司业绩发布会上郁亮提到:华润在万科股权分置改革的时候,作为国有股东,他同样履行着股权分治改革的责任,使得万科成为第一家完成A+B股公司,完成股权分置改革的公司;同时在万科B转A的过程中进一步履行大股东责任。此外,万科的股权激励政策采用国资委推荐的方法制定了利润奖金方案,使股东利益和管理层利益有了很好的结合。这些都体现了华润集团过去十多年间作为万科基石股东的作用。

17年初华润将持有的万科股份转让给深铁集团,年中深铁接手恒大持有的股份后,成为万科第一大股东。深铁作为万科基石股东,一方面提出了“四个支持”(支持万科城市配套服务商战略和事业合伙人机制,支持万科的混合所有制结构,支持万科稳定、健康发展)继承了华润此前的支持力度;另一方面,深铁与万科在“轨道+物业”的探索上有互补之处:万科可以依靠深铁取得资源获取优势,深铁需要万科在物业开发运营上的技术与经验。从基石股东支持力度上看,我们认为深铁或许比华润更为积极。

■ 充分利用股权融资与并购杠杆

在美国，房地产行业被划分到金融业，国内市场也相似，融资能力可以说是房企竞争力的直接体现。万科在 91 年上市到 08 年间，共从资本市场上融资 9 次，融资总额近 250 亿元，用尽配股、可转债、增发等形式，在国内资本市场大门对房地产行业关闭之前，充分抓住一切机会抢占资金面优势。

图表 29: 万科上市至 09 年间直接融资统计

公告日期	融资方式	年度	发行价(元)	募资总额(万元)	募资净额(万元)
2008-09-02	公司债	2008 年	100.00	30.0	30.0
2008-09-02	公司债	2008 年	100.00	29.0	29.0
2007-09-04	公开增发	2007 年	31.53	100.0	99.4
2006-12-26	定向增发	2006 年	10.50	42.0	42.0
2004-09-22	可转债	2004 年	100.00	19.9	19.6
2002-06-07	可转债	2002 年	100.00	15.0	14.7
1999-12-22	配股	1999 年	7.50	6.4	6.3
1997-06-26	配股	1997 年	4.50	3.9	3.9

来源: Wind、中泰证券研究所

企业成长除了内生经营，也有外延并购因素。公司自 05 年开始加速并购步伐，其中不乏比较关键的并购案例：05 年万科斥资 40.17 亿分三个阶段收购南都地产，是当时行业最大的收购案之一，以低成本获取近 270 万方长三角区的土储；06 年收购北京朝开，站稳北京地区；12 年收购南联地产，为公司提供港股上市平台。近期来看，17 年完成收购广信的资产包、参与私有化普洛斯等重磅交易。

战术上的少数派：中短期博弈中秉持理性与冷静

■ 坚持快速周转和维持适量的土地储备

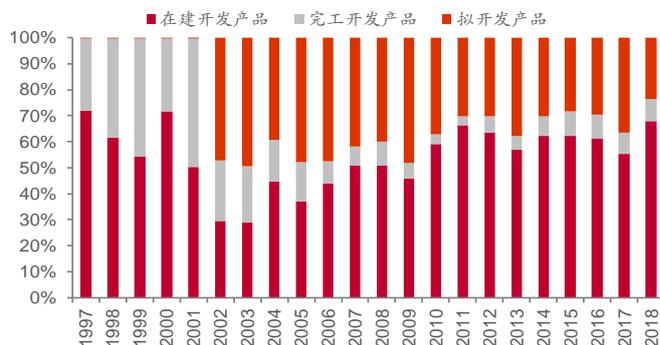
公司一直是行业高周转的代表。从整体周转率看，自 2011 年以来周转率始终高于行业平均水平；从存货结构看，05 年以来存货结构中的完工产品占比量逐渐缩小，同时在建开发产品的比重逐渐增大，拟开发产品比重进一步降低。公司在提升整体周转效率的同时，存货结构继续优化，较好地体现了高周转、不囤地的经营策略。

图表 30: 万科与板块存货周转率情况



来源: Wind、中泰证券研究所

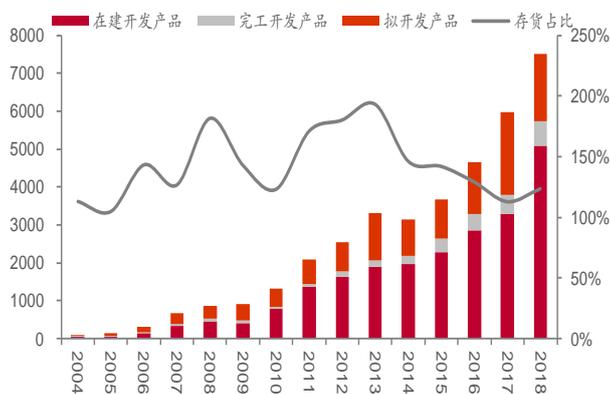
图表 31: 万科历年存货结构情况



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

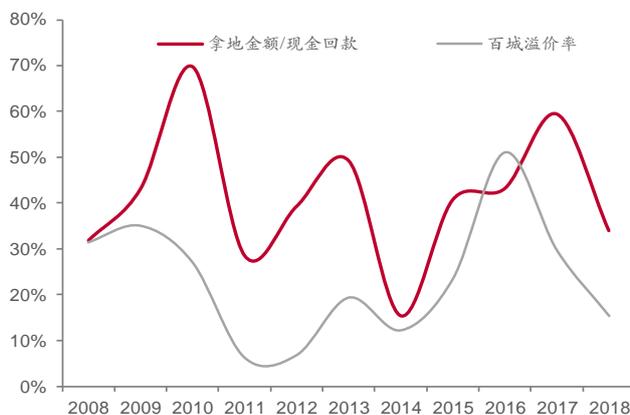
万科的拿地力度与节奏也进一步印证了高周转、低库存的策略。公司存货与当期销售比最高（193.5%，2013年）也没有超过2倍，2013年以来存货占销售比持续走低。拿地节奏方面，由于权益口径销售额未完全披露，全口径难以体现公司真实情况，我们用现金回款这一小口径看，公司拿地/现金回款最高为2010年，考虑到当年行业受调控影响大，土地市场降温，土地溢价率下行，公司此时拿地较为积极；2017年后拿地节奏与行业趋同，拿地金额基本低于销售回款的一半。

图表 32: 万科存货对当期销售额占比



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 33: 万科拿地力度与市场热度对比



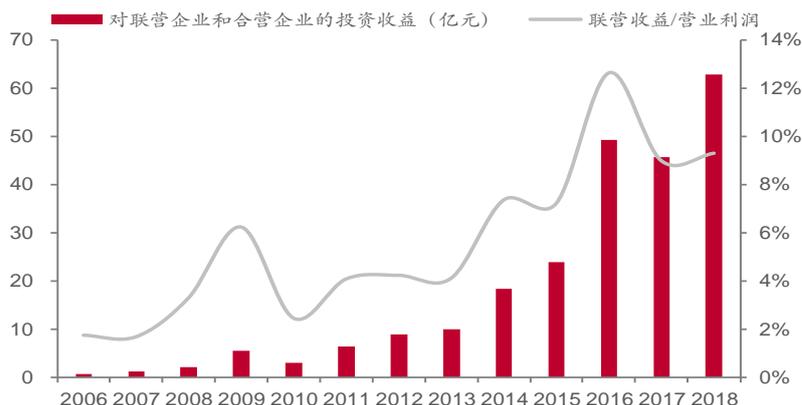
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

16年后，公司拿地开始呈现理性稳健风格，在市场明显过热情况下，公司16年拿地明显收缩，17年土地溢价率开始下行，公司拿地逐渐提速，18年市场调控及融资端收紧的背景下，纵向看，公司拿地强度有所放缓，但相对前两次周期底部来看，可以说拿地依然积极；横向看，据克而瑞数据，万科2018年新增土地价值2686.6亿元位列行业第二。对于这种类似逆周期发展结果，我们认为并不是公司刻意择时，只是恪守自身发展“不囤地、不捂盘、快周转”策略体现出的结果。

■ 强强联合，重视合作

公司合作方面的尝试始于 2004 年。这一年万科与中航合资成立中航万科（万科出资 4 亿，中航出 6 亿），联合开发中航土地资源或获取的新项目。在项目开发层面，万科负责项目的具体经营管理，拥有项目经营管理的最终决定权，中航可以向项目公司派驻管理人员。在收益层面，除项目权益收入外，万科还收取不少于项目销售收入 3% 的管理费。

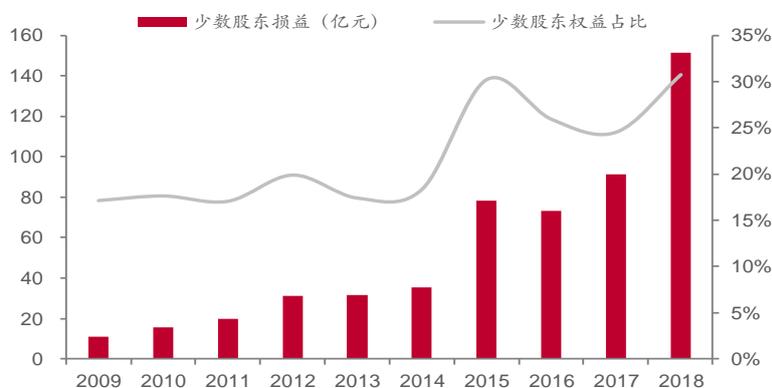
图表 34: 联/合营企业收益及占利润比例



来源: Wind、中泰证券研究所

万科这一合作模式的发展可以分 2004-2010 年与 2011 年至今的两个阶段。04 年开始的联/合营模式作为第一阶段，是万科在 03 年以来行业高速发展、竞争趋于激烈、地价不断攀升的局面下，采取的优势互补策略的尝试：如华润、中航、中粮、五矿等国企发挥土地与资金资源优势，万科输出品牌与开发管理，强强联手发挥各自优势，最大化收益。

图表 35: 少数股东损益情况及占净利润比例



来源: Wind、中泰证券研究所

2010 年后，万科对合作开发有了新的理解：降低地价占款，同时降低

竞争导致地价飙升，从而降低风险。从财务数据看，公司 2013 年后联营合营企业收益及少数股东权益占比进一步提升，而公司也在 2014 年年报披露了这一“小股操盘”策略的逻辑：“公司在合作项目中不控股，但项目仍然由公司团队操盘，使用公司品牌和产品体系，共享公司的信用资源和采购资源，轻资产模式有利于提升公司的净资产收益率。”

■ 事业合伙人及项目跟投制度，打造高效的内部管理

万科于 2014 年推出事业合伙人制度与项目跟投制度，分别对应对中高管人员及全体职工的激励。事业合伙人制度将中高管人员经济利润奖金集体奖金账户中的全部权益拿出，委托给盈安合伙人加杠杆用于持有公司股票。项目跟投是要求项目所在一线公司管理层和该项目管理人员必须跟随公司一起投资，除公司董事、监事、高级管理人员以外的其他员工可自愿参与跟投。

图表 36: 事业合伙人及跟投推进情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

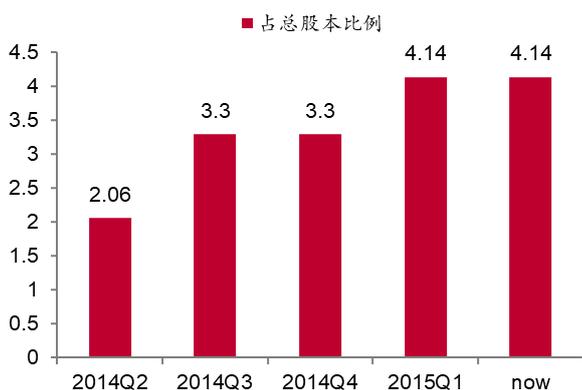
2014 年 4 月 23 日，万科召开事业合伙人创始大会，包括管理团队在内的 1320 名万科员工签署《授权委托与承诺书》，即合伙人将其在经营中产生的利润权益委托给盈安合伙人进行投资。截止目前，盈安合伙人通过国信金鹏分级 1 号集合资产管理计划持有万科 4.14% 的流通股。项目跟投制度也随之推进，对于每一个可跟投项目，公司总部、地产集团本部、区域公司对项目负有主要管理责任的部门第一负责人及以上层级要强制跟投，而其他员工可自愿跟投。五年来，随着两大制度的深入推进，其内容内涵也随着公司的发展做出相应深化和改变。

图表 37: 事业合伙人制度发展历程

时间	事业合伙人制度推进情况
2014	引入事业合伙人制度: 万科骨干团队从此跟随股东成为公司的投资者, 与股东共担风险, 无论持股计划还是项目跟投, 都引入杠杆。
2015	推进事业合伙人制度变革: 鼓励构建任务导向型的事件合伙人型组织, 减少层级, 打破部门及专业壁垒, 强化业务协作。
2016	完善事业合伙人制度: 对跟投方案进行迭代优化, 保障万科优先于跟投人获得门槛收益率对应的收益, 鼓励跟投人员为公司和股东创造更大价值。
2017	迭代更新事业合伙人机制: 持续打造“奋斗者”文化, 鼓励各业务单位自主探索事业合伙人团队模式创新, 打造符合各业务需求的合伙人组织模式。
2018	加快事业合伙人机制落地: 鼓励奋斗者自发涌现, 总部及各业务单元结合自身实际重建组织架构, 激发组织活力和创造力。

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 38: 盈安合伙人持股情况 (%)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 39: 公司项目跟投情况 (个)



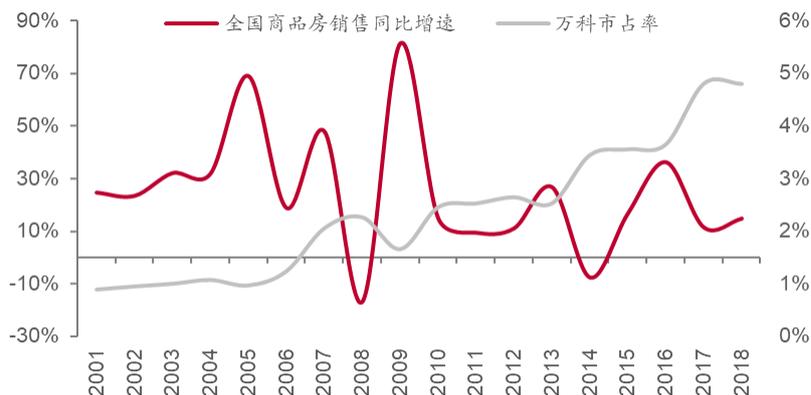
来源: 公司公告、中泰证券研究所

事业合伙人持股计划和项目跟投制度, 一方面有助于提高股东对于管理团队信任程度, 加强管理层对于公司运营及决策的控制力; 另一方面起到良好激励作用, 管理团队比以往更加注重提高效率、减少成本以及降低风险, 员工工作的积极性也大幅度提高, 带动公司更好发展。

聚焦住宅产业化：不断塑造与强化自身可持续竞争优势

房地产行业并没有较高的进入门槛，公司在完成专业化转型、聚焦房地产业务后，毫不动摇执行 2004 年制定的 10 年规划（以当时美国最大住宅开发商普尔特为标杆），并在每轮调控周期中，呈现出上升期保持稳健增速、下行期逆市大幅提高市占率的态势。

图表 40：行业销量增速与万科市占率情况



来源：国家统计局、Wind、公司公告、中泰证券研究所

我们思索，万科作为一家混合制企业，在拿地与资金方面与央企国企背景房企相比没有优势；在经营管理方面，与老牌港资地产商中海相比还略显单薄。04 年以来，公司持续稳健发展，穿越 4 轮小周期，市占率不断提升的逻辑在于精准的战略布局（聚焦核心都市圈）、审慎的经营策略（不拿地王、不囤地，坚持高周转）和主流的产品定位（小户型、精装房为主定位刚需，在下行周期里，去化压力较大户型与毛坯房小）。

■ 打造下一个竞争优势：住宅产业化

时至今日，高周转与精装修已不是秘密，行业也开始转变以前粗犷的囤地开发策略，有些房企如碧桂园，将高周转策略经营到几乎极致，而万科已经提早对住宅产业化进行探索。万科 2014 年提出的未来 10 年业务版图归纳为“三好住宅”+“城市配套服务商”。近年来，市场对于万科未来的定位“城市配套服务商”关注较多，而“三好住宅”方面却是盲点。

“三好住宅”指的是好房子、好服务、好社区。对于“好房子”的建设，万科一直坚持推动住宅产业化，其背后主要有三条逻辑：**1）产业化能带来规模效应，技术成熟后能显著降低成本；2）住宅产业化能够解决不断扩张的作坊式生产方式的质量控制难题；3）节能环保符合行业未来发展方向。**

■ 住宅产业化的政策支持

建设部在 1996 年发布了《住宅产业现代化试点工作大纲》，提出了利用 20 年的时间、分 3 个阶段推进住宅产业化的实施规划。自 1999 年至今，国家与地方也相继出台诸多政策鼓励住宅产业化发展。

图表 41: 国家住宅产业化政策汇总

发布时间	政策名称	政策解读
1999.04	《国家康居示范工程实施大纲》	国家康居示范工程以住宅小区为载体，以推进住宅产业现代化为总体目标，通过示范工程小区引路，提高住宅建设总体水平，带动相关产业发展，拉动国民经济增长
1999.08	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》	满足人民群众日益增长的住房需求，加快住宅建设从粗放型向集约型转变，推进住宅产业现代化，提高住宅质量，促进住宅建设成为新的经济增长点
1999.12	《关于在住宅建设中淘汰落后产品的通知》	加快推进住宅产业现代化，提高住宅质量，强制淘汰不符合资源节约和环境保护要求与质量低劣的材料和部品，积极采用符合国家标准资源节约型优质材料和部品
2000.12	《国家康居示范工程管理办法》	进一步加强对国家康居示范工程的申报工作，加强对国家康居示范工程的管理
2001.11	《建设领域推广应用新技术管理规定》	促进建设科技成果推广转化，调整产业、产品结构，推动产业升级，提高建设工程质量，节约资源，保护和改善环境
2002.1	《国家康居示范工程选用住宅部品与产品管理办法》	该《管理办法》分总则、申请认定项目的要求、认定程序和附则四大部分 15 条内容，并按照七大部品体系分类、评审
2003.02	《居住小区智能化系统建设要点与技术导则》	通过采用现代信息传输技术、网络技术和信息集成技术，进行精密设计、优化集成、精心建设，提高住宅高新技术的含量和居住环境水平，以满足居民现代居住生活的需求
2004.1	《关于加强民用建筑工程项目建筑节能审查工作的通知》	对监督民用建筑工程项目执行建筑节能标准，确保节能建筑的设计施工质量，促进建筑节能工作的全面深入健康发展提出了具体的明确要求
2005.04	《关于新建居住建筑严格执行节能设计标准的通知》	城市新建建筑均应严格执行建筑节能设计标准的有关强制性规定；开展建筑节能工作，需要兼顾近期重点和远期目标、城镇和农村、新建和既有建筑、居住和公共建筑
2005.05	《关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》	到 2020 年，我国住宅和公共建筑建造和使用的能源资源消耗水平要接近或达到现阶段中等发达国家的水平
2005.11	《民用建筑节能管理规定》	涵盖民用建筑节能管理的主体、范围、原则、内容、程序及监督管理和法律责任等，是开展民用建筑节能管理工作的规范性文件
2006.06	《国家住宅产业化基地试行办法》	建设部将选择 3-5 个城市，十多个企业联盟或集团开展国家住宅产业化基地试点工作
2008.08	《民用建筑节能条例》	加强民用建筑节能管理，降低民用建筑使用过程中的能源消耗，提高能源利用效率
2013.01	《绿色建筑行动方案》	从政策法规、体制机制、规划设计、标准规范、技术推广、建设运营和产业支撑等方面全面推进绿色建筑行动，加快推进建设资源节约型环境友好型社会
2014.07	《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》	简政放权，开放市场，坚持放管并重，消除市场壁垒，构建统一开放、竞争有序、诚信守法、监管有力的全国建筑市场体系；创新和改进政府对建筑市场、质量安全的监督管理机制，加强事中事后监管，强化市场和现场联动，落实各方主体责任，确保工程质量安全；转变建筑业发展方式，推进建筑产业现代化，促进建筑业健康协调可持续发展
2015.06	《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》	以工程建设法律法规、技术标准为依据，坚持科技进步和管理创新相结合，在建筑领域普及和深化 BIM 应用，提高工程项目全生命周期各参与方的工作质量和效率，保障工程建设优质、安全、环保、节能
2016.02	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	推广建筑节能技术；实施城市节能工程
2016.03	《建筑产业现代化发展纲要》	到 2025 年，建筑品质全面提升，节能减排、绿色发展
2016.07	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	建筑节能标准逐步提升，绿色建筑比例大幅提高，行业科技支撑作用增强。建筑业发展方式转变和产业结构调整加快，建筑市场秩序进一步规范，行业实力不断增强。建筑业现代化全面推

2016.08	《2016-2020年建筑业信息化发展纲要》	进，行业人才队伍素质、技术装备水平不断提高 “十三五”时期，全面提高建筑业信息化水平，着力增强 BIM、大数据、智能化等信息技术集成应用能力，建筑业数字化、网络化、智能化取得突破性进展，初步建成一体化行业监管和服务平台，数据资源利用水平和信息服务能力明显提升，形成一批具有较强信息技术创新能力和信息化应用达到国际先进水平的建筑企业及具有关键自主知识产权的建筑业信息技术企业
2016.09	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%
2017.02	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	建筑节能标准加快提升，城镇新建建筑中绿色建筑推广比例大幅提高，既有建筑节能改造有序推进，可再生能源建筑应用规模逐步扩大，农村建筑节能实现新突破，使我国建筑总体能耗强度持续下降，建筑能源消费结构逐步改善，建筑领域绿色发展水平明显提高
2017.03	《“十三五”装配式建筑行动方案》	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上
2017.04	《建筑业发展“十三五”规划》	阐明“十三五”时期建筑业发展战略意图、明确发展目标和主要任务，推进建筑业持续健康发展
2017.08	《住房城乡建设科技创新“十三五”专项规划》	以绿色发展为核心，以资源节约低碳循环、提高城市综合承载能力为目标，强化科技创新和系统集成，统筹技术研发、应用示范、标准制定、规模推广和科技评价的全链条管理，抓好人才、基地、项目、资金、政策五大创新要素，取得一批前瞻性、引领性、实用性科技成果，显著增强行业科技创新的供给和支撑能力，为推动城市绿色发展，促进建筑业向工业化、绿色化、智能化转型升级提供科技支撑

来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

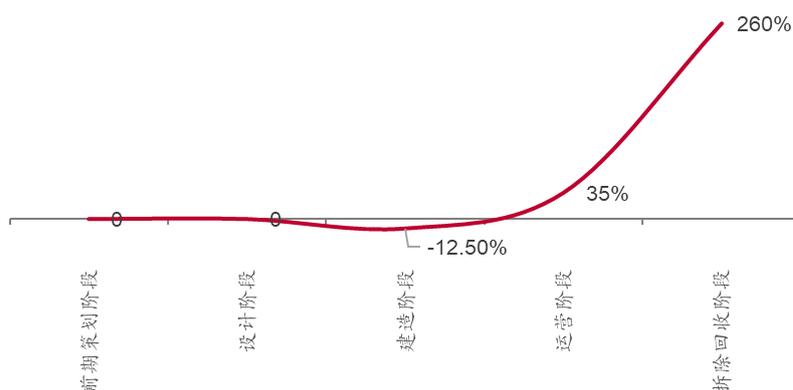
■ 住宅产业化的现状和前景

住宅产业化已在日本等发达国家普及，在中国试验多年，政策端也有长期支持，至今仍面临产业链发展不成熟、部品标准不统一等问题。住宅产业化是一个长期的发展过程，需要相应的经济基础和社会环境，单靠政府与企业去推动，短期内很难有立竿见影的效果。

随着人力、地价成本的不断提升，开发商积极开展住宅产业化的动力不比以往。但从发展前景看，装配式建筑由于工期短、污染少、节约资源和劳动力、低碳环保等优点，被公认为传统建筑业转型升级的方向。

■ 住宅产业化的经济效益

虽然产业化住宅的前期投入阶段要高于传统住宅，但在其使用、维修及回收阶段的成本均低于传统住宅，最终，产业化住宅的总成本会低于传统住宅。同时，随着装配式构件的工厂规模化生产，产业化住宅的成本优势将会越来越明显。

图表 42: 产业化住宅相比传统住宅各阶段效益增加比例


来源:《住宅产业化综合效益分析与评价》(付超, 2015)、中泰证券研究所

具体而言,与传统住宅相比,建造阶段成本增加的比例约占传统住宅建造成本的 10%-15%;成本的减少主要来自于运营阶段,由于采用先进的技术,能源消耗量大大减少,使用成本也随之降低,节约的运营成本占传统住宅运营成本的 35%;同时在拆除回收阶段,因拆除技术的更新、构件回收利用率的提高,降低了拆除回收的成本支出,产业化能增加的拆除回收收益占传统住宅拆除回收收益的 260%。

■ 住宅产业化的社会效益

住宅产业化可以通过生产方式的转变大幅度降低住宅建设对劳动力数量的依赖,提高住宅生产的劳动效率。

图表 43: 国外产业住宅节约劳动力数量的比例与平均预制化率

	前苏联	日本	法国	中国	国外均值
节约劳动力比例	75%	75%	42.50%	89%	64.17%
平均预制化比率	60%	60%	40%	35%	53.33%

来源:《住宅产业化对住宅建设劳动生产效率的影响测度分析》(李忠富等, 2015)、中泰证券研究所

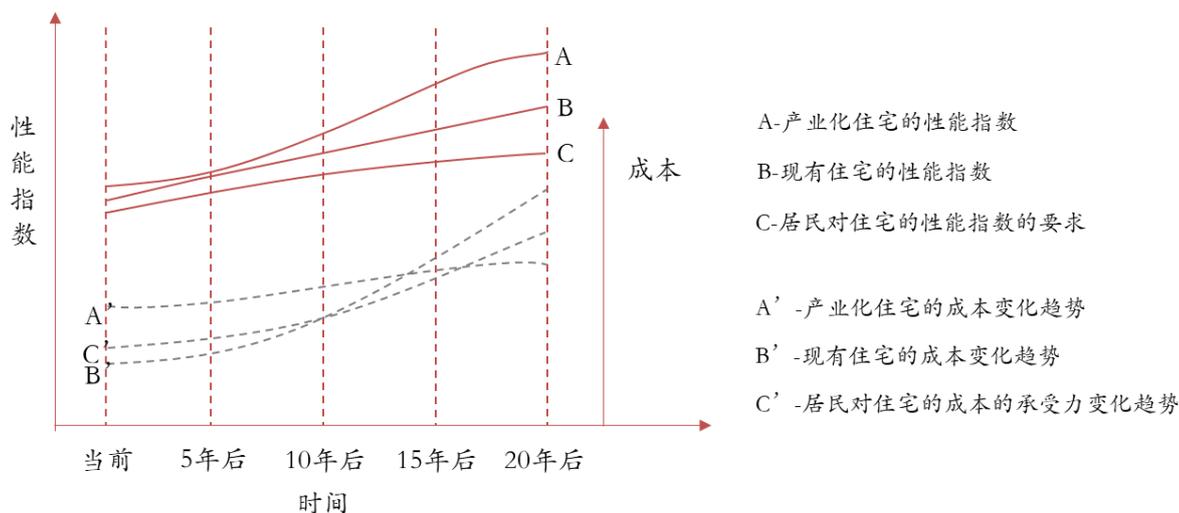
从研究数据看,国内预制化率与国外平均水平尚有差距,提高住宅工业化水平,对劳动力节省空间更大。

图表 44: 住宅产业化劳动生产效率测算结果

	传统住宅效率	产业化住宅效率	效率提升比例
按直接计算法	266450 元/人	641528 元/人	141%
按价格上调扣减法	269141 元/人	583208 元/人	117%
平均值	267795.5 元/人	612368 元/人	129%

来源:《住宅产业化对住宅建设劳动生产效率的影响测度分析》(李忠富等, 2015)、中泰证券研究所

图表 45: 产业化住宅与现有住宅的对比图



来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

此外，住宅产业化也可提升住宅品质与性能，提升住户的满意度。传统施工方法是靠手工搭模板，现场浇筑水泥，施工偏差普遍是以厘米为单位计算的。而工业化住宅的大部分混凝土构件都是在工厂机械化生产，施工精度可以精确到毫米。施工精度的提高，加上制造业全过程质量管理体系的引入，带来的是住宅质量的总体提高。质量上的提高，则带来了住宅性能上的提高，直接受益的是广大的消费者。

■ 住宅产业化的环境效益

住宅产业化因其设计标准化、制造工厂化、现场装配化的特点，能够保证在生产和施工阶段尽量减少对土地、水和材料等资源的消耗，尽量实现资源的循环利用，达到节能环保的目的，从而真正意义上成为全寿命周期节能环保住宅体系。

图表 46: 产业化住宅较传统住宅建造过程环境效益对比

	节水 (m^3/m^2)	节能 (kg/m^2)	节材			节地 (使用面积) (m^2/m^2)	废弃物 (kg/m^2)
			钢筋 (kg/m^2)	混凝土 (m^3/m^2)	模板 (kg/m^2)		
装配式钢筋混凝土结构	0.41	2.55	12.91	0.18	9.56	/	9.94
装配式钢结构	0.57	2.41	/	/	/	0.14	11.65
装配式木结构	0.34	2.09	/	/	/	/	/

来源：《住宅产业化综合效益分析与评价》(付超，2015)、中泰证券研究所

另外，根据国内外的产业化数据显示，住宅的使用阶段工业化模式与传统模式相比：节省能耗约 25%，主要的节约环节为住宅的采暖、制冷、冷热水供应等；节省水资源约 19.34%。在住宅拆除阶段，工业化住宅

