

新时代继续有质量增长 创新引领诗与远方

——万科A（000002）深度报告

2018年05月31日

强烈推荐/维持

万科A

深度报告

报告摘要：

基石股东更稳固，董事会顺利换届，管理与战略完美延续。深铁集团成为基石股东，持股比例 29.38%，股权稳定性大幅增强。同时，“轨道+物业”模式有望实现双赢，混合所有制股权结构下资源与效率兼得。公司优秀管理和战略定位将完美延续。

高增长+高 ROE+稳健现金流，新时代延续有质量的增长。公司坚持有质量的增长，高速增长、市占率稳步提升的同时，ROE 大幅领先，经营活动现金流持续为正。增长质量的背后是公司优秀的运营管理能力、融资成本优势和合理资本结构。合作开发与产业基金助力未来 ROE 优势持续扩大。

创新先行者，引领行业诗与远方。公司在管理和业务拓展方面持续引领行业创新。定位住宅租赁为核心业务，持续发力物流业务，与基石股东合作“轨道+物业”，业务空间广阔。新业务有望带来业绩与估值的双重提升。

已售未结及未售货值充足，竣工面积和结算均价双提升，业绩确定性强。公司已售未结算金额对 2017 年结算金额的覆盖率为 178%，创十年新高。2018 年一季度末，公司未售货值对应结算收入为 1.39 万亿，全部待结算货值对应结算收入为 1.86 万亿，未来三年业绩增长无忧。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 2973 亿元/4004 亿元/5581 亿元，归母净利润 374 亿元/427 亿元/520 亿元，EPS 分别为 3.39 元/3.86 元/4.71 元。目前板块平均 PE 为 12 倍，我们保守给予公司相同估值。考虑到公司多方面优秀表现，具备较大安全边际。对应 2018 年 EPS 目标价为 40.7 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：公司竣工面积不达预期；公司财务成本超预期大幅上升。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	240,477	242,897	297,300	400,400	558,100
增长率(%)	22.98%	1.01%	22.40%	34.68%	39.39%
净利润(百万元)	21,023	28,052	37,392	42,650	52,036
增长率(%)	16.02%	33.44%	33.30%	14.06%	22.01%
净资产收益率(%)	18.53%	21.14%	24.09%	23.59%	24.54%
每股收益(元)	1.90	2.54	3.39	3.86	4.71

分析师：

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：

任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

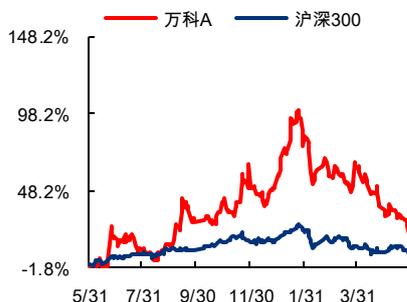
执业证书编号：

S1480118020022

交易数据

52 周股价区间(元)	24.64-20.55
总市值(亿元)	2720.05
流通市值(亿元)	2393.82
总股本/流通 A 股(万股)	1103915/971517
流通 B 股/H 股(万股)	/131496
52 周日均换手率	0.48

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《万科A（000002）2017年半年报点评：时事造英雄 英雄亦适时》2017-08-25
- 2、《万科A（000002）公司事件点评：大局已定 万科姓“国”》2017-06-12
- 3、《万科A（000002）公司事件点评：繁花落尽知归处 待秋日来硕果丰？》2017-01-13
- 4、《万科A（000002）2016年半年报点评：股权纷争，难阻业绩大增之势》2016-08-21

PE	11.44	8.56	6.42	5.62	4.61
PB	2.11	1.81	1.55	1.33	1.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

前言.....	5
1. 新定位继续增长质量与创新追求.....	5
2. 基石更稳 战略完美延续.....	6
2.1 基石股东影响力大幅提高 股权稳定性大幅增强.....	6
2.2 董事会顺利换届.....	8
2.3 强强联合共铸“轨道+物业”双赢模式.....	8
3. 高增长+高 ROE+稳健现金流 新时代延续高质量增长.....	9
3.1 销售高速增长 市占率稳步提升.....	9
3.2 ROE 持续领跑 彰显龙头风范.....	10
3.2.1 融资优势造就优秀净利率.....	12
3.2.2 存货周转率优势稳定.....	13
3.2.3 高杠杆率+低净负债率 控制风险与提高回报两者兼得.....	14
3.2.4 合作开发+产业基金 巩固高 ROE 优势.....	15
3.3 经营现金流十年为正.....	15
4. 创新先行者 引领行业诗与远方.....	16
4.1 租赁定位核心业务 赢在起点.....	17
4.1.1 领先政策支持 率先布局住房租赁.....	17
4.1.2 定位明确 空置率低.....	18
4.1.3 多渠道获取房源 轻重模式并举.....	18
4.2 物流仓储高速发展 普洛斯协同互补可期.....	19
4.2.1 物流业务已快步走上正轨.....	19
4.2.2 深入参与普洛斯私有化 协同互补效应可期.....	21
4.3 “轨道+物业”开拓地产开发新维度.....	21
4.3.1 轨道加物业模式是港铁成功的“杀手锏”.....	21
4.3.2 深圳是内地“轨道+物业”先行者 深铁经验丰富.....	22
4.3.3 强强联合打造加强版港铁 地产开发新维度.....	23
5. 已售未结及未售货值充足 业绩确定性强.....	23
5.1 已售未结高覆盖 竣工均价双提升.....	23
5.1.1 预收与未结算覆盖率创历史新高.....	23
5.1.2 竣工面积与结算均价双提升.....	24
5.1.3 毛利率上升 Vs. 财务费用率上升 净利率率或小幅下降.....	25
5.2 货值充足 新开工面积大幅增长.....	26
5.2.1 货值充足 分布合理.....	26
5.2.2 土地成本上升 毛利率承压.....	26
5.2.3 新开工面积增速提升 拿地销售比小幅下行.....	27
6. 业绩预测.....	28
7. 投资建议.....	29
8. 风险提示.....	29

表格目录

表 1:深铁集团拥有否决权的重大事项 (部分)	7
表 2:万科历届董事会人员构成	8
表 3:万科管理创新和业务创新一览	16
表 4:深圳市地铁建设规划	22
表 5:深铁万科合作互惠互利	23
表 6: 公司盈利预测表	30

插图目录

图 1:万科“城乡建设与服务商”定位及内涵	5
图 2:万科战略定位演变	6
图 3:2015 年 6 月 30 日股权结构	7
图 4:2017 年 12 月 31 日股权结构	7
图 5:深圳市城市轨道交通第四期建设规划方案示意图	9
图 6: 商品房销售面积同比增速 (全国 Vs. 万科): %	10
图 7: 商品房销售额同比增速 (全国 Vs. 万科): %	10
图 8: 万科历年业绩	10
图 9: 万科销售额与市场份额	10
图 10:万科 ROE 与行业 ROE 差值的三因素贡献率 单位: %	11
图 11:ROE (行业 VS. 万科) 单位: %	11
图 12:部分房企 ROE (加权平均) 单位: %	12
图 13: 毛利率 (行业 VS. 万科) 单位: %	12
图 14: 净利率 (行业 VS. 万科) 单位: %	12
图 15: 财务费用率 (行业 VS. 万科) 单位: %	13
图 16: 管理费用率 (行业 VS. 万科) 单位: %	13
图 17: 存货周转率 (行业 VS. 万科)	13
图 18: 修正存货周转率 (行业 VS. 万科)	13
图 19: 总资产周转率 (行业 VS. 万科)	14
图 20: 修正总资产周转率 (行业 VS. 万科)	14
图 21: 杠杆率 (行业 VS. 万科)	14

图 22: 净负债率 (行业 VS. 万科) 单位: %	14
图 23: 公司 ROE 优势将继续扩大	15
图 24: 部分房企经营活动产生的现金流量净额 单位: 亿元	16
图 25: 万科住宅租赁业务发展	18
图 26: 热点城市租金收益率与万科历年债务成本 单位: %	19
图 27: 万科物流项目建筑面积及权益占比	20
图 28: 部分城市物流仓储租金 单位: 元/平方米/月	20
图 29: 香港“轨道+物业”模式	21
图 30: 港铁公司营业收入及增速	22
图 31: 港铁公司归母净利润及增速	22
图 32: 深圳地铁建设中的政府出资模式	22
图 33: 结算金额与未结算金额覆盖率 单位: %	24
图 34: 结算面积与未结算面积覆盖率单位: %	24
图 35: 竣工面积与结算面积	25
图 36: 计划竣工面积与实际竣工面积	25
图 37: 结算均价与销售均价	25
图 38: 结算收入	25
图 39: 毛利率与净利率 单位: %	26
图 40: 期间三费费率	26
图 41: 万科拿地均价/销售均价	27
图 42: 万科上一年拿地均价/本年销售均价	27
图 43: 新开工面积及同比增速	27
图 44: 计划开工面积及完成率	27
图 45: 拿地面积及权益比例	28
图 46: 拿地面积/销售面积	28
图 47: 拿地金额及权益比例	28
图 48: 拿地金额/销售金额	28

前言

作为房地产行业当之无愧的龙头和标杆，万科一直坚持“有质量的增长”，并持续引领行业创新。2017年，股权风波平息，公司战略定位升级为“城乡建设与生活服务商”，万科进入新时代。新时代里，万科有哪些改变，又有哪些坚持？我们从“增长质量”和“创新业务”两个角度切入，重新审视新时代的万科。

1. 新定位继续增长质量与创新追求

基于对市场的判断，万科大致进行了3次战略定位。2014年之前，定位“专业化+精细化+有质量的增长”。2014年提出“白银时代”，定位自身为“城市配套服务商”。时隔3年，万科基于对新时代的理解，提出“房地产回归实业属性”，将定位升级为“城乡建设与生活服务商”。

