

2020年08月07日

证券研究报告·公司深度报告

万科A (000002) 房地产

买入 (维持)

当前价: 27.38 元

目标价: 39.30 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

资源能力双突破, 平台巨头雏形显现

投资要点

- **行业发展新形势下, 公司综合专业能力和平台价值优势逐步凸显。**2018年以来, 在去杠杆和房住不炒大背景下, 房企通过加大金融杠杆放大收益率的做法难以持续, 杠杆红利迅速收敛, 土地红利缓步萎缩, 房企的竞争逐渐从融资能力和逆周期拿地转为多元投资能力、综合专业能力和经营管理能力的竞争。万科凭借优异的运营管理效率、突出的投资能力和领先的多项专业能力, 在“总量横盘、结构分化、利润率下行”的行业大趋势下, 竞争优势将逐步得以凸显。
- **地产主业稳健发展, 深铁“轨道+物业”模式和“城市综合投资”保障持续性。**
1) 地产销售上,公司2020H1销售额达3180亿元, 销售规模继续稳居行业Top3, 采取城市深耕战略, 2019年末单城市销售额达90亿元, 领跑行业;
2) 土地资源上,拿地聚焦一二线, 楼面成本可控, 2019年新增土地楼面价为6252元/平, 去化周期稳定在3年的合理水平, 拿地策略逐渐由顺周期转为全周期;
3) 拿地模式上,未来公司可能凭借与深铁的“轨道+物业”合作模式以及与中心城市政府签订大额投资协议的“综合投资模式”持续获取优质项目资源, 地产业务基本盘持续性强劲。
- **多元业务并举, 打造不动产平台管理公司。**公司自2014年以来积极探索多元化业务, 打造不动产平台管理公司, 目前已初见成效。**1) 万科物业:**作为两大基本盘之一, 2019年营收127亿, 综合实力保持行业首位, 业务上形成住宅、商企和城市服务三驾马车结构, 平台型特征初现, 估值在1300亿元左右;
2) 万纬物流:2019年累计可租赁面积达1086万方, 市占率仅次于普洛斯, 考虑到普洛斯中国的股权价值, 万科物流板块估值在804亿元左右;
3) 印力集团:2019年在管面积达900万方, 综合实力稳居行业Top4, 估值在540亿左右;
4) 泊寓:2019年末开业长租公寓近11万间, 管理规模20多万间, 大幅领跑同行。万科在物业、物流、商业和长租公寓等多个不动产细分领域均开始领跑行业。
- **盈利预测与估值。**我们预计2020-2022年归母净利润年均复合增速达18.17%, 考虑到公司地产主业稳健可持续且新业务全面崛起, 物业板块初步显现平台型物业管理公司特征, 分项估值潜力大, 维持“买入”评级, 给予目标价39.30元, 相当于分项估值之和折让20%。

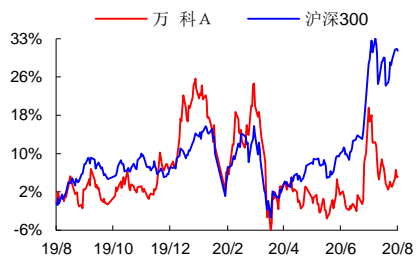
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	367893.88	439984.03	522250.57	621122.07
增长率	23.59%	19.60%	18.70%	18.93%
归属母公司净利润(百万元)	38872.09	46418.97	51682.21	58067.08
增长率	15.10%	19.41%	11.34%	12.35%
每股收益EPS(元)	3.35	4.00	4.45	5.00
净资产收益率ROE	20.38%	20.26%	19.02%	18.22%
PE	8	6.9	6.2	5.6
PB	1.19	0.98	0.83	0.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
 执业证号: S1250517060001
 电话: 0755-23900571
 邮箱: hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	116.18
流通A股(亿股)	97.15
52周内股价区间(元)	24.55-32.56
总市值(亿元)	3,180.94
总资产(亿元)	17,397.95
每股净资产(元)	16.69

相关研究

1. 万科A (000002): 毛利率小幅下滑, 新业务全面崛起 (2020-03-18)
2. 万科A (000002): 业绩符合预期, 土储补充积极 (2019-10-26)
3. 万科A (000002): 业绩略超预期, 基本盘稳中有升 (2019-08-21)

投资要件

关键假设

1.行业基本面在未来三年内总体上呈现“销售总量高位横盘、结构分化凸显、销售去化平稳、毛利率趋势下行”的特征，预计2020-2022年房地产行业销售面积在17亿平方米左右，波动区间在-5%-5%；

2.受益于股东资源锁定和综合专业能力优势，公司地产开发结算毛利率下行速度较为缓慢，预计2020-2022年地产开发业务毛利率分别为35.5%、34.5%和33.5%；多元化业务均处于行业龙头地位，物业板块从成长型加速向平台型公司转型。

我们区别于市场的观点

1.市场观点认为万科销售弹性不大，难以享受估值优势。我们从行业竞争格局分析，任何一家房企单看销售弹性都不具有持续性，而多元投融资能力、综合专业能力和优异管理效率才是可持续的，也是企业真实价值所在，中长期看万科应持续享受估值优势。

2.市场观点主要关注公司拿地的绝对楼面成本，较少分析与深圳地铁的合作模式以及中心城市资源锁定模式，我们从多个角度分析这两点或是未来资源锁定和持续性的突破口。

3.市场观点较少对万科子业务板块进行仔细展望，我们从行业格局、业务发展等多个角度对万科物业、物流、商业和长租公寓等多个业务子板块进行分析和估值，万科长期看将会发展成为不动产多线条综合投资平台，多个领域均具有很大的发展空间。

股价上涨的催化因素

1.万科物业、万纬物流、印力集团等多元化业务分项估值落地。

2.深圳地铁与公司更多的合作“轨道+物业”项目落地。

3.万科与中心城市的综合投资合作模式在其他城市落地。

估值和目标价格

我们采取分部估值法，给予万科物业、物流板块的分项估值分别在1335亿元和804亿元、地产开发类业务每股NAV为34.46元，考虑到多元化业务的权益，公司多元化业务可贡献万科估值合计1658亿元，房地产开发主业NAV为3895亿，合计万科市值约5553亿元，考虑到行业折价情况，我们对该估值采取20%的折价，约4442亿元，对应价格为39.30元，维持“买入”评级。

投资风险

分项估值落地进展低于预期、销售及结算表现不及预期、行业政策进一步趋严等。

目 录

1 行业新形势下比较优势突出	1
1.1 行业发展进入管理红利阶段	1
1.2 行业处于高位横盘整理	3
1.3 “房住不炒”塑造行业长期新格局	7
2 基本盘稳中有进，资源锁定迎突破	9
2.1 销售龙头屹立，城市深耕王者	9
2.2 聚焦一二线，拿地质量提升	11
2.3 负债结构健康，融资成本维持低位	14
2.4 盈利能力领先，成长稳健	16
2.5 未来突破口一：深铁“轨道+物业”合作模式	18
2.6 未来突破口二：中心城市综合投资模式	20
3 多元并举保发展，分项估值可期待	20
3.1 物业管理	21
3.2 物流仓储	25
3.3 商业开发运营	29
3.4 长租公寓	32
3.5 其他业务	34
4 发展战略与时俱进，股权结构保持稳定	35
4.1 公司战略发展历程	35
4.2 公司股权发展历程	37
4.3 股权价值态度转向积极	39
5 估值之底与价值之锚	40
5.1 估值之底	40
5.2 价值之锚	42
6 盈利预测与估值	42
6.1 盈利预测	42
6.2 绝对估值	43
6.3 相对估值	44
7 风险提示	44

图 目 录

图 1: 我国住房体制改革进程.....	1
图 2: 100 大中城市土地成交楼面价持续提升.....	2
图 3: 开发商拿地金额快速提升.....	2
图 4: 全行业房企杠杆率不断提升.....	3
图 5: 房价与 M1 同比高度正相关.....	3
图 6: 房地产行业集中度稳步提升.....	3
图 7: 全国商品房销售面积已进入高位盘整阶段.....	4
图 8: 2008-2019 全 A 股房企平均毛利率.....	4
图 9: 房价-地价历史情况.....	4
图 10: 人口总量与人口增速.....	5
图 11: 购房适龄人口增速与商品房销量增速.....	5
图 12: 官方城镇化率.....	5
图 13: 2018 年全球发达国家城镇化率.....	5
图 14: 中国核心五大城市群.....	6
图 15: 重点城市持续流入的人口支撑商品房销售额增长.....	6
图 16: 不动产领域延伸至居民全生命周期.....	7
图 17: 公司归母净利润市占率稳步提升.....	9
图 18: 公司 (资本化利息+财务费用) / 收入比率维持低位.....	9
图 19: 公司 04-19 年销售额 CAGR 高达 32.6%.....	10
图 20: 公司 19 年销售市占率提升至 3.95%.....	10
图 21: 公司 2020 年 H1 流量销售额保持行业前三.....	10
图 22: 公司上半年销售额增速波动显著低于行业平均水平.....	10
图 23: 13-19 年单城销售额提高了 200%.....	11
图 24: 19 年单城销售额保持行业前列 (亿元).....	11
图 25: 19 年公司销售面积结构.....	11
图 26: 19 年公司销售金额结构.....	11
图 27: 公司 2015-2019 年土地投资趋稳.....	12
图 28: 公司拿地权益保持在 60% 左右.....	12
图 29: 公司 2019 年地价下降至 6252 元/平.....	12
图 30: 公司拿地聚焦一二线城市.....	12
图 31: 2016 年后万科拿地策略转向全周期拿地.....	13
图 32: 公司 2015-2019 年公司土地储备情况.....	13
图 33: 公司 2015-2019 年在建建筑面积.....	13
图 34: 2019 年主流房企土储去化周期 (年).....	14
图 35: 2019 年长三角地区土储货值结构.....	14
图 36: 2019 年粤港澳大湾区土储货值结构.....	14
图 37: 14-19 年公司净负债率维持在 35% 以下.....	15
图 38: 公司净负债率处于行业低位.....	15
图 39: 2014-2019 年公司长短期有息负债结构.....	15

图 40: 2014-2019 年公司现金短债比维持在 1.5 以上.....	15
图 41: 2014-2019 年营收规模 CAGR 约 20%.....	17
图 42: 2014-2019 年归母净利润 CAGR 约 20%.....	17
图 43: 2019 年龙头房企营收和净利润规模对比.....	17
图 44: 15-19 年公司净利率、毛利率及 ROE 稳步提升.....	18
图 45: 19 年公司毛利率和净利率均位居 top3 房企首位.....	18
图 46: “轨道+物业”的 TOD 模式.....	19
图 47: 深圳地铁和万科未来可能的合作模式.....	19
图 48: 万科与长沙市政府合作, 全面落地多样化城市配套产业.....	20
图 49: 旗下业务品牌概览.....	21
图 50: 2015-2019 年公司地产开发以外收入.....	21
图 51: 公司业务架构 (5 大 BG、7 大 BU).....	21
图 52: 2014-2019 年物业管理收入 CAGR 高达 45%.....	22
图 53: 2014-2019 年物业管理面积 CAGR 高达 44%.....	22
图 54: 19 年物管公司合同面积 6.4 亿平位居行业第二.....	22
图 55: 19 年物管公司营收 129 亿元位居行业第一.....	22
图 56: 万科物业三大核心业务+四大支持类业务.....	23
图 57: 万科物业 2019 年业务营收结构.....	23
图 58: 万科物业 2019 年业务项目数结构.....	23
图 59: 14-19 年住宅业务及商企业务营收及增速.....	24
图 60: 19 年城市服务业务已落地项目分布.....	24
图 61: 公司预计未来 3 年营收超过 300 亿元.....	25
图 62: 万科物业预计估值在 1335 亿元左右.....	25
图 63: 公司项目区域分布.....	25
图 64: 16-19 年物流仓储项目个数 CAGR 高达 98.6%.....	26
图 65: 16-19 年物流仓储可租赁建面 CAGR 高达 94.7%.....	26
图 66: 万纬物流业务流程图.....	27
图 67: 物流科技业务模式.....	27
图 68: 2018 年万纬物流市占率为 5.7%.....	27
图 69: 2019 年万纬物流市占率提高至 7.3%.....	27
图 70: 万纬物流自身股权价值预计为 438 亿元.....	29
图 71: 2019 年普洛斯中国归母净利润约 56.8 亿元.....	29
图 72: 印力集团项目区域分布.....	30
图 73: 印力四大产品线.....	30
图 74: 17-19 年印力管理规模有所优化调整.....	30
图 75: 印力集团 2019 年预计租金收入约 45 亿元.....	31
图 76: 2017-2019 年指数研究院商业地产排名印力位居 top4.....	31
图 77: 2020 年 5 月泊寓开业门店城市分布.....	32
图 78: 2019 年泊寓开业房间数达 11 万间.....	32
图 79: 租赁行业细分.....	33
图 80: 19 年长租公寓开业规模排名 (间).....	34
图 81: 19 年长租公寓管理规模排名 (间).....	34

图 82: 万科发展历程.....	36
图 83: 万科核心战略.....	37
图 84: 宝万之争过程中万科的股权结构变化.....	38
图 85: 万科股权穿透图 (2020 年一季报)	38
图 86: 公司 PE 估值曲线 (TTM)	40
图 87: 2015-2019 年公司每股 EPS (元)	40
图 88: 万科股价走势明显弱于沪深 300 指数.....	41
图 89: 海螺水泥 19 年迄今股价相对表现.....	41
图 90: 美的集团 19 年迄今股价相对表现.....	41

表 目 录

表 1: 最近地产融资政策主要提法.....	8
表 2: 截至 2019 年 12 月 31 日的可比公司国际信用主体评级.....	16
表 3: 深圳地铁合作项目整理.....	19
表 4: 截止 2020 年 7 月万科物业城市空间服务落地项目概况.....	24
表 5: 近三年万纬物流战略合作动向.....	28
表 6: 2019 年开业项目概况.....	31
表 7: 公司 CMBS 发行情况.....	31
表 8: 开发类房企所属长租公寓品牌.....	34
表 9: 公司战略时间线.....	39
表 10: 回归模型结果.....	42
表 11: 分业务收入及毛利率.....	43
表 12: 公司开发类资产每股 NAV 估算.....	43
表 13: 可比公司估值 PE.....	44
附表: 财务预测与估值.....	45

1 行业新形势下比较优势突出

1.1 行业发展进入管理红利阶段

行业初始阶段 (1978-2003): 房地产行业起步阶段以住房制度改革为主线展开, 1978年邓小平首次建议允许私人建房, 拉开了住房制度改革的帷幕; 1980年中央首次正式提出住宅商品化政策; 1984年邓小平肯定了房地产行业的意义, 大批房地产开发商成立; 1987年深圳进行了首次公开土地拍卖, 标志着我国土地使用制度开始发生根本性变化; 1988年《宪法》修改, 允许土地批租全国城镇分批分期推行住房改革, 开放房地产市场; 1994年国务院确定房改基本内容为“三改四建”; 1998年全国停止住房分配, 实行住房货币化, 至此中国城镇住房制度发生了一次根本性的转变, 但在执行改革的过程中, 失当、失控现象严重; 1998-2003年, 中央一方面持续推进住房制度改革, 一方面加大对房地产市场的调控力度。

图 1: 我国住房体制改革进程

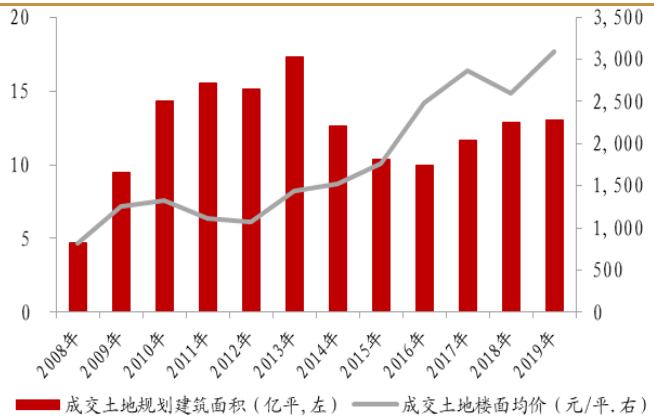


数据来源: 西南证券整理

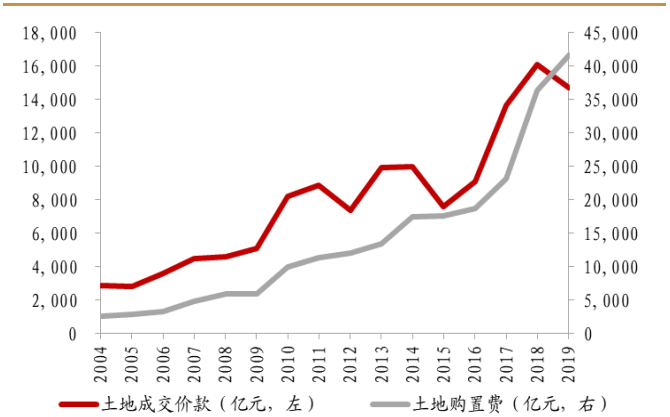
土地及金融双红利阶段 (2003-2016): 房地产行业黄金时期主要是以土地红利和金融红利为驱动。2003年在非典疫情的背景下, 国务院 18 号文件提出“房地产行业已经成为国民经济的支柱产业”, 同年全国房地产开发投资首次突破 1 万亿元, 同比增长 29.7%, 全国商品房平均价格同比增长 3.8%。随后政策激励下土地指标和金融指标飞涨, 共同推进房地产开发主业的迅猛发展。

一方面行业享受土地红利: 土地价格在此阶段经历了比较明显的上行阶段, 也给早期的囤地型房企带来了较为可观的收益。2008年迄今, 100大中城市成交土地楼面均价从 1000 元/平方米增长到现在的 3000 元/平方米。而 2016 年以来, 土地价格已基本稳定在 2500-3500

元每平方米的震荡区间内，同比增速有明显回落。背后的原因主要在于一方面我国人口红利在逐渐衰减，人口增长率不断回落；另一方面，随着城镇化进程不断推进，我国目前的城镇化率已超过 60%，未来农村人口进城的速度将逐渐下降。在这样的背景下，整个房地产行业的土地红利正处在递减周期内，土地红利全面爆发期已经过去。

图 2：100 大中城市土地成交楼面价持续提升


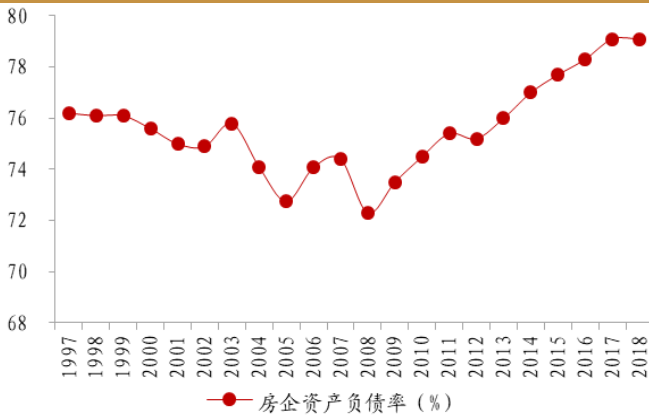
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：开发商拿地金额快速提升


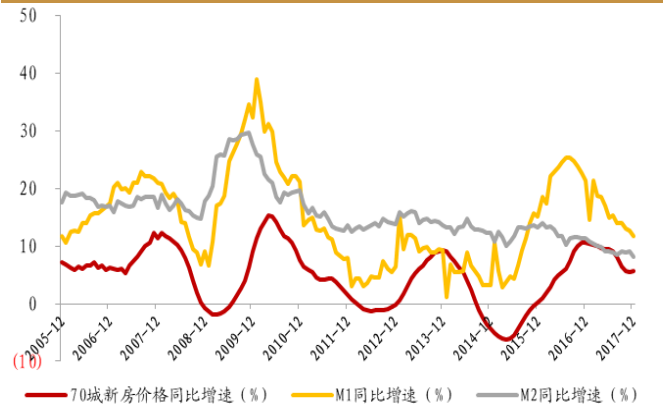
数据来源：Wind，西南证券整理

另一方面行业享受金融杠杆红利：房地产作为资金密集型行业，具有天生的金融属性。从买地到销售再到售后服务，整个过程房地产跟金融的关系都密不可分，因为行业需要大量资金投入和周转。尤其在公司发展前期的拿地扩张阶段，过去不少房企都会采取加杠杆的方式来加速囤地抢占市场，房地产开发行业的资产负债率也一路攀升至接近 80% 的平均水平。但是，随着近些年行业政策边际持续收紧，对于行业融资端产生源源不断的压力，房地产开发贷款余额增速出现明显回落。特别是 2017 年去杠杆政策实施以来，早期（2014-2016）大量囤地的房企如恒大、碧桂园等都面临着较大的负债端压力，考虑到未来行业政策的持续性和不可逆，房地产行业去金融化已是大势所趋，杠杆红利期亦不复存在。

从货币超发的角度来看，2008 年全球金融危机促使国内货币政策转向宽松，而房价走势与货币宽松程度又呈现出明显的正相关性。通过选取货币超发的 05-17 年，数据证实房价与 M1 同比高度正相关，与 M2 同比亦趋势相关，其背后原因在于货币超发后资金涌入房地产市场，带动房价上涨，也强化了房地产的投资属性，带动更多的资金进入其中，强化了价格循环轨迹。未来随着货币政策目标调控日益精准，货币继续大幅宽松的概率不高，继而进一步抑制房地产的金融属性。近两年中央在政府工作报告中反复提及“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”的宏观调控目标，而伴随我国跨入高质量发展新阶段，GDP 增速料将逐步放缓并带动 M2/M1 同比增速的同步下滑。叠加近两年“房住不炒”行业政策限制，未来房价大幅上涨的空间有限，房地产的投资属性也受到了较大的压制。

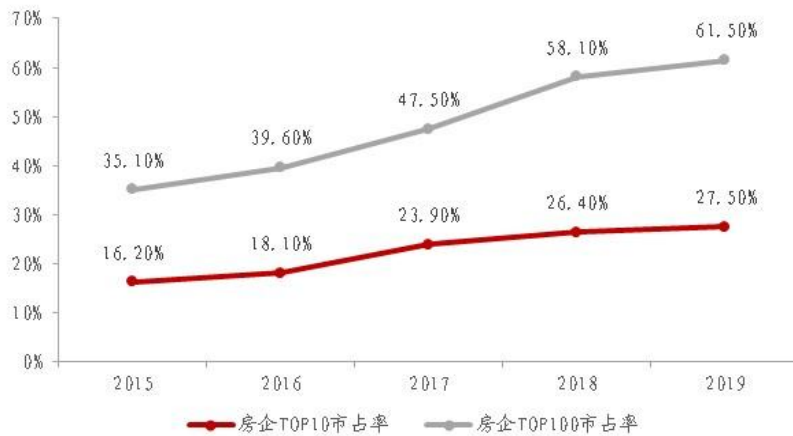
图 4：全行业房企杠杆率不断提升


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：房价与 M1 同比高度正相关


数据来源：Wind，西南证券整理

管理红利阶段（2017 年至今）。房地产行业在经历了土地红利和金融红利之后，当前正进入管理红利期的新发展阶段。在该阶段，精益化运营的房企将脱颖而出，逐步取代粗放型房企，带动行业头部房企集中度的上升。房地产业的“管理红利”可以分为 2 个层面，其一是业务管理层面，其二是公司治理及团队管理层面。就业务层面而言，管理红利绝不仅限于“运营”，提高资产周转率，而是从拿地到融资再到资产运转的一整套优化方案，更考验前后端协同；至于公司治理层面，管理红利在于要落实股东导向，推动经营决策与股东利益的一致性，创设领先的管理考核机制。因此，在行业红利逐渐淡化的当时，房企自身的管理经营能力显得更为重要，也是其创造优于社会平均水平业绩的根本所在。