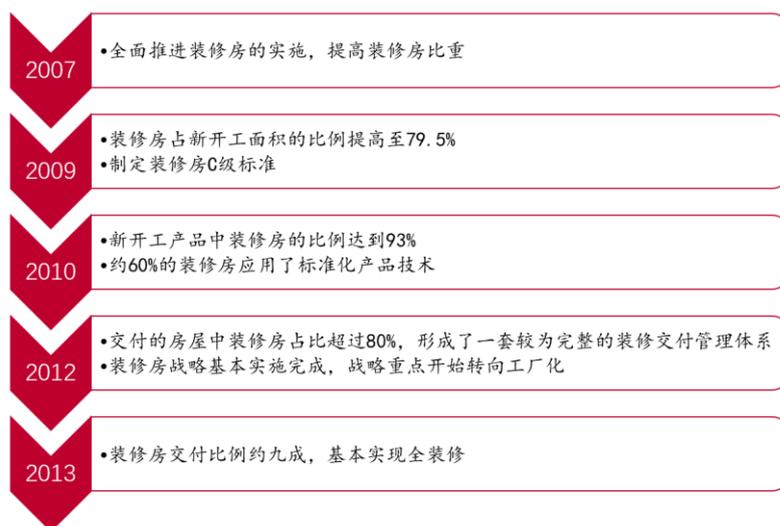
相较于传统的砖混结构住宅废弃物的排放量减少约 60%，特别是轻钢结构住宅，钢骨架的回收利用率可达 90% 以上。

■ 万科的住宅产业化之路

万科的住宅产业化战略主要包括三部分内容：装修房，工厂化，绿色建筑。自 1999 年万科建筑研究中心成立以来，万科在住宅产业化的道路上已经前行近 20 年，多年坚持不懈的研发应用奠定了万科在这一领域的专业优势。近年来，随着万科在相关领域的推进力度不断加大，一些积极的效果已经逐步呈现。

业内最早全面推行装修房战略。国内住宅行业还处在由传统的毛坯房向装修房过渡的阶段，万科在行业内率先推行装修房战略。相对于毛坯交付，装修交付可以基本消除装修过程中的二次污染，减少绝大部分装修垃圾，为客户节约大量的时间和精力，也大大减少邻里间装修不同步而导致的相互干扰。对公司而言，推广装修交付既顺应了行业发展的趋势，也有助于提升净资产回报水平。

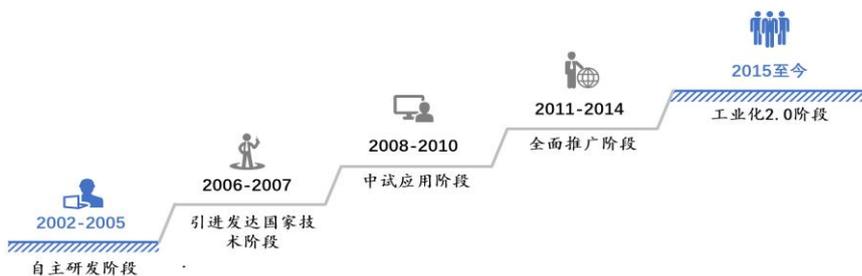
图表 47：万科住宅精装修推进历程



来源：公司公告、中泰证券研究所

工业化是万科住宅产业化的核心。万科致力于推动住宅工业化，在西方国家这属于整个国家与行业一起推动的事业。鉴于国内房地产开发业务相比于国外先进水平，还处于一次性设计、作坊式生产的初级的阶段，万科独自前行，提前考虑到未来建筑行业的用工短缺、人工成本大幅上升及万亿规模下传统生产方式的管理与质量控制难度，不断尝试及推进住宅工业化进程。

图表 48: 万科住宅工业化推进进程

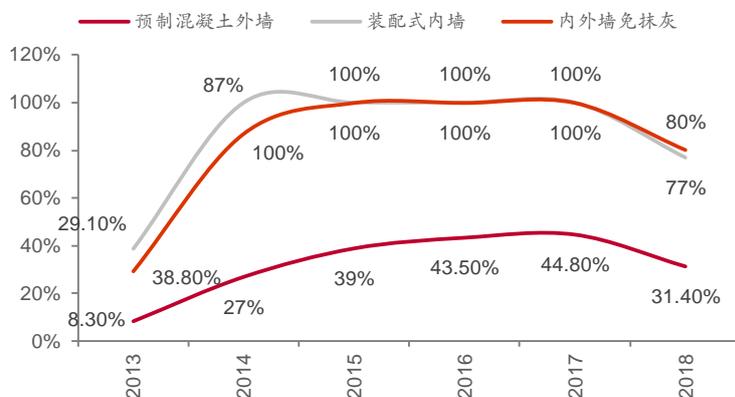


来源：公司公告、中泰证券研究所

在过去的 13 年里，万科因地制宜，逐步形成装配式剪力墙体系、内浇外挂体系、全预制框架体系、金属模板+全砼外墙体系等多种适宜的工业化建筑体系；主编、参编了 9 本国标、行标和地方标准；培养并发展了包括研究、设计、构件生产等行业内上下游 300 余家符合工业化发展的新型企业；帮助万科项目中 40% 的农民工稳定地转化成为产业工人；形成 120 余项技术专利；共计落成超过 1 亿平方米的工业化项目。

住宅工业化“两提一减”效果显著：“两提一减”指提高质量、提高效率、减少对人工的依赖。2017 年公司工业化开工面积占总开工面积的 84%，达到 3306.3 万平方米。主流产品相比传统工艺实现工期提效 20%。我们认为，万科的住宅工业化不仅能强化其高周转战略，同时能提高劳动生产效率，降低成本。经历近 20 年的摸索，公司在住宅工业化领域磨练的技术、打造的行业供应链体系与积累的经验已初见成效，形成难以在短期内被模仿复制的竞争力。

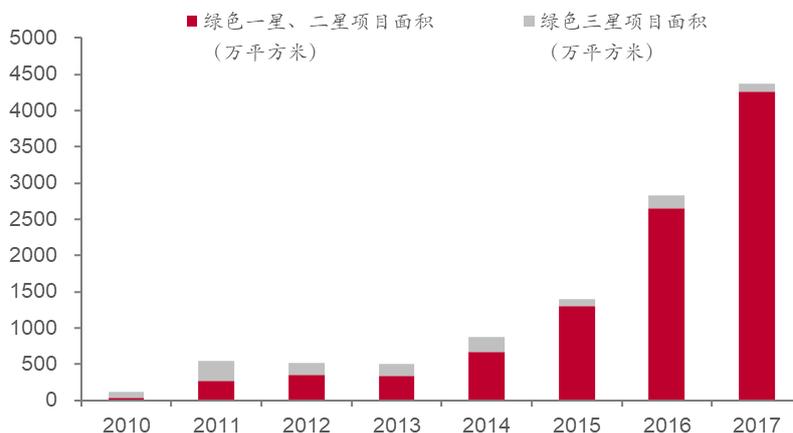
图表 49: 万科三项工业化应用在当年新开工主流产品中的比例



来源：公司年报、中泰证券研究所 注：统计口径不同导致 18 年工业化比例下降，实则上升

绿色建筑是未来的发展方向。绿色建筑和产业化绿色建筑是指在建筑的全寿命周期内，大限度地节约资源、保护环境和减少污染，为人们提供健康、适用和高效的使用空间，与自然和谐共生的建筑。随着社会环保意识普及，节能之于建筑的重要性将日益凸显。

图表 50: 万科绿色星级项目面积



来源：公司公告、中泰证券研究所

除开装修房与工业化上的努力，万科积极推进绿色建筑发展，严格把控建筑从设计到运营全生命周期的环保管理，最大限度地节约资源、保护环境和减少污染。自 2009 年推广绿色建筑以来，万科绿色建筑面积已累计达到 1.12 亿平方米。

万科经营战略总结：人与管理的完美结合

杰出的职业经理人团队及其长期坚守的万科价值理念，是公司核心竞争力所在。作为 A 股最早上市企业之一，时任公司董事长王石，在上市初放弃个人可持有股份，全力打造职业经理人体系。万科成功地将所有权与管理权分离，最大股东华润持股常年维持在 15% 左右，并未有控股股东。在此基础上的管理层得以稳定与专一，聚焦公司经营。

万科自全面转型房地产开发主业以来的经营战略始终引领行业。2000-2006 年以郊区大盘为主，不拿地王不囤地；2007-2011 年以刚需为主，灵活定价，低库存高周转；2012 年至今优化激励机制，深入探索城市配套服务商的定位与住宅产业化发展方向。

近几年不盲目进军三四线是理性选择。近几年一些成长型房企崛起的两大秘诀：高周转与广布局（全面下沉三四线）路线，万科其实一直都在慎重执行与思考。公司在 08 年行业危机之前就已经开始降库存，危机过后就保持着低库存高周转策略；而在进入城市方面，万科偏向城市深耕，对新进入城市保持审慎。自 15 年开始的加大货币化安置比例的棚改去库存政策，让聚焦三四线资源的房企销售规模得到大幅增长。从结果上看，在销售额上万科让出了榜首的位置，但我们并不认为公司近几

年的策略过于保守。首先，棚改去库存这一阶段，是三四线库存高企的风险暴露后，宏观层面被迫提出供给侧改革去库存，此前深入布局三四线的房企得以脱离危机，并依靠较多的资源储备实现了销售额上的反超。这一政策端对市场扶持带来的非理性繁荣，并不是由行业基本面发生变化，或房企自身的应变而来，是短暂且不可预测的。

坚守审慎与理性，终将见证价值。随着 18 年棚改缩量，三四线居民部门杠杆筑高，受市场容量、潜力及消费能力限制，我们看到三四线城市楼市开始降温，特别是进入 18 年三季度以来，去化明显下行，部分依然坚守三四线房企压力又开始增大。公司审慎的经营策略，让公司近几年在稳增长同时，保持了相当高的盈利质量与非常低的债务水平，进而在当前市场下行周期里，不仅有更高安全边际，经营空间也更大。公司在市场明显过热情况下，16 年拿地明显收缩，17 年土地溢价率开始下行，公司拿地逐渐提速，为公司后续项目提供充分的盈利空间。

展望未来：提前聚焦城乡建设服务商与深入展开住宅产业化。近年来，公司围绕城乡建设服务商发力，多元业务成长为各领域龙头，这一点对应客户更高的居住生态环境伴随的衍生服务需求；同时，公司在住宅产业化与绿色建筑方向十多年的不断探索与积累，对应未来万亿规模后的质控与提效，及未来环保绿色社区的需求。行业规模或即将到达顶峰，而后迎来存量竞争时代，公司抢先一步，再一次走在了行业的前端。

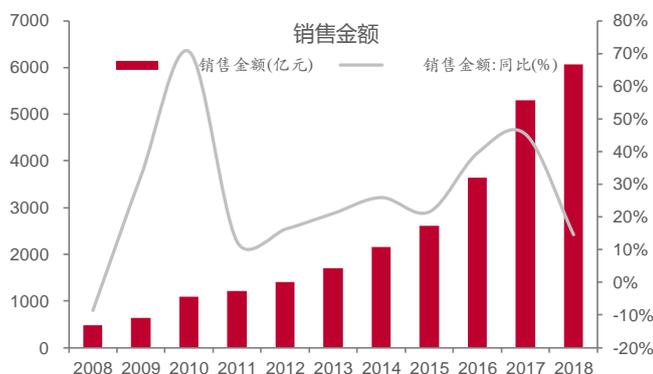
总的来说，公司的核心竞争力在于人和管理。优秀的经理人打造了“专业化+规范化+透明度=万科化”这一管理体系。同时，公司以国企为第一大股东且并不被控股，从而既能依靠大股东背景在各层面获得一定支持，又因为混合制结构让管理层不受制于股东层面影响，获最大程度的自由。管理层得以真正从公司长远利益出发，不受外在因素干扰制定适应的战略。我们认为，无论是早期对标美国第一房企制定 10 年发展战略，在市场多次过热情况下坚持合理回报、以低库存高周转在行业转入低谷时熨平周期；还是从专一化再到领军多元化，潜心深研住宅工业化十多年，这一系列战略布局均是这一理念的体现。

房地产开发主业：相比冲规模，更看重长期高质量增长

销售增速放缓，均价微涨，行业市占率进一步提升

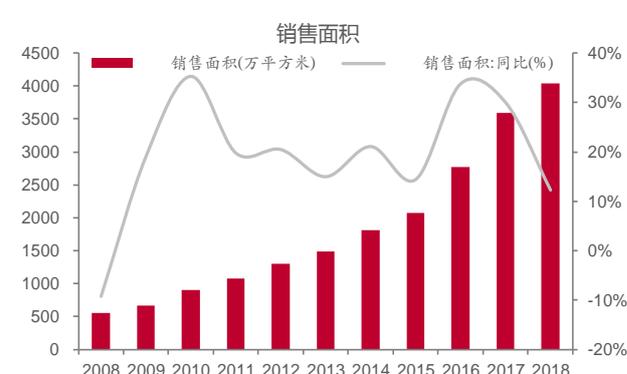
公司 2018 年全口径销售金额 6069.5 亿元，同比增长 14.5%；全口径销售面积 4037.7 万平方米，同比+12.3%，18 年公司销售增速有所放缓，但纵观行业来看，18 年全国实现商品房销售面积 17.2 亿 m²，同比+1.3%；实现商品房销售金额 15.0 万亿元，同比增长 12.2%。行业整体增速放缓，公司在高基数下依然保持高于行业增速，从公司发展战略来看，始终坚持发展质量，不单纯追求规模上的高增速。

图表 51：万科历年销售金额情况



来源：Wind、中泰证券研究所

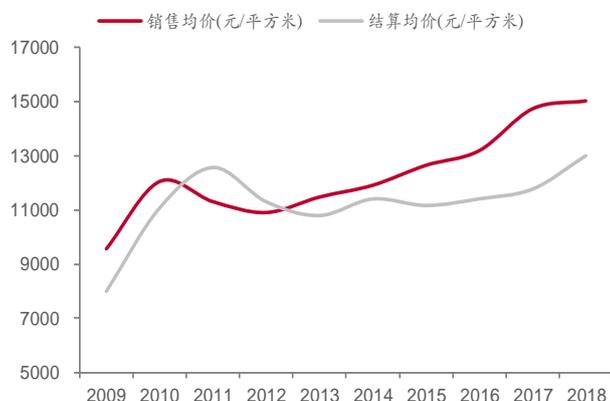
图表 52：万科历年销售面积情况



来源：Wind、中泰证券研究所

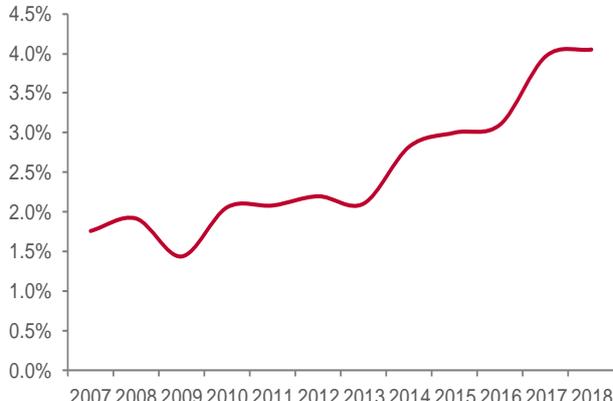
2018 年销售均价 15032 元/平，同比+1.99%，受房价增速收窄影响，均价涨幅有所放缓；2017 年结算均价 11765 元/平，同比+3.17%。从近几年销售均价增速来看，随着竣工项目陆续结转，预计公司未来结算均价将逐渐向销售均价靠拢。

图表 53：万科历年销售与结算均价



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 54：万科历年销售额市占率情况



来源：Wind、中泰证券研究所

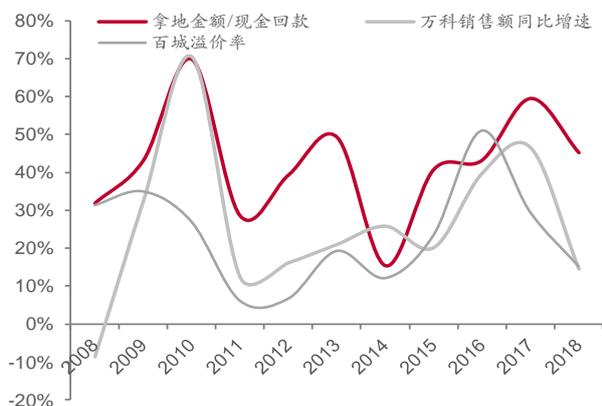
公司作为行业龙头，18 年再次凭借高于行业平均的销售额增速，市占率得到进一步提升。17 年以来，土地市场转冷，溢价率持续下行，公司拿地的力度不减。考虑到现阶段的土储对应着未来的销售，公司的未来市占率依然有提高空间。

图表 55: 万科与行业销售额增速情况



来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

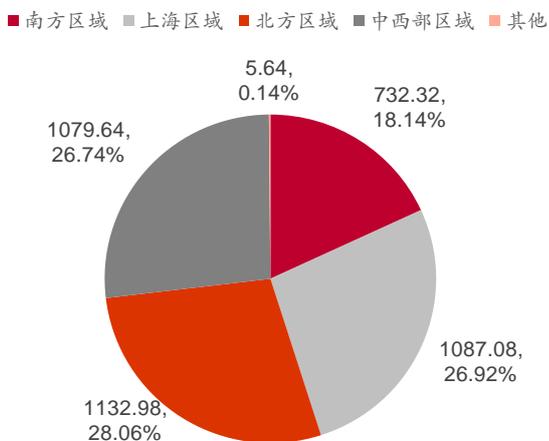
图表 56: 万科拿地力度与行业周期对比



来源: Wind、公司公告、国家统计局、中泰证券研究所

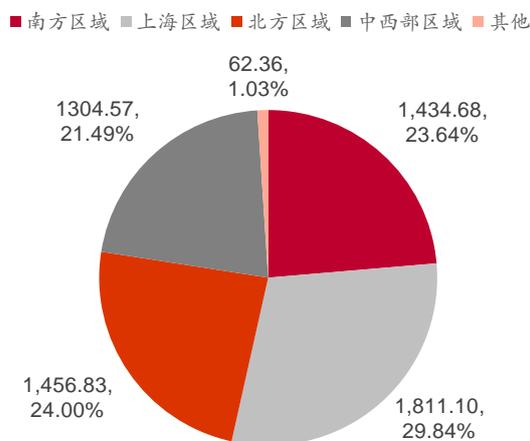
截至 2018 年末，公司已经进入 72 个城市，贯彻谨慎扩张、单城市深耕的策略。从销售结构看，公司以一二线城市为主，同时有选择布局围绕核心城市圈的三线城市；从客户定位看，主要定位刚需及首改，2018 年末产品 144 平以下占比 91.4%；从销售区域分布看，长三角、京津冀及珠三角地区分布较为均衡，体现了公司完备的全国化布局。进一步从项目选址来看，公司坚持围绕都市圈发展，再通过分析单个城市潜力进行选位，对于扩张较为慎重，更倾向于挖掘单城市的深度。

图表 57: 万科 2018 年分区域销售面积 (万平方米)



来源: Wind、中泰证券研究所

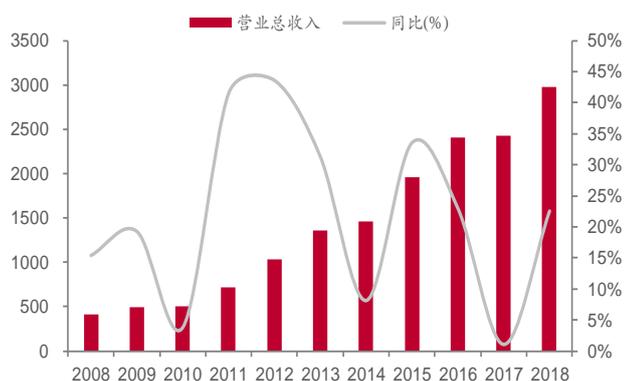
图表 58: 万科 2018 年分区域销售金额 (亿元)



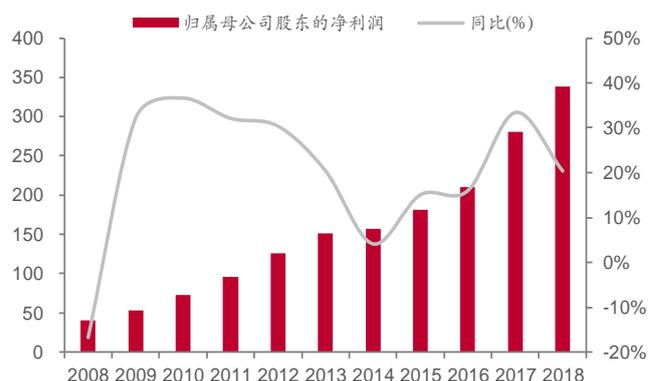
来源: Wind、中泰证券研究所

严控成本盈利能力获提升，超 5000 亿预收账款锁定未来业绩

2018 年公司实现营业收入 2976.8 亿元，同比+22.6%；归母净利润 337.7 亿元，同比+20.4%；全面摊薄 ROE21.7%，其中来自房地产业务的结算收入比例为 95.6%。

图表 59：公司营业收入及同比情况


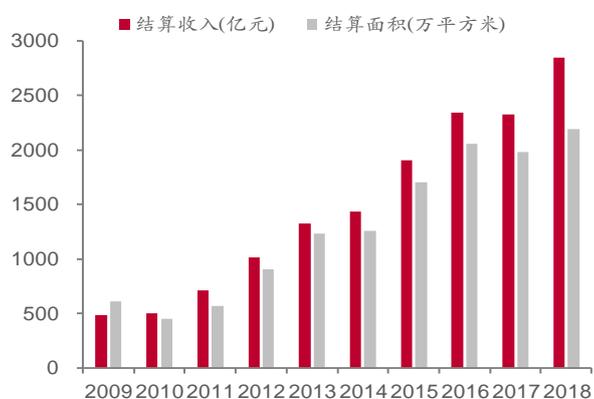
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 60：公司规模净利润及同比情况


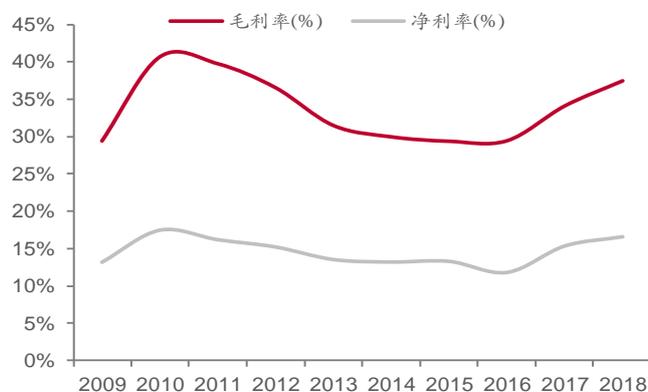
来源：Wind、中泰证券研究所

2017 年营业收入同比近乎持平的原因是部分项目竣工延迟，全年竣工面积 2301.4 万方，同比+2.9%略低于年初计划，导致结算面积 1980.5 万方，同比-3.5%；同时，结算均价 11765 元/平，同比+3.17%涨幅不大，全年结算收入 2330.1 亿元，同比-0.48%。

2018 年营业收入触底回升同比+22.6%的原因是竣工面积及结算均价的双重提升：2018 年竣工结算面积 2194 万方，同比+10.7%；结算均价 12988 元/平，同比+10.5%。

图表 61：公司结算收入与面积情况


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 62：公司近年来结算利润率情况


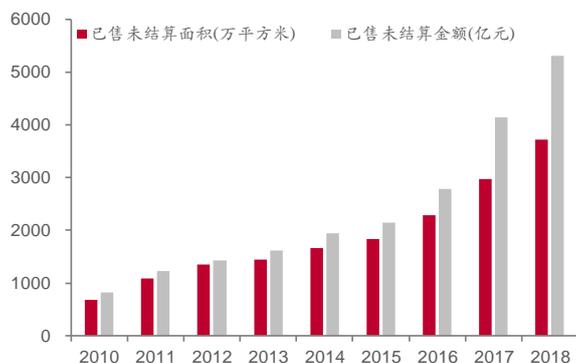
来源：Wind、中泰证券研究所

2017 年在营收同比微增的背景下，公司归母净利润增幅超 30%原因是毛利率修复、成本端控制得当：2017 年万科房地产开发业务营业成本 1592 亿，同比-6.09%；收入端 2401 亿，同比+0.73%。在开源节流下，公司 2017 年整体结算毛利率达 34.10%，同比上升 4.69 个百分点。

2018 年公司归母净利润增速与营收增速大体持平，主营业务房地产业务结算毛利率 29.7%，同比提升 3.9 个百分点，而规模净利润增速并未明显高于营收增速原因在于少数股东权益占比的提升。

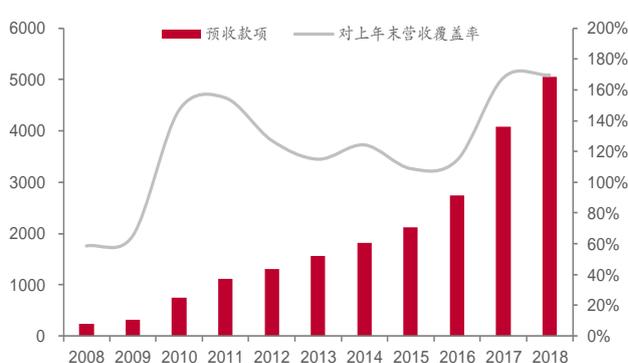
展望未来，毛利率继续提升的空间并不大。一方面目前毛利率已经回归中枢以上水平，随着行业深入成熟期后，整体盈利能力将趋稳；另一方面 17、18 年毛利率修复的原因是 16、17 年销售均价快速提升，在 18 年整体价格增速放缓的背景下，伴随着地价调整的滞后反应，未来两年结算毛利率超过 18 年概率不大。

图表 63: 公司已售未结资源情况



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 64: 公司预收账款情况 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所

手握大量未结算资源，未来业绩有可靠支撑。从已售未结资源看，公司截至 18 年末，并表范围内有 3710.2 万方已售资源未竣工结算，合同金额 5307.1 亿，分别同比+25.2%和 28.1%；从财务上看，18 年末公司合同负债（绝大部分为前预收账款口径）5047 亿，为 18 年全年营收的 1.69 倍。因此，短期看，公司未来的业绩，至少 2 年内都有较高的保障性。

土储继续扩容，拿地成本合理、单价首次回调

■ 新增建面足够维持现有体量，权益比有所降低

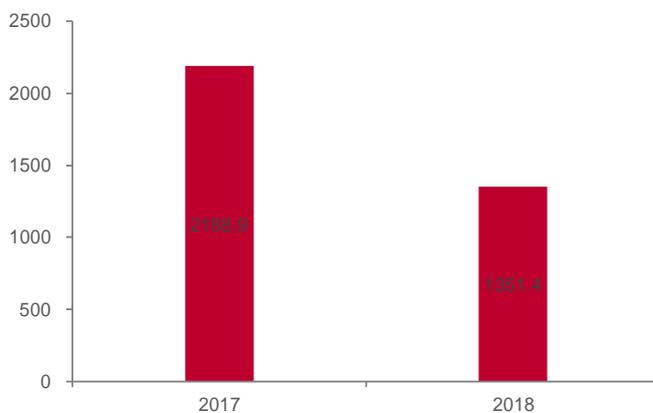
据 2018 年年报，公司在土地市场上获取土地项目 227 个（2017 年 216 个）；储备总建面 4681.4 万方，同比+1.4%；权益建面 2490.2 万方，同比-10.04%；权益地价款 1351 亿，同比-38.26%。从新增土储情况看，获取建面总量同比微增，但权益建面有所减少，新增土地按面积权益比例（53.2%）相比 2017 年（59.9%）下降 6.8 个百分点。考虑到 18 年初开始的调控持续深入，下半年以来市场遇冷，公司选择降低风险提高合作拿地比重，进一步控制拿地成本，分摊单个项目风险。

图表 65：公司近年拿地建面情况（万方）



来源：公司公告、中泰证券研究所

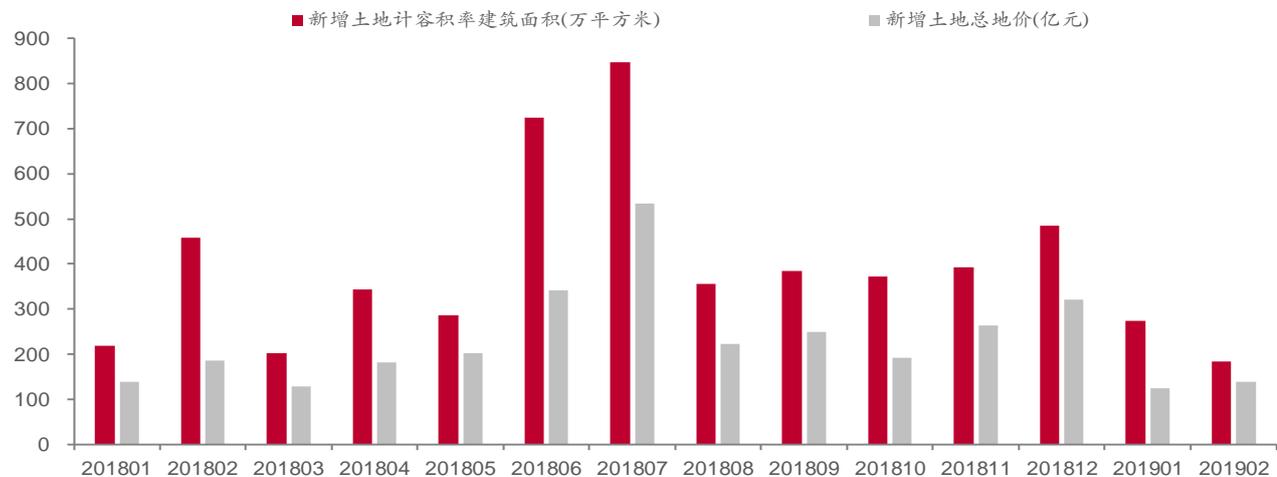
图表 66：公司近年拿地权益金额情况（亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