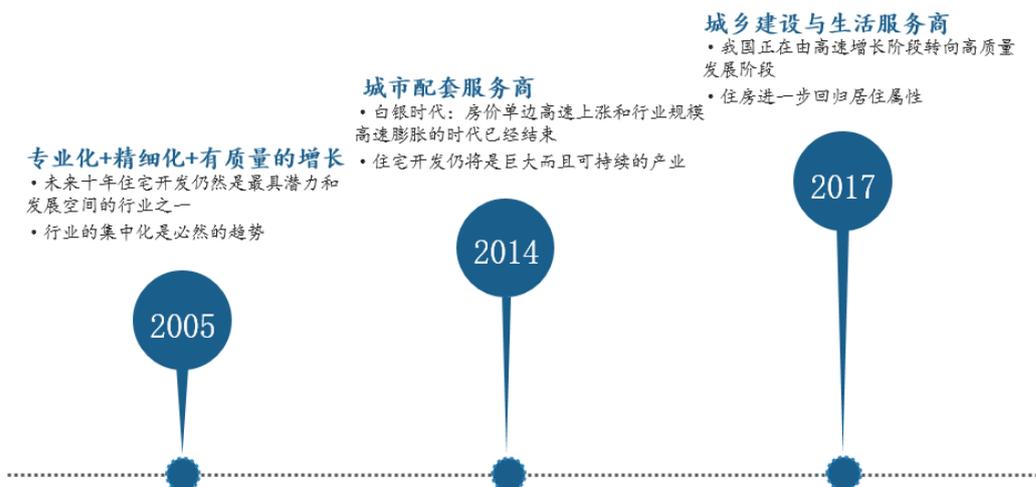
从新定位的四方面内涵来看，**万科经营战略的连续性和一致性得以保持，增长质量与创新再次得到强调**。精细化、快周转、坚持真实价值创造，继续追求有质量的增长；管理创新、业务创新、技术创新，创新基因补充增长潜能。

图 1:万科“城乡建设与服务商”定位及内涵



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2:万科战略定位演变



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

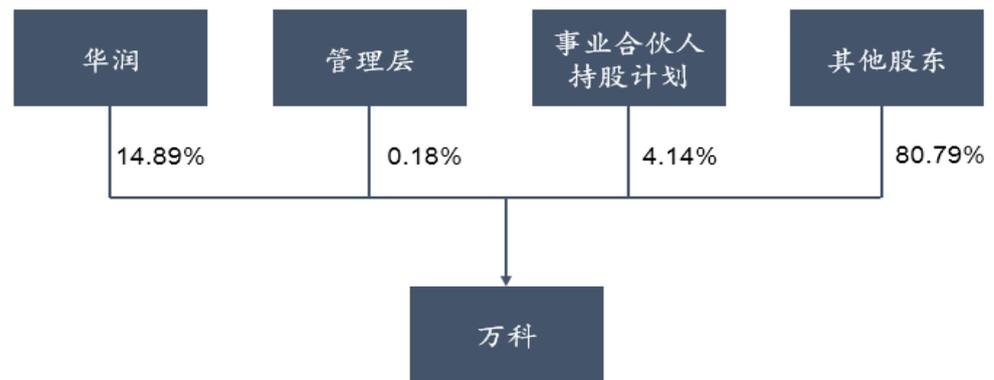
2. 基石更稳 战略完美延续

肇始于 2015 年的股权风波伴随着深铁集团成为第一大股东、恒大让渡表决权而画下句号。截至目前，第一大股东深铁集团为持股比例 29.38%，远高于股权风波前第一大股东华润的持股比例 14.89%。大股东影响力大幅提高的同时，管理层保持了相对稳定。

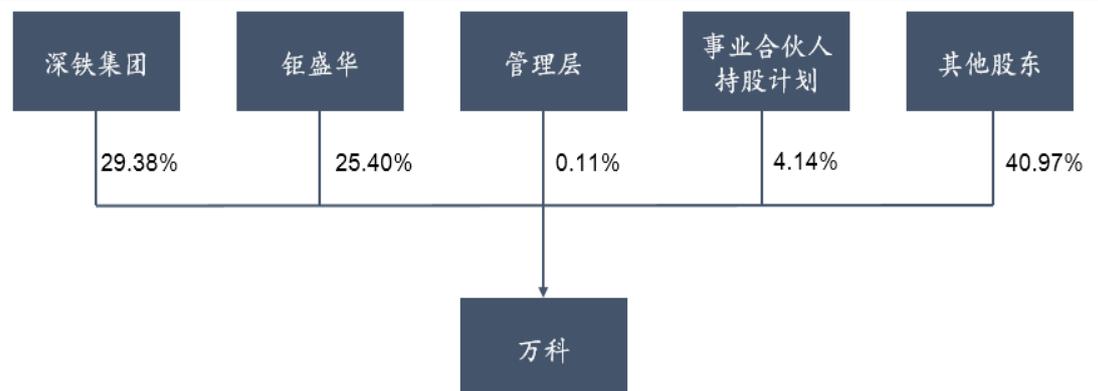
2.1 基石股东影响力大幅提高 股权稳定性大幅增强

根据相关法律法规和公司章程，按照持股比例计算，深铁集团实际上已经基本拥有了对多数重大事项的否决权，离成为控股股东也仅有一步之遥。（按照万科公司章程第五十七条，持股比例达到 30%以上（含）即认定为控股股东。）

在此股权结构下，万科抵御故意收购的能力大幅增强，有利于股权结构保持长期的稳定性。同时，第一大股东对公司的影响力较华润大幅提高，也有更强的动机提供优质资源助力公司发展。

图 3:2015 年 6 月 30 日股权结构


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4:2017 年 12 月 31 日股权结构


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1:深铁集团拥有否决权的重大事项（部分）

需出席股东大会股东所持表决权的 2/3 以上通过的事项	依据
修改公司章程	《公司法》、《公司章程》
增加或者减少注册资本	《公司法》、《公司章程》
公司合并、分立，解散或者变更公司形式	《公司法》、《公司章程》
一年内购买、出售资产达到最近一期经审计总资产的 30%	《股票上市规则》、《公司章程》
股权激励计划	《公司章程》

连续 12 个月内担保金额超过公司最近一期经审计总资产的 30%	《股票上市规则》
重大资产重组	《上市公司重大资产重组管理办法》
发行证券（股票、可转换公司债券、证监会认可的其他证券品种）	《上市公司证券发行管理办法》、《公司章程》
调整或者变更公司章程确定的现金分红政策	《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》
上市公司回购股份	《上市公司回购社会公众股份管理办法》、《股票上市规则》

资料来源：东兴证券研究所整理

注：严格意义上，由于深铁持股比例未达到 1/3，不必然拥有对以上事项的否决权。但实际上，由于万科股权极为分散，绝大多数情况下，深铁均具有否决权。

2.2 董事会顺利换届

股权风波平息后，公司顺利完成董事会换届，人员构成延续了以往结构：来自管理层与第一大股东的董事人数均为 3 人，比例均不足 1/3，董事长均来自管理层。

我们认为，在可预见的未来，**不谋求控制权、不过分涉入经营、保持万科管理层稳定是最符合深铁利益的现实选择**。董事会构成和高级管理人员的稳定，有利于万科的长期发展，深铁作为第一大股东将最大受益，而谋求控制或过分干预经营显然得不偿失。因此，虽然深铁在万科的影响力远大于当年的华润，但并不会导致管理方面的剧变或动荡。

表 2: 万科历届董事会人员构成

	管理层	第一大股东	独立董事	其他	总计
十八届（现任）	3	3	4	1	11
十七届	3	3	4	1	11
十六届	3	3	4	1	11
十五届	3	3	4	1	11

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 强强联合共铸“轨道+物业”双赢模式

深铁成为万科第一大股东后，二者将在“轨道+物业”合作模式上实现双赢，有望实现港铁模式的内地本土化拓展，打造“加强版”港铁。

深铁是国内“轨道+物业”模式的最先行者，深圳市地铁第二、三期建设中轨道加物业项目已达到 14 个，深铁在此领域经验丰富。而万科作为国内地产标杆，具有强大

的物业开发专业实力和企业综合实力,同时在全国已开发了 60 多个地铁加物业项目,与深铁的合作可谓水到渠成。

按照深圳市城市轨道交通四期建设规划(2017-2022 年),未来 5 年深圳地铁建设里程约 150 公里。四期工程完成后,深圳将形成 15 条线路、总长约 570 公里的轨道交通网络体系。拥有大量优质土地资源的深铁与具有优秀开发能力的万科将在战略上高度契合,有望助力万科在“轨道+物业”领域扩大先发优势,并复制全国。

图 5:深圳市城市轨道交通第四期建设规划方案示意图



资料来源：东兴证券研究所

3. 高增长+高 ROE+稳健现金流 新时代延续高质量增长

万科 2005 年提出“有质量的增长”，确定了提高资产回报率、人均产出水平、客户忠诚度和创新能力的经营目标，以期提升回报、降低风险。回顾万科的发展历程，我们认为正是“有质量的增长”，成就了今日的万科。

3.1 销售高速增长 市占率稳步提升

公司 2001 年剥离万佳百货，此后专注于房地产开发，2010 年销售首破千亿，2017 年销售额近 5300 亿。2008 年以来销售额复合增速达 30.6%，名列行业前茅。公司市占率亦稳步提升，2017 年末达到 3.69%，较 2016 年提升 0.86 个百分点。

图 6：商品房销售面积同比增速（全国 Vs.万科）：%



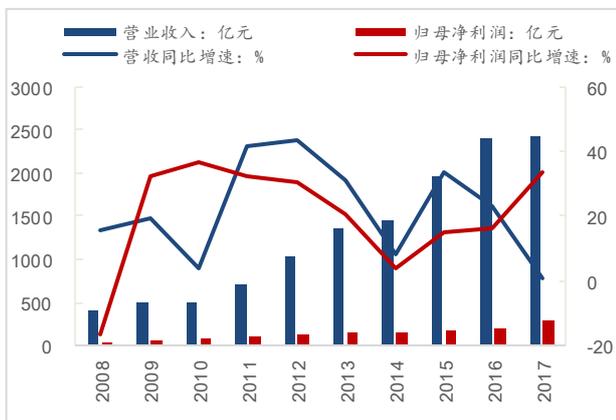
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：商品房销售额同比增速（全国 Vs.万科）：%



