

思变先驱，运筹帷幄——地产龙头国际比较报告系列一

万科 VS 新鸿基

证券分析师：齐东

执业证书编号：S0600517110004

联系邮箱：qid@dwzq.com.cn

研究助理：陈鹏

联系邮箱：chenp@dwzq.com.cn

二零一九年六月二十三日



- 万科何以为万科？
- 香港新鸿基地产转型思考
- 龙头对标，模式迥异，殊途同归
- 投资建议

我们试图探寻地产龙头公司的成长路径，进而探究优秀地产公司的成长基因。第一篇我们选择了万科和新鸿基，两个公司发展多年，目前已成为各自市场上的绝对龙头。我们发现优质公司始终在调整与谋变中，前瞻视野和强执行力是优质公司可持续性发展的重点所在。

1、万科战略变迁：做加法、做减法、做乘法、平台化

- 成长历程可分为四个阶段，持续谋变是一以贯之的战略。初创时期（1984-1992）“综合商社”模式（做加法）；调整时期（1993-2001）专业化，选择房地产单一主业（做减法）；扩张时期（2002-2014）精细化，做大房地产主业（做乘法）；分化时期（2015年至今）“地产”为载体的多元化（平台化）。经历八爪鱼、热带雨林计划，万科提出美好生活场景师构想，2018年进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”。
- 在行业集中度持续提升背景下，万科凭借融资、土地、布局等方面优势，持续提升自身市占率。同时公司深耕能力行业第一，此外公司还通过小股操盘、杠杆控制、多元化激励机制有效推进安全与效率的平衡。

2、香港新鸿基地产转型思考

- 历程：创立初期（1960s，资源优势，起步工业大厦）；探索期（1970s-1980s，产品调整，增加豪宅，尝试投资物业）；集中转型期（1988-1991，集中拓展投资物业，租售并举初养成）；多元业务（1990s至今，电讯、基建、运输）
- 契机：1）香港楼市波动周期更频繁，且幅度更大，物业租金利于平滑周期；2）资源稀缺拉伸产业链，持有升值模式收益更佳；3）打造城市地标，利好品牌管理。
- 特点：1）房开业务规模稳步上升，租金及其他业务提供稳定现金流；2）顺周期投资，投资高弹性彰显决策果断力。

3、龙头对标，模式迥异，殊途同归

- 经营策略：多元业务持续开展中。新鸿基已经形成非常稳定的多元业务格局，万科还处在探索、逐渐成型阶段，但二者均已是香港、内地市场多元业务前瞻布局的标杆企业。
- 投资策略：均为顺周期投资，万科学习美国帕尔迪进行快速周转、成片开发、规模取胜的模式，而香港新鸿基为囤地与开发并重模式。
- 公司治理：二者企业性质不同，公司治理架构也有所差异，万科实行职业经理人管理；新鸿基为家族企业。

市场谋变的一点思考：

- **思变先驱，领先全行业的前瞻思维是保持核心竞争力关键要素之一。**新鸿基地产创立于1963年，1977财年尝试转型商业地产，1988-1991财年集中转型、租售并举转型完成；万科A创立于1984年，2015年提出多元化探索；从进程来看，前者比后者转型更为迅速，主要系香港市场土地稀缺、房价波动更大等因素有关。但与同行业公司相比，毋庸置疑的是，二者均是各自市场多元探索的先驱者。
- **主业为上，多元业务需依托主业，起锦上添花作用。**追溯二者转型期，我们发现商业地产的培育模式均为以售养租为主，这种模式需要公司具备较为充足的现金流及可观的盈利基础。新鸿基地产在1988财年集中转型期之前，已有11年探索经历，并且新鸿基地产上市后开发业务得到迅速拓展，1981财年，公司纯利已增加到5.54亿元，相当于上市首年度的10倍（数据引用《香港地产业百年》冯邦彦著）。而万科在2015年转型之际，公司销售规模已连续多年蝉联行业第一，主业物业开发的成功拓展为商业地产的培育提供了稳定现金流，某种程度上降低了公司的试错成本，因此我们认为，转型需要公司主业规模最大最强，以此为基，才能最大程度降低公司转型期的风险。
- **居安思危，顺境谋变最为难得。**新鸿基和万科转型并不是逆境中的谋变，反而都是发展较为顺利阶段公司战略的调整，公司转型一向都非一帆风顺的，新鸿基集中转型以前，1981财年公司尝试大规模投资物业，但1981-1984年香港地产低谷让公司短暂放弃这一目标；万科成立初期多元业务主动剔除、1997年区域布局缩整；顺境的谋变使得公司有更大空间进退自由。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险。

一、万科何以为万科？

1. 万科战略变迁：做加法、做减法、做乘法、平台化

表1：万科A转型历史

| 阶段 | 战略 | 产业布局 | 典型判断和做法 |
|---------------------|------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| 初创时期 (1984-1992) | “综合商社”模式 (做加法) | 贸易、影视、广告、房地产、证券投资、零售、消费品 | 注重盈利，多元化发展 |
| 调整时期 (1993-2001) | 专业化，选择房地产单一主业 (做减法) | 住宅开发 | 确立了以房地产为核心业务 |
| 扩张时期 (2002-2014) | 精细化，做大房地产主业 (做乘法) | 住宅开发、物管 | 快速周转、稳健投资、重视合作 |
| 分化时期 (2015年至今) | “地产”为载体的多元化 (平台化) | 住宅开发、商业开发、物管、物流地产、养老、教育、冰雪、投资 | 十年内要基本完成新业务的探索和布局，确定新的商业模式 |

资料来源：公司公告，《大道当然——我与万科2000-2013》，东吴证券研究所

也许变化是唯一的不变，不确定性是唯一的确。——万科 2011年度报告

1.1 万科A：初创时期（1984-1992）

起于草莽，起于深圳这片热土，创业初期的万科是一个大杂烩

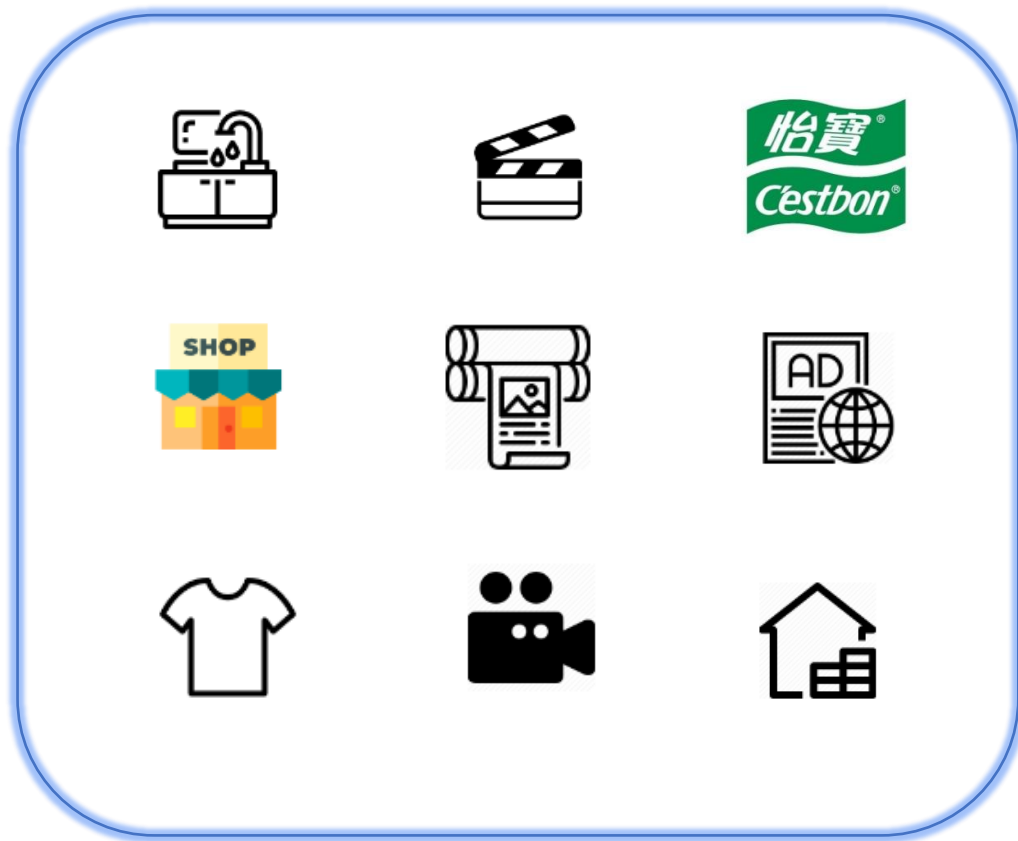
- ◆ 万科的创始人是王石，公司前身是深圳现代科教仪器展销中心。公司从经营专业视频器材、办公设备起步，逐步发展成为包括综合商贸、工业、房地产、大众传播等多元化业务的综合性经济实体。
- ◆ 1988年11月，公司改造成为股份制企业，并改名万科，但公司发展仍然是混业经营：机电贸易、办公设备、商贸零售、房地产、影视传播、服装加工、印刷、消费品。

图1：王石先生



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：万科初创时期业务矩阵



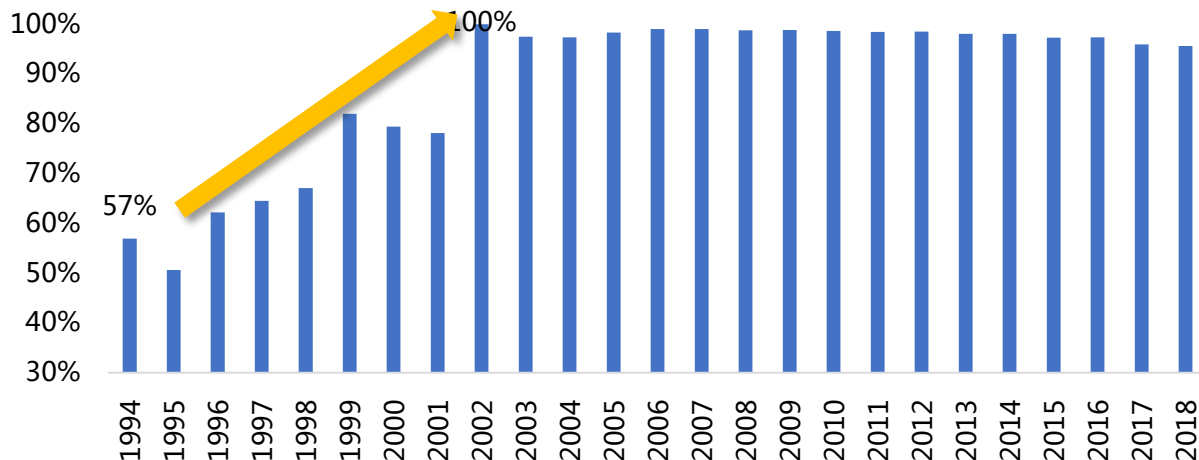
资料来源：百度图片，东吴证券研究所

1.2万科A：调整时期（1993-2001）

确定房地产（住宅开发）为未来的主航道，逐渐变卖处置其他业务

- ◆ 1991年到1993年，万科在资本市场进行了多次动作：A股IPO，B股IPO，首次增发：跟资本市场的互动，跟先进企业的对比，促使王石思考万科中长期的主业问题。
- ◆ 万科主要通过股权转让的方式，处置了与房地产无关的子公司。公司房地产业务收入占比在2002年上升到100%。
- 股东层面：华润入主，替代了之前的深特发。
- 管理团队：郁亮2001年起担任总裁。

图3：万科从1994年到2002年，房地产业务收入占比从57%提升到100%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：王石先生（右1）和郁亮先生（左1）



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2万科A：调整时期（1993-2001）

第一次城市扩张：受1993房地产调控和1997金融危机影响，初次扩张折戟，开始敬畏周期

图5：万科1995年地产业务布局城市



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1995-1996，万科布局12城市：深圳、上海、北京、天津、沈阳、北海、青岛、石家庄、鞍山、成都、大连、武汉

图6：万科1997年开始收缩，重回5个核心城市



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1997，万科提出“集中资源、规模开发”：重点布局深圳、上海、北京、天津、沈阳