■ 根据市场情况灵活调整拿地策略

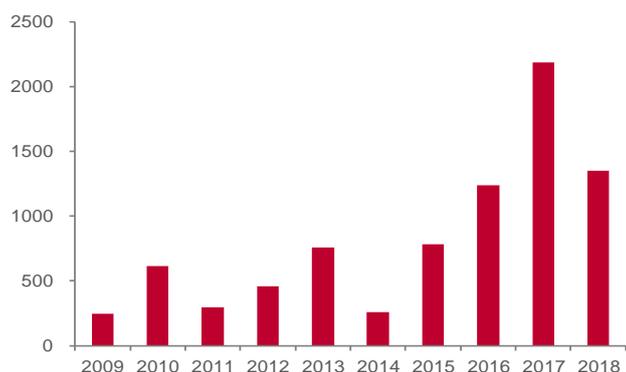
从下图万科 18 年以来拿地节奏可以看出：1) 总体看全年分布较为均匀；2) 6、7 月拿地力度较大；3) 7 月后拿地骤降，11、12 月有所回升。整体而言，万科拿地节奏大体与行业及自身销售保持一致，在销售旺季、回款增多的 Q2 和 Q4 拿地较为积极，18 年 Q3 以来市场迅速降温，公司在拿地上也迅速调整，受行业景气度及销售回款压力影响，2018 年 8 月以来拿地都偏少。总的来说，公司 18 年拿地节奏较符合季节性特征，同时也灵活适应市场形势安排自身土地投资战略。

图表 67: 2018 年以来公司月度拿地情况


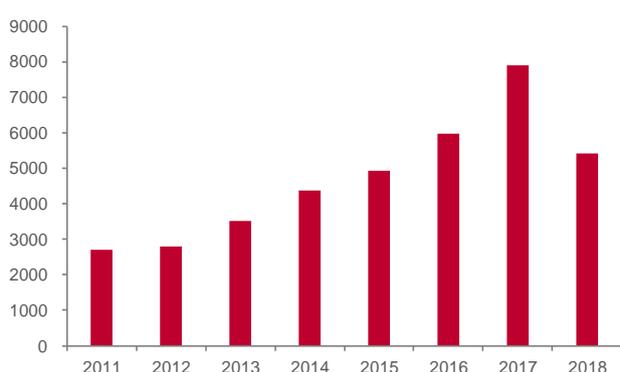
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

■ 维持高强度拿地力度，进一步提升合作开发项目比例

拿地力度方面，首先，总面积有所增加，但权益比降低导致了全年权益地价低于去年。其次，楼面价回调幅度较大，2018 年拿地均价 5427 元/平，较 18 年 7908 元/平下降了 2481 元，原因或有以下三点：1) 18 年以来市场遇冷，土地挂拍溢价率持续走低；2) 公司降低权益比，拿地成本进一步压缩；3) 新增土储依然以一二线为主，但占比相对有所降低。

图表 68: 公司历年拿地权益地价款情况 (亿元)


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 69: 公司历年拿地楼面均价情况 (元/平)


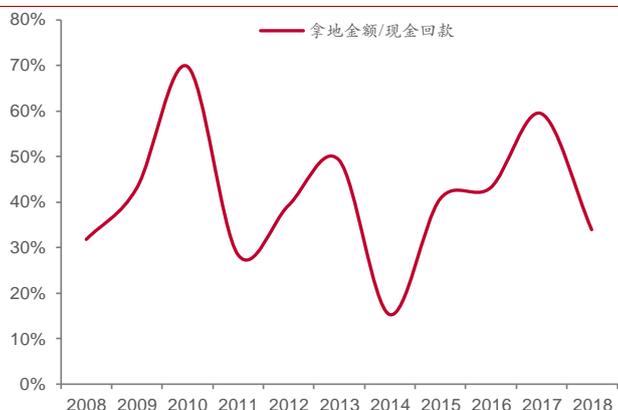
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

■ 拿地意愿不减，土地成本降幅可观

我们用拿地金额比上现金回款来衡量公司的拿地意愿(没选用销售额作为分母，考虑到销售额权益比难以确定，同时销售额无法体现现金流因

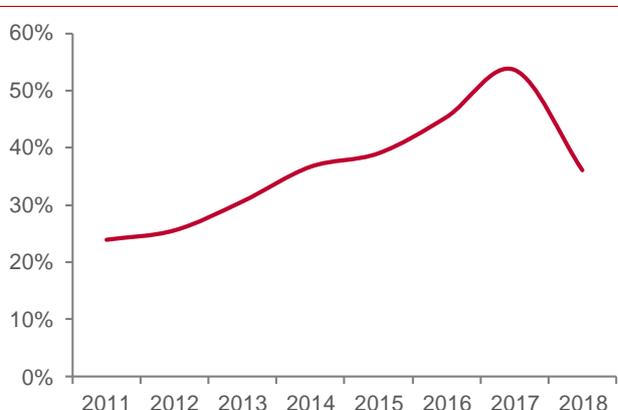
素), 18 年公司拿地力度虽不及 17 年, 但已超过大多数年份; 同时, 从拿地均价/销售均价这一指标也能看出, 2011 年以来地价涨幅均高于房价, 2017 年公司的拿地销售均价比达到 53.7% 到达顶点, 18 年这一指标首次下降, 直接降至 36.1%, 恢复至接近 2014 年的水平。

图表 70: 公司历年拿地金额与回款比情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 71: 公司历年拿地与销售均价比情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

■ 踩准价值洼地, 收并购进一步加速

一般来说, 房企在一二季度拿地, 按正常开发进度 6-9 个月销售, 有望在年内开盘销售完成回款, 对现金流及业绩都有较好支撑, 因而房企在上半年拿地意愿略强, 下半年多采取依据市场行情观望态度。而 18 年土地市场从 6 月开始流拍增多进而转冷。从行业横向对比看, 公司在主流房企中拿地相对激进。

图表 72: 万科 2018 下半年拿地相对激进

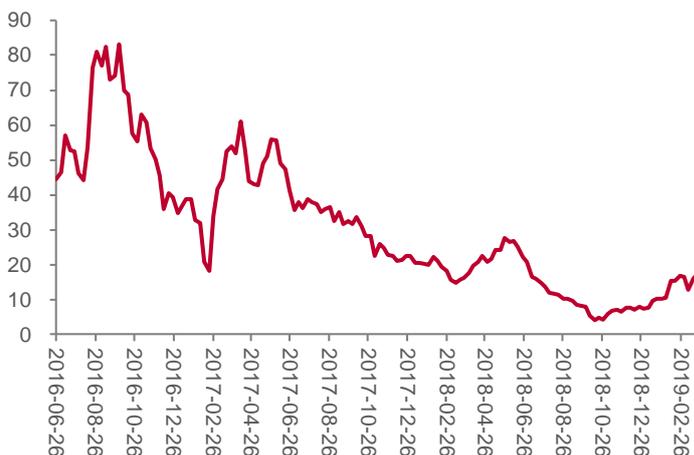
2018 年 7-11 月典型房企拿地销售金额比	
企业简称	拿地销售比
万科地产	0.61
中海地产	0.43
保利地产	0.32
华润置地	0.52
龙湖集团	0.47
招商蛇口	0.38
旭辉集团	0.32
中南置地	0.15

来源: CRIC、中泰证券研究所

结合百城土地溢价率来看, 万科再一次踩准了土地市场的价值洼地: 观察发现 18 年下半年这一时间区间, 是近几年来土地溢价最低的时候。

随着 19 年 3 月市场销售转暖，部分城市地区土地溢价率也上升到 20%-30% 左右。随着进入二季度推盘旺季，叠加政策及资金宽松背景，19 年二季度销售端极可能改善，这也将传导到土地市场，我们看到土地溢价率在 19 年初已经开始抬头，而且呈现较为明显的上升趋势。

图表 73: 100 大中城市土地溢价率 (4 周移动平均)



来源: Wind、中泰证券研究所

对于万科拿地策略，我们在公司核心竞争力部分也讨论过，公司 08 年率先降价加速回款，随后 2012 年、2014 年的布局也领先行业。除开招拍挂及合作拿地，公司在收并购上也积极推进，可以看到公司在 2018 年下半年相继完成了多个重量级项目公司收购，也有一丝抄底的意味。在行业低谷期，作为标杆龙头，公司在未来依然极可能有较多的收并购机遇。

图表 74: 万科 2018 年下半年部分收并购项目

时间	交易企业	收并购项目
2018/7	海航基础	武汉海航蓝海临空产业园 (一期) 80% 股权
2018/10	华夏幸福	环京项目
2018/11	海航基础	广东兴华实业 100% 股权
2018/11	嘉凯城	5 个地产项目资产包

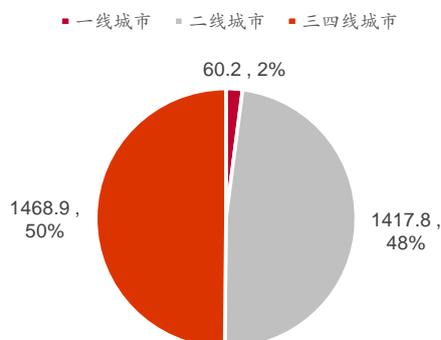
来源: CRIC、中泰证券研究所

■ 土储围绕核心都市圈进行深耕与下沉

土储布局方面，以我们统计公司月度公告披露的获取土地项目口径看，2018 年万科新增土储依然以一二线城市为主，但适当布局三四线：拿地权益建面一、二、三四线城市比例分别为 2%、48%、50%；拿地权

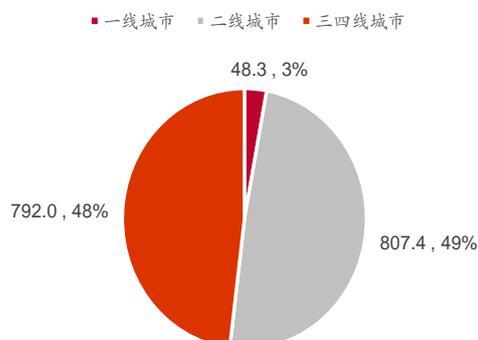
益金额一、二、三四线城市比例分别为 3%、49%、48%。

图表 75: 万科 2018 年月度公告拿地建面 (万方)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 76: 万科 2018 年月度公告拿地金额 (亿元)



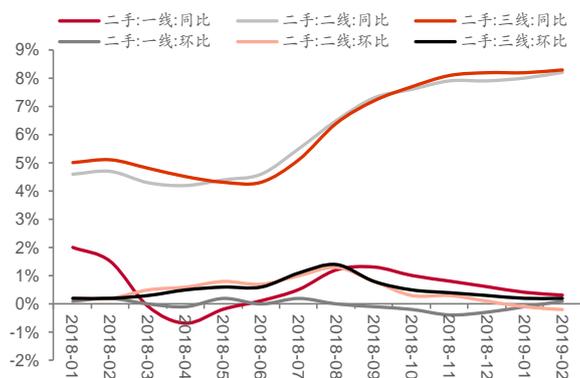
来源: 公司公告、中泰证券研究所

若以公司 2018 年年报披露口径看, 按建筑面积计算, 72.1%位于一二线城市; 按权益投资金额计算, 81.4%位于一二线城市。对比公司 2017 年的拿地区域分布情况: “按建筑面积计算, 74.7%位于一二线城市; 按权益投资金额计算, 90.0%位于一二线城市。”可以看出 2018 年公司的三四线项目占比有所提升。

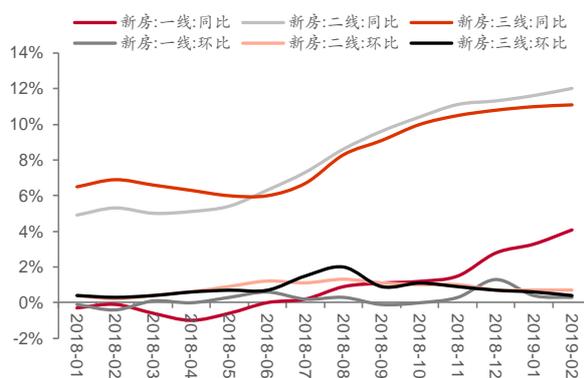
对于三四线布局占比有所提升这一变化, 我们认为是公司积极应对市场形式采取的战略调整。单纯的从一二线项目占比来判断未来销售与业绩的支撑力度, 或许缺乏说服力。公司新增项目部分下沉至三四线, 主要有以下两个理由:

1) 调控背景下行业基本面中短期格局发生变化: 一二线没想象中的那么好, 三四线也没预期的那么差。从中短期政策及市场现状看, 一二线城市调控依然严苛尚未有明显松动迹象, 限价限购等带来的影响让一二线部分项目收益率及去化率低于预期, 部分项目受预售证管控导致周转及回款周期被拉长。至于 2019 年一二线调控可能的边际放松带来的积极影响, 在“稳房价”的前提下, 能够带来的改善也有限。

三四线城市由于前两年受棚改推动, 大部分城市房价处于高位, 受棚改缩量及前两年需求透支影响, 2019 年部分三四线城市或面临较大的房价下行压力。但如果细分区域看, 一些位于长三角、珠三角, 围绕核心都市圈的三四线城市, 量价保持较强的韧性。

图表 77: 70 大中城市二手住房价格指数情况


来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

图表 78: 70 大中城市新建住房价格指数情况


来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

2) 传统城市能级划分不一定能完全反映城市基本面: 弱二线的表现不一定好于强三线城市。从统计局公布的 70 大中城市分城市能级的月度数据看, 二线城市的走势与一线背离, 反而与三线城市较为吻合。我们统计 70 大中城市中排名靠后的二线城市与排名靠前的三线城市的 GDP 及人口情况后发现二者并未有明显差异, 甚至部分三线城市的综合基本面略强于一些二线城市。

图表 79: 部分 70 大中城市 GDP 及人口净流入情况

二线城市	GDP 排名	人口净流入 全国排名	三线城市	GDP 排名	人口净流入 全国排名
大连	22	243	无锡	14	83
合肥	24	17	泉州	20	29
济南	25	25	烟台	23	77
福州	27	23	唐山	26	38
长春	30	244	徐州	29	37
哈尔滨	32	245	石家庄	31	18
沈阳	33	334	温州	35	48
南昌	39	19	扬州	38	130
厦门	46	24	昆明	40	34
太原	63	54	济宁	43	96

来源: 国家统计局、中泰证券研究所 注: GDP 为 2017 年, 常住人口为 2016、2017 年数据

这背后的逻辑或是统计口径的差异。从人口净流入、GDP、城市发展潜力、核心城市辐射影响力等指标排名看, 长三角、珠三角及东南部沿海的部分三四线城市基本面已经优于一些中西部以行政区划分的二线城市, 即强三线优于弱二线。以国际经验看, 都市圈及辐射城市群也是城市发展的普遍规律。因此, 对于公司下沉三四线、深耕布局都市圈及核心城市群这一举措, 需结合基本面变化及城市发展规律来理解。

■ 万科在 2013 年提出不以传统的“一二三四线”去划分城市

截至 2018 年中报，万科已布局 84 座城市，其中 55 城 GDP 排名位列全国前 80，剩下 29 城多为部分二线、旅游、长三角等发展潜力较好的二三线城市，如兰州、银川、吉林、珠海、三亚、南充、昆山、常熟、江阴、嘉善等地。2013 年 1 月，万科对外公开了名为“PIE”的投资评估模型，在对待新兴项目的决策，不以传统的“一二三四线”去划分城市，模型中 P（population）指人口，I（investment）指投资，E（employment）指就业。我们认为传统的一二线及三四线的划分，对于土储潜在价值及风险无法给予合理的评估。万科围绕核心城市圈及城市发展潜力强的区域去布局，更贴近未来人口与城市发展的基本面。

■ 总土储满足未来 2-3 年开发需要

截至 2018 年末，公司在建项目与规划中项目总建面（不包括旧城改造）约 1.53 亿方，其中在建总建面 9012.7 万方，权益建面 5402.1 万方；规划中总建面 5936.2 万方，权益建面 3579.6 万方；另外一些旧城改造项目，公司持有权益建面 347.7 万方。

公司总土储规模大体满足未来 2-3 年的开发需要。与同规模房企相比，公司土储总量偏少，这与公司的发展战略关系较大。万科始终坚持“不囤地、高周转”的经营战略，追求合理回报，这与高杠杆及资源型房企的发展模式有本质区别。结合当前市场环境，在追求周转、去化与回款的行业风格下，“囤地模式”正在被淘汰，用增量土储成本与结构、推盘效率及回款水平等指标去评估房企的拿地能力或更符合当下及未来的市场环境趋势。

多元业务已成为各自行业龙头：创造新的利润增长点

万科 2014 年年报提出公司自我定位“城市配套服务商”，随后正式开启多元化之路。除开旗下长久经营的物业管理子版块，2017 年收购印力打造商业地产平台，后续整合 20 家凯德购物中心，在商业地产领域开疆扩土；物流地产方面，2015 年自建万纬物流并于 17 年底参与普洛斯私有化，让公司占据国内物流地产行业龙头；此外，公司自 2014 年以来加速布局租赁市场，截至 18 年中报已覆盖 35 个主要城市，累计开业 5.5 万间。

物业服务：行业处快速成长期，万科物业为口碑优良的行业龙头

■ 物业管理行业处快速成长期，潜在市场空间破万亿

行业发展历史：国内物业管理行业发展可大致划分为三个时期：1. 行业建立期（1981-1999）：1981 年国内第一家物业管理公司在深圳成立；2. 行业规范期（2000-2013）：2000 年成立物业管理协会，2003 年《物业管理条例》正式施行及 2007 年《物权法》出台；3. 市场化发展期（2014 至今）：2014 年发改委《关于放开部分服务价格意见的通知》放开非保障物业价格管制，提高物业管理行业利润率水平，随后彩

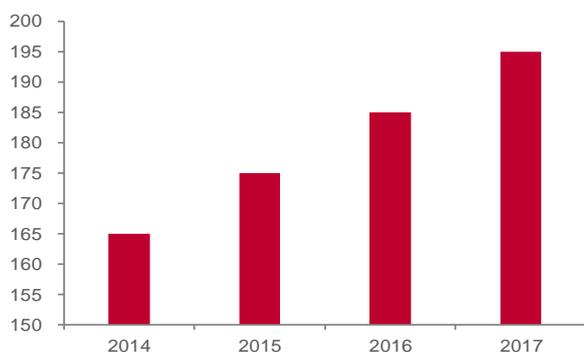
生活 (1778.HK)、中海物业 (2668.HK)、绿城服务 (2869.HK) 等一批物管企业分别赴港上市, 南都物业 (603506.SH) 于今年 2 月在 A 股上市, 同时新三板上市公司数量激增。在资本市场的助推下, 规模企业围绕外延并购与内生增长迅速扩大体量的同时, 在深度上亦挖掘自身价值打造 O2O 平台入口, 拓展利润空间。互联网时代下, 规模企业在竞争与变革中重构商业模式是行业的下一个发力点。

行业发展尚处初级阶段, 改善服务及开发增值业务空间广阔: 国内物业管理行业虽然已有 30 多年的发展, 但总体而言尚未成熟。目前来看存在专业化程度差、高附加值服务占比低导致的准入门槛低、市场较分散的现状; 同时现阶段物业管理费用率相比于发达国家依然处于较低的水平, 以基础服务为主的服务方式难以满足日益增长的多元化服务需求, 存在价值挖掘的空间; 此外, 随着互联网大数据、人工智能技术的发展并接入, 可以整合“线上”与“线下”资源, 将社区 O2O 服务进一步延伸, 以线下入口为切入点创造新赢利点。对于行业发展潜力, 我们从以下三个维度探究行业发展空间:

1) 物业在管面积的扩张: 房屋持续竣工与物业管理服务渗透率的提升

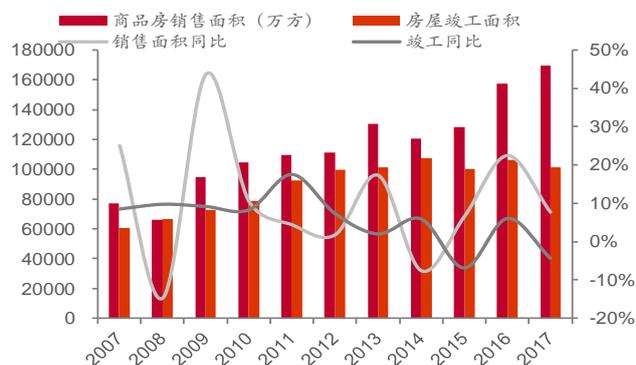
从统计局数据看, 2012-2017 年每年大约稳定竣工 10 亿方左右的房屋为行业持续增添动力。短期看, 未来 3-5 年的竣工体量依然能够维持升至高于 10 亿方规模。因为由于房屋竣工滞后销售 1.5-3 年左右, 自 15 年开始的商品房销售与竣工面积差额不断扩大, 竣工面积作为滞后指标在未来将与近几年的火爆销售相呼应。

图表 80: 中国物业管理公司收费管理面积 (亿方)



来源: 碧桂园服务招股说明书、中国指数研究院、中泰证券研究所

图表 81: 商品房销售及竣工面积与增速



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

长期看, 虽然城镇化率有所放缓, 适龄购房人群 (25-49 岁) 的绝对数有所下降, 但国内城镇化率依然有近 20% 的空间, 加上改善及房屋更新的需求; 同时, 考虑到欧美及日本等发达国家随经验, 经济水平提高有带来独居率上升倾向, 据国家统计局年鉴的抽样人口普查数据计算, 国内独居户 (一人户) 比例从 1998 年的 5.89% 提升至 2016 年的 14.08%, 发达国家的独居率普遍在三四成之间, 甚至更高, 这部分需求也将对冲人口红利流失。总体而言, 未来房地产市场销售不会出现断崖式下滑,

在销量冲顶后，依然有望长期维持每年 10 亿方左右的竣工面积，体量平缓下滑极可能发生。

市场规模的扩大还源自物业服务对存量房屋渗透率的提高。我国存量房总面积难以精确统计，因为存在大量房改前的存量房、各种类别福利房及自建小产权房等，有统计数据的商品房约占国内存量房总量的一半以下，不过我们可以从物业管理面积与竣工面积每年增量的差额看存量市场贡献。据中国指数研究院统计，2017 年国内物业管理公司收费管理面积相比 2016 年多出 10 亿方，而 2017 年全年商品房竣工面积为 10.1 亿方，几乎等同。但考虑到并非全部竣工项目都有物业接手，加上当期竣工不一定能立即实现运营转化为在管面积，2017 年竣工面积对在管物业面积的贡献不会是 100%，额外部分或由存量物业补足。

实际执行情况也能对这一数据进行解释，国内各地区先后开始执行或接近完成老旧住宅区物业引入。深圳从 2006-2013 年完成了 2024 个城中村和“村改居”社区项目物业引入，北京已于 2013 年试点老旧小区改造同步引进物业，2017 年上海普陀区探索酬金制，天津天津塘沽街新引进 10 家物业公司，分别进驻 107 个老旧小区，武汉市全面推行“红色引擎工程”，采取优质物业企业指导老旧小区物业自治等。

2) 单位面积物业管理费处上升通道：收入增长及人口结构变化带来的消费升级

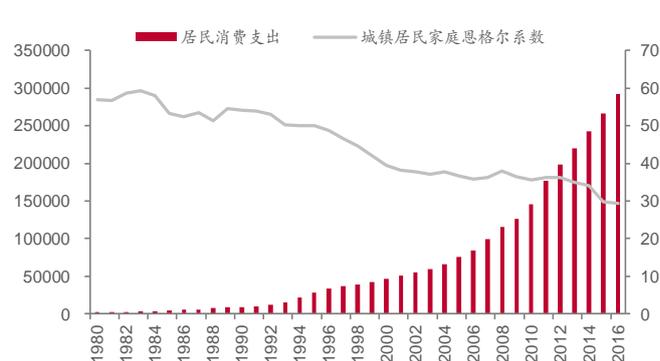
可支配收入持续增长带动住房消费面积与品质服务需求的提升。我国人均 GDP 与居民可支配收入保持了长期高增长，1999 年至 2017 年可支配收入 CAGR 为 10.69%。随着收入不断提升，生活必需品开销占比逐渐下降，转而追求品质与服务型消费，进入消费升级时代的住房需求倾向提升可拆分为对住房面积和居住品质服务的需求。

图表 82：99 年至今人均 GDP 及收入增长稳定



来源：Wind、国家统计局、中泰证券研究所

图表 83：消费支出增长较快，恩格尔系数持续走低



来源：Wind、国家统计局、中泰证券研究所

据统计局数据，住房竣工套数从 2000 年的 214 万套增至 2016 年的 746 万套，套均面积由 93 平增至 104 平；商品房住宅销售均价从 2006 年的 3119 元/平上升到 2017 年的 7614 元/平。住宅销售的量价齐升与套均面积增大，反映了居民对住房消费能力的提升，有了更高层次需求。

但物业管理费水平依然维持在低位，与人均收入增长、人均居住面积增加没有匹配，甚至也低于同期 CPI 增幅。

图表 84: 住宅竣工套数 (万套) 与套均面积 (平方)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 85: 商品房住宅销售面积与价格情况 (元/平)

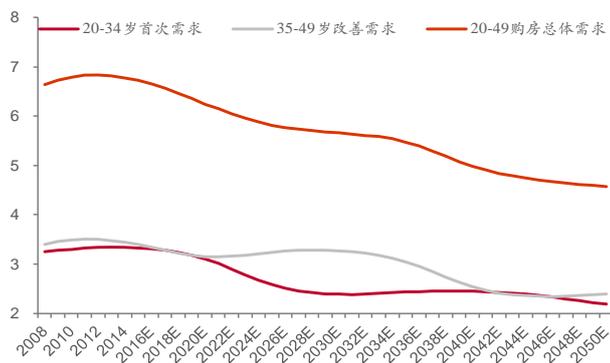

来源: Wind、中泰证券研究所

我们认为物业管理费与房价的错配是多方面原因导致的。首先，市场开放程度有待提高，2014 年国家发改委颁布的《通知》仅开放部分物业服务价格，保障性住房、房改房、老旧住宅小区和前期物业管理服务收费依然接受指导价；其次，市场定价政策有进一步完善空间，据新《物业管理条例》规定，物业费需要调整的，企业应当与业主委员会协商，并经业主大会同意。没有成立业主大会的，需经专有部分占建筑物总面积过半数的业主且占总人数过半数的业主同意。由于现阶段社区拥有业委会比例较低，企业短期内想通过说服过半的业主来提升合同期内物业管理费有较大难度，但随着市场逐渐开放与法规完善，企业获得更多定价空间，预计未来物业管理费会更加市场化，物业管理费的高低会体现在企业在服务端获得业主认可度的高低。

3) 人口结构变化及新型城镇化对高品质物业服务的诉求加大

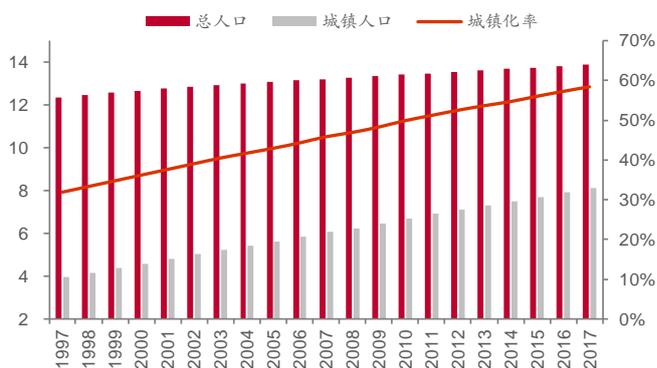
国内计划生育及其他社会发展因素导致的“少子化”已经让人口红利消失，中国提前迈入老龄化社会。参考联合国的中等变量预测结果，中国 20-49 岁人口在 2012 年已达到 6.84 亿顶峰，随后开始缓慢下滑，而这一人口区间可以分别拆分为 20-34 岁的首次置业需求与 35-49 岁的改善置业需求两类。从拆分预测结果看，组成购房需求的 20-49 岁人口在 2021 年后出现分化，35-49 岁人口增多而 20-34 岁人口减少，在 2030 年左右分别到达顶峰和谷底，随后开始收窄，至 2040 年前后两者数值趋同并保持较长期的稳定。换句话说，自 2018 年起改善型需求逐渐占据市场主导地位，那么对增量置业的物业水平将会普遍提高接受标准。

图表 86: 中国人口结构预测 (亿人)



来源: 2017 联合国人口观测报告 (基于等变量预测)、中泰证券研究所

图表 87: 国内人口 (亿人) 与城镇化率



来源: Wind、中泰证券研究所

国内城镇化率继续提升对住房需求的影响带来的不仅仅是对冲人口红利消失,同时也伴随着物业管理服务的消费升级。国家新型城镇化规划(2014-2020年)提出了提高保障性住房物业管理、服务水平和运营效率的指导方针。这一方针旨在提高保障性住房物业管理服务水平的同时,也预示着未来开放保障性住房物业服务费价格指导的可能。若保障性住房物业管理费走向市场化,那么整体单位面积物业管理费将有进一步提升空间。

未来五年市场空间测算: 预计 2022 年市场规模超过 1.2 万亿。物业管理行业主要分基础服务业务与增值业务,增值服务涵盖范围广,且处于发展初期难以量化估算,但从收入占比看逐年提升,我们保守给予其近三年的平均增速 20% 为未来 5 年期间增值收入对应总收入的占比。对于在管面积的测算,我们从存量渗透率提升与新建住房竣工两个维度去分析;对于单位面积管理费,我们结合不同业态的历史管理费水平及行业发展现状与趋势去预判。