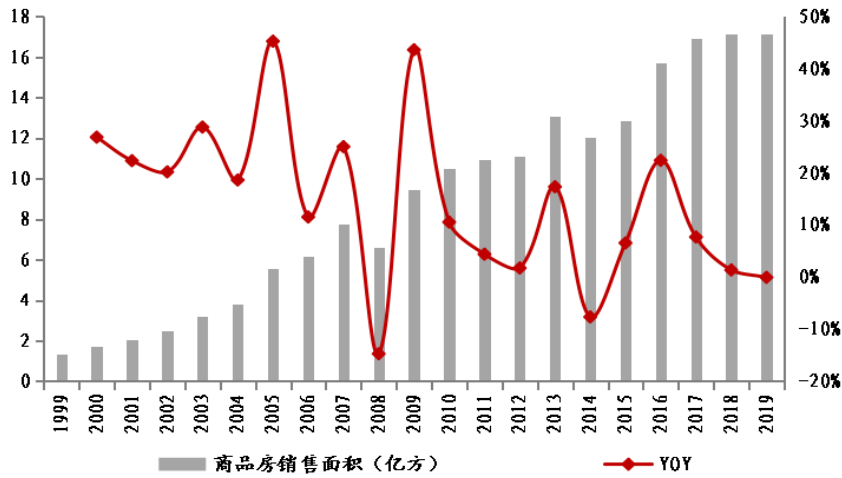
图 6：房地产行业集中度稳步提升


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 行业处于高位横盘整理

当前中国房地产行业正处于高位横盘整理期，近 3 年销售面积稳定在 17 亿平方米左右。1999-2017 年中国房地产行业销售面积由 1.34 亿平快速增长至 16.94 亿平，CAGR 高达 15.1%，而 2017 年-2019 年房地产行业销售面积则维持在 17 亿平左右，进入高位盘整期，总体来看，当前地产周期敞口依然向下，伴随周期性被逐渐熨平，行业中短期面临毛利率拐点向下趋势，长期来看，人口增长和流动依然能支撑行业未来发展。

图 7：全国商品房销售面积已进入高位盘整阶段



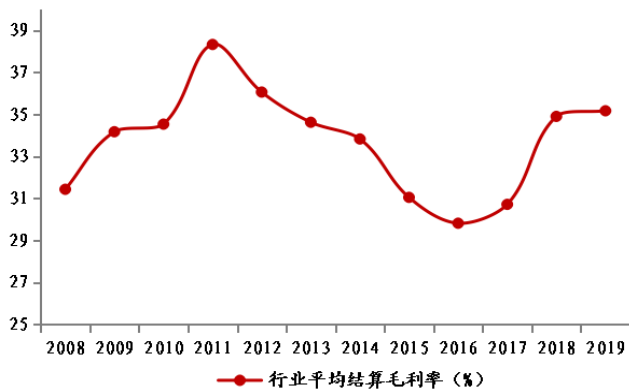
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2.1 行业毛利率处于长期下行趋势

过去三年来看，房地产行业开发结算毛利率有所回升，但长期趋势向下。2011-2016 年，全 A 股房企平均毛利率从 38.3% 下滑至 29.8%，下降 8.5 个百分点，而 2016 年至今毛利率则回升至 35.2%，主要是因为 2015 年-2018 年房地产在大部分城市向上价值重估带动结算毛利率走高所致。但随着政府对新房价格的持续管制以及土地成本的自由上行，长期看结算毛利率再次重回下降趋势。

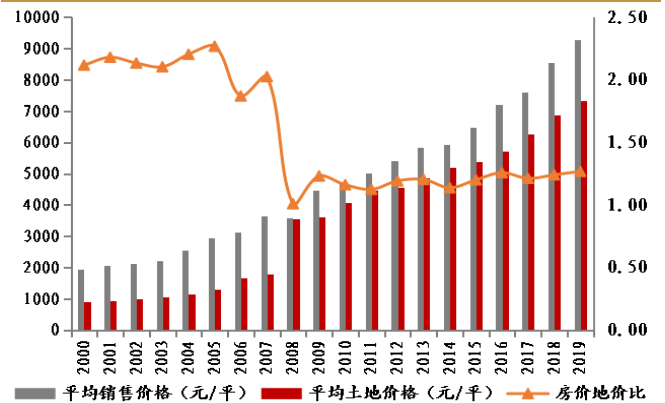
毛利率下行，主要系土地价格较之房价有着更高的增长幅度。2005 年-2019 年全国平均房价由 2937 元/平提高至 9287 元/平，CAGR 高达 8.6%，而全国平均地价由 1295 元/平提高至 7323 元/平，CAGR 高达 13.2%，地价较之房价有着更高的增长速度，削弱了行业的毛利率水平，出现这种现象的原因主要有两方面：1) 近几年中央调控地产政策日益收紧叠加“房住不炒”政策定调，直接限制商品房销售价格进一步向上的弹性；2) 另一方面，“房住不炒”政策并未直接影响土地市场，土地市场依然保持火热，且土地出让收入作为地方财政收入的重要来源也使得土地供给端有所支撑。因此，在两方面因素共同作用下，行业毛利率逐渐下滑，并考虑到短期内“房住不炒”政策主线地位不动摇，未来行业毛利率仍有进一步下降的可能。

图 8：2008-2019 全 A 股房企平均毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：房价-地价历史情况

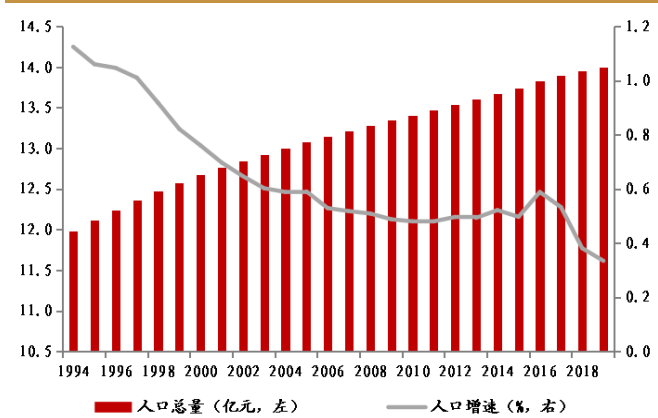


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2.2 行业在城镇化及人口流动下存在向上发展的动能

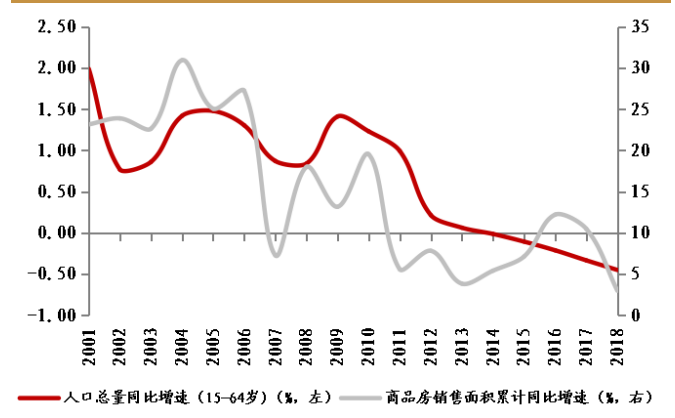
人口增长与流动是消费性住房需求的本源，前者决定总量、后者影响结构。但人口是中长期慢变量，难以用于解释短期需求变化。虽然人口增长上，我国购房适龄人口（15-64岁）自2010年以来增长停滞，甚至自2014年以来持续下降，近几年商品房销量增速也出现了系统性降低，但整体上行业长期仍存在向上发展的动能。

图 10：人口总量与人口增速



数据来源：Wind，西南证券整理

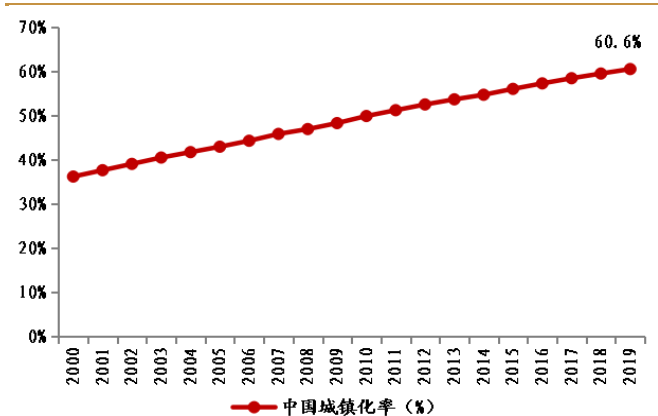
图 11：购房适龄人口增速与商品房销量增速



数据来源：Wind，西南证券整理

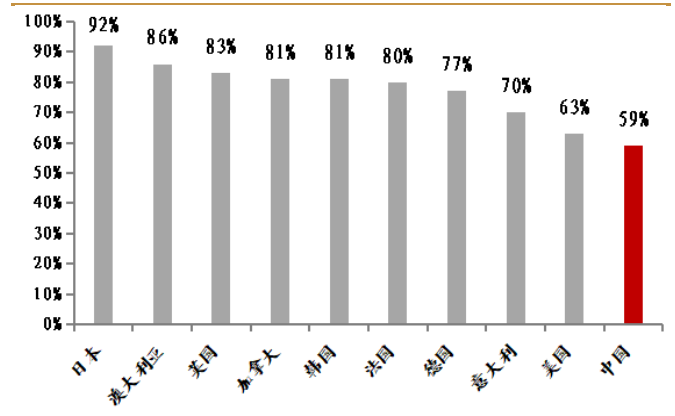
一方面，城镇化率未来仍有提升空间。2019年国家统计局公布的官方城镇常住人口数量为8.48亿人，城镇化率为60.6%，即便考虑到统计局的城镇常住人口统计口径主要指在城镇居住时间超过6个月以上的人口，并未包含短期居住高频城市人口，当前官方统计城镇化率存在一定程度低估，我国实际城镇化率会更高。对比全球其他发达国家，按照中性预测，以在城市实现定居的实际城镇化率衡量，我国可能还有十五个百分点的城镇化空间。另一方面，随着新型城镇化战略的实施，近两亿农村新生代人口将摆脱上一辈“候鸟式迁徙”的状态，成为永久市民。这些新市民绝大部分将集中在就业机会较多的发达城市圈。因此在人口流入地，住房短缺的现象短期内并不会消失，目前城镇化水平仍能支撑行业发展。

图 12：官方城镇化率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2018 年全球发达国家城镇化率



数据来源：Wind，西南证券整理

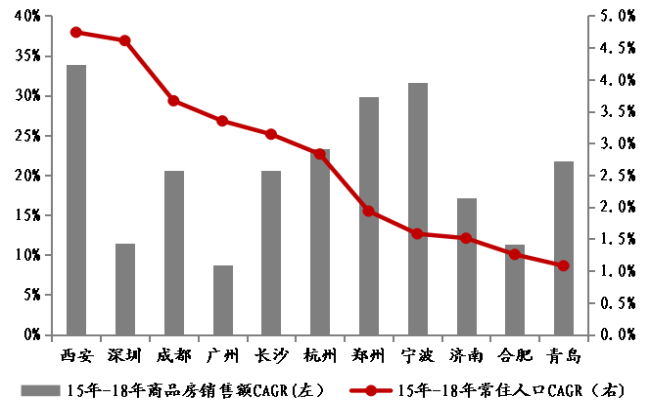
其次，人口流动上仍然存在结构性机会。根据国家发改委发布的《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》，到 2022 年将逐渐形成若干个快速发展的现代化都市圈，到 2035 年形成若干具有全球影响力的都市圈，目前我国已拥有长三角、环渤海等多个城市群。由于区域发展不均衡，城市发展水平存在差异，我国房地产市场开始进入区域分化时代，人口持续流入产业坚实、经济发展强的城市群。近年来多个人口持续流入的重点城市（深圳、广州、杭州、南京、成都等）商品房销售面积有所增长，在人口流动带来的房地产销售仍存在结构性机会。

图 14：中国核心五大城市群



数据来源：房天下，西南证券整理

图 15：重点城市持续流入的人口支撑商品房销售额增长



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2.3 当前：行业处于转型期

房企的供应模式随着城市的发展而逐渐转型，以满足人们新的住房需求。东京、香港等人口稠密大都市的发展过程表明，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。据有关部门估计，到 2020 年，我国城市轨道交通总里程有望较 2015 年增加近一倍，这将为大量新市民家庭提供符合其收入水平的购房定居机会。其次，积极参与房屋租赁市场的发展，也可为新市民提供更多可承受的住房。租赁是国际大都市新市民解决居住问题的主要方式。如纽约、东京、伦敦都市圈，租房居住的占比分别为 56%、54%和 50%。2016 年国务院相继出台的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》和《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》中，高度强调了租赁在解决城镇居民住房问题当中的重要意义。租赁市场也存在巨大的发展空间。

除住房需求外，大量城市配套需求逐渐释放。随着年轻一代消费观念转变和互联网时代的来临，大量新出现的城市配套需求尚待得到满足。养老、物流、教育、度假、创业等新兴不动产及服务领域，才刚刚起步。上述新兴业态合计，相当于新打造一个房地产行业。发达国家经验表明，经济进入成熟阶段后，广义房地产业的枢纽地位、以及对经济发展的贡献，不仅不会因供应逐渐充足而削弱，反而会因各类衍生服务而得到进一步强化。

图 16: 不动产领域延伸至居民全生命周期



数据来源: 西南证券整理

1.3 “房住不炒” 塑造行业长期新格局

“为什么要房住不炒”: 2014 年房地产库存去化以来, 许多城市库存较少, 处于供不应求的状态, 导致居民杠杆率和房价不断攀升。2014-2016 年, 全国商品房销售均价同比增速从-3.63%逐月上升至 15.74%的区间高点, 同期居民杠杆率上升 6 个百分点至 40.4%。在这样的背景下, 出于防范风险的目的, 2016 年年底的中央经济工作会议首次提出, “房子是用来住的, 不是用来炒的”, 此后, 与房地产相关的部门陆续出台了与之相配套的政策, 涉及到房企融资、购房者信贷等方面。自此中国房地产行业进入新的调控周期 (有别于 2016 年之前的 3-3.5 年调控周期), 加之金融行业去杠杆的影响, 房地产行业融资政策不断收紧, 多渠道、多维度限制了房企融资。在此背景下, 房地产行业杠杆水平有所下降, 但降幅有限, 同时行业信用质量分化加剧, 部分盈利能力下滑、财务政策激进的中小房企面临流动性压力, 信用风险凸显。

“为什么可以房住不炒”: 2016 年“房住不炒”政策推行以来, 全国商品房销售额同比增速早期有明显下挫, 但 2018 年以后曲线逐渐收平, 保持在 5%以上的合理水平, 反映出需求趋于平稳, 供需也较为均衡。因此, 考虑到当期需求仍能匹配供给, “房住不炒”的政策实施条件依然满足, 并结合近期央行态度, 预计未来“房住不炒”依然是地产政策主线。

“房住不炒有什么影响”: 房住不炒政策直接影响房企融资能力。从房地产企业融资渠道中, 只有海外融资存在自由增长的空间, 但是这一块占比并不高, 同时 19 年 7 月国家发改委发布了通知, 限制房地产企业的海外融资。其它三项房地产企业主要的资金来源相对其 2015-2017 年的高位也有明显的下降。在当前国家对房地产行业政策调控大环境下, 大部分金融机构收紧了对房地产企业的放贷政策, 房地产企业也在不断开拓新的融资渠道, 其中信托贷款融资因灵活性强、创新发展空间大, 快速发展成为房地产行业融资的一个主流。但中国银监会《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》政策出台后, 房地产信托门槛进一步提高, 融资局面进一步受到限制。

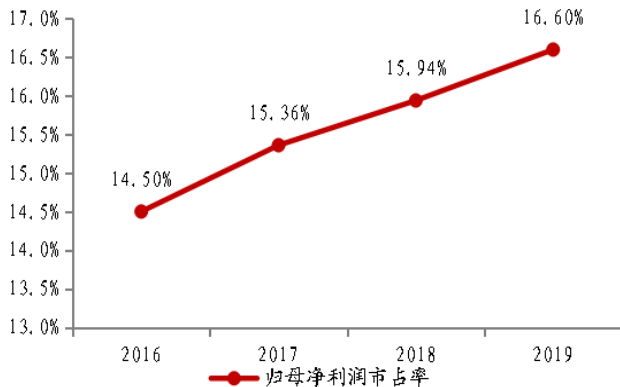
2020年 COVID-19 疫情爆发以来，供需萎靡导致经济失速下滑，而地产作为托底经济的重要支柱力量开始显现。今年以来的地产政策没有继续边际收紧，相反，在地方调控上有更加积极的表现。在最新两会的政府工作报告中，对地产的政策提法是略显积极的。“房住不炒”、抑制投资炒房的“房地产金融政策”依然保持稳定：房住不炒是总纲，大部分时间都会提（相比而言，因城施策是手段，需要的时候多提一提），针对房价上涨的热点城市如深圳近期有严查二手房挂牌价过高、学位房实际入住等政府干预行为。

表 1：最近地产融资政策主要提法

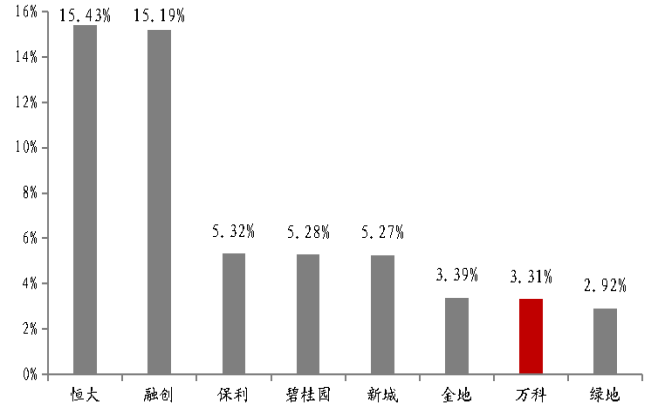
时间	发布机构	来源	主要内容
2019.11.16	央行	《2019年第三季度中国货币政策执行报告》	提及“按照‘因城施策’的基本原则，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。
2020.2.1	央行等五部门	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》	货币政策方面，实施好逆周期调节，保持金融市场流动性合理充裕，加大信贷支持力度，降低贷款成本，增加信用贷款和中长期贷款。具体来看，对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷。灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排，合理延后还款期限。减免疫情严重地区公司上市等部分费用。
2020.2.19	央行	《2019年第四季度中国货币政策执行报告》	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2020.2.21	央行	2020年金融市场工作电视电话会议	保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行。
2020.4.17	中央政治局	政治局会议	自2019年730后首提房地产，但只提了“坚持房住不炒定位”，“促进房地产市场平稳健康发展”。
2020.7.30	中央政治局	政治局会议	继续提了“坚持房住不炒定位”，“促进房地产市场平稳健康发展”，未提及及时科学精准调控。

数据来源：西南证券整理

“房住不炒”大背景下，龙头房企得到进一步发展。一方面，政策调控导致预售价格管控趋严，从而直接影响房企的销售表现和利润表现；另一方面，土地市场不受政策约束而竞争更加激烈，进一步挤压行业毛利率水平。龙头房企由于具有融资优势，拿地集中度相应提升，并向销售端和利润端传导，行业竞争格局开始改变，龙头房企的行业集中度相应得到提升。万科的比较优势在“房住不炒”大背景下再次得到强化，融资方面，万科的融资成本保持低位，2019年（资本化利息+财务费用）/收入比率为3.11%，较2018年下降0.91pp。万科的融资能力在主流房企中保持优势地位，更低的融资费率可以帮助其抵御更长的行业下行周期，并最终反映到企业的盈利能力里。2014-2019年万科的归母净利润市占率保持逐年稳定增长，2019年达到16.60%的水平，而合同销售额市占率也相应稳定增长到4.0%。利润市占率明显超过销售市占率也进一步反映出了行业集中度的提升效果。

图 17: 公司归母净利润市占率稳步提升


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 公司(资本化利息+财务费用)/收入比率维持低位


数据来源: Wind, 西南证券整理

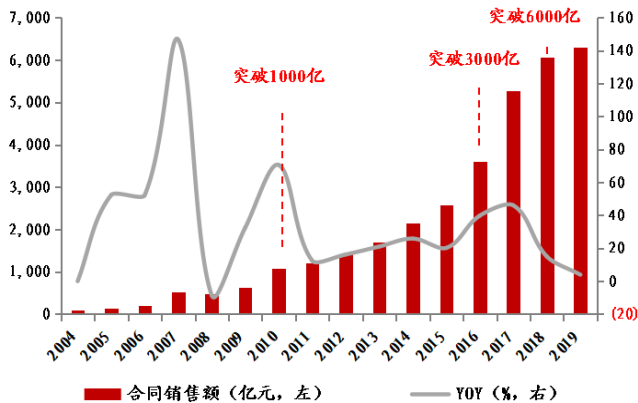
综上, 结合行业背景和行业政策, 2018 年以来, 在去杠杆及房住不炒大背景下, 房企通过加大金融杠杆择时拿地放大收益率的做法越来越难, 土地红利和杠杆红利渐行渐远。房企的相对竞争力逐步体现在多元投资能力、综合专业能力和经营管理能力。公司作为长期稳健发展的行业龙头, 运营管理效率优异, 信用优势显著, 多线条投资能力突出, 在城市更新、轨交上盖、物业管理、物流地产、长租公寓等方面积累了丰富的专业能力, 在“总量走平结构分化利润下行”的大趋势下, 其比较竞争优势越来越明显。