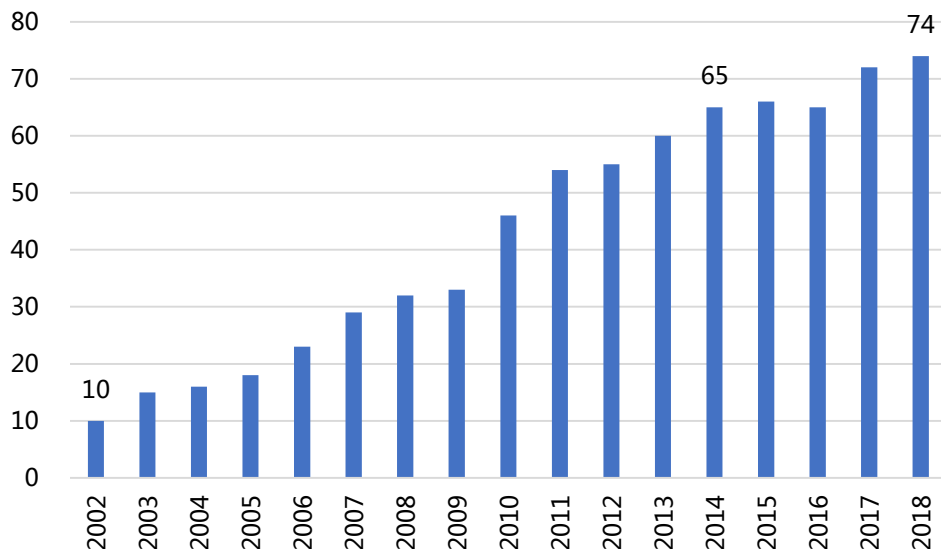
主动收缩

1.3万科A：扩张时期（2002-2014）

二次城市扩张，从“黄金时代”到“白银时代”，顺周期持续扩张

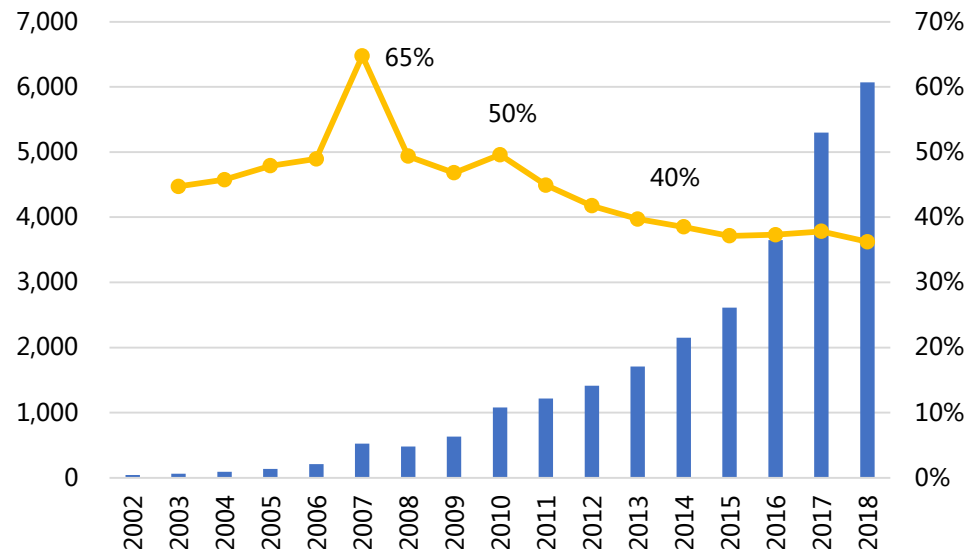
- ◆ 2002年万科进行二次城市扩张：学习帕尔迪Pulte，进行二次扩张，年均新增城市4-5个
- ◆ 从销售规模增长看，2002-2010年是万科历史增速最快的时期，年化复合增速50%

图7：万科地产业务布局城市数量



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：万科2002年至今销售规模（左轴）及复合增速（右轴）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4万科A：分化时期（2015年至今）

二次多元化探索：但这一次都是围绕地产主业进行

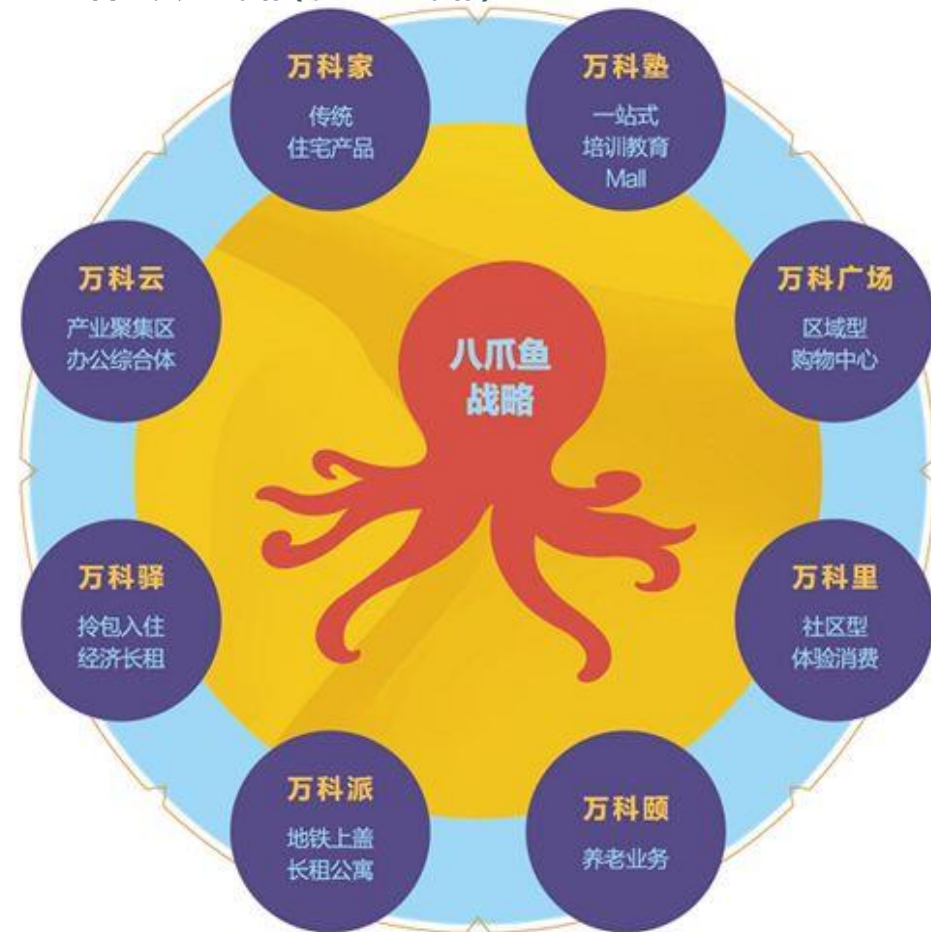
- ◆ 2014年，万科提出：未来十年，万科最重要的业务仍将是住宅；但是这个十年，需要基本完成新业务的探索和布局，确定新的商业模式。
- ◆ 未来十年业务版图：三好住宅+城市配套服务商

图9：万科三好住宅定义



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：万科八爪鱼战略（多元化战略）



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

1.4万科A：分化时期（2015年至今）

多元化战略 2.0版本：万科热带雨林计划（上海区域公司提出）

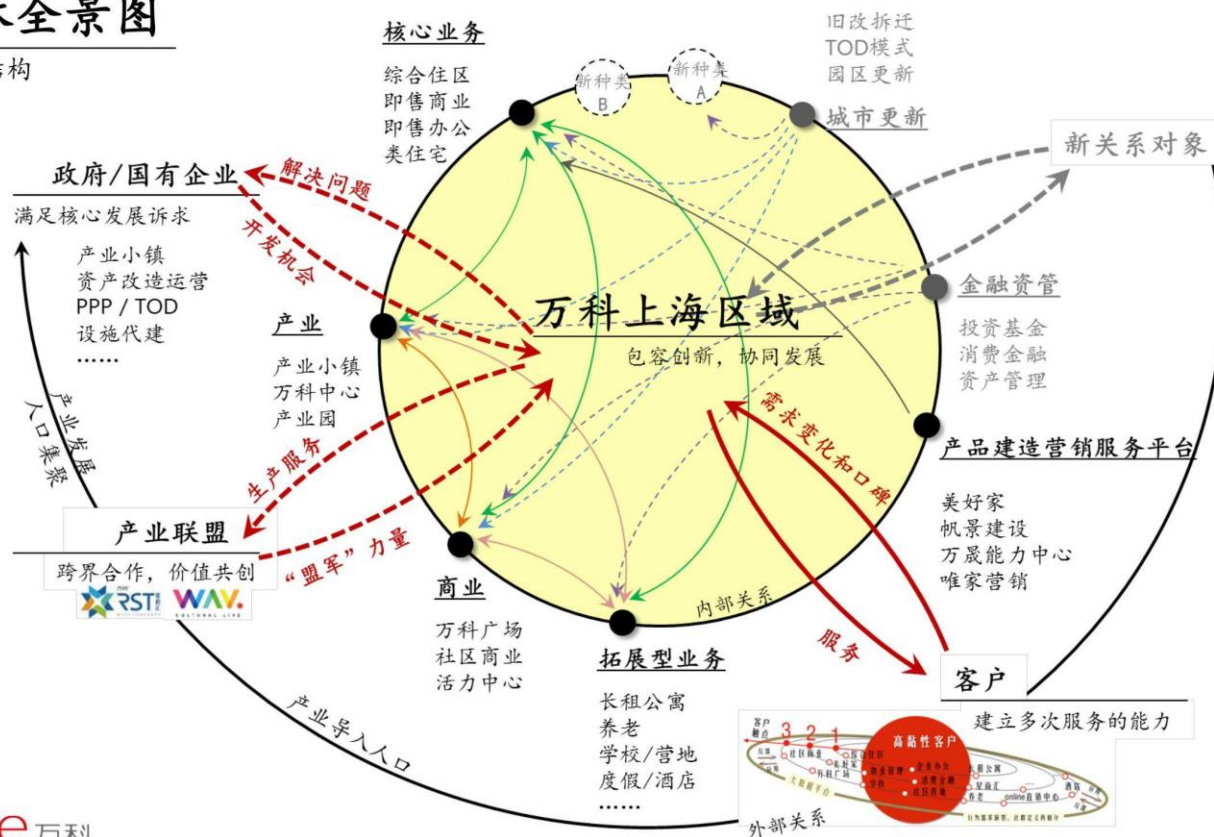
◆ 热带雨林：

复杂多样、自然形成、此消彼长、融为一体。

图11：万科热带雨林计划

雨林全景图

生态结构



vanke 万科

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

1.4万科A：分化时期（2015年至今）

多元化战略 3.0版本：万科美好生活场景师

- ◆ 独立场景绝大多数由独立部门完成。
- ◆ 并购与内生并重。

图12：万科美好生活场景师构想



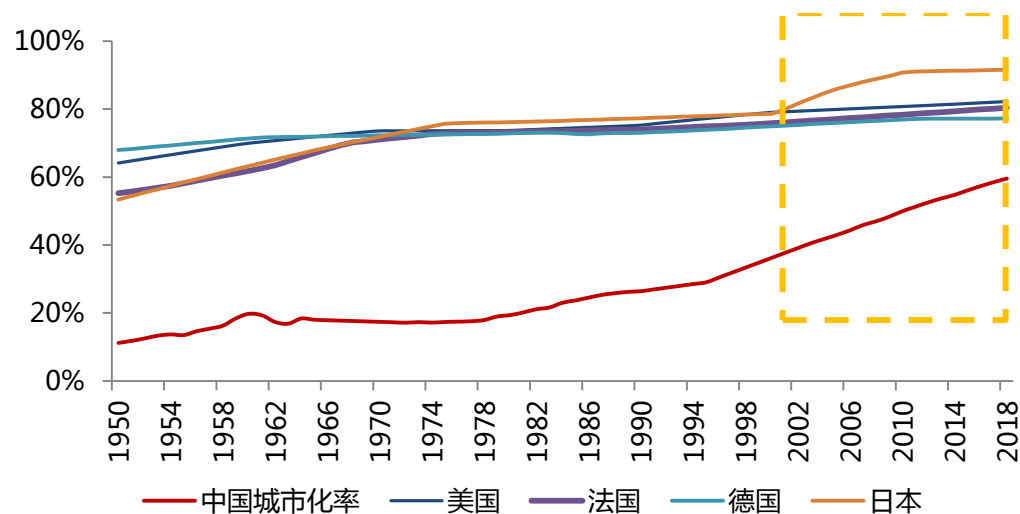
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

1.5 规模：未来行业规模企稳

商品房销售增长可观，未来总规模企稳。 2018年商品房销售额近15万亿元，过去5年年均复合增速达13%。未来考虑到棚改力度的减弱、人口老龄化因素，增速或有放缓，但总体规模有望维持稳定。主要逻辑在于：