图表 88: 物业管理行业市场规模测算

指标	住宅	商业	办公	其他
预计各业态占比	71.52%	6.28%	8.83%	13.38%
增量总在管面积			50	
增量分业态面积	35.76	3.14	4.41	6.69
各业态单位面积均价	2.28	7.01	7.88	4.25
基础业务 各业态市场规模	979.78	263.87	417.15	340.92
新增市场规模			2002	
存量市场规模			8103	
截至 2022 年市场规模			10105	
增值业务 截至 2022 年市场规模			2021	
截至 2022 年物业管理市场总规模			12126	

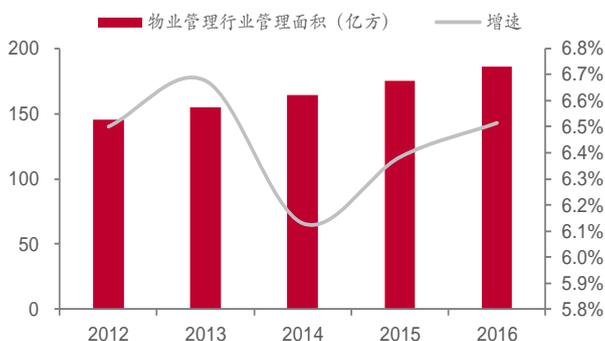
来源: 中国指数研究院、中泰证券研究所

我们预计未来 5 年各业态的房屋带来的在管面积增量市场规模约为 2002 亿，加上截至 2017 年底的存量在管面积市场规模 8103 亿，那么截至 2022 年，基础服务业务的市场规模将达到 10105 万亿，再加上保守估计的增值业务部分给予 20% 的占比，那么物业管理行业总体市场规模在 2022 年将达到 12126 亿。

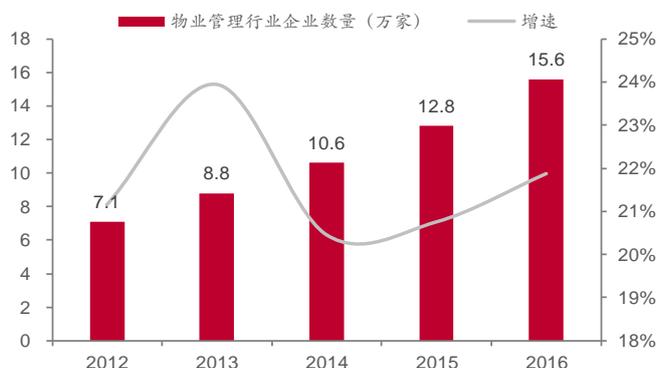
■ 行业现状与趋势：龙头市占率提升，增值服务异军突起

行业规模持续扩大。随着每年竣工增量房屋接入物业及存量房屋渗透加深，行业规模不断扩大。从 2012-2016 年相关统计看，行业内管面积、从业人数和企业数量都维持稳定增长。在管面积从 2012 年 145.3 万方增至 2016 年 186.4 万方，CAGR 为 6.04%，随着近两年销售火爆，未来在管面积继续增长是主流趋势；行业企业数量从 2012 年的 7.7 万家增至 2016 年的 15.6 万家，CAGR 为 5.11%，

图表 89：2012-2016 行业在管面积



图表 90：2012-2016 行业企业数量



来源：2018 年中国物业管理产业政策现状与未来发展方向研究报告

来源：2018 年中国物业管理产业政策现状与未来发展方向研究报告

虽然竞争激烈市场集中度有所提升，但由于行业处于发展初期有很多机遇不断吸引新企业加入；最后从业人数由 2012 年的 621 万人增至 2018 年的 833.06 万人，CAGR 为 17.05%。从业人数的增加是由于企业增多及在管规模扩张，叠加行业劳动密集型产业特点所决定。展望未来，结合先前空间测算，行业发展前景依然广阔。

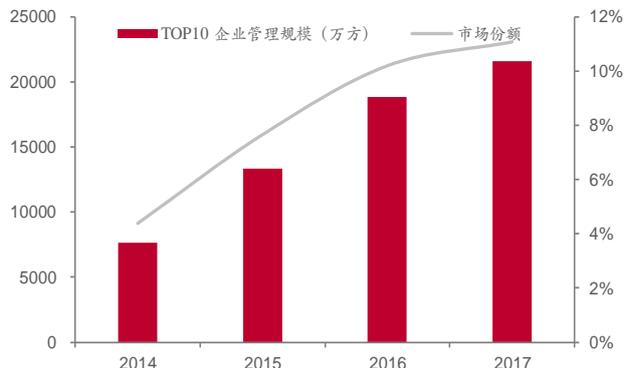
企业间分化加剧：市场集中度加速提升。行业规模不断扩大背景下，行业内部的演变趋势是企业间出现分化。我们从龙头企业经营效率、营收与利润增速与行业均值间明显差距可以看出，激烈竞争带来的优胜劣汰加速行业并购整合，导致龙头市占率进一步提升。从数据上看，TOP100 和 TOP10 企业的在管规模与市占率自 2014 年起逐年上升，截至 2017 年，在管面积均值分别为 3163 万方与 21588 万方，近 4 年在管规模的 CAGR 分别为 18.42%与 29.71%，TOP10 的年复合增速高于 TOP100，而 TOP100 又高于行业整体年均增速。龙头增速高于规模企业高于行业平均水平的趋势明显。

图表 91: TOP100 管理面积均值与市占率情况



来源: 2016-2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

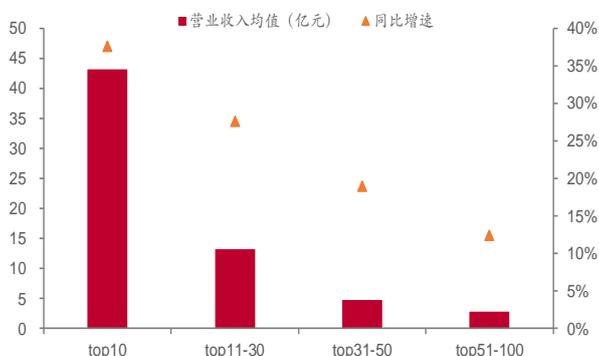
图表 92: TOP10 企业管理规模与市占率情况



来源: 2016-2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

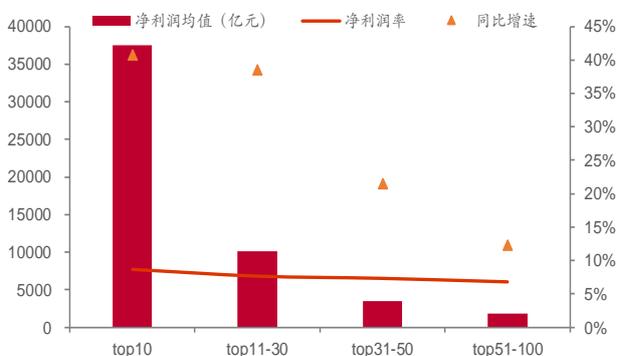
营收与利润水平也能反映这一趋势。拆分 TOP100 企业的营收与利润水平可以发现, 规模越大的企业, 营收利润增速及净利润率越高。2017 年 TOP10 企业营收与净利润增速分别为 37.6% 和 40.7%。TOP11-30 为 27.67% 和 38.47%, TOP31-50 为 18.99% 和 21.47%, TOP51-100 为 12.42% 和 12.27%, 净利润率水平分别为 8.68%、7.70%、7.37%、6.86%, 亦呈阶梯式分布。

图表 93: 2017 年 TOP100 营收按规模划分情况



来源: 2016-2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

图表 94: 2017 年 TOP100 净利润按规模划分情况



来源: 2016-2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

目前来看, 市场上的企业有超过 15 万家, TOP100 的市占率只有不到 40%。虽然与房地产开发行业相比市场依然相对分散, 但行业集中度加速提升迹象明显, 我们预计未来行业集中度会继续提升, 龙头优势进一步凸显。对于这一判断, 我们认为有以下三点理由: 1) 开发企业集中度提升背景下, 对关联物业企业的项目支持带来的传导效应; 2) 资本市场推动行业整合, 龙头企业展开同业及产业链上下游的并购; 3) 未来存量物业主导的市场竞争中, 高品质与多元化服务是核心竞争力, 龙头企业的品牌溢价与品牌输出筑高行业壁垒, 迫使行业整合提速。

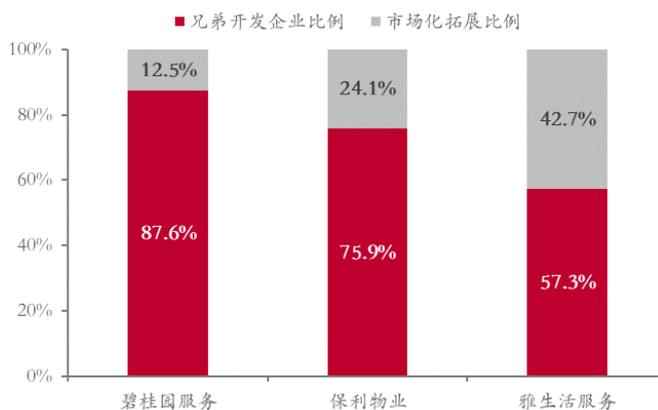
开发商背景的龙头企业在未来新增项目获取端有优势。背靠开发企业的物业公司，能直接从隶属集团的开发企业手中获取项目，在管面积的提升有开发企业每年增量房屋作保证。对于有房企平台优势的企业，能实现对未来项目资源锁定、与集团产生协同效应，但也可能会因此对外部扩张诉求较小。

图表 95: 2017 年中国物业服务企业规模 TOP10

排名	单位名称
1	万科物业发展股份有限公司
2	绿城物业服务集团有限公司
3	广东碧桂园物业服务股份有限公司
4	长城物业集团股份有限公司
5	保利物业发展股份有限公司
6	彩生活服务集团有限公司
7	恒大物业（金碧物业有限公司）
8	金地物业管理集团公司
9	龙湖物业服务集团有限公司
10	金科物业服务集团有限公司

来源：2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

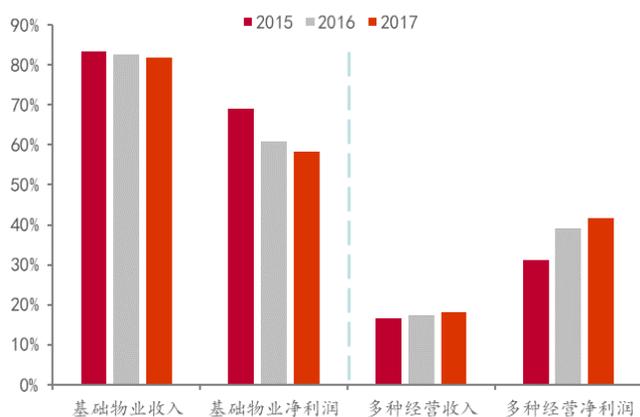
图表 96: 2012-2016 年行业企业数量



来源：2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

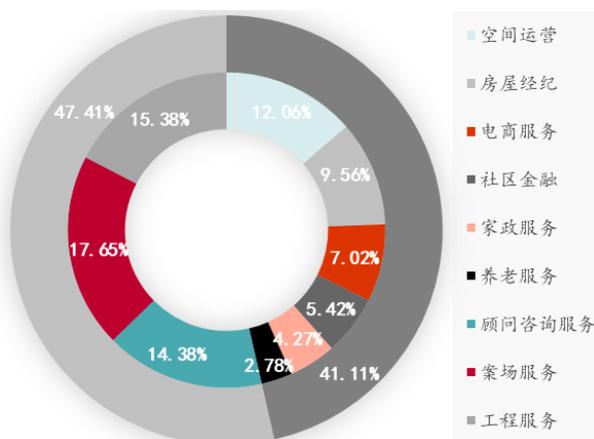
增值服务盈利能力凸显，未来想象空间大。核心的基础服务业务占比的减少与多种经营业务的快速崛起：一方面，基础服务业务的市场规模依然在扩大，每年市场增量在管面积依然有 10 亿方左右，但其收入及盈利水平受制于长期稳定的管理服务费价格，加上不断攀升的人力成本进一步压缩利润空间。

图表 97: 基础服务与多种业务的占比呈现分化趋势



来源：2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

图表 98: 2017 年百强企业多种经营收入构成情况



来源：2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

■ 万科物业：口碑优良的物业管理行业龙头

万科物业是公司的控股子公司，成立于 1990 年，现已成为中国物业管理行业领军者，始终坚持“安心、参与、信任、共生”的核心价值观，持续围绕业主房屋保值增值提供全生命周期服务，涵盖住宅物业服务、商企物业服务、开发商前介服务、社区资产服务、智能科技服务和社区生活服务六大业务板块。

万科物业连续 9 年蝉联“中国物业服务百强企业综合实力 TOP1”，连续 5 年蝉联“中国房地产开发企业 500 强首选物业品牌”榜首，并连续 2 年获得“中国特色物业服务领先企业—企业总部基地”荣誉称号。

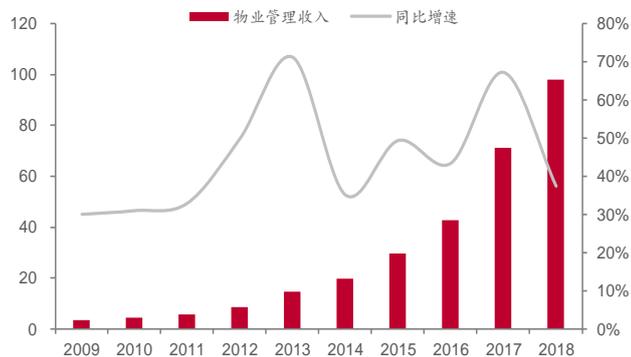
图表 99：万科物业发展历程

年份	大事记
1990	1990 年，万科地产受到 SONY 售后服务的启示，开始从事物业管理业务，同年，万科物业接管第一个服务项目——深圳天景花园。
1991	国内首创业主自治与专业服务相结合的“共管模式”，成立首个“业主委员会”；该模式于 1994 年被纳入《深圳市经济特区住宅区物业管理条例》，在同行业中广泛应用。
1992	万科物业正式注册，开始公司化运作。
1996	国内同行业中获得第一张国际机构颁发的 ISO9000 品质保证证书；深圳“鹿丹村”项目，中国物业管理首次公开招标，万科物业中标。
2000	签约国家建设部大院物业管理服务。
2001	获得国家建设部首批颁发的物业管理一级资质证书，成为中国首批一级资质物业管理企业。
2009	万科集团正式成立物业事业部。
2010	荣获由中国指数研究院评选的“中国物业服务百强企业”第一名，此后 6 年蝉联榜首。
2014	万科物业发布睿服务体系；中国房地产物业服务商品牌首选率第一名。
2015	万科物业开启全面市场化之路；同时引入事业合伙人机制。获中国物业管理协会评选的“全国物业服务企业综合实力百强”第一名。
2018	万科物业以品牌价值 95.01 亿元，蝉联中国物业品牌价值榜榜首，同时获得“2018 最具开发商影响力物业企业品牌”。

来源：公司官网、中泰证券研究所

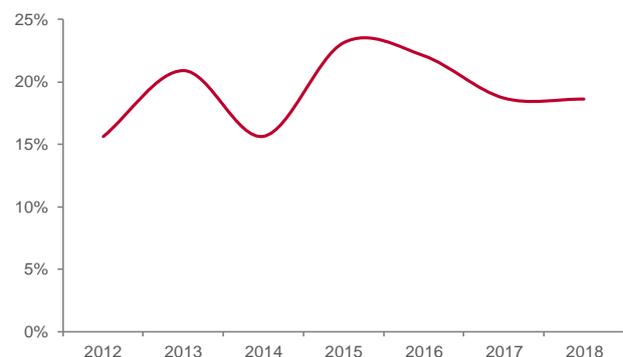
截至 2018 年 12 月底，万科物业已布局中国 83 个最具发展潜力的大中城市，服务 480 万户家庭，超 1584 万人口，在职员工人数超 8 万名。

图表 100: 万科物业管理板块营业收入 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所

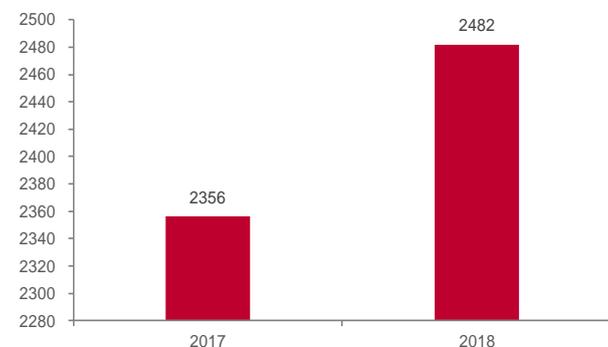
图表 101: 万科物业管理板块毛利率



来源: Wind、中泰证券研究所

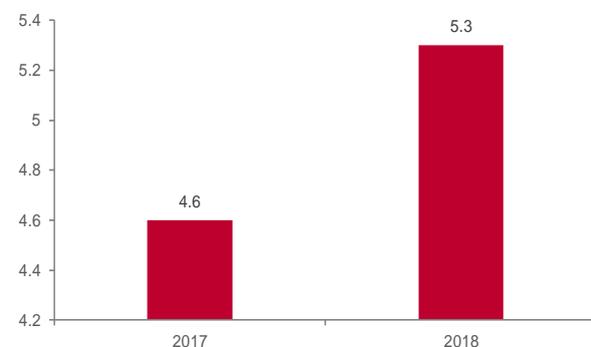
物业服务业务为主营业务，与房地产开发业务处同等地位。从公司业务定位看，物业板块属于万科主营业务，与房地产开发业务处在同等地位，其他如物流、租赁、商业等业务板块则被一同归类为其他业务。2018年物业板块实现营业收入98亿元，同比增长33%；同时，毛利率18.64%，与17年几乎持平。

图表 102: 公司物业服务业务在管项目 (个)



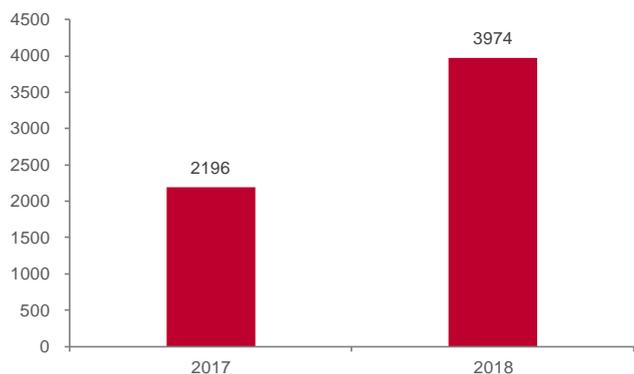
来源: 2017-2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

图表 103: 公司物业服务项目签约合同面积 (亿方)



来源: 2017-2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

2015 年走向市场化，“内生增长+管理输出”迅速做大在管面积。截至 2018 年末，公司物业服务共获取签约合同项目共计 2482 个，合同面积突破 5.3 亿平方米，一年内，服务项目增加 126 个，签约合同面积增加 7000 万方。从扩张规模看，近来来，万科物业获取项目体量远大于自身竣工交付的物业数量，这是由于 2015 年以来，公司调整物业板块发展战略：1) 物业服务业务走向市场化，承接非万科开发的楼盘；2) 引入事业合伙人机制，鼓励服务创新及提高员工留存率。

图表 104: 公司商企业务在管面积情况 (万方)


来源: 2017-2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

图表 105: TOP100 企业物业费情况 (元/平/月)


来源: 2016-2018 中国物业服务百强企业研究报告、中泰证券研究所

商企服务业务拓展迅速。公司在 2017 年从住宅物业服务拓展至商写物业服务,业务形态分为企业总部、政府机构、商务写字楼、城市综合体、产业园区等,致力在大宗资产聚集的商务空间,为不动产全生命周期提供管理与运营方案,帮助业主提升业务核心竞争力。截至 2018 年底,万科商企业务已布局 52 个城市,管理面积 3974 万平方米。

商企业态物业费单价高、贡献收入占比提升:据中指院及中国物业管理协会调查数据显示,全业态物业管理费单价近年来维持稳定,15-17 年商业及办公业务管理费水平分别为 7.01、7.88 元/平/月,是住宅业态 2.28 元/平/月的三倍左右。万科物业在 2017 年后深入布局商企服务,据 2018 年年报披露,万科物业新增签约饱和收入中,住宅业务占比 65%,非住宅业务占比 35%,商企服务业务迅速崛起。

图表 106: 公司物业旗下万睿科技部分产品


来源: 2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

图表 107: 深圳腾讯滨海大厦项目


来源: 深圳新闻网、中泰证券研究所

展望未来,考虑到商企服务业务物业费相比于住宅业务定价更为市场化,我们认为万科物业凭借业内优良的口碑、领先的技术及丰富的管理经营经验,在未来 3-5 年内依然能保持较强的竞争优势,在商企服务业务领域继续高速扩张。

■ **万科物业的工作重心：围绕资产保值增值提供全生命周期服务**

万科的物业服务板块，据公司官网分类可分为六大业务：住宅服务、商企服务、开发商服务、资产服务、智能科技、生活服务。我们可以把万科的物业服务业务归纳为一点：围绕房屋资产保值增值提供全生命周期服务。无论住宅还是商企、开发商，均围绕房屋本身的价值展开，生活服务及智能科技是其重要的辅助手段。

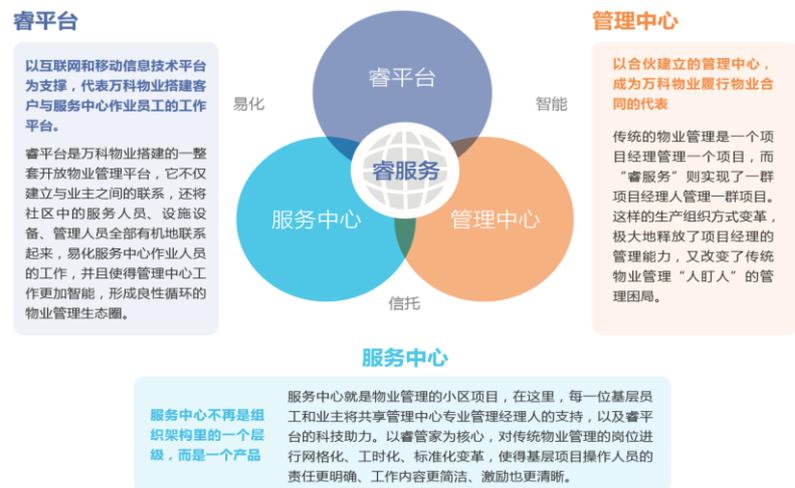
图表 108：万科物业业务板块构成



来源：公司官网、中泰证券研究所

“睿服务”体系是万科物业价值观的载体。万科物业花费多年时间，打造上线一套“睿服务”体系。这套系统为管理者与服务人员、业主三者间提供了高效的沟通平台。从成本方面来看，睿服务体系的最大作用是实现‘两减两提’，即减少基层成本人员、减少职能部门、提升基层创收人员、提升物业透明度。

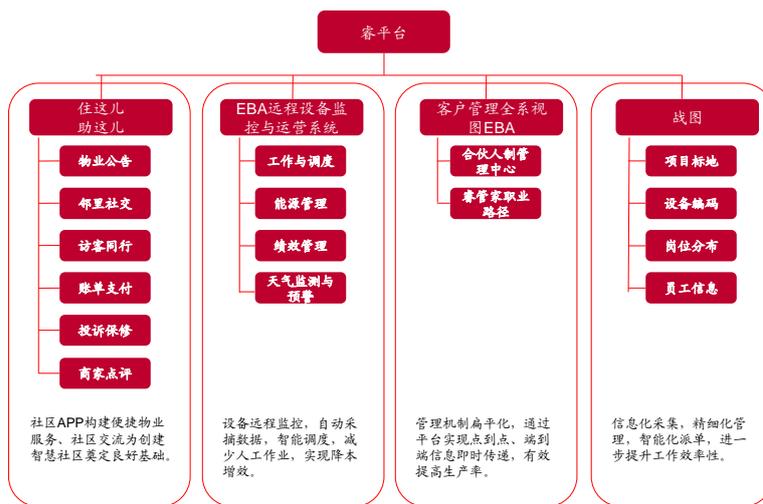
图表 109：万科睿服务体系



来源：万科 2016 年企业社会责任报告

睿平台：借助互联网技术，由 EBA 远程设备监控与运营系统、万科物业所营运社区中所有设施设备进行线上管控的“战图”系统、客户管理全息视图系统、业主手机端应用“住这儿”、工作人员手机端应用“助这儿”组成。这一平台将以上所有设备在云端高度整合，以实现对设备的远端控制、事故信息的及时反馈、人员的最优化调度，用更高的效率为客户创造更好的体验。

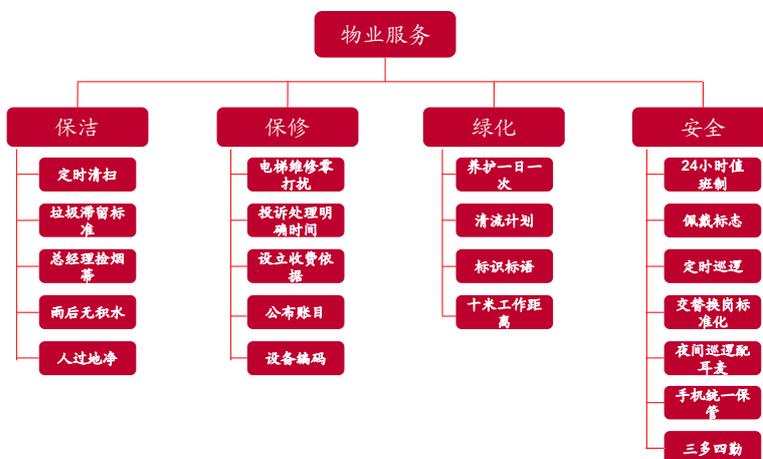
图表 110：万科物业“睿平台”职能拆分



来源：克而瑞、中泰证券研究所

管理中心：由职业物业师（来自负责小区物业管理的项目经理）的管理中心对物业项目进行管控。在其麾下的管家、值班经理的辅佐下，通过“睿平台”进行可视化管理；同时，借助“睿平台”，项目经理可以实现跨项目管理，改变传统物业管理“人盯人”的困局。

图表 111：万科物业服务具体业务分类

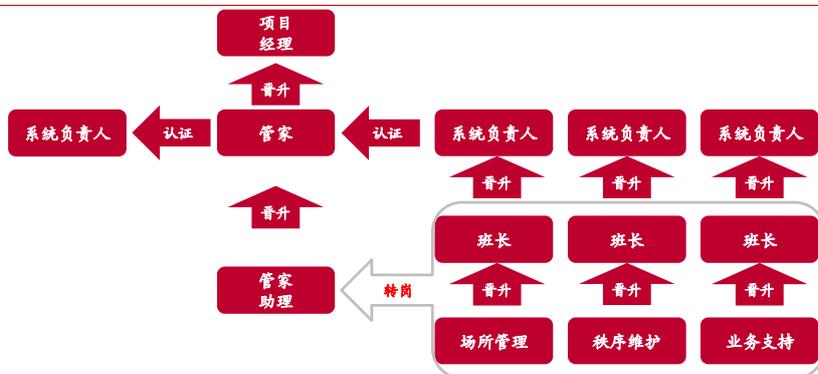


来源：克而瑞、中泰证券研究所

此外，万科为物业板块引入了合伙人机制。项目经理需跟投一定的“风险保证金”，与项目经营情况绑定自身核心利益，共担共享。

服务中心：指的是每个覆盖的小区项目。万科根据客户需求的不断变化和基层员工发展诉求，制度了一条清晰的职业发展路径。

图表 112：万科物业“睿”管家发展路径



来源：中国物业管理协会、中泰证券研究所

“睿服务” 1.0 到 3.0：万科物业价值观的不断升华。睿服务体系经历了从 1.0 到 3.0 的发展过程，也折射出公司对物业板块的定位逐渐清晰。

2014 年万科物业发布睿服务 1.0：实现人与物基础数据上线运营。万科物业建立了战图系统，好比 UBER 的道路与汽车之间的关系，“让每个项目都有经纬度、让每个设备都有身份证、让每个员工都有二维码。”

2015 年万科物业发布睿服务 2.0：实现人与物的连接。通过“住这儿”、“助这儿”等系统，万科物业将人与设施设备进行连接，报事、工单跟踪等全部实现线上运行。

2016 年万科物业发布睿服务 3.0：实现了人、财、物的连接，不仅将合同系统与营帐系统进行连接，还上线了资源系统，对员工进行管控，实现了对人、财、物管理的“数据化”。

图表 113：万科物业睿服务 1.0-3.0 的发展历程



来源：2016 年企业社会责任报告

■ **万科物业核心价值观：长久以来贯彻服务至上的经营理念。**

1) 最早将物业管理更名为物业服务，围绕业主资产保值增值服务

2005年12月12日，万科物业在全国16个城市展开统一行动，将其属下物业管理公司的70多个“物业管理处”统一更名为“物业服务中心”，以此向当时的20万客户表明“服务为本”的态度。我们认为这不仅仅是一个名字的改变，实质应是基于对行业发展深刻的思考，指引着万科物业对物业服务体系与标准的不断完善，如确立了“围绕业主资产保值增值服务”的宗旨，造就了万科物业后来业内极佳的口碑。

图表 114：万科物业的核心价值观



来源：2018 年企业社会责任报告

2) 最先将公共设施运营收支透明化

2016年推出的睿服务3.0，把物业服务费之外的“公共广告收入、场地租赁收入等”向业主公开，业主通过“住这儿App”扫描电梯广告旁的二维码即可了解小区内物业服务之外的公共收入及支出情况。万科物业这一做法，打破了业内对于这一部分收入的暧昧处理，并将这一部分收入全部用于设施设备常用常新及促进社区文化建设，真正做到“属于业主的钱，服务于业主”。