2 基本盘稳中有进, 资源锁定迎突破

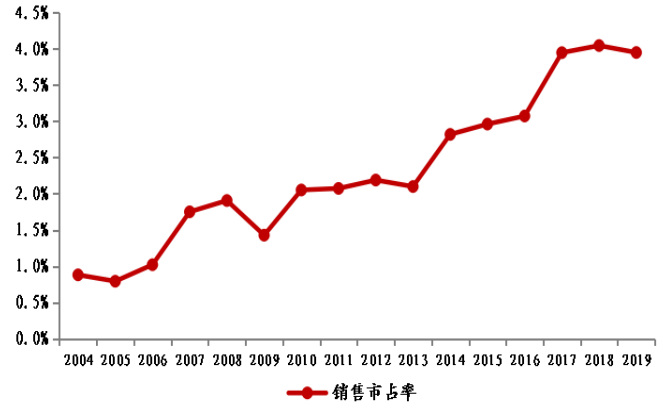
2.1 销售龙头屹立, 城市深耕王者

销售额稳步提升, 2019 年市占率接近 4%。回顾公司近十年的销售增长历程, 万科是第一个合同销售额突破 1000/3000/6000 亿的内地房企, 分别对应 2010/2016/2018 年, **2004-2019 年销售额 CAGR32.6%**。同期公司销售市占率也在快速提升, 由 0.88% 快速提升至 3.95%。

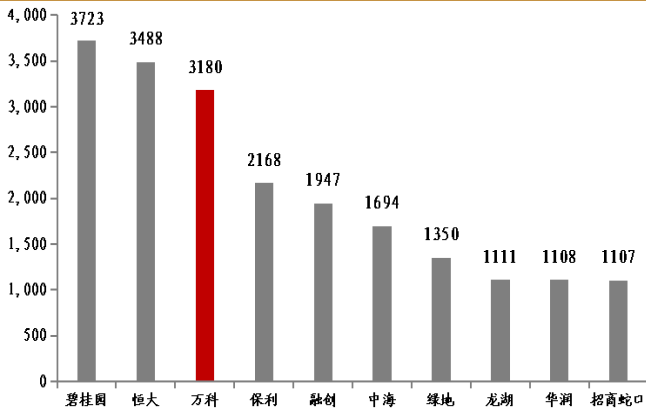
公司较快地从疫情中恢复, 持续保持行业龙头地位。2020 年新冠肺炎疫情对房地产销售端产生了较大的短期压力, 而公司在面对冲击时表现出龙头房企具有的出色销售恢复能力。2020 年 H1 公司累计实现签约金额 3180 亿元, 稳居行业前三, 同比仅下降 4%, 截止 2020 年上半年, 公司已累计完成年初销售目标的 49.30%, 销售目标完成情况优于其他大部分上市房企。

图 19: 公司 04-19 年销售额 CAGR 高达 32.6%


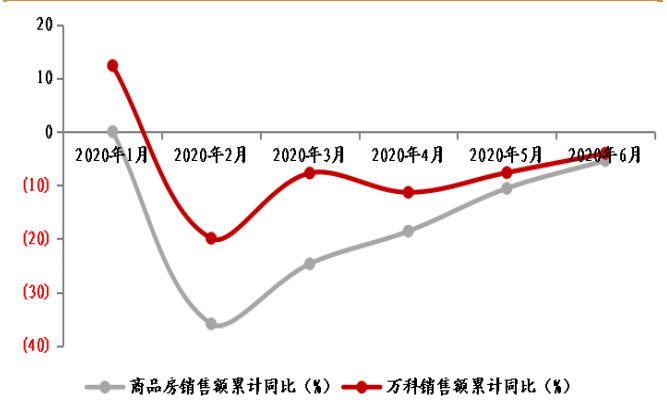
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 公司 19 年销售市占率提升至 3.95%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 公司 2020 年 H1 流量销售额保持行业前三


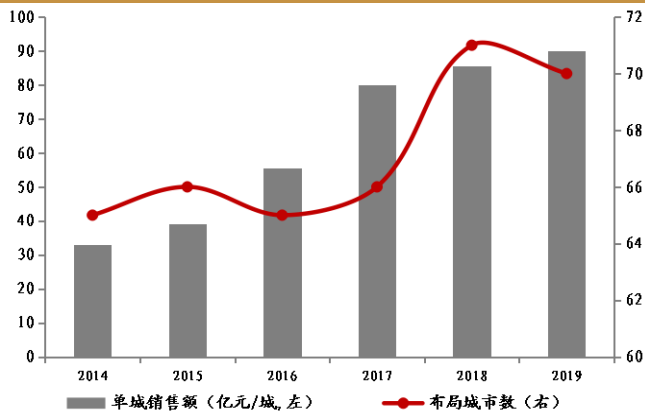
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 公司上半年销售额增速波动显著低于行业平均水平


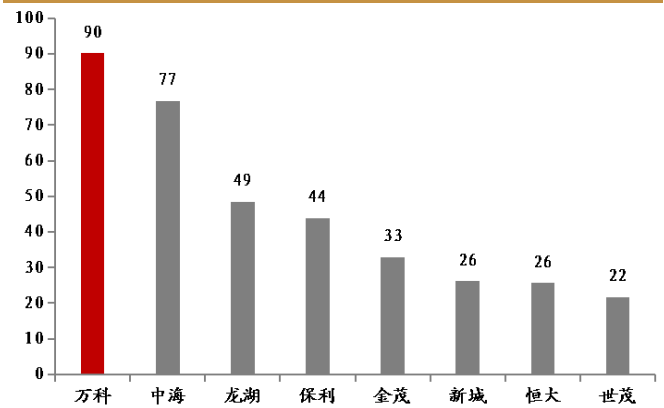
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

实行城市深耕战略, 单城销售额领跑行业。公司践行城市深耕战略, 2014-19 年布局城市数仅由 65 个提高至 70 个, 单城市销售额由 33 亿元/城提高至 90 亿元/城, 提高 2.72 倍。与行业其他公司对比, 万科深耕战略效果凸显, 2019 年 90 亿元/城高居行业前列, 大幅高于多数房企, 销售金额在 40 个城市位列当地前三, 其中, 在深圳、上海、东莞、宁波、西安、武汉等 21 个城市排名第一。随着行业进入区域分化时代, 人口持续流入一二线核心城市圈, 公司区域深耕策略料将带来持续性收益。

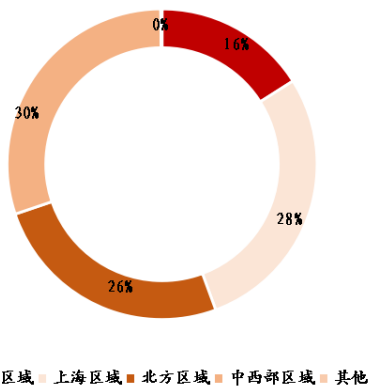
公司聚焦城市圈, 四大区域均衡发展。2004 公司率先提出城市圈聚焦策略, 公司四大区域销售均衡发展。2019 年公司南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域和其他区域分布销售 1274 亿元、2045 亿元、1422 亿元、1507 亿元和 60 亿元, 分布占比 20.2%、32.4%、22.5%、23.9%和 1.0%, 总体上四大区域均衡发展。

图 23: 13-19 年单城销售额提高了 200%


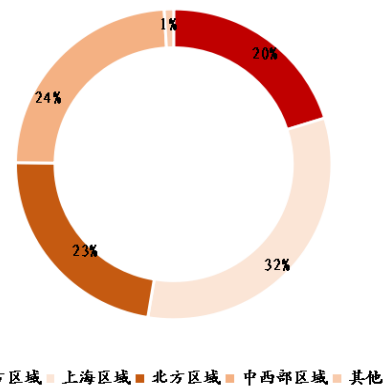
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 19 年单城销售额保持行业前列 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 19 年公司销售面积结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 19 年公司销售金额结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

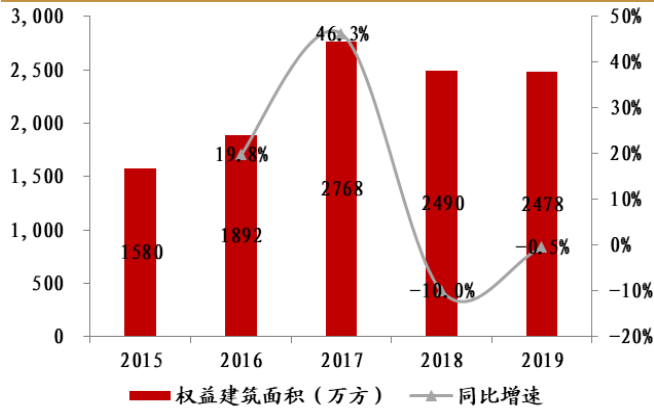
2.2 聚焦一二线，拿地质量提升

2.2.1 坚持谨慎投资原则，拿地聚焦一二线

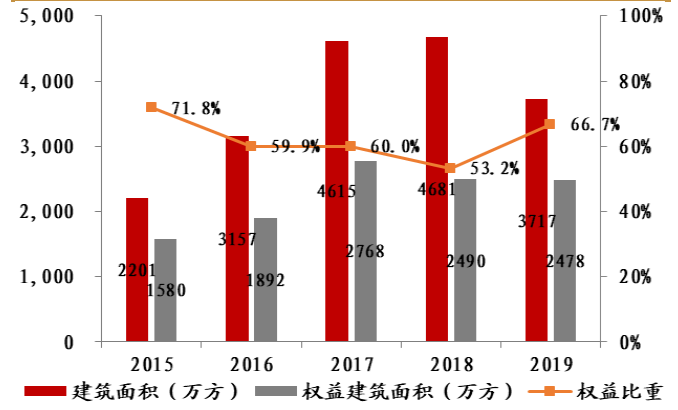
重视拿地质量，成本优势提升。随着行业进入成熟期，中央宏观调控趋严，公司日益重视土地投资质量，2015-2017 年公司新增项目权益建筑面积由 1580 万平提升至 2768 万平，增长显著，2017-2019 年新增项目权益建筑面积则由 2768 万方微缩至 2478 万方，公司拿地策略较为审慎。拿地金额和楼面价也呈现类似的走势，2019 年拿地金额和楼面价由 2017 年高点的 2189 亿元和 7908 元/平降至 1550 亿元和 6252 元/平公司，公司拿地质量提升，成本优势显著。在权益占比上，公司 2015-2019 年权益比重稳定在 60% 上下，保持稳健的风格。

拿地布局聚焦一二线。按城市等级看，新获取土地资源中一二线城市建筑面积占比 72%，投资金额占比 79.9%。从权益建面来看，从高到低依次是中西部区域、北方区域、上海区域和南方区域。从城市划分来看，二线城市占比最高。公司作为最早提出聚焦城市圈战略、实现区域深耕的房企，其聚焦一二线的拿地布局和土储结构也契合了行业结构性演变的趋势。从行业分化角度来讲，一二线城市相较三四线具有更强的销售弹性和可持续性。从一二三线

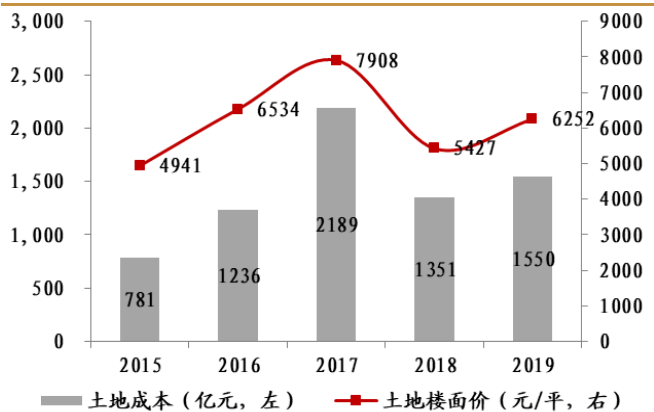
城市的住宅价格指数同比增速来看，在房价大幅上涨的时期，一二线城市拥有更高的增速水平，表现为更大的价格涨幅和更持续的时间；而在房价调控趋严的时期，一二线城市房价也具有更强的韧性，跌幅十分有限。

图 27：公司 2015-2019 年土地投资趋势


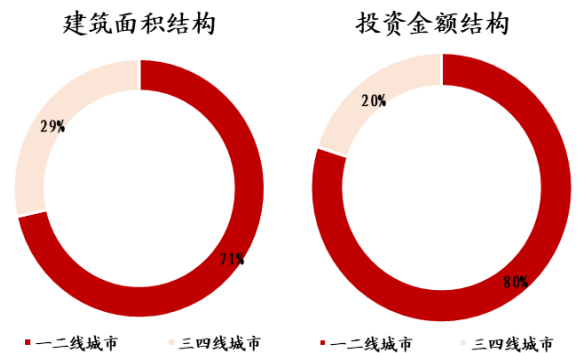
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司拿地权益保持在 60%左右


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司 2019 年地价下降至 6252 元/平


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：公司拿地聚焦一二线城市


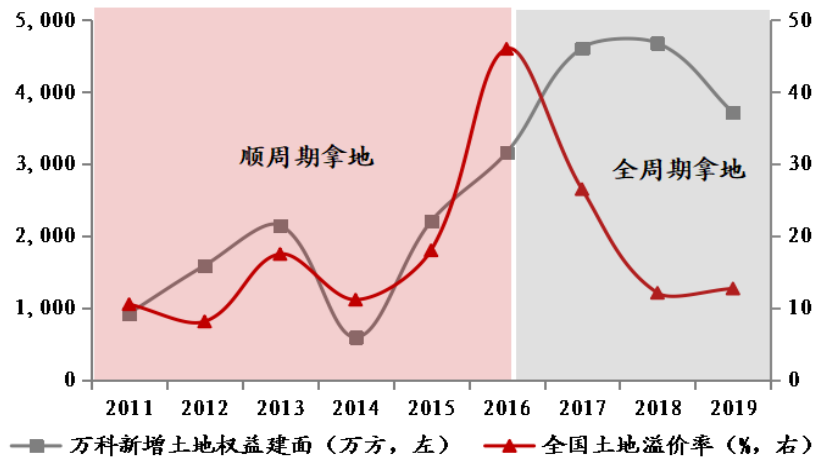
数据来源：公司公告，西南证券整理

拿地策略由顺周期逐步转为全周期策略。2016 年前由于行业处于快速增长期，地价和溢价率长期上涨，公司拿地采取顺周期策略，在控制风险的前提下新增土地权益建面和土地溢价率走势基本一致，当土地市场遇冷，土地溢价率下降，公司新增土地权益建面相应减少，在 2014 年地产寒冬特征明显，2011-2016 年全国土地溢价率由 10.5%提高至 46.0%，万科新增土地权益建面由 922 万方提升至 3157 万方；2016 年后行业进入成熟期，在中央“房住不炒”的调控作用下，土地溢价率由 2016 年的 46.0%迅速下降至 2017 年的 26.5%，并持续保持低位，但公司新增土地权益建面仍保持适度增长，2017-2019 年拿地权益建筑面积维持在 4000 万方上下，未由于土地市场遇冷而减少拿地，策略上由顺周期拿地转为全周期拿地，即保持公司拿地节奏平稳。

2020 年上半年，公司继续维持灵活审慎拿地策略，1-6 月公司累计新增项目 46 个，去年同期新增项目 61 个，累计新增计容建面 872.1 万方，同比减少 44.2%，累计新增权益地价 312.4 亿元，同比减少 55.4%，占销售金额的 17%，远低于去年同期的 29.8%，单位地价 0.64 万元/平，地货比 0.41 有所提升，拿地权益比 56%比前值有所下降，低于去年年末的 75%。上半年拿地面积和价格的大幅减少主要是受到疫情冲击叠加地价上升影响，公司通

过灵活调整拿地策略，量入为出，以保证疫情下现金流安全稳健。下半年随着疫情逐渐好转，公司料将围绕全年拿地地价总额覆盖销售额 35% 的拿地中枢加大拿地力度。

图 31：2016 年后万科拿地策略转向全周期拿地



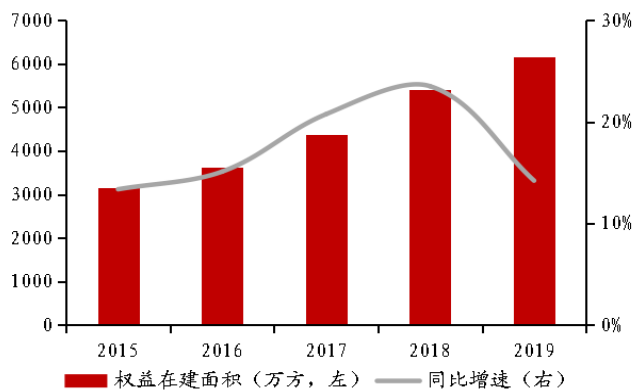
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2.2 土地储备维持合适比例，结构围绕核心城市群

土储增速有所放缓，土储总规模建面达 1.6 亿平。2019 年公司各类型的土地储备总建面达 1.6 亿平，其中在建总建面 1.03 亿平，规划中总建面 5394.3 万平；权益土储建面约 1 亿平，权益在建建面 6170 万平，权益规划建面约 3360.2 万平，此外公司参与旧改项目，权益建面 492.9 万平方米。2019 年公司总土储和权益在建面积增速分别放缓至 5.54% 和 14.21%。

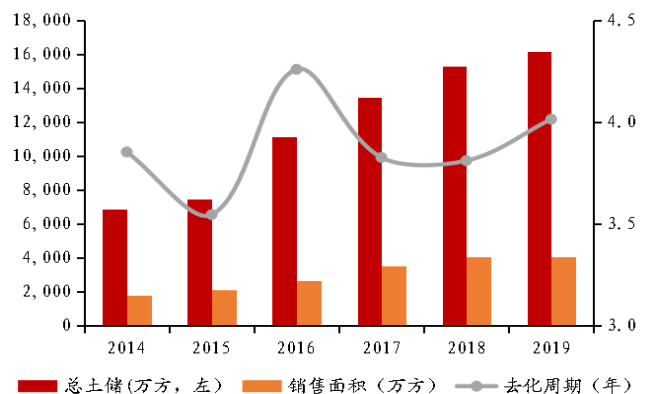
去化周期维持在 2-3 年，保持合适土储比例。2010 年公司率先提出高周转策略以应对行业政策环境改变，2016 年中央加大调控房地产市场，公司土储去化周期逐年下降。2014-2019 年公司土储去化周期总体稳定在 2-3 年。公司致力于保持合理土储比例，以销定产的总策略和顺周期开工原则。根据克而瑞数据，以总土储货值/销售金额来确定去化周期，万科 2019 年末仅 2.94 年，在主流房企中维持低位，公司采取更为灵活的土储策略，而非一味追求较高的土地储备。

图 32：公司 2015-2019 年公司土地储备情况



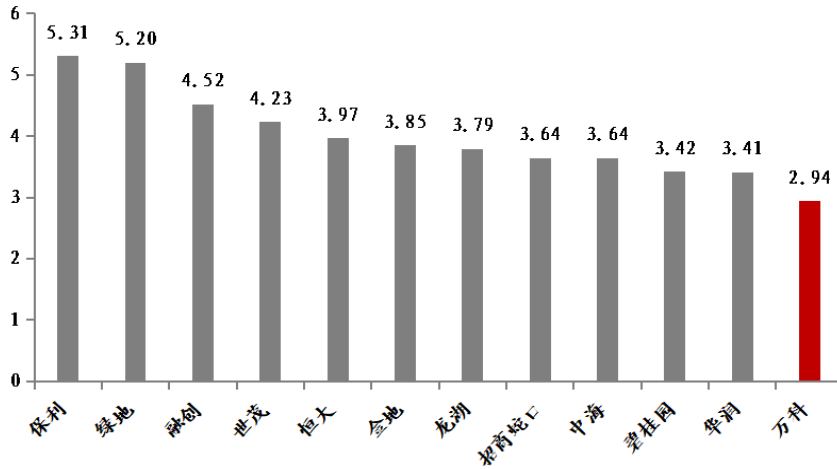
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：公司 2015-2019 年在建建筑面积



数据来源：Wind，西南证券整理

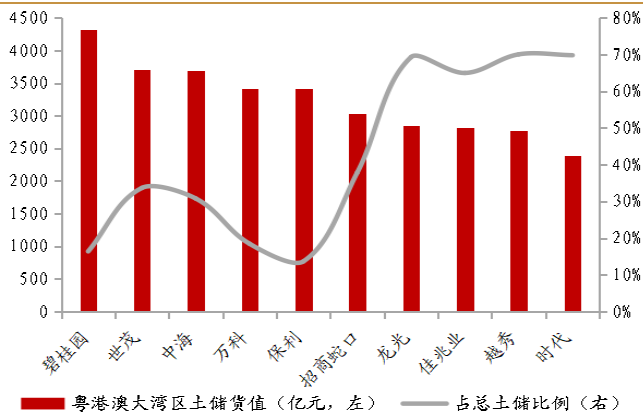
图 34：2019 年主流房企土储去化周期（年）



数据来源：克而瑞，西南证券整理

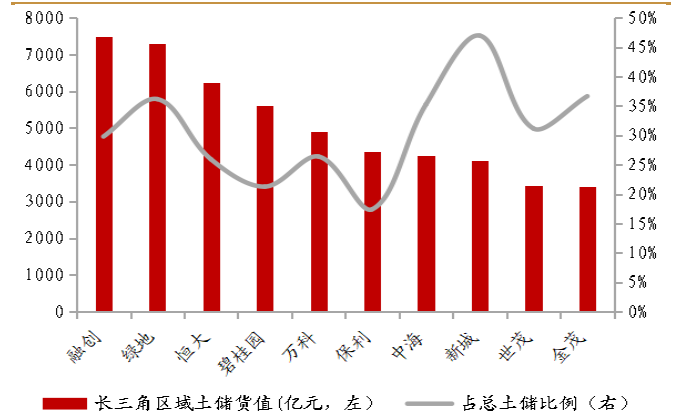
土储结构集中在一二线和核心城市圈。从城市群来看，根据克而瑞数据显示，2019 年公司土储总货值 18561.1 亿元，其中长三角地区货值 4897 亿元，占比 26.38%；粤港澳大湾区土储货值 3422 亿元，占比 18.44%。公司长三角和大湾区累计土储占比达到 45%，明显高于碧桂园、恒大、保利等龙头房企。展望未来，伴随着《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》和《粤港澳大湾区发展规划纲要》的落地，长三角城市之间的联系会越发密切，大湾区远景规划将释放巨大的改革制度红利，提前布局的房企将会优先受益。