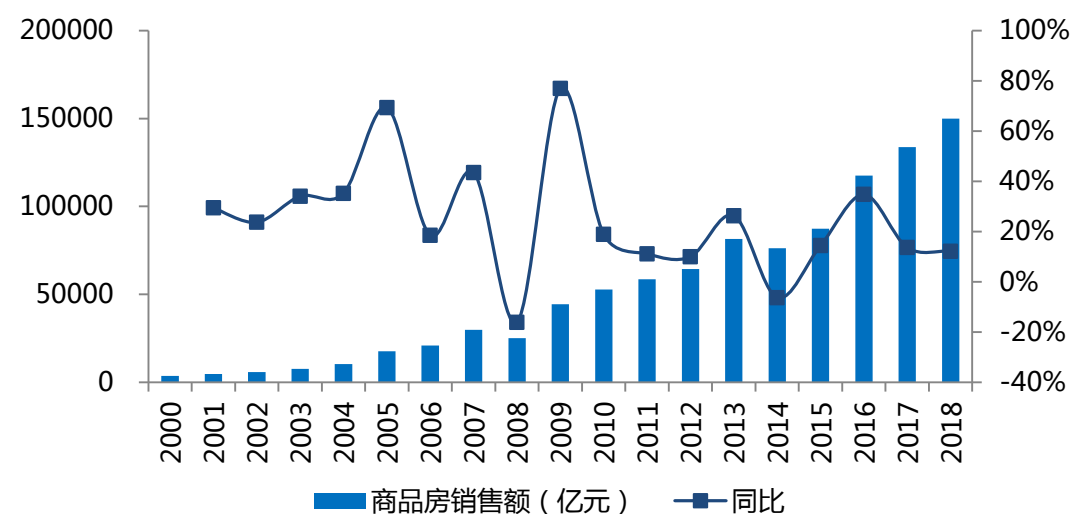
- ◆ 2018年我国城镇化率59.58%，自2010年后每年提升1.2个百分点左右，城镇化率提升迅猛，较美、法、德、日本等发达国家80%左右的水平仍有20%的空间。
- ◆ 政府仍然在推进新型城镇化，通过“农民进城”、“房开落户”等措施来提升城镇化率，未来需求有支撑。

图13：主要国家城镇化率走势



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图14：商品房销售金额及同比

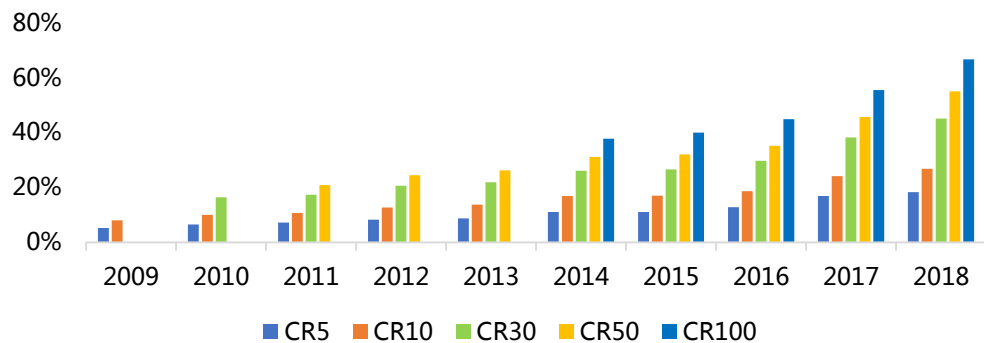


资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

1.5 规模：行业集中度加速攀升

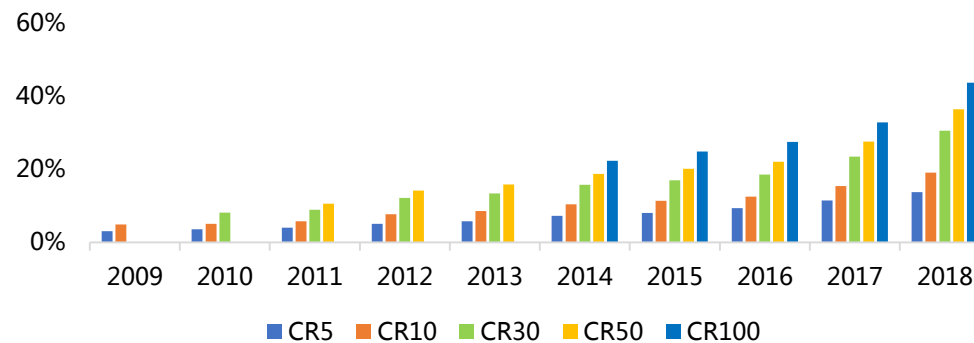
◆ **我国地产行业市场集中度加速攀升。** 截止到2018年，TOP5的房企市占率提升至18%，TOP10的市占率提升至27%，TOP30的市占率提升至45%，如今市场销售有67%的份额来自TOP100。龙头房企凭借着大量的优质土地储备、更强的融资能力以及高效的运营能力，实现销售持续增长，并由此带动行业集中度进一步提升。

图15：房地产市场集中度（销售金额口径）



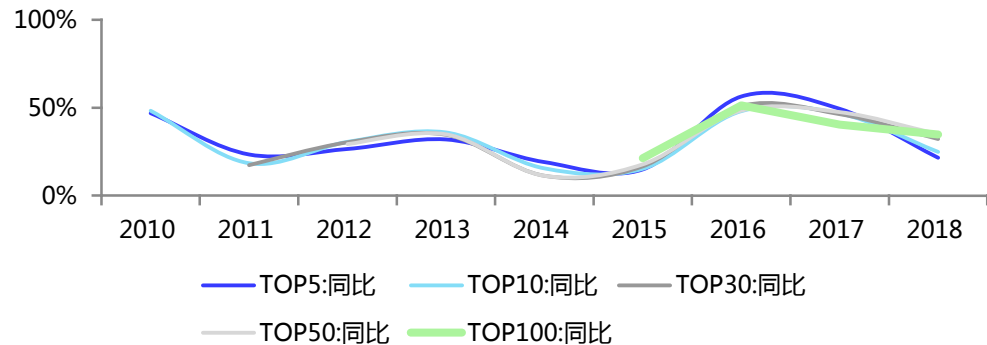
资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图16：房地产市场集中度（销售面积口径）



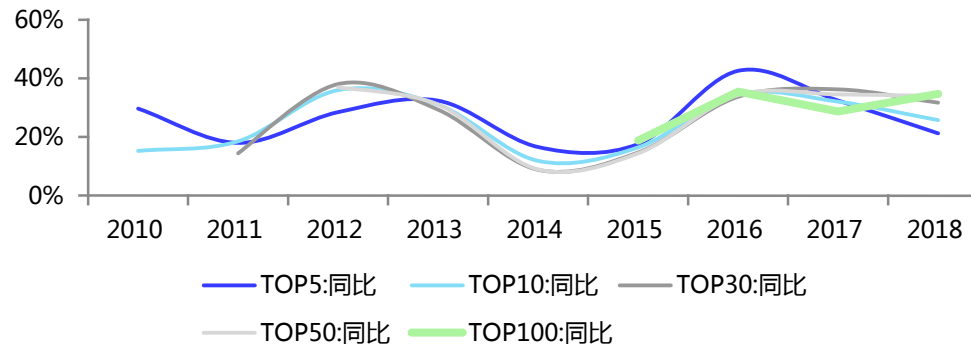
资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图17：房地产市场不同梯队同比（销售金额口径）



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图18：房地产市场不同梯队同比（销售面积口径）

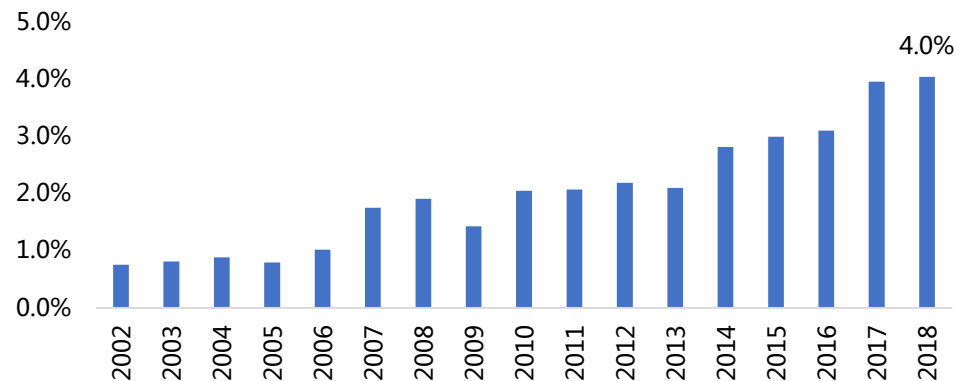


资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

1.5 规模：公司市占率持续提升

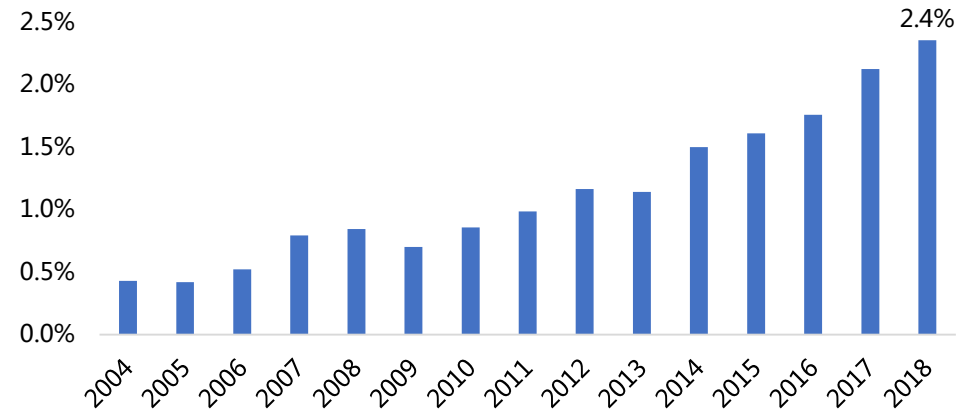
- ◆ 在行业集中度持续提升背景下，万科凭借融资、土地、布局等方面优势，持续提升自身市占率。截至2018年，公司销售金额市占率为4.0%，销售面积市占率2.4%。

图19：万科销售金额市占率



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图20：万科销售面积市占率

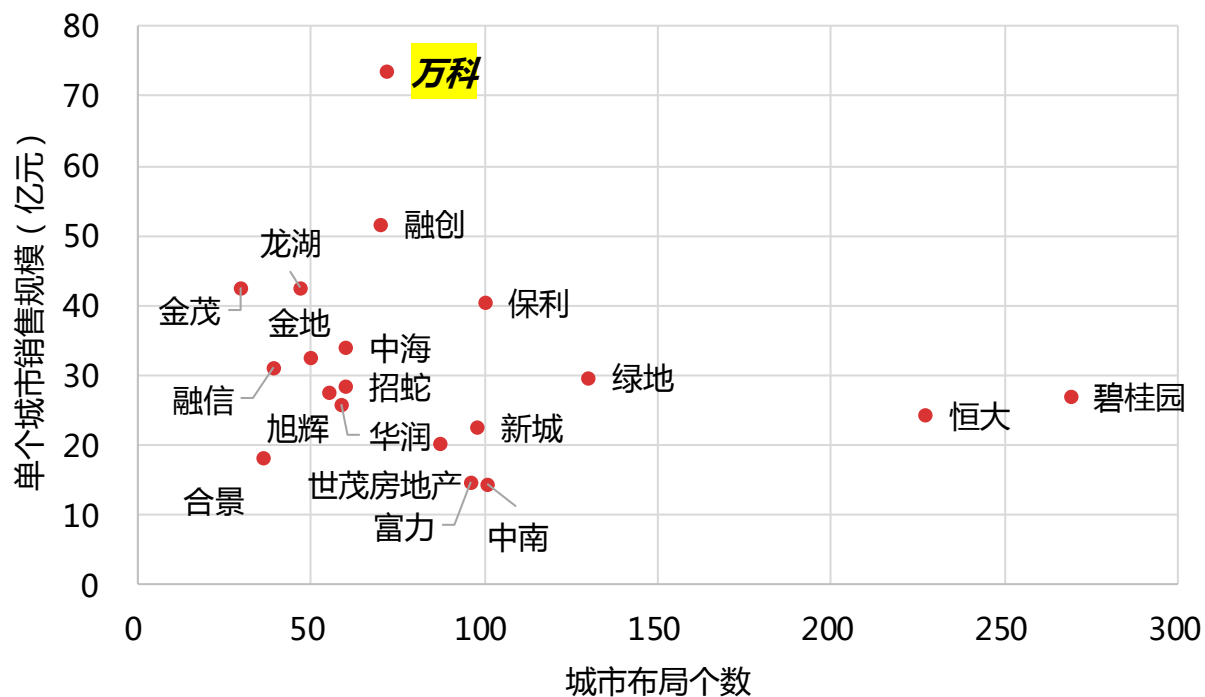


资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

1.5 规模：专注深耕，持续深耕

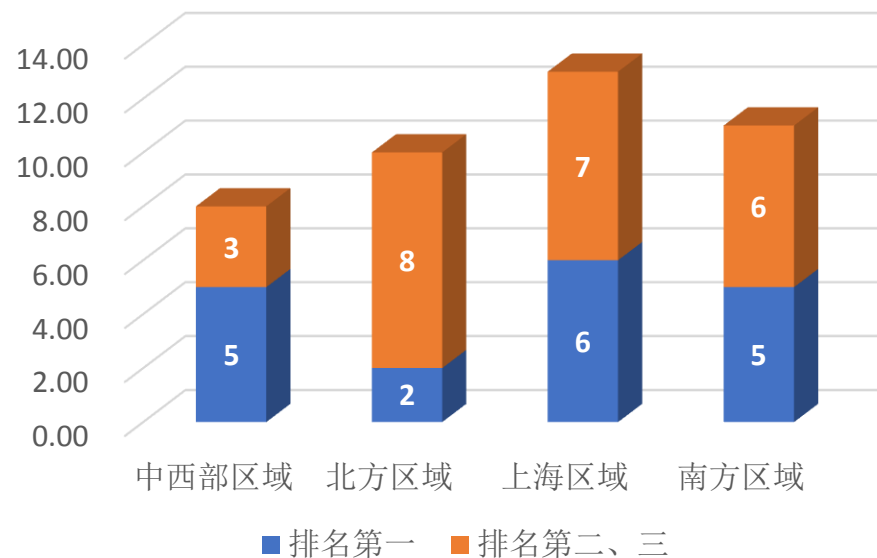
- ◆ 万科深耕能力位列行业第一：2018年平均单城市销售规模超过70亿元。
- ◆ 2018年在28个城市销售规模破百亿，在42个城市销售位列当地前三。