3) 业务分拆已完成，管理层认为经营质量大于融资需求不急于上市

物业管理公司拆分上市已经成为趋势。自 14 年年中彩生活在香港上市后，绿城服务、中海物业、碧桂园服务、浦江中国、中奥到家、雅生活服务、新城悦、佳兆业物业等纷纷上市，但万科却不着急。

图表 115: 2014 年 6 月以来部分物业管理公司上市情况

时间	公司
2014 年 6 月	彩生活港股上市
2015 年 10 月	中海物业港股上市
2015 年 11 月	中奥到家港股上市
2016 年 7 月	绿城服务港股上市
2016 年 11 月	祈福生活港股上市
2017 年 12 月	浦江中国港股上市
2018 年 2 月	南都物业 A 股上市
2018 年 2 月	雅生活港股上市
2018 年 6 月	碧桂园服务港股上市
2018 年 11 月	新城悦港股上市
2018 年 12 月	佳兆业物业港股上市
2018 年 12 月	永升生活服务港股上市
2019 年 3 月	滨江服务港股上市
2019 年 3 月	奥园健康港股上市

来源：公司官网、中泰证券研究所

从万科自身看，2009 年万科物业在财务上与万科集团独立，并于 2015 年启动完全市场化战略。据万科物业 CEO 朱保全在 16 年 9 月 25 日的睿服务 3.0 发布会上透露的信息，万科物业与万科集团已经完成业务分拆，但并未急于上市。在 18 年 3 月的业绩发布会上，万科副总裁表示“万科物业还有很大的发展空间，客户满意度是我们物业经营的宗旨，暂时没有上市计划。”在同年 12 月的交流会上，董事长郁亮认为“上市后一方面要考虑季报、年报公布的压力，一方面将承受市场对于业绩的关注，会干扰长期基础的打造，我怕资本引导坏了，刻意让物业板块与资本市场保持距离”。

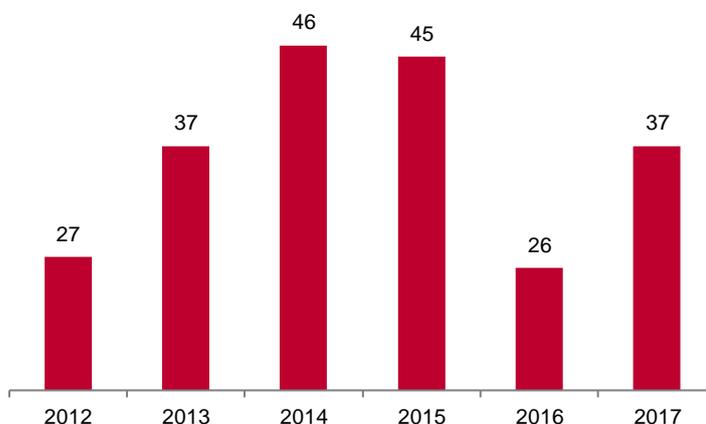
从 18 年两次公开的访谈中，可以看出万科对于物业服务板块优先度是业务质量高于上市，我们从已上市的物业管理公司表现也能看出，出于业绩压力，部分公司战略布局略显激进，导致基础服务质量下降。

■ **万科物业商业模式：或是房地产开发业务后，又一引领行业的标杆模式**

1) **颠覆行业主流观念：提升基础物业服务费，增值业务对友商零提成**

物业管理行业的发展趋势，我们在行业部分也提到过：由于基础物业费市场未完全开放，费用提升受行政管制，提升难度较大；增值业务附加值高，物管企业作为 O2O 导流平台发挥空间大。主流物业服务商，如彩生活（1778.HK）等主要走大力拓展增值服务这条路，为社区线下合作伙伴提供线上导流平台，并抽取一部分销售收入作为佣金。

图表 116：万科物业历年新成立业主委员会情况（个）



来源：企业社会责任报告、中泰证券研究所

万科物业的 O2O 平台不急于盈利：公司走一条与行业主流服务商截然不同的发展方向：一方面，努力推动基础物业服务费提升，如 2017 年在管项目新增成立 37 个业委会，累计成立 386 个业委会，为提升小区物业服务费提供了前提条件（提升物业管理费需业委会通过）。另一方面，公司的 O2O 平台“友邻市集”坚持零利润，不收合作伙伴中间费。

2) **物业品牌已为住宅产品带来可观溢价**

万科物业“为业主资产保值增值”的价值理念已经初步得到业主认可：2016 年 8 月，万科物业对 15 个大中城市的近 1500 万平方米的 10 年以上住宅项目进行抽样调查，并将其对标周边 2km 范围内同类型、同时间、同价格的楼盘。结果显示，98.3%的万科物业在管住宅价格高于周边，溢价空间达到 26.77%。

■ **万科物业总结：燕雀安知鸿鹄之志，千亿平台只是一个起点**

公司坚信服务是基石，比增速、规模更重要

在前文我们阐述万科物业价值观时已经提到公司对于服务的看重胜于其他指标，这里强调的是，**万科物业并不是牺牲利润去换取口碑，而是从更长远的可持续利益去考虑。**物业管理业务与房地产开发业务商业模式不同，物业管理是持有型经营，不存在高杠杆、高周转模式，规模扩张也不一定有规模效应：由于是对既有项目管理，不存在标准化与可复制性，快速扩张或大量并购会带来管理上的挑战，规模不经济。短期看，快速扩张及收并购能够让财报好看，但会伴随着负债率攀升，管理成本提升导致利润率下滑；若出于业绩压力压缩成本，又可能导致服务品质降低，造成口碑下降及客源流失。

高品质服务更难，但带来的溢价更持久

承接上一部分，我们继续分析对万科物业不同于行业主流发展模式的理解，按业务类型拆成基础物业服务及增值服务两块讨论。

- 1) **传统物业服务：**万科颠覆性依靠不断提升自身服务品质，来让业主认可，提高物业管理费，一旦成功，**不仅增加了自身品牌的价值，也强化了公司在小区的影响力，让后续竞争者难以插足，同时提高了母公司的产品溢价乃至受托管的第三方开发商的产品溢价，在上部分公司物业品牌影响力中也提到，万科物业管辖的住宅产品，溢价空间达到 26.77%。**
- 2) **增值附加服务：**万科物业的“睿服务”或是业内最早、同时最先进的“管理+O2O”平台。2016 年万科便公布了“睿服务”3.0 版本，业主扫二维码就能知道小区内设施的管理记录、广告的收入及支出等。

图表 117：彩生活“彩之云”（左）与万科物业“住这儿”（右）



来源：彩之云、住这儿、中泰证券研究所

相比之下,据 18 年年报,业内最大社区平台的彩生活(1778.HK)通过“北斗七星”系统基本实现基础物业管理职能的平台化。平台系统方面,万科的物管系统整合进度与力度甚至领先于彩生活,但万科似乎并不急于依靠增值服务获利。对比彩生活 app “彩之云”与万科物业 app “住这儿”,可以看出万科物业偏重基础服务,彩生活倾向社区综合服务。

这段摘自万科 18 年年报对于物业板块的描述,“巩固住区物业服务基本盘,保证充足的资源投入;激发基层员工的主动性和积极性;用科技手段更好地响应客户服务需求...提高住区物业基础服务水平和效率,进一步巩固万科物业的服务口碑。”让我们看到万科物业 19 年工作的核心,依然是提升基础服务及业主口碑,没有把增值服务创收作为重点。

兼顾品质与规模的轻资产输出尝试

一方面,万科物业不追求立刻盈利;另一方面,自 15 年市场化以来,公司在管面积扩张迅速。考虑到快速增长可能导致服务品质疏于管理,折损原本“万科物业”的口碑,公司更多的扩张通过轻资产输出管理模式进行,不取代竞争对手,用“睿服务”体系为原有社区物业公司提供服务升级,形成一个独立于“万科物业”之外的品牌。

图表 118: 主流物管企业估值及业绩情况

序号	名称	股价 (港元)	市盈率	总市值 (亿港元)	合同或管理面积 (万平方米)	管理项目个数	2018 年营业收入 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	毛利润 (亿元)	毛利率	净利润率
1	万科物业				53000	2482	97.96	11.8	18.26	18.64%	12.05%
2	绿城服务	6.94	34.147	192.8	17040	1236	67.1	4.66	11.98	17.85%	6.94%
3	碧桂园服务	14.42	35.687	384.8	50500	840	46.75	9.34	17.62	37.69%	19.98%
4	中海物业	3.81	31.147	125.2	14090		41.55	4.06	8.49	20.43%	9.77%
5	彩生活	5.88	13.789	78.1	55370	2709	36.14	5.18	12.82	35.47%	14.33%
6	雅生活服务	13.1	18.666	174.7	15360	532	33.77	8.11	12.90	38.20%	24.02%
7	佳兆业物业	10.14	22.482	14.2	2690	132	8.96	0.54	2.77	30.92%	6.03%
8	奥园健康	4.69	37.314	34.1	1040	61	6.19	0.78	2.09	33.76%	12.60%
9	滨江服务	7.1	23.94	19.6	1160	76	5.09	0.70	1.35	26.52%	13.75%
10	新福生活服务	0.62	7.414	6.29	664	22	3.42	0.73	1.66	48.54%	21.35%
11	浦江中国	2.95	40.259	11.9	545	400	3.92	0.26	0.67	17.09%	6.63%
12	新城悦	7.37	34.399	60.4	4290	200	11.49	1.63	3.39	29.50%	14.19%
13	永生生活服务	3.33	43.571	51.2	4020	258	10.76	1.00	3.09	28.70%	9.29%
14	中奥到家	0.69	5.026	5.64	7050	570	10.23	1.07	2.82	27.60%	10.46%
15	南都物业	24.71 (亿元)	28.276	25.49 (亿元)							
16	中航善达	9.25 (亿元)	7.817	66.96 (亿元)	5307	523	66.56	8.24	12.20	18.33%	12.38%

来源:公司公告、中泰证券研究所

注:股价以 19 年 4 月 16 日收盘价为准

不妥协的行业龙头，千亿市值目标或只是开始

“我们的物业是可以发展成千亿级业务的，不知道什么时间，但是有机会。等他们具备这个技术和实力了，再去谈上市会好一些。不要着急去上市，会干扰他们长期基础的打造”。这段引自 18 年 12 月 14 日万科南方交流会上董事会主席郁亮的发言，解答了万科物业可能的上市时点及未来的发展脉络。

我们认为万科物业是万科“城乡建设与生活服务商”定位中最为关键的一环。由内向外，万科物业扮演着三个不同的角色：

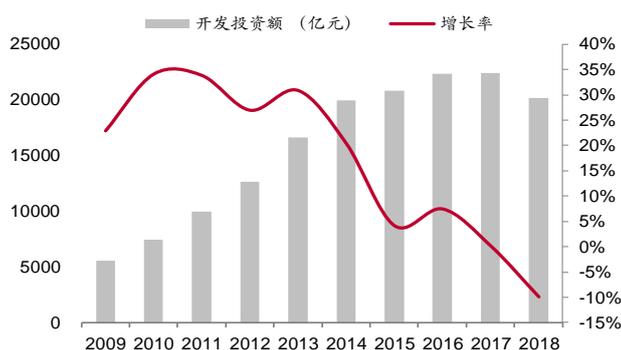
- 1) 未来潜在市值千亿的细分行业龙头：**万科物业自身的目标，是发展成为估值千亿的物业管理行业龙头。目前来看，A 股公司分拆上市较为严苛；以港股物业板块看，规模与万科接近、市值最大的碧桂园服务市值近 400 亿人民币，离千亿依然较远，因此万科不急于让物业板块上市，依旧坚持服务第一，同时做轻资产输出扩大规模。
- 2) 开发业务的护城河：**2016 年 8 月，万科物业对 15 个大中城市的近 1500 万平方米的 10 年以上住宅项目进行抽样调查，并将其对标周边 2km 范围内同类型、同时间、同价格的楼盘。结果显示，98.3% 的万科物业在管住宅价格高于周边，溢价空间达到 26.77%。控制变量下的价差直接反映了物业管理行业服务品质与口碑的价值，这个价差或许已经超出市场预期。我们相信，万科物业凭借业内领先的技术、服务与口碑，正在慢慢颠覆人们的认知。未来，或许不再是万科住宅附送万科物业，万科物业自身就是高房屋品质的象征，自带“溢价”标签。然而，随着万科物业快速扩张走向市场化，若难以维持高品质服务与口碑，折损的不仅仅是万科物业这块牌子，人们同样会对万科住宅产品抱有质疑。因此，万科物业对于母公司来说，如同一道护城河，与主城安危深层次绑定。
- 3) 城乡建设服务商的载体：**2018 年 5 月，万科物业与横琴新区管委会合作，以“物业城市”理念为引领，携手打造“物业城市”治理模式，计划用三年左右时间，通过“物业服务+智慧平台+行政力量”相融合的方式，对横琴城市公共空间与资源实行全流程“管理+服务+运营”，提升横琴新区城市管理水平，打造“五星级城市”，形成“共建共治共享社会治理格局”新品牌。万科在住宅开发行业规模到达顶峰、市占率增速边际放缓背景下，已经开始多元化转型。国内首个“物业城市”，或许只是一个开始。

商业开发：外延并购速成行业前三，修炼内功看重高质量增长

■ 商业地产去库存阶段性完成，目前基本实现供需均衡

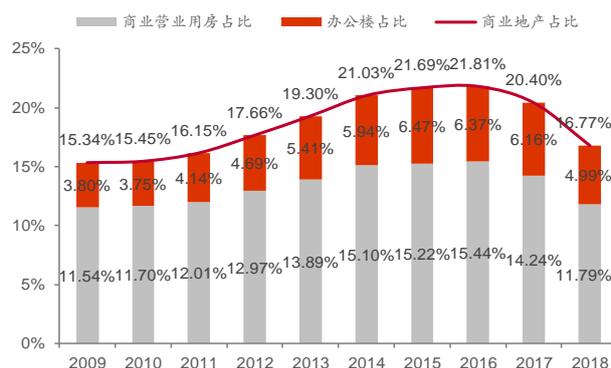
2009-2014年，商业地产开发高位增长，持续供过于求积累库存：09-14年间，商业地产开发投资额 CAGR 为 29.1%，新开工面积 CAGR 为 16.2%，而同期销售面积 CAGR 仅为 10.0%，市场难以消化新增供给，导致库存持续积累，租金增长缓慢。

图表 119：全国商业地产开发投资额及增速



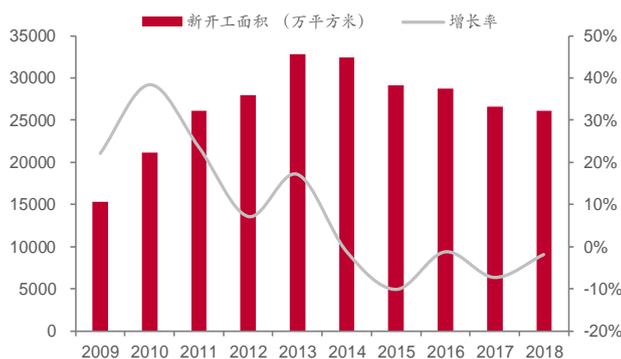
来源：中经网统计数据库、中泰证券研究所

图表 120：全国商业地产开发投资额占比情况



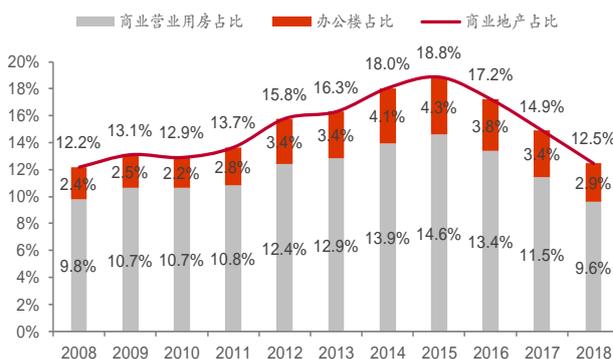
来源：中经网统计数据库、中泰证券研究所

图表 121：全国商业地产新开工面积及增长情况



来源：中经网统计数据库、中泰证券研究所

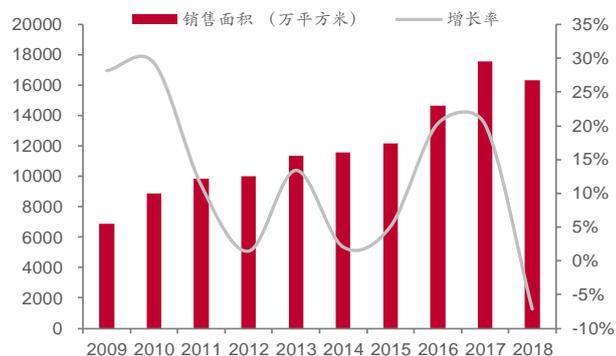
图表 122：商业地产新开工面积占比情况



来源：中经网统计数据库、中泰证券研究所

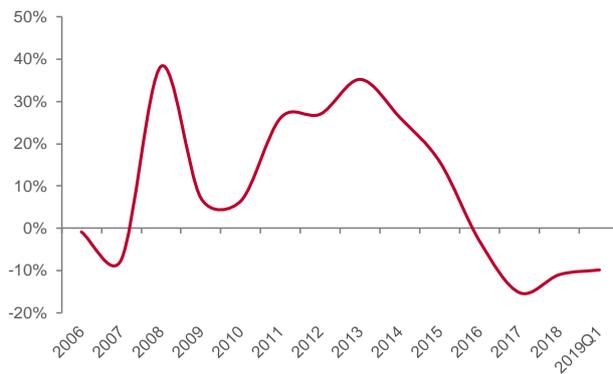
16年至今进入去库存阶段：14年后，新开工持续回落，销售稳定提升，从供需端看，行业在2016年基本实现供需平衡，商业地产待售面积同比负增长，进入去库存阶段。

图表 123: 商业地产销售面积及增长情况



来源: 中经网统计数据库、中泰证券研究所

图表 124: 商业地产待售面积同比增速情况

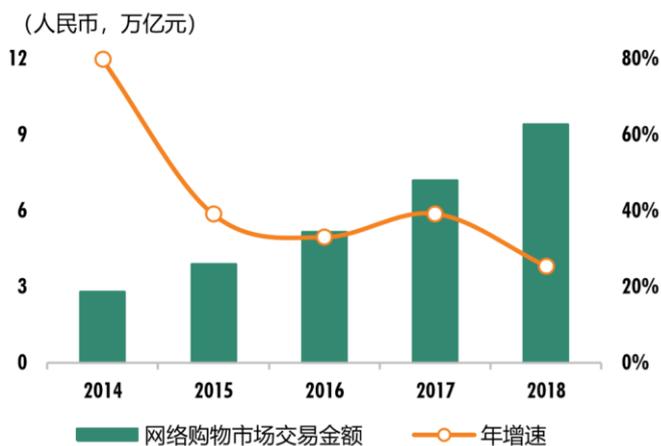


来源: Wind、中泰证券研究所

■ 零售物业获新驱动力，供需均衡、未来租金或小幅上升

电商重回线下布局。线上增量红利陷入瓶颈，重回线下是主要趋势。由世邦魏理仕研究及电子商务中心数据显示，2018 年网购用户增速为 6.8%，预计 2019 年将进一步放缓，增量失速不仅影响线上流量及交易规模，同时大幅提高获客成本。相关数据显示，2016-2017 年主流电商获客成本较 2014-2015 年增长近 5 倍，超 300 元/人。

图表 125: 中国网络购物交易金额和增速



来源: 世邦魏理仕

纯电商平台开始切入线下实体。据世邦魏理仕统计，2018 年有 10 家大型电商开设线下体验店，布局核心商圈的优质购物中心，在有限的空间内，充分利用 AR、AI、电子价签等科技在店内虚拟陈列商品，提升用户体验与品牌美誉度。

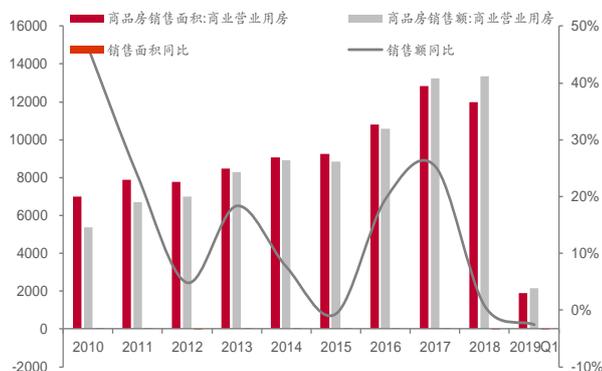
图表 126: 2018 年大型电商开设线下首店案例

	开业时间	城市	入驻项目	面积 (平方米)
苏宁极物	2018 年 3 月	南京	新街口商圈街铺	400
天猫国际	2018 年 4 月	杭州	西湖银泰	300
淘宝心选	2018 年 4 月	杭州	亲橙里	300
网易考拉	2018 年 4 月	杭州	杭州大厦中央商城	300
有品见 (小米)	2018 年 4 月	上海	七宝万科广场	1,000
小红书	2018 年 6 月	上海	静安大悦城	300
一条	2018 年 9 月	上海	凯德晶萃/置汇旭辉广场/ 仲盛世界商城	700
唯品会	2018 年 10 月	北京	国瑞城购物中心	待确认
MOGU STUDIO (蘑菇街)	2018 年 11 月	杭州	西溪银泰城	1,000
网易严选	2018 年 12 月	杭州	杭州解百购物广场	300

来源: 世邦魏理仕、中泰证券研究所

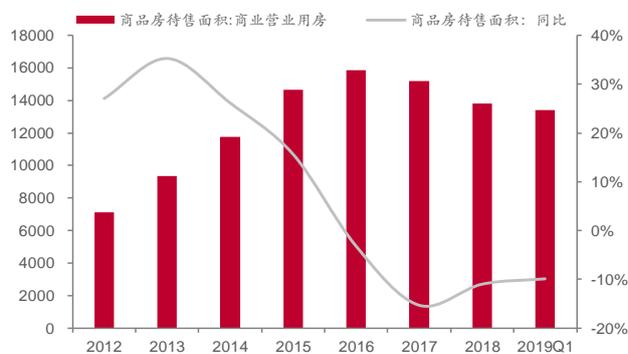
零售物业用房去库存阶段性完成, 目前供需基本平衡。商业营业用房库存存在 2016 年达到峰值, 随着新开工持续回落、销售复苏, 待售面积已经连续 3 年负增长。18 年销售面积较 17 年有所下降, 但销售金额保持正增长, 同时 18 年新开工继续回落, 我们预计库存有进一步下降的空间, 整体市场维持一个相对供需平衡的状态。

图表 127: 全国商业用房销量情况 (万方)



来源: Wind、中泰证券研究所

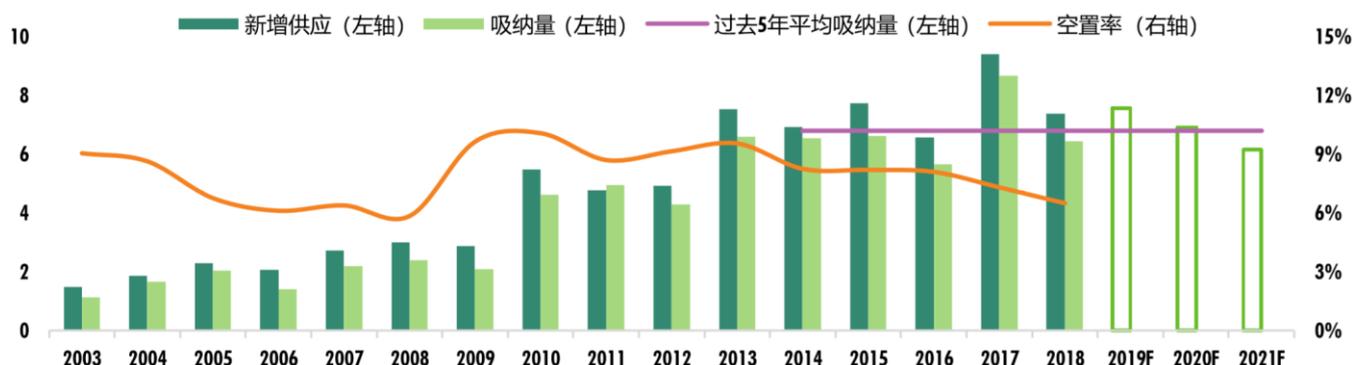
图表 128: 全国商业用房库存情况 (万方)



来源: Wind、中泰证券研究所

主要城市新增供应放缓。据世邦魏理仕报告显示, 2019 年, 中国主要 17 个城市预计将迎来 760 万方的新增供应。考虑到商场延期开业的现象时有发生, 实际开业面积预计于 2018 年持平, 同时, 预计新项目开业率持平或略优于 2018 年。

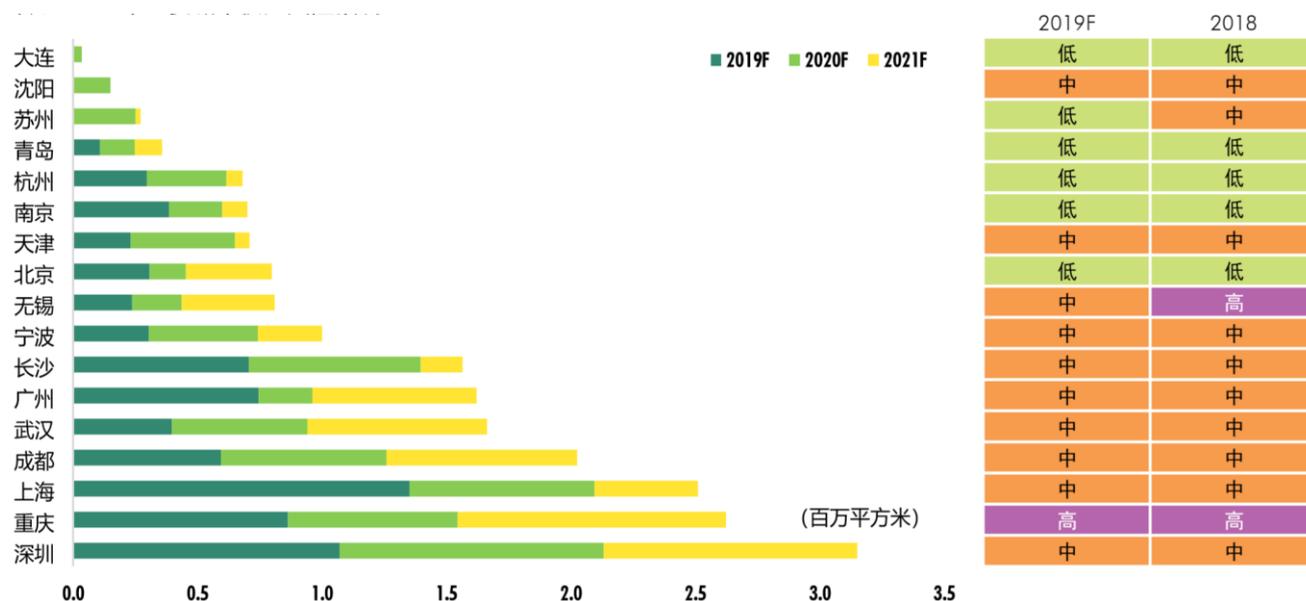
图表 129: 中国主要 17 城市零售物业市场供需情况



来源: 世邦魏理仕

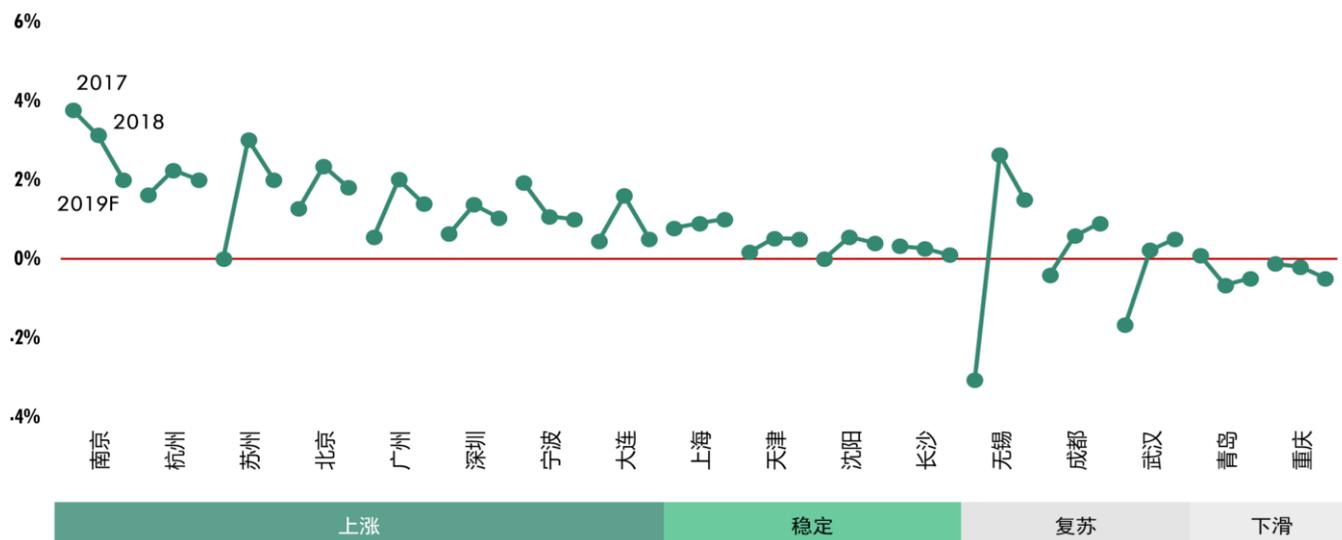
大多数重点城市维持原先风险评级。数据显示, 国内主要 17 个重点城市零售物业预计的 19 年供应风险大体与 18 年持平: 其中苏州由于整体购物中心供应不多, 无锡因为优质项目调改完成, 风险度降低; 而重庆 19 年将迎来 86 万方的新增写字楼供应, 将加剧项目间对于品牌的竞争压力。