图 35：2019 年长三角地区土储货值结构



数据来源：克而瑞，西南证券整理

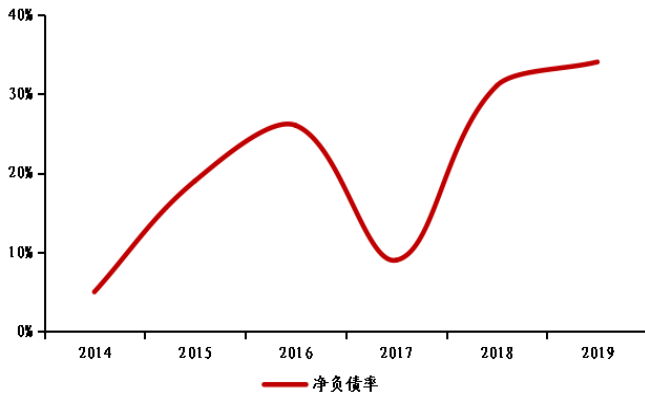
图 36：2019 年粤港澳大湾区土储货值结构



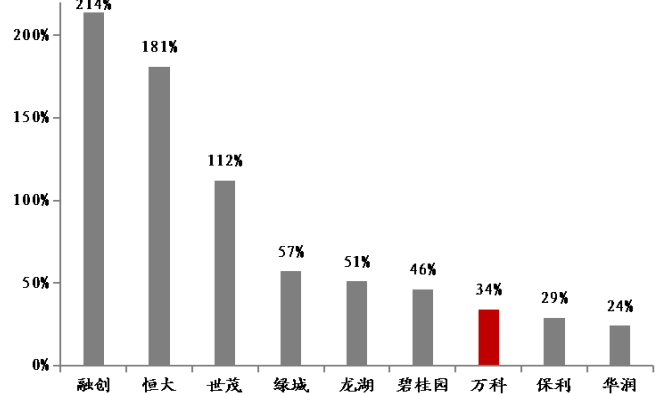
数据来源：克而瑞，西南证券整理

2.3 负债结构健康，融资成本维持低位

公司净负债率保持行业低位，抗风险能力突出。2014-2016 年公司坚持精益投资、谨慎拿地的战略保证了公司持久的财务稳健性，强化了抗风险能力。2019 年末预收账款与营业收入的比值为 1.57，处于高位，公司短期业绩释放确定性较强。同时，公司净负债率继续保持在行内较低水平，2019 年净负债率为 33.9%，虽然较 2018 年小幅上升了 3 个百分点，但依然保持在 35% 以下，相较行业其他典型房企，万科净负债率水平处于行业低位水平。

图 37: 14-19 年公司净负债率维持在 35% 以下


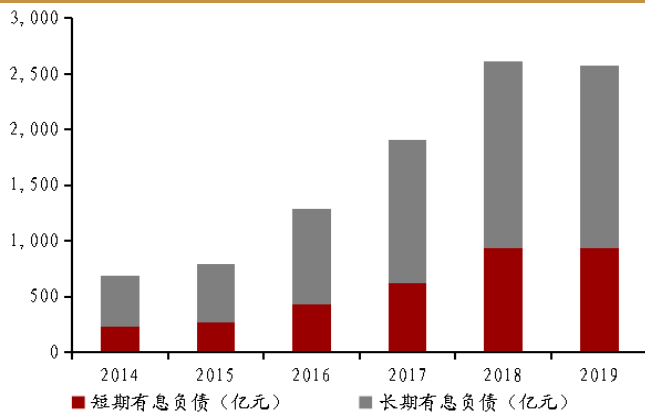
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: 公司净负债率处于行业低位


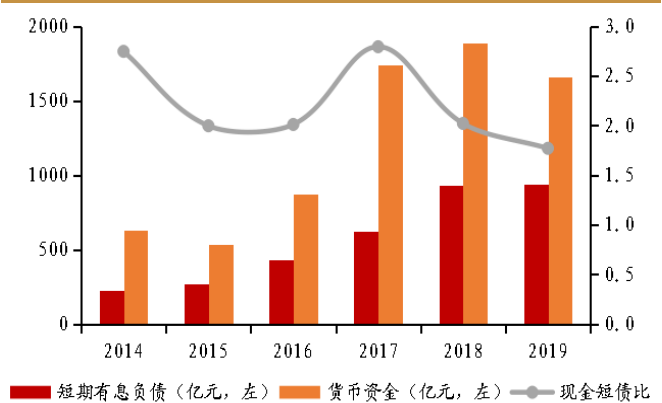
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

负债结构合理, 偿债能力强。 负债结构上, 公司债务以中长期为主, 有息负债中一年以内到期有息负债 938.9 亿元, 占比 36.41%, 一年以上有息负债 1639.7 亿元, 占比 63.59%。从融资对象上看, 银行借款和债券是主要的融资方式, 合计占比 78.6%。从币种看, 人民币负债占了 65%, 外币负债占了 35%。从利率类型看, 固定利率占了 36.5%, 浮动利率占了 63.5%。从境内境外看, 境内负债占了 73.9%, 境外负债占了 26.1%。

2014-2018 年, 公司有息负债规模逐年增加, 但增速有明显放缓趋势。至 2019 年, 公司的有息负债余额为 2578.6 亿元, 较 2018 年末下降 1.28%。有息负债率为 14.9%, 较 2018 年末下降 2.2 个百分点。另一方面, 公司 2019 年现金及现金等价物的期末值为 1661.94 亿元, 同比下降 11.79%, 仍保持充沛。货币资金对短债的覆盖比为 1.77, 比 2018 年有所下降, 依然处于行内较高水平, 公司现金流总体保持强劲。

图 39: 2014-2019 年公司长短期有息负债结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 40: 2014-2019 年公司现金短债比维持在 1.5 以上


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司融资成本维持低位, 信用评级行业领先。 融资方面, 公司 19 年分两次完成总额为 45 亿元住房租赁专项债发行, 发行利率分别为 3.65% 和 3.55%, 公司还完成了 5 亿元超短融发行, 发行利率 3.18%。此外, 公司积极拓宽海外融资渠道, 2019 年公司多次完成美元中期票据发行, 最低票面利率 3.15%。融资成本方面, 公司银行贷款融资成本从 LIBOR 按约定利率上浮不高于 5.88%, 债券融资余额 621.3 亿元, 融资成本从 2.95% 至 5.35%, 其他金融资产融资余额 553.1 亿元, 成本为 3.62% 至 6.16%。

得益于稳健的财务政策，公司在金融市场上获得的信用评价业内领先。2019 年标普、惠誉维持公司“BBB+”的信用评级，穆迪维持公司“Baa1”的信用评级，评级展望均为“稳定”。国内评级机构中诚信证券评估有限公司维持公司主体信用等级 AAA，评级展望稳定。相较于其他龙头房企，万科的信用评级保持行业第一梯队，受到国际评级机构广泛认可。

表 2：截至 2019 年 12 月 31 日的可比公司国际信用主体评级

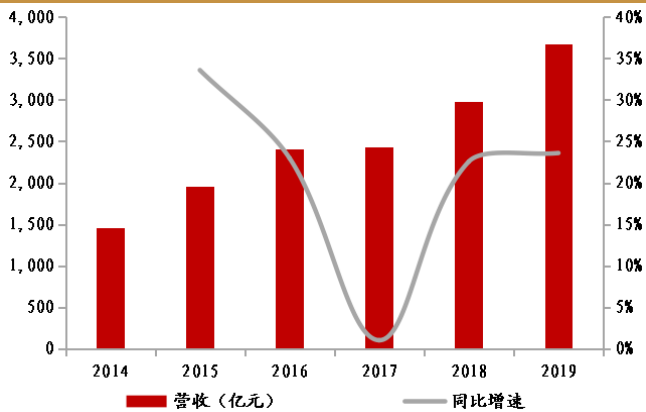
可比公司	国际信用主体评级		
	标普	穆迪	惠誉国际
万科 A (000002.SZ)	BBB+	Baa1	BBB+
中国海外发展 (0688.HK)	BBB+	Baa1	BBB+
华润置地 (1109.HK)	BBB+	Baa1	BBB+
保利地产 (600048.SH)	BBB	Baa2	BBB+
龙湖集团 (0960.HK)	BBB	Baa3	BBB
碧桂园 (2007.HK)	BB+	Ba1	BBB-
中国恒大 (3333.HK)	BB	B1	B+
金地集团 (600383.SH)	BB	Ba2	-
旭辉集团 (0884.HK)	BB	Ba3	BB
绿城集团 (3900.HK)	BB-	Ba3	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

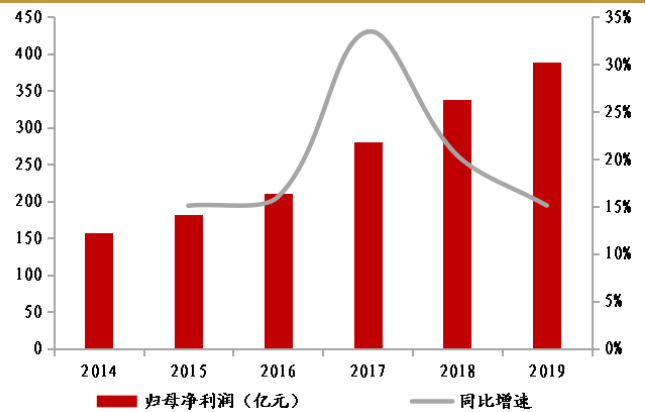
公司持久的财务稳健性和行业低位的融资成本体现了公司突出的抗风险能力，凸显出公司在行业波动下的重要长跑基因。2017 年金融去杠杆以来，部分囤地型房企都面临较大的负债端压力，而万科秉持的谨慎拿地战略有效规避了杠杆风险。另一方面，2020 年新冠疫情对三四线城市房地产销售产生了相对一二线更加直接显著的冲击，而万科聚焦一二线的区域深耕战略使之基本避过了销售去化风险，也让公司在疫情中不必通过降价促销的“自损”方式来透支未来业绩表现。

2.4 盈利能力领先，成长稳健

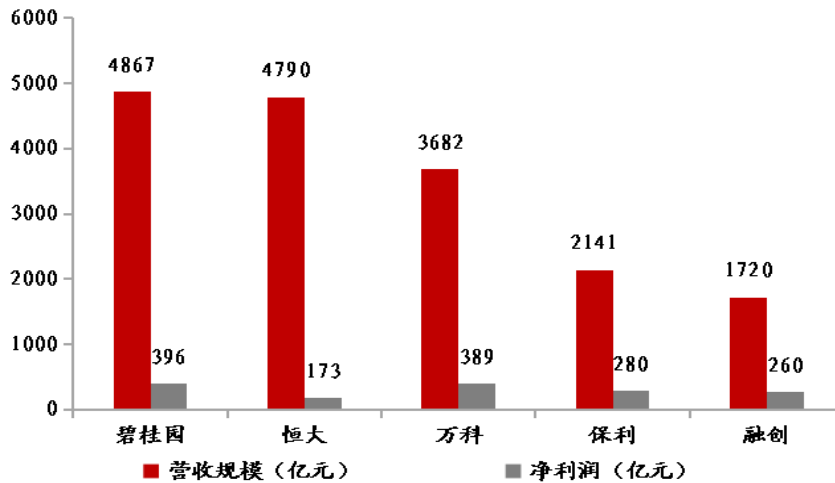
营收和利润规模稳健增长，盈利能力持续领跑。公司 2019 年营收同比上涨 24%，达到 3679 亿元，2014-2019 年营收规模 CAGR 约 20%；2019 年归母净利润同比增长 15%，达到 389 亿元，2014-2019 年规模净利润规模 CAGR 约 20%，近 6 年公司营收和利润规模实现双 20%的年均增长，稳健提升，营收和规模均保持行业龙头位置。

图 41: 2014-2019 年营收规模 CAGR 约 20%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 42: 2014-2019 年归母净利润 CAGR 约 20%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

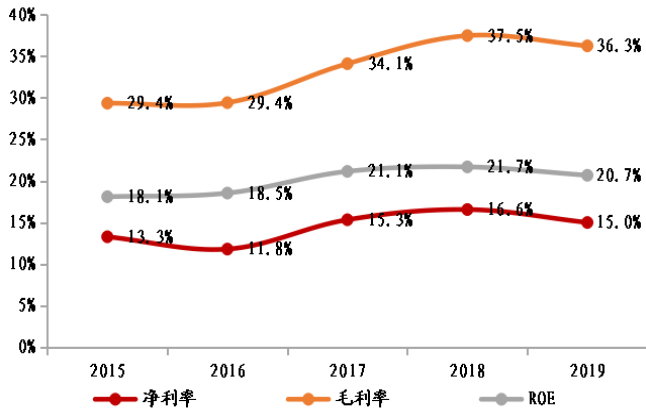
图 43: 2019 年龙头房企营收和净利润规模对比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

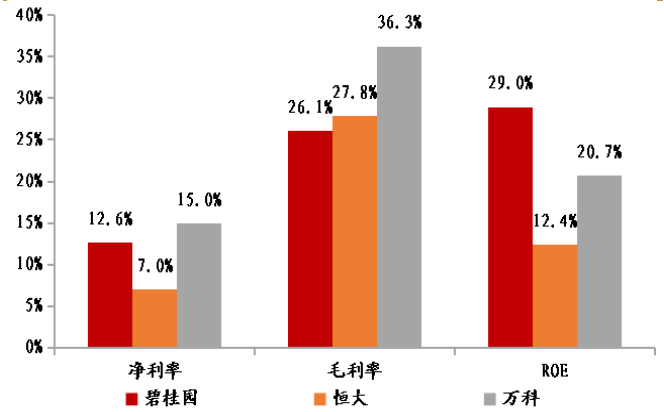
卓越的公司战略, 促进盈利能力长期领先。2010 年面对行业严调控, 公司率先提出著名的“5986”高周转模式, 即 5 个月开工、9 个月销售、第一个月卖出 80% (60% 是住宅)。公司坚持大众住宅定位, 销售去化保持稳定, 2013 年以来公司 144 平米以下户型占比一直超过九成。公司高周转策略提高了资金使用效率、提升了公司盈利能力, 15-19 年公司毛利率、净利率和 ROE 稳健提升, 分别由 29.4%、13.3% 和 18.1% 提升至 36.3%、15.0% 和 20.7%, 公司盈利能力的提升也反映了公司战略的卓越性。与 Top3 的恒大、碧桂园相比, 万科盈利指标整体更好, 净利率和毛利率均处于领先地位, 主要原因在于公司稳健的高周转战略以及出色的成本控制水平。

近些年, 中央坚持“稳地价、稳房价、稳预期”, 房企以往囤地模式不再可行, 公司推行的高周转也成为行业主流。2019 年公司总资产周转率为 22.58%, 较 2016 年有所下降, 一方面来源于整个行业商品房销售上升速度受限, 另一方面也因为公司为长远发展考虑近两年拿地边际逐渐积极化。尽管如此, 公司总资产周转率依然高于行业整体水平, 助力推升公司盈利水平。

除此以外，公司还率先引进“小股操盘”，输出品牌与管理经验，提升 ROE 水平：2013 年公司开始引进美国铁狮门“小股操盘”模式，通过在合作项目中投入少量资金，获取项目整体运营权。一方面能解决合作方操盘能力不足等问题，另一方面也能减少公司单一项目资金沉淀，获取管理费用等更多收益，提高 ROE 水平。

图 44：15-19 年公司净利率、毛利率及 ROE 稳步提升


数据来源：Wind，西南证券整理

图 45：19 年公司毛利率和净利率均位居 top3 房企首位


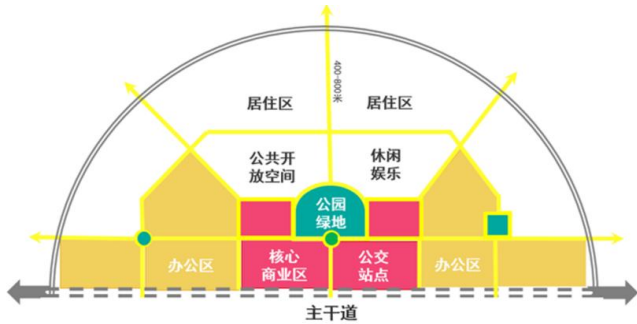
数据来源：Wind，西南证券整理

2.5 未来突破口一：深铁“轨道+物业”合作模式

深圳地铁与万科拟成立合资公司，共同打造“轨道+物业”模式。深圳地铁作为深圳国资委旗下土储最丰富的国有独资大型企业，在宝万之争中接盘华润和恒大股份成为万科新晋大股东。入驻以来，深铁集团全力支持公司混合所有制结构和事业合伙人机制，支持公司城市配套服务商战略，支持公司稳定健康发展。2020 年 6 月底，万科宣布与深铁签署备忘录，计划成立一家 50%:50% 的合资公司，注册资本暂定为 10 亿元，以市场为导向，承接深圳新基础设施和轨道相关的重点领域和重点项目，探索在粤港澳大湾区等重点城市建设 TOD 大型项目。可以预期，深圳地铁与万科的深度合作进程正在逐步铺排之中。

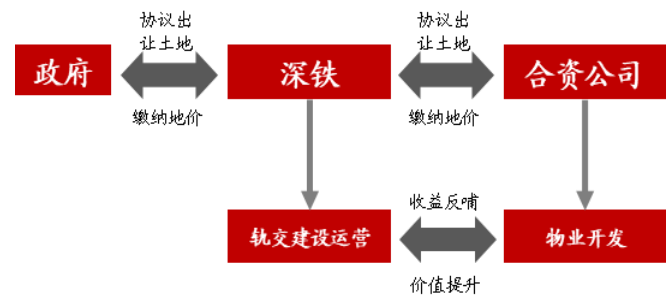
“轨道+物业”模式将促进万科和深铁发挥各自优势。近年来随着城市规模的快速发展，城市面临交通拥堵、土地资源紧张等问题，“轨道+物业”的 TOD 模式成为较好的解决模式，即在临近轨道交通站点周边，将住宅、办公、商业和景观环境等融入项目中，形成由高密度开发的交通综合体向外扩展的低密度区域（住宅、办公等）的整体结构。深圳地铁与万科的合作，能够充分发挥各自的优势，合作模式上可能为深铁承接政府用地并负责地铁建设运营，土地协议承包给与万科成立的合资公司进行物业开发，部分收益反哺地铁开发的模式。深铁专注于城市轨道交通建设，万科专注于物业开发，强化城市配套服务能力，轨道交通的建设能够带动区域经济发展并提升周边物业价值，而周边物业开发带来的收益，深铁资源丰富，未来势将成为公司一大潜力增长点。

图 46：“轨道+物业”的 TOD 模式



数据来源：西南证券整理

图 47：深圳地铁和万科未来可能的合作模式



数据来源：西南证券整理

深铁和万科的合作有望在粤港澳大湾区快速落地。粤港澳大湾区规划落地后，香港、澳门、广州、深圳等地均发布了 TOD 枢纽发展规划，TOD 模式在香港运用的较为成熟，覆盖了香港 45%以上的人口，万科深铁未来的合作项目有望在粤港澳大湾区快速落地。2020 年 5 月 16 日，万科与深圳地铁斥 60 亿元共同开发佛山南海某地块，项目占地面积 17.8 万方，建筑面积 48.1 万方，可售建筑面积 42.8 万方，折合楼面价约 1.3 万元/平。万科与深铁拟共同投资设立项目公司，其中佛山万科持股 51%，深铁置业持股 49%。预计未来股东双方将在该项目投入建设资金不超过人民币 60 亿元；按股权比例计算，佛山万科需投入的资金不超过人民币 30.6 亿元，深铁置业投入的资金不超过人民币 29.4 亿元。以上项目是深圳地铁入股万科以来的首次合作，但并不是双方历史上的首次合作。

早在 2014 年 11 月，万科以 45.3 亿元中标的深圳地铁红树湾物业开发项目，就是与深圳地铁协议开发，其中万科占 49%权益，深圳地铁集团占 51%，该项目预计 2021 年竣工。红树湾项目位于深圳市中心区最优质的地段，这一项目也被视为万科转型城市配套服务商的标杆之作；2016 年，深圳地铁和万科签署战略合作备忘录，并启动了首个合作开发的入市项目——深圳 HBC 汇隆中心。

可以预见的是，在不久的将来，深圳地铁集团+万科的组合，将不再只局限于深圳，“轨道+物业”的先进模式，也有望随着轨道的延伸，向更多城市复制输出，促进更多城市经济圈的形，推动我国城镇化发展进程，围绕国家“一带一路”战略和深圳建设全国经济中心城市的目标要求，加快“走出去”步伐。

“轨道+物业”新模式未来具有无限的超预期潜力。对万科来说，与深圳地铁合作开发意义极为深远，不仅仅在于获得一个或几个优质项目，更重要的是，双方共同实施“轨道+物业”的发展战略，未来随着地铁线路的延伸，万科将有机会以合理价格获得源源不断的开发资源，一举解决核心城市土地资源紧缺的问题，让全体股东都能分享地铁经济所带来的巨大红利。

表 3：深圳地铁合作项目整理

时间	类型	合作项目	可售建筑面积 (万方)
2014.11	战略合作	红树湾物业开发项目	57
2016.3	战略合作	深圳 HBC 汇隆中心	14.2
2020.5	关联交易	佛山南海新交通车辆段上盖项目	42.82

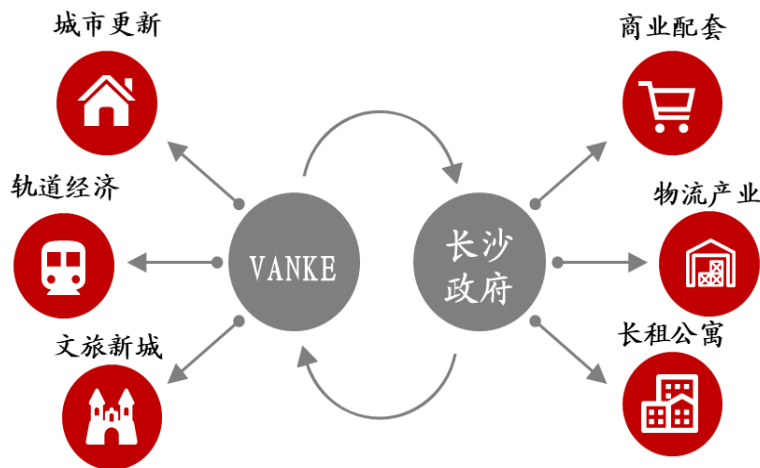
数据来源：公司官网，西南证券整理

2.6 未来突破口二：中心城市综合投资模式

2020年6月23日长沙市人民政府与万科签订战略合作框架协议,万科拟投资1200亿,从城市更新、轨道经济、文旅新城、城乡一体、商业配套、长租公寓、物流产业等多个领域全方位参与长沙城市建设与发展。此前2017年10月12日,成都市人民政府也与万科签订战略合作协议,投资金额也很高,为公司在中西部的销售和业绩打下坚实基础。从单个业务来看,地产开发门槛低,长租公寓、物流地产、城市更新见效也很慢,但通过整合这些业务能力从空间上锁定一个城市的重大投资机会,则表现出万科作为优质房企的“护城河”优势。从这个角度来看,2014年以来万科对地产相关产业链的探索在进入收获期,城乡建设与生活服务商的战略在逐步清晰落地。

展望未来,中心城市综合投资模式或将被复制到其他新一线及二线城市,全面带动万科产业发展。从万科“城乡建设与生活服务商”的战略定位出发,长沙可能会是公司城市建设试点的重要一站,未来在积累了足够的经验与成果以后,可以期待把这种综合投资模式的成功经验复制到其他核心城市,这将有望进一步提振公司在开发、物业、物流、长租公寓等多个领域的发展,成为公司发展另一潜在突破口。