图21：万科城市深耕能力位列行业第一



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：万科2018年在42个城市销售规模位列当地前三名

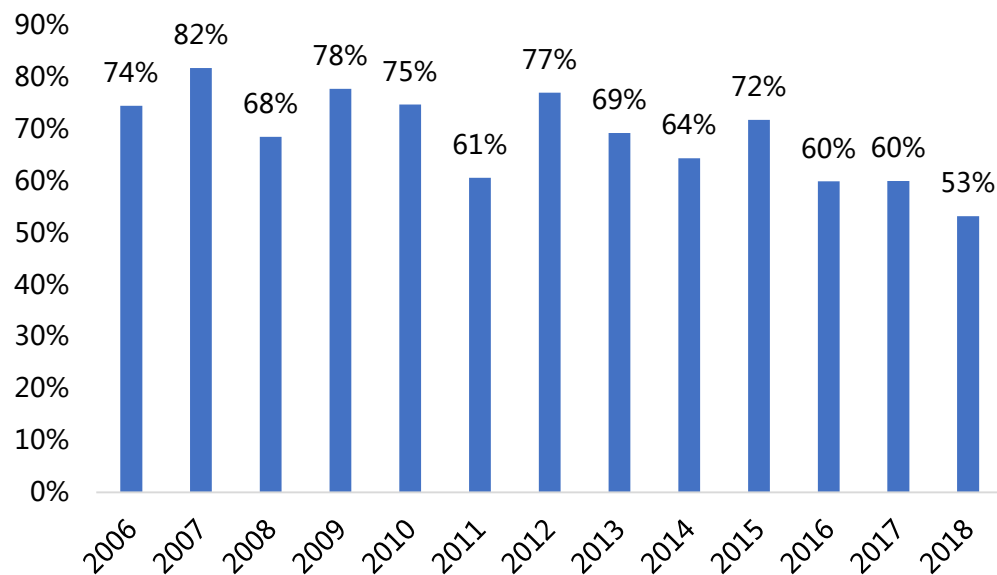


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.6 小股操盘：一个近乎完美的模式

- ◆ “小股操盘”特点在于企业以较低的持股比例进行操盘。
- ◆ 万科自2004年就开始推动项目合作开发，而小股操盘的灵感以及深刻理解是来自于2013年与铁狮门的合作。
- ◆ 优点：资本占用低、ROE水平高、获得项目管理费及超额利润、维持团队规模。

图23：万科新拿地权益比例逐渐下降



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：万科小股操盘优势

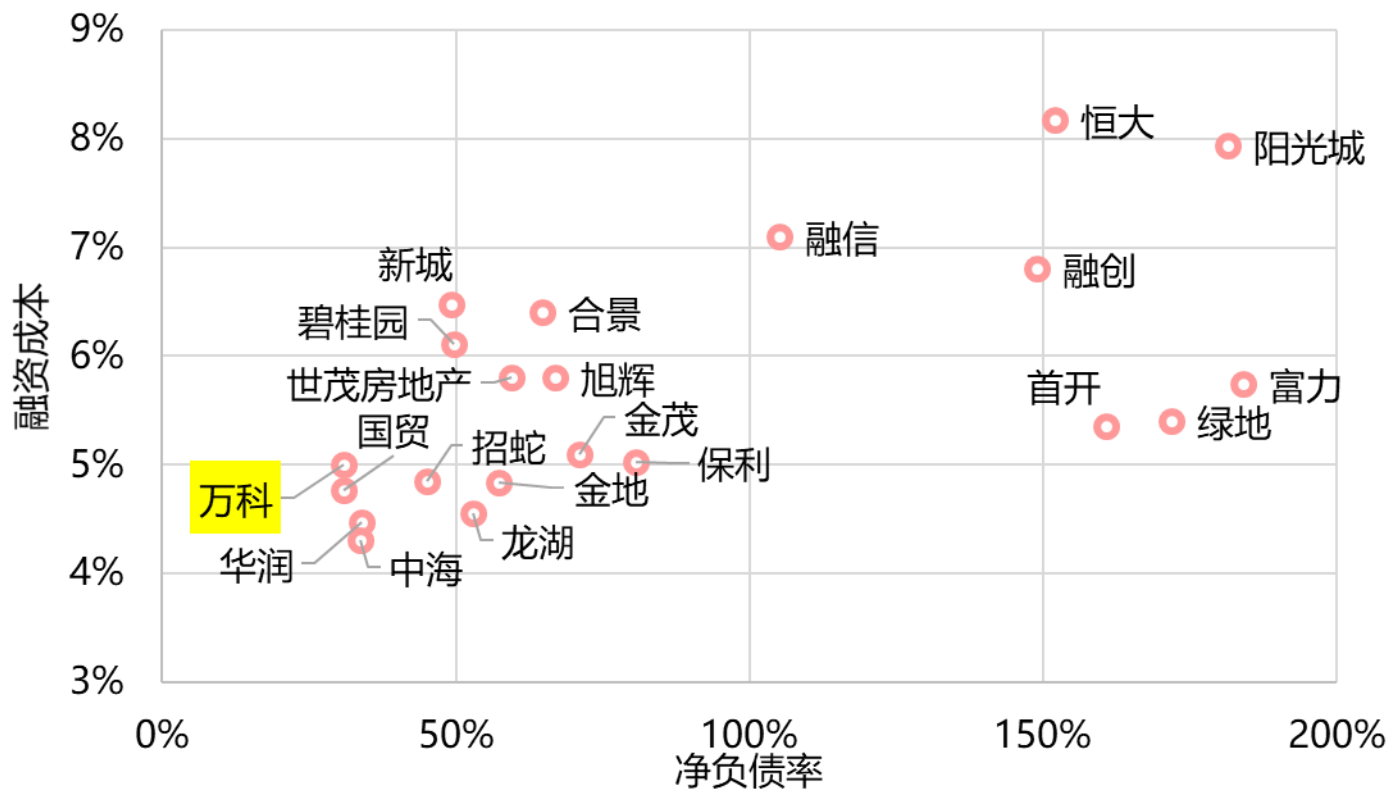


资料来源：东吴证券研究所

1.7 杠杆：杠杆与融资成本的平衡

- ◆ 万科历来重视杠杆的控制，善于使用经营杠杆而非财务杠杆
- ◆ 从融资成本看，公司处于行业第一梯队

图25：万科融资成本和净负债率取得了很好平衡



资料来源：各公司公告，东吴证券研究所

1.8 激励：事业合伙人制度

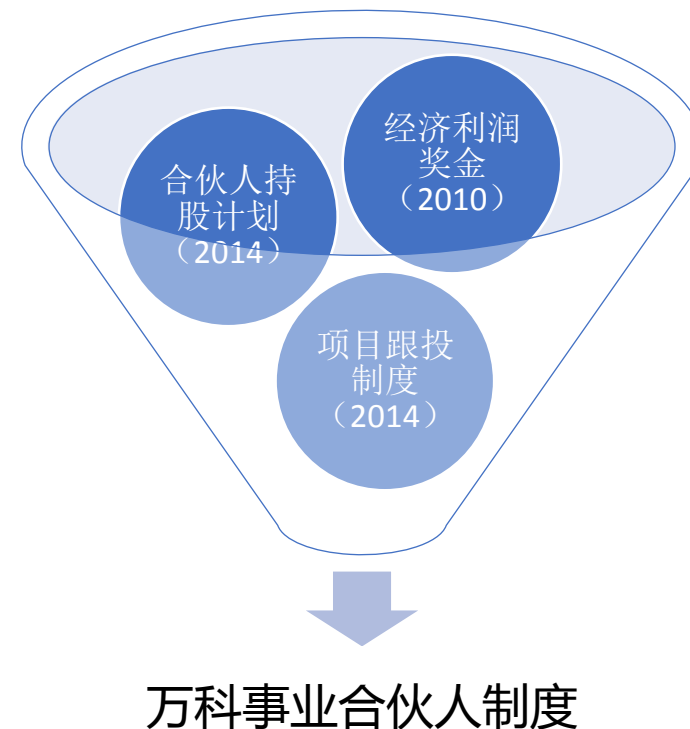
- ◆ **万科事业合伙人**：共识、共创、共担、共享
- ◆ **项目层面**，建立跟投机制，项目管理人员必须跟投
- ◆ **公司层面**，通过券商集合计划买入股票