图表 130: 17 个主要城市供应风险预测



来源: 世邦魏理仕

图表 131: 中国 17 个主要城市购物中心首层租金增长预测



来源：世邦魏理仕

租金或小幅上涨，但增速依然乏力。据世邦魏理仕研究，2019 年除开青岛和重庆，因老商圈持续低迷及购物中心供应过剩，导致租金依然在下行通道内；其他主要城市租金整体预计 19 年维持小幅上涨趋势。同时，研究还表明运营经验对租金收入的提升作用明显。

■ **万科商业：以印力为集团商业开发平台，18 年位列商业地产行业第三**

万科自 2010 年开启商业布局后，在商业地产领域逐渐发力。2013 年 1 月，万科商用地产管理部正式成立，在商业地产业务着力推进三个产品线：社区商业—紧贴社区最基础的生活配套服务；生活广场—覆盖数个社区的商铺群；城市综合体—大体量商业综合项目。

图表 132: 万科商业地产在 2013 年开始加速布局

项目名称	开业时间
长春 1948	2013 年 5 月
杭州良渚文化村新街坊	2011 年 11 月
上海万科 2049 五街坊	2013 年 6 月
东莞松湖万科生活广场	2013 年 9 月
北京金隅万科广场	2013 年 11 月
西安万科生活广场	2013 年 12 月
深圳龙岗万科广场	2013 年 12 月
苏州美好广场	2013 年 12 月

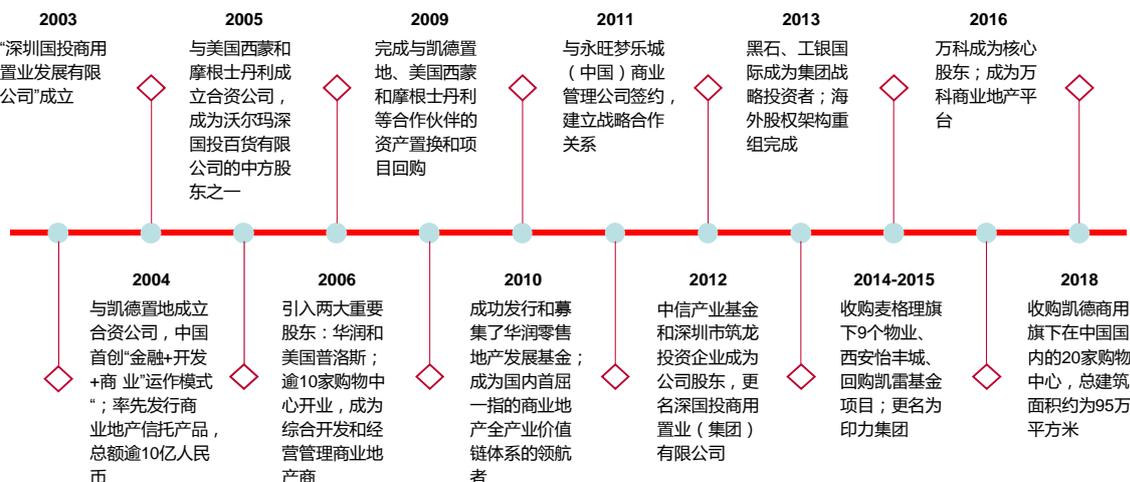
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 133: 万科商业地产产品线

产品线分类	产品线定位	项目要点	城市布局	代表项目
万科广场	城市级中高端购物中心	目标消费人群面向全客层，并以家庭消费为重点，坚持“以家庭综合消费为主，以快速流行时尚为特色，以餐饮休闲娱乐为亮点的”的商业原则	深圳/上海/北京/武汉/佛山/东莞/厦门/福州/贵阳/宁波等	北京住总万科广场
万科红	社区商业	万科红系列以生活配套和餐饮为主，旗下包括“万科红生活中心”、“万科红·新街坊”两个子品牌。作为“精品社区生活全案”的万科红·生活中心是具有较大规模的社区集中商业，位于布吉罗岗的受个万科红·生活中心体量达 3.6 万方。而作为社区底商及街铺的“万科红·新街坊”，以住宅配套建成后直接销售	深圳	深圳万科红生活广场
万科里	邻里型社区商业	万科里主推产品为自主生态型社区商业，改变传统的零散销售模式，由万科统一规划管理，部分招商销售，部分自持运营	广州	广州江燕路·万科里
万科 2049	社区商业街	万科 2049，上海万科顶级体验式商业品牌，主要针对高端社区及周边业主提供商业服务引入国际先进理念，重新定义高端社区商业消费模式，每个商业项目都配置了专门的运营团队同时由声名远播的上海万科物业担纲物业管理，矢志建立万科高端商用物业运营新标准。2049 不是一个独立的社区商业，它是由万科培育、保护并将长期爱护的品牌，有统一的规划、专业的宣传及后期运营管理团队，致力于将高端社区商业标准化并不断复制。	上海	上海万科 2049 五玦坊/上海万科 2049 海上传奇

来源：赢商网、公司公告、中泰证券研究所

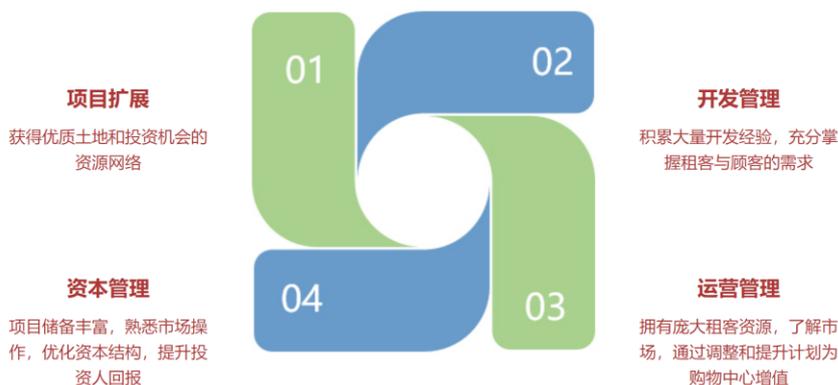
并购印力，携手打造最具竞争力的商业平台。2016 年 8 月 21 日，万科在港交所披露了收购印力集团的公告，以 128.7 亿收购印力集团 96.55% 股权以及 MWREF 公司，交易完成后，印力正式成为万科集团成员企业，此后，以印力集团作为公司的商业开发与运营平台。

图表 134: 印力集团发展历程


来源：公司官网、中泰证券研究所

印力商业平台拥有覆盖全产业链的商业模式。经过近 16 年的发展，印力已经具备商业地产领域的专业运营能力，拥有一套完善的商业地产“全价值产业链”业务模式，贯穿商业地产项目拓展、开发管理、资本管理以及运营管理等各个环节，并形成了一个“投、融、管、退”价值链闭环。

图表 135: 印力平台全产业链商业模式



来源：公司官网

2018 年度中国商业地产 TOP10 第 3 名。截至 2018 年底，万科集团商管项目超过 210 个，总建筑面积超过 1300 万方。印力集团作为万科的商业开发与运营平台，拥有完善的 4 个产品体系。

图表 136: 印力集团产品线情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

印象城 MEGA: 超大体量商业综合体。印象城 MEGA 是印力集团 2018 年新发布的购物中心品牌，定位于超大体量的目的地型商业综合体，以引领性建筑形态、旗舰级规模、缤纷荟萃的业态组合、引人入胜的场景空间，为消费者带来更多探索、游历、体验、欢聚的时光，成为消费者的体验目的地。

图表 137: 温州印象城 MEGA



来源：2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

印象城: 区域型综合购物中心。主要分布于一、二线城市的次商圈、区域核心、新城市中心，包含一站式零售、餐饮、休闲娱乐、商务社交等多元消费场景，从更多元、更活力、更时尚的角度，为家庭客层和年轻时尚人士带来更优质的消费体验。

图表 138: 杭州西溪印象城 (一)



来源：2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

图表 139: 杭州西溪印象城 (二)



来源：2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

印象汇：片区型综合购物中心。主要以服务大型社区聚集的家庭型购物为主，兼顾时尚、休闲、社交。通过汇集高品质生活所需要的各种元素，丰富便捷，可为居民提供品质家庭消费所需，同时提高城市社群的生活质量，成为值得信赖并受欢迎的家庭优选之地。

图表 140：惠州惠阳印象汇



来源：2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

印象里：社区商业。主要服务周边社区，以粘性、多样、快速更新的商业服务，成为居民日常消费及社交欢聚的纽带，将品质感和美好场景注入日常所需，为社区居民带来家门口的品质体验，成为每个社区的生活伙伴。

图表 141：武汉嘉园印象里



来源：2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

万科联合印力收购凯德商业 20 家中国购物中心。2018 年 1 月，印力联合万科等公司与凯德集团全资子公司凯德商业达成协议，将收购凯德商用在中国国内的 20 家购物中心。其中，20 家购物中心分布于华北、华中、华南和中西部区域的 19 个城市的核心区域。印力将进一步提升万科商业网络的广度和深度，将万科商业下沉到核心区域市场及周边城市群，为当地客户提供更丰富优质的服务体验。2018 年 10 月，收购凯德的 20 个项目已全部完成交割。

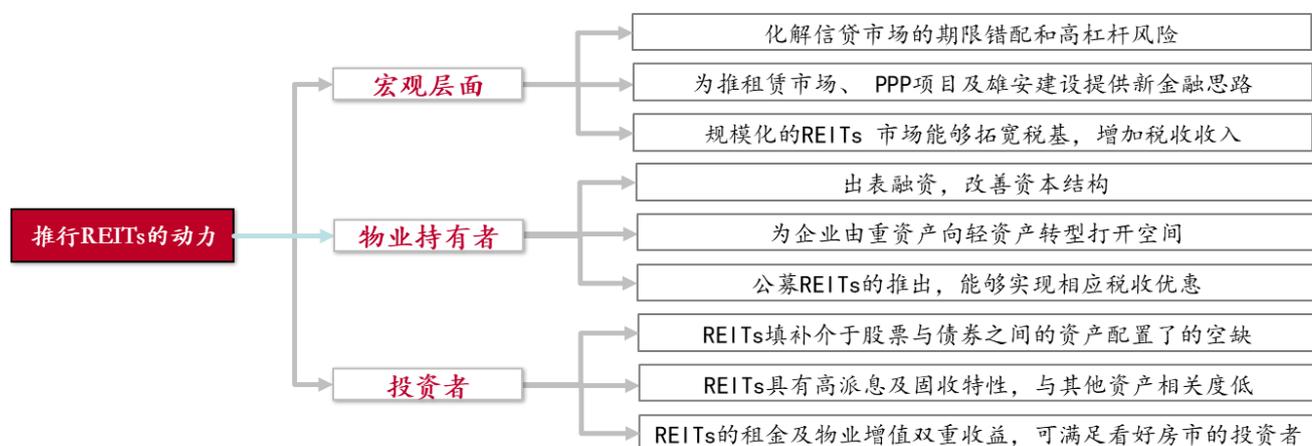
图表 142：万科收购凯德 20 座购物中心位置情况

序号	商场	所在城市
1	凯德广场·北关	安阳
2	凯德广场·城南苑	南昌
3	凯德 MALL·翠微路	北京
4	凯德广场·德阳	德阳
5	凯德广场·东莞	东莞
6	凯德广场·桂城	佛山
7	凯德广场·金水	郑州
8	凯德广场·九龙坡	重庆
9	凯德广场·茂名	茂名
10	凯德广场·南岸	宜宾
11	凯德广场·泉州	泉州
12	凯德广场·沙坪坝	重庆
13	凯德广场·沙湾	成都
14	凯德广场·桃花仑	益阳
15	凯德广场·潍坊	潍坊
16	凯德广场·扬州	扬州
17	凯德广场·漳州	漳州
18	凯德广场·湛江	湛江
19	凯德广场·肇庆	肇庆
20	凯德广场·淄博	淄博

来源：公司公告、中泰证券研究所

资产证券化再获突破。2019 年 1 月，印力集团以南京江北印象汇及天津印象城为标的发起并设立资产专项支持计划（CMBS），发行规模 21.06 亿元。2019 年 2 月，印力集团管理的商业地产基金以深圳龙岗万科广场为标的发起并设立资产支持专项计划（类 REITs），发行规模 21.16 亿元，是市场首单无强增信并以购物中心为资产支持的权益类 REITs 产品。该产品具体结构为私募基金 + ABS(专项计划)，完全是按照公募 REITs 结构设计，待时机成熟，可以和公募市场实现无缝对接。

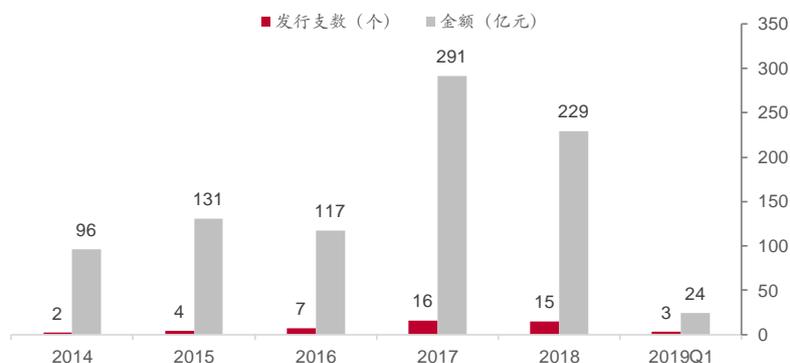
图表 143: REITs 在国内市场推行的驱动力



来源：中泰证券研究所整理

类 REITs 产品近年来发展迅速。国内 REITs 的发展大致可以分为试点探索、政策铺垫及快速发展三个时期。截至 2019 年 4 月 25 日，证监会主管类 REITs 产品共计发行 47 支，发行总额 913 亿元，且自 2017 年有明显加速的趋势。

图表 144: 国内类 REITs 产品历年发行支数和规模



来源：Wind、中泰证券研究所

公募 REITs 有望近期推出，商业地产轻资产化提速发展在即。19 年以来，各方围绕公募 REITs 均做出积极频繁的表态：上交所于 19 年 1 月 1 日表示，“推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs”；3 月 31 日，国务院发展研究中心证券化 REITs 课题组秘书长王步芳表示“公募 REITs 首批试点产品近期将推出，并且首批试点不是一个产品，而是一批产品”；深交所 4 月 8 日也表示“将积极推进公募 REITs 进程，将配合推动公募 REITs 的研究调研、规则制定等工作”。

■ **商业地产板块总结：借行业机遇、修自身内功，规模与效率均有望提升**

行业层面，2016 年以来零售物业新增建面渐缓；同时，受网购流量增速放缓、电商加速布局线下影响，需求端开始回暖，库存持续削减，未来租金有望小幅上涨。

政策层面，REITs 近几年呼声渐高，但未有实质突破。2017 年类 REITs 产品开始井喷，2018 年不多有产品在结构上优势突破，但仍未有真正的公募 REITs 产品推出，2019 年初，我们看到各方密集表态，我们看好在年内推出公募 REITs 试点。

集团战略层面，2014 年，万科将自身未来十年的业务版图归纳为：“三好住宅”+“城市配套服务商”，公司大力布局商业地产始于 2013 年开始的多元化探索期，商业地产作为城市及社区生活不可或缺的一环，无论被动转型还是主动升级做城市服务商，商业地产领域的涉入或为万科难以回避的选择。

公司层面，万科 13 年成立商用地产管理事业部，随后逐渐形成“万科广场”、“万科红”、“万科里”等完整产品线体系；但我们认为公司 2016 年收购印力并以印力为集团商业地产开发与运营平台，是万科正式将商业地产作为自身“基本盘”业务之一的体现。如果说后续 2018 年收购凯德 20 个购物中心是项目上的拓展，那么 16 年的并入印力，或许看中的是印力集团在商业地产管理运营上的经验与资源。

展望未来，18 年年报中写道“持续提升既有项目的运营表现是商业业务的基本盘”。由于商业地产的租金收入很大程度上取决于运营经验，对于现今商管规模位居行业前三的公司来说，在行业租金稳定微涨、公募 REITs 有望近期推出的背景下，扩张规模并不是难点，精耕细作提升管理水平获得更高效率是长远之道。

物流地产：万纬物流+普洛斯，龙头地位进一步固化

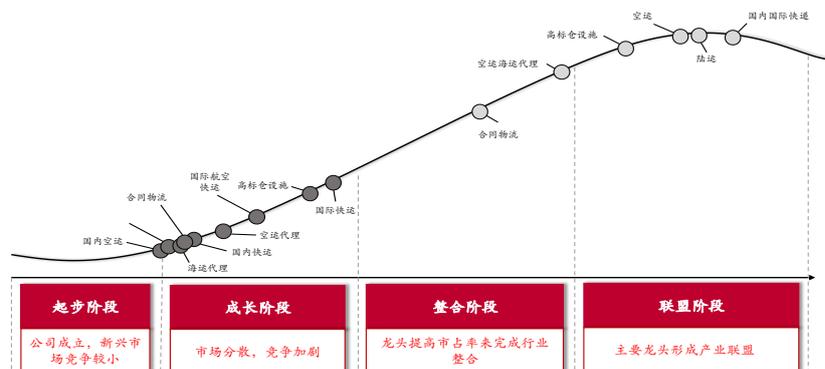
■ 优质物流资源供不应求，行业格局稳固

物流地产的出现，源自制造业、连锁零售、电商、第三方物流等实体业态对降成本、提效率的诉求。物流地产商根据客户需要，在选定的区位投资和建设企业发展所需的现代物流设施（物流园区、物流仓库、配送中心、分拨中心等），租售给客户。国内物流地产行业的发展，从产品结构、供需结构、市场集中度等角度看，均处于初级阶段。我们结合当前行业成熟度、供需结构、集中度等几个方面来展望行业未来格局。

供给端：区域供应差异大、结构有待优化

1) 国内物流业地产上下游整合度较低，未来兼并整合空间大：高度整合的下游市场更有利于物流资产龙头发挥网络规模和精细化运营优势。

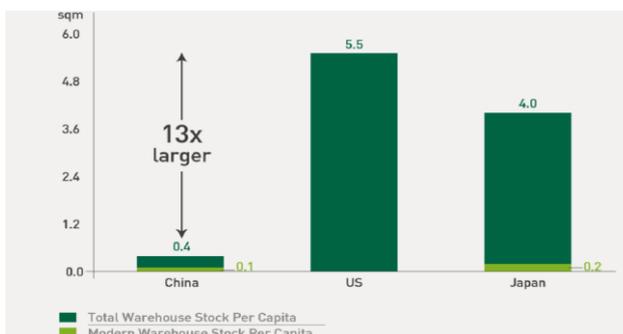
图表 145：中国物流地产下游整合仍处于成长阶段



来源：A. T. Kearney、中泰证券研究所

2) 存量不足、现代基础设施匮乏：中国的人均库存仅仅是美国的 1/13，而日本的现代化的仓库设施仅仅占总库存的 4%。

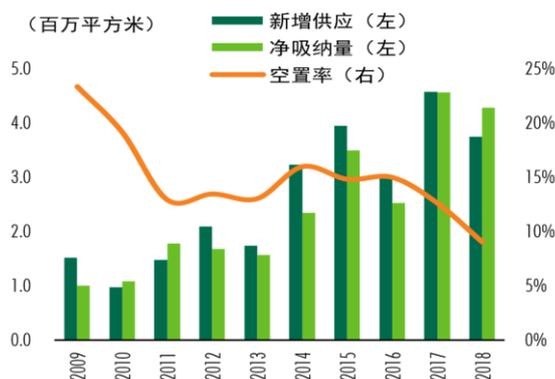
图表 146：中、日、美三国人均仓储情况



来源：普洛斯 2017 年年报

3) 增量有限、供不应求: 据世邦魏理仕 18 年 4 季度国内物流市场报告, 2018 年国内主要城市高标仓库新增供应和净吸纳量分别为 375 万方和 430 万方, 供不应求使主要城市平均空置率从 2017 年的 12.6% 降至 2018 年的 9.0%。

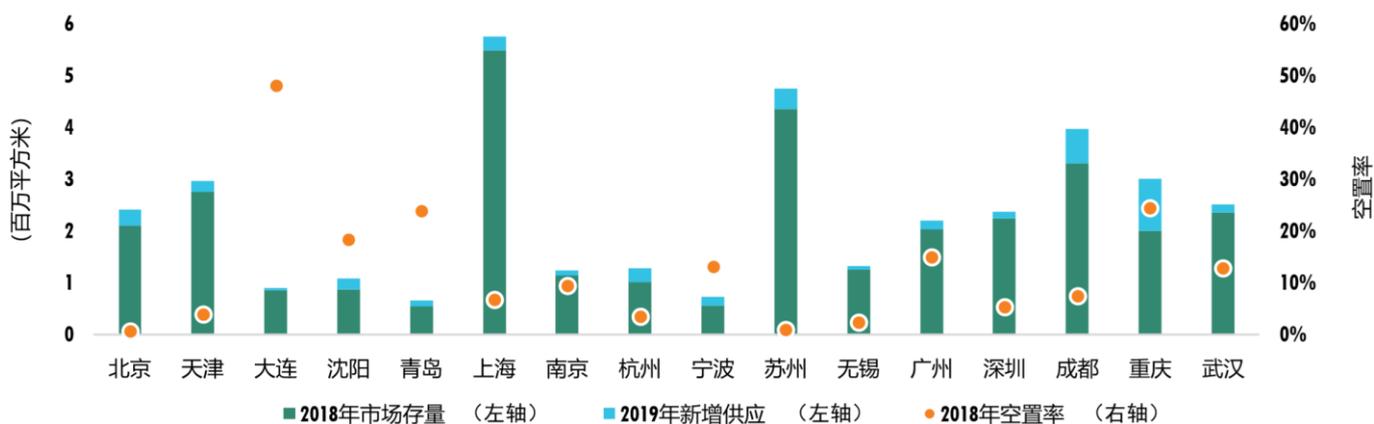
图表 147: 主要城市物流仓储市场供需情况



来源: 世邦魏理仕

4) 有限供应结构失衡, 分化加剧: CBRE2019 年大中华区房地产市场展望报告显示, 2019 年全国高标仓新增供应预计将达到 430 万方, 从结构上看, 重庆、成都等中西部二线新增供应占到 39%, 而东部、东南地区依然供应紧张。

图表 148: 2019 年主要城市高标仓库新增供应



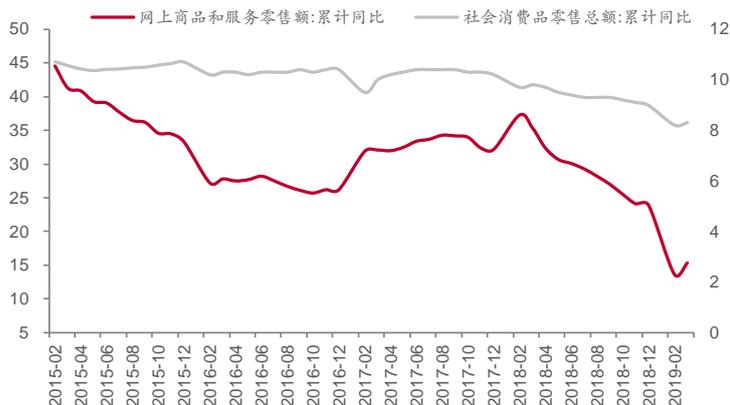
来源: 世邦魏理仕

需求端：增长不确定加强

物流地产的主要客户为制造业、电商、第三方物流，随着经济增速放缓、第三方物流业务增速下滑及电商自建物流仓储等因素影响，需求的增长或有较强的波动。

1) 消费增速放缓，制造业需求边际下滑：近年来消费增速整体下滑及 18 年中美贸易冲突对沿海出口型城市经济和制造业供应链带来一定的冲击，为制造业的 19 年往后的物流需求增添不确定性。

图表 149：消费增速放缓，线上流量收窄



来源：Wind、中泰证券研究所

2) 电商物流业务增速放缓：据中国物流与采购联合会数据显示，近十年的高标仓快速增长背后依靠的是强大的线上零售业务及第三方物流仓储需求，随着经济增速放缓、线上流量增速迎来拐点等因素影响，这一需求增速正在放缓。

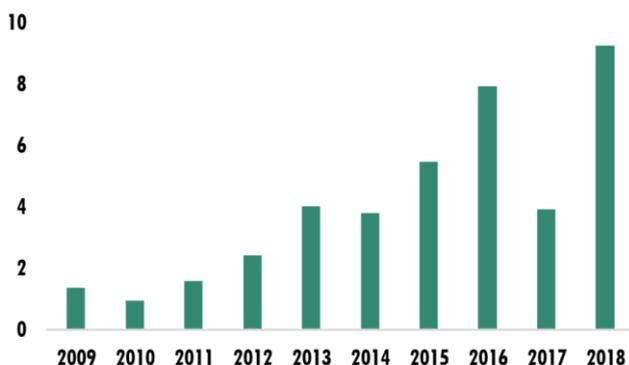
图表 150：电商物流业务增速降至理性水平



来源：Wind、中国物流与采购联合会、中泰证券研究所

3) 电商自建仓储分流需求: 除开需求端增速放缓外,不少电商开始自建物流。据世邦魏理仕不完全统计,2009年至今,阿里巴巴、京东、苏宁、唯品会、顺丰和国美六家大型电商在全国范围内获取的物流用地仓储面积超过4000万方,这一部分的影响已逐渐显现,18年多个城市有电商从租赁仓库退租迁至自建仓库的案例。

图表 151: 国内主要电商购置的仓库用地面积 (百万平方米)



来源: 世邦魏理仕

价格端: 一线及强二线城市稳步增长

2019 年需求增长的不确定性 & 电商自建仓储的分流对部分城市租金增长带来压力。但从供需端看,一线及华东二线城市短期内供应较为有限,而需求较为强劲,我们认为该区域的租金也更具抗风险能力,租金维持继续增长的态势可期。

图表 152: 中国主要 17 个城市物流仓储租金增幅预测

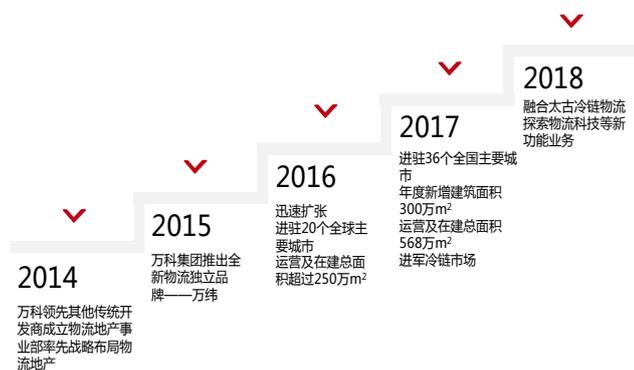


来源: 世邦魏理仕

■ 万纬物流+普洛斯，龙头地位进一步固化

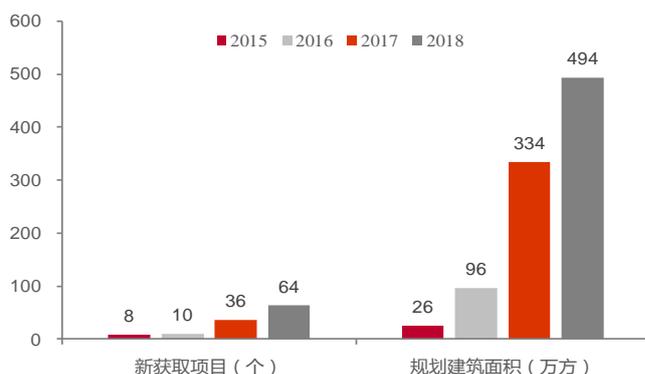
万纬物流：快速成长的物流地产新星。2015年，万科正式推出独立物流品牌—万纬物流，经过四年发展，已经成为国内一线物流地产服务商。截至2018年末，公司运营及在建总面积达1056万方，运营及在建项目134个，进驻城市45个，服务客户700余家。

图表 153: 万纬物流发展历程



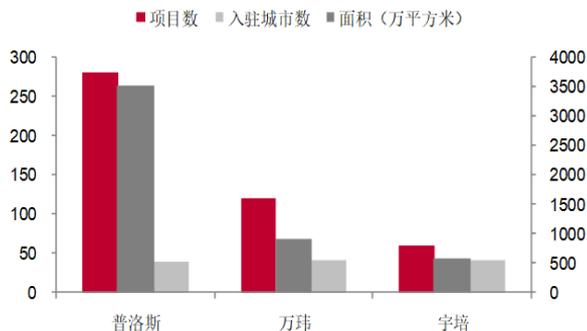
来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 154: 万科历年物流地产项目获取情况



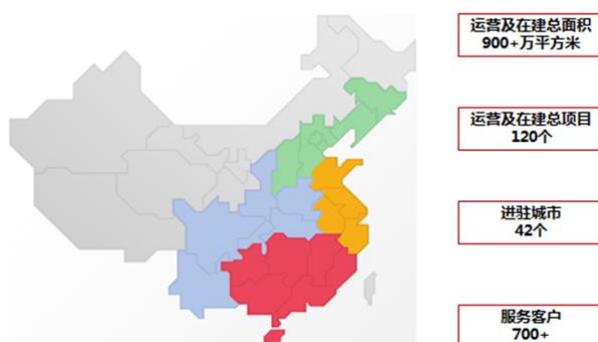
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 155: 万科物流地产与普洛斯、宇培规模对比



