

## 万科研报：冲破 3400 亿市值！如此之大体量，还能连番暴涨！ 什么情况？（优塾估值建模）

本文，是在一个季度前，对地产行业做出的展望和预判。站在眼下这个时间点，我想，有必要对当时的判断做一些回顾和重温。

很多时候，便宜的东西就放在眼前，但我们经常会视而不见。假定有这么一家虚拟的 A 公司，一年现金流 340 亿，资本支出 60 亿，股东权益 2400 亿，现在估值 3400 亿。假设其他要素不变情况下，也就是说，毛估估算一下——即便是业绩零增长的情况下，只要这家公司能顺利经营 5 年，然后以净资产清算掉，也能值回这个估值。如果某位富豪有足够多的钱并购这家公司 100% 股权，只要它能顺利经营 5 年，那么之后每一年的利润，都将成为他的超额回报。

这个计算过程，只是简单的用了“清算法”，并没有多少复杂的计算过程。估值有时候并不是多么复杂的事，只是一些常识而已。即便你对地产行业再悲观，恐怕也应该好好计算一下，这样的“价值差”是否合理。

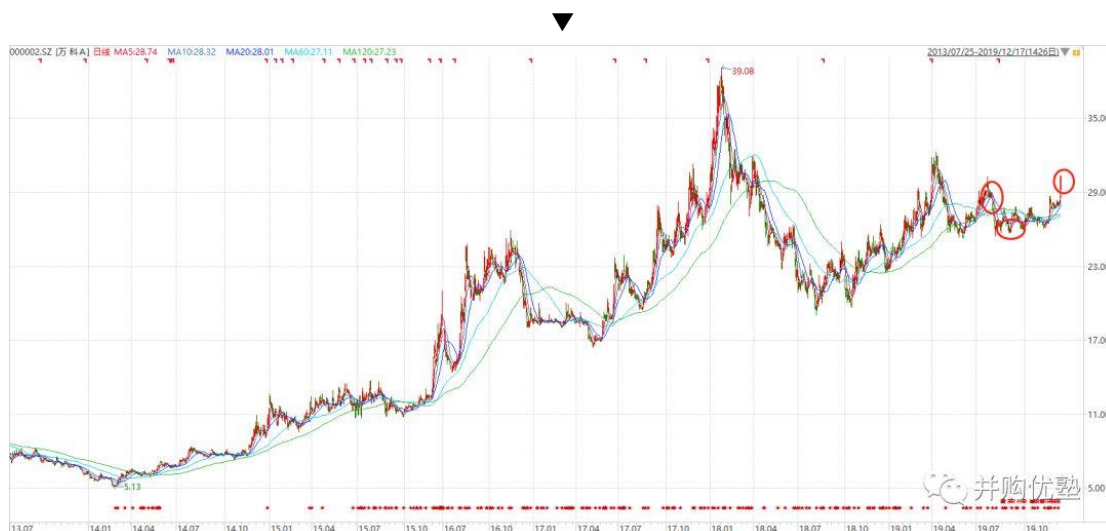
理性只会迟到，但永远不会缺席，只是，在它到来之前的至暗时刻，没有人会相信这一点。

8 月 20 日晚间，本案，发布了新的半年报——根据 2019 年半年报，上半年营业收入为 1393.20 亿元，比上年同期增长 31.47%；归母净利润为 118.42 亿元，比上年同期增长 29.79%；经营活动现金流 88.53 亿元，比上年同期增长 308.06%，毛利率为 36.25%，净利率为 13.84%。

本案，身处的赛道非常难研究。对它的研究，周期层层嵌套，既要涉及经济判断，又要涉及微观假设。此外，由于体量太过庞大，一个轻微的假设变动，都会对建模结果带来巨大影响。

房地产，作为我国目前的硬资产之一，缔造了多家世界 500 强公司。根据 2019 年世界 500 强公司名单，国内共有 5 家房地产公司进入。

本案，作为其中的龙头，2004 年销售额不到 100 亿元，而到 2018 年，销售额已经一举突破 6000 亿元，年复合增长率高达 35%。2019 年 12 月 16 日，它的股价大幅拉升两个百分点，创近 2 个月新高：



图：万科股价

来源：wind

它，便是地产巨头：**万科**。除了增长速度惊人，在房地产开发这个周期属性非常明显的行业里，其增长速度仍然非常稳健：万科 2009 年-2018 年的销售额增速方差为 0.03，而对比来看另两个巨头碧桂园、恒大的销售额增速方差分别为 0.21、1.4。

从机构持仓情况来看，相比一季度，2019 年第二季度，前 10 大股东中，港资、前海人寿分别减仓 0.26、0.18 个百分点，华安基金加仓 0.08 个百分点成为第 10 大机构股东，受华安基金加仓影响，东方证券资产管理公司被挤出前 10 大股东名单，但它仓位未发生变化。

**本报告，将根据新的半年报，对其财务模型进行 Excel 表格进行更新，并梳理半年报的核心要点：**

从增长质量来看，尽管有“活下来”之忧，但万科营业收入仍保持高增长，不过，其两大核心数据**拿地速度**、**销售面积**均有所下滑，接下来几个季度，需要关注拿地下滑对后期新开工、销售面积的影响。

上半年，其收入同比增速为 31.47%，如果将半年数据拆分成个季度来看，二季度营业收入（909.45 亿元）高于一季度（483.75 亿元），符合万科历史规律（从历史数据来看，二季度营收都高于一季度）。

分业务来看，上半年贡献营收首位的仍是房地产板块，同比增长 32.15%，占整体营收的比重超过 95%，物业板块营收占比为 3.79%，同比增长 27.05%，其他业务占比为 0.75%，同比增长-11.30%。

**如果用一句话总结这份半年报，应该是——预收结转至营收速度超预期，导致业绩大涨。在业绩大涨的背后，拿地、新开工等核心数据有所放缓。不过，拿地、新开工数据放缓，并不一定会拉低未来增速，因为，其土地储备足够维持未来增长——目前，万科土地储备为 1.1 亿平方米，维持未来两到三年的增长，问题不大。**

整体来看，尽管存在“活下来”、行业增速放缓的担忧，但考虑到万科的预收款储备、土地储备，未来 1 到 3 年，增长确定性仍然较强。而至于“城镇化率”放缓的市场担忧，乍看是利空，但从长远来看，对龙头房企，却可能是利好。

**如今，在半年报数据发布后，对财务模型做更新之前，我们必须思考几个问题：**

- 1) 万科的半年报，到底有哪些值得分析的因子？从财务建模角度，这些变动的因子，将如何影响财务建模？
- 2) 2019 年新的半年报业绩，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？
- 3) 此次，根据 2019 年半年报更新后的估值，在什么样的区间？和之前的数据相比，到底是贵了，还是便宜了？

今天，我们就以万科为例，来研究一下地产周期以及务建模逻辑。对相关产业链，之前我们从 ROE 角度研究过[融创中国](#)、[中国恒大](#)、[太古地产](#)，购买优塾的专业版估值报告库，查看相关报告，以及部分重点案例 Excel 财务建模表格，深度思考产业逻辑。

## —01—



## 2019 半年报

## 有哪些重要信息？



根据 2019 年半年报，涉及到我们需要更新的估值假设部分，有以下几块：

**1) 收入增速**——根据万科的中报数据，营业收入同比增长 31%，超出我们的预期，但考虑到收入确认对地产公司的财报来说是一个滞后指标，因此，我们需要更加重点关注的是另外两个数据：一是**拿地面积**，较上半年同期降低 33%；二是**销售面积**，增速下降（10%），销售面积增速低于我们的预期 18%。

**2) 分析师预期**——万科发布中报之后，从各大券商来看，招银国际预测未来三年的增速为 33.2%、15.7%、10.6%，天风证券预测三年的增速为 20.43%、19.32%、18.49%，西南证券预测增速为 21.20%、18.20%、15.63%。

**3) 毛利率假设**——2019 年半年报显示，万科毛利率为 36.25%，较 2018 年年底下降约 1 个百分点，高于我们的预测值 29%。之前预测的毛利率（29%）取值较低的原因是，万科收入体量较大且预测期长（10 年），毛利率乐观会导致整体估值过于乐观，但由于我们将预测期由 10 年缩短为 3 年，这里将毛利率适当调高至 33%（近三年平均）。

**4) 折旧假设**——根据万科 2019 年半年报，折旧占期初固定资产比例为 3%，主要和 2018 年年底固定资产较之前增加较多有关，考虑后期固定资产会在 2018 年年底基础上增加，期初固定资产基数大，会使得期初/固定资产比例有一定程度下降，这里，我们将该假设向下调整至 5%。

**5) 其他假设**——费用率、营运资本假设、负债假设方面，维持原数据不变。

以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的 Excel 表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据新的半年报，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

## — 02 —



## 巨头，路径

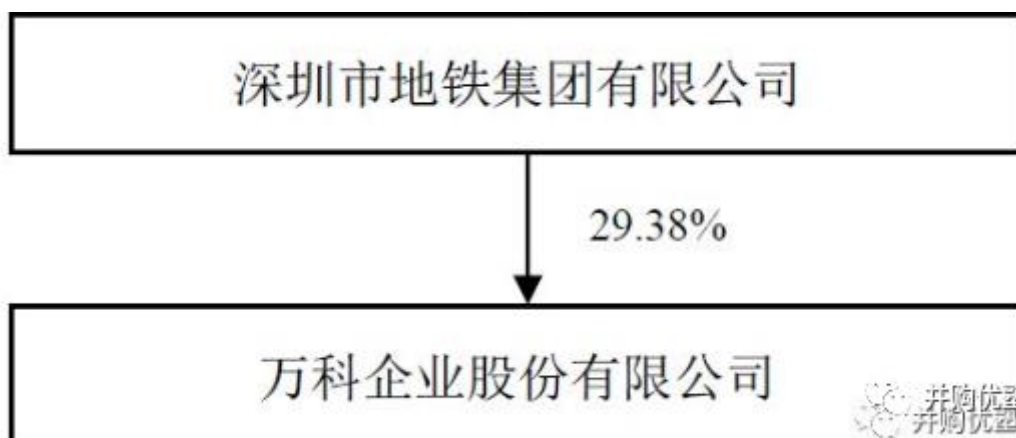


万科，1991 年上市，不存在控股股东以及实际控制人。大股东为深圳地铁，持股比例为 29.38%，港资、中央汇金资产管理有限公司也位于它前 10 大股东之列。

从机构持仓情况来看，相比一季度，2019 年第二季度，前 10 大股东中，港资、前海人寿分别减仓 0.26、0.18 个百分点，华安基金加仓 0.08 个百分点成为第 10 大机构股东，受华安基金加仓影响，东方证券资产管理公司被挤出前 10 大股东名单，但它仓位未发生变化。

序号	交易代码	机构股东名称	持流通股数量(股)	机构类型	占流通股(含锁定期)比例(%)	所属公司
1	-	深圳市地铁集团有限公司	3,242,810,791	一般法人	33.3479	深圳市地铁集团有限公司
2	-	深圳市钜盛华股份有限公司	926,070,472	一般法人	9.5234	深圳市钜盛华股份有限公司
3	-	安邦人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	699,623,983	保险产品	7.1947	安邦人寿保险股份有限公司
4	-	国信证券-工商银行-国信金盟分级1号集合资产管理计划	456,993,190	券商集合理财	4.6995	国信证券股份有限公司
5	-	前海人寿保险股份有限公司-海利年年	343,829,742	保险产品	3.5358	前海人寿保险股份有限公司
6	-	招商财富-招商银行-禧赢1号专项资产管理计划	329,352,920	基金资产管理计划	3.3869	招商财富资产管理有限公司
7	-	香港中央结算有限公司	274,452,460	一般法人	2.8224	香港中央结算有限公司
8	-	中央汇金资产管理有限责任公司	189,566,000	国家队	1.9494	中央汇金资产管理有限责任公司
9	-	前海人寿保险股份有限公司-自有资金	166,107,821	保险公司	1.7082	前海人寿保险股份有限公司
10	040008.OF	华安策略优选混合型证券投资基金	30,554,996	基金	0.3142	华安基金管理有限公司
11	169101.SZ	东方红睿丰灵活配置混合型证券投资基金(LOF)	27,418,234	基金	0.2820	上海东方证券资产管理有限公司
12	000619.OF	东方红产业升级灵活配置混合型证券投资基金	18,960,712	基金	0.1950	上海东方证券资产管理有限公司
13	005521.OF	华安红利精选混合型证券投资基金	14,260,452	基金	0.1466	华安基金管理有限公司
14	002803.OF	东方红沪港深灵活配置混合型证券投资基金	13,703,970	基金	0.1409	上海东方证券资产管理有限公司
15	005612.OF	嘉实核心优势股票发起式证券投资基金	13,000,084	基金	0.1337	嘉实基金管理有限公司
16	519185.OF	万家精选混合型证券投资基金	11,858,433	基金	0.1219	万家基金管理有限公司
17	001112.OF	东方红中国优势灵活配置混合型证券投资基金	11,701,161	基金	0.1203	上海东方证券资产管理有限公司
18	485111.OF	工银瑞信双利债券型证券投资基金	9,999,905	基金	0.1033	工银瑞信资产管理(中国)有限公司
19	340007.OF	兴全社会责任混合型证券投资基金	9,463,092	基金	0.0973	兴全基金管理有限公司
20	501054.SH	东方红睿泽三年定期开放灵活配置混合型证券投资基金	9,227,538	基金	0.0949	上海东方证券资产管理有限公司

图：2019 年中报机构持股  
来源：东方财富 Choice 数据

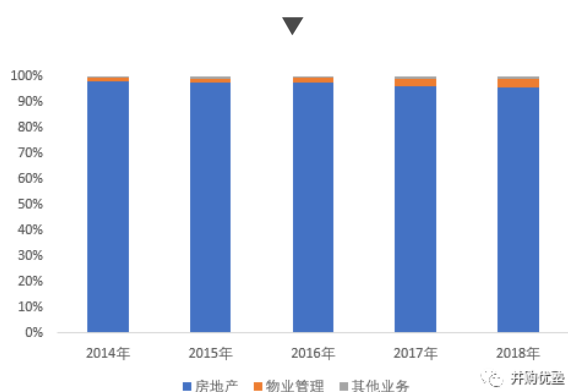


图：万科股权结构  
来源：2018 年万科年报

来，我们回看其近三年一期业绩情况——2016 年至 2019 年**二季度**，其主营业务收入分别为 2404.77 亿元、2428.97 亿元、**2976.79 亿元**、**1393.20 亿元**；净利润分别为