图 48: 万科与长沙市政府合作, 全面落地多样化城市配套产业

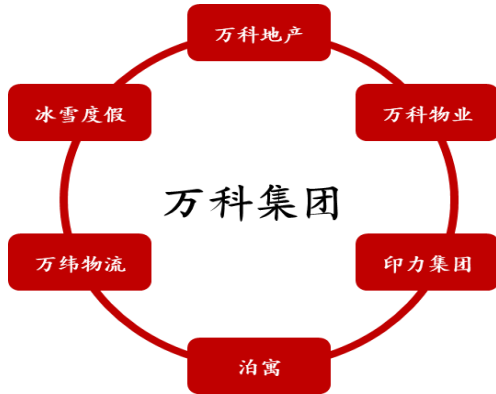


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 多元并举保发展, 分项估值可期待

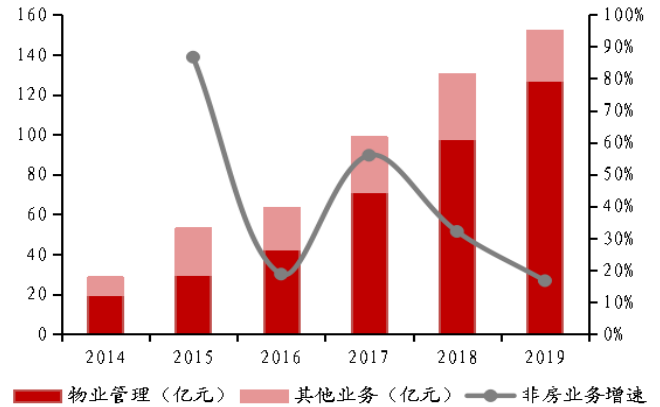
打造“1+N”多元业务体系, 铸就不动产平台管理公司。万科以房地产业务为主业, 协同发展物业、商业、物流和长租公寓等多元化业务, 打造“1+N”的不动产平台管理公司。公司自2014年开始大力推进多元并举的发展战略, 目前物业服务、物流仓储、商业地产和长租公寓等领域已处于行业领先水平, 具备规模经营、管理经验等方面优势, 未来随着行业发展多元化业务存在超预期可能。2015-2019年, 公司除物业销售外取得的收入由53亿增长至152亿, 复合增长率30%。

图 49: 旗下业务品牌概览



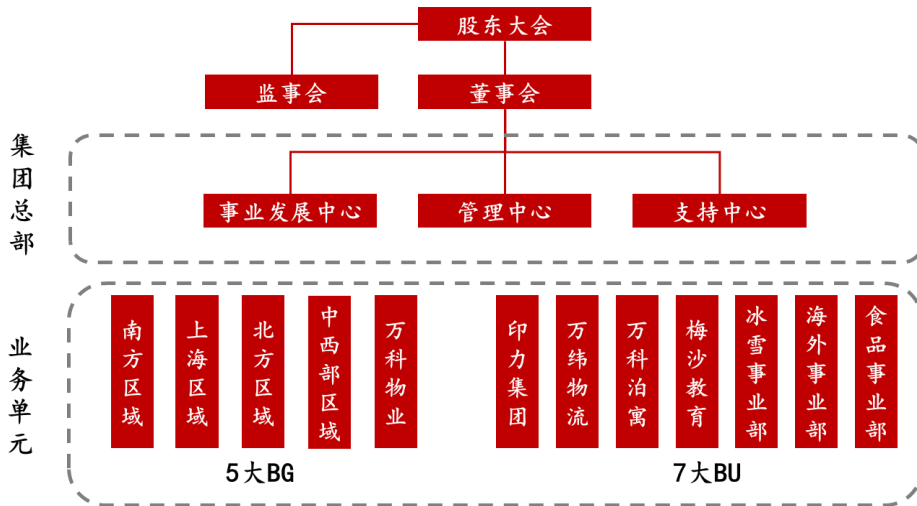
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 50: 2015-2019 年公司地产开发以外收入



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 51: 公司业务架构 (5 大 BG、7 大 BU)



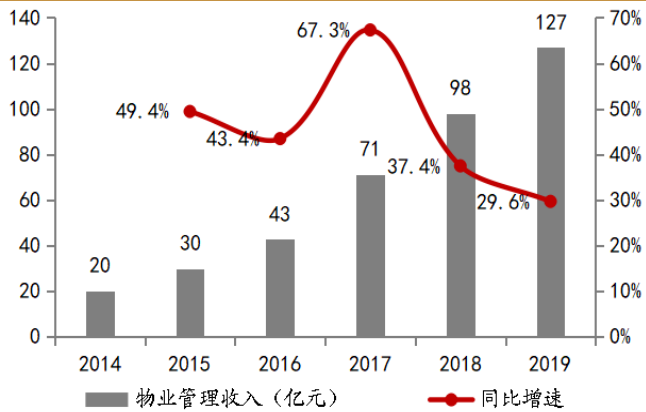
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.1 物业管理

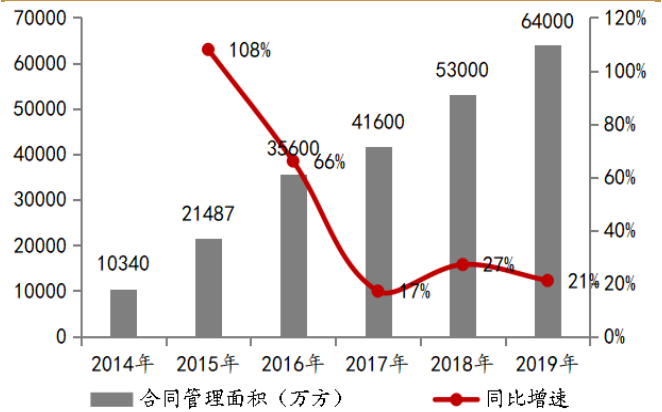
万科旗下子公司 (直接持有 63% 股份) 万科物业成立于 1990 年, 最早负责接管多层住宅小区深圳天景花园, 此后业务逐渐拓展至商企物业服务、社区生活服务等六大板块。万科物业发展 30 年始终围绕客户需求, 不断进行服务模式以及业务模式的创新变革, 作为龙头企业, 以创新精神引领着物管行业变革发展。公司管理服务能力突出, 连续多年获得诸多荣誉: 万科物业已连续十年蝉联“中国物业服务百强企业综合实力 TOP1”, 连续五年蝉联“中国房地产开发企业 500 强首选物业品牌”榜首, 连续三年获“中国特色物业服务领先企业——企业总部基地”称号。

物业营收和合同面积保持高速增长。2014-2019 年, 公司物业服务收入从 20 亿元增长至 127 亿元, CAGR 高达 45%, 占万科集团总营收的比重也稳步提升到 3.45%。同期合同管理面积从 10340 万方增长到 64000 万方, CAGR 高达 44%。考虑物管行业格局较为分散,

而公司住宅开发龙头地位稳固，未来销售市占率提升有望带动物业市占率的提升，外延式并购也将助公司进一步扩大市场份额。

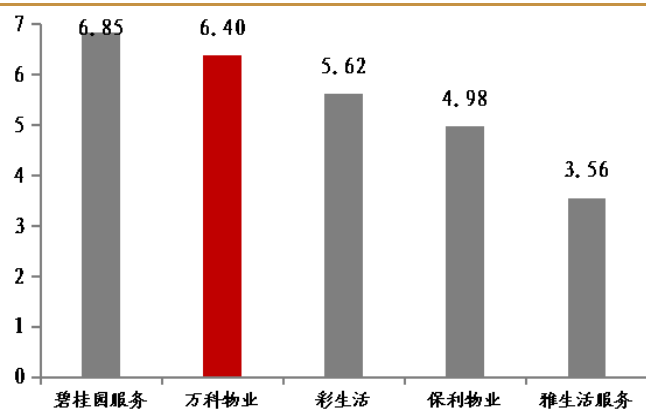
图 52：2014-2019 年物业管理收入 CAGR 高达 45%


数据来源：Wind，西南证券整理

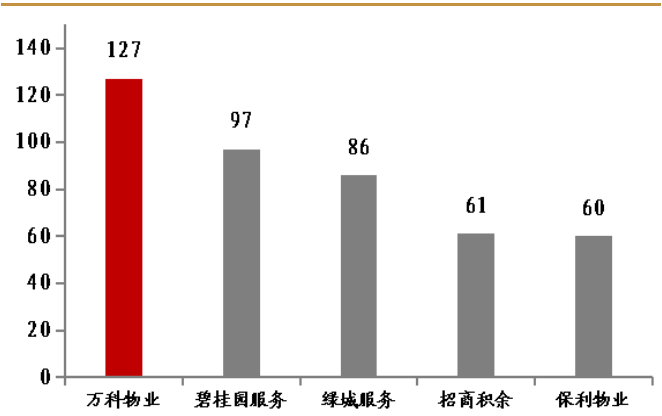
图 53：2014-2019 年物业合同管理面积 CAGR 高达 44%


数据来源：Wind，西南证券整理

公司营收、合同管理面积规模和综合实力均领跑全行业。万科物业是物业管理行业领跑者，可以体现在营业收入和合同管理面积两个方面。截至 2019 年底，万科物业累计签约面积 6.4 亿平米，同比增长 26.1%，其中在管面积 4.5 亿平米，储备面积 1.9 亿平米。2019 年公司合同管理总面积在所有主流物管公司中排名第二，在管面积排名第一，大幅领先其他物管公司。营收方面，公司 2019 年物管收入 129 亿元，位居行业第一，是第二名（碧桂园服务）的 1.3 倍。万科物业综合实力持续领跑行业，连续 10 年排名中国百强物管公司第一名。

图 54：19 年物管公司合同面积 6.4 亿平位居行业第二


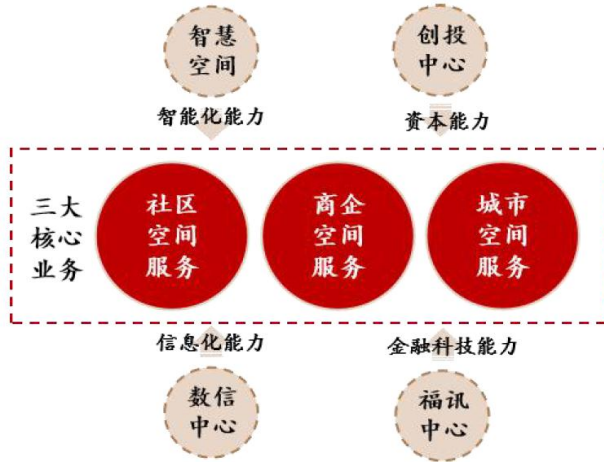
数据来源：Wind，西南证券整理

图 55：19 年物管公司营收 129 亿元位居行业第一


数据来源：Wind，西南证券整理

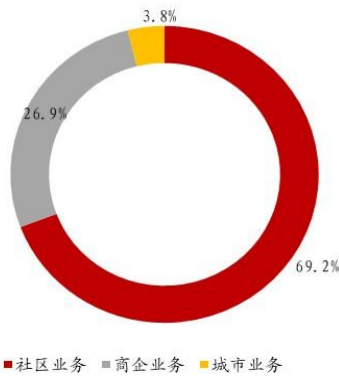
万科物业核心业务呈现三驾马车结构：社区空间服务、商企空间服务和城市空间服务。根据公司管理层公开透露，2019 年住宅服务营收约 90 亿元、商企服务约 35 亿元、城市空间服务业务约 5 亿元，分别占比 69.2%、26.9% 和 3.8%。从项目个数上看，截止到 2019 年，公司住宅项目 2663 个，占比 72.4%；商企业项目 1009 个，占比 27.4%；城市空间服务项目 5 个，占比 0.1%。

图 56: 万科物业三大核心业务+四大支持类业务



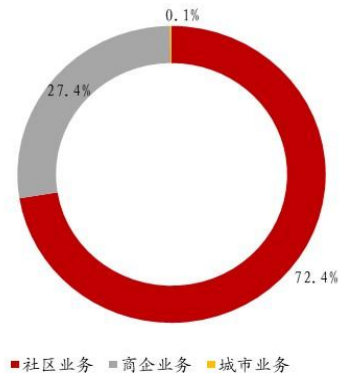
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 57: 万科物业 2019 年业务营收结构



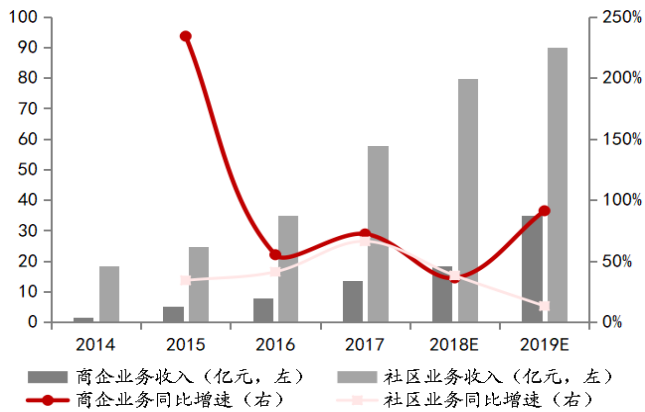
数据来源: 公司公开讲座, 西南证券整理

图 58: 万科物业 2019 年业务项目数结构



数据来源: 公司公开讲座, 西南证券整理

万科物业三大业务均处于业内领先地位。1) 社区服务: 主要包括基础物业服务、开发商前期服务和社区资产服务, 在内生外延的驱动下, 2014-2019 年公司住宅业务营收由 18.4 亿元增长至 90 亿元, CAGR 达到 37%; 2) 商企服务: 主要包括资产管理服务及设施设备管理服务两大类, 2014-2019 年商企业业务营收由 1.5 亿元增长至 35 亿元, CAGR 达到 88%, 2020 年 4 月万科物业和戴德梁行合资成立万物梁行, 管理项目面积超 1 亿平方米, 管理项目数 1000 余个项目, 现为大中华区商管第一; 3) 城市服务: 主要包括城市空间服务、公共资源经营管理服务、公建项目管理服务三大类, 截止 2020 年 7 月已成功落地珠海横琴、厦门鼓浪屿等 9 个项目, 占地面积超过 1715 平方千米, 覆盖人群超过 531 万人, 业务已初具规模。

图 59：14-19 年住宅业务及商企业务营收及增速


数据来源：公司讲座，西南证券整理。（备注：14-18 年社区业务收入通过万科并表物业收入-商企业务收入所得，其中 18 年为预期数；19 年社区业务为实际公布数据，根据总营收-社区业务营收-城市空间业务营收得到商企业务收入）

图 60：19 年城市服务业务已落地项目分布


数据来源：公司官网，西南证券整理

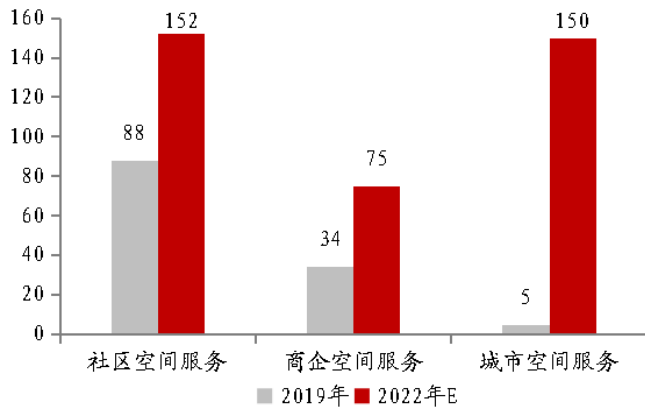
表 4：截止 2020 年 7 月万科物业城市空间服务落地项目概况

项目	委托方式	覆盖面积 (平方公里)	常住人口 (万人)	概述
珠海横琴新区	股权合作 (珠海大横琴城资)	106	0.8	中国 (广东) 自贸区, 重点发展旅游等产业
雄安新区	股权合作 (河北雄安城资)	100	105	国家级新区, 北京非首都功能疏解集中承载区
成都高新区	股权合作	613	123	国家级高新技术开发区
青岛动车小镇	股权合作	83	11	国家高速铁路技术创中心, 重点发展轨交等产业
厦门鼓浪屿	股权合作 (厦门思明城资)	1.9	1.4	5A 级景区, 旅游人口众多
广州白云区	股权合作 (广州城市空间运营管理)	796	271	全国科创百强区、全国新型城镇化百强区
江门人才岛	股权合作	12.7	4 万人 (规划 7 万人)	粤港澳大湾区承东启西关键节点
武汉江汉老旧城区	股权合作	3.0	15	核心城市老旧城区
成都轨道交通	股权合作 (成都轨道万科物业有限公司)	-	-	物业+TOD 新模式

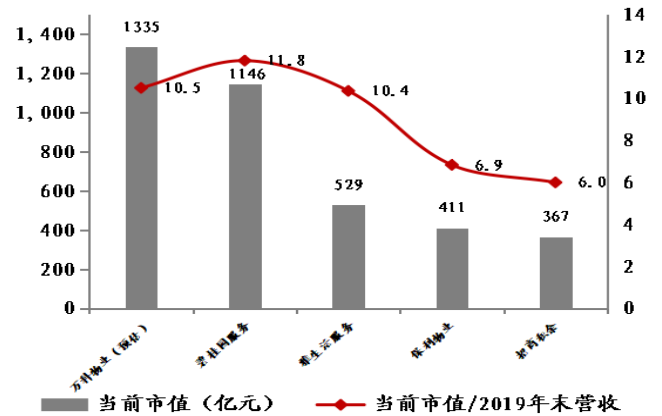
数据来源：公司官网，百度百科，西南证券

展望未来，万科物业预计在 3-5 年营收将超过 300 亿元。万科物业尚未上市，住宅空间业务内生外延，未来形成高质量的增长；商企空间业务与戴德梁行强强联手打造行业巨头，高增长速度将带动公司营收整体抬升；城市空间服务落地项目形成规模化，未来营收有望再造一个万科物业。万科物业在住宅空间服务、商企空间服务和城市空间服务三大板块上均占据行业龙头地位，抢占未来物业行业主赛道，未来 3-5 年万科物业营收预计将超过 300 亿元，行业地位巩固地同时，不断开拓新的蓝海业务，公司业绩爆发性增长可期。

万科物业稳居行业龙头，赛道布局完善，可能成长为平台型物管公司，预计未来市值将超 1300 亿元。万科物业具有高成长性且业务布局的住宅、商企和城市服务三大领域均为龙头，对标碧桂园、保利物业、雅生活服务 and 招商积余等公司，可比公司当前市值/2019 年营收比值平均为 8.8 倍，作为物管行业龙头，万科物业布局住宅、商企和城市三大赛道，在竞争格局方面更容易形成“2+1+N”的头部平台型物业管理公司，我们保守按平均水平上给予 20% 的溢价，预计万科物业合理市值应在 1335 亿人民币左右。

图 61: 公司预计未来 3 年营收超过 300 亿元


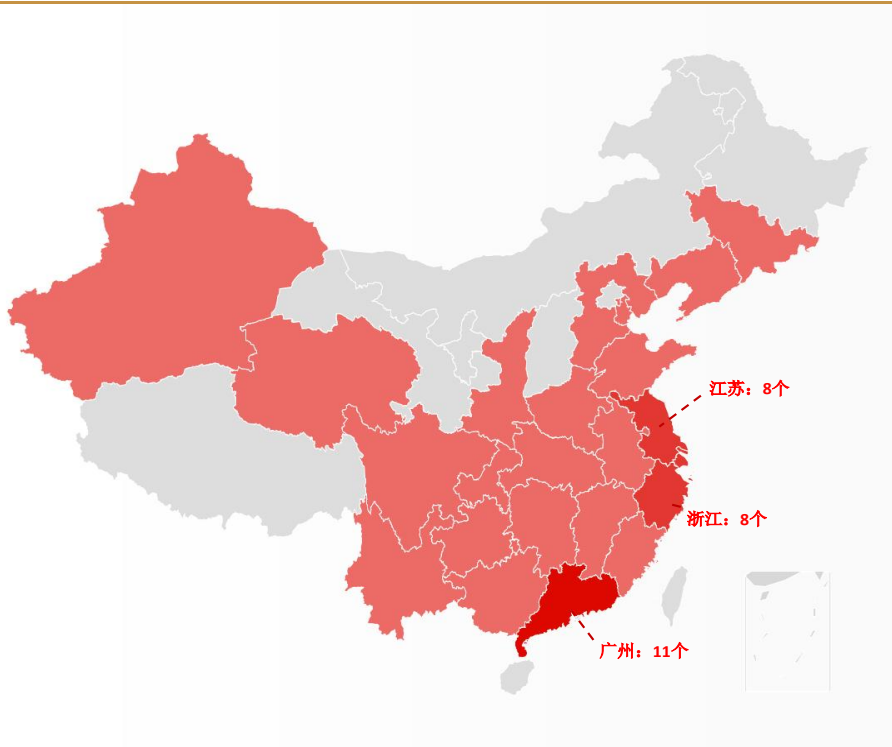
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 62: 万科物业预计估值在 1335 亿元左右


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 物流仓储

2014 年万科领先其他传统开发商, 率先成立物流地产事业部, 战略布局物流地产; 2015 年万科集团正式推出独立物流品牌——万纬。经过近四年发展, 已成为国内领先的物流服务商。万纬物流, 是万科集团迈向“城乡建设及生活服务商”的重要里程碑。公司业务聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市, 专注于高标仓储投资选址、开发建设、招商运营、资产管理等环节。万纬核心业务覆盖全国 45 个城市。

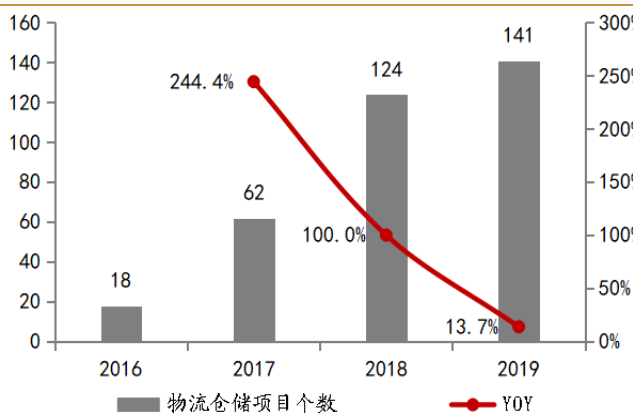
图 63: 公司项目区域分布


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

万纬物流持续完善全国地网布局，可租赁建面规模和项目数飞速提升。2019年万纬物流新获取项目21个，合计可租赁物业的建面约191万平方米。截至目前，万纬物流已进驻45个城市，获取141个项目，可租赁物业的建面逾1100万平方米，主要布局在全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市。2016-2019年万纬物流可租赁项目规模和项目个数年复合增长率分别达94.7%和98.6%，增长显著，近两年增速趋于平缓，但仍保持稳步提升。

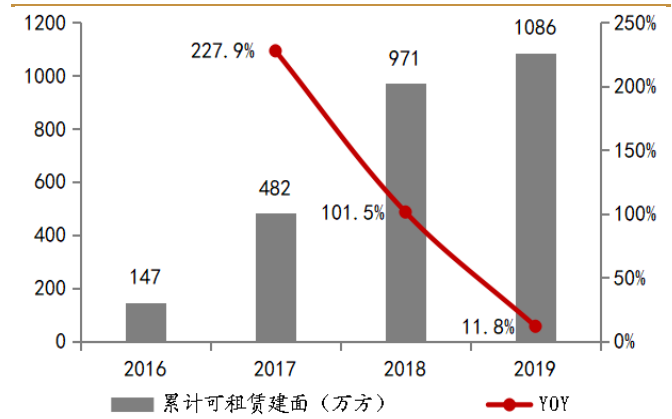
目前万纬物流共稳定经营53个项目，其中高标库稳定运营项目平均出租率为92%，冷库的全年仓库使用率为82%。此外公司物流地产毛利率（参照南山控股旗下宝湾物流，58.75%）显著高于房地产开发主业（36.52%）、物业管理业务（18.57%）等其他业务，未来业绩增长空间大。