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：万科历年业绩



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9：万科销售额与市场份额



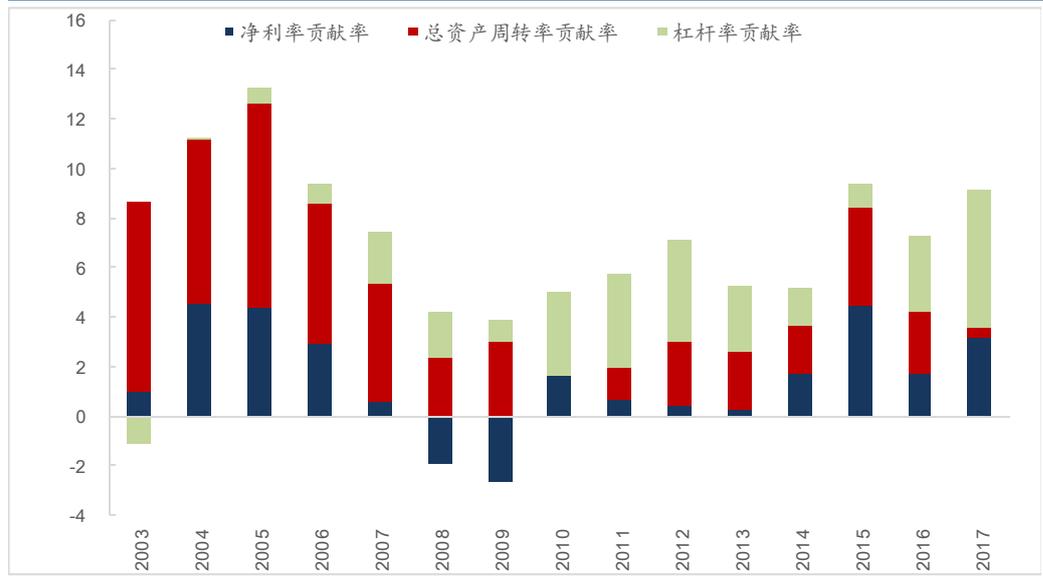
资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 ROE 持续领跑 彰显龙头风范

公司 ROE 长期稳定，领跑行业，且领先幅度从 2009 年开始逐渐扩大，彰显公司卓越的综合实力。公司的高 ROE 水平是高净利率、高周转和高杠杆率的结果。

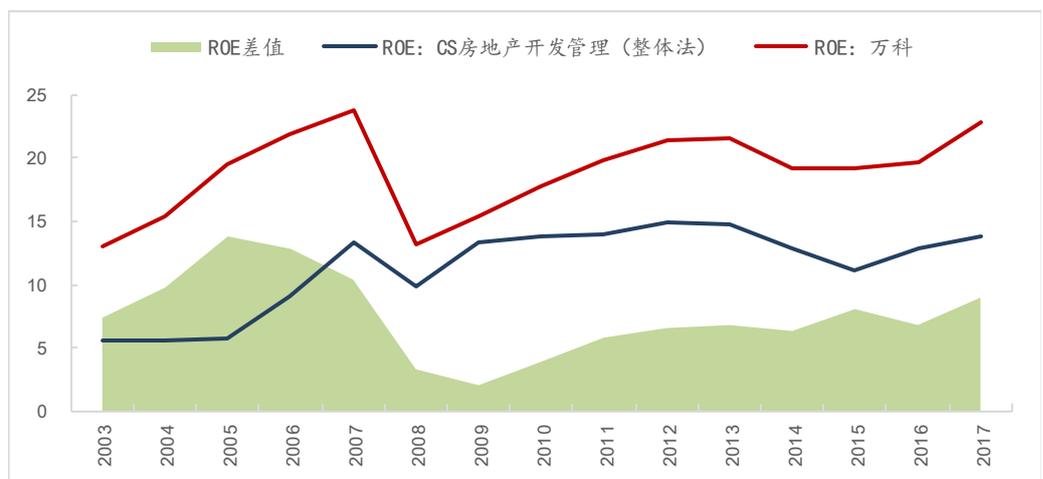
具体来看，净利润率对高 ROE 的贡献波动较大，总资产周转率和杠杆率的贡献率在逐渐增加。从近 3 年看，杠杆率相对行业的较大提高是公司 ROE 优势的主要来源。考虑到公司极低的净负债率，加杠杆空间巨大，我们认为公司的 ROE 有望再上新台阶。

图 10: 万科 ROE 与行业 ROE 差值的三因素贡献率 单位: %



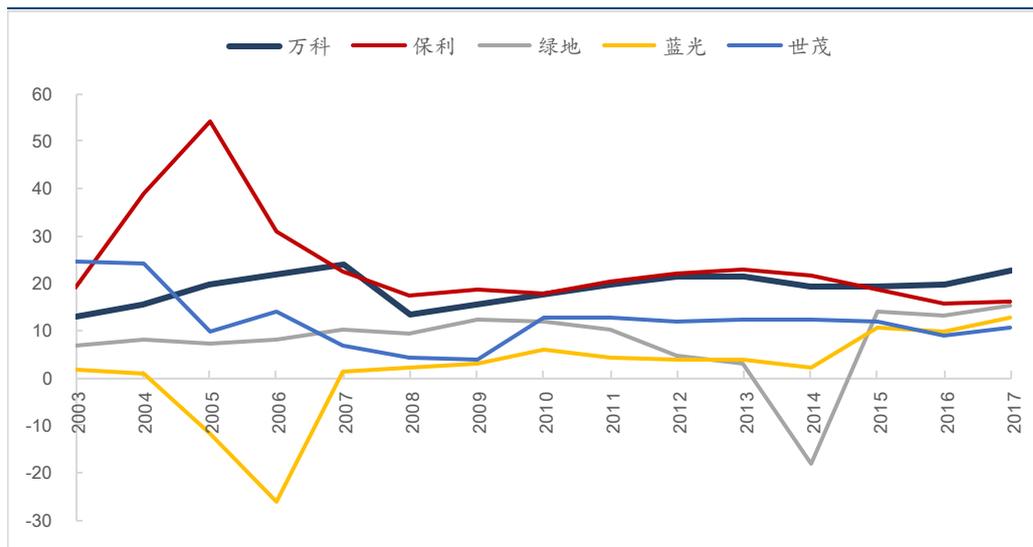
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: ROE (行业 VS. 万科) 单位: %



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 12:部分房企 ROE (加权平均) 单位: %



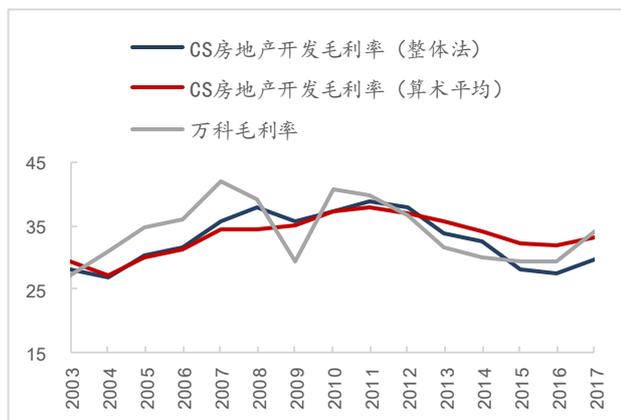
资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.2.1 融资优势造就优秀净利率

除个别年份外, 公司毛利率接近行业平均, 净利率则好于行业平均。原因在于公司较低的财务费用率和管理费用率, 反映出公司在融资和企业管理方面的长期优势。我们认为, 在行业资金整体趋紧的背景下, 公司的净利率优势将继续扩大。

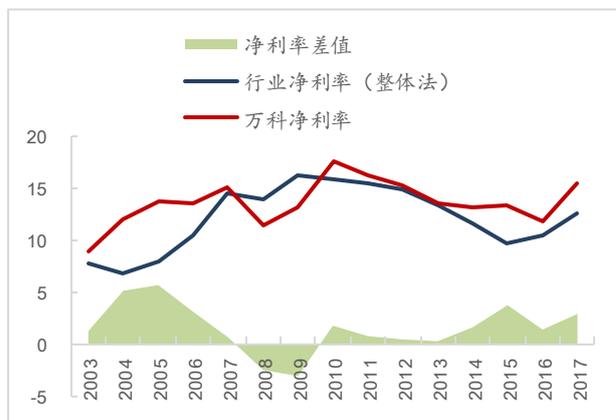
(净利率在 2008 年大幅低于行业的原因是对部分项目计提存货跌价准备 12.3 亿元。)

图 13: 毛利率 (行业 VS.万科) 单位: %

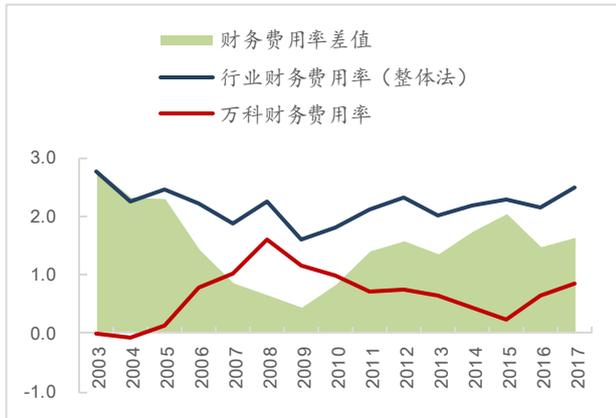


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

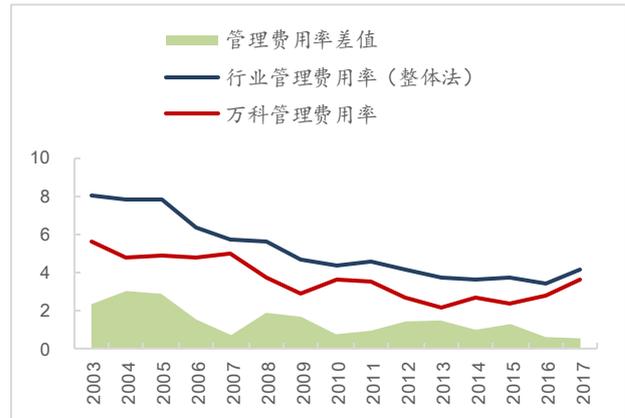
图 14: 净利率 (行业 VS.万科) 单位: %



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 15: 财务费用率 (行业 VS. 万科) 单位: %


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

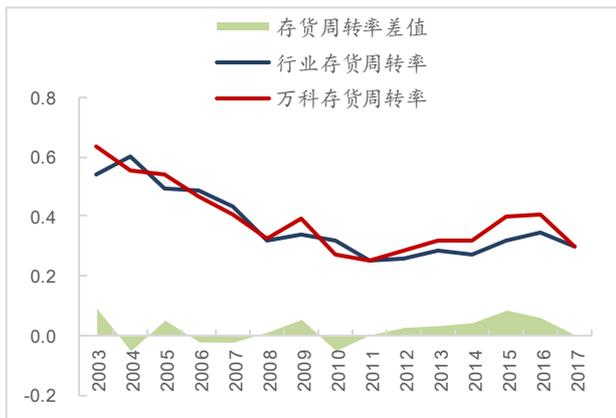
图 16: 管理费用率 (行业 VS. 万科) 单位: %


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

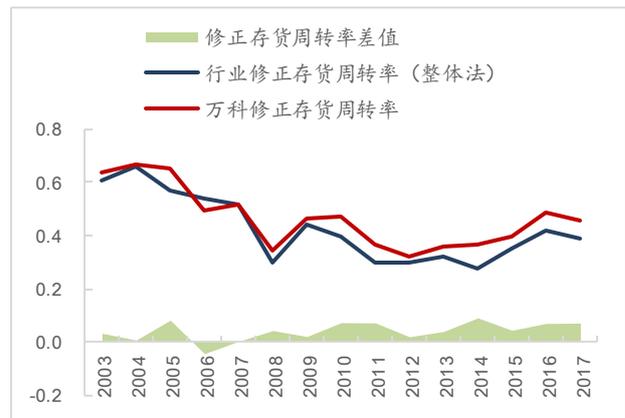
3.2.2 存货周转率优势稳定

公司存货周转率稳定高于行业平均水平, 显示公司优秀的运营管理能力。受房地产行业特点影响, 存货与营业收入在期限上并不对应。我们以现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”项目代替营业收入, 计算了修正的存货周转率。可以看出, 自 2009 年开始, 公司存货周转率持续高于行业平均水平。

我们认为, 公司的管理优势是企业文化、组织架构、人力资源等多方面的综合体现, 是项目拓展、融资、设计、工程、成本、营销等有机结合的结果 (“5986”原则、不囤地不捂盘等)。随着万科项目跟投和事业合伙人机制的深化, 我们认为公司的管理优势将保持和扩大, 存货周转率优势将继续扩大。

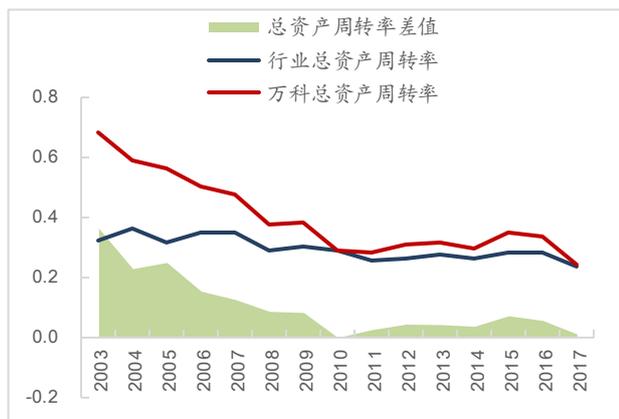
图 17: 存货周转率 (行业 VS. 万科)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 18: 修正存货周转率 (行业 VS. 万科)


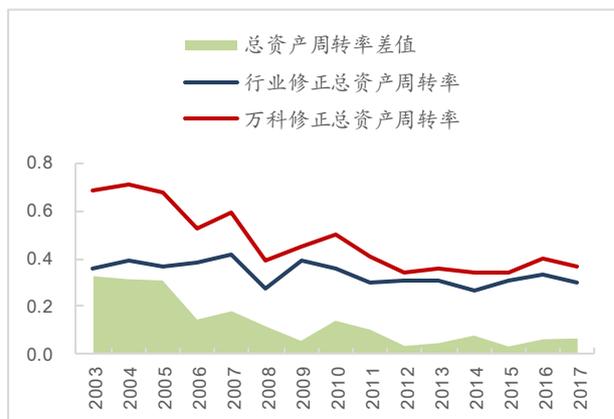
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 19: 总资产周转率 (行业 VS. 万科)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 20: 修正总资产周转率 (行业 VS. 万科)



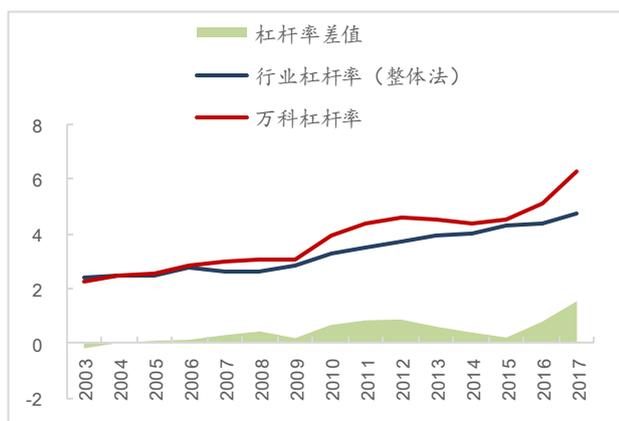
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3.2.3 高杠杆率+低净负债率 控制风险与提高回报两者兼得

公司杠杆率高于行业平均水平，且自 2015 年开始差值持续扩大，杠杆率的提升有利于 ROE 的提升。需要说明的是，在杠杆率提升的同时，公司净负债率大幅低于行业，由于以预收账款为主的无息负债并不增加公司偿债压力，公司偿债风险很低。

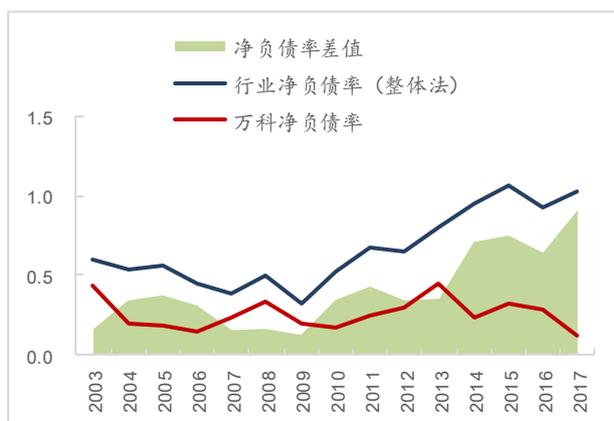
从公司净负债率与行业净负债率走势的差异不难看出，在 2009 年以来行业净杠杆大幅提升、追求扩张的氛围中，公司保持了相对的克制。需要说明的是，公司 2017 年末的净负债率并不代表公司战略上的收缩，公司在考虑 2018 年现金支出的基础上持有较多的现金（包括支付普洛斯收购价款和获取土地等）。

图 21: 杠杆率 (行业 VS. 万科)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 22: 净负债率 (行业 VS. 万科) 单位: %



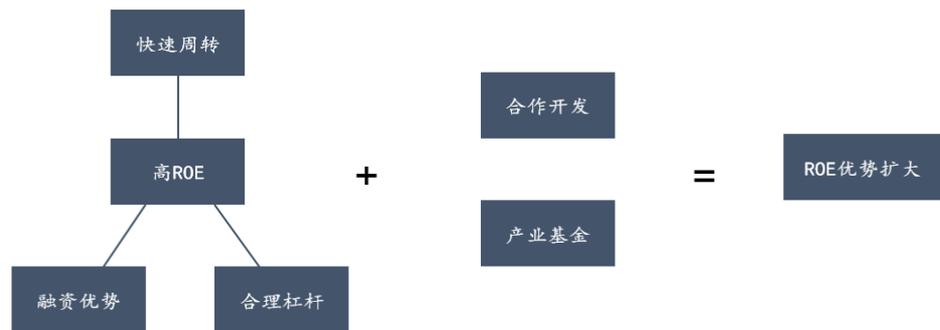
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

注: 杠杆率=总资产/所有者权益=1/(1-资产负债率), 为年末杠杆率

3.2.4 合作开发+产业基金扩大 ROE 优势

如前所述，公司高 ROE 主要来自融资优势、快速周转（精装修比例高也是提高周转的一种手段）和合理杠杆率，而合作开发模式（包括小股操盘），以及设立物流产业基金和商业地产基金，将进一步巩固和提高公司的 ROE 优势。

图 23:公司 ROE 优势将继续扩大



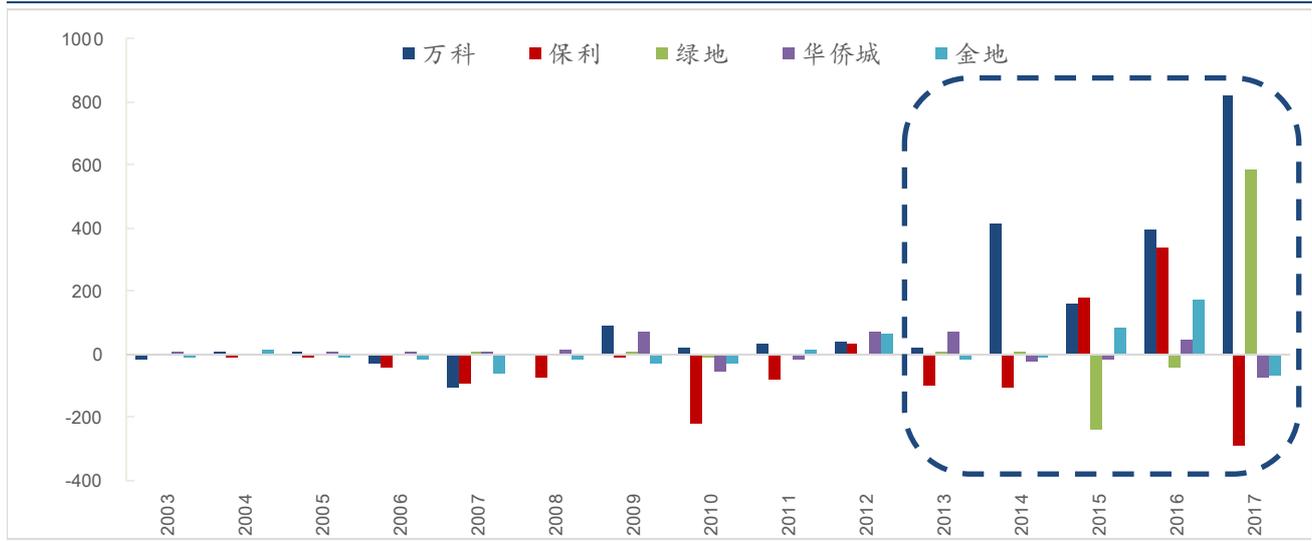
资料来源：东兴证券研究所

3.3 经营现金流十年为正

公司 2008 年至今十年间，持续高速增长的同时，经营活动现金流量净额持续为正，增长可持续性较强。特别是 2014 年以来，经营现金流净额大幅上升，充沛的现金流为各项新业务提供了坚实基础。

公司自 2005 年即领先行业提出“现金为王”，不囤地不捂盘，加快周转，量入为出，完善现金流管理体系。纵观整个房地产行业，在穿越周期高速增长的同时，经营现金流持续为正的极少。

图 24:部分房企经营活动产生的现金流量净额 单位: 亿元



资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 创新先行者 引领行业诗与远方

公司持续引领行业创新, 从 2000 年开始, 在企业管理和业务拓展方面一直走在行业前沿。这些创新奠定了万科长期快速发展的基础, 也一定程度上影响了整个行业。

目前, 公司坚持住宅开发为核心业务的同时, 积极探索布局长租公寓、物流、商业运营、教育养老等业务。我们认为随着创新业务, 特别是住宅租赁、物流和“轨道+物业”三项新业务的落地和成长, 公司业绩和估值均有上升空间。

表 3:万科管理创新和业务创新一览

时间	创新	主要内容
2001	专业化、住宅小型化	转让万佳百货股权, 聚焦居民住宅; 将中小住宅作为重点研发方向之一
2004	有质量的增长, 均好中加速	通过客户细分、城市圈聚焦和产品创新, 提高资本与人力资源回报率, 提升客户忠诚度。
2005	现金为王, 不囤地、不捂盘	完善现金流管理体系。
2005	合作拿地	通过合作方式获取同行企业拥有的存量土地, 以争取更为有利的付款条件。
2006	三级组织架构	从以往总部、一线公司的两级管理架构, 过渡到战略总部、专业区域、执行一线的三级管理架构, 将过去总部负责的设计、工程、销售等专业管理职能逐步下放到区域中心, 以打造更为高效的组织平台。
2006	住宅产业化、绿色建筑	推进标准化、工厂化进程, 加快项目发展节奏
2007	推广装修房	新开工住房中装修房的比例达到 53.4%, 2010 年超过 93%

2007	中低收入人群居住保障	广州“万汇楼”项目，由万科出资，探索中低收入人群居住解决方案
2009	标准化与集中采购	推动成熟定型产品的快速复制和装修房的部品标准化，并在此基础上强化集中采购。
2009	实测实量	引入第三方对施工质量进行独立检测
2012	千亿计划	组织工程系统管理人员和技术骨干赴日研修，全面学习发达国家先进的工程管理经验，并计划建立项目试点，引入国外资深管理人员，树立管理标杆
2012	探索和加强服务配套	相继推出了包括第五食堂、万物仓、幸福驿站在内的一系列服务创新
2013	进军海外市场	通过和当地知名开发商合作的方式，先后进入香港、美国、新加坡市场
2014	转型“ 城市配套服务商 ”	在住宅业务以外，公司将加大在度假物业、 服务式公寓 、新型商用中心、社区商业等消费体验地产； 创业产业园 、 物流地产 等产业地产； 布局长租公寓 。
2014	项目跟投机制	原则上要求项目所在一线公司管理层和该项目管理人员必须跟随公司一起投资，除公司董事、监事、高级管理人员以外的其他员工可自愿参与跟投。
2014	事业合伙人	事业合伙人以其在经济利润奖金集体奖金账户中的全部权益，引入杠杆增持公司股票。
2015	布局物流地产	成立物流公司 ，借力万科深耕城市多年形成的不动产投资经验，与各地投资团队联动，通过战略合作、并购等多种方式，初步形成了以核心城市群为基础的网络化布局。
2015	国内首只公募 REITs	以前海万科企业公馆为投资标的的鹏华前海万科 REITs 成为国内首只公募 REITs。
2016	天网行动	对采购的材料、部品及设备进行不定期抽检
2016	国内首单地产供应链金融 ABS	成功发行四期，总金额近人民币 60 亿元
2016	“沃土”计划	以信息化建设为抓手，全面提升经营效率并推动业务持续增长
2017	定位迭代“ 城乡建设与生活服务商 ”	在巩固住宅开发和物业服务固有优势的基础上， 业务延伸至商业开发和运营、物流仓储服务、租赁住宅、产业城镇、冰雪度假、养老、教育等领域。
2017	以 成为全球领先的租赁企业 为目标	截至 2017 年底，已在全国 29 个城市开业 96 个项目，已开业房间数超过 3 万间，获取 房间数 超过 10 万间。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.1 租赁定位核心业务 赢在起点

4.1.1 领先政策支持 率先布局住房租赁

公司在 2014 年转型“城市配套服务商”时，即开始布局长租公寓。2015 年，初步形成了以万科驿为主、“万科派”和“被窝公寓”为辅的产品体系，长租公寓开业超过 1000 间。

2016 年整合形成同一品牌“泊寓”，截至 2017 年底，已在全国 29 个城市开业 96 个项目，已开业房间数超过 3 万间，获取房间数超过 10 万间，跻身全国最大的集中式长租公寓服务商行列。2018 年一季度，公司宣布将住宅租赁确定为核心业务，计划新获取 10 万间以上，新开业 5 万间以上。目前，泊寓已进驻 29 座城市。

4.1.2 定位明确 空置率低

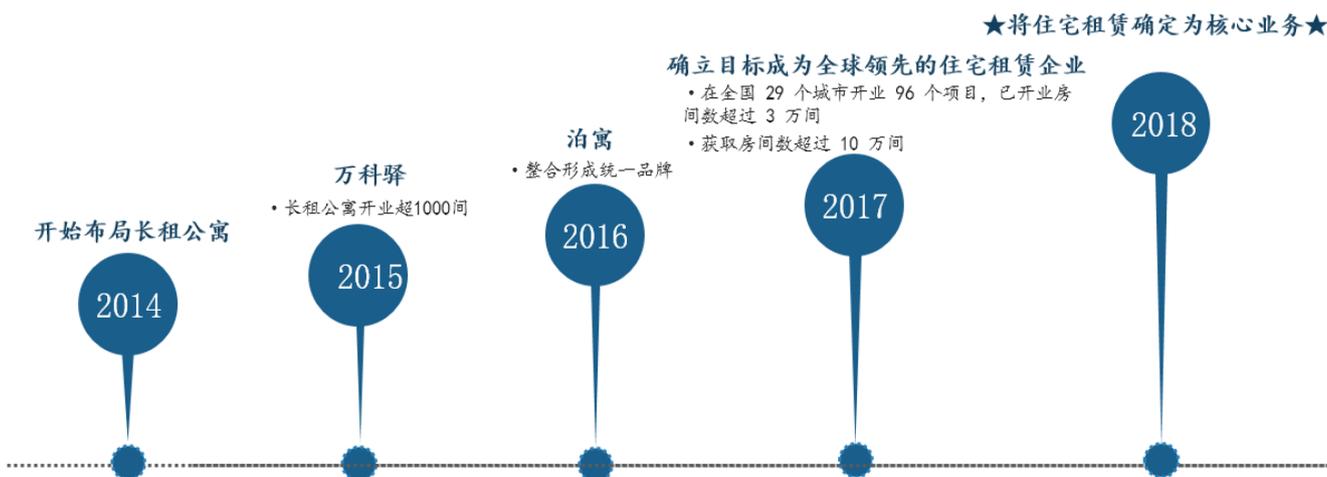
与传统家庭租赁不同，泊寓定位倾向于单间租赁。绝大多数房源为 20 到 30 平方米，租金与当地平均水平相当。定价不高的同时，泊寓具有设施完善、统一管理和稳定性强的优势。整体来看，泊寓目前的空置率不到 10%。

4.1.3 多渠道获取房源 轻重模式并举

公司的租赁住房从来源看，整租转租模式与收购出租模式并举，轻重资产结合。目前来看二者比例相当（土地出让时自持部分占比较小，且价格较高，与泊寓定位不同）。渠道的多样性一方面保证了公司的资金运用效率，另一方面也有利于公司掌握较为稀缺的租赁住房资源，为租赁市场的竞争做好准备。

从资金成本和主要城市租金收益率的角度，我们预计公司今后获取出租房源的途径还包括：一是与村集体合作利用集体建设用地建设租赁住房，二是现有商办房改为租赁住房，三是通过合作获取老旧小区或城中村进行更新改造。

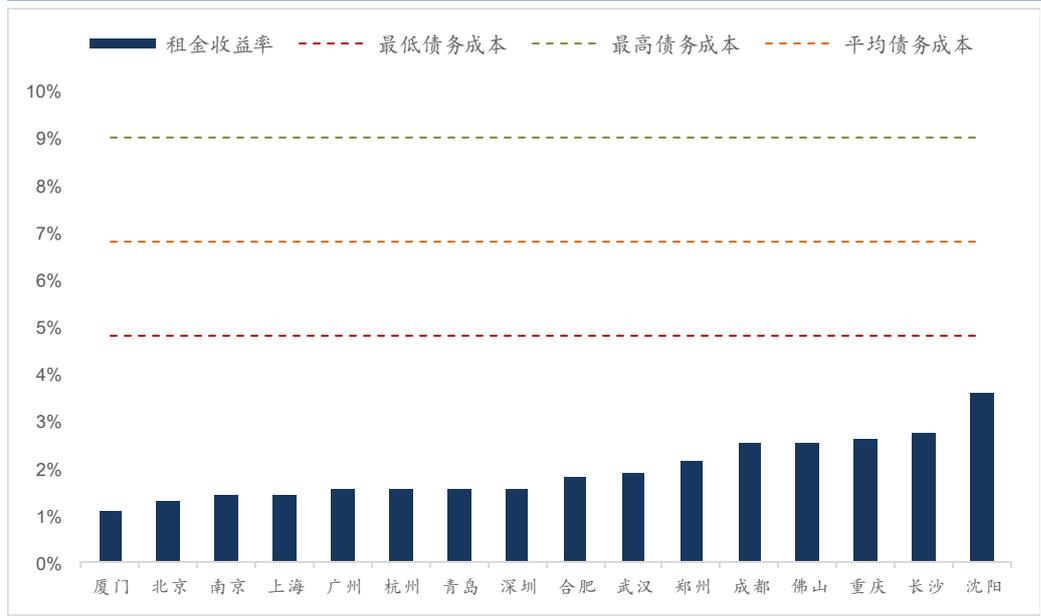
图 25:万科住宅租赁业务发展



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注: 实际上, 公司 2007 年推出的“万汇楼”项目, 也可以看做公司进入租赁市场的首次尝试。

图 26: 热点城市租金收益率与万科历年债务成本 单位: %



资料来源: 中指院, 公司公告, 东兴证券研究所

注: 以利息支出除以有息债务均值代表债务成本

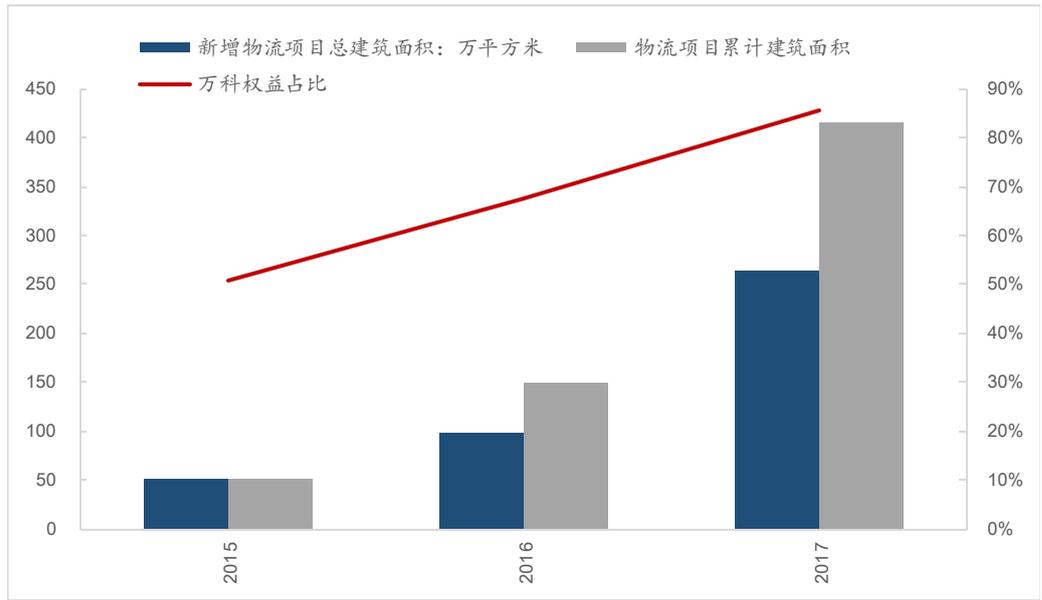
4.2 物流仓储高速发展 普洛斯协同互补可期

4.2.1 物流业务步入发展快车道

公司在 2015 年即开始布局物流地产, 成立了专门的物流公司, 目前公司物流业务以“万纬”品牌运营, 主打高标库产品, 客户主要为国内主流电商、快递快运、高端制造业、现代零售业和生鲜食品企业。

截至目前, 公司物流地产业务累计获取 62 个项目, 总建筑面积 482 万平方米, 其中已建成运营项目共 26 个, 稳定运营项目平均出租率达到 96%。假设目前的租金水平和出租率保持稳定, 一二线城市平均租金为 31.5 元/平方米/月, 则公司目前物流项目均投入运营后带来的年收入为 15.7 亿元。(实际上, 作为公司非地产业务中的重仓行业, 我们认为公司物流项目建筑面积将维持目前的高增长态势。)

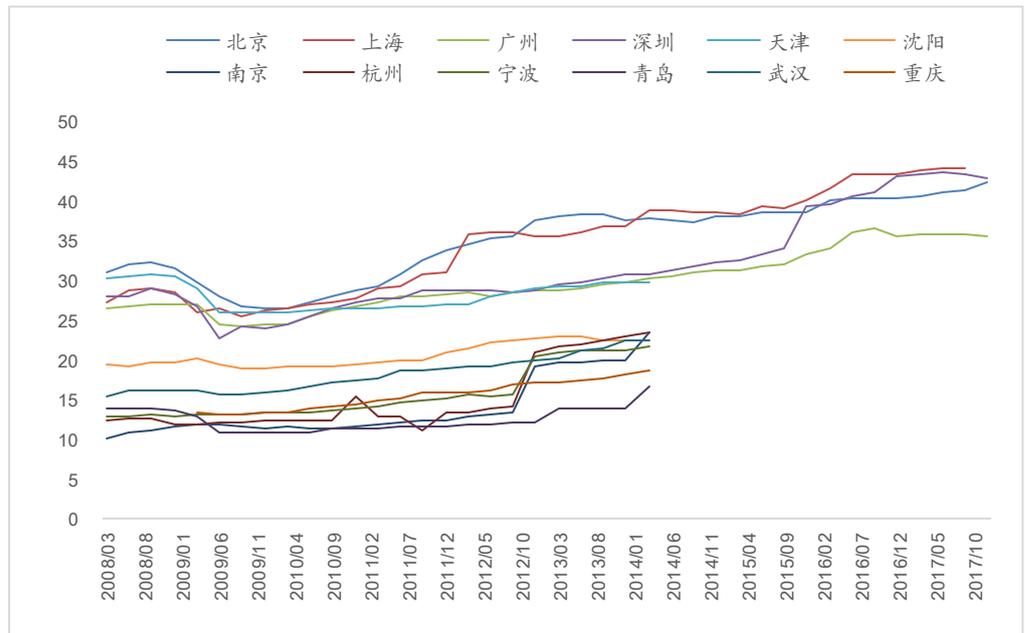
图 27: 万科物流项目建筑面积及权益占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注: 万科在 2014 年收购了若干小型物流公司, 规模较小, 未计算在内。

图 28: 部分城市物流仓储租金 单位: 元/平方米/月



资料来源: 世邦魏理仕, 东兴证券研究所

4.2.2 深入参与普洛斯私有化 协同互补效应可期

公司于2018年1月23日完成对物流巨头普洛斯(Global Logistic Properties Limited)的私有化。交易完成后,公司持有直接收购方21.4%的权益。

2017年,普洛斯在中国、日本和巴西的市占率位列第一,在美国位列第二,公司净资产中的57%位于中国。截至2017年底,普洛斯在中国拥有已建成物流地产面积1750万平方米,在建面积1120万平方米,土地储备1190万平方米。

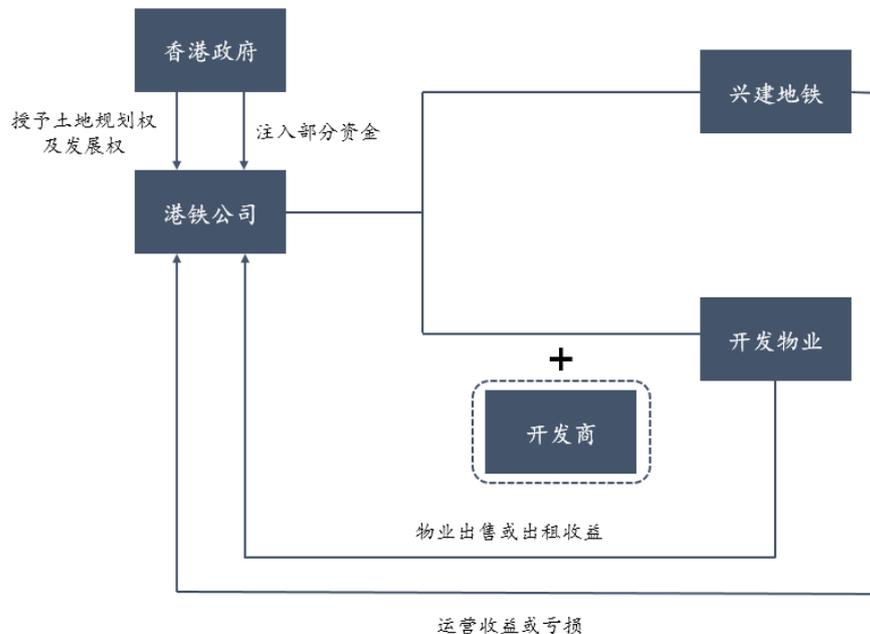
4.3 “轨道+物业”开拓地产开发新维度

4.3.1 轨道加物业模式是港铁成功的“杀手锏”

所谓“轨道+物业”模式,是指港铁同时规划开发地铁项目和地铁沿线房地产,并与开发商合作进行沿线房地产的开发,以此筹集地铁建设资金,代替部分财政投入,弥补地铁项目亏损并获得收益。“轨道+物业”模式本质上是城市轨道交通建设的一种融资方式。借助“轨道+物业”模式,香港地铁建设实现了政府、企业和社会的三赢结局。

香港“轨道+物业”模式最关键的一点在于土地出让,政府将不计入轨道交通建设溢价的土地协议转让给港铁公司,而不是通过公开市场进行。实质上是将轨道交通建设带来的外部溢价内部化,用以补贴地铁建设和运营成本。

图 29:香港“轨道+物业”模式



资料来源:东兴证券研究所

图 30: 港铁公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 31: 港铁公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

4.3.2 “轨道+物业”先行者 深铁经验丰富

深圳市早在 2004 年就开始探索地铁加物业开发项目，是内地最早借鉴香港的地铁加物业开发模式的城市，截至 2016 年深圳地铁加物业开发项目共 14 个，其中第二期和第三期各 7 个。为规避土地出让环节的政策瓶颈，深圳在第二期地铁建设中采用带特定限制条件的招拍挂，在第三期中采用土地作价出资的形式，实现了既有政策体系下的“定向”出让。

在十几年的探索中，深铁集团全程深度参与，对“轨道+物业”中融资结构、城市规划、土地出让和项目实施等各个环节积累了丰富的经验。同时，相对于港铁，深铁对内地法规体系和政府运行有更加深刻的了解。我们认为，深铁是内地“轨道+物业”毋庸置疑的先行者，具有不可替代的先发优势。

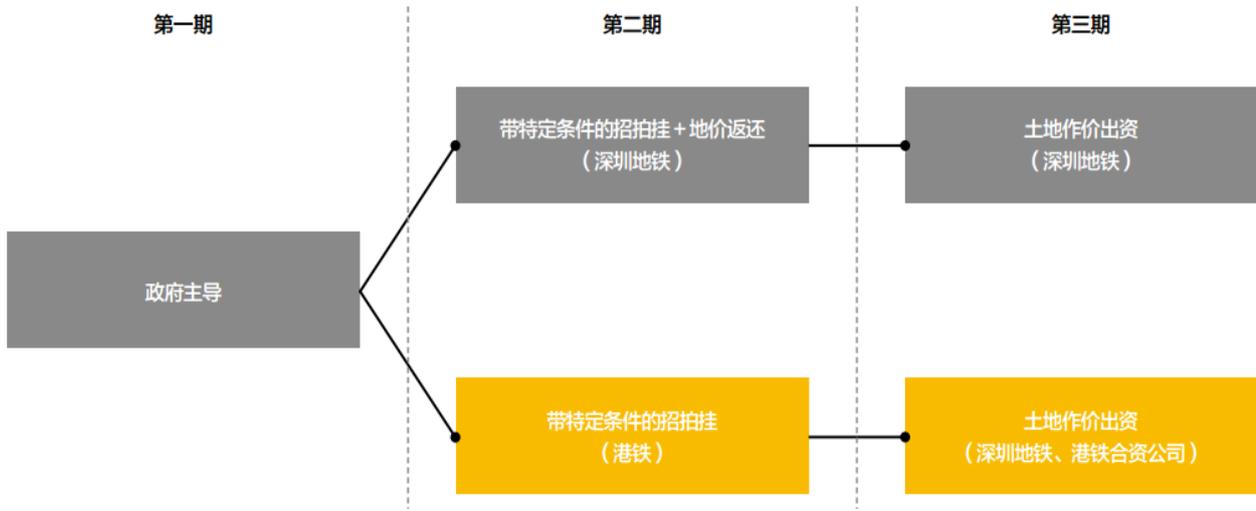
表 4: 深圳市地铁建设规划

阶段	时间跨度	线路数	线路里程 (公里)	用地数量	总建筑面积 (万平方米)
第一期	1998-2004	2	22	/	/
第二期	2006-2011	4	155	7	339
第三期	2011-2016	5	254	7	478
第四期	2017-2022	4	150	10	700

资料来源: WRI, 深圳地铁网站, 东兴证券研究所

注: 第四期用地数量及总建筑面积为估算值。

图 32: 深圳地铁建设中的政府出资模式



资料来源: WRI, 东兴证券研究所

4.3.3 强强联合打造加强版港铁 地产开发新维度

深铁成为万科基石股东后, 助力公司发展的动机和能力均大幅增强, “轨道+物业”模式在双方共同推动下有望驶入发展的快车道。我们预计双方将首先在深圳拓展合作范围, 在此基础上, 共同或各自走向全国市场。

表 5:深铁万科合作互惠互利

深铁集团	万科
利用物业开发收益填补轨道建设资金缺口	招拍挂之外获取土地的新渠道, 规避部分城市地价过高的风险
引入开发商进行物业开发, 减轻双重现金流出压力, 也转移部分物业开发风险	契合公司战略定位, 满足新业务需要
利用万科专业能力, 提升开发收益, 最大化土地溢价	积累经验, 提升在其他城市“轨道+物业”模式的竞争力
提升自身物业开发能力, 为走向全国打好基础	有望分享部分土地收益

资料来源: 东兴证券研究所

5. 已售未结及未售货值充足 业绩确定性强

5.1 已售未结高覆盖 竣工均价双提升

5.1.1 预收与未结算覆盖率创历史新高

2017 年末,公司已售未结算金额 4143 亿元,对 2017 年结算金额的覆盖率为 178%,创十年新高。已售未结面积 2963 万平方米,对 2017 年结算面积的覆盖率为 150%,处历史较高水平。预收账款 4077 亿元,对结算收入的覆盖率为 175%,也为历史最高水平。充沛的待结算资源有力锁定公司未来一到两年业绩。

图 33: 结算金额与未结算金额覆盖率 单位: %



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 34: 结算面积与未结算面积覆盖率单位: %



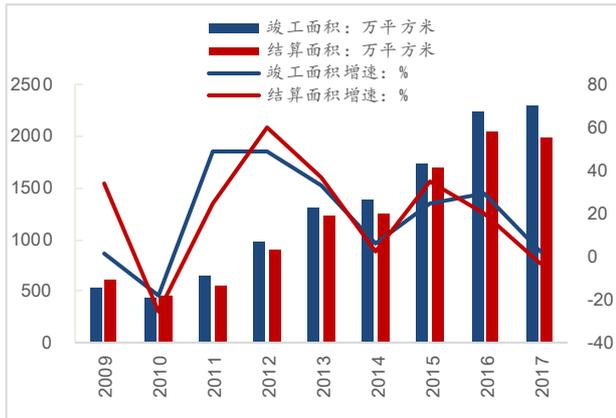
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

5.1.2 竣工面积与结算均价双提升

公司 2018 年计划竣工面积为 2630 万平方米,同比增长 14.3%,竣工面积高增长预计带来结算收入高增长。同时,公司销售均价在 2016 和 2017 两年上涨幅度较大,对应 2018 年和 2019 年结算均价的上升。

从 2018 年一季度看,公司营业收入同比增长 65.8%,有基数效应的原因,但仍可看出公司在竣工和结算方面步调加快。

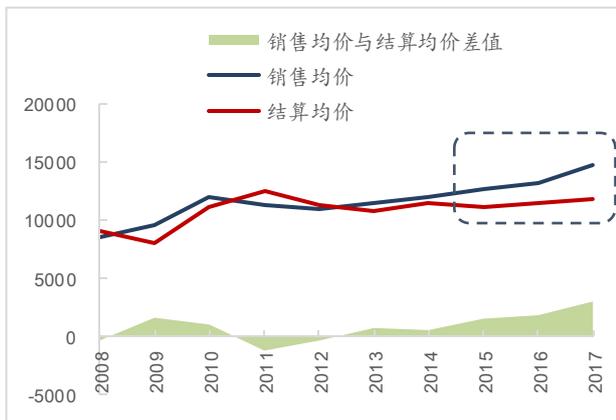
我们预计公司 2018 年竣工计划完成率为 105%,对应竣工面积为 2763 万平方米,结算面积约 2380 万平方米,结算均价为 1.25 万元/平方米(考虑销售均价预结算均价在营改增下的口径不同),对应结算收入为 2973 亿元,同比增长 28%。

图 35: 竣工面积与结算面积


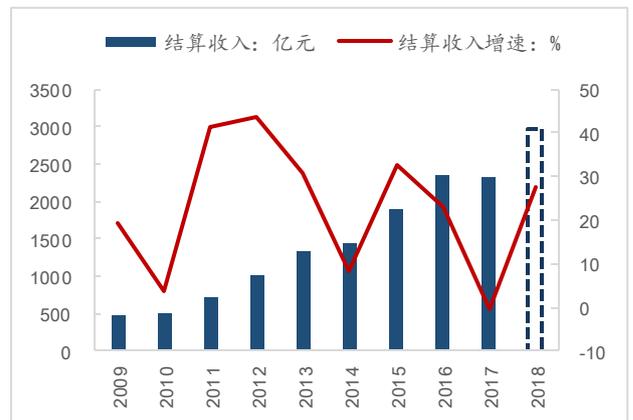
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 36: 计划竣工面积与实际竣工面积


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 37: 结算均价与销售均价


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 38: 结算收入


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

注: 销售均价与结算均价从 2016 年开始差额较大, 部分是“营改增”下, 销售均价与结算均价的计算口径不同所致。

5.1.3 毛利率上升 Vs. 财务费用率上升 净利润率或小幅下降

我们预计随着高毛利项目结转比例增加, 公司毛利率会继续上行, 但空间并不大。与此同时, 公司财务费用率上升幅度较大。从一季度看, 公司财务费用同比大幅增长, 财务费用率达 3.4%, 较 2017 年全年提升 2.5 个百分点。

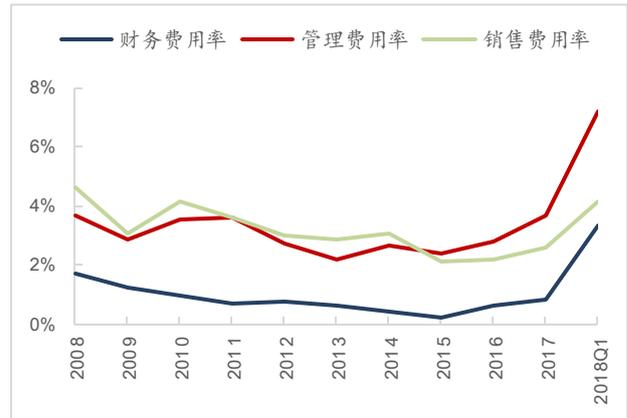
从全年看, 我们预计财务费用率将保持在 2% 左右。管理费用率与销售费用率亦将小幅上行。受此影响, 公司净利润率将小幅下滑 2 个百分点。

图 39: 毛利率与净利率 单位: %



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 40: 期间三费率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

5.2 货值充足 新开工面积大幅增长

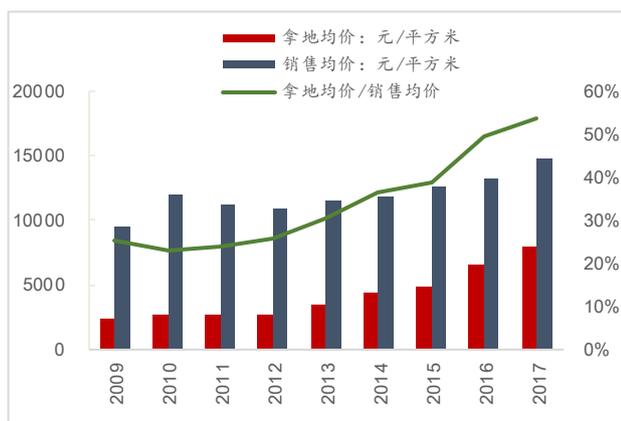
5.2.1 货值充足 分布合理

截至 2018 年一季度末, 公司土地储备建筑面积 6223 万平方米, 在建面积 7805 万平方米, 已售未结算面积 3564 万平方米。据此可大致推测出公司未售面积为 10464 万平方米。假设销售均价维持 2017 年水平, 即 1.47 万元/平方米, 考虑增值税因素后, 未售货值对应结算收入为 1.39 万亿, 全部待结算货值对应结算收入为 1.86 万亿。

从存货结构看, 公司土地储备、未售在建、已售未结算和已完工未售面积比例多年保持稳定。存货地域分布也十分均匀, 加之土地储备占比低, 抗区域风险能力强。

5.2.2 土地成本上升 毛利率承压

考虑到拿地与销售在时间上的错位, 我们以上一年拿地均价与本年销售均价的比值, 来大致描述本年销售均价中土地成本的比例, 并以此推断销售毛利水平的大致变化。从拿地均价与销售均价的比值来看, 地价占比连年上升, 公司毛利率会承受一定压力。