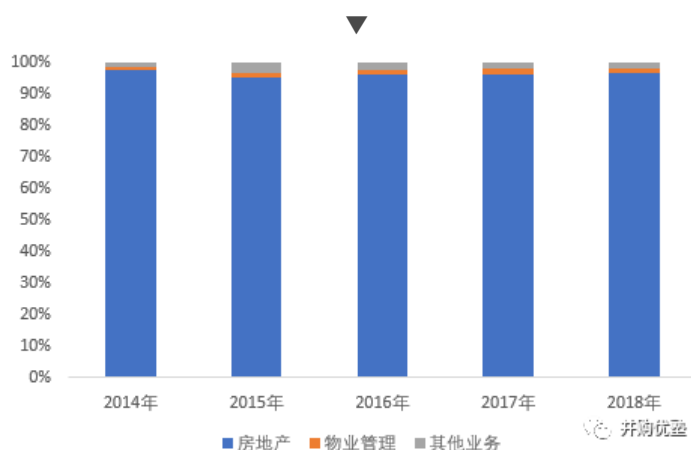
283.5 亿元、372.08 亿元、**492.72 亿元**、192.86 亿元；经营活动现金流净流量分为 395.66 亿元、823.23 亿元、**336.18 亿元**、**88.53 亿元**；毛利率分别为 29.41%、34.1%、**37.48%**、**36.25%**；销售净利率分别为 11.79%、15.32%、**16.55%**、**13.84%**。

本案，主营业务是房地产开发及物业服务。房地产业务在总收入占比超过 95%，物业服务在整体收入的占比较小，但占比正在不断提高：从 2014 年的 0.67% 上升至 2018 年的 3.29%。和很多地产公司不同的是，其物业板块未做剥离上市。



图：收入结构（单位：%）

来源：并购优塾



图：毛利结构（单位：%）

来源：并购优塾

在做估值建模之前，必须先吃透住宅地产产业链情况：

上游——包括建筑、建材、钢铁、机械，比如中国建筑，毛利率在 11%左右，宝钢股份，毛利率在 15%左右。

中游——房地产开发商，比如本案的万科、碧桂园等，毛利率分别在 35%、25%左右。

下游——包括家居家电公司，比如美的集团，毛利率在 27%左右；欧派家居，毛利率在 35%左右。

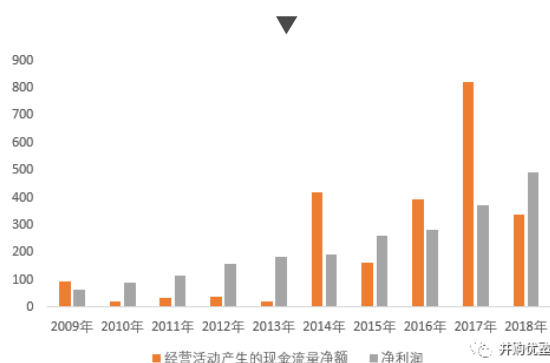
具体到本案，上游供应商为材料设备供应商，前五大占全年采购额的 2%，下游客户主要为个人购房者，前五大占比全年营业收入的 0.7%，整体来看，上下游集中度很低。

这样的产业链结构，形成了本案如下的报表结构：

总负债为 12929.59 亿元，其中预售账款（合同负债）占比首位，为 39.06%，其次是应付票据及应付账款，占比为 17.76%，有息负债率为 19.12%。注意，有息负债率较同赛道公司较低，融创中国 35.65%，中国恒大 43.15%，碧桂园 22.61%。

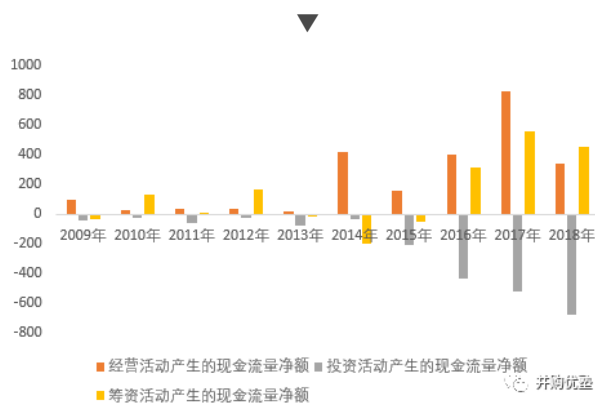
从利润表结构来看——以 2018 年为例，营业收入 2976.79 亿元，其中营业成本花掉了 62.52%，财务费用占比 2.02%，管理费用（含研发费用）占比 3.79%，销售费用占 2.6%，净利润为 16.55%。可见，这门生意的大部分钱，都花在了成本上。

接着，我们再来看一组基本面数据：



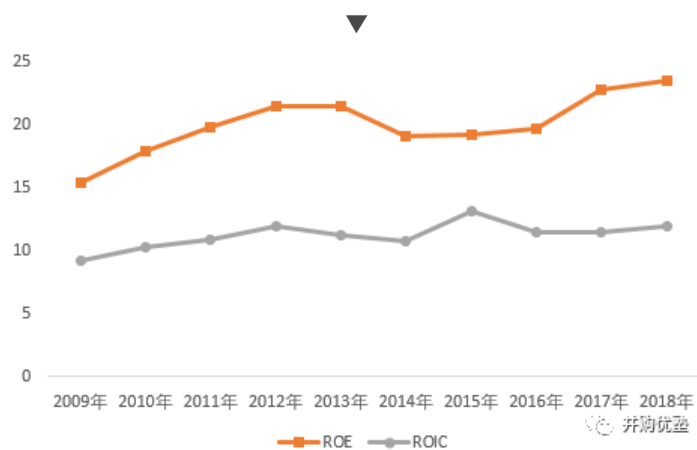
图：净利润现金流对比（单位：亿元）

来源：并购优塾



图：三项现金流对比（单位：亿元）

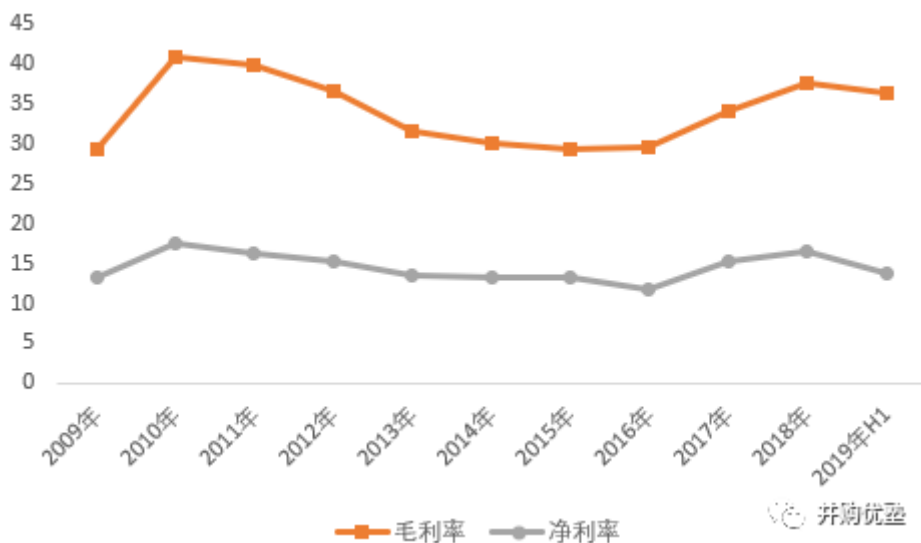
来源：并购优塾



图：ROE、ROIC（单位：%）

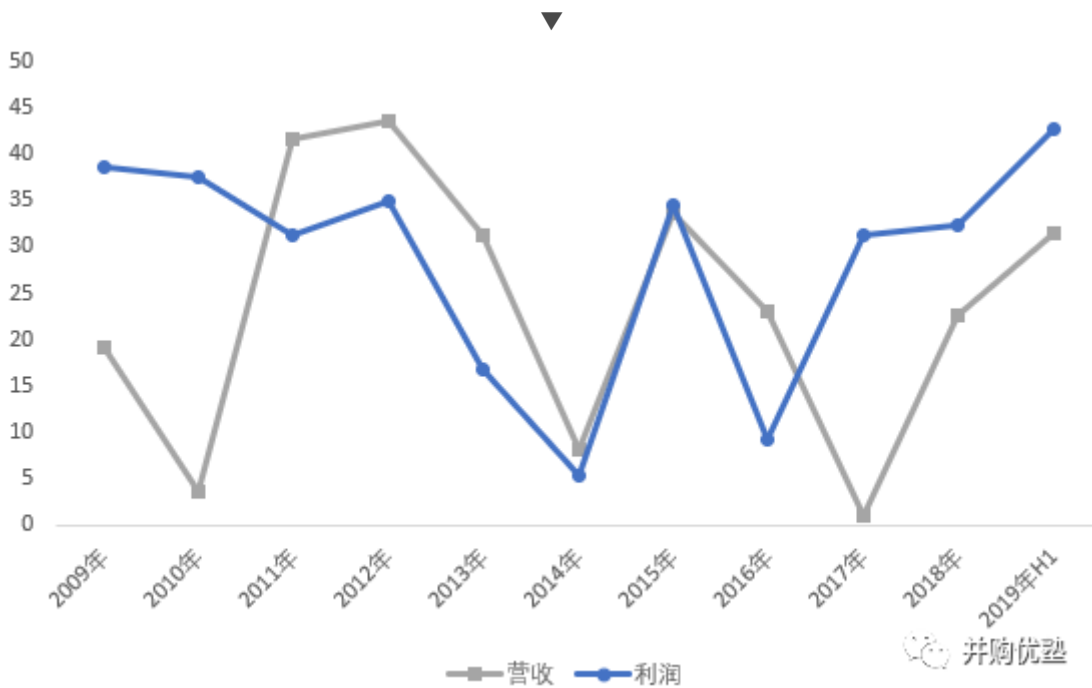
来源：并购优塾





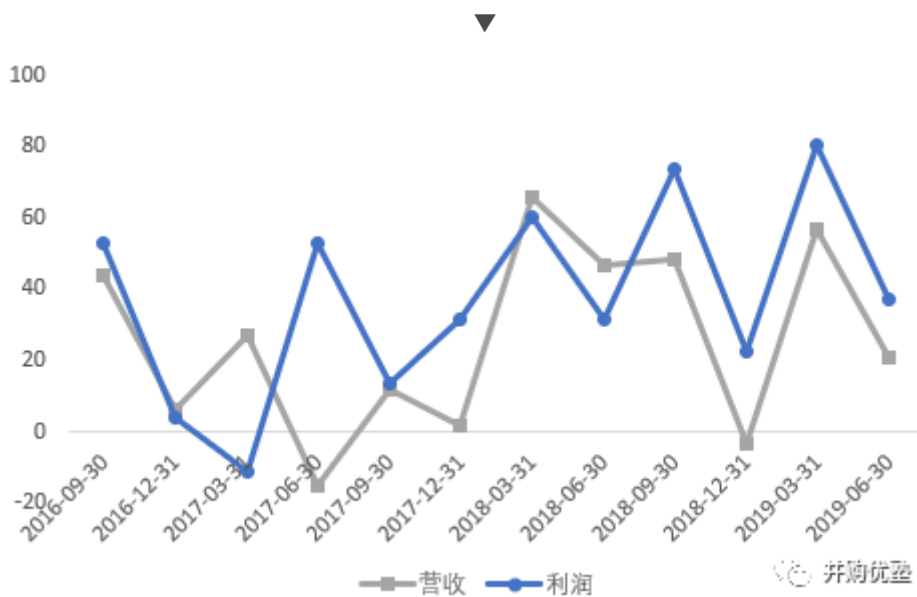
图：毛利率及净利率（单位：%）

来源：并购优塾



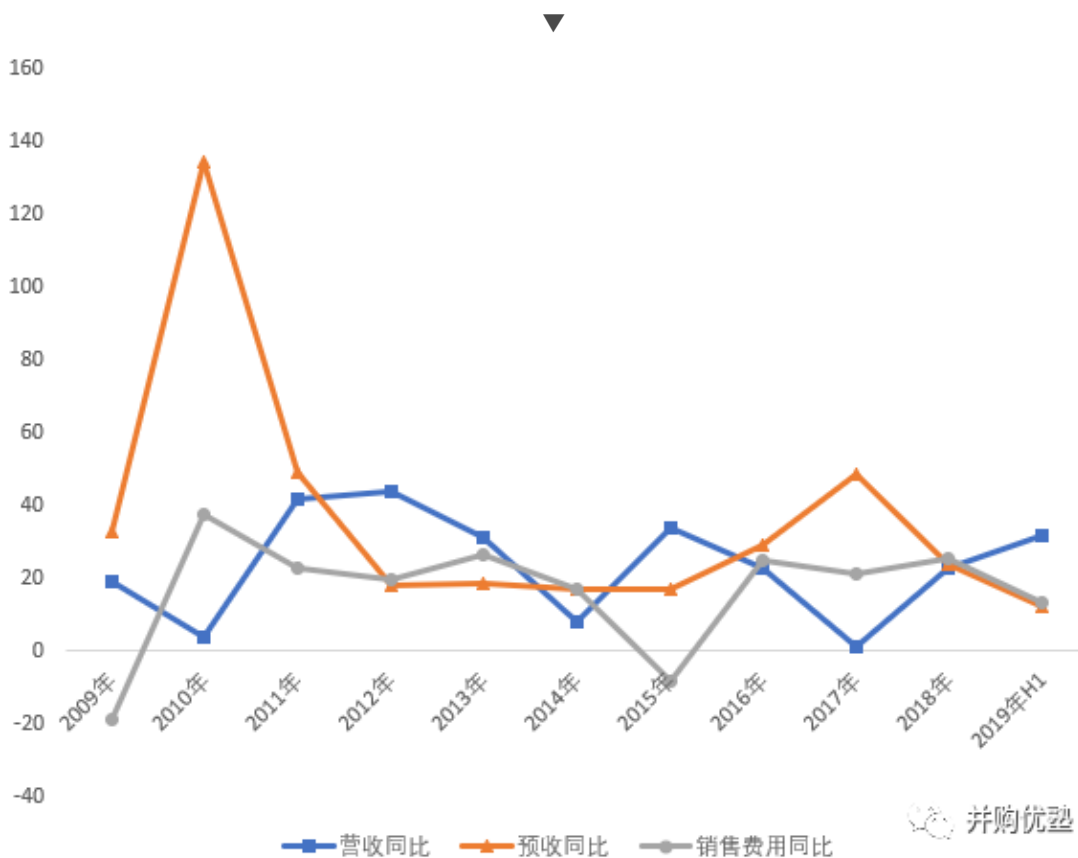
图：年度营收、利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