图 64：16-19 年物流仓储项目个数 CAGR 高达 98.6%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 65：16-19 年物流仓储可租赁建面 CAGR 高达 94.7%



数据来源：公司公告，西南证券整理

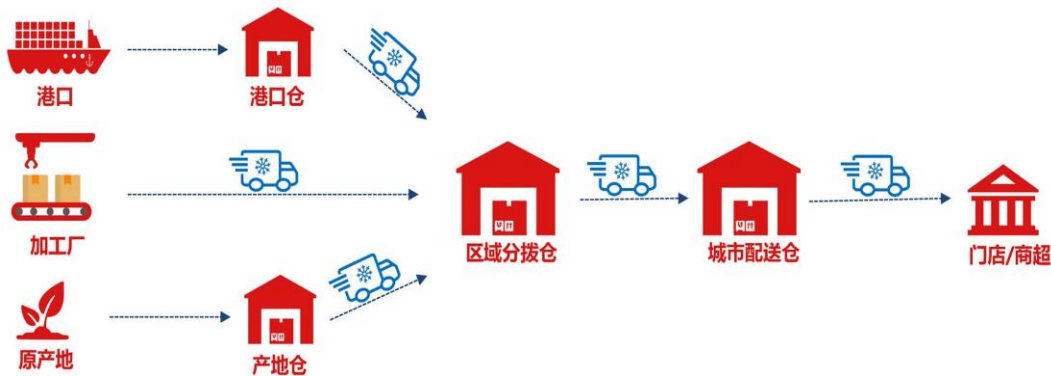
万纬物流业务主要为高标仓储和冷链物流两大业务双轮驱动。万纬物流服务客户超过700家，业务模式以高标仓储和冷链物流为主，其中高标仓规模目前达到全国第二，冷库规模达到全国第一，客户涵盖电商、快递、制造业等各个领域。

1) 高标仓储：万科高标仓储业务布局全国47个城市，拥有123个高标库，在国内核心物流节点城市已形成全国性高标仓储网络，可为客户提供高端、标准化物流仓储设施，包括投资选址、开发建设、招商运营、资产管理等环节。公司注重产品质量，致力于提供高标准产品力服务，开发建设上公司以9大标准要求自已，覆盖地下工程施工、装配整体式混凝土框架结构、轻型门式钢架结构等多个方面。

2) 冷链物流：万纬物流在全国在建及运营项目25个，累计已入驻21个城市，覆盖国内一二线城市及内陆核心城市。公司采用国际先进的仓库设计及制冷工程技术，具备全国性、一站式的仓储、干线、配送等专业服务能力，2019年位居全球温控仓储服务商排名第10名，是国内唯一上榜企业。未来公司计划继续完善全国布局，覆盖上游港口仓和产地仓、中游交易仓、下游区域分拨仓和城市配送仓，实现全网络、全场景、全链条的一站式供应链服务。

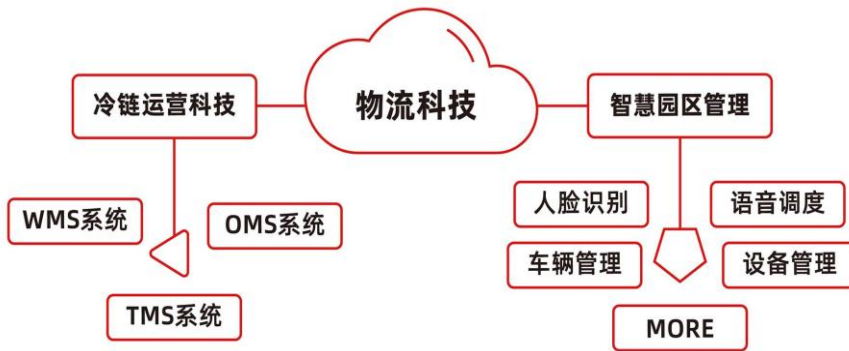
万纬物流积极拓展科技赋能业务，成立信息团队发展物流科技。万纬信息团队致力于建设OTWB体系（O订单管理-T运输管理-W仓储管理-B计费管理）来为冷链运营提供技术保障。同时公司通过与微软、杉树科技等国内外顶尖科技公司达成战略合作，未来将发挥人工智能优势，实现园区管理、仓库管理全面智能化。

图 66: 万纬物流业务流程图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 67: 物流科技业务模式



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司市占率不断提升, 仅次于普洛斯。2019年5月, 根据 CNPP 数据研究, 万纬物流被评为中国物流地产十强, 并位居第二, 仅次于物流巨头普洛斯。普洛斯是全球物流地产领域翘楚, 目前在中国、日本、巴西和美国等地持有或管理的物流地产面积约 5500 万平方米, 对应的资产价值约 410 亿美元。普洛斯在中国处于绝对领先地位, 其市场份额超过第 2 到第 6 名的总和。2019 年万纬物流市占率达到 7.30%, 较 2018 年上升 1.60%, 位居行业第二。

图 68: 2018 年万纬物流市占率为 5.7%

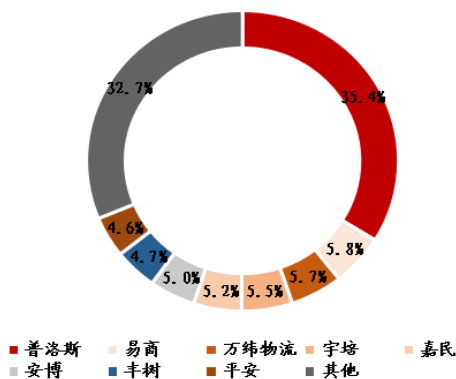
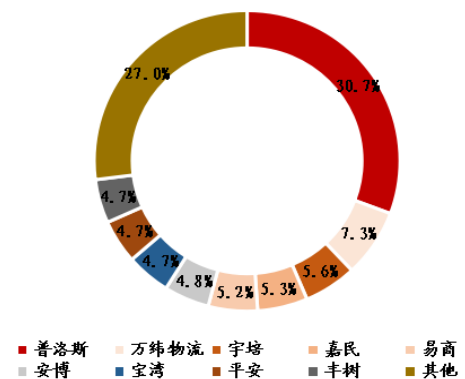


图 69: 2019 年万纬物流市占率提高至 7.3%



数据来源: CNPP 数据, 西南证券整理

数据来源: CNPP 数据, 西南证券整理

收购普洛斯强化业务协同效应, 并购太古冷链积极拓展战略资源。1) 2017 年公司参与普洛斯私有化, 出资 157 亿元购入 21.4% 股权, 成为普洛斯第一大股东。万科与普洛斯联姻将产生巨大的业务协同效应, 进一步巩固万科物流地产龙头地位; 2) 2018 年融合太古冷链物流平台, 加速布局冷链物流全国业务版图, 实现冷链规模及运营能力的升级。并购太古冷链之后, 近两年万维物流又先后与佳沛、卓莓、褚橙、费列罗等多家食品生鲜公司展开战略合作。

表 5: 近三年万纬物流战略合作动向

日期	内容
2017.7.14	万科拟收购物流巨头普洛斯股权
2017.9.7	万纬物流与顺丰速运开展战略合作
2018.11.07	万维物流与佳沛开展战略合作
2018.12.13	万纬物流与广西新中产业投资有限公司开展战略合作
2018.3.22	万纬物流与锐特信息开展战略合作
2018.3.23	万纬物流与工商银行上海分行开展战略合作
2018.3.7	万纬物流与新松机器人开展战略合作
2018.7.9	万科物流并购太古冷链, 加速布局全国冷链版图
2019.1.20	万纬物流与中天集团开展战略合作
2019.1.22	万维物流与卓莓开展战略合作
2019.2.20	万纬物流与褚橙开展战略合作
2019.2.28	万纬物流与费列罗开展战略合作
2020.7.2	万纬物流与佳沛开启新五年战略合作

数据来源: 公司官网、西南证券整理

基础设施 REITS 推进为物流仓储提供运营保障。2020 年 4 月 30 日, 中国证监会和国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITS) 试点相关工作的通知》, 从融资端看, 通过 REITS 实现权益份额公开上市交易, 能有效盘活存量资产, 提升直接融资比重, 降低企业杠杆率。基础设施 REITS 优先支持的行业有基础设施补短板行业, 其中主要包括物流仓储行业。公司旗下的万纬物流十分受益公募 REITS 产品的持续推进, 未来公司运营能力将进一步加强。公募 REITS 的推进有望真正意义上打通“开发——运营——基金退出——新投入”的闭环, 实现仓储物流的跨越式发展。

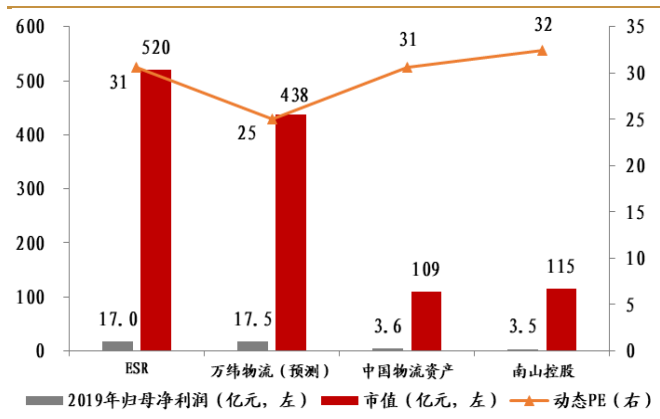
2020 年 6 月, 万纬物流首期纯权益型类 REITs 在深挂牌。本次发行的类 REITs, 是国内目前最接近境外成熟市场 REITs 的产品之一, 其成功发行, 意味着万纬物流的资产价值与专业运营能力获得了市场认可, 进一步实现了资产良性发展, 同时也为国内公募 REITs 的试点进行了积极探索。

展望未来, 疫情催生物流仓储新需求。2020 年新冠肺炎引起的居家隔离模式大大促进了生鲜电商、冷链物流等行业的突破性发展, 同时长期来看也推动了新消费习惯的形成和中老年人新用户群体的产生。这些都将成为助推未来物流仓储行业快速发展的催化剂, 而万纬物流作为行业领军者, 国内最大物流地产商大股东, 提前布局抢占市场, 未来将能充分享受行业红利。

高标仓储方面，我国的高标库市场从几年前就开始对电商平台的高依赖度，而随着未来电商、快递在全国尤其是中西部地区的加速布局，区域市场经济崛起也将为高标库市场创造长期空间。冷链物流方面，近年来冷链政策发布频率越来越密集，按照不同属性、针对性强、同时针对不同企业在不同领域支持程度完全不同。针对行业的问题，政策对症下药，这也意味着冷链物流越来越受到国家政府的重视，随着各种利好政策的发布，冷链物流将迎来新的机遇发展期。

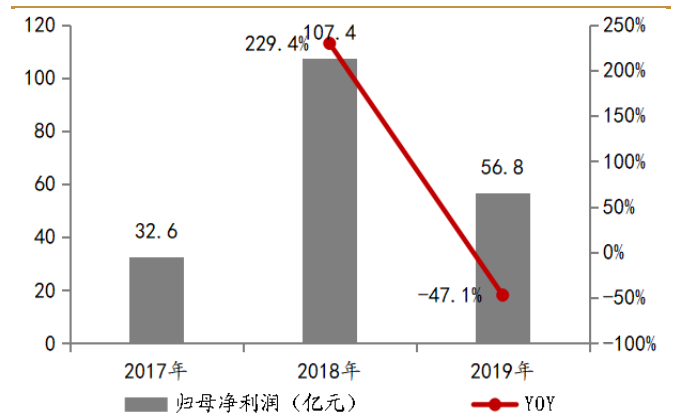
万纬物流估值分为公司本身股权价值和普洛斯中国股权价值两部分，合计市值预计超 500 亿元。1) 万纬物流自身股权价值：根据可比公司（ESR、中国物流资产和南山控股）管理面积、租金与净利润等指标，假设万纬物流单方租金为 55 元/平/月、管理面积为 1100 万方、出租率为 96%、净利率为 25%，估算得 2019 年万纬物流营收约 70 亿元，归母净利润达 17.5 亿元，可比公司平均 PE 约 25 倍，估算得公司本身股权价值约 438 亿元；2) 普洛斯中国股权价值：普洛斯中国 2019 年营收约 69 亿元，归母净利润约 57 亿元，参考国内物流地产企业，给予 30 倍 PE 估值，普洛斯中国股权价值约 1710 亿元，万科持股 21.4%，持有普洛斯中国股权价值约 366 亿元。因此万科旗下物流合计估值约 804 亿元。

图 70：万纬物流自身股权价值预计为 438 亿元



数据来源：CNPP 数据，西南证券整理

图 71：2019 年普洛斯中国归母净利润约 56.8 亿元



数据来源：CNPP 数据，西南证券整理

3.3 商业开发运营

2016 年 8 月万科通过成立基金平台公司（基金组成包括万科全资子公司 Vanke SPV 全资持有的有限合伙人 I，持有 50% 权益的优先合伙人 II 以及持有 40% 权益的普通合伙人）以 128.7 亿元收购印力集团 96.5% 股权，成为其核心股东，并将其打造为万科商业地产开发管理的平台（目前尚未并表）。2018 年印力、万科联合 TRIWATER 基金以 83.65 亿元收购凯德在国内的 20 个商业项目。截至 2019 年底，印力运营管理项目 108 个，覆盖 50 多个城市，管理面积近 900 万平方米，其中已开业 644 万平方米。区域分布上，印力集团重点布局北京、上海、杭州、广州、武汉、西安六大核心城市区域。

图 72: 印力集团项目区域分布

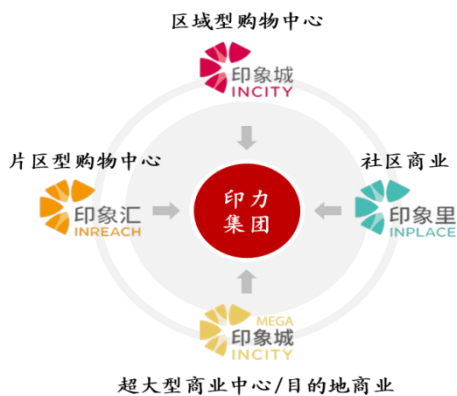


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

印力管理面积规模保持稳定, 逐渐打造募投管退的资本市场闭环。2017 年-2019 年印力管理面积规模由 1000 万方降至 900 万方, 项目数由 172 个降至 108 个, 主要原因在于: 第一、印力打造募投管退的资本市场闭环, 如 2017 年底印力集团携手信城不动产联合拿地, 并在 2018 年 10 月正式开业, 最终于 2020 年 5 月 12 日印力退出三林印象城项目, 完成资本市场闭环; 第二、万科集团在“聚焦收敛、巩固提升基本盘”的整体方向下, 更聚焦主营业务, 对资产结构进行优化, 陆续剥离酒店、写字楼等非主营业务和部分轻资产项目, 以进一步专注于购物中心的运营和提升。

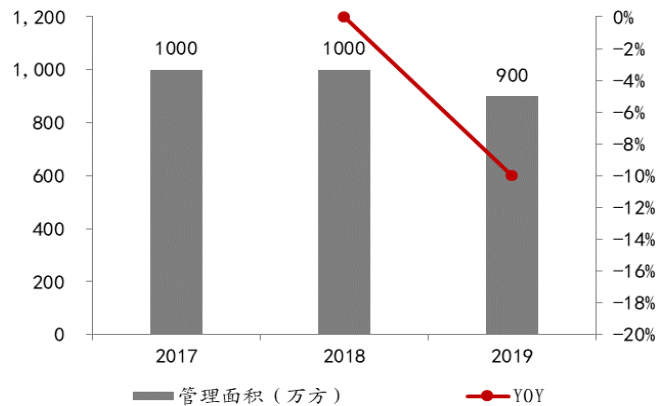
印力打造四大成熟商业产品线。印力针对不同的客群和定位打造四大产品线: 1) 针对区域全客群, 定位区域性购物中心, 打造印象城; 2) 针对片区家庭客群, 定位片区型购物中心, 打造印象汇; 3) 针对城市大型综合体客群, 定位超大型商业中心/目的地商业, 打造印象城 MEGA; 4) 针对社区家庭客群, 定位社区商业, 打造印象里。四大产品线相辅相成, 互相补充。

图 73: 印力四大产品线



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 74: 17-19 年印力管理规模有所优化调整



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

项目结构方面,公司已开业项目中 90%为购物中心,2019 年上半年整体出租率达 97%。2019 年,共有杭州金沙印象城、济南印象城、合肥万科广场、贵阳印象城四个购物中心开业,购物中心融合了城市和区域特点,均取得了不错的反响。

表 6: 2019 年开业项目概况

项目	开业时间	建筑面积	首日客流量	首日营业额
杭州金沙印象城	2019.6.16	18.6 万平	15.5 万人次	1552 万
济南印象城	2019.6.1	12 万平	25.2 万人次	-
合肥万科广场	2019.5.11	14 万平	20 万+人次	1500 万+(两日)
贵阳印象城	2019.12.8	15 万平	17 万+人次	700 万+

数据来源:西南证券整理

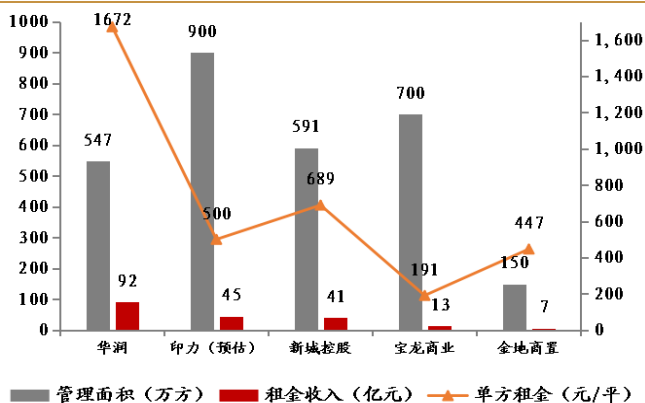
2019 年 3 月,万科成功发行中信金石-深圳龙岗万科广场资产支持专项计划,发行规模 21.16 亿元;2019 年 11 月,公司又发起一支印象壹号商业投资基金,发行规模 30 亿元;2020 年 4 月,公司“中信证券印力-印象 2 号资产支持专项计划”成功完成簿记,为商业后续发展储备了充足的资金力量。

表 7: 公司 CMBS 发行情况

项目	时间	标的	规模(亿元)	类型
中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划	2017.10.20	印力深国投广场	27.9	CMBS
中金印力-印象 1 号资产支持专项计划	2019.1.17	南京江北印象汇、天津印象城	21.06	CMBS
中信金石-深圳龙岗万科广场资产支持专项计划	2019.3.1	深圳龙岗万科广场	21.16	类 REITs
中信证券印力-印象 2 号资产支持专项计划	2020.4.30	杭州西溪印象城、宁波鄞州印象城	33.70	CMBS

数据来源:西南证券整理

综合考虑印力集团管理面积和估值水平,预计估值略超 500 亿元。根据可比公司(华润、新城控股、宝龙、金地商置等)管理面积、租金收入和单方租金,预估印力集团单方租金处于中游 500 元/平,2019 年租金收入预计为 45 亿元左右,30%净利率,净利润约为 13.5 亿元。2017-2019 年印力集团在指数研究院商业地产运营能力排行中分别为第 3、3 和 4 位,处于行业领先地位。按可比公司(宝龙商业、大悦城等)动态 PE 推算,考虑到印力集团的行业地位和股东背景,给予 40 倍 PE,估值约 540 亿元(目前尚未并表)。

图 75: 印力集团 2019 年预计租金收入约 45 亿元


数据来源:Wind,西南证券整理

图 76: 2017-2019 年指数研究院商业地产排名印力位居 top4

2017年	2018年	2019年
华润	华润	凯德
恒隆	凯德	华润
印力	印力	恒隆
万达	龙湖	印力
龙湖	恒隆	龙湖
凯德	九龙仓	九龙仓
新鸿基	新鸿基	新鸿基
太古	万达	万达
大悦城	大悦城	中海
九龙仓	中海	碧桂园

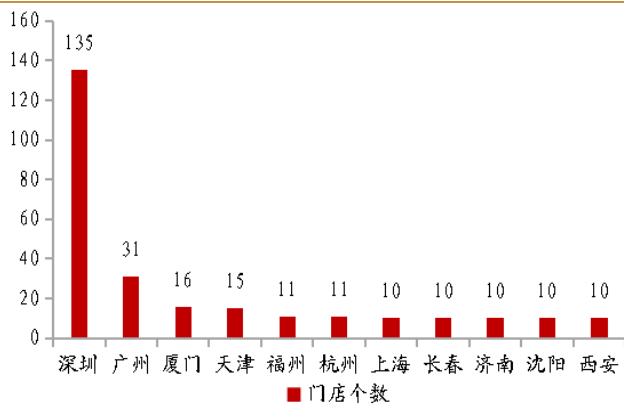
数据来源:Wind,西南证券整理

3.4 长租公寓

2014 年万科开始探索长租公寓领域，“泊寓”的雏形最早始于广佛交界的万汇楼；2015 年形成以“万科驿”为主、“万科派”与“被窝公寓”为辅的产品体系，长租公寓开业超过一千间；2016 年整合成青年长租公寓品牌“泊寓”。泊寓现已发展为集中式长租公寓市场领军企业。

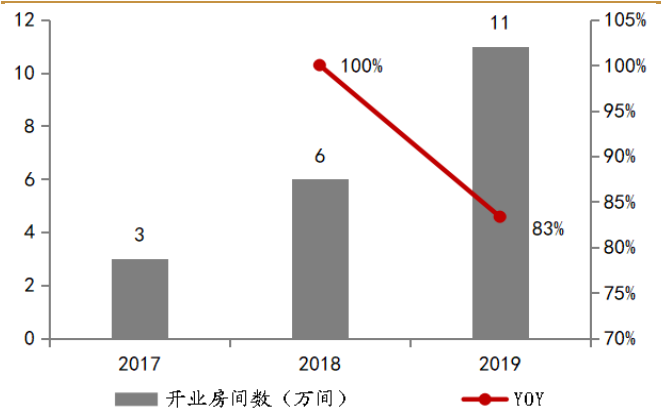
泊寓开业房间数快速提升，2017 年-2019 年 CAGR 高达 92%。截至 2019 年底，公司长租公寓已进驻 34 个城市，累计开业约 11 万间（2019 年新增 5.6 万间），其中 81% 位于北上广深等 14 个主要城市，开业半年及以上成熟项目平均出租率 90%。凭借优秀的服务管理能力，泊寓荣获“2018-2019 中国集中式长租公寓年度十佳运营商”称号。同时，公司致力于提升城中村内的长租公寓改造和开业效率，2019 年城中村内的长租公寓新增开业 3.5 万间。