图26：万科事业合伙人制度



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图27：万科事业合伙人制度变迁史



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

二、香港新鸿基地产转型思考

2.1 新鸿基转型思考——历程

■ 时代变迁，业务更迭，爱思考、爱探索的新鸿基地产

➢ 香港商业地产发展模式多为以“以售养租”、“租售并举”实现内部现金流平衡。新鸿基作为香港第一批上市地产公司，迄今已形成稳定发展运营模式。

➢ 观其近60年成长史，大致分为几个阶段：

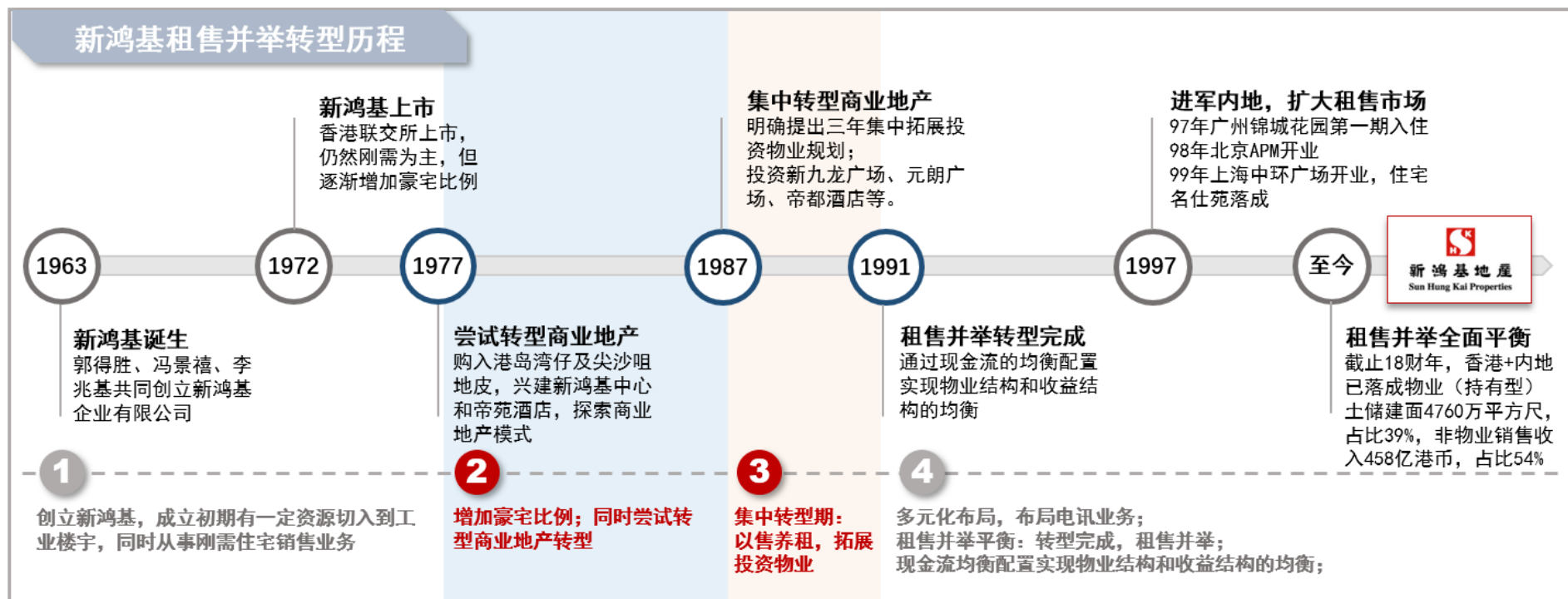
➢ 创立初期（1960s，资源优势，起步工业大厦）；

➢ 探索期（1970s-1980s，产品调整，增加豪宅，尝试投资物业）；

➢ 集中转型期（1988财年-1991财年，集中拓展投资物业，租售并举初养成）；

➢ 多元业务（1990s至今，电讯、基建等）

图28：新鸿基地产转型历史



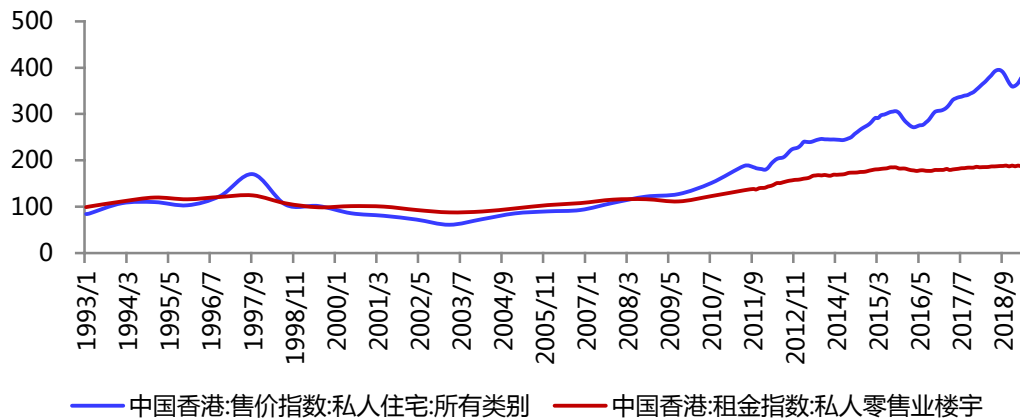
资料来源：《香港地产业百年》冯邦彦著，公司年报，公司官网，Bloomberg，东吴证券研究所
（备注：新鸿基财年为截至当年6月末前12个月数据，下同）

2.2新鸿基转型思考——契机

1、香港楼市波动周期更频繁，且幅度更大，物业租金利于平滑周期。

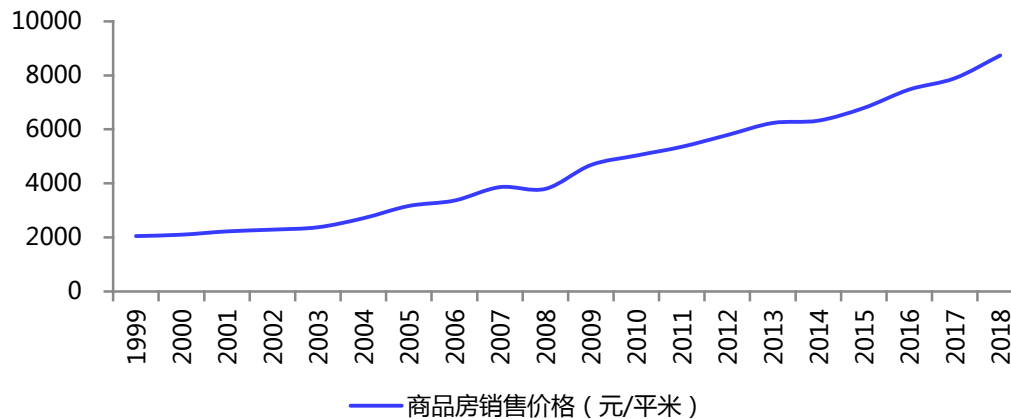
- **香港住宅楼宇的售价波动较为明显。**1997年香港楼市价格达到新高点，1996年、1997年同比涨幅达到29%、15%。随后受金融危机影响，1998年房价指数同比下降33%，随后的4年继续保持2位数下跌态势。回顾1994-2018年这25年间，房价同比变动超10%的年度出现14次，仅2003、2006、2015、2018年四个年头房价同比变动在5%以内。香港楼市波动无疑周期更短，幅度更大。
- **对比租金指数，行业租金收入更为稳定，具备更强的安全边际。**租金指数变化超10%的年份仅有1998年、2004年及2012年。租金较楼价而言，市场表现更为稳健，利于平滑周期带来的市场波动，具备极强的安全边际。

图29：中国香港私人住宅售价指数和私人楼宇租金指数



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图30：中国商品房销售价格



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

2.2新鸿基转型思考——契机

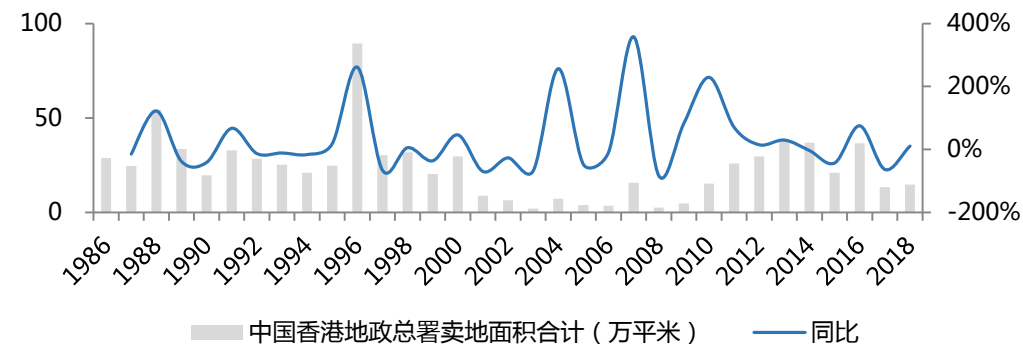
2、资源稀缺拉伸产业链，持有升值模式收益更佳。

■ **回顾香港地政总署历年卖地规模**，1986年香港卖地规模28.75万平米，卖地次数63次；至32年后的2018年，卖地规模仅14.62万平米，卖地次数19次，尽管各年卖地规模有起伏，2010年后有一定改善，但距上世纪80-90年代均值仍有一定距离。同期，2018年末香港总人口达748.25万人，较1986年增长34.4%。建筑面积增量受限使得香港土地开发密度居于高位，目前已开发土地每平方公里的人数将近28000人。

■ **香港供地面积少具备复杂的历史因素，后续仍难以改变。**

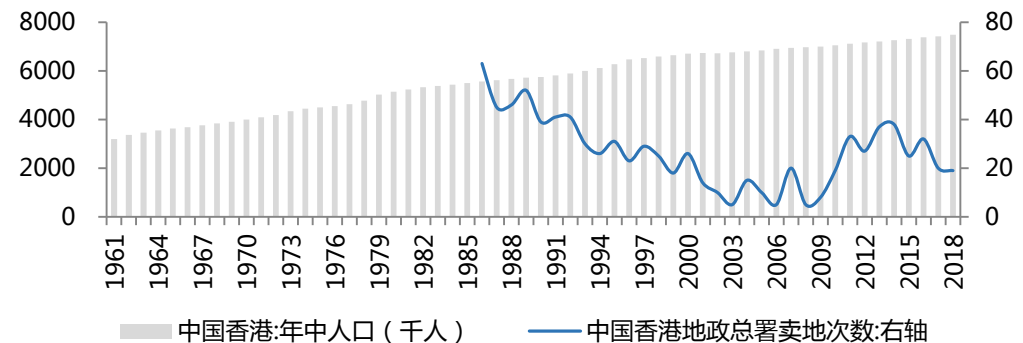
- **历史因素**：1984年中英联合声明出台，中央要求英方于交接过渡期（1984-1997年）每年只可卖出50公顷土地，直接限制了私人市场的土地发展。
- **填海受限**：截至2016年，香港约有7000公顷左右土地是通过填海取得，占其土地总面积约6%，有约27%的人口居住于填海土地上。但后来由于环保因素填海行动受到的阻碍越来越大。

图31：中国香港地政总署卖地面积及增速



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图32：中国香港年中人口及卖地次数



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

2016年香港特别行政区政府发展局副局长陈松青指出“截至2016年，香港已建设土地占到24.2%，林地、草地及灌丛为66.2%，农业用地为6.1%，水体为2.7%，还有0.7%是荒地。值得注意的是，在1106平方公里的土地中，大约20%的土地为陡峭的斜坡，斜度 ≥ 30 度。”

2.2新鸿基转型思考——契机

2、资源稀缺拉伸产业链，持有升值模式收益更佳。

- **转型初期租金回报率较为可观。**从1987-1990年，香港甲级写字楼、私人住宅A类楼宇、私人零售业楼宇的租金收益率均值分别在9%、9%、8%左右。而新鸿基地产布局在核心地段，以成本计算的租金收益率十分可观。
- **进入90年代后，行业租金收益率波动下滑，当前商业地产贡献在于提供稳定现金流。**随着楼价的快速攀升，资本化率逐步降低，到1995年时商业物业的租金收益率已降至5-6%水平，在亚洲金融危机前夕，进一步降至4-5%水平。截至2018年，商业物业租金收益率稳定在3%左右，当前商业地产贡献在于提供稳定现金流。

图33：中国香港持有物业回报率走势

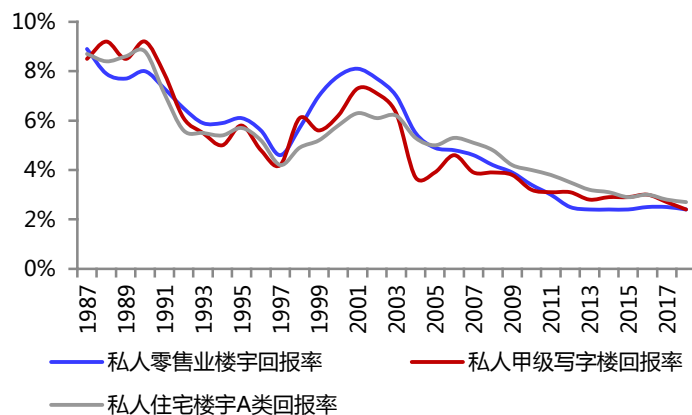
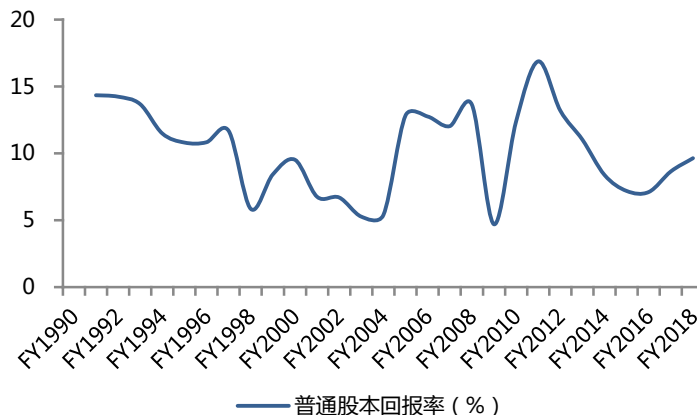


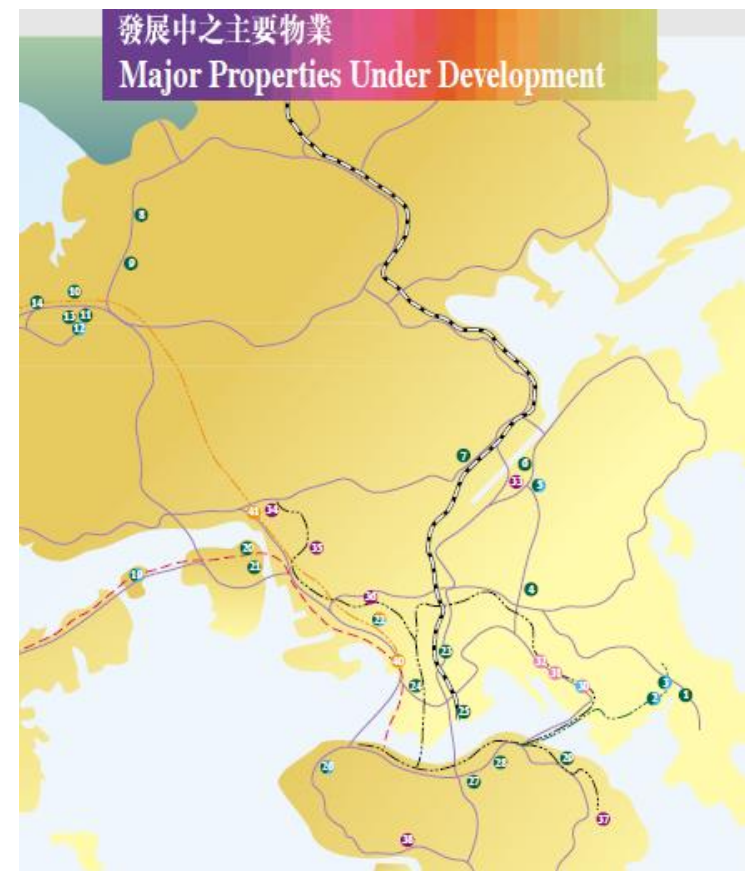
图34：新鸿基普通股本回报率



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图35：1999财年新鸿基地产部分物业香港布局情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2新鸿基转型思考——契机