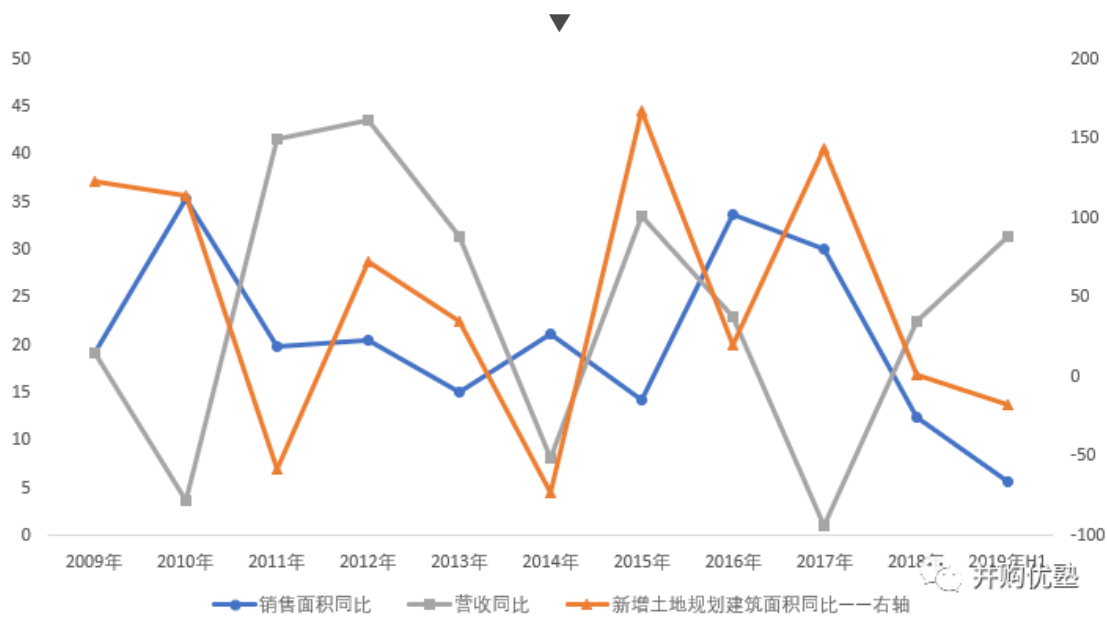
图：季度营收、利润增速（单位：%）

来源：并购优塾

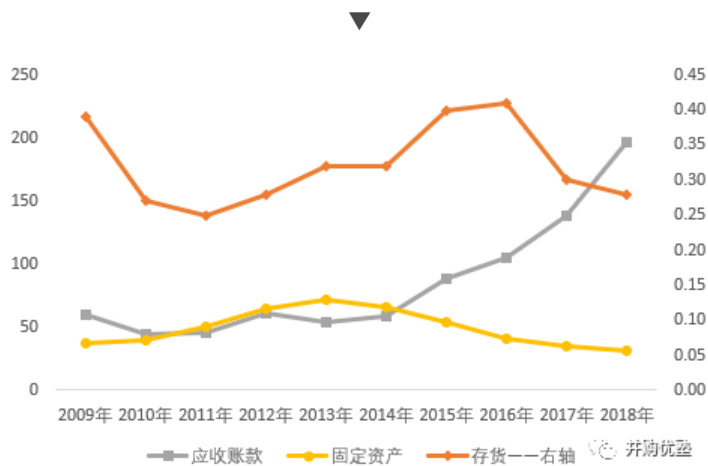


图：营收同比 VS 预收同比 VS 销售费用同比（单位：%）

来源：并购优塾



图：营收同比 VS 拿地同比增速、销售面积同比增速 (单位：%)  
来源：并购优塾

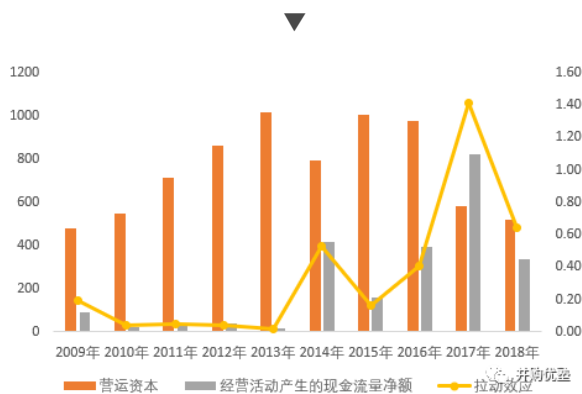


图：存货、应收账款、固定资产周转率 (单位：次)  
来源：并购优塾



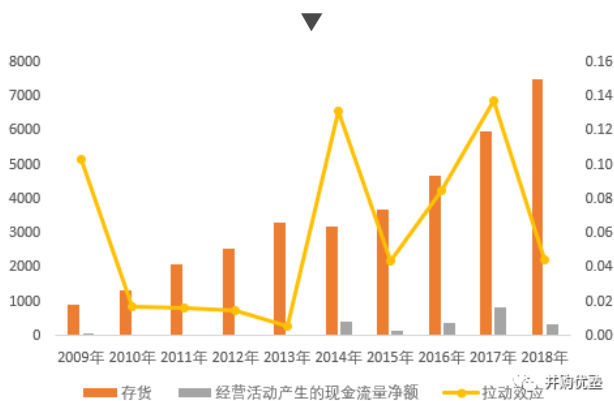
图：capex 对现金流拉动效应（单位：亿元（左））

来源：并购优塾



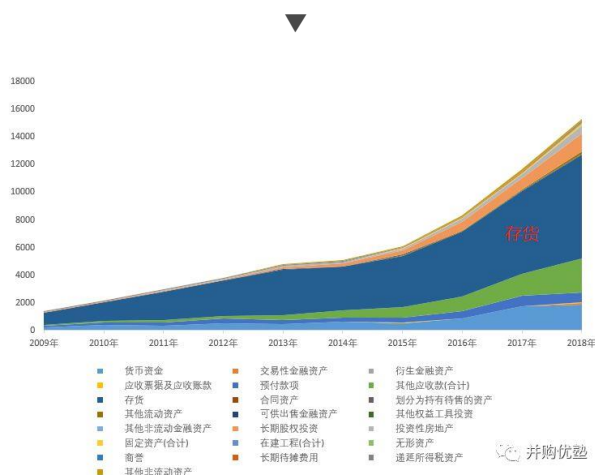
图：营运资本拉动现金流（单位：亿元（左））

来源：并购优塾



图：存货拉动现金流（单位：亿元（左））

来源：并购优塾



图：资产结构（单位：亿元）

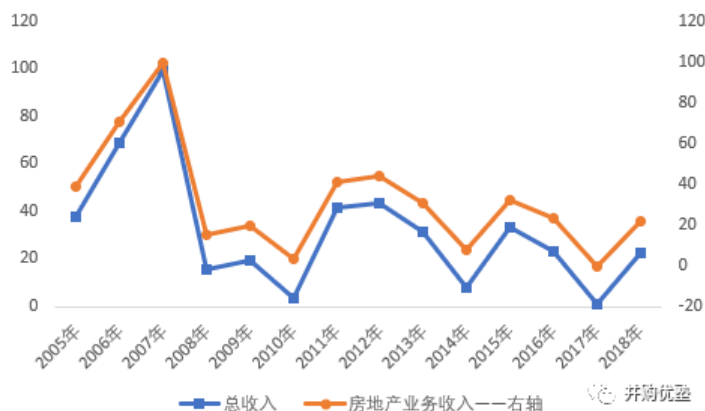
来源：并购优塾

在本案的财务建模中，我们需要解决两个核心问题：1) 房地产业务的驱动力，究竟如何预测？2) 万科专注于一二线城市房地产，这一点与其他三四线城市的地产公司有什么区别？

— 03 —



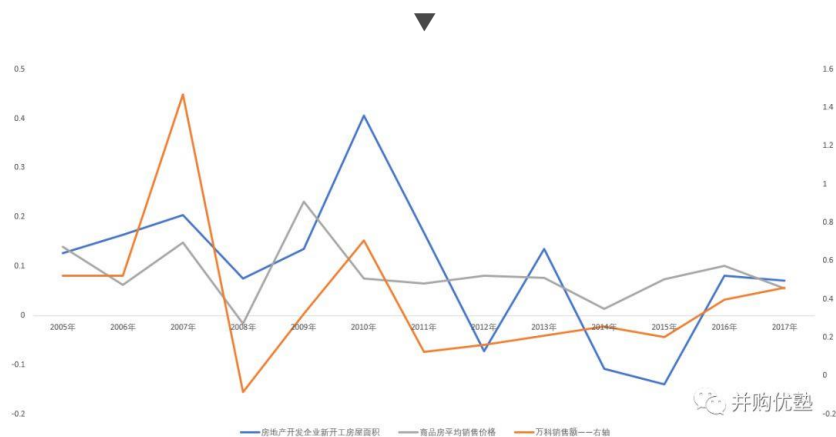
核心，驱动力



图：总收入、房地产业务收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

先看首个问题：房地产收入，可以拆分成量×价，即销售面积与平均销售单价这两个核心驱动因子。我们来看看万科销售额历史增速和房地产企业新开工面积、以及商品房平均销售价格的增速对比。



图：万科销售额历史增速、房地产企业新开工面积、商品房销售价格增速 (单位：%)

来源：并购优塾

上图可见，基本呈现正相关属性。并且，房地产的量和价几乎呈现同向变动趋势，因此，在做估值建模时，必须先对地产周期有一个总体判断——可是，问题来了：研究周期，到底应该从哪里入手？

## — 04 —



### 大周期，定位

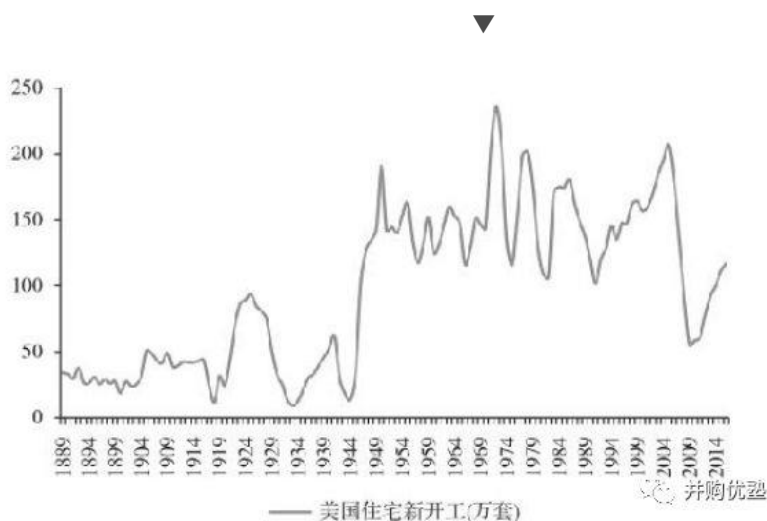


考虑房地产周期的跨度以几十年计，单看我国的历史数据显然还不够，因此，我们搜集其他经济体的数据，进行对比研究。

在此前关于**厦门国贸**的建模报告中，我们曾引用过万科谭华杰老师的研究思路，纵观历史，可以发现绝大部分经济体都会经历房地产量价齐升的阶段，背后的逻辑为经济增长带来人均收入快速提升，叠加城镇化率快速提高，农村人口汇聚向城市，因此购房需求迅速释放，带动价和量增长。

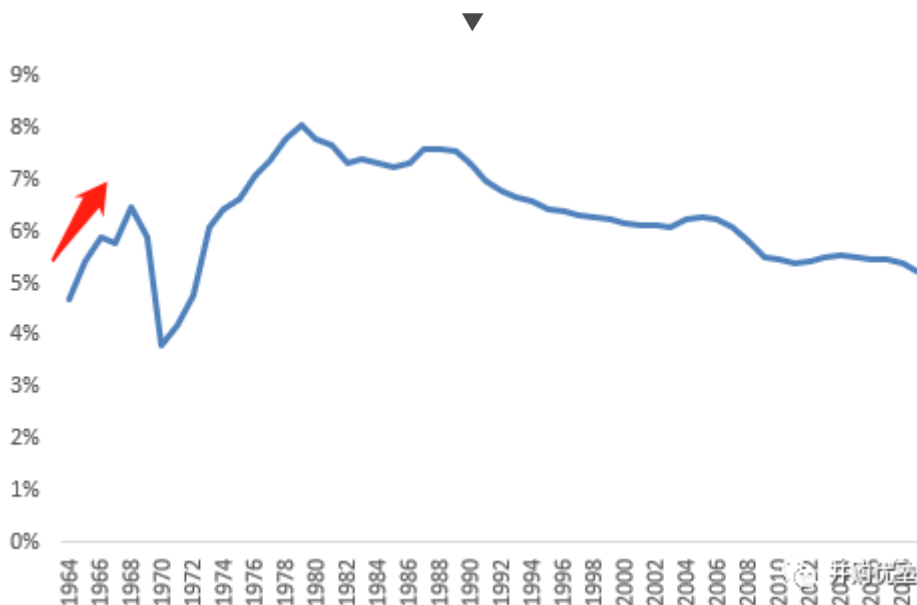
这种价量持续上涨的阶段，在 US、日本历史上都可以找到。

先来看看 US——二战结束后（1945 年），USA 经济高速发展，城镇化率快速提高。需求释放，拉动住宅新开工数量快速增长，住宅开工数量在二战前低于 50 万套，二战结束后大幅上升，到 1950 年已经接近 200 万套。住房放量的同时，价格也一直保持上涨趋势。



图：USA 住宅新开工（单位：万套）

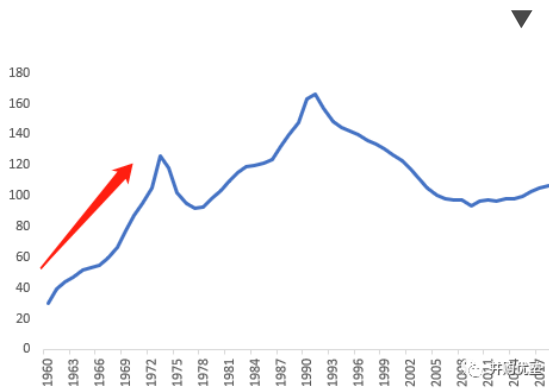
来源：《房地产周期》



图：USA 新房均价复合增长率（单位：%）

来源：并购优塾

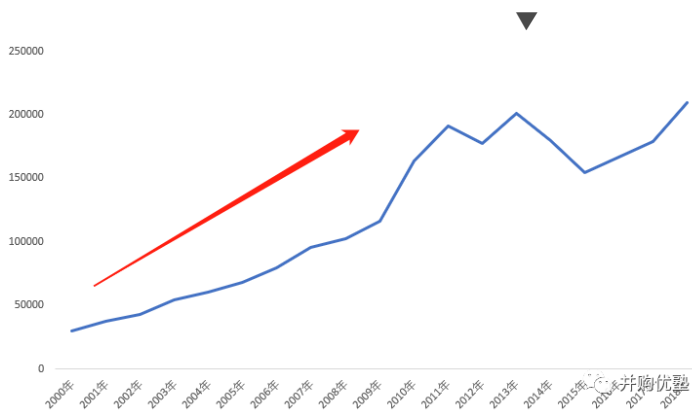
类似的，日本在二战之后经济快速发展，在 1960-1973 年间，GDP 年复合增速达到 9.9%，同时城镇化率快速上升，1973 年达到 74%的水平。在这个阶段，住宅新开工数量同样大幅上涨，新开工住宅数量从 20 世纪 50 年代的不足 30 万套，迅速上升至 1973 年的 176 万套。此时的价格，也是同样保持上涨势头。



图：OECD 日本实际价格指数

来源：并购优塾

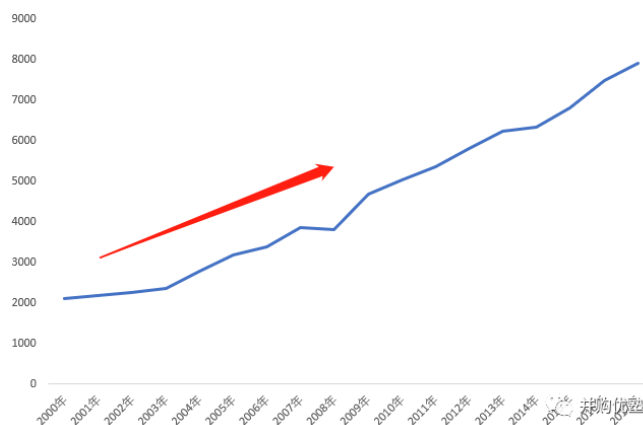
对比我国，这种需求大量释放的阶段同样存在——自 1998 年房改措施出台，宣布全面实行住房分配货币化、停止住房实物分配后，房地产市场迅速发展，新开工面积、价格持续增长。



图：房地产开发企业新开工房屋面积(单位：万平方米)

来源：国家统计局

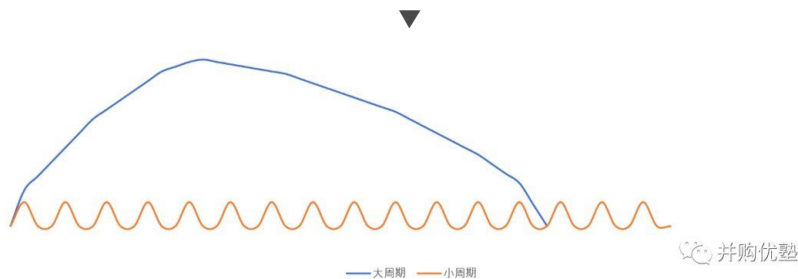




图：商品房平均销售价格(元/平方米)

来源：国家统计局

很明显，从历史上看，我国地产市场和 USA、日本类似，正处在这样一轮大周期中，大周期的示意图，大致是下图这样的。而本案地产业务的驱动力到底有多强，就取决于我们所在大周期的位置——接下来的重要问题是：周期，到底该如何定位？



图：大小周期嵌套模型简单示意图

来源：并购优塾

— 05 —



周期，位置

关于大周期的定位，我们从经济大逻辑与房地产业龙头企业管理层的观点两个角度来看。

首先，来看产业大逻辑——对于大周期结束点，根据万科谭华杰老师的观点，每个经济大周期的结束一般发生在城镇化基本完成的时候，这个时点的**城镇化率**一般在75%。这一数据经历过多个经济体的规律验证，因此较为可信。

我国城镇化率在2018年为59.58%，离75%还存在一定距离，因此可以判断，我国目前仍处在离大周期结束点较远的位置。这一点，我们之前在对**海螺水泥、格力电器、美的集团**做建模时，都做过相关论述，此处不赘述。

而在城镇化率到顶，大周期下行拐点之后，经济增速、城镇化逐步放缓，对房地产的驱动逐渐减弱——这个拐点，在USA、日本都可以找到，那么，我们的情况到底如何？数据会说话：

- 1) 城镇化率——2014年经济结束高速增长期，步入增速换挡期，而同年城镇化率已经达到55%，城镇化逐渐放缓，2018年接近60%。60%以上，城镇化增速将放缓，以缓慢态势逐步向75%延伸，这个过程大约要10到20年；
- 2) 人口——2012年15-59岁劳动年龄人口净减少，2013年15岁-64岁置业人群达到峰值；2014年，15-64岁人口数量走平并出现下滑。
- 3) 住宅开发投资增速——2014年住宅开发投资增速由19.4%下降至9.2%，住宅新开工面积由14.6亿平方米下降至12.5亿平方米，为2010年以来的低点。



图：人口结构

来源：理杏仁

从上述数据来看，2014年是一个“由快速增长转为慢速增长”的关键年份。我们再看房地产业龙头企业管理层的观点，是否支持这个观点：

1) 恒大在2014年年报中表示，2014年房地产市场呈现调整与转折的新特点，市场见顶趋势显现。

2) 万科在2014年年报中表示，房地产行业正在由黄金时代转入白银时代，价格单边高速上涨、行业整体规模高速膨胀的时代已经结束。

3) 融创中国在2014年年报中表示，2014年经济增长继续放缓，房地产行业进入调整期。

4) 保利地产在2014年年报中表示，2014年地产市场整体规模呈现高位回落的态势，调控措施逐步淡出，行业渐入成熟发展的新常态。

综上所述，一个中长期逻辑基本能够形成共识：地产行业由黄金时代转入白银时代，进入成熟发展阶段，增速将放慢。但是，距离城镇化率75%到80%的位置，还有较远的距离。

好，首个问题解决后，我们来看第二个问题——万科专注的一二线城市房地产业务，与三四线城市有什么区别？

## — 06 —



### 城市，分化



当大周期进入高位、转为慢速增长时，需求端的逻辑会发生变化，**城镇化带来的住房需求转变为人口流动带来的住房需求。**

在大周期的前半程，城镇化导致农村人口涌向城市，在这样的阶段中，一二三线城市并没有明显的区别，但大周期高峰之后，城镇化速度开始放缓，一二三线及其以下城

市的人口流动情况会出现分野——一、二线城市人口继续增加，而三四线城市人口增速放缓。

根据任泽平博士在《房地产周期》一书中表述的观点：出现这样迁移趋势的原因就是不同区域之间的收入差距，这个可以用区域经济占全国份额/人口占全国份额来表示。如果这个比值接近于1，则表示该区域人均收入和全国人均收入是相等，而如果大于1，则表示该区域的人均收入要高于全国平均收入，比值大于1，会吸引人口不断迁入，直至该比例趋近于1。[1]

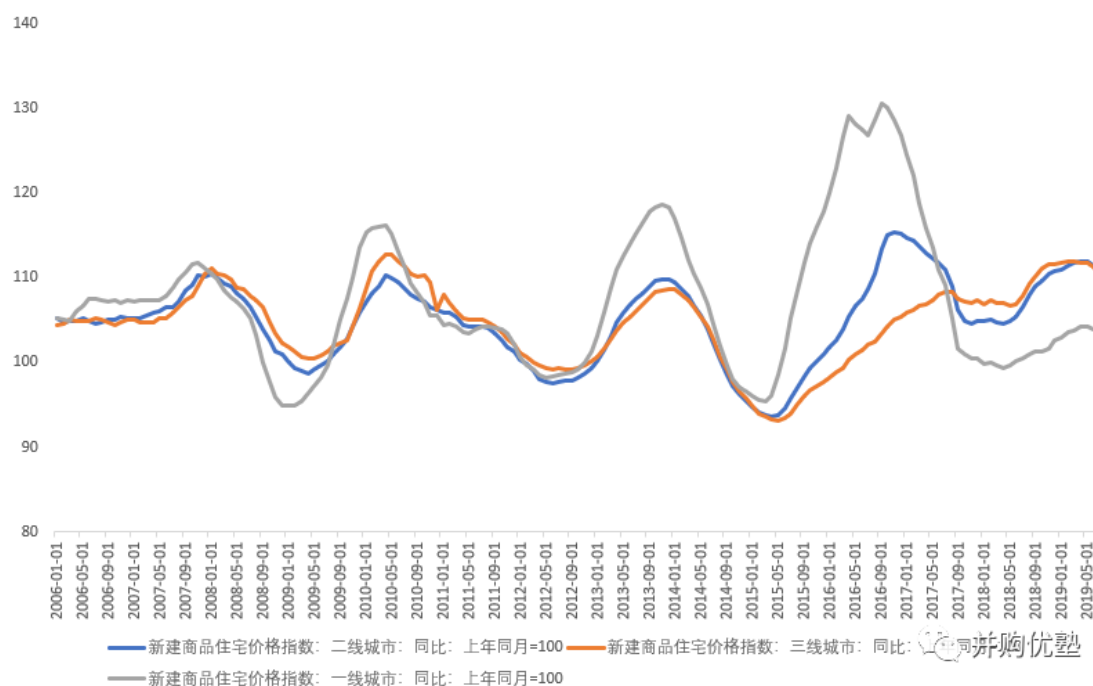


图：《房地产周期》

来源：泽平宏观

这样的情况，在日本历史上也曾发生过：从战后至20世纪70年代，主要都市圈的人口数量及占比均有提升。此外，国内的70个大中城市价格指数数据，也可以印证这样的逻辑，我们来看数据：





图：新建商品住宅价格指数  
来源：并购优塾，choice

从上图，我们能够发现：1) 2014年后，一线、二线城市的价格增速提升，而三线则开始放缓；2) 2018下半年起，三线城市价格走势开始超过一二线。

以上述逻辑来看，大周期的后半程，一二线城市、三四线城市的人口迁移会出现分化，因此，一二线城市价格的确定性，会高于三四线城市。而这种确定性，也吸引着各大房企回流一二线城市，比如深耕三四线城市的碧桂园，从2017年开始已经逐步向一二线城市布局。

实际上，根据克而瑞的统计，2019年上半年，房地产开发商在三四线城市新增土储建筑面积，占比下滑近8个百分点（同2018年全年相比），而在二线城市新增土储建面占比，提升近10个百分点（同2018年全年相比）。

但看到这里，也许你会有一个问题，为什么2017年年中开始，一二线城市价格呈现出下降趋势，而三线城市的价格却仍在上行区间？

答案：和三四线城市棚改有关。为了促进三四线城市去库存，三四线城市的首付比例仅为 20%，而一二线城市的首付比例为 30%。此外，棚改背景下，棚户区居民可以用补偿款去买房。两项措施的叠加使得三四线需求大幅上涨。

但需要注意的是，三四线的首付比例虽然较低，但相比国际，仍然处于高位。根据 IMF 统计，发达经济体首付比例均在 10% 以下，如 USA、英国、法国、奥地利、荷兰均可零首付；德国、新加坡、日本等如今控制在 20-30% 之间。

目前来看，三四线暂时脱离了周期规律，但在当下，以中长期看，一二线增长的确定性大概率高于三四线。本案的万科，主要面向的市场正是一二线城市，因此在收入预测部分，我们不需要对此额外进行风险调整（如果对碧桂园做建模，就需要考虑调整数据）。

根据万科 2019 年半年报披露，它依旧以一二线城市为核心，按建筑面积计算，82% 的新增项目位于一二线城市，相较 2018 年该比例上升 9.9 个百分点。

上述两个问题解决后，我们正式进入建模的关键部分——未来的收入，到底应该如何预判？

## — 07 —



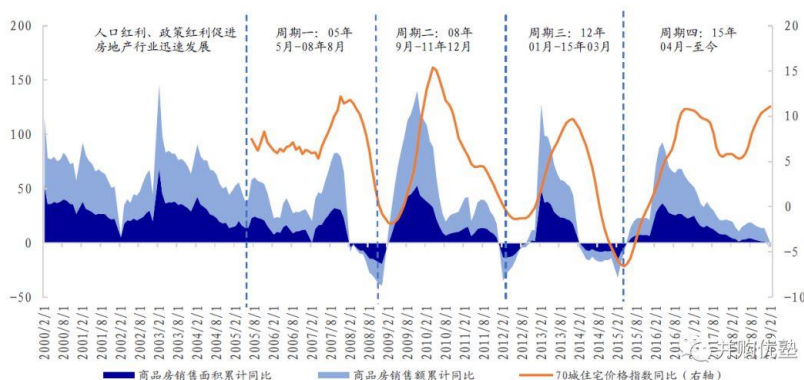
### 小周期，库存



短期增速，不论是量还是价，直接驱动力为小周期（库存周期）。根据下图，有几点需要注意：

- 1) 房地产行业的小周期长度在 3 年左右；
- 2) 量和价基本呈同向变动；
- 3) 价格增速虽然呈现波动趋势，但仅有一年降至 0 以下；
- 4) 本轮短周期的价格出现了与量背离的情况；





图：商品房销售面积、销售额、住宅价格同比（单位：%）

来源：银河证券

本轮小周期价格结构出现背离，三线城市逆周期上涨，由政策驱动。

由于在我们的预测期内，行业大周期仍未结束，并且，考虑一二线城市房地产需求端人口迁移更多，因此，在价格预测方面，我们直接考虑大周期下价格的变化上下限，作为预测中的乐观和保守情景。这个逻辑，此前我们曾在厦门国贸的报告中进行表述，对比中美价格，长期来看，价格能够跑赢通胀，但跑不赢 GDP。

这里，《并购优塾》分两种保守、乐观两种情景对价格进行假设：

- 1) 保守情境：一二线价格增速为 CPI 增速；
- 2) 乐观情境：一二线价格增速为 GDP 增速。

根据万科公告，2019 年上半年其销售均价为 15534.05 元/平方米，同比增长 4%，增速处于保守、乐观情景区间内，符合我们对价格增速的预期，因此这里仍按照之前的假设做建模。

价格预测逻辑解决后，我们来预测销量——本案，未来销量情况，该如何分析？



量方面，房地产企业与普通企业存在较大的差异，我们需要重新梳理一下房地产行业收入形成过程，大致流程为：获取土地——开工——预售——施工——竣工。

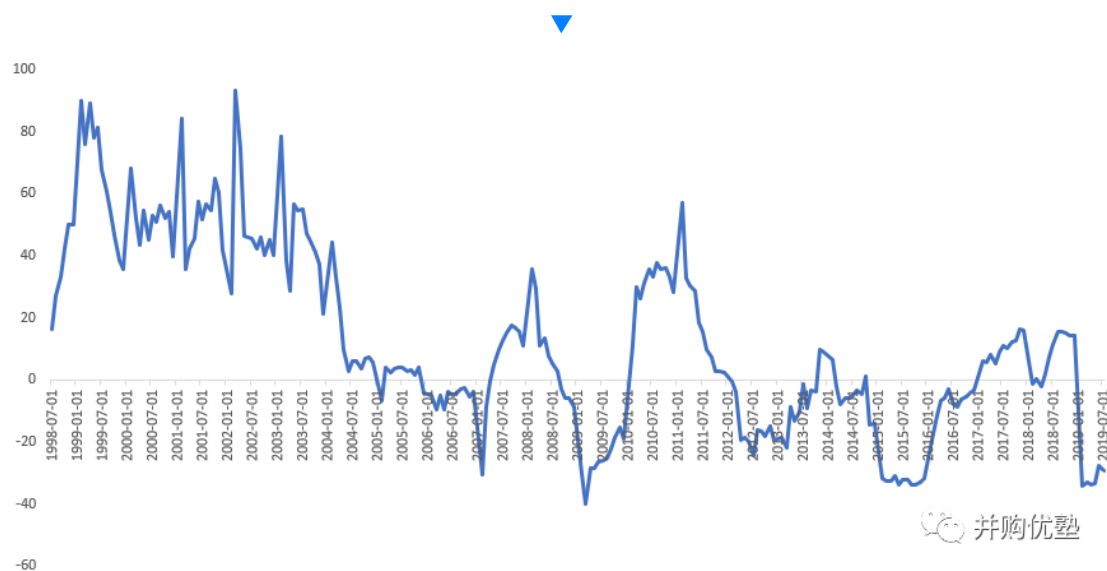
从这个流程中，我们能够看出，收入预测有两个关键点：

### 1) 拿地。

拿地多少决定了新开工以及后期的销售面积，拿地一般领先新开工 6 至 9 个月。

以万科为例，万科 2012 年拿地速度加快，2013 年新开工面积上升 48.71%，同年销售面积上升 21.24%；2015 年万科拿地同比上涨 154%，直接使得 2016 年新开工面积同比上升 48%，同年销售面积增速为 34%。

但需要注意一点，拿地并非决定新开工以及销售面积的唯一因素，它们还受公司政策以及其下游需求影响，比如近年来较为常见的合作开发，因此，拿地情况也需要参照全行业的情况，但目前，全行业的拿地水平都较低。



图：土地购置面积累计同比（单位：%）来源：并购优塾，choice

### 2) 预收账款转化为营业收入的时点。



新的收入确认准则中，收入确认分为两种，一是属于在某一时点履行履约义务，二是属于在某一时段内履行履约义务。

前者只能在某一时点确认收入，而后者可以在该时间段内按照**履约进度**确认收入，因此确认收入的时点可以提前。

根据新准则，房地产公司可以按照在某一时段内履行履约业务进行收入确认，此外，即便是属于在某一时点履行履约义务，万科的收入也有提前确认的空间：

根据万科关于收入准则的介绍，在某一时点履行履约义务确定收入时，需要满足以下条件：**与客户签了合同、取得了客户的首期款而且已确认余下房款的付款安排以及房产已经被客户接受、或根据买卖合同约定被视为已获客户接受**（以较早者为准）。

注意，这一条——房产已被客户接受，因为很难界定，实际上给了房地产企业收入确认调节的空间，因此，我们对预收转收入的预测很难准确，需要根据万科披露的相关信息调节。

此外，考虑这种不准确随着预测期的延长会不断加剧，且由于万科收入体量过大，很多预测都建立在收入预测之上，因此模型的稳定性较差，即一旦变动假设，会大幅度影响永续期自由现金流，使得整体的估值变动比较大。

因此，为了降低我们假设的不确定性，这里我们将预测期缩短至 3 年。模型中收入预测的逻辑为：**销售面积——预收——收入**。

## — 09 —



### 销售面积预测

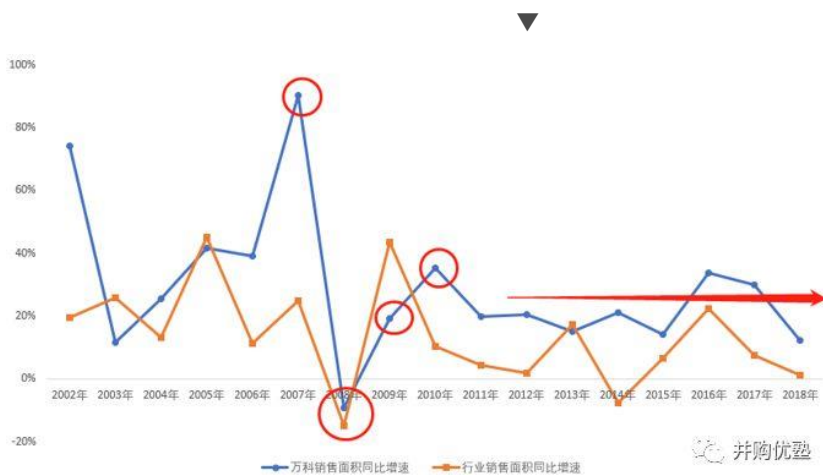


首先来看销售面积。我们将万科的销售面积同比增速，和行业同比增速进行对比，可以看出：

1) 2006 年之前，万科和行业增速接近一致；

2) 2006 年至 2010 年之间，除了 2009 年低于行业增速，其余年份均大幅高于行业增速；

3) 2010 年之后，万科增速一直比较平稳，并没有明显的周期性；



图：行业、万科销售面积同比增速（单位：%）

来源：并购优塾

注意，在量上，万科有一个明显的转折点：从 2010 年之前，万科的周期波动较大，随后较为平缓。我们具体来看：

2007 年，行业整体增速较高，和当时整体市场热度较高有关。2008 年，行业增速接近-15%，万科增速虽为负(-9%)，表现仍好于行业。这主要因为它在 2008 年率先降价，清出存货大量，但其他同赛道公司未能及时降价，造成存货积压。

2009 年，受货币流动性影响，资金流入房地产行业，使得价格、销量大幅增加，行业内库存高企的房产商迅速清除积压存货，而万科作为龙头，受 2008 年提前去库存影响，增速反而弱于行业。

经历了这一轮周期后，万科的经营策略，从预判周期，开始转向顺周期。

2010 年，国十条出台，行业整体迅速遇冷，增速从 2009 年的 44% 下降至 11%，而万科 2010 年增速从 2009 年的 19% 上升至 35%，这主要和其产品结构有关。

限购影响明显的主要是改善型需求以及投机性需求，而万科从 2008 年开始，把“建设刚需性用房”作为产品结构调整的原则，并在 2010 年完成对产品结构的调整，因此，2010 年的调控对万科几乎没有影响。

2010 年万科销售额突破千亿元，在那之后，它一直在控制规模和发展速度。这也就是从 2011 年开始，万科销售面积增速较为平稳的原因。

考虑到目前房地产行业的集中度仍较低，2018 年中国房地产市场 TOP3 的市场份额为 12.6%，而如果对比 USA 市场，仅行业龙头，市占率就在 10%左右，因而市占率仍然有提升空间。

并且，考虑到万科能够采用与其他公司合作开发的模式进行拿地销售，因此，我们不在此处区分情景，合理假设预测期前三年万科销售面积增速稳定。

这里，我们选取收入增速保持稳定的 2011 年-2015 年增速平均值（18%）作为预测期前三年增速。但后期，考虑行业进入大周期的成熟期等因素影响，假设销售面积增速逐渐下降至行业增速 6%。

**万科 2019 年上半年销售面积为 2150.09 万平方米——从历史来看，2014 年至 2018 年，上半年销售面积占全年销售面积的比较稳定，在 44%-52%之间，这里我们取五年平均值（48.5%）作为 2019 年上半年销售面积占全年面积的比重，由此推算出，2019 年全年销售面积为 4433 万平方米，较 2018 年上升约 10%。**

可以看出，万科的 2019 年销售面积增速比我们之前的预期要低，这里猜测和万科拿地速度有关，2018 年万科拿地同比较 2017 年下降约 30 个百分点。

根据万科 2019 年半年报披露，其上半年拿地面积较上半年同期下降 33%，预计后期万科销售面积还会有一定影响。

**但这里，需要注意一个重要逻辑，注意，拿地减少，并不一定会导致新开工、销售面积下滑，这是因为，目前万科的在建及规划建筑面积充裕（土地储备），总面积约**

1.1 亿平方米，以 2018 年销售面积 4038 平方米推算，即使不拿地，目前的储备也可以满足大约 3 年的开发需求。

因此，这里我们假设拿地减少对万科销售面积增速有一定影响，但整体影响不大。对 2019 年增速，根据我们上面的推算，取 10%，而对 2020 年、2021 年销售面积增速，我们取 2018 年销售面积增速（13%）和预计的 2019 年销售面积增速（10%），取一个平均值（11%）。

研究至此，销售面积的假设已经研究完毕，接着来看下一步，预收。

## — 10 —



### 收入，预收



研究预收时需注意，本报告中提及的“预收账款”已经经过了合并调整，由负债端的“预收账款”与“合约负债”组成。万科预收账款占销售额的比重比较平均，在 80% 左右，这里我们假设后期预收账款/销售额的比例依旧保持在 80%。根据计算，2019 年该比值为 82%，和我们的假设差异不大，因此维持之前的预测水平。营业收入占预收账款的比例，除了 2018 年低于 80%，其余均在 84% 以上，而且近 5 年维持在 90% 左右，因此这里我们假设营业收入占预收账款的比例从 60%，不断上升至五年平均值 90%。

根据万科 2019 年半年报披露，2019 年上半年营业收入增长约 32%，按照近 5 年上半年收入占全年收入的比重（约 30%），推导出 2019 年营业收入，进而得到营业收入占上年预收账款的比例为 82%。

该比例高于我们的原预测值 60%，反映出万科在收入确认上比我们预期较快，因此，这里将 2019 年营业收入占预收账款的比例从之前的预测值 60% 调高至 2018 年的 70%。

考虑到预测期后两年，万科拿地速度放缓、销售面积增速放缓下，预收账款增速下降，但预收转营收的速度保持不变（正常情况下，开工、完工的时间不会大幅延长），则营收/预收的比例会有上升的趋势，这里假设预测期第 2 年开始该比例上升至 75%。

所以，在保守情境下，房地产销售额、预收账款、营业收入的预测值如下。



	2019E	2020E	2021E
销售额	6823.33	7740.52	8781.01
预收账款	5458.67	6192.42	7024.80
营业收入	3825.98	4094.00	4644.51

图：保守情境地产销售额、预收账款、营业收入（单位：亿元）

来源：并购优塾

至此，本案的房地产业务终于预测完成，然而，还有另外一块重要业务，必须考虑——物业板块，如今增速很快，未来将会如何？

— 11 —



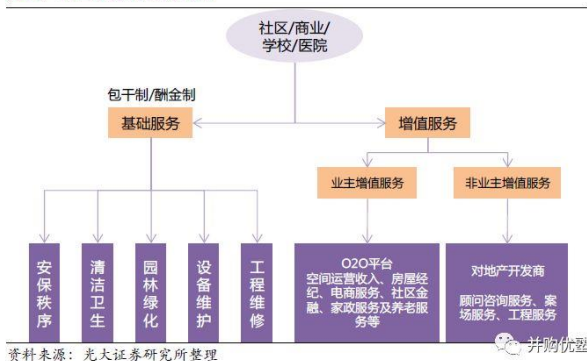
## 另一块业务，物业



物业，是万科的另一个主营业务，主要通过子公司万科物业进行。先来看看物业业务包括哪些——主要两大类，一类是传统的基础服务，包括安保、清洁、绿化、维修等。另一类是增值服务，包括针对业主的增值服务（房屋经纪、电商服务等），针对房地产公司的非业主增值服务（顾问咨询服务等）。



图 5：物业服务的主要内容



资料来源：光大证券研究所整理

并购优塾

图：物业服务内容

来源：光大证券

和该分类类似，目前万科的物业服务也是针对住宅、商业地产等开展基础服务以及增值服务。

根据我国的物业收费管理措施，基础服务的定价大多属于监管层限价，收费标准调整速度缓慢，因此，在物业收入方面，仅能依靠覆盖的小区户数获利，很难通过提价增加收入，因此，物业公司的商业模式普遍为“**基础物业费+增值服务**”。

这样的模式和我们之前研究的**上海机场**非常类似：物业公司作为平台，通过提供基础服务吸引流量，再通过提供增值服务将流量转换为现金。目前通用的模式是建立线上社区 App，为业主提供增值业务。比如，在港股上市的**如彩生活**，通过为社区线下合作伙伴提供线上导流平台，从而抽取部分销售收入作为它的酬金。

作为国内物业赛道的龙头，万科同样开设了社区 App “住哪儿”，但目前，带来的收入非常有限，因此我们在预测中仍以其基础物业费为主。

基础物业服务的预测，考虑目前国内对物业收费管理仍比较严格，物业费快速上升的可能性较小，这里保守假设，未来单位面积的物业费增速为 0%。

我们重点来看看，量（面积）该如何变化。从增量、存量两个方面考虑市场空间大小：

1) 长期看，我国仍处于量价齐升的大周期内，但增速在转换；短期内，近几年国内商品房销售面积和竣工面积的差额不断扩大，代表后期竣工面积仍可增加。

2) 存量房中的老旧小区，缺乏物业管理：目前国内各地区先后开始执行老旧住宅区物业引入，北京已于 2013 年试点老旧小区改造同步引进物业，2017 年天津塘沽街新引进 10 家物业公司，分别进驻 107 个老旧小区。

因此，考虑存量、增量大量存在，我们认为未来国内的物业市场空间，十分广阔。

实际上，根据“2019 中国物业服务百强企业研究报告”的预测，截至 2025 年，基础物业服务的整体规模可以达到 9054.48 亿元，考虑增值服务后，整体规模可以达到 1.8 万亿元。

这里，《并购优塾》考虑到万科的龙头地位，赛道内企业分化明显（TOP10 增速明显高于 TOP100 增速），假设后期万科物业的管理面积每年按 TOP10 企业 2013 年-2017 年间复合增速 30% 增长。

根据万科 2019 年半年报披露，物业管理收入增速为 27.05%，和我们预期接近，这里维持之前的预测水平。

除了以上研究的房地产开发、物业业务，目前，万科还涉及公寓租赁、商业地产、物流、冰雪度假服务——那么，这些“其他业务”，该如何预测？

— 12 —



其他业务，假设

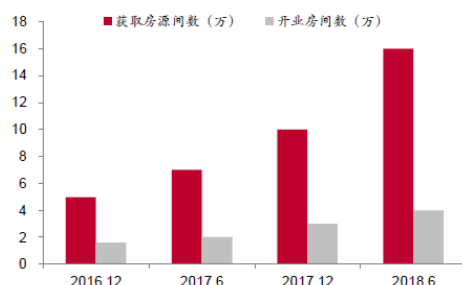


先来看看公寓租赁业务。

根据 2018 年年报，租赁业务是除了住宅开发、物业服务以外的另一个核心业务。自 2011 年开始，万科将长租公寓列为新业务重点，并于 2016 年成立品牌“泊寓”，此外，万科在深圳开启“万村计划”，将城中村进行改造后出租收取租金。从 2016 年年底开始，泊寓房源数快速增长：



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

并购优塾

图：泊寓房源、开业价格数（单位：万）

来源：中泰证券

但这里需要注意一个问题，获取的房源数并不等于已经运营的房间数量，房源数在大幅增长，可是万科的公寓开业数量却增长缓慢，二者差距正在不断扩大，2017年8月，万科预期2018年万科泊寓可以实现开业15万间的水平，但是根据2018年年报，截至2018年，万科泊寓仅开业6万间，开业数量远不及预期。

此外，万科的“万村计划”已经在2018年年底搁浅，全面暂停拓展新房源，并放弃部分已签约房源。

可以看出，目前万科在推进长租公寓的发展上还有一定问题，根据2018年年报，2019年万科对租赁业务的发展方向是：“**提升已获取项目的开业效率与经营质量，提升万科租赁住宅品牌影响力是租赁住宅业务的基本盘**”。

因此，这里我们合理推断，后期万科在租赁业务上继续大幅扩张的可能性，存疑。

## 第二、再来看看商业地产。

万科自2010年开始在商业地产布局，2013年开始加速推进社区商业、生活广场、城市综合体（大体量商业综合项目）三类商业地产产品，2016年收购印力集团，之后印力集团作为万科商业地产开发和运营的平台，2018年万科收购凯德20家购物中心。

可以看出，这几年万科在商业地产的布局十分迅速，但根据2018年年报，2019年万科对商业地产的发展方向是：“**持续提升既有项目的运营表现是商业业务的基本盘**”。

和租赁业务一样，似乎也并不打算继续之前的扩张步伐。

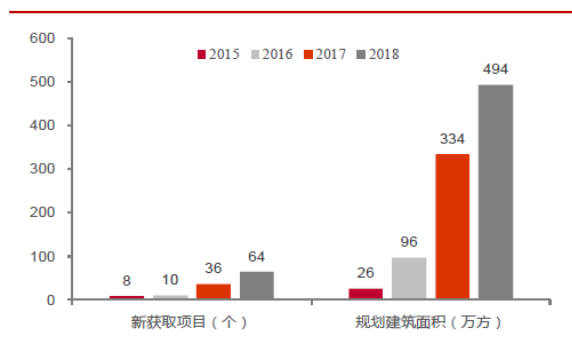
## 第三、再来看看物流业务。

2015年万科正式推出物流品牌“万纬物流”后，加速布局物流赛道，截至2019年3月，万科累计已获取124个项目。





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

井胸优塾

图: 万科物流地产项目

来源: 中泰证券

但考虑物流业务的发展主要靠电商支撑, 目前电商物流业务开始逐渐放缓、线上电商开始自建物流仓库, 预计后期万科物流业务仍然存在一定不确定性。

和上面两个项目类似, 万科 2019 年对物流业务的经营方向是: “经营好现有项目、完善布局是物流业务的基本盘”。

综上, 我们可以发现, 万科在 2018 年之前在多元业务上扩张迅速, 但是 2019 年开始, 它的主要经营路线由扩张转为专注经营现有项目。

而 2018 年万科股东大会管理层对多元业务的描述: 这些业务目前发展“发展水平还不理想”, 这或许解释了, 为什么从 2019 年开始万科对多元业务的发展态度发生转换。

由于万科并未将这些业务的收入单列披露, 我们无法一一对其进行预测, 且其他业务收入体量非常小, 所以这里我们不对其进行拆分, 使用增速法进行简化预测。

考虑万科多元业务存在不确定性、后期万科在这些业务的发展上会较为稳健, 这里我们合理假设其他业务的增速为近三年平均值不变(13%), 如果未来发生变化, 我们再进行跟进调整。

根据万科 2019 年半年报，其他业务的增速为-11.30%，考虑万科在这些业务上依旧维持巩固基本盘的原则，且从历史看，其他业务存在中期增速为负，但全年增速转为为正的情况，这里维持之前的预测水平。

保守情境下，总收入预测如下。到这里，收入已经全部预测完成，但如果仅仅用一种方法来预判增速，可参考性较差——以上预判逻辑是否靠谱？我们还得结合其他不同逻辑的方法，做交叉验证。

▼

	2019E	2020E	2021E
总收入	3990.20	4301.22	4906.61

图：保守情境收入预测（单位：亿元）

来源：并购优塾

— 13 —

■■■■■■■■■■

## 2019 年半年报更新 全年收入，推测逻辑



根据以上中报数据的更新假设，《并购优塾》计算出，乐观情景下，2019 年-2021 年营收增速分别为 34%、12%、18%，这个数据未必靠谱，我们再用其他几种方法，来做交叉判断。

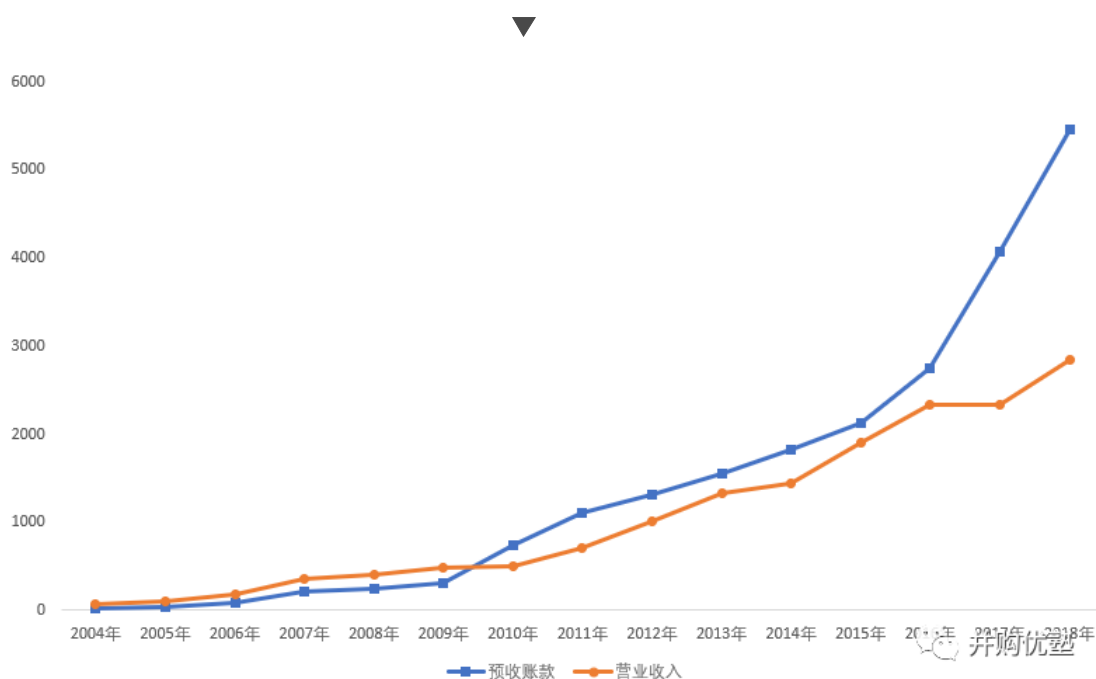
方法一：内生增速——预期增长率采用公司：内生增速=净资产回报率\*（1-分红率）。其历史平均分红率约为 40%，平均 ROE 约为 24%，得到内生增速为 14%。

方法二：外部分析师给出的增速——这里选取近 180 天内 30 家预测机构对万科在 2019 年-2021 年的增速分别为 24.28%、22.40%、19.21%。

方法三：通过中报与年报的历史关系，反推出 2019 年收入增速。从历史波动来看，半年占收入的比重在 30%左右（26%-36%），均值为 30%。由此，《并购优塾》假设，下半年如果无意外发生，可倒推 2019 年年报收入约为 4671.06 亿元，同比增速约为 57%。如果我们使用 2018 年的比例，可倒推 2019 年年报收入约为 3870 亿元，同比增速约为 30%。

此处，我们的预测高于分析师预估，主要原因是我们根据万科 2019 年上半年确认收入的比例，调整了营业收入占/预收的比例所致。

此处的主要原因，是我们在收入预测中，考虑到万科的预收账款（合约负债）过高，一般一年内会转入成收入，因此，预计营业收入后期会有较为明显的放量。从下图来看，近两年万科的营业收入，实际上是低估的。（这一点说明，还有不少潜在的收入可以释放，背后的动机，我们认为或许是为了过冬，提前做储备。此处是一个调研点，如果实地调研或参加股东大会，可以向管理层提问）



图：预收账款、营业收入（单位：亿元）  
来源：并购优塾

▼

	2019E	2020E	2021E
预收增速	-0.13%	13.44%	13.44%
营收增速	34.04%	7.79%	14.05%

图：保守情境下预收及营收增速（单位：%）

来源：并购优塾

至此，收入分析终于结束，然而，还有另外许多重要的事情需要解决——每年进账的收入，将会花到哪些地方？花的钱多一点、少一点，都会大幅影响估值建模。

## — 14 —



### 房地产业务，毛利



在预测毛利率之前，先来看销售费用、管理费用、税费等方面：

2016年至2018年，**营业税金及附加**占营业收入的比例分别为9.14%、8.12%、7.79%，这里变动不大，简化假设后期万科维持2018年占比（7.79%）。

2016年至2018年，**销售费用（剔除折旧）**占营业收入的比例分别为2.15%、2.58%、2.6%，这里变动也很小，简化假设后期万科维持2018年占比（2.6%）。

2016年至2018年，**管理费用（剔除折旧）**占营业收入的比例分别为2.78%、3.59%、3.73%，这里变动也不大，假设后期万科维持2018年占比（3.73%）。

根据万科2019年半年报披露，营业税金及附加、销售费用、管理费用占营业收入的比重和2018年相比，整体变化不大，这里维持之前的预测水平。

现在，我们来看看本案的重点花钱位置——成本，以及毛利率该如何预测：





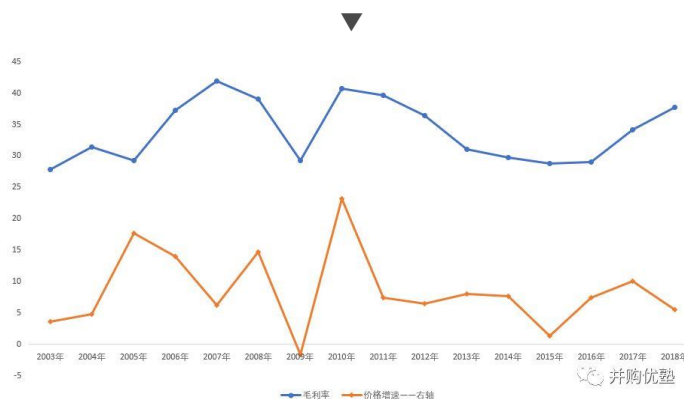
图：房地产开发业务毛利率（单位：%）

来源：并购优塾

从上图，我们可以发现：1) 在 2007 年、2010 年万科毛利率在 40%以上，而且近几年毛利率呈现上升态势；2) 万科的毛利率低位保持稳定，基本在 28%-29%左右；

1) 先来看看毛利率上涨的原因——这里，我们将价格增速推后一年，和毛利率进行了对比，进行调整的重要原因是：**房地产开发的营业收入主要从预收结转而来，反映的并不是当年，而是上一年的行情。**

可以看出，毛利率的上涨主要和价格大幅上涨有关。比如，2007 年、2008 年的毛利率高企反映的是金融危机之前价格的不断上涨，2009 年毛利率下滑，则反映 2008 年金融危机影响，而 2010 年的毛利率大幅上升反映的是 2009 年价格的上涨。可见，存在明显的滞后效应。



图：万科毛利率、价格增速（推后一年）（单位：%）

来源：并购优塾

而万科毛利率低位能够保持稳定，《并购优塾》认为，与万科的拿地策略有关。

2007年，受牛市影响，万科加快拿地速度，频频抢下多块“地王”，2007年万科平均楼面地价（楼面地价=土地总价÷规划建筑面积）为3580元/平方米，而2006年仅为1800元/平方米。由于土地是房地产开发成本中很重要的部分，地价的大幅上涨，直接会导致成本上升，毛利率下降。

从2008年之后，万科确立经营中的三不原则：不囤地、不捂盘、不拿地王。现在回看，这确实是相当稳健且前瞻的经营策略，能够确保万科的拿地成本不会出现大幅上涨，从而，毛利率也不会出现大幅下滑。

明确这一点后，我们来看看后期，毛利率该如何变化。

根据前面分析，近两年的毛利率上涨和2016、2017年价格上升有关，考虑我们已进入大周期后半程，以及目前建立的房地产长效机制是防止价格大涨大落，因此，在预测时，我们不详细预测周期毛利率波动，而是选取房地产增速较为稳定时的毛利率——29%，作为预测期内的预测值。

万科2019年上半年毛利率约为36%，略低于2018年水平（37%），但高于我们之前的预测29%，我们的毛利率取值较低的原因是，万科收入体量较大且预测期长（10年），毛利率乐观会导致整体估值过于乐观，但由于我们已经将预测期由10年缩短为3年，这里将毛利率适当调高至33%（近三年平均）。

好，此处，我们解决了房地产业务毛利率预测问题——不过，还要把其他业务拆分开，来看其他业务毛利到底如何？

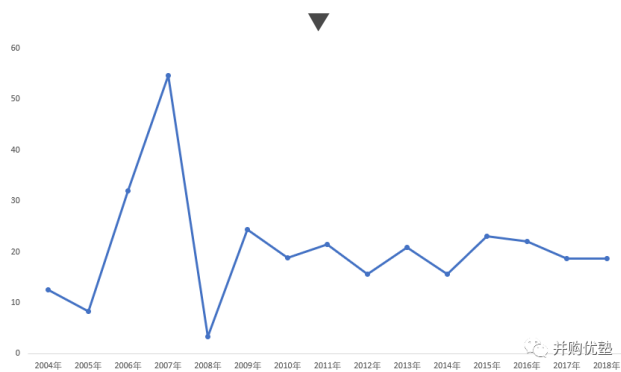
— 15 —



## 其他业务，毛利



先观测历史数据。通过下图可以看出，万科物业业务毛利率从2009年开始一直较为稳定。



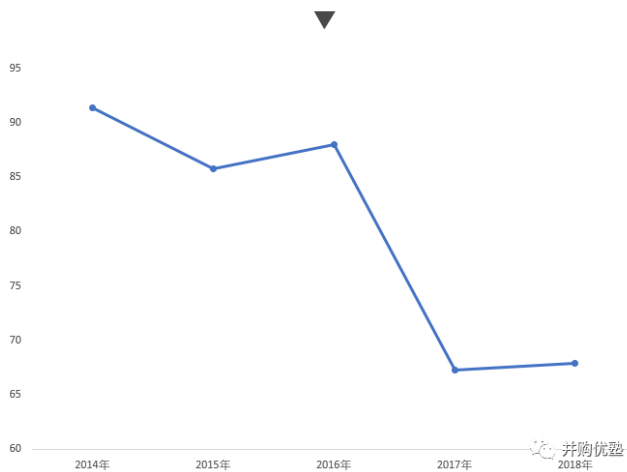
图：物业业务毛利率（单位：%）

来源：并购优塾

此处，为了提高假设的可信度，我们再来看看已经上市的物业公司的毛利情况：

- 1) 碧桂园服务——2018年毛利率 37.68%；
- 2) 彩生活——35.85%；
- 3) 绿城服务——2018年毛利率 17.85%；

万科的毛利率和碧桂园服务、彩生活毛利率相比较低，主要是因为，万科目前的物业仍以提供基础服务为主，价格提升受限，毛利率大幅上升的可能性不大。因此，这里我们合理假设，预测期内物业业务的毛利率为近5年平均值——20%。



图：其他业务毛利率（单位：%）

来源：并购优塾

可以看出，其他业务的毛利率 2014 年开始逐渐下滑，在 2017 年开始保持稳定，考虑其他业务目前占比较小，这里《并购优塾》简化预测，假设后期毛利率维持 2018 年水平——68%。

2019 年上半年物业、其他业务的毛利率分别约为 16%、71%，和我们的预测差异不大，且考虑物业收入、其他业务收入体量较小，对整体影响不大，这里假设维持之前的预测水平。

至此，未来利润表的构建已经基本完成，还剩下折旧、摊销、财务费用几项。而要预判折旧摊销，必须先明确一个问题——未来，万科将花多少钱在长期资产上面？

## — 16 —



### 房屋，设备



由于万科的固定资产、在建工程金额较小，这里我们将固定资产以及在建工程进行合并预测。

本案的固定资产，主要由酒店、房屋及建筑物、机器设备及运输工具、电子设备等构成。其中房屋占比首位，以 2018 年为例，房屋建筑占总固定资产的比例为 84%，机器及运输设备占比为 6.4%。

房屋建筑的折旧年限上限在 70 年，年折旧率在 1.37% 以上，机器及运输设备的折旧年限在 5-20 年，年折旧率在 4.8%-19.2% 之间。

由于万科不属于重资产公司，固定资产、在建工程占比不大，因此，这里《并购优塾》采用每年资本支出占收入的比例，简化计算预测期内每年固定资产的新增情况。

近四年资本性支出占收入的比例为 1.05%、0.89%、0.97%、1.98%，这里我们假设未来资本性支出占收入的比例为 1%。

根据万科 2019 年半年报，资本性支出占收入比例为 2.43%，主要增加的是装修费、电子设



备,但考虑万科存在半年报资本性支出占收入比例高于全年的情形,且资本性支出占比较小,这里维持之前的预测水平。

此外,由于固定资产占比较小,相应的,折旧额也不高,这里我们使用每年折旧占期初固定资产的比例,来预测未来折旧。

近五年折旧占期初固定资产的比例为 6.59%、6.75%、6.72%、5.55%、8.22%,这里取五年平均值 6.77% 来预测折旧。综合资本性支出、折旧、采用 BASE 法则,可以得到预测期内每年固定资产的估计值。

根据万科 2019 年半年报,折旧占期初固定资产比例为 3%,主要和 2018 年底固定资产较之前增加较多有关,考虑后期固定资产会在 2018 年底基础上增加,期初固定资产基数大,会使得期初/固定资产比例有一定程度下降,因此,这里假设后期折旧/固定资产比例下降至 5%。

这里,我们以保守情境举例,固定资产的预测值如下。至此,固定资产、在建工程、折旧摊销情况已经解决,但另外一大类影响内含价值的因素还需要分析——本案在产业链上话语权到底如何?它究竟是占用别人的资金,还是被别人占用资金?这样的占用,会多大程度上影响企业价值?

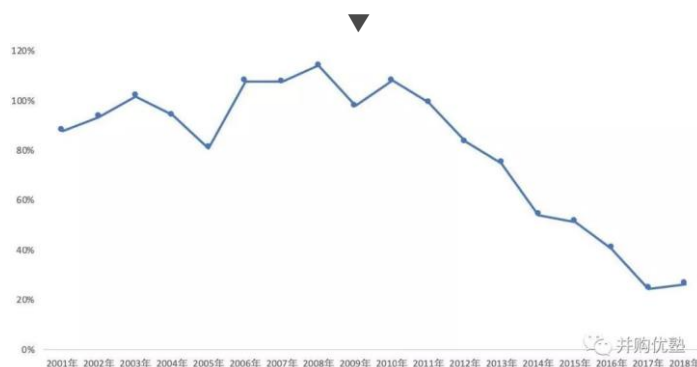


	2019E	2020E	2021E
期初值	134.47	167.65	202.28
新增固定资	39.90	43.01	49.07
折旧	6.72	8.38	10.11
期末值	167.65	202.28	241.23

图：保守情境固定资产预测值（单位：亿元）

来源：并购优塾





图：净营运资本/营业收入（单位：%）

来源：并购优塾

上图，有几点值得我们注意：1) 在 2010 年之前，万科的净营运资本占营业收入的比重维持在 80% 以上。2) 净营运资本占营业收入比重在 2008 年达到高点 114%。3) 从 2010 年之后，净营运资本占营业收入的比重逐渐开始明显下滑。

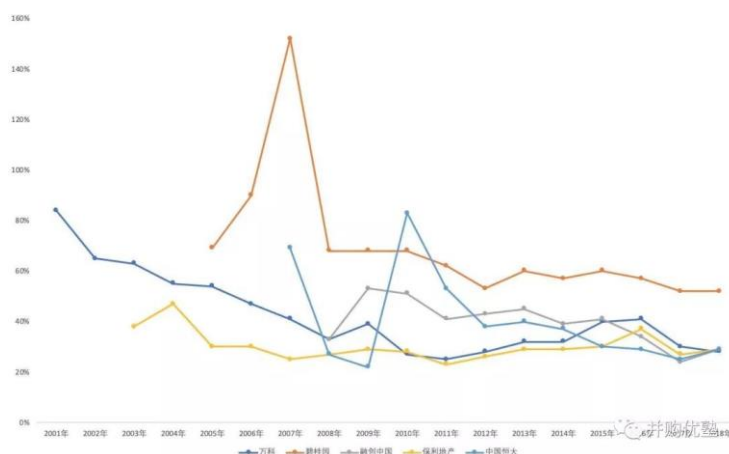
可以发现，占比发生变化的节点发生 2008 年和 2010 年。

而在上面我们对销售面积增速、毛利率的分析中，2008 年同样是一个非常重要的节点。2008 年金融危机改写了其经营策略，万科确认了以“建设刚需型用房”为主的产品结构、确认了“三不”原则（不囤地、不捂盘、不做地王）。

此外，万科还确认了另一条方向——快速周转（这一条其实和三不原则中的前两条非常相关）。根据这个方向，其建立了一条“5986 原则”：确保拿地后 5 个月开工，开工后 9 个月可以开盘，普通住宅要占 80% 以上，开盘后当月销量要达到 60%。

而这条原则，影响的就是房地产赛道企业营运资本中的两个核心科目——预收账款、存货。预收账款在预测营业收入时，我们已经涉及，这里重点来看看存货的预测。





图：存货周转率（单位：%）

来源：并购优塾

通过分析万科的存货周转率，可以发现两个现象：

- 1) 在 2009 年之前，万科的存货周转率一直在下滑，但是 2009 年后出现上升趋势，近两年略有下滑。
- 2) 万科的存货周转率在行业中处于较低水平。

2009 年后的存货周转率的上升和我们上述的分析一致，近两年的上升主要是和 2017 年存货中的拟开发产品（土地）上升较多，2018 年存货中的在建开发产品增多有关。

这里，《并购优塾》考虑万科的快速周转原则（加速存货周转）、以及这两年万科拿地速度（放缓存货周转），取近五年存货/营业成本的平均值来对预测期内的存货进行预测。这里维持之前的预测水平，主要原因是，存货/营业成本的近 5 年平均值为 328%，而 2018 年该比值为 410%，预测值本身就比较 2018 年水平低，已经反映了万科拿地水平放缓，因此这里暂时不做调整。

而对营运资本中的其他科目，占比不大，假设预测期内占营业收入或营业成本的比例保持不变，或取近 5 年平均值。

研究至此，对产业链上下游的话语权，也已经基本弄清楚——然而，对地产公司来说，还有一处我们必须仔细考虑：巨额负债，到底如何预测？未来在融资这块，是否有可能存在缺口？

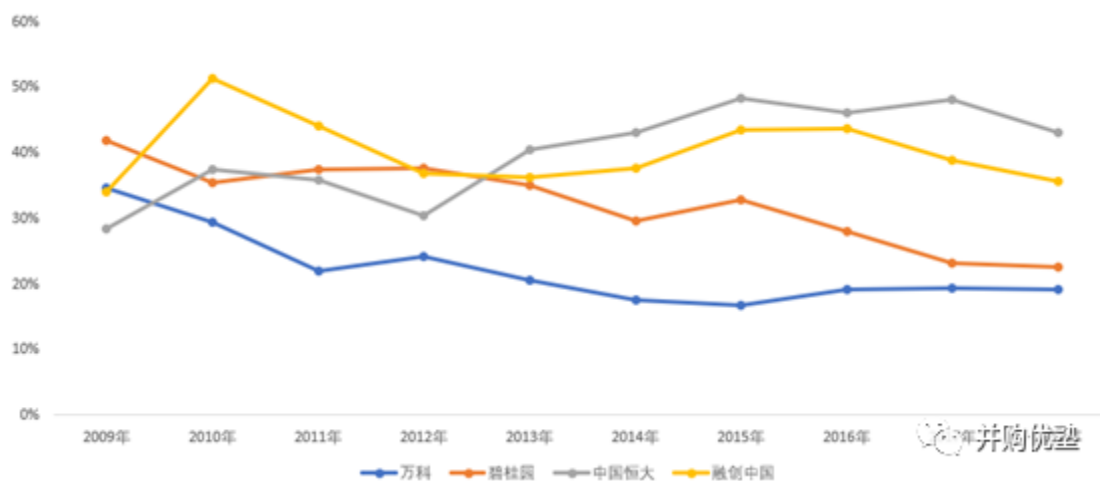


## 负债，数据



房地产公司从表面上看，普遍资产负债率较高，比如本案的万科，2018 年资产负债率高达 84.59%。然而这里需要注意一处广泛谬误，对于房地产公司，如果采用资产负债率去判断负债情况，会明显失真。因为，房地产公司的预收账款（合同负债）十分高，会拉高整体资产负债率。因此这里，这里采用有息负债率，或者净负债率作为判断指标。

先来看看万科与同行业其他公司有息负债率的对比：



图：房地产公司有息负债率（单位：%）

来源：并购优塾

上图，有几点值得我们注意：

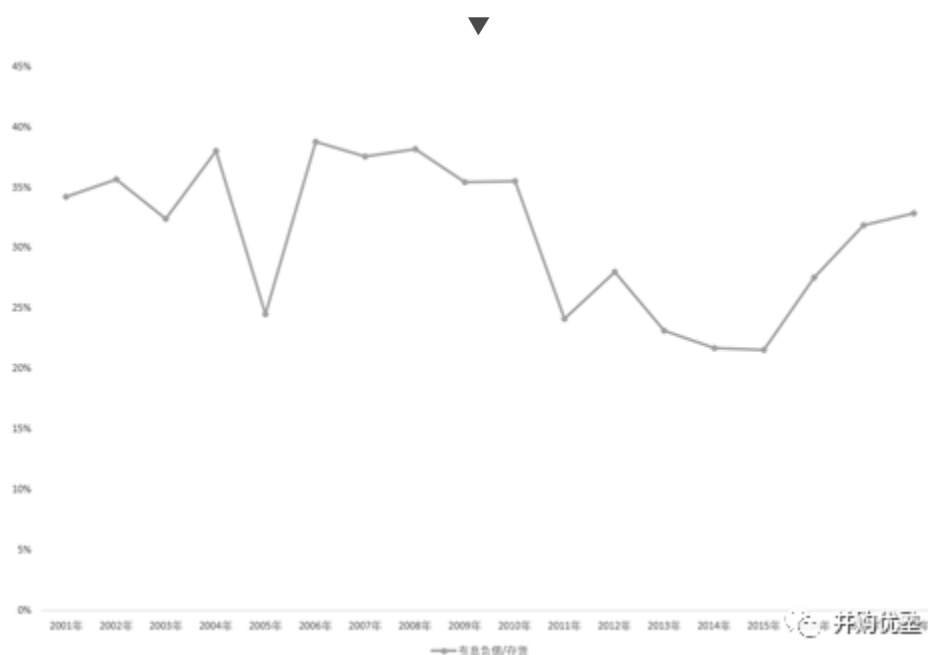
- 1) 虽然万科的资产负债率高达 85%，但 2018 年的有息负债率却在 20% 左右；
- 2) 万科的有息负债率在同行业中处于低位，远低于碧桂园、恒大、融创等地产商；
- 3) 万科的有息负债率自 2011 年开始保持较为平稳，整体波动要远低于其他三家企业。

有息负债率低，同时也影响本案的融资成本，根据 2018 年万科年报的披露，它的长期借款利率在 6% 左右，应付债券利率在 2%-5% 左右。

但这里需要注意，我们并不能根据有息负债率进行预测，因为有息负债率的分子、分母中均包含需要预测的有息负债。

根据 2019 年万科半年报披露，计算出的有息负债率略有下降，但整体变化不大，2019 年半年有息负债率为 17%，近三年有息负债率保持在 19%。净负债率有较大幅度上升（从 25% 上升至 37%），但相比碧桂园、融创中国、恒大，净负债率仍处于低位。

考虑房地产企业借债目的基本都是是为了拿地（当然，一些公司不合理的乱借债行为不考虑在内），这里，我们采用有息负债/存货的比例对万科的债务进行预测。

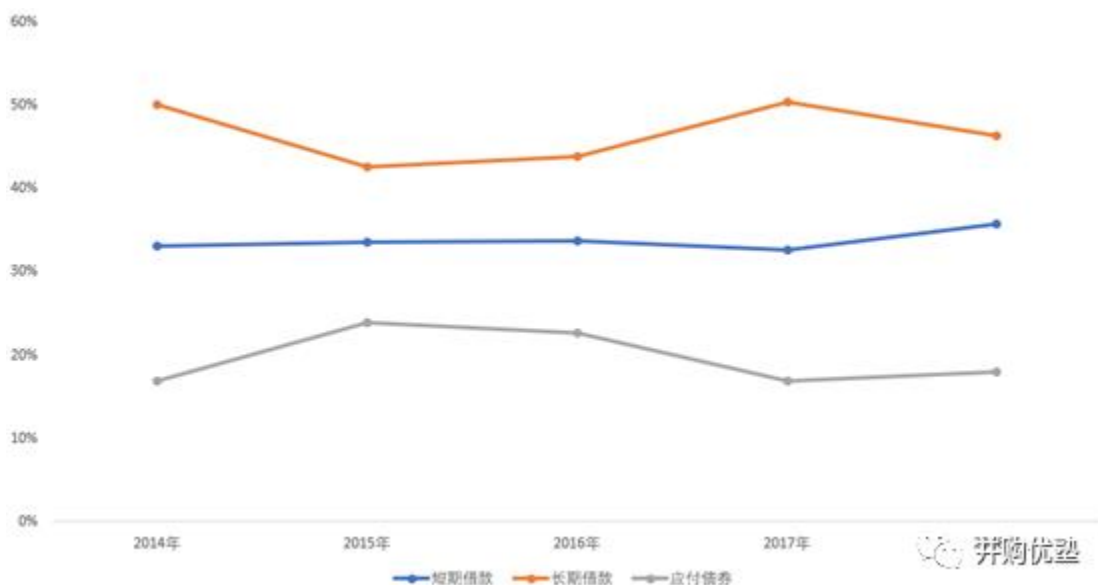


图：有息负债/存货（单位：%）  
来源：并购优塾

可以看出，万科有息负债/存货的比例虽然整体有波动，但波动范围比较固定，在 20%-40% 之间，因此，这里我们假设，预测期内有息负债/存货的比例在 30%。根据 2019 年半年报披露测算，该比值 2019 年上半年为 28%，和我们的预测值相差不大，因此维持之前的预测水平。

接下来我们再看看，万科近几年的有息负债结构是什么样的：





图：有息负债结构（单位：%）

来源：并购优塾

整体看，有息负债结构（短债、长债、应付债券）保持稳定。因此，这里假设后期万科的有息负债结构和 2018 年保持不变，即短期借款占整体有息负债比例为 36%、长期借款 46%、应付债券 18%。根据 2019 年半年报披露测算，短期借款、长期借款、应付债券占比分别为 31%、46%、23%，主要原因是偿还短期借款导致占比减少，考虑历史上中期短期借款存在波动，且半年报和我们的预测值相差不大，因此维持之前的预测水平。

因而，以保守情境下为例，《并购优塾》预测期内万科的有息负债预测如下。研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算——用 Excel 对本案进行估值建模，该如何操作？



	2019E	2020E	2021E
短期借款	941.88	1016.35	1160.67
长期借款	1222.33	1318.98	1506.26
应付债券	476.03	513.67	586.60

图：保守情境万科有息负债（单位：亿元）

来源：并购优塾



## 长期逻辑，确定性



以上，数据研究下来较为详细，也还原了本案的业绩链条：拿地——土地储备——新开工——销售面积——预售——营业收入——利润。

然而，研究完后，对于长期的行业确定性，仍然不够。这里，我们再通过对比中国、US、日本的人均国土面积、人均住房面积情况，来看国内的房地产行业未来的走向：

1) US，国土面积 914.74 万平方公里，人口 3.27 亿，人均国土面积为 27973.7 平方米，城镇人均住房使用面积为 67 平方米；

2) 日本，国土面积 36.46 万平方公里，人口 1.27 亿，人均国土面积为 2871 平方米，城镇人均住房使用面积为 33 平方米；

3) 中国，国土面积 963 万平方公里，人口 13.95 亿，人均国土面积为 6903.23 平方米，城镇人均住房使用面积为 23 平方米；

这里注意，我们使用的是人均住房使用面积，而非人均住房建筑面积，建筑面积是房产证上的标注面积，而非实际可以使用的面积，该数据引用自任泽平博士的《中国住房存量报告 2019》。

此处数据，我们认为，人均国土面积和人均住房面积，其中应该有基本面上的对应关系。比如，我国的人均国土面积高于日本，低于 US，处于中间位置，如果以土地供给资源层面来看，我国的住房发展的理论天花板水平，可能无法达到 USA 的数据，但至少应当超过日本水平。而目前，我们的人均住房使用面积仅为 23 平方米，远低于日本和 USA。

此外，从行业竞争格局来看，以 US 为例，目前已经越过城镇化率 75% 的节点，其地产龙头市占率为 8%，而相比国内，目前万科市占率仅有 2.8% 左右。城镇化率放缓，会影响整个行业增速，但龙头公司市占率，仍然有大幅提升的空间。

以上数据，从天花板、市占率方面，进一步印证了我们在此前得出的结论：虽然我国的房地产业逐步进入大周期的后半段，但距离天花板仍然较远，发展空间仍然巨大。

— 20 —



## 极为重要的事

### 估值建模，到底如何操作



在进行建模数据测算之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 未来的增长——短期（一年）看预收情况，中期（3-5 年）看拿地情况及土地储备，长期（10 年）看市占率提升、多元业务发展、潜在并购情况。

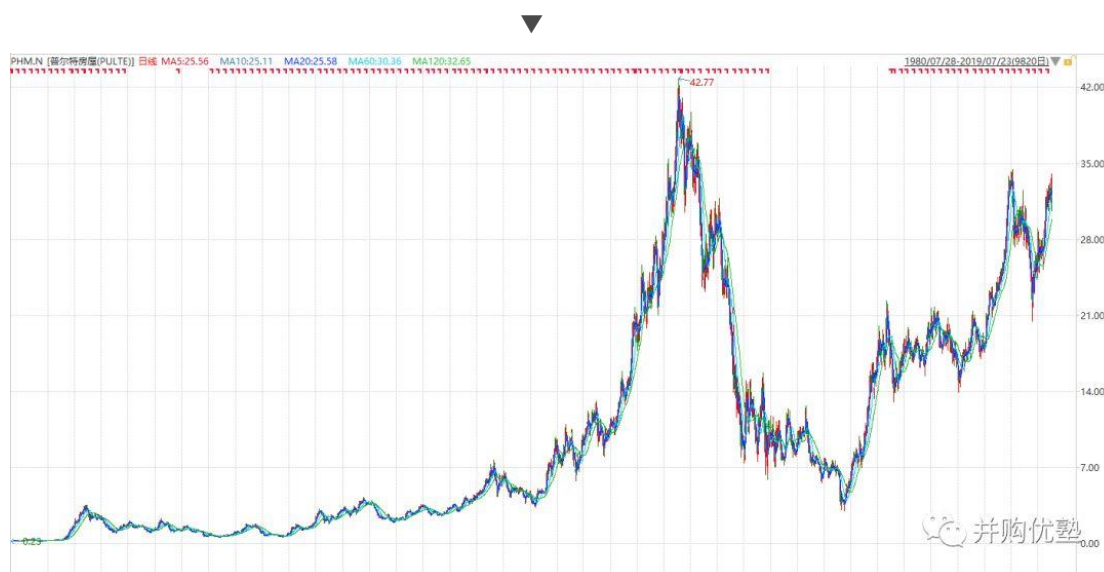
2) 从长周期的确定性来看，主要看三个数据——一看**城镇化率**，目前达到 60%，距离成熟市场 75%-80% 的区间，大约还有 10 到 20 年时间，这也意味着，地产市场增速放缓，进入逐步成熟洗牌阶段，但并未真正达到顶点下行期。二看**人均国土面积 VS 人均住房使用面积**，这方面我国和日本、US 仍有巨大差距，即便以生活习惯更相似的日本来看，也仍然有几乎一半的成长空间。所以，目前市面上流传的各种担忧，有些多余。三看**市占率提升**。

3) 在逐步接近顶点、甚至下行的过程中，市占率会逐渐成为关键要素——我们以 USA 房地产企业四大巨头之一的 Pulte 为例，其 1956 年成立于底特律，在房地产行业增速逐渐转慢后，它通过并购扩张，先后收购了很多住宅开发公司，迅速提高市占率，1992 年它的市占率在 3% 左右，而到 2005 年，它的市占率提高至 8%。（实际上 1992 年城镇化率已经到了天花板，但市占率仍然在成长）

市占率提高，带动收入大幅增长，收入同比增速在 2001 年至 2005 年一直保持在 30% 左右。而这种加速增长的时期也发生在 USA 其他巨头身上，加速增长期和 Pulte 一致，都在 1992 年-2005 年，主要也是通过并购实现。因此，通过和成熟市场龙头的对比，可以看出，万科后期可通过并购，实现增长。

4) 结合 USA 巨头情况来看，这个赛道的风险，一看经济周期，二看自身负债率情况。所以，要多研究巨头中负债率较低、稳健的龙头。高杠杆也许短期扩张很快，但下行期也会杀得很惨。





图：pulte 股价  
来源：wind

至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告的关键部分——财务模型构建、财务报表配平、现金流预测、数据建模计算、以及 Excel 建模表格……

**如需获取本报告全文**

**以及部分重点公司详细估值建模表，**

**请购买科创板或专业版报告库，**

**以长江电力、海康威视、恒瑞医药为例，**

**估值建模部分，样图如下：**

**以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：**

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
<b>负债和股东权益</b>													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	536.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	28.8	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	906.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	862.5	863.2	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0
留存收益	822.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗?	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万元人民币, 特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,847	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-189	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营现金流量减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,720	-2,955	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
资产减少，现金流入				68	77	89	90	95	96	93	85	72	54
经营现金流量				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
<b>投资活动现金流</b>													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-646	-625	-570	-484	-363
投资现金流量				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
<b>筹资活动现金流</b>													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				949	959	968	992	1,022	838	639	422	188	65
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-4,902	-4,851	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,623
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
筹资现金流量				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流量				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
<b>现金分配</b>													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,309	4,694	5,079
融资缺口【所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，

其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？

3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的付费用户有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库



扫码阅读核心产品二

科创板 | 以及科技概念报告库

**【免责声明】** 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。