图 41: 万科拿地均价/销售均价


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所测算

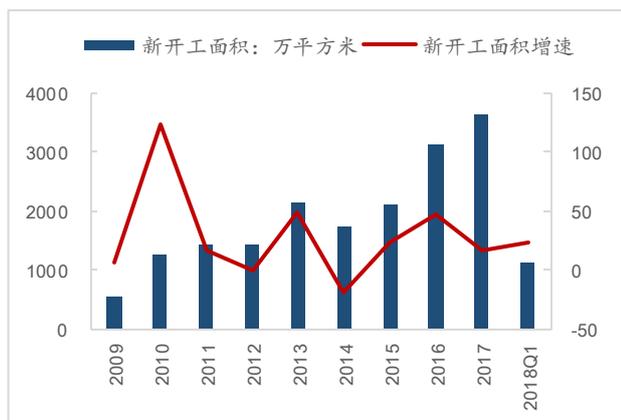
图 42: 万科上一年拿地均价/本年销售均价


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5.2.3 新开工面积增速提升 拿地销售比小幅下行

公司 2017 年新开工面积 3652 万平方米, 年初新开工计划完成率为 125%, 连续三年维持在 100% 以上。2018 年一季度新开工面积为 1130 万平方米, 同比增长 23%, 增速较 2017 年全年提高 7 个百分点, 新开工提速明显。

拿地方面, 公司 2016 和 2017 两年拿地积极, 特别是 2017 年, 拿地金额达到销售金额的 69%, 创 2011 年以来最高水平。2018 年一季度, 公司拿地面积与销售面积比值小幅回落至 90%。

图 43: 新开工面积及同比增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 44: 计划开工面积及完成率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 45: 拿地面积及权益比例



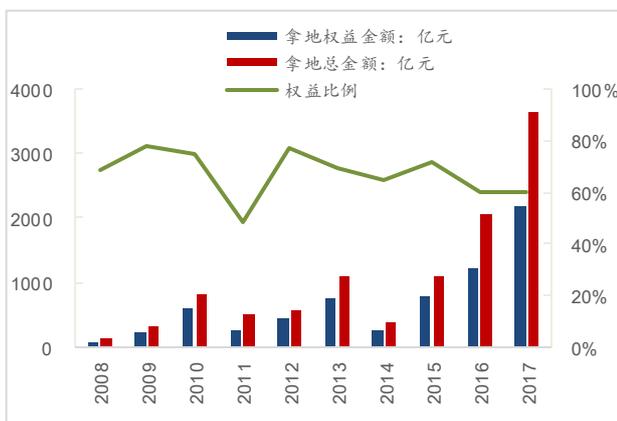
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 46: 拿地面积/销售面积



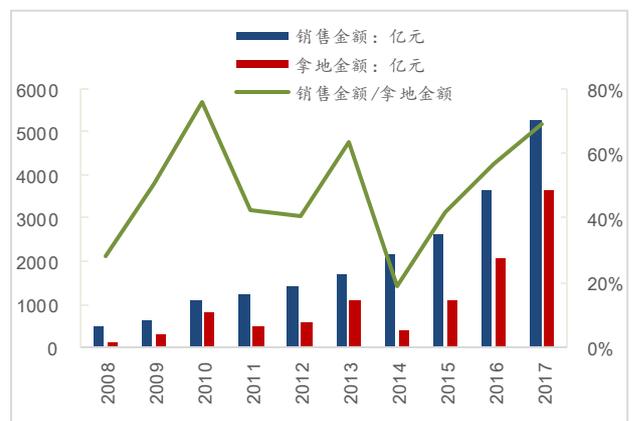
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 47: 拿地金额及权益比例



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 48: 拿地金额/销售金额



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 业绩预测

营业收入

公司 2018 年计划竣工面积为 2630 万平方米, 我们预计竣工计划完成率为 105%, 对应竣工面积为 2763 万平方米, 结算面积约 2380 万平方米, 结算均价为 1.25 万元/平方米 (考虑销售均价预结算均价在营改增下的口径不同), 对应结算收入为 2973 亿元。

2017 年末已售未结金额中有 1170 亿元在 2019 年结算收入, 同时 2017 年末未售在建货值 5668 亿元中的 50% 在 2019 年结算, 则 **2019 年结算收入为 4004 亿元**。

假设 2017 年末土地储备对应货值在 2020 年至 2022 年均匀结转收入, 则 2020 年结算金额为 2747 亿元。同时, 2017 年末未售在建货值中的 50% 结算至 2020 年为 2834 亿元。 **2020 年结算收入预计为 5581 亿元**。

实际上, 以上计算中假设结算均价不上涨, 同时未考虑物业、物流和长租带来的收入, 估算结果十分保守。

毛利率

由于 2016 年和 2017 年土地均价相对于销售均价上升, 我们预计公司未来三年结算毛利率将先升后降, 预计为 36%/32%/30%。

期间费用率

公司 2018 年一季度三费费率均有上升, 且幅度较大。我们认为, 资金紧张还将继续, 预计未来三年财务费用率为 2%/1.5%/1%。目前的管理费用和销售费用的上升并不具有持续性, 但保守估计未来三年管理费用率为 4%, 销售费用率为 3%。

7. 投资建议

公司连续十年经营活动现金流为正, ROE 长期领先, 净负债率大幅低于行业平均水平。股权风波平息后, 基石股东影响力大幅提高, 且与公司协同效应更强。公司董事会顺利换届, 顺应时代发展完成战略升级, 新时代高质量增长将延续。同时, 公司一直引领行业创新, 领跑行业变革。长租公寓、物流和“轨道+物业”等新业务、新模式, 不仅增厚公司业绩, 还有望提升公司估值水平。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 2973 亿元/4004 亿元/5581 亿元, 归母净利润 374 亿元/427 亿元/520 亿元, **EPS 分别为 3.39 元/3.86 元/4.71 元**。目前板块平均 PE 为 12 倍, 我们保守给予公司相同估值。考虑到公司多方面优秀表现, 具备较大安全边际。对应 2018 年 EPS 目标价为 40.7 元, 维持“强烈推荐”评级。

8. 风险提示

1) 公司竣工面积不达预期; 2) 公司财务成本大幅上升。

表 6: 公司盈利预测表

资产负	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合	721295	1017553	1087286	1259135	1493507	营业收入	240477	242897	297300	400400	558100	
货币资金	87032	174121	321144	342264	378247	营业成本	169742	160080	193245	272272	390670	
应收账款	2075	1433	1629	2194	3058	营业税金及附	21979	19722	27173	36597	51010	
其他应收款	105435	163250	160000	160000	160000	营业费用	5161	6262	6243	8408	11720	
预付款项	50263	73017	70000	70000	70000	管理费用	6801	8866	8622	11612	16185	
存货	467361	598088	529438	671356	856263	财务费用	1592	2075	1871	2068	2472	
其他流动资	8671	722	5074	13322	25938	资产减值损失	1193	1319	1000	1000	1000	
非流动资产	109379	147794	159214	177105	196995	公允价值变动	0	0	0	0	0	
长期股权投	61702	81224	81224	81224	81224	投资净收益	5013.84	6244.56	6244.56	6244.56	6244.56	
固定资产	6810.79	7098.81	30151.74	48186.06	68220.39	营业利润	39024	50813	65390	74688	91287	
无形资产	1260	1438	1294	1150	1006	营业外收入	398.31	723.29	940.27	940.27	940.27	
其他非流动	7277	14936	14000	14000	14000	营业外支出	168.48	394.25	200.00	200.00	200.00	
资产总计	830674	1165347	1246500	1436240	1690502	利润总额	39254	51142	66130	75429	92028	
流动负债合	579998	847355	872249	1000614	1184669	所得税	10903	13934	16533	18857	23007	
短期借款	16577	16109	17000	19000	21000	净利润	28350	37208	49598	56571	69021	
应付账款	138048	173439	153537	216326	310395	少数股东损益	7328	9157	12205	13922	16985	
预收款项	274646	407706	452301	512361	596076	归属母公司净	21023	28052	37392	42650	52036	
一年内到期	26773	46164	50000	52000	54000	EBITDA	42584	55427	68371	77865	94869	
非流动负债	88999	131318	152842	174707	196707	EPS (元)	1.90	2.54	3.39	3.86	4.71	
长期借款	56406	96029	116029	136029	156029	主要财务比	率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	29108	32323	34000	36000	38000							
负债合计	668998	978673	1025091	1175320	1381376	成长能力						
少数股东权	48232	53999	66204	80126	97111	营业收入增长	23.0%	1.0%	22.4%	34.7%	39.4%	
实收资本	11039	11039	11039	11039	11039	营业利润增长	17.8%	30.2%	28.7%	14.2%	22.2%	
资本公积	8268	8329	8329	8329	8329	归属于母公司	16.0%	33.4%	33.3%	14.1%	22.0%	
未分配利润	61200	77172	73433	69168	63964	获利能力						
归属母公司	113445	132675	155204	180794	212015	毛利率(%)	29.4%	34.1%	35.0%	32.0%	30.0%	
负债和所有	830674	1165347	1246500	1436240	1690502	净利率(%)	11.8%	15.3%	16.7%	14.1%	12.4%	
现金流	单位: 百万元					总资产	2.5%	2.4%	3.0%	3.0%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	18.5%	21.1%	24.1%	23.6%	24.5%	
经营活动现	39566	82323	149414	28003	49025	偿债能力						
净利润	28350	37208	49598	56571	69021	资产负债率(%)	81%	84%	82%	82%	82%	
折旧摊销	1968.57	2538.62	0.00	1109.42	1109.42	流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	
财务费用	1592	2075	1871	2068	2472	速动比率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	
应收账款减	0	0	-196	-565	-864	营运能力						
预收帐款增	0	0	44595	60060	83715	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	
投资活动现	-43389	-51613	6180	5245	5245	应收账款周转	104.9	138.5	194.2	209.5	212.5	
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转	2.1	1.6	1.8	2.2	2.1	
长期股权投	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	5014	6245	6245	6245	6245	每股收益(最新)	1.9	2.5	3.4	3.9	4.7	
筹资活动现	31297	55265	-8572	-12128	-18286	每股净现金流	2.5	7.8	13.3	1.9	3.3	
应付债券增	0	0	1677	2000	2000	每股净资产(最	10.3	12.0	14.1	16.4	19.2	
长期借款增	0	0	20000	20000	20000	估值比率						
普通股增加	-12	0	0	0	0	P/E	11.4	8.6	6.4	5.6	4.6	
资本公积增	93	61	0	0	0	P/B	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1	
现金净增加	27474	85974	147023	21120	35984	EV/EBITDA	6.6	4.6	7.1	1.8	1.4	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。