来源：中泰证券研究所

图表 156: 万科物流地产业务网络布局

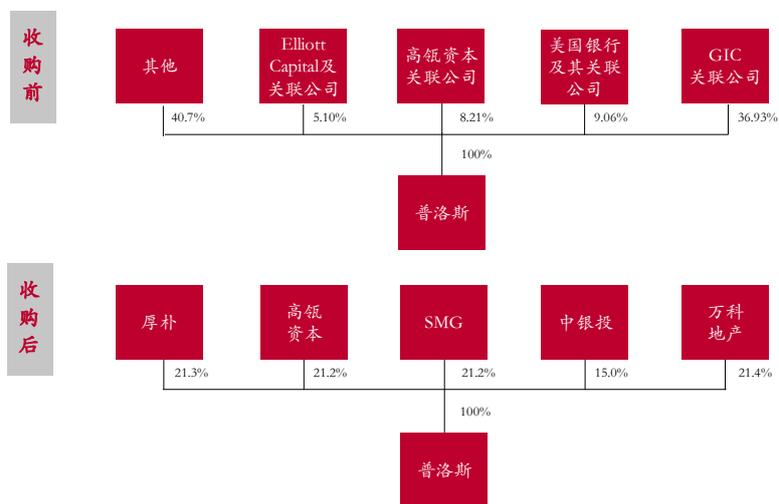


来源：中泰证券研究所

万科在物流地产领域持续发力，2018年新获取项目64个，合计可租物业建面494万方；截至19年3月，公司已进驻全国42个城市，累计获取124个项目，可租物业建面971万方，其中已运营62个，稳定项目出租率96%。

参与私有化普洛斯：龙头优势固化。2017年7月14日，由万科、厚朴投资、高瓴资本、中银投组成的财团宣布了对普洛斯的私有化收购；2018年1月22日，万科公告称私有化普洛斯交易完成，至此万科共持有普洛斯21.4%的股份并成为其第一大股东。

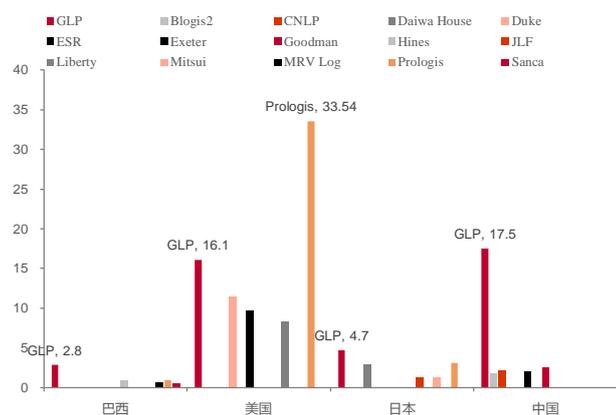
图表 157：万科参与私有化普洛斯股权变动情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

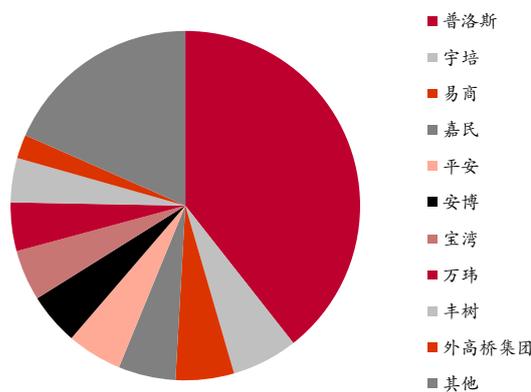
从其业务布局看，普洛斯主要在中国、日本、巴西、美国持有或管理物流地产，其中中国、日本、巴西物流市场市占率排第一，美国市场排第二。其中中国区业务，无论从总量规模还是从区域占有率看，普洛斯都是国内物流市场占有率第一。

图表 158：普洛斯各地区市场份额情况



来源：普洛斯年报、中泰证券研究所

图表 159：2018年Q1国内物流地产运营商占有率



来源：戴德梁行、中泰证券研究所

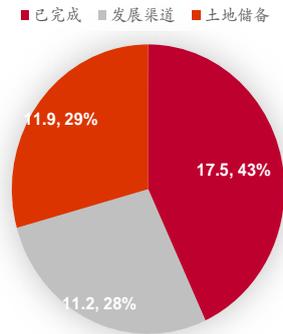
中国区业务为普洛斯集团最大市场。据2017年年报数据，普洛斯中国区已完成1.75千万方的运营仓储建面、1.12千万方在建仓储建面及1.19千万方的储备仓储建面，净资产占集团物管平台规模的57%。

图表 160: 主要物流地产商区域性分布



来源: 中指院、中泰证券研究所

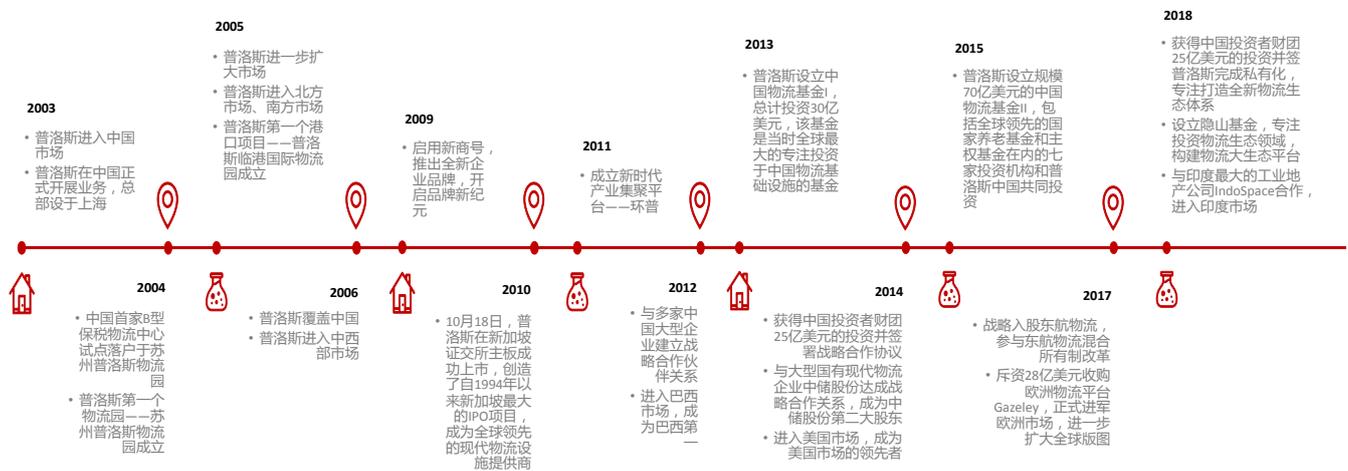
图表 161: 普洛斯中国项目资源情况 (百万方)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

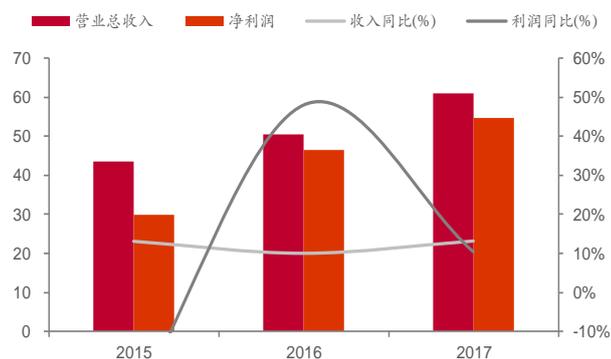
普洛斯 (Prologis) 成立于 1993 年, 主营业务为物流地产租赁, 2003 年进入中国市场, 2008 年, 新加坡主权基金收购其中国、日本区域权益, 且维持 GLP (Gross Logistics Properties) 品牌不变。美国 Prologis 在华业务变更为安博 (Prologis China)。2010 年, 普洛斯 (Gross Logistics Properties) 在新加坡证券交易所上市。2018 年, 公司完成私有化, 并于 1 月 22 日正式宣布从新加坡交易所退市。

图表 162: 普洛斯中国发展历程



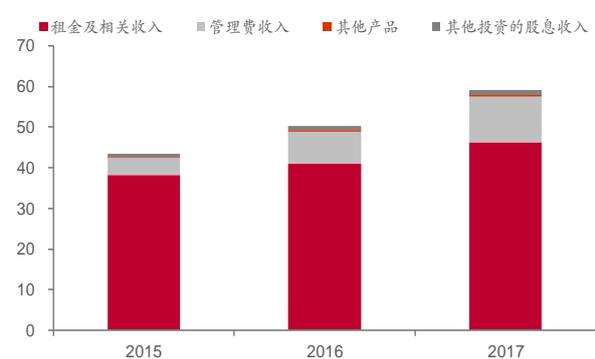
来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 163: 普洛斯营收及利润情况 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 164: 普洛斯营业收入拆分 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所

2017年,普洛斯实现营收60.87亿(人民币),净利润54.76亿(人民币)。从收入及利润构成看,租金及相关收入占主要部分,占比达到76.24%;第二大为管理费收入,占比18.47%。除开为工业物流提供稳定的仓储服务收取租金收入,管理费收入也是公司的一大亮点。

图表 165: 普洛斯商业模式



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 166: 普洛斯基金运作模式



来源: 公司公告、中泰证券研究所

普洛斯全产业链的商业模式:在开发层面,普洛斯对土地进行一级开发,并把开发建成的物流园出售给普洛斯基金,获取溢价;随后,普洛斯作为基金经理管理基金以及基金旗下的地产,获取基金管理费收入和基金分红收益;在基金持有普洛斯自身项目同时,能够获得稳定的仓储租金收入。

长租公寓：万科“泊寓”，快速发展的一线长租公寓品牌
■ 政策引导，鼓励支持租赁住宅市场发展

2015年起，国家陆续出台相关政策大力支持发展租赁住宅市场以保障民生。从大方向的政策方针到加大租赁用地供给，再到推进住房租赁资产证券化，中央和地方积极探索租赁住宅市场的发展方向、发展模式、监管制度等等。中央多次强调建立租购并举、多主体供应的住房制度，加快完善租赁市场立法以补齐该市场的短板，在这样的政策红利下，租赁住宅市场大有发展空间。

图表 167：中央层面租赁住宅相关政策一览

时间	政策	内容
2015年1月	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	用3年时间，建设渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。
2015年12月	中央经济工作会议	明确提出，以建立租购并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。
2016年3月	《2016年政府工作报告》	建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。
2016年6月	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	培育市场供应主体，鼓励住房租赁消费，完善公共租赁住房，支持租赁住房建设，加大政策支持力度，加强住房租赁监管。
2016年12月	2016年中央经济工作会议	要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。
2017年4月	《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》	将新建租赁住房纳入住房发展规划，采用多种方式增加租赁住房用地有效供应。
2017年8月	《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。
2017年10月	十九大报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017年12月	中央经济工作会议	加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。
2018年4月	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	明确了住房租赁资产证券化业务的开展条件及其优先和重点支持领域。为租赁住房建设验收、备案、交易等程序，以及资产证券化审核程序建立绿色通道。
2018年9月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	住行消费方面，大力发展住房租赁市场特别是长期租赁。同时，加快推进住房租赁立法，保护租赁利益相关合法权益。
2018年12月	全国住房和城乡建设工作会议	租赁方面以补齐租赁住房短板为主要任务。

来源：中泰证券研究所整理

落实到地方层面，各地方根据自身情况“因材施教”：北京、上海大力推进集体建设用地，武汉、南京等城市支持租赁企业发展，西安、北京、天津等地加强市场监管。供给端来看，各地或加大土地供应，或鼓励各主体参与新增房源，或加大金融支持力度；需求端来看，各地注重保障客户权益，推广租售同权，支持住房租赁化。

图表 168: 2018 年地方发布住房租赁政策梳理

政策内容	省、市
推动发展	山西、河北、成都、天津、佛山、太原、长沙、深圳、临沂、莱芜、西安、东莞、南昌
市场监管	浙江、北京、天津、西安、温州、合肥、南京、成都、上海、杭州、深圳、武汉
人才政策	浙江、武汉、上海、西安、北京、杭州、南京、天津
金融市场	北京、上海、武汉、深圳、合肥
租赁企业	武汉、南京、厦门、长沙、杭州、天津、莱芜
集体建设用地	北京、上海

来源：中指院、中泰证券研究所

■ 行业现阶段处扩张期，多运营主体入场

2010 年起，以自如、魔方为代表的创业公司成立，租赁住宅慢慢发展。而随着越来越多的人看好这一领域，资本于 2013 年入场进行投机。2015 年开始，在政策的鼓励下，市场快速发展，多元主体也开始涉足租赁住宅市场。现在，行业依然处于加速扩张期，规模化成为一种趋势。

图表 169: 租赁住宅发展历程

时间	阶段	状态	代表公司
2010-2012	萌芽期	创业公司成立，开始出现面向青年租客的长租公寓模式。长租公寓行业不断发展，资本入场。	集中式：魔方公寓、未来城等 分散式：自如、青客等
2013-2014	起步期	多家公司得到资本市场多轮投资，且在资本介入下新的品牌成立，品牌背景包含酒店、互联网、投行等。	多轮投资：魔方、青客等 新品牌：蘑菇公寓、寓见等
2015-2016	起跑期	长租公寓加速发展，多元化主体进入市场。国企、开放商、中介等主体入场。	房企：万科泊寓等 中介：相寓、红璞公寓等
2017 至今	扩张期	政策大力支持，规模化扩张成为趋势。各个品牌开始抢占市场，扩大规模。	万科泊寓、龙湖冠寓等

来源：链家研究院、中泰证券研究所

据链家研究院测算，当前中国租赁人口仅有 12.26%，远低于美国和日本的水平。未来随着越来越多的人“用别人的房子解决自己的居住问题”，相信这一比例会大幅增长，租金 GMV 即租赁住宅市场的规模也将会超过 3 万亿。

图表 170: 租赁住宅发市场规模测算

	人口 (亿)	租赁人口 (亿)	租赁人口比例	租金 GMV (万亿)
中国	13.7	1.68	12.26%	1.2
美国	3	1	33.33%	1
日本	1.2	0.34	28.33%	0.72

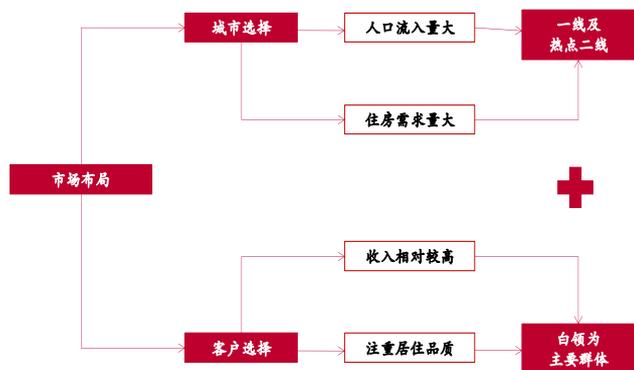
来源: 链家研究院, 中泰证券研究所

2018 年上半年, 以国企、房企、中介、创业公司为主体的机构参与方之间的竞争愈演愈烈。各地政府鼓励多元主体参与住房租赁业务, 如鼓励当地国企开发住房租赁服务, 鼓励房地产商、经纪机构等进驻住房租赁市场等。其中国企作为压仓石介入, 积极推动住房租赁市场稳定发展, 中介和创业公司凭借自身资源、经验优势占据一席之地。而大型房地产商凭借自身资金、品牌优势大举进军租赁住宅市场, 发展迅速。

■ **市场加速布局, 龙头企业加快抢占份额**

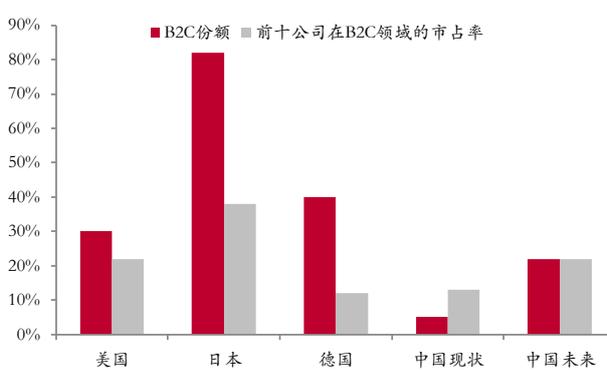
近年来, 各主体逐步扩大自己的势力范围, 加速布局以抢占市场份额。在城市的选择上, 优先选择人口流入量大、租房需求较大的一线城市和热点二线城市, 以保证客源充足。在客户群体的选择上, 80%-90%的产品面向白领, 但各个主体也会推出不同的产品线以尽量覆盖较多人群。

图表 171: 龙头企业市场布局模式



来源: 中泰证券研究所整理

图表 172: 租赁住宅市场 B2C 份额与市占率



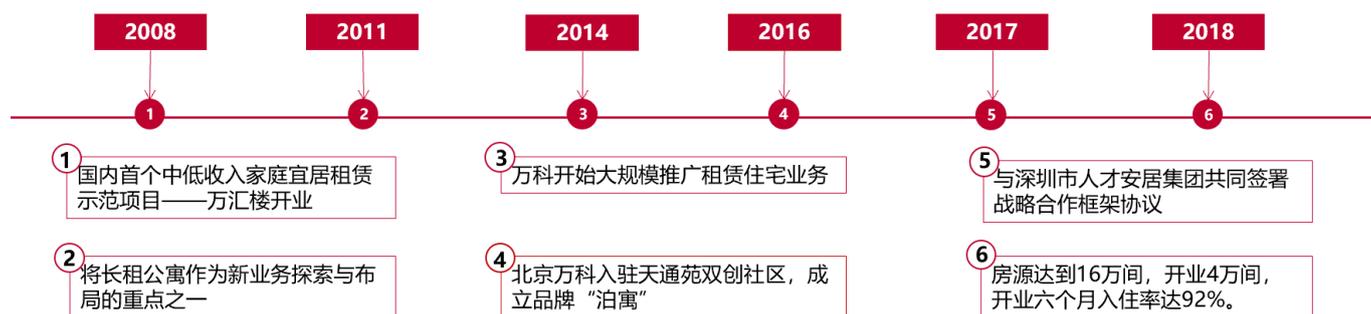
来源: 链家研究院, 中泰证券研究所

我国租赁住宅市场中 B2C 模式份额远低于发达国家, 仅有 5%, 且排名前十的公司在 B2C 领域的市占率也较低, 这也意味着龙头企业的市占率有较大提升空间。根据链家研究院的测算, 未来 5 年行业排名第一的品牌房源将达到 200 万间, 行业前十的品牌平均运营 50 万间房源, 且未来两年内将出现房源近百万间的品牌。

■ 万科泊寓：发展快速的一线长租公寓品牌

2007年起，万科开始布局租赁住房业务。作为国内首个中低收入家庭宜居租赁住宅示范项目，位于广佛交界的万汇楼于2008年开业，服务于低收入群体，租金不足500元/月。万科认为，集中式公寓能提供更安全、更有幸福感的居住空间，提供更丰富的便利服务，实现产业真正的优化升级，代表着未来的方向。

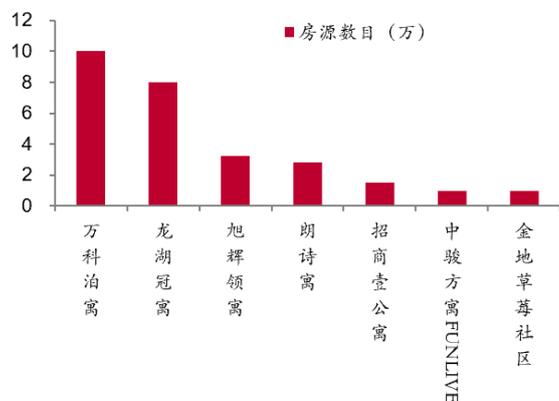
图表 173：万科租赁业务发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

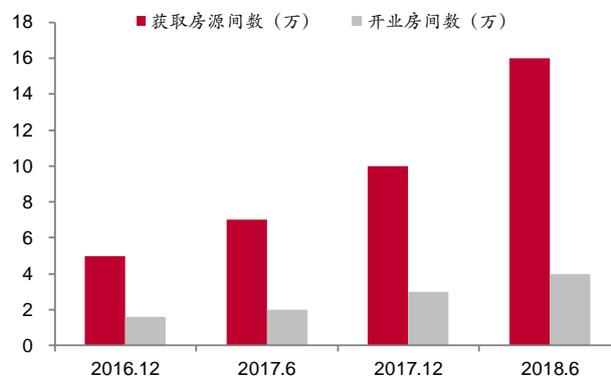
2011年起，长租公寓成为万科的新业务重点之一，从万科驿、万科派，到“被窝公寓”、“VV公寓”，万科不断探索，最终于2016年成立品牌“泊寓”。泊寓一经创立便迅速成长，在第一年房间数翻了8倍（从500间到4000间），而后的每一年的房源数都大幅增长。2018年末，泊寓已覆盖超过35个城市，其中累计开业房间数超6万间，开业6个月以上项目平均出租率92%。

图表 174：截止2018年6月房企已拓房源 Top 7



来源：克尔瑞、中泰证券研究所

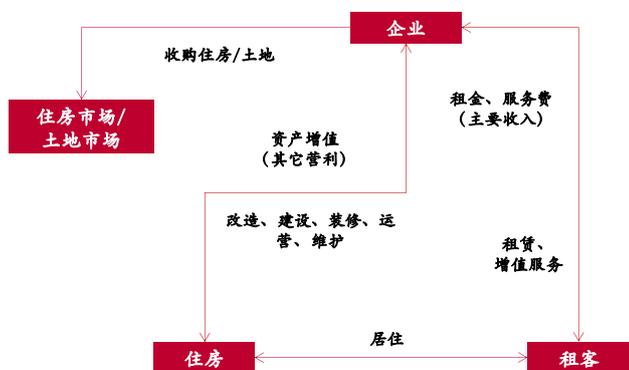
图表 175：2016年12月起泊寓房源数快速增长



来源：公司官网、中泰证券研究所

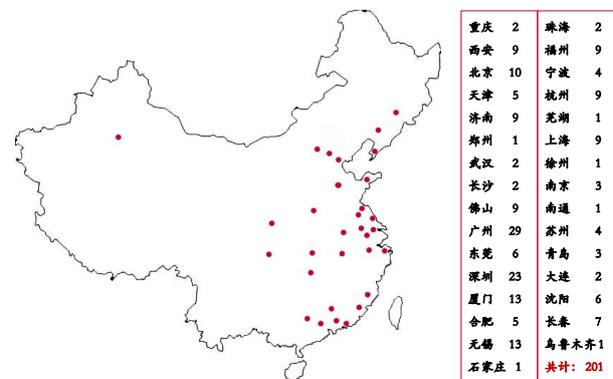
万科一方面通过招拍挂方式获得大量自持住宅用地，以重资产的方式建设长租公寓，另一方面也以集中租赁的方式获取土地，即从当地国企、政府获取废旧建筑，随后对其进行装修改造。

图表 176: 万科泊寓运营模式



来源：中指院、中泰证券研究所

图表 177: 万科泊寓城市布局现状



来源：公司官网、中泰证券研究所

截至 18 年末，泊寓已经布局 31 个城市，主要布局范围为京津冀城市群、长三角城市群和珠三角城市群，门店共计 201 家，其中广州项目数高达 29 个，深圳达 23 个，北京、上海分别为 10 家和 9 家。

图表 178: 万科泊寓的经营之道

<p>品牌保证 产品服务高性价比</p> <p>致力于为漂泊在外的“奋斗”们营造公寓式的家，通过公区共享和空间设计为客户提供高性价比的产品及服务。</p>	<p>服务至上 全流程关注客户触点</p> <p>整合内外部优质资源，为泊友提供全系列全流程配套服务，更逐步推出独具创新和便利的生活配套，让泊友生活更便捷省心。</p>
<p>睦邻而居 探索邻里关系新模式</p> <p>温暖贴心的社区氛围能更大程度的让泊友彼此关联，有更多的互动交往与共同语言。除了使管家、泊友之间建立邻里亲情外，泊寓更借助移动互联网技术，建立自发互助的新型邻里关系。</p>	<p>智能平台 高效解决租房难题</p> <p>智能化硬件设备搭配线上信息管理平台，服务于从找房、签约、到入住的租房全流程，在保证居住安全的同时提高泊友居住体验。</p>

来源：2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

图表 179: 深圳泊寓龙岗布吉店



来源：2018 年企业社会责任报告、中泰证券研究所

拥有 3718 间房源的泊寓龙岗布吉店是万科全国泊寓单店体量最大的项目，整个园区建筑面积约 9 万平方米，单房、一房一厅和两房一厅等单栋户型多达 11 种，满足不同人群的居住需求。

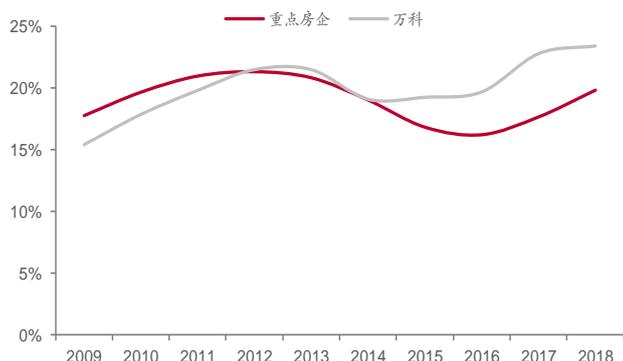
财务分析：常年维持高 ROE，低杠杆高周转的行业标杆

财务分析或难以作为选出一家好公司的理由，但至少可以成为甄别问题的一种角度。万科作为引领行业十数年的龙头，各项财务指标都较为优秀，一方面有万科高效管理体系的传承与进化因素，另一方面也与其始终选择保持稳健经营这条与众不同发展道路有关。从行业发展角度看，万科负债率较低，有加杠杆空间；但从公司角度看，我们认为万科不会为了冲规模或拿回第一而改变自己 30 多年来审慎的经验策略。

盈利能力领跑行业，近年来 ROE 主要靠权益乘数获提升

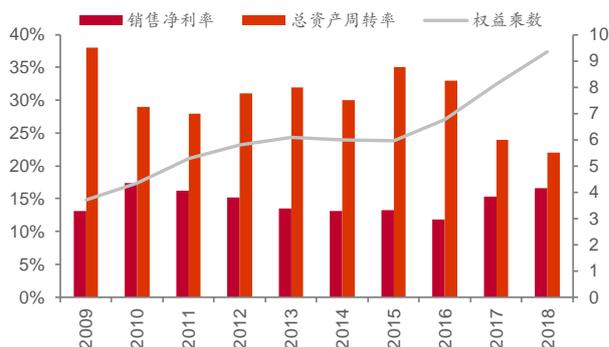
我们看到万科以行业内最优秀的一批重点房企为参照时，ROE 依然能在 14 年后率先反弹，之后领先重点房企。用杜邦分析拆分可得，万科在 14 年后 ROE 的提升主要归因于两点：1) 权益乘数的提升；2) 净利润率的回升。万科自 09 年以来权益乘数不断提升，主要是因为负债科目里预收账款以无息债的形式大幅增长；而净利润率的回升，主要是受益于市场回暖，毛利率修复。

图表 180：万科与重点房企 ROE 情况



来源：Wind、中泰证券研究所

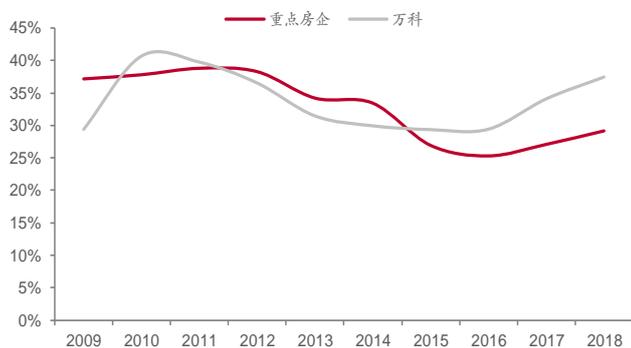
图表 181：ROE 的提升主要依靠权益乘数的提升



来源：Wind、中泰证券研究所

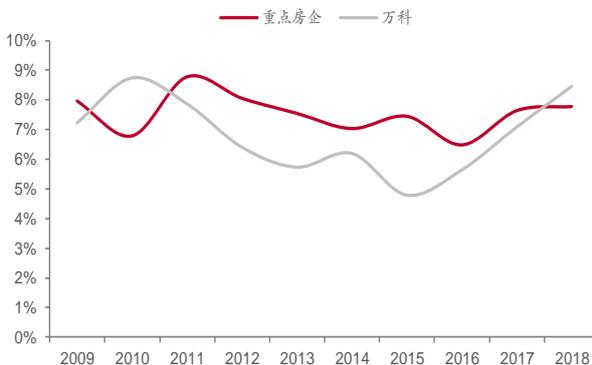
万科自 14 年以来，毛利率跑赢重点房企，这一部分在前文公司历史复盘里有详细的探讨。总结一下，公司坚持合理利润，保持高度洞察力，常年保持高周转，合理拿地不做地王，熨平周期。

图表 182: 万科与重点房企结算毛利率情况



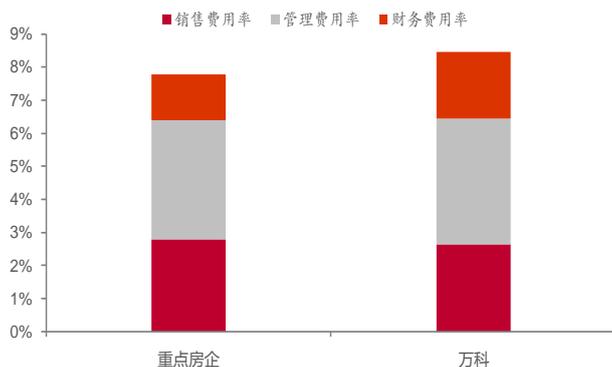
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 183: 万科与重点房企费用率情况 (营收口径)