图 77：2020 年 5 月泊寓开业门店城市分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 78：2019 年泊寓开业房间数达 11 万间



数据来源：公司公告，西南证券整理

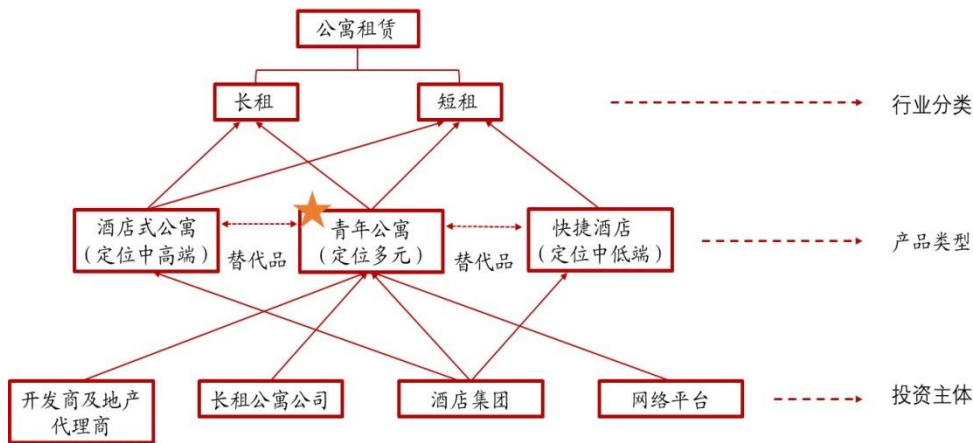
由于租赁产品间的可替代性，长租公寓市场的体量上限取决于租赁市场规模。近年来，公寓租赁在一、二线城市快速发展，其需求端的主要支撑有：（1）一、二线城市人口流动性大，流动性人口年轻化，居留时间长，有长期租房需求；（2）一线城市房价高，超过大部分青年人的月薪负荷，而相对来说，租金较低，因此租房成为多数无房年轻人解决住房问题的唯一方法；（3）随着消费升级理念在新一代年轻人中逐渐普及，购房的需求进一步下降，购房急切度有所减弱，年轻人的预计购房年龄有所延后，进而扩大了租房需求市场的规模。

长租公寓行业的政策利好为行业的快速成长保驾护航。2016 年的中央经济工作会议中首次提出建立租购并举的住房制度，并鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。2017 年 5 月住建部公布的《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》是我国首部专门针对住房租赁和销售的法规，重点为如何保障租房人的权益，《条例》的公布将有利于规范租赁市场各方行为，促进租赁市场快速、健康发展。租赁市场的顶层设计已基本完成，2016 年 5 月国务院办公厅公布的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》及 2017 年 7 月住建部等九部委公布的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》共同构成了租赁市场的顶层设计，分别从鼓励机构参与、增加供给、税收优惠、金融政策、加强监管无方面进行引导。“租购并举”的提出更是体现政策端对租赁市场发展的利好态度。同时，十九大以来，“房住不炒”的宏观定位也鼓励了住房租赁市场的发展。

市场需求的存在结合利好的行业政策，吸引了大量资本的涌入，资本市场对长租公寓的支持力度迅速增强，具体体现在：(1) 融资渠道日益顺畅，助力公寓公司快速扩张。尤其自2015年以来，VC/PE 对品牌公寓的支持力度在加大，各大公寓公司融资额度明显增多，且融资频次更快，充分说明资本市场对长租公寓发展前景看好，融资渠道的日益顺畅有利于保障相关公司加速扩张。(2) 金融创新增多，有效帮助公寓公司解决现金流问题。比如部分公寓与银行合作、提前收回全年租金，解决公寓初创期的资金问题；又如，YOU+公寓和 P2P 公司懒投资进行合作，共同推出多款理财产品，试水“租约证券化”，有效支持 YOU+在全国新店的建设。

在市场需求、政策导向及资本护航的条件下，长租公寓行业在一线城市中迅速扩展，并且就目前的市场体量来看，未来依旧有极大的发展空间。

图 79：租赁行业细分



数据来源：西南证券整理

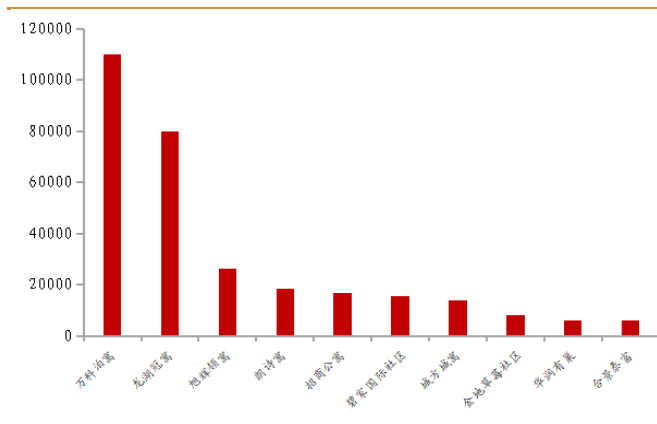
“泊寓”背靠房企龙头万科，拥有得天独厚的进场优势。万科强大的资源为泊寓各城市公司减少了发展业务的资金压力及房源问题、提供了改造经验、奠定了品牌高度和保障了服务口碑。另一方面，万科进军长租公寓领域也帮助盘活存量资产、与销售业务进行联动、获取客户大数据等具有多重积极意义。

泊寓开业近 11 万间，管理规模 20 多万间，均领跑行业。当前，随着房地产行业跨入“白银时代”，众多房企实施战略转型，长租公寓成为其布局新业务的重要战场，同时也为企业带来可观收入，扩大资金面。除了万科的“泊寓”以外，许多主流房企都推出了自己的长租公寓品牌，包括龙湖的“冠寓”、旭辉的“领寓”、金地的“自在遇”、德信的“随寓”、远洋的“橡树”等。而在这些品牌中，万科的“泊寓”依然首当其冲，截止 2019 年末，万科泊寓的开业规模及管理规模皆位列行业第一，开业规模超 10 万间，管理规模超 20 万间。龙湖冠寓、旭辉领寓则分别位列第二、第三名。根据已有数据可知，万科泊寓在经营规模方面具有较明显的领先优势。且在规模方面，房企长租公寓分化明显，万科泊寓与龙湖冠寓的规模在房企 Top10 品牌中占比超过 60%。

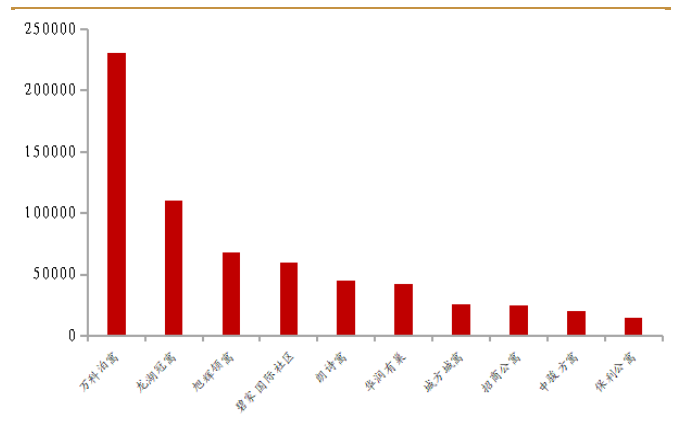
表 8：开发类房企所属长租公寓品牌

品牌	成立时间	所属房企
泊寓	2016	万科
冠寓	2016	龙湖集团
领寓	2016	旭辉控股
自在遇	2016	金地集团
随寓	2015	德信中国
橡树	2005	远洋集团

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 80：19 年长租公寓开业规模排名（间）


数据来源：克而瑞，西南证券整理

图 81：19 年长租公寓管理规模排名（间）


数据来源：克而瑞，西南证券整理

疫情或致行业重新洗牌，行业集中度有望提升。 新冠疫情对 2020 年一季度长租公寓市场的影响主要体现在返岗潮的延后，疫情的发生导致流动人口大幅度削减，使得往年 2、3 月份的入住高潮收到严重压制，入住率同比下降约 55%。另外，疫情的发生将长租公寓领域存在的问题更加凸显出来，如“租购同权”落实不到位、抗风险能力差等，这都为长租公寓品牌未来健康发展敲响警钟。虽然疫情的发展会阶段性影响长租公寓企业的生存环境，但行业长期向好向稳发展态势不会变。随着各区域复工复产积极推进，4 月份的出租率超越去年峰值，再创新高。不过，在疫情中，仍不乏一些尚未步入盈利轨道的住房租赁企业出现经营困难而倒闭，在此影响下，住房租赁行业或将重新洗牌，龙头企业行业集中度有望提升。

3.5 其他业务

冰雪业务。 目前公司运营吉林松花湖，北京石京龙与北京西山滑雪场三个项目，其中吉林松花湖度假区客流量、客户满意度持续保持国内领先，并连续第三年获得世界滑雪大奖“中国最佳滑雪度假区”称号。在 2019 年 11 月至 2020 年 1 月末因疫情影响暂停营业前，以上三个冰雪项目累计接待滑雪游客 39 万人次。2 月 25 日吉林松花湖度假区针对省内市场有限度恢复营业。此外，本集团作为第二大股东的北京国家高山滑雪有限公司，负责建设 2022 北京冬奥会延庆冬奥村及媒体中心和大众雪场，现场建设及运营筹备工作进展顺利。

文教领域。 此外，万科继续探索和人民美好生活相关的产品和服务，完善生活配套，解决客户痛点，在养老、教育等领域的品牌影响力逐步扩大。2019 年 3 月，万科梅沙书院被《2018 胡润百校排行榜》评为“深圳民办国际学校第 2 位”

农业食品业务。2020年3月，万科正式成立农业食品事业部。业务开展初期，主要布局生猪养殖、蔬菜种植、企业餐饮三大领域。万科新入养猪行业也和公司自身“城乡建设与生活服务商”战略定位相一致，养猪出发点是为了给客户（业主）提供更多增值服务，更好地发挥公司“生活服务商”的作用，也进一步推动了公司物业板块的发展。目前全国居民人均猪肉消费量预计在25千克每年，截止2019年底万科业主规模约900万人，2020年5月猪肉平均批发价格约40元每公斤，未来市场空间广阔。

4 发展战略与时俱进，股权结构保持稳定

4.1 公司战略发展历程

成立至今的30余年里，万科已经成长为我国房地产行业的龙头，一方面得益于改革开放40年来，万科充分享受到住房改革与城镇化大发展带来的社会以及行业红利，另一方面，在时代发展的潮流中，万科也在不断地调整优化其发展战略。

1984年~1992年：追求多业务发展

1984年万科起家于一家国营电器器材经营单位-“现代科教仪器展销中心”，隶属于深圳经济特区发展公司；1988年政府批准其股份制改造方案，公司公开发行2800万股票并于年底首次投标买地，正式开启地产经营新纪元；1992年公司业务“遍地开花”，形成商贸、工业、房地产、文化传播、股权投资五大经营构架。

1993年-2011年：聚焦房地产专业化发展

1993年聚焦房地产开发：随着房改、城镇化等不断推进，1993年公司判断房地产时代来临，果断调整为以城市大众住宅开发为主业，2001年转让万佳百货完成专业化转型，此后销售业绩持续攀升。2002-2019年公司销售额从44亿元增长至6308亿元，年均增速高达34%。2008年开发万汇楼，作为国内首家中低收入家庭租赁住宅示范项目，并于2009年成立物业事业部。在这一阶段，万科致力于“为普通人盖好房子、盖有人用的房子”，并于2010年销售规模首次突破1000亿元，提前4年完成了千亿目标。

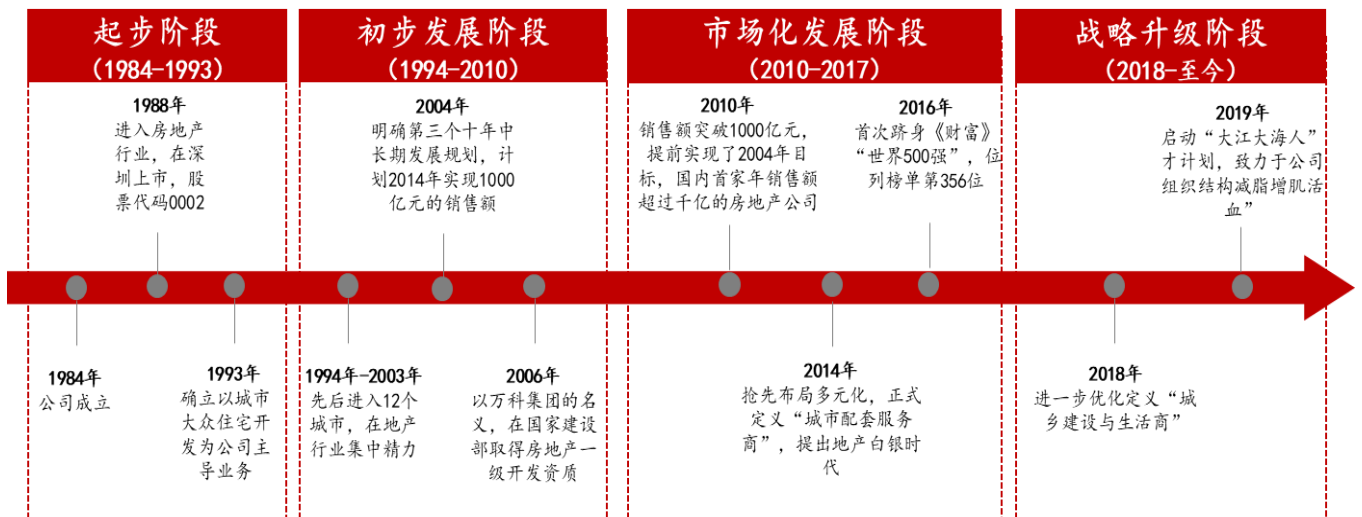
2012年-2017年：围绕“城市配套服务商”，开展多元化新业务

2012年至今，万科在主业上做好“三好住宅”的同时，从推进城市功能完善，满足城市综合发展的诉求出发，公司围绕“城市配套服务商”的定位，结合城市发展方向，因地制宜地延伸新业务。2012年巩固物业服务，启动“幸福社区计划”，并于2014年——公司第四个十年发展规划把“三好住宅供应商”的定位延展为“城市配套服务商”，并开始大规模地推广租赁住房业务。2015年之后，万科在巩固住宅开发和物业服务业务固有优势的基础上，积极拓展业务版图，已进入商业开发和运营、租赁住宅、物流仓储服务、标准办公与产业园、冰雪度假、教育等领域

2018年-“城乡建设与生活服务商”，战略迭代升级

2018年万科将其发展战略进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”，由城市建设升级延展至城乡，首次将战略目光拓展至乡村振兴，并具体细化为四个角色：美好生活场景师、实体经济生力军、创新探索试验田、和谐生态建设者。

万科发展战略的调整，背后反应了其对行业以及社会变化的战略判断：我国城镇居民人均住房建筑面积超过 35 平米，户均住房接近 1.1 套，住房总体需求基本得到满足，住宅开发行业增速下降不可避免，这种背景下，万科判断我国房地产行业将进入白银时代。另一方面，在总体社会、经济持续发展的推动下，人民对美好生活的追求更加多元化，对消费需求的需求更加渴望。并且城镇化过程逐渐进入第二阶段，城市发展逐渐趋于成熟。无论从客户需求端，还是土地供应端来看，增量都在趋于收敛，对存量价值的挖掘变得日益重要。同时，在城市化第二阶段，将从所有城市全面发展过渡到城市圈集约发展，城市能级的差距逐渐扩大，极化取代平衡成为未来主要趋势。从消费者结构和员工结构来看，新一代年轻人正在成为主流，他们的价值观和偏好更加多元化，企业无论产品服务方案，还是组织管理方法，都必须经历一个从简单到复杂的过程。而企业竞争也出现了升维的趋势，单一产品策划的时代已经结束，综合实力比拼的全面竞争年代已经来临。

图 82：万科发展历程


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.1.1 公司核心战略

(1) 坚持精益投资战略。公司坚持高质量提升，以加快现金回款为原则，优化资本结构，切实布局城乡建设与生活服务业务，探求可持续发展道路。同时，在开发业务方面，谨慎投资，确定合适投资节奏，关注并购机会。拓宽获取资源的渠道，价格合理的基础上尽可能多囤土地，以满足长远发展的需要。探究投融资的更多创新模式，保障低风险的资债结构和领先于行业的高信用评级

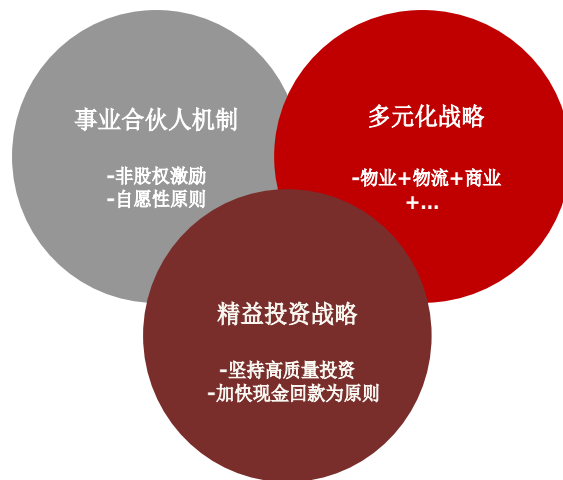
(2) 多元化拓展业务。大力发展租赁住房业务，加速挖掘业务增长新动能。在租房需求旺盛的一、二线城市加大投资力度，加强与政府、金融机构、社会组织合作，尽可能多的获得租赁房产资源，进行多业态的复合经营。不断改进线上平台与线下经营机制，进一步提高租赁住房的运营能力。

抓住区域协调发展新机遇，深耕于中心城市群，维持稳健、可持续发展投资，在核心城市适度扩大持有性物业规模

万科物业服务坚持“客户口碑与经营效益”的宗旨，开展智慧物业云建设，全面提高物业服务水平；同时，也在商业写字楼物业方面大有发展。此外，商业开发、物流仓储、养老业务、教育业务以及冰雪度假等业务也全面开花，繁荣发展。

(3) 加快事业合伙人制度落地。万科的事业合伙人计划不是股权激励,而是经济利润奖金的全体奖励对象,自愿把滚存的集体奖金加上杠杆投入公司开发项目,收益风险共创共担,后期又在股票捆绑基础上,发展出了项目跟投和事业跟投两大制度,双管齐下。此举对于减少人才流失率、激励员工起到了显著作用财务方面,也极大的降低了公司融资成本。

图 83: 万科核心战略



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4.2 公司股权发展历程

4.2.1 两次股权之争

君万之争

1994年3月30日,君安证券宣布君安代表委托的四家股东——深圳新一代企业有限公司、海南证券公司、香港俊山投资有限公司和创益投资有限公司(四公司共持有万科总股份的10.73%)发起《告万科企业股份有限公司全体股东书》,直指万科经营和管理中存在的问题。当时君安证券承销万科B股,有1000万股压在了手上,成本价12元每股,市场价9元,账面浮亏3000万。君安证券意图通过此次收购,刺激股价并控制万科董事会。

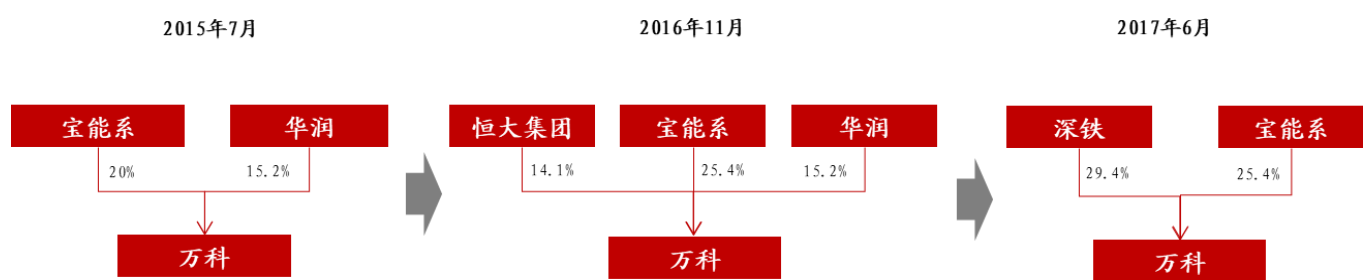
作为回应,3月31日,万科时任董事长王石果断决定向深交所申请停牌,并获得批准——这是中国股市的第一次停牌,在当时尚没有对股票涨跌的停牌限制,万科开了一个先河。王石通过停牌赢得时间,阻击君安并瓦解被君安拉拢的其他股东及联盟。在君安发起股权之争5天的时间内,万科顺利赢得了这场战争。1994年4月4日,万科召开新闻发布会宣布战斗结束,万科股票在深交所复牌。

宝万之争

2015年7月宝能系首次举牌万科，持股比例达5%，在此后几个月内宝能系大肆增持万科股份使持股比例升至20%。针对宝能系的持续增持，万科明确表明立场态度并宣布停牌，华润也出手两次增持万科，但华润股权仅15.23%，之后宝能荣登“万科第一大股东”。2016年3月12日，万科公告与深铁集团签合作备忘录，拟以发行新股购买深铁旗下资产的方式实现重组。3月17日，万科召开董事会讨论并决议此次重组预案，但华润方考虑到股权价值稀释以及控制权再次易主，明确提出了不同意见。6月26日，宝能系联合提议罢免王石等管理层。7月5日，宝能继续增持至25.40%，第五次举牌。2016年8月4日，恒大集团从二级市场大量购入万科股份，占总股本的4.68%，随后在11月经过三次增持至14.07%，迅速成为仅次于宝能系和华润系的第三大股东。