3、打造城市地标，利好品牌管理。

- 70年代后期，公司业务开始从地产发展扩展到地产投资。1977年，新地先后在港岛湾仔海旁和九龙尖沙咀东部购入地皮，兴建新鸿基中心和帝苑酒店。新鸿基中心楼高53层，楼面面积达86万方尺，大厦全部镶嵌茶色玻璃幕墙，外形巍峨壮观，富有现代化气息，与置地的康乐大厦遥遥相对，在设计上则比康乐大厦高出1尺，微妙地反映新地超越置地的意图。新鸿基中心落成后，即成为公司的总部所在地和“招牌大厦”。1980年底，新地以市值70.2亿元跻身香港十大上市公司之列，成为香港著名的大型地产集团之一。（《香港地产业百年》冯邦彦著）
- **公司通过在核心地区建造城市地标性商业地产，加大品牌知名度和曝光度。**目前公司在内地的投资物业基本均布局在一线城市核心地段，品牌溢价十分显著。

图36：新鸿基地产布局香港的商业物业



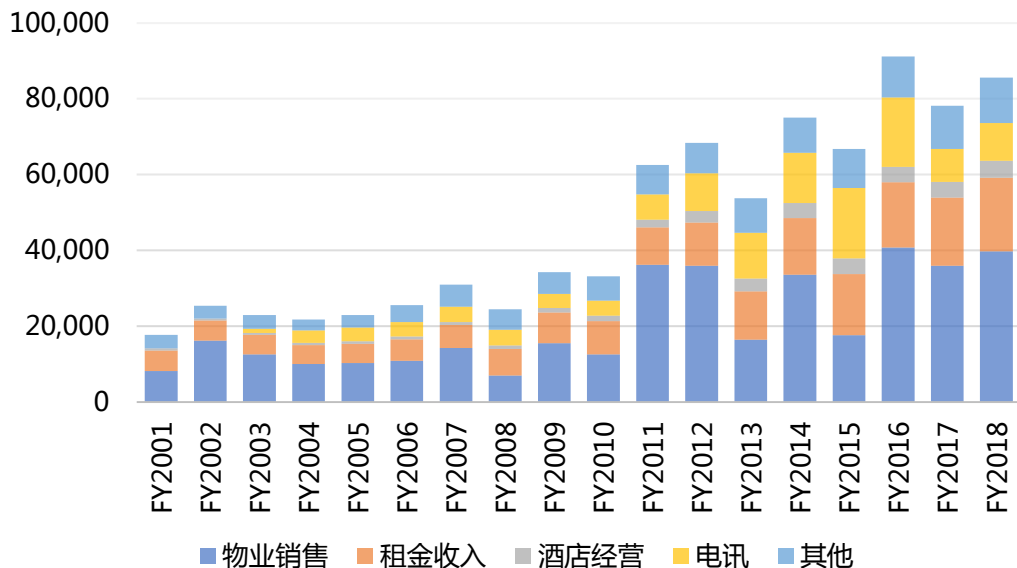
资料来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

2.3 新鸿基转型思考——发展特点

1、房开业务规模稳步上升，租金及其他业务提供稳定现金流。

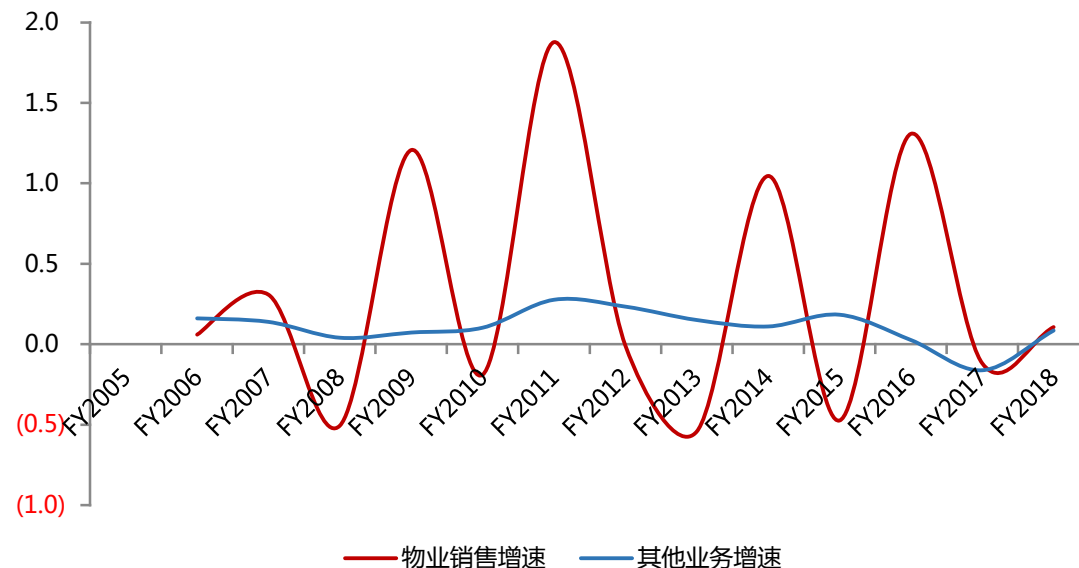
- **进入2000年后，新鸿基业务布局相对完善。**除去房地产开发业务外，公司商业地产、酒店、电讯等业务均有较为稳定的利润贡献，这有利于充分平滑香港房地产周期带来的扰动。除房地产开发以外的业务，仅2017财年其他业务营收出现16%的跌幅，主要系数码通服务收入有所下滑，其他年份收入均能出现稳定上涨。2005财年至今，物业销售收入占比最大为58%，租金及其他业务收入已形成一定体量的收入规模，遥遥领先内地房地产企业。

图37：新鸿基地产2001财年以来收入结构



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图38：新鸿基地产物业销售及其他业务增速



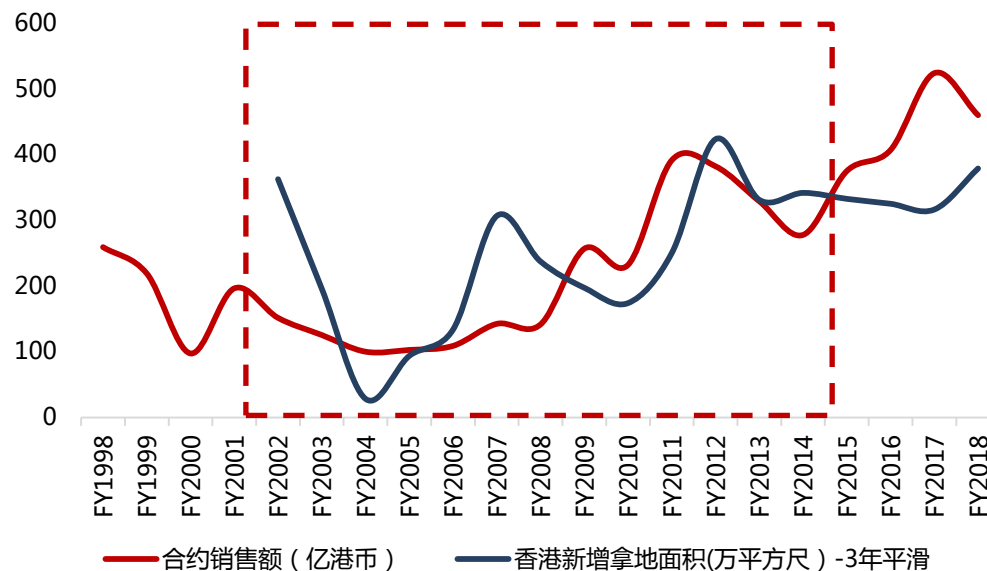
资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.3新鸿基转型思考——发展特点

2、顺周期投资，投资高弹性彰显决策果断力。

- **以销定投战略，持续关注现金流。** 2000-2003财年公司拿地规模呈现下降态势，一方面源于销售端出现一定压力，另一方面，2003年政府暂停供地，导致拿地力度下降，推动期末公司现金及现金等价物达97.43亿港币，同比增长12.82%。充足的在手现金也使得公司在随后的4年里加大投资，公司有加杠杆拿地的决心也主要在于销售规模整体呈现上升态势。2008-2009财年公司销售规模仍然取得较为不错的成绩，但受到金融危机的影响，公司主动缩减了投资规模，2年仅获取了42万平方尺土地，体现了公司一贯偏谨慎的经营战略。2010年后销售持续上行，公司持续扩大投资规模，2010-2012财年之间累计补土储1271万平方尺。随后，销售体量出现下滑，投资规模相继下滑，2014后公司销售回暖，投资相对稳健，导致公司在手现金规模居于高位，预计后续公司会持续加大投资。

图39：新鸿基地产合约销售额及新增拿地面积



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

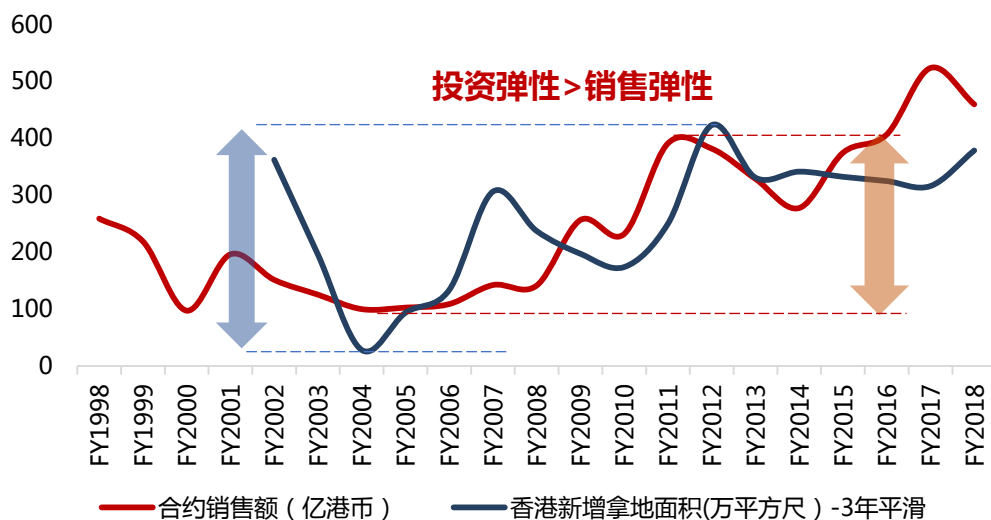
整体来看，受市场波动及政府卖地决策影响，公司投资与销售存在不同步窗口，但基本维持以销定投的策略。这种以销定投的策略也确保公司现金流始终处于较为安全、稳健的状态。**1990-2018财年公司现金及现金等价物均值在122亿港币，年均复合增速7%，年度最大降幅22%。**

2.3新鸿基转型思考——发展特点

2、顺周期投资，投资高弹性彰显决策果断力。

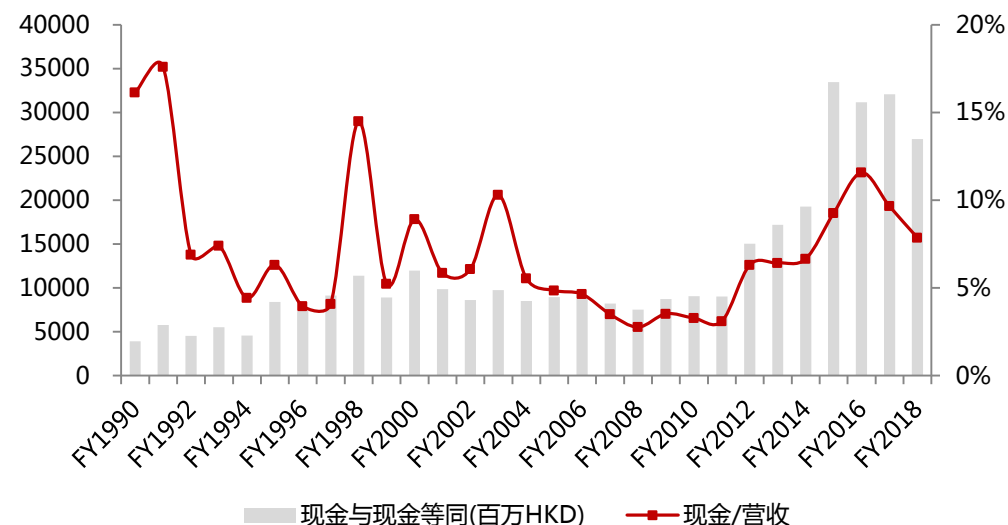
- **投资弹性较销售弹性更大，彰显公司决策果断力。**公司拿地面积波动相对更大，当销售上行、市场景气时，公司投资力度持续加大，以2004-2007财年为例，公司累计销售额增长42%，同期投资面积同比增长达1674%；2009-2012财年销售上行，累计销售额增长49%，投资面积从2009财年末投资提升至2012财年的520万平方尺；而当销售萎靡或市场前景堪忧时，公司拿地规模可以迅速萎缩，策略十分灵活，2003-2004财年、2008-2009财年公司4年仅获取了73万平方尺土地。尽管公司以销定投，但一旦研判市场走势后，敢于大幅度调整投资力度，充分彰显管理层决策果断力。

图40：新鸿基地产销售及拿地走势



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图41：新鸿基地产现金与现金等同物走势及占营收比例



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

三、复盘龙头，模式迥异，殊途同归

3.1 万科VS新鸿基：模式迥异，殊途同归

万科始终向往成长，对制约自身的软肋找到了最佳解决方式：学习借鉴，化为己用

图42：万科历史上学习的三个标杆企业



在万科成长史中，不同阶段公司善于谋变，向不同企业学习不同的经营策略、投资策略，目前万科除传统地产开发业务以外，持续探索多元业务布局。

与新鸿基相比，二者发展史、战略决策上存在类似之处，所处环境、背景又使得二者模式存在一定差异。二者模式有异、但又殊途同归，毫无疑问，二者当前都是内地、香港市场上最成功的龙头房企之一。

3.2 经营策略：战略变迁，持续探索多元业务

万科多元化：领先同业，“商业+物流+物业+公寓”已成型，更多业务拓展中

表2：万科多元化业务矩阵

- ◆ 万科的多元化战略领先同业一个身位：印力商业、万纬物流、万科物业、泊寓长租已经都做到子领域TOP3
- ◆ 养老、教育、冰雪、产城等业务也在持续拓展中



商业地产

总在管项目210个，总建面1300万平米

印力运营项目120个，管理面积1000万平米



物流仓储

万纬物流进驻42个城市，已获取124个项目，可租赁建筑面积971万平米
已运营62个项目，平均出租率96%

普洛斯第一大股东



物业管理

万科物业2018年营收98亿元，住宅业务占比65%，非住宅占比35%

持有戴德梁行4.9%股份，第四大股东



长租公寓

泊寓覆盖35个城市，累计开业6万间

开业6个月以上项目平均出租率92%

更多...

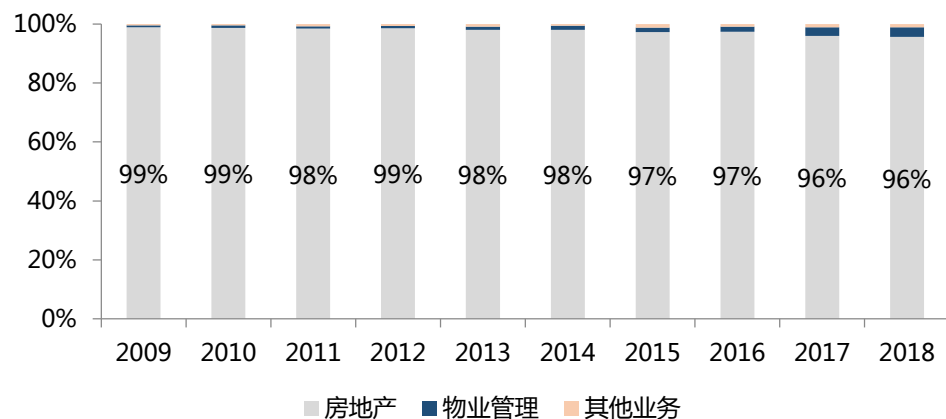


3.2 经营策略：战略变迁，持续探索多元业务

新鸿基多元化：商业运营+开发+电讯+基建、运输已成熟

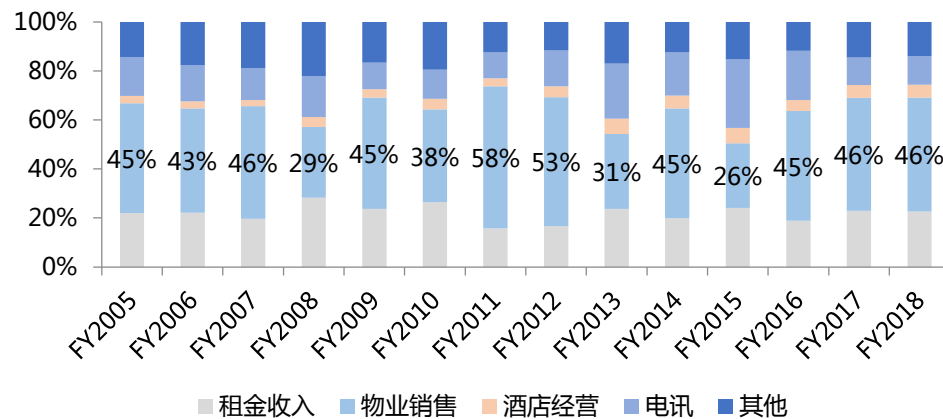
- ◆ 新鸿基与万科成立之初均维持了一段时间的单一住宅开发模式，二者对探索、转型多元业务均有多次尝试，均经历了“加减法”的改变，万科早年经历贸易、影视投资等业务探索，新鸿基也涉足工业地产、物管、金融、保险，**目前新鸿基已经形成非常稳定的多元业务格局，万科还处在探索、逐渐成型阶段，多元业务还未大规模贡献利润，但二者均已是香港、内地市场多元业务前瞻布局的标杆企业。**
- ◆ 截至2018财年，新鸿基地产地产开发业务贡献收入占比46%，远低于目前万科开发业务贡献比例。

图43：万科A各业务营收组成部分



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图44：新鸿基地产各业务营收组成部分



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

共性：

- 1、除新鸿基电讯业务外，二者多元业务开展基本以延长地产产业链为主线，进行拓展。
- 2、作为较为重要的地产开发业务，早期发展模式均以“以售养租”展开，并且以重资产为主，与美国轻资产、Reits模式差异较大。

3.2 投资策略：快周转VS囤地，均顺周期获取

- ◆ 与新鸿基地产不同，在选择投资策略时，万科学习美国帕尔迪企业进行**快速周转、成片开发、规模取胜**的模式，而非香港新鸿基的**囤地捂盘、等待升值**模式，这与此前我们论述的资源禀赋、资源充沛较为相关。

表3：香港模式和美国模式对比

| 模式 | 典型特点 | 核心要求 |
|--------|----------------|----------|
| 香港囤地模式 | 储备土地、囤地捂盘、等待升值 | 融资优势 |
| 美式周转模式 | 快速周转、成片开发、规模取胜 | 规模、管理、品牌 |

资料来源：东吴证券研究所整理

2007年左右，郁亮在内部提出**“5986”战略**：
拿地5个月开工、9个月预售、开盘第一个月去化80%、产品至少60%是普通住宅

图45：万科的产品定位

| | |
|-------------|--|
| 产品（面向自住群体） | <ul style="list-style-type: none"> • 90%为中小户型 • 精装房、产业化、绿色化 |
| 周转（快速周转） | <ul style="list-style-type: none"> • 5986 • 不囤地，不捂盘 |
| 品牌（强调客户满意度） | <ul style="list-style-type: none"> • 对客户好 • 不仅是房子本身，更加是服务和社区 |

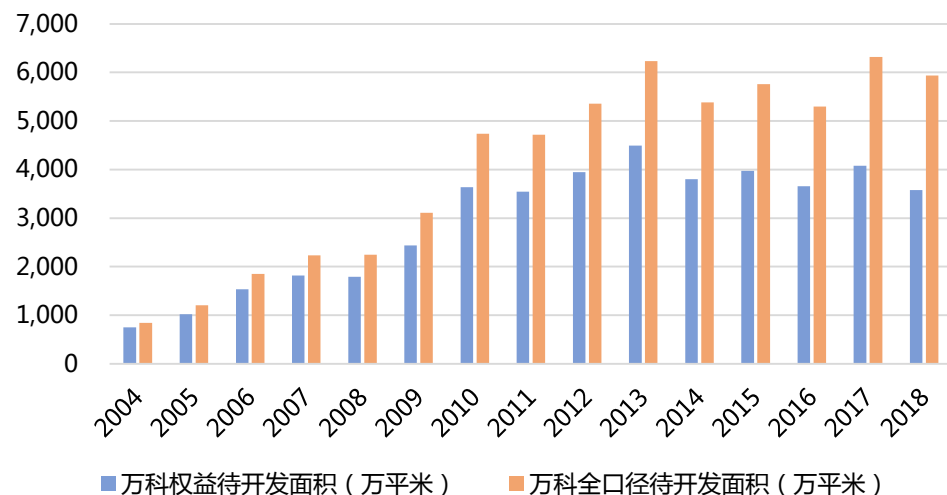
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2 投资策略：快周转VS囤地捂盘，均顺周期获取

尽管从2004年以后万科、新鸿基地产土地储备走势图看，二者走势大致吻合，但其内在投资策略存在较大差异。

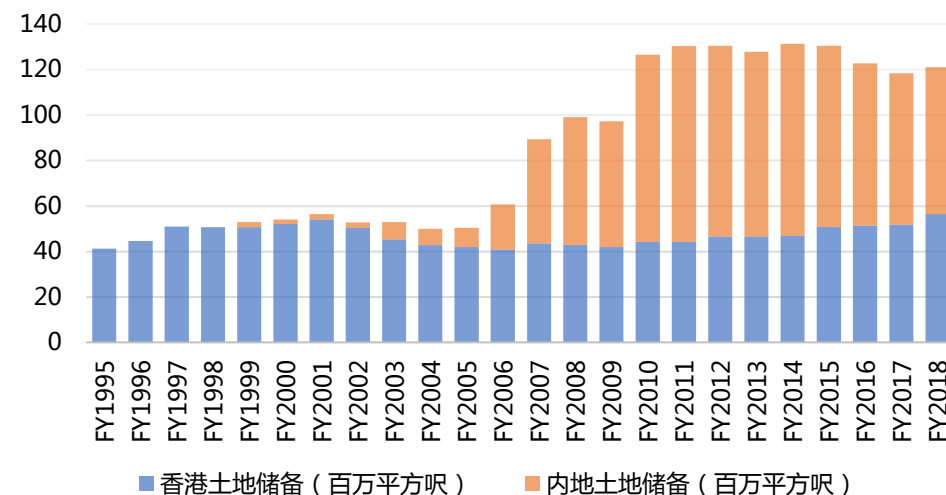
- ◆ **万科提倡快周转、提升规模模式。** 截至2018年公司未开发土地储备5936万平米，是当期销售的1.5倍，加上在建面积，基本维持自身2-3年开发需求。
- ◆ **新鸿基坚持囤地与开发并重模式。** 截至2018财年，公司土储合计7340万平方尺（不含已落成投资物业），此外农地储备3100万平方尺，同期销售额仅460亿港元，假定销售均价在3000港元/平方尺（公司物业大多布局在香港及内地一线城市），则算上转性的农地，可开发约6-7年时间。

图46：万科未开发土地储备走势



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图47：新鸿基地产未开发土地储备：含已落成投资物业

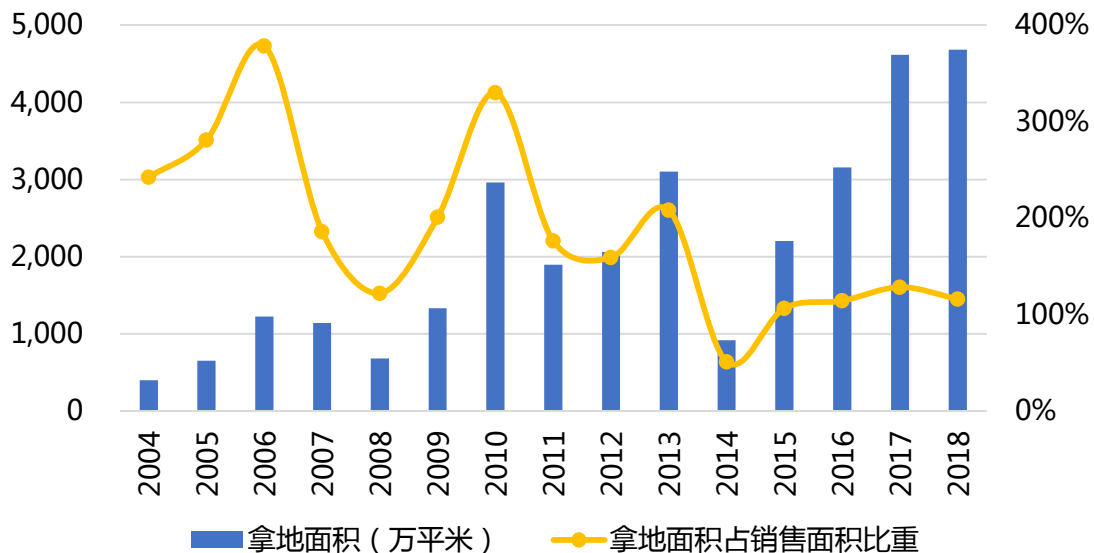


资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2 投资策略：快周转VS囤地捂盘，均顺周期获取

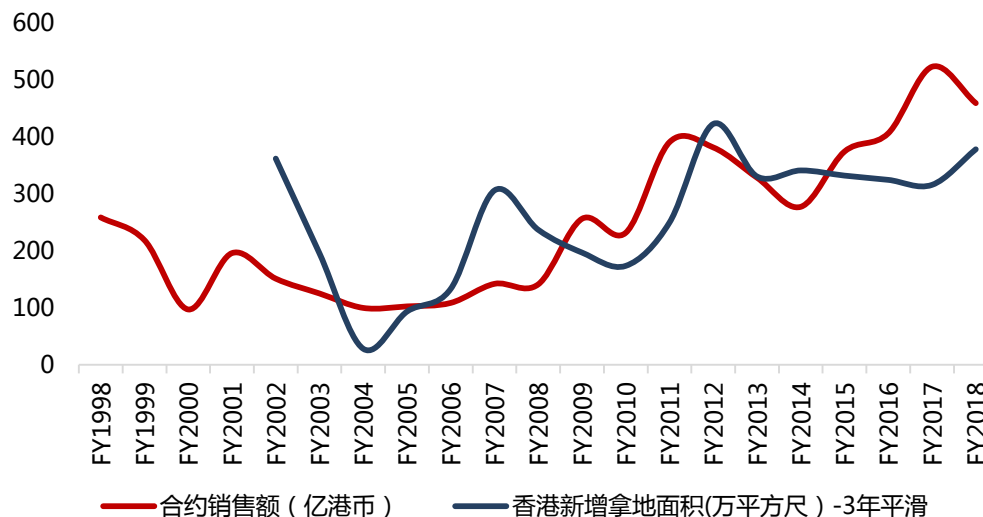
- ◆ 不同于大多数竞争对手强调自己拿地“逆周期”、“高抛低吸”、“旧改+并购”，**万科更注重经营稳健、随行入市，充分考虑自身现金流，采用顺周期拿地，这与新鸿基不谋而合。**

图48：万科销售及拿地情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图49：新鸿基地产销售及拿地走势



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

3.3 公司治理：职业管理团队VS家族企业

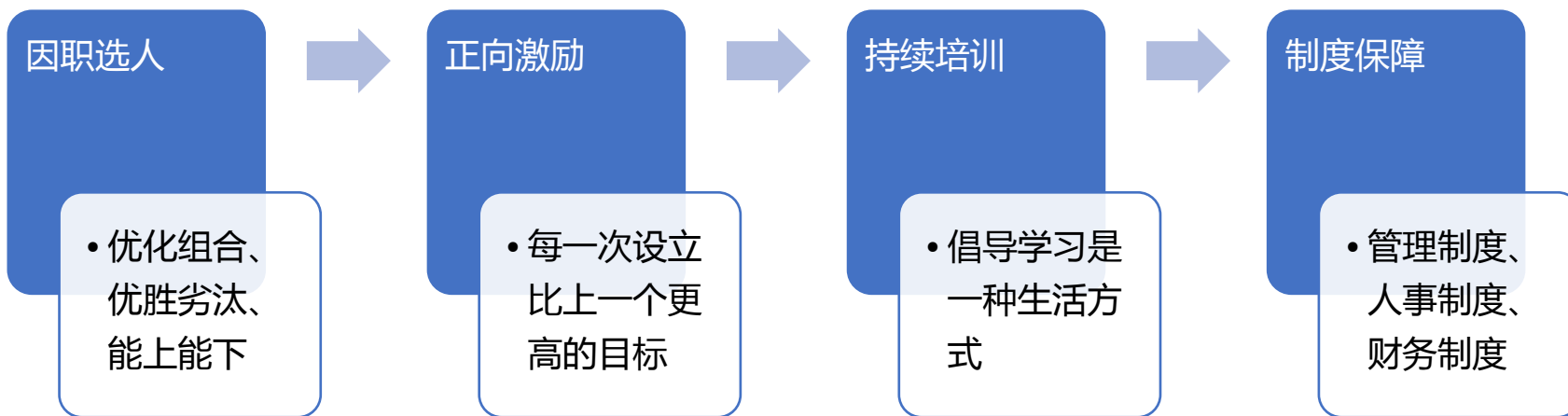
万科多年来一直致力于建设以职业经理人为主体的人力资源管理体

二者企业性质不同，公司治理架构也有所差异，万科无实际控制人，实行职业经理人管理；新鸿基为家族企业。

我们无法比较二者管理模式的优劣，不同企业适用不同管理模式。一般而言，使用职业经理人团队，更为市场化，效率更高；而家族企业决策执行力更强。

文化制度建设比培养接班人更稳妥。——王石《大道当然：我与万科》

图50：万科职业经理人理念



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表4：万科职业经理人领导力要素

| 胜任类别 | 关键因素 |
|---------|----------------------|
| 管理自己 | 职业精神、学习能力、应变能力 |
| 管理他人和团队 | 激励领导、人际沟通、团队意识 |
| 管理任务 | 解决问题、成就导向、组织执行、专业胜任力 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

四、研究结论和投资建议

1、万科战略变迁：做加法、做减法、做乘法、平台化

- 成长历程可分为四大阶段，持续谋变是一以贯之的战略。初创时期（1984-1992）“综合商社”模式（做加法）；调整时期（1993-2001）专业化，选择房地产单一主业（做减法）；扩张时期（2002-2014）精细化，做大房地产主业（做乘法）；分化时期（2015年至今）“地产”为载体的多元化（平台化）。经历八爪鱼、热带雨林计划，万科提出美好生活场景师构想，2018年进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”。
- 在行业集中度持续提升背景下，万科凭借融资、土地、布局等方面优势，持续提升自身市占率。同时公司深耕能力行业第一，此外公司还通过小股操盘、杠杆控制、多元化激励机制有效推进安全与效率的平衡。

2、香港新鸿基地产转型思考

- 历程：创立初期（1960s，资源优势，起步工业大厦）；探索期（1970s-1980s，产品调整，增加豪宅，尝试投资物业）；集中转型期（1988-1991，集中拓展投资物业，租售并举初养成）；多元业务（1990s至今，电讯、基建、运输）
- 契机：1）香港楼市波动周期更频繁，且幅度更大，物业租金利于平滑周期；2）资源稀缺拉伸产业链，持有升值模式收益更佳；3）打造城市地标，利好品牌管理。
- 特点：1）房开业务规模稳步上升，租金及其他业务提供稳定现金流；2）顺周期投资，投资高弹性彰显决策果断力。

3、龙头对标，模式迥异，殊途同归

- 经营策略：多元业务持续开展中。新鸿基已经形成非常稳定的多元业务格局，万科还处在探索、逐渐成型阶段，但二者均已是香港、内地市场多元业务前瞻布局的标杆企业。
- 投资策略：均为顺周期投资，万科学习美国帕尔迪进行快速周转、成片开发、规模取胜的模式，而香港新鸿基为囤地及开发并重模式。
- 公司治理：二者企业性质不同，公司治理架构也有所差异，万科实行职业经理人管理；新鸿基为家族企业。

市场谋变的一点思考：

- **思变先驱，领先全行业的前瞻思维是保持核心竞争力关键要素之一。**新鸿基地产创立于1963年，1977财年尝试转型商业地产，1988-1991财年集中转型、租售并举转型完成；万科A创立于1984年，2015年提出多元化探索；从进程来看，前者比后者转型更为迅速，主要系香港市场土地稀缺、房价波动更大等因素有关。但与同行业公司相比，毋庸置疑的是，二者均是各自市场多元探索的先驱者。
- **主业为上，多元业务需依托主业，起锦上添花作用。**追溯二者转型期，我们发现商业地产的培育模式均为以售养租为主，这种模式需要公司具备较为充足的现金流及可观的盈利基础。新鸿基地产在1988财年集中转型期之前，已有11年探索经历，并且新鸿基地产上市后开发业务得到迅速拓展，1981财年，公司纯利已增加到5.54亿元，相当于上市首年度的10倍（数据引用《香港地产业百年》冯邦彦著）。而万科在2015年转型之际，公司销售规模已连续多年蝉联行业第一，主业物业开发的成功拓展为商业地产的培育提供了稳定现金流，某种程度上降低了公司的试错成本，因此我们认为，转型需要公司主业规模最大最强，以此为基，才能最大程度降低公司转型期的风险。
- **居安思危，顺境谋变最为难得。**新鸿基和万科转型并不是逆境中的谋变，反而都是发展较为顺利阶段公司战略的调整，公司转型一向都非一帆风顺的，在顺境中谋变使得公司有更大空间进退自如。

表5：重点公司多元化业务布局（黄色为已布局业务，蓝色为未布局业务）

| | 住宅 | 商业 | 酒店 | 养老、健康 | 长租 | 物业 | 教育 | 文创、文旅 | 其他 |
|-------|----|----|----|-------|----|----|----|-------|------------------|
| 碧桂园 | 已有 | | 已有 | | 已有 | 已有 | | | 机器人、科技小镇、农业 |
| 中国恒大 | 已有 | | | 已有 | | | | 已有 | 汽车 |
| 万科地产 | 已有 | 已有 | | 已有 | 已有 | 已有 | 已有 | | 物流、科技、冰雪 |
| 融创中国 | 已有 | | 已有 | | | | | 已有 | |
| 保利地产 | 已有 | 已有 | 已有 | 已有 | | 已有 | 已有 | 已有 | 房地产金融、建筑、会展 |
| 绿地控股 | 已有 | 已有 | 已有 | | | | | | 建筑、金融、贸易、汽车服务、能源 |
| 中海地产 | 已有 | 已有 | 已有 | 已有 | | | 已有 | | 物流、产业园 |
| 新城控股 | 已有 | 已有 | | 已有 | | | | 已有 | 孵化器、影院 |
| 龙湖集团 | 已有 | 已有 | | 已有 | 已有 | | | | |
| 华润置地 | 已有 | 已有 | | 已有 | 已有 | 已有 | | | 智慧地产 |
| 世茂房地产 | 已有 | 已有 | 已有 | 已有 | | | 已有 | 已有 | 金融、高科技 |
| 华夏幸福 | 已有 | 已有 | | 已有 | 已有 | | | | |
| 招商蛇口 | 已有 | 已有 | | 已有 | 已有 | | | 已有 | 游轮 |
| 阳光城 | 已有 | 已有 | | | | 已有 | 已有 | | |
| 金地集团 | 已有 | 已有 | | | 已有 | 已有 | | | 金融、体育、小贷、互联网家装 |
| 旭辉集团 | 已有 | 已有 | | | | | | | |
| 中国金茂 | 已有 | 已有 | 已有 | | | | | | 装饰、金融 |
| 融信中国 | 已有 | 已有 | 已有 | | | | | | |
| 中南建设 | 已有 | 已有 | 已有 | 已有 | | | 已有 | | 建筑、金融、园林 |
| 合景泰富 | 已有 | 已有 | 已有 | | 已有 | | | | |

资料来源：Wind资讯，各公司公告，公司官网，东吴证券研究所

重点公司出开发住宅以外，纷纷踏足商业、酒店、养老、长租等业务，多元化业务利于公司平滑房地产开发周期带来的市场扰动，在地产后存量时代开辟新的业务增长点，提前布局占得先机。

建议重点关注多元化布局潜在协同性较强的公司。推荐万科A、保利地产、蓝光发展、金地集团、新城控股、荣盛发展。

- 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本腾讯”）的客户使用。本腾讯不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本腾讯不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的腾讯所发行的证券并进行交易，还可能为这些腾讯提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本腾讯分析师认为可靠且已公开的信息，本腾讯力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本腾讯可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本腾讯所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

腾讯网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园