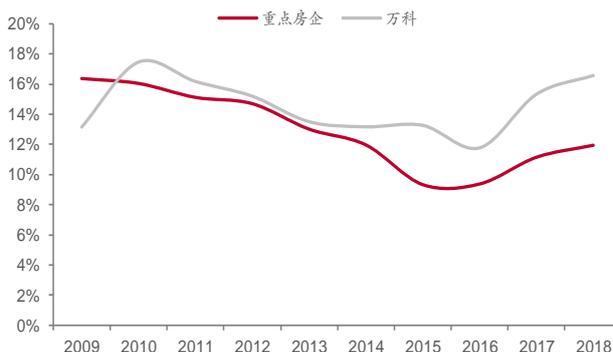
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 184: 2018 年万科与重点房企费用率比较



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 185: 万科与重点房企结算净利率情况



来源: Wind、中泰证券研究所

万科净利润率近 10 年来,除了 09 年因为主动以价换量清库存有所拉低外,其余年份均高于重点房企平均水平。主要原因有两点:更高的毛利率及更低的三费率。毛利率在上文已经提到,费用率水平由于预售机制及 18 年会计准则的变更,无论用营收口径还是销售额口径都会有一定的偏差。我们暂且用营收口径比较看长期趋势,万科的三费水平大多数年份低于重点房企平均水平,体现了优良的管控能力。

2018 年万科的费用率高于重点房企,我们认为有以下两个原因: 1) 期限错配: 18 年公司营业收入 2976.8 亿,但全口径销售额 6069.5 亿,费用错配明显;再考虑到公司 18 年销售额市占率进一步提升至 4.05%,三费升高符合逻辑。2) 相比行业更高的财务费用率属会计问题:万科的利息资本化金额比例,相比于同行较低,导致财务费用数额较大,但从万科行业内最好之一的负债率控制水平,及较低的融资成本看,公司真实财务费用率极可能不会高于重点房企的平均水平。

高周转鼻祖，早已转型高质量增长

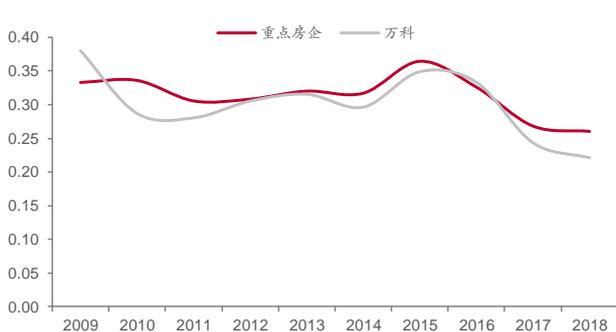
近年来，碧桂园被冠以“高周转”代表之名，但万科的高周转历史可以追溯到 2003 年，在公司 2007 年年报里提到“企业周转速度将成为决定资产收益率的关键指标。万科是业内周转速度快的企业之一，在这一领域具有一定竞争优势”。至于在 2008 年受金融危机影响，公司提出的“5986”（拿地 5 个月动工、9 个月开盘、普通住宅要占 80% 以上，开盘后当月销量要达到 60%，否则就启动促销）模式。

图表 186: 万科与重点房企存货周转率



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 187: 万科与重点房企总资产周转率



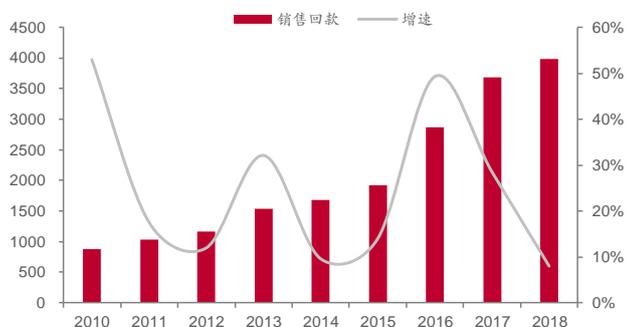
来源: Wind、中泰证券研究所

从公司近 10 年周转率看，09 年明显高于重点房企，是因为公司提前降价促销的原因；09 年之后，存货周转率与总资产周转率与重点房企基本持平，从存货结构上看，在上文公司核心竞争力分析部分里，我们已经讨论出公司“05 年以来存货结构中的完工产品占比量逐渐缩小；同时在建开发产品的比重逐渐增大；拟开发产品比重进一步降低”这一积极变化；17、18 年公司周转率走低且低于重点房企，是因为竣工低于年初计划，导致结转收入略低于预期；对于竣工延迟我们认为可能有精装房比例增加拉长工期，保开工推盘、适当减慢施工的经营节奏调整，项目容积率提升等因素影响。因此，对于企业真实的周转效率，我们推荐从存货结构去看，而非受影响因素较多的周转率数据。

净现金流 10 年为正，销售回款稳增

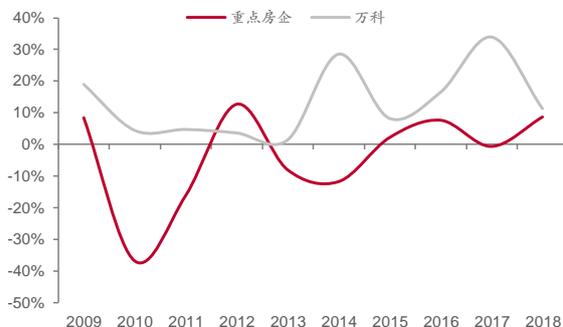
万科一直以来坚持稳健经营策略，现金流是重要指标。近 10 年经营活动现金流净额始终为正。我们以房企中最优秀的一批重点房企为参照，其现金流指标与万科比依然有较大差距。

图表 188: 万科历年销售回款情况



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 189: 经营活动现金流净额/营业收入



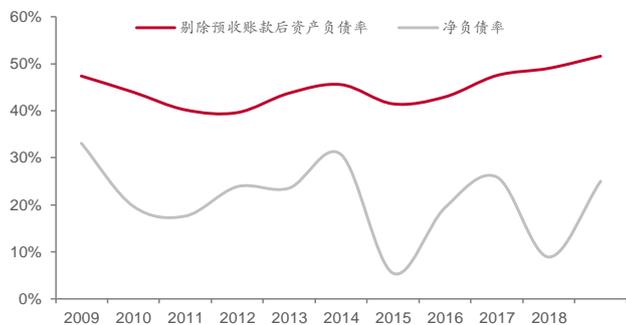
来源: Wind、中泰证券研究所

与现金流对应的是销售回款，从万科财报销售商品、提供劳务收到的现金这个指标可以看出，公司回款保持稳定增长，17 年以来增速放缓，对应着销售项目中少数股东权益占比的增加，另一方面，也有行业整体回款率有所下行的因素。

经营稳健，杠杆率始终保持行业领先水平

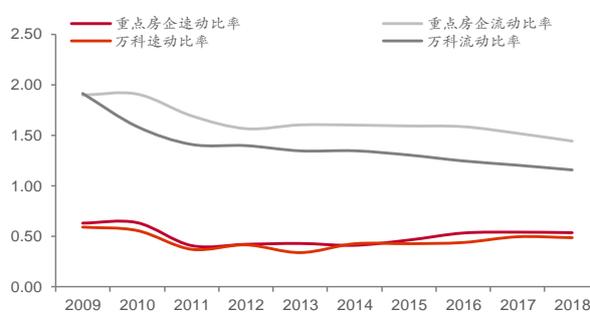
万科在 04 年学习美国标杆企业普尔特之后，始终坚持低杠杆经营，保持较高的安全边际。近 10 年来，万科净负债率水平从未超过 40%，剔除预收账款后资产负债率未超过 60%，大幅领先行业平均水平，也优于重点房企均值。以 18 年年报数据横向对比看，万科的净负债率在重点房企中最低。

图表 190: 万科历年负债率情况



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 191: 万科及重点房企偿债能力情况



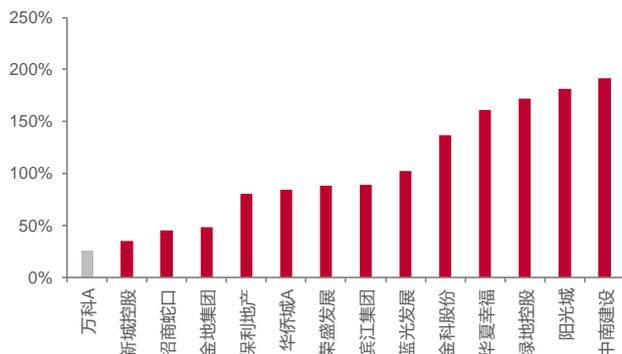
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 192: 18 年资产负债率 (剔除预收账款) 对比



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 193: 18 年万科与重点房企净负债率对比



来源: Wind、中泰证券研究所

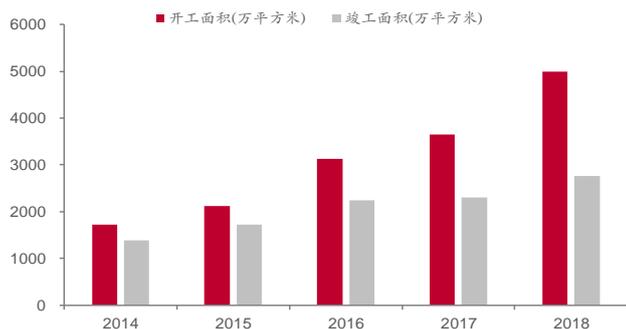
盈利预测与估值

公司主营业务为房地产开发与物业服务, 2018 年收入占比分别为 95.61%、3.29%, 盈利预测假设如下:

- 公司房地产业务销售增速较为稳定, 且竣工结算大体符合年初计划

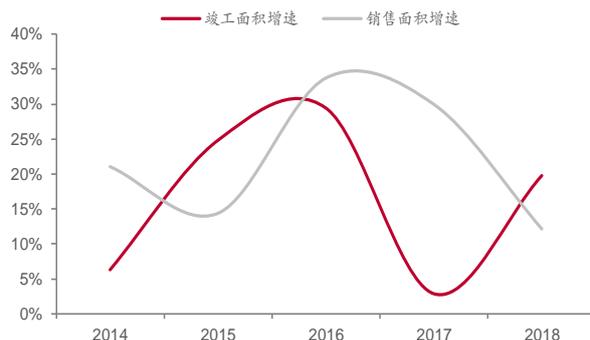
我们预测房地产开发业务 2019-2021 年收入分别为 3415.73 亿、4170.61 亿及 5150.70 亿。依据是: 14 年以来, 万科新开工及销售面积增速与竣工面积增速相背离, 17 年开工 3651 万方、竣工 2301 万方, 18 年开工 4993 万方、竣工 2756 万方, 存在长期开工与竣工背离情况。

图表 194: 万科新开工与竣工剪刀差越发明显



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 195: 销售与竣工面积增速的背离开始修复



来源: Wind、中泰证券研究所

在当下销售面积增速放缓背景下, 竣工开始逐步修复: 万科 2017 年计划竣工 2488 万方, 实际竣工 2301 万方 (-8.1%); 2018 年计划竣工 2631 万方, 实际竣工 2756 万方 (+4.8%), 公司 2019 年计划竣工 3076.6 万方, 考虑到前两年实际竣工与计划差距不大, 我们假设公司 19 年实际竣工等同于计划竣工, 由于结算面积/竣工面积比例较为稳定, 以 18 年 80%左右结算/竣工面积比例为准, 预计结算面积约 2446.01 万方,

结算均价参照 17-18 年销售均价，我们测算 19 年房地产开发业务结算收入约为 3416.73 亿(+20%)，20-21 年收入增速分别为 22.1%和 23.5%。

考虑到近几年万科拿地成本并不高，建安成本变动幅度较小，同时销售增速有所放缓，整体成本端控制较为稳定，预计毛利率及三费水平在小范围内波动。

■ 公司物业服务板块业务量稳定增长

我们预测物业服务业务 2019-2021 年收入分别为 137.63 亿、185.81 亿、250.84 亿。依据是万科物业服务轻资产化扩张迅速，通过睿服务平台管理输出，截至 2018 年末已签约 5.3 亿方合同面积，能够为后续业绩转化提供充分保障。

图表 196: 万科主营收入拆分

收入拆分 (亿元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
房地产开发	2330.13	2846.21	3415.73	4170.61	5150.70
增长率	-0.48%	22.15%	20.01%	22.10%	23.50%
面积 (万方)	1980.51	2191.40	2446.01	2739.53	3068.27
结算均价 (万/平米)	1.18	1.30	1.39	1.52	1.68
结算成本	1533.85	1770.86	2170.15	2664.94	3251.23
结算毛利	796.28	1075.35	1245.58	1505.66	1899.47
结算毛利率	34.17%	37.78%	36.47%	36.10%	36.88%
物业服务	71.27	97.96	137.63	185.81	250.84
增长率	67.30%	37.45%	40.50%	35.00%	35.00%
结算成本	57.93	79.70	112.54	152.49	205.09
结算毛利	13.34	18.26	25.10	33.32	45.74
结算毛利率	18.72%	18.64%	18.23%	17.93%	18.24%
其他业务	27.57	32.63	39.16	68.62	95.28
增长率	32.74%	18.35%	20.00%	25.00%	25.00%
结算成本	9.02	10.48	12.87	19.31	34.75
结算毛利	18.55	22.15	26.29	49.32	60.53
结算毛利率	67.28%	67.88%	67.13%	71.87%	63.53%
营业收入合计	2428.97	2976.80	3592.52	4425.03	5496.82
增长率	1.01%	22.55%	20.68%	23.17%	24.22%
营业成本合计	1600.80	1861.04	2295.56	2836.74	3491.08
整体毛利率	34.10%	37.48%	36.10%	35.89%	36.49%

来源: Wind、中泰证券研究所

综上,我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 3592.52 亿、4425.03 亿、5496.82 亿,预计实现归母净利润 391.09 亿、453.92 亿、528.75 亿,对应 EPS 分别为 3.54、4.11、4.79 元。

■ 绝对估值

我们用 NAV 估值法测算绝对估值，公司的主营业务为房地产开发，其次为物业服务业务。

房地产开发业务：截至 2018 年末，万科未结土储约 1.5 亿方，权益比例约 60%，19 年结算均价我们以 17-18 年销售均价估计，未来 3 年给予 7% 左右涨幅，我们测算房地产开发业务净资产增值 1708.93 亿。

图表 197：万科未结算项目资源情况（万方）

	截至 18 年末 未结建面	截至 18 年末 未结权益建面	权益比例
南方区域	3,138	2,235	71.22%
上海区域	3,563	1,943	54.54%
北方区域	3,921	2,249	57.36%
中西部区域	4,327	2,555	59.05%
总计	14,949	8,982	60.09%

来源：公司公告、中泰证券研究所

万科物业服务：18 年营收接近 100 亿，在管及合同签约面积 5.3 亿方；目前港股物管企业排第一的碧桂园服务，其 18 年营收 46.8 亿，合同管理总面积 5.05 亿方，其市值目前近 400 亿。在收入及业务规模均略高于碧桂园服务的情况下，加上万科物业综合排名连续八年第一的品牌影响力，我们保守给予万科物业板块 400 亿的市值贡献。

图表 198：公司 NAV 计算表

单位：百万元	
房地产业务净资产增值	170,893
物业管理板块预估市值	40,000
期初净资产	155,764
总 RNAV	327,057
总股本/百万股	11,302
每股 RNAV/元	28.9

来源：公司年报、中泰证券研究所

基于以上测算，我们得出公司房地产开发与物业服务业务的每股 NAV 约 28.9 元/股，当前股价 26.82 元（5 月 24 日收盘价）相对于每股 NAV 折价 7.2%，同时，本次 RNAV 测算只考虑公司当前主营业务房地产开发及物业服务板块，并未考虑商业、物流、长租等多元业务贡献，估值较为保守。

■ 相对估值

当前房地产行业受调控影响越发深入，加大了项目重估的不确定性，在现今难以合理重估房企项目资产的背景下，相对估值比绝对估值或更为适用。

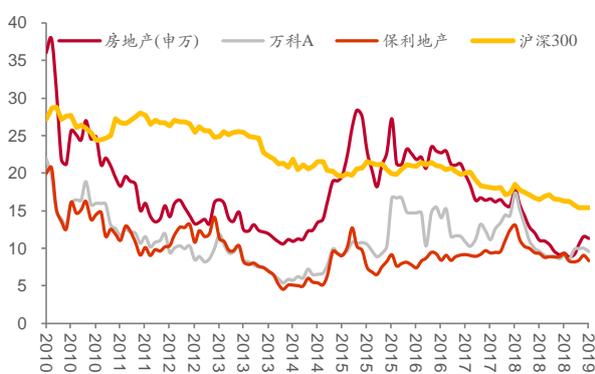
从另一个角度说，房企如今的周转越来越快，存量资源折现周期也越来越短，这让 NAV 估值的参考意义不如之前那么重要。以存量资产评估企业价值，不能反映其经营管理价值，也无法体现未来的发展潜力。我们将更加看重房企在高周转下，对于项目的动态获取、开发、销售能力，而非静态的现有土地资源转换价值。

图表 199: 美股地产开发企业 PE 估值情况



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 200: A 股及地产开发企业 PE 估值情况

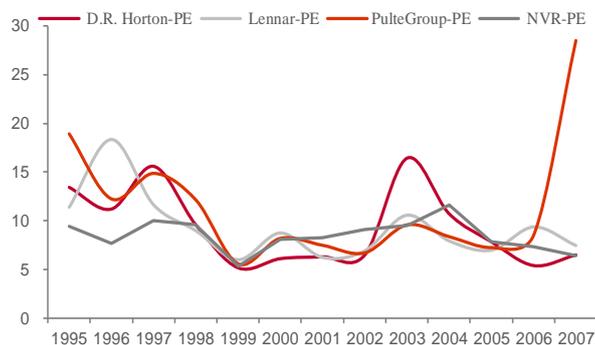


来源: Wind、中泰证券研究所

美国拥有仅次于中国的市场，同时房地产行业发展过百年，有较为成熟的经验和规律可以参考，我们复盘 20 多年美股住宅开发板块有以下四点发现：

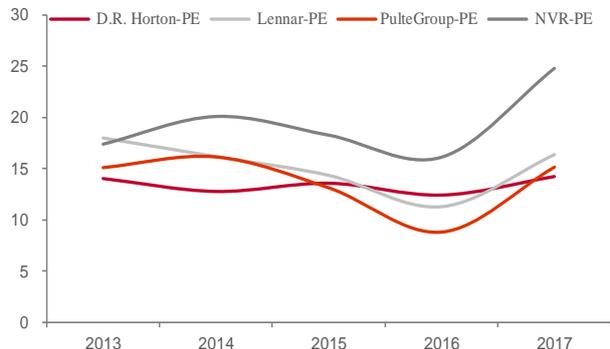
- 1) 在行业进入成熟期（二手房成交占主导，新房以更新换代为主）、供需结构稳定的情况下，行业整体平均 PE 在 10X 左右；
- 2) 行业集中度提升后，龙头估值溢价更明显：美股房企集中度本身不低，但受 07 年金融危机刺激，行业发生大量兼并整合，其中不乏 Pulte（09 年全美销量第二）收购 Centex（09 年全美销量第三）等巨头之间的合并重组，在 2011 年行业盈利端开始修复后，美股地产前 4 整体估值对行业平均估值溢价更为明显。
- 3) 行业进入寡头时代后，估值中枢有修复迹象：次贷危机后，美股地产开发商逐渐扭亏为盈，而估值中枢开始上移，90 年代的 PE 均值为 13.46X，13-16 年行业平均 PE 在 14.11X，一方面有行业量价齐升、市场修复的原因，另一方面也有竞争胜出的企业凭借更高效管理或经营模式提升行业的整体效率的因素。

图表 201: 95-07 年美国前四房企 PE 情况



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

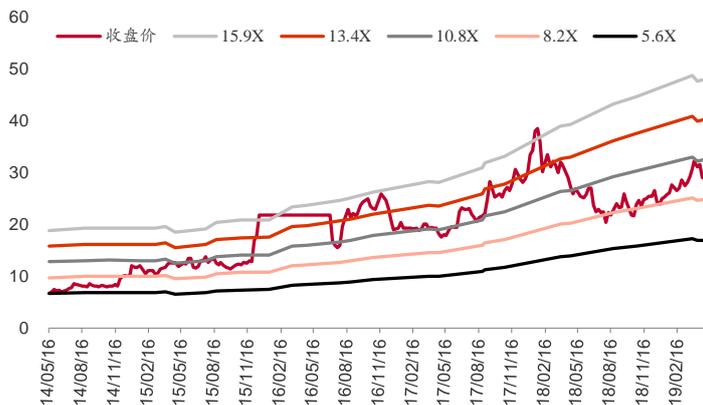
图表 202: 13-17 年美国前四房企 PE 情况



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

4) 轻资产、低杠杆、高周转模式估值溢价更高: 行业及龙头内部之间估值也有差异。以 07 年金融危机为分界线, 明显可以看出, NVR 在危机后 PE 估值有了较大幅度的提升, 而其余三家龙头和危机前保持一样。背后的原因是: NVR 是前四房企中资产最轻的、唯一一家没有任何固定土储的开发企业, 完全依靠期权锁定地块, 轻资产属性较其他龙头更强, 凭借轻资产+高周转模式, 它受金融危机冲击更小, 率先走出低迷。拥有领先经营理念的公司, 终究会获得市场认可。

图表 203: 万科近 10 年 PE Band



来源: Wind、中泰证券研究所

万科近 10 年 PE 主要落在 8-13X 的区间, 以当前时点看, PE 估值约 9.3X, 重点房企约为 8.3X。从合理估值看, 我们认为支撑万科估值提升空间主要有三点理由: 1) 房地产板块整体估值受压制: 无论从历史估值中枢, 还是对标美国成熟地产市场看, 地产板块相对大盘估值均偏低; 2) 市占率提升逻辑依然适用: 万科市占率还在提升, 销售增速依然维持在不低的水平, 而在国内房地产行业越来越倚仗开发商综合实力

的背景下，行业龙头的估值溢价将进一步延续；**3）万科是龙头中杠杆最低、动态周转最快、抗风险最强的房企，参考美股 NVR 的估值提升逻辑，有望成为房企的估值标杆。**

保守估计，我们给予公司 A 股 19 年动态 PE12X 的估值目标，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业基本面回暖不及预期，影响公司销售及去化状况；资金面改善不及预期，影响公司房地产项目开发、拿地等正常经营活动的推进；一二线城市调控超预期，影响公司项目推盘、去化率及利润率等指标情况；公司地产项目结算低于预期，影响公司当年业绩增速的兑现。

图表 204: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	174,121.01	188,417.45	226,328.24	278,776.39	456,234.74	营业收入	242,897.11	297,679.33	359,251.17	442,502.20	549,680.41
应收账款	164,682.50	244,324.14	146,781.04	394,054.99	281,112.70	营业成本	160,079.92	186,104.22	229,555.12	283,672.96	349,106.79
预付账款	73,017.11	75,950.90	128,365.92	139,988.71	201,108.02	营业税金及附加	19,722.23	23,176.06	29,991.25	35,773.99	44,374.46
存货	598,087.66	750,302.63	1,111,644.49	1,378,373.76	1,802,376.96	营业费用	6,261.98	7,868.08	9,592.01	12,124.56	15,720.86
其他	7,644.56	36,076.74	30,871.81	31,021.74	31,483.77	管理费用	8,865.71	10,340.81	12,070.84	14,248.57	20,228.24
流动资产合计	1,017,552.83	1,295,071.86	1,643,991.50	2,222,215.58	2,772,316.18	财务费用	2,075.26	5,998.57	11,164.83	18,751.17	28,043.22
长期股权投资	81,224.31	129,527.66	161,535.73	194,813.63	232,676.76	资产减值损失	1,318.74	2,354.25	1,621.93	1,764.97	1,913.72
固定资产	7,098.81	11,533.80	13,274.03	15,002.82	17,256.27	公允价值变动收益	0.00	86.63	28.88	38.50	51.34
在建工程	1,022.41	1,913.01	2,351.22	2,879.86	3,499.01	投资净收益	6,244.56	6,787.93	7,466.73	8,213.40	9,034.74
无形资产	1,437.50	4,952.58	6,205.98	8,060.17	9,299.79	其他	(12,484.21)	(12,535.85)	(14,991.21)	(16,503.81)	(18,172.16)
其他	57,011.06	85,580.45	83,947.60	100,113.28	107,392.00	营业利润	50,812.92	67,498.61	72,750.80	84,417.88	99,379.20
非流动资产合计	147,794.09	233,507.50	267,314.56	320,869.78	370,123.84	营业外收入	723.29	474.50	532.03	576.61	527.71
资产总计	1,165,346.92	1,528,579.36	1,911,403.44	2,543,215.20	3,142,610.87	营业外支出	394.25	512.91	721.76	1,183.12	1,387.17
短期借款	16,108.86	10,101.92	56,742.89	60,469.55	117,700.17	利润总额	51,141.95	67,460.20	72,561.07	83,811.37	98,519.74
应付账款	356,326.21	455,111.77	271,812.79	674,157.75	513,270.79	所得税	13,933.57	18,187.91	18,986.96	22,469.83	26,580.63
其他	474,920.37	656,700.25	809,390.63	990,155.41	1,216,248.85	净利润	37,208.39	49,272.29	53,574.11	61,341.54	71,939.11
流动负债合计	847,355.43	1,121,913.94	1,137,946.30	1,724,782.72	1,847,219.81	少数股东损益	9,156.57	15,499.64	14,465.01	15,948.80	19,063.87
长期借款	96,029.04	120,929.06	436,790.36	408,697.79	805,757.47	归属于母公司净利润	28,051.81	33,772.65	39,109.10	45,392.74	52,875.25
应付债券	32,322.67	47,095.15	41,367.24	52,978.23	61,023.00	每股收益(元)	2.48	2.99	3.54	4.11	4.79
其他	2,965.83	3,020.49	3,157.01	3,047.78	3,075.09	主要财务比率					
非流动负债合计	131,317.55	171,044.69	481,314.61	464,723.79	869,855.57		2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	978,672.98	1,292,958.63	1,619,260.91	2,189,506.51	2,717,075.38	成长能力					
少数股东权益	53,998.62	79,856.60	94,321.61	110,270.41	129,334.27	营业收入	1.01%	22.55%	20.68%	23.17%	24.22%
股本	11,039.15	11,039.15	11,039.15	11,039.15	11,039.15	营业利润	30.21%	32.84%	7.78%	16.04%	17.72%
资本公积	8,329.26	8,005.63	8,554.58	8,779.20	8,666.89	归属于母公司净利润	33.44%	20.39%	15.80%	16.07%	16.48%
留存收益	121,401.19	147,123.72	186,781.77	232,399.14	285,162.07	获利能力					
其他	(8,094.29)	(10,404.37)	(8,554.58)	(8,779.20)	(8,666.89)	毛利率	34.10%	37.48%	36.10%	35.89%	36.49%
股东权益合计	186,673.94	235,620.73	292,142.53	353,708.70	425,535.50	净利率	11.55%	11.35%	10.89%	10.26%	9.62%
负债股东权益总计	1,165,346.92	1,528,579.36	1,911,403.44	2,543,215.20	3,142,610.87	ROE	21.14%	21.68%	19.77%	18.65%	17.85%
						ROIC	23.34%	36.67%	31.43%	12.94%	16.39%
						偿债能力					
						资产负债率	83.98%	84.59%	84.72%	86.09%	86.46%
						剔除预收资产负债率	49.00%	51.57%	50.66%	53.69%	53.41%
						流动比率	1.20	1.15	1.44	1.29	1.50
						速动比率	0.50	0.49	0.47	0.49	0.53
						营运能力					
						应收账款周转率	1.78	1.46	1.84	1.64	1.63
						存货周转率	0.46	0.44	0.39	0.36	0.35
						总资产周转率	0.24	0.22	0.21	0.20	0.19
						每股指标(元)					
						每股收益	2.48	2.99	3.54	4.11	4.79
						每股经营现金流	7.28	2.97	-25.41	10.99	-19.62
						每股净资产	11.74	13.78	17.92	22.05	26.83
						估值比率					
						市盈率	10.81	8.98	7.57	6.52	5.60
						市净率	2.28	1.95	1.50	1.22	1.00
						EV/EBITDA	6.58	3.97	8.02	5.93	7.16
						EV/EBIT	6.74	4.07	8.12	6.01	7.26

现金流量表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	37,208.39	49,272.29	39,109.10	45,392.74	52,875.25
折旧摊销	1,929.04	2,921.94	1,057.93	1,407.10	1,753.58
财务费用	2,075.26	5,998.57	11,164.83	18,751.17	28,043.22
投资损失	(6,244.56)	(6,787.93)	(7,466.73)	(8,213.40)	(9,034.74)
营运资金变动	43,389.42	32,609.06	(345,586.21)	50,859.16	(314,464.05)
其它	3,965.29	(50,395.75)	14,493.89	15,987.30	19,115.20
经营活动现金流	82,322.83	33,618.18	(287,227.19)	124,184.07	(221,711.54)
资本支出	22,077.89	59,075.90	36,361.32	38,905.86	43,701.61
长期投资	19,522.32	48,303.35	32,008.08	33,277.91	37,863.11
其他	(93,213.44)	(174,743.69)	(94,188.42)	(115,827.13)	(123,572.27)
投资活动现金流	(51,613.23)	(67,364.44)	(25,819.02)	(43,643.35)	(42,007.55)
债权融资	190,624.41	247,218.53	606,845.82	597,279.80	1,066,612.76
股权融资	(2,175.59)	(8,502.78)	(8,217.14)	(18,526.55)	(28,155.54)
其他	(133,183.92)	(193,918.10)	(247,671.68)	(606,845.82)	(597,279.80)
筹资活动现金流	55,264.90	44,797.65	350,957.00	(28,092.57)	441,177.43
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	85,974.50	11,051.40	37,910.79	52,448.15	177,458.35

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本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公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。