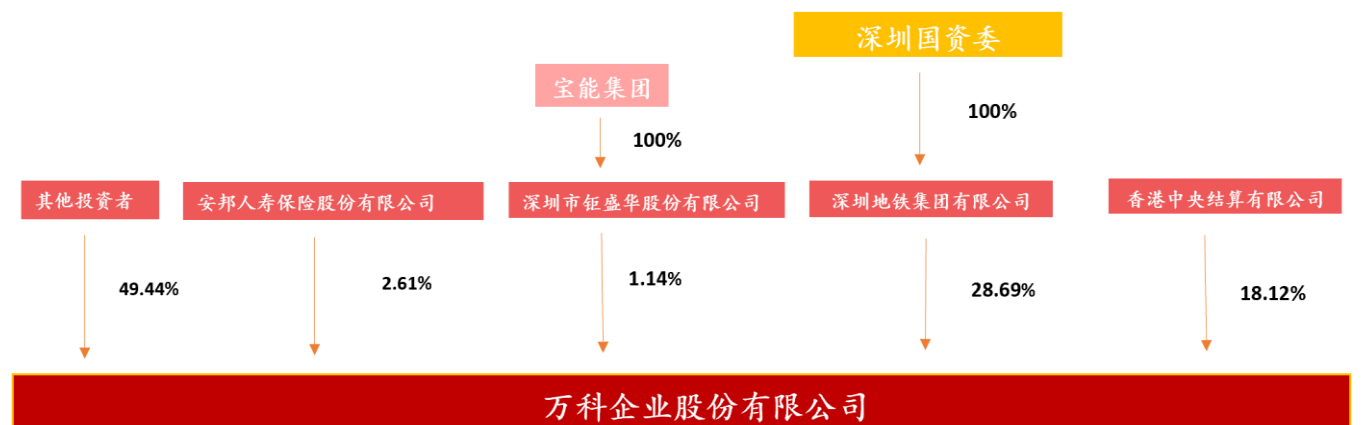
2017年1月12日，万科公告称，华润拟将其合计持有的15.31%股份协议转让给深铁集团，随后，恒大集团于3月16日将持有的万科14.07%股份的表决权委托给深铁行使，并在三个月后将14.07%股份全部协议转让给深铁集团，此次转让完成后，深铁共持有万科29.38%股份，超过宝能系，成为万科第一大股东，宝万之争至此告一段落。截止2020年一季度，宝能系所持万科股份已持续减少至1.14%，宝万之争已完全落幕。

图 84：宝万之争过程中万科的股权结构变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 85：万科股权穿透图（2020 年一季报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2.2 股权结构稳定，迎接最友好时代

万科长期处于股权高度分散的状态，保持无实际控制人的股权结构。实际上，华润从2000年成为万科的第一大股东以后，一直到2014年，即“宝万之争”发生的前一年，华润始终保持着财务投资者的定位，持股比例最高维持在15%左右且未对万科实际经营进行干预。

其分散型股权结构自1988年股改以来已持续近30年。宝万之争前，身为控股股东的华润集团仅持股14.89%，距离一般意义上的控股比例还相距甚远。2017年深圳地铁入驻以来，深铁集团持股比例稳定在30%以下依然没有达到控股水平，同时结合2020年5月万科董事会换届名单和6月底深铁集团董事长在万科股东大会上的致辞来看，万科的混合所有制和既定战略目标将会继续保持。

一方面，无实际控制人的股权特色结构不仅有助于提升公司的管理效率和管理效益，保证公司既定战略的稳定执行；另一方面，也赋予了公司更顽强的生命力和成长性。相比于恒大、碧桂园这类股权相对集中的房企，万科的战略制定并不会受制于实际控制人个人的风险认知水平，从而凸显出其治理上的比较优势及企业生命力。无实际控制人治理结构也是发达国家如美国日本等普遍采取的形式，在国内采取类似股权结构的也有许多成功的企业包括中国平安、格力电器和伊利股份等。公司的无实际控制人特色结构是其在三十多年的行业长跑中能保持领先地位的基础，也是公司的立身根本所在。

总的来说，随着宝万之争完全落下帷幕，在大股东为国企背景下，当前阶段的万科不仅最具活力，而且也十分稳定。股权结构稳定、无实际控制人的治理结构延续、大股东大力支持下的公司将迎来最友好最有利的发展环境。

表 9：公司战略时间线

时间	大股东	核心管理层	战略定位
1993-2013	华润集团	万科管理层 (无实际控制人)	聚集地产开发主业
2014-2015	华润集团		“城市配套服务商”
2016-2017	宝能集团		“城市配套服务商”
2017-至今	深圳地铁集团		“城乡建设与生活服务商”

数据来源：Wind，西南证券整理

4.3 股权价值态度转向积极

2015年7月万科曾提请百亿股份回购计划，拟以自有资金，在2015年12月31日前，回购公司A股股票不超过100亿元，但由于当时宝能集团大举买入，万科A股价快速拉升，最终万科只回购了1.60亿元，且回购股份全部用于注销。另一方面当时万科推进事业合伙人持股计划以对员工起到激励效果，但受制于宝万之争，公司对股权激励计划推进受阻。

在万科公司股权结构稳定后，2020年5月16日万科再度发布公告拟提请股东会授权董事会回购不超过10%的公司股份。董事会提请公司授权回购公司股份的一般性授权（分别不超过A股和H股的10%），共有四类情形可以回购股份：减少公司注册资本、用于员工持股或股权激励、配合发行可转债或认股权证、维护公司股权价值（要求股价低于最近一期每股净资产或连续二十个交易日跌幅达到30%）。时隔5年万科再次启动回购计划，彰显管理层对公司未来发展的信心。与此同时，3月3日盈安合伙同样时隔5年再次增持0.58%股份，

上半年两次回购可看作公司积极对待股价的一剂强心针，表明了管理层对于公司股权价值的积极姿态。

董事会换届和股权回购意味着“股权价值态度”发生转折，凸显管理层对公司未来的信心。随着宝万之争彻底落幕，万科对于股权价值的态度更积极，也将在一定程度上支撑未来公司未来股价的合理回归。从新一届董事会提名名单看，深圳地铁和万科管理层维持均衡地位，万科的混合所有制和既定战略目标将会继续保持。同日，万科发布关联交易事项的公告，万科与深圳地铁拟设立由万科并表的公司开发佛山南海某车辆段上盖物业项目。可以预见的是，未来万科的混合所有制结构以及大股东支持将为其发展增添充足的动力。

5 估值之底与价值之锚

5.1 估值之底

万科当前估值正接近历史低位， PE^{2020E} 在 7.0 倍，明显低于龙湖 (9.9 倍)。从分子端看，公司每股 EPS 保持逐年稳定上升，2019 年公司每股 EPS 为 3.44 元，同比增长 15.1%，但公司股票估值水平却在持续走低。从分子端来看，估值下行主要来自于预期业绩增速的回落及锁定周期的缩短（持续性缩短），通过对比万科和龙湖，两者十分类似，受到融资收紧去杠杆的压力较小，龙湖亮点在于融资成本更低且经营性业务占比更高，但万科差距并不大，因此不足以解释两者这么大的估值差异，必须要从分母端寻找。

影响分母端的主要是行业特点（空间、增速等）和市场风险偏好。从行业的角度，主要是行业空间的受限（增速回落甚至负增长）、经营杠杆的压制（金融去杠杆、房住不炒）以及潜在利润率的下降（土地成本上行、销售价格管制）导致。这三重因素可以大体解释 2018Q2 以来地产股估值为何持续在低位，但并不意味着估值水平还要进一步降低。从风险偏好的角度来看似乎更容易解释，A 股市场分别在 2019 年 2 月、8 月和 2020 年 3 月确认流动性层面、成长性个股和情绪面冲击下的底部位置，风险偏好有所提升，市场更为关注高估值的成长板块，而持续压制地产等低估值板块。

图 86：公司 PE 估值曲线 (TTM)



数据来源：Wind，西南证券整理

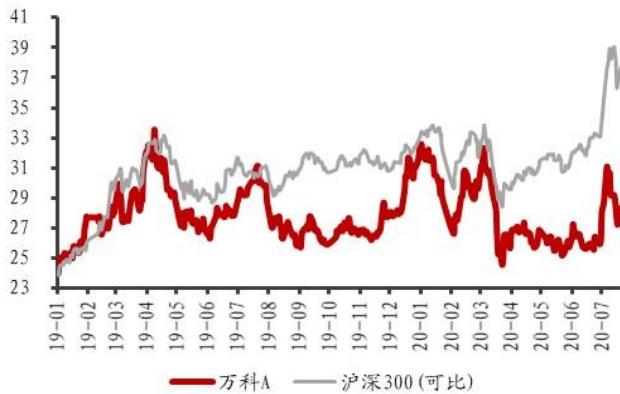
图 87：2015-2019 年公司每股 EPS (元)



数据来源：Wind，西南证券整理

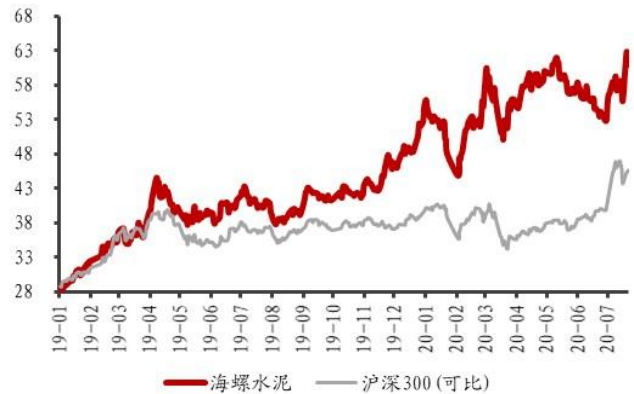
公司股价表现与其产业链定价能力不符。我们认为，在倡导国内大循环的发展格局下，房地产的地位依然难以替代，资金充裕的龙头房企在房地产产业链的定价和整合能力更不容忽视。从资本市场表现来看，年初以来公司股价走势明显弱于相关产业链龙头标的；盈利能力上，万科、海螺水泥和美的业绩表现并不存在显著差异，2019 年万科摊薄 ROE 为 20.67%，小幅低于海螺水泥的 24.46%和美的集团的 23.81%；从净利率来看，万科净利率 14.99%，高于美的集团的 9.09%；从股息率来看，万科也高于海螺水泥和美的集团。我们认为，这一方面与持续的政策压制有关系，另一方面万科的股价并没有反应其在地产相关产业链的议价、定价和资源整合能力。

图 88: 万科股价走势明显弱于沪深 300 指数



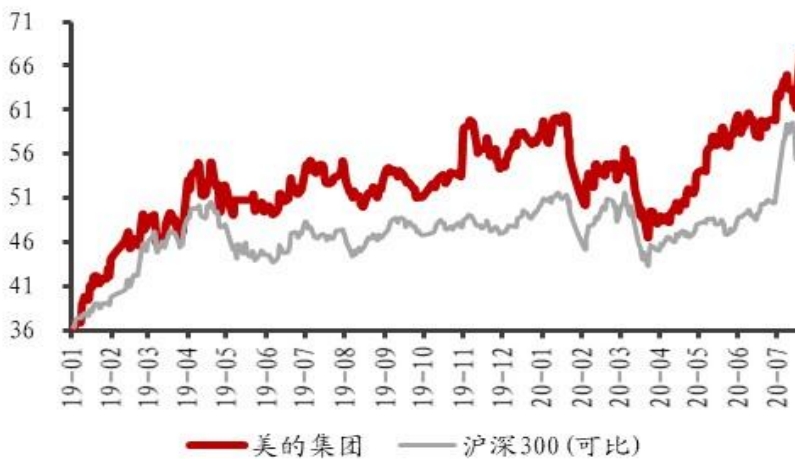
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 89: 海螺水泥 19 年迄今股价相对表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 90: 美的集团 19 年迄今股价相对表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

万科目前估值底部较为明确，估值的抬升依赖三重因素。从前文所述估值影响逻辑来看，公司的股价已经充分反映甚至是过度反应相应利空因素；从边际变化来看，7 月调控窗口期已过，政治局会议虽然重申“房住不炒”，但未提及“及时科学精准调控”，而销售层面公司表现符合预期，基本面存在修复的动力和空间；最后，随着 2020Q2 公募基金对万科的进一步减持以及市场重心的缓步抬升，公司股票的性价比在明显提升，进一步下行的压力已经很小。未来估值层面的变化可能依赖三重因素：长线资金和产业资本的增持（掌握股票定价权）、非主业板块分项估值的落地、在地产产业链上议价定价及投资整合能力的显现。

5.2 价值之锚

低估值虽然显得便宜，但未必凸显高价值，价值之锚核心在于价值的持续创造能力（更好的赛道、更大的格局、更多的价值）。一方面，从行业角度来说，虽然最近几年商品房销售弹性降低，但是在聚焦城市群和都市圈的城镇化进程当中，我国至少还有十五个百分点的城镇化空间，土地红利虽然在减少但规模依然较大，特别是在人口流入地，住房短缺的现象短期内并不会消失，商品房销售在需求端依然有足够的支撑。应该客观理性地从房企竞争格局的角度去识别优质公司，这些房企依然能持续地分食土地变现的巨大利润。另一方面，从新赛道的角度，真正能够摒弃土地变现盈利模式的除了物业管理，可能还包括依赖资产经营能力的物流地产、依赖人流和场景变现的商业服务及长租公寓等。随着公募 REITs 制度的出台、无风险利率的下降、以及线上交易和服务在具体场景的延伸发展，新赛道的价值轮廓将逐步清晰。

价值创造最终需要通过业绩持续增长来体现和证实。回归模型结果显示业绩增速是影响股价长期表现的最主要因素。我们选取房地产行业相关产业链（上下游）的龙头个股作为研究对象，分析公司业绩表现、分红比率、所属板块特性以及估值波动等因素对十年平均股价涨幅的解释能力。最终模型结果显示，业绩和分红是影响公司长期股价表现的最主要因素，而板块特性和估值波动等对公司长期股价表现的影响并不显著。

表 10：回归模型结果

解释变量	回归系数	t 值
常数项	-6.97*	-5.63
业绩增速	0.59***	6.85
分红率	26.73***	7.24
估值波动	-0.09	-0.09

数据来源：Stata，西南证券整理。注：回归系数中的***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

假设 1：公司房地产业务在 2020-2022 年销售金额的增速分别为 3%、5%和 5%，营收增速分别为 18.8%、17.5%和 18%，毛利率分别为 35.5%、34.5%和 33.5%；

假设 2：公司物业服务业务在 2020-2022 年在管面积的增速分别为 25%、22%和 20%，社区服务、商企服务和城市服务营收年复合增速分别为 20%、30%及 213%，合计营收增速分别为 46%、48%和 37%，毛利率分别为 18.6%、19.5%和 21.5%；

假设 3：公司其他业务营收在 2020-2022 年保持不变，毛利率维持在 86.2%不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
房地产	收入	352653.5	418952.4	492269.1	580877.5
	增速	23.9%	18.8%	17.5%	18.0%
	毛利率	36.5%	35.5%	34.5%	33.5%
物业管理	收入	12700.2	18491.5	27441.4	37704.4
	增速	29.7%	45.6%	48.4%	37.4%
	毛利率	18.6%	18.6%	19.5%	21.5%
其他业务	收入	2540.2	2540.2	2540.2	2540.2
	增速	-22.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%
合计	收入	367893.9	439984.0	522250.6	621122.1
	增速	23.6%	19.6%	18.7%	18.9%
	毛利率	36.2%	35.1%	34.0%	33.0%

数据来源: Wind, 西南证券

6.2 绝对估值

我们采用分部估值法对万科业务进行全面估值, 出于保守估计分部业务保持与 2019 年一致的业绩规模: 1) 万科物业估值达 1355 亿元, 万科持有万科物业 63% 的股权, 万科物业估值可为万科贡献 854 亿元; 2) 万纬物流及普洛斯股权估值合计达 804 亿元, 万科持有万纬物流 100% 的股权, 物流板块估值可为万科贡献 804 亿元; 3) 地产开发业务采取 NAV 估值, 万科开发类业务每股 NAV 为 34.46 元, 万科地产 NAV 为 3895 亿元。因此, 考虑到多元化业务的权益, 公司多元化业务可贡献万科估值合计 1658 亿元, 房地产开发主业 NAV 3895 亿, 合计万科市值约 5553 亿元。我们对该评估值采取 20% 的折价, 约 4442 亿元, 对应价格为 39.30 元, 维持“买入”评级。

表 12: 公司开发类资产每股 NAV 估算

类别	数值	单位
DATE (最新日期)	2020/8/4	
YEAR (最新年报)	2019/12/31	
WACC	6.45%	
项目增值	2008.03	亿元
总股本	113.02	亿股
每股增值	17.77	元 (人民币)
账面每股净资产	16.69	元 (人民币)
每股 NAV	34.46	元 (人民币)
股价	27.28	元 (人民币)
折让比率	20.8%	

数据来源: Wind, 西南证券

6.3 相对估值

预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 464.19 亿元、516.82 亿元和 580.67 亿元，EPS 分别为 4.00 元、4.45 元和 5.00 元，选取多元化业务发展迅速的可比公司保利地产、招商蛇口、中国恒大、龙湖集团和世茂集团，考虑到公司在地产开发业务上有与深铁的“轨道+物业”合作模式以及中心城市综合投资模式作为突破口，且在多元化业务如物业、物流、商业和长租公寓上均位居领域前列，可以在可比公司平均估值基础上给予 20%溢价，与前述目标价相当。

表 13：可比公司估值 PE

代码	简称	股价 (元)	市值 (亿元)	股本 (亿股)	净利润(亿元)				每股收益 EPS(元)				市盈率 PE(倍)		
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600048.SH	保利地产	16.23	1937	119	280	329	387	455	2.34	2.76	3.24	3.81	5.89	5.00	4.25
001979.SZ	招商蛇口	17.51	1387	79	160	186	219	255	2.03	2.34	2.76	3.22	7.47	6.33	5.43
3333.HK	中国恒大	19.80	2586	131	173	283	326	367	1.30	2.17	2.50	2.81	9.15	7.94	7.05
0960.HK	龙湖集团	34.16	2049	60	183	208	250	281	3.07	3.47	4.17	4.68	9.86	8.19	7.30
0813.HK	世茂集团	29.66	1062	36	109	134	162	193	3.31	3.78	4.59	5.45	7.85	6.46	5.44
平均值												8.04	6.78	5.89	

数据来源：Wind，西南证券整理（港币：人民币=0.9:1 计）

7 风险提示

- 1) 房地产政策调控风险；
- 2) 销售及回款不及预期的风险；
- 3) 多元化业务发展不及预期的风险；
- 4) 竣工交付低于预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	367893.88	439984.03	522250.57	621122.07	净利润	55131.61	66452.53	73756.76	82954.89
营业成本	234550.33	285633.13	344878.32	416233.30	折旧与摊销	4119.52	2114.53	2121.66	2129.26
营业税金及附加	32905.22	37653.85	45366.56	53688.73	财务费用	5735.94	4331.83	4112.78	5043.29
销售费用	9044.50	11898.48	14123.21	16796.99	资产减值损失	-1648.76	-1813.63	-1450.91	-1596.00
管理费用	11018.41	14495.25	17205.52	20462.84	经营营运资本变动	-35294.79	-413826.13	-111369.35	-125164.81
财务费用	5735.94	4331.83	4112.78	5043.29	其他	17643.29	-3471.84	-2467.97	-2596.57
资产减值损失	-1648.76	-1813.63	-1450.91	-1596.00	经营活动现金流净额	45686.81	-346212.71	-35297.02	-39229.93
投资收益	4984.13	4186.67	4228.53	4439.96	资本支出	-7022.60	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	-68.52	-82.22	-98.67	-118.40	其他	-21604.14	-6245.02	-6955.25	-7572.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28626.73	-6345.02	-7085.25	-7702.77
营业利润	76613.14	91889.57	102144.95	114814.48	短期借款	5263.31	213697.67	38256.00	46553.57
其他非经营损益	-73.85	-62.03	-65.97	-64.66	长期借款	-6609.28	23900.00	23900.00	23900.00
利润总额	76539.29	91827.53	102078.98	114749.82	股权融资	4641.85	315.59	0.00	0.00
所得税	21407.67	25375.01	28322.22	31794.93	支付股利	-11811.89	-11661.63	-13925.69	-15504.66
净利润	55131.61	66452.53	73756.76	82954.89	其他	-24822.20	4109.91	2378.62	1870.94
少数股东损益	16259.53	20033.56	22074.55	24887.82	筹资活动现金流净额	-33338.21	230361.54	50608.93	56819.85
归属母公司股东净利润	38872.09	46418.97	51682.21	58067.08	现金流量净额	-15929.51	-122196.19	8226.65	9887.15
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	166194.60	43998.40	52225.06	62112.21	成长能力				
应收和预付款项	99812.88	121507.11	146660.45	176954.01	销售收入增长率	23.59%	19.60%	18.70%	18.93%
存货	897019.04	1076022.13	1323685.18	1596800.84	营业利润增长率	13.50%	19.94%	11.16%	12.40%
其他流动资产	275962.85	36530.52	41166.64	46738.54	净利润增长率	11.89%	20.53%	10.99%	12.47%
长期股权投资	130475.77	130475.77	130475.77	130475.77	EBITDA 增长率	13.15%	13.72%	10.21%	12.56%
投资性房地产	73564.68	80921.15	89013.26	97914.59	获利能力				
固定资产和在建工程	16579.68	15888.72	15213.49	14533.51	毛利率	36.25%	35.08%	33.96%	32.99%
无形资产和开发支出	5490.57	4890.51	4297.61	3701.85	三费率	7.01%	6.98%	6.79%	6.81%
其他非流动资产	64829.40	67098.88	69368.36	71637.84	净利率	14.99%	15.10%	14.12%	13.36%
资产总计	1729929.45	1577333.19	1872105.82	2200869.16	ROE	20.38%	20.26%	19.02%	18.22%
短期借款	15365.23	229062.91	267318.91	313872.47	ROA	3.19%	4.21%	3.94%	3.77%
应付和预收款项	300998.92	363492.06	439381.09	529599.97	ROIC	51.53%	20.60%	12.65%	11.83%
长期借款	114319.78	138219.78	162119.78	186019.78	EBITDA/销售收入	23.50%	22.35%	20.75%	19.64%
其他负债	1028666.41	518527.35	615423.88	716064.53	营运能力				
负债合计	1459350.33	1249302.09	1484243.65	1745556.75	总资产周转率	0.23	0.27	0.30	0.30
股本	11302.14	11617.73	11617.73	11617.73	固定资产周转率	30.74	36.50	45.93	58.08
资本公积	12384.48	12384.48	12384.48	12384.48	应收账款周转率	205.86	201.56	200.87	201.05
留存收益	166178.29	200935.63	238692.15	281254.57	存货周转率	0.28	0.29	0.29	0.28
归属母公司股东权益	188058.49	225476.92	263233.44	305795.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.63%	—	—	—
少数股东权益	82520.62	102554.18	124628.73	149516.55	资本结构				
股东权益合计	270579.12	328031.10	387862.17	455312.40	资产负债率	84.36%	79.20%	79.28%	79.31%
负债和股东权益合计	1729929.45	1577333.19	1872105.82	2200869.16	带息债务/总负债	12.29%	33.37%	32.28%	31.48%
					流动比率	1.13	1.23	1.25	1.27
					速动比率	0.43	0.19	0.19	0.19
					股利支付率	30.39%	25.12%	26.94%	26.70%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	86468.59	98335.93	108379.39	121987.03	每股收益	3.35	4.00	4.45	5.00
PE	8.29	6.94	6.24	5.55	每股净资产	23.29	28.24	33.39	39.19
PB	1.19	0.98	0.83	0.71	每股经营现金	3.93	-29.80	-3.04	-3.38
PS	0.88	0.73	0.62	0.52	每股股利	1.02	1.00	1.20	1.33
EV/EBITDA	1.36	4.74	4.61	4.40					
股息率	3.67%	3.62%	4.32%	4.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn