

短短一个月，暴涨 20%! 3000 亿的巨量盘子！谁说大蓝筹涨不动？（优塾财务估值建模）

这个市场里，总是充满了各式各样稀奇古怪的“一致预期”，比如“盘子太大了涨不动”。从踏入资本市场到现在，听到这个说法已经不下百遍。但其实，茅台恒瑞腾讯阿里，随便举几个例子就可以把这个说法推翻。只是，市场的魅力就在于此，以讹传讹时间久了，讹传也会摇身一变成为“一致预期”，成为众人口中的真理。

今天，再给你增加一个案例。3000 亿的巨额盘子，从 11 月 22 日至今，涨幅已经超过 20%。

10 月 25 日，这家公司发布新的三季报——根据三季报，2019 年前三季度其营业收入为 2239.15 亿元，比上年同期增长 **27.21%**；净利润为 285.90 亿元，同比增长 **31.16%**；经营活动现金流 17.34 亿元，比上年同期增长 **106.74%**，毛利率为 35.99%，净利率为 12.77%。

尽管对地产这个行业，市场上有很多悲观预期，但是，万科作为其中龙头，仍然保持 20% 以上的增速，且盈利能力稳定。

如果再追溯到本案上市至今来看，业绩增速更是彪悍，2004 年，其销售额不足 100 亿元，2018 年则一举突破 6000 亿元，年复合增长率高达 35%。



图：万科股价

来源：wind

它所处的赛道，特殊且极难研究，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。

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：2009年-2018年，其销售额增速方差为0.03，而碧桂园、恒大分别为0.21、1.4。

从机构持仓情况来看，相比二季度，2019年第三季度，前10大股东中，前海人寿、钜盛华股份有限公司、安邦人寿仓位有所减少，中国香港中央结算仓位有所增加。

本报告，将根据新的季报，对其财务模型 Excel 表格进行更新，并梳理季报的核心要点：

从增长质量来看,2019 年前三季度营业收入增速为 27.21%,低于半年报水平(31.47%),但仍保持高增长。不过,其两大核心数据**拿地速度、销售面积仍较去年同期有所下降**,需持续关注其对业绩影响。

如果将三季报数据拆分成单个季度来看,二三季度营业收入高于一季度,符合万科历史规律(从历史数据来看,二三季度营收都高于一季度)。

从盈利能力来看——三季报毛利率为 35.99%,较去年同期上升 1.23 个百分点,净利率为 12.77%,较去年同期上升 0.39 个百分点,万科并未披露毛利率上升原因,但从 2018 年毛利率上升原因来看,三季报毛利率上升,应该是进入结算的项目盈利质量较好所致。

从营运资本来看——除存货增加较多(主要是在建开发产品增加较多),其余项目变化不大。

如果用一句话总结这份三季报,应该是——营业收入仍维持高增速,但拿地仍然谨慎。

而谨慎的拿地态度之下,后续年份还需要密切追踪对业绩的影响。

另外,本次模型更新,细节调整较多,感兴趣的朋友可以耐心细看。

如今,在三季报数据发布后,对财务模型做更新之前,我们必须思考几个问题:

1) 万科的三季报,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 年新的三季报业绩，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 年三季报更新后的估值，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**、**美凯龙**，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。

—00—



一种简单的估算方法



之前，我们已经对本案研究跟踪过多次。我想，站在眼下这个时间点，我想，有必要对之前的测算做一些回顾和重温。

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，现在估值 3400 亿。该公司一年现金流 340 亿，资本支出 60 亿，股东权益 2400 亿。其中有少数股东权益 700 多亿，扣除后母公司股东权益为 1700 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 6 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 6 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。

所谓“安全边际”就是这样，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。

—01—



2019 三季度报

有哪些重要信息？



根据 2019 年三季度报，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——根据三季度报数据，其营业收入同比增长 27.21%。注意，在本次更新中，《并购优塾》对情景开关做了调整。考虑在政策调控下，价格不再会是影响本案收入的主要因素，我们不对其进行情景假设，而是将情景开关设在了难以预测的**销售面积增速**上，详细分析见下文。

另外，我们还新增了一个预判指标（**新开工面积**），从历史来看，万科营业收入增速滞后新开工面积增速 2-3 年，2016 年-2018 年新开工面积增速分别为 48%、16%、37%，从而对应的来看，2019 年业绩也不会差。接下来，我们根据该规律，调整了营业收入/预收的比例。

2) 分析师预期——根据 wind 一致性预期，万科发布三季报之后，机构预测收入增速分别为 25.65%、23.36%、19.85%。其中：

太平洋证券预测未来三年的增速为 24.22%、22.83%、20.46%，天风证券预测三年的增速为 30.75%、26.59%、23.22%，西南证券预测增速为 21.20%、18.20%、15.63%。虽然很多人对地产行业比较悲观，但事实告诉你：这个行业的龙头并没有大家想象中那么差。

3) 毛利率假设——前三季度，其毛利率为 35.99%，高于我们的预测值 33%（近三年平均），主要原因是进入结算期项目的盈利较好，拉升毛利率，考虑 2019 年已过去大半，这里假设 2019 年毛利率为前三季度毛利率 35.99%，预测期后两年毛利率维持原假设不变。

4) 负债假设——在本次的更新中，我们使用**有息负债率**对有息负债进行预测，原因是**有息负债率**整体保持稳定，而之前使用的**有息负债/存货**的比例波动范围较大，可参考性不大。

另外，我们将“一年内到期的非流动负债”划分至长期借款（原先将其计入短期借款），重新分类后，整体债务结构波动较大，考虑有息负债中长期借贷比重较高，这里不再预测负债结构，只对有息负债整体做预测。

5) 税金及附加——根据三季报，营业税金及附加占收入的比例为 8.82%，略高于我们的预期，谨慎起见，这里修改原假设，假设预测期内税金及附加占收入的比重为三季报水平——8.82%。

6) 其他假设——维持原假设不变。

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——根据新的三季报，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

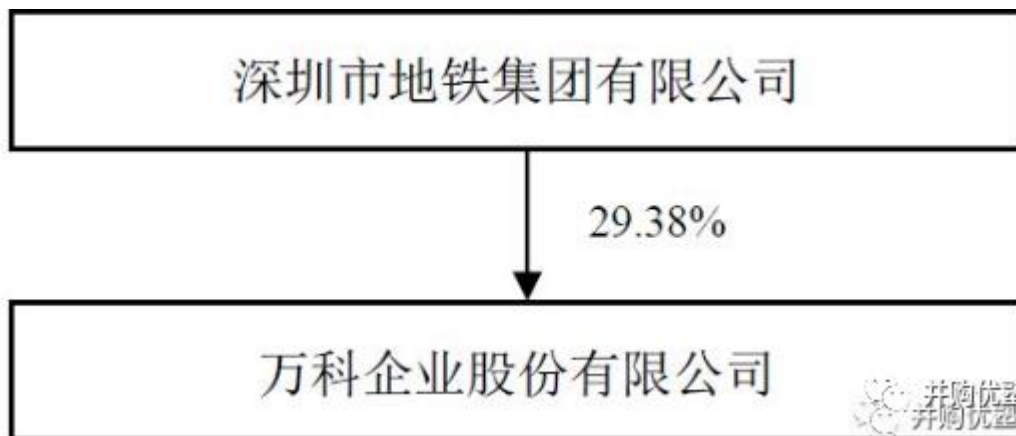


万科 1991 年上市，不存在控股股东以及实际控制人。大股东为**深圳地铁**，持股比例为 29.38%，港资、中央汇金资产管理有限公司也位于它前 10 大股东之列。此处需要注意，之前我们在对港铁公司的研究中提到过，有城铁公司的背景，对地产开发来说，是巨大的护城河。限于篇幅，此处不详细叙述，具体参看“专业版报告库”中相关章节。

从机构持仓情况来看，相比二季度，2019年第三季度，前10大股东中，前海人寿、钜盛华股份有限公司、安邦人寿减仓，中国香港中央结算加仓。

序号	交易代码	机构股东名称	流通股数量(股)	机构类型	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-国信金鼎分级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-禧瑞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	保险产品	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	嘉实核心优势股票型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	工银瑞信基金管理有限公司
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	东方红睿深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



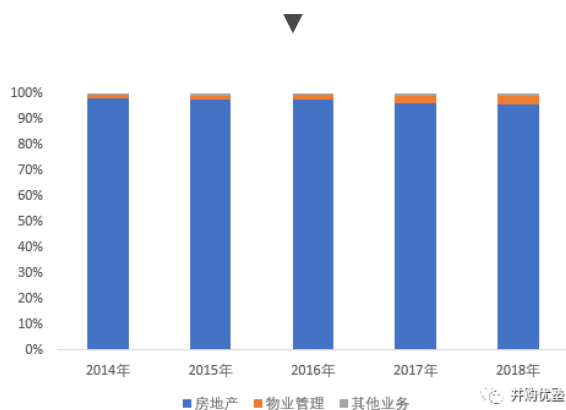
图：万科股权结构

来源：2018年万科年报

我们来仔细拆解一下财务数据——2016年至2019年三季度，其主营业务收入分别为2404.77亿元、2428.97亿元、2976.79亿元、2239.15亿元；净利润分别为283.5亿元、372.08亿元、492.72亿元、285.90亿元；经营活动现金流净流量分为395.66亿

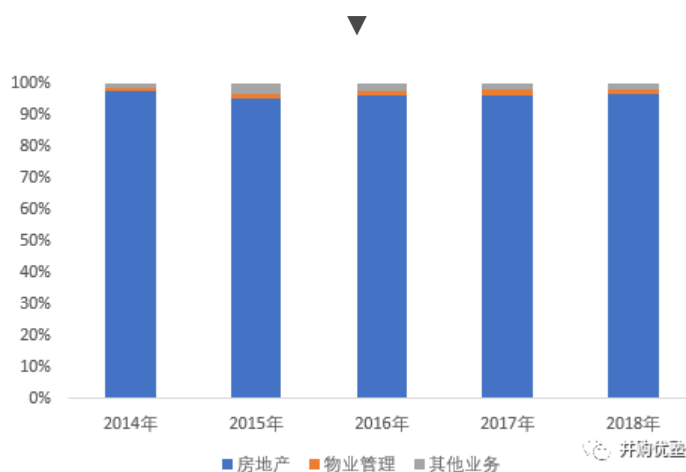
元、823.23 亿元、**336.18 亿元**、**17.34 亿元**；毛利率分别为 29.41%、34.1%、**37.48%**、**35.99%**；销售净利率分别为 11.79%、15.32%、**16.55%**、**12.77%**。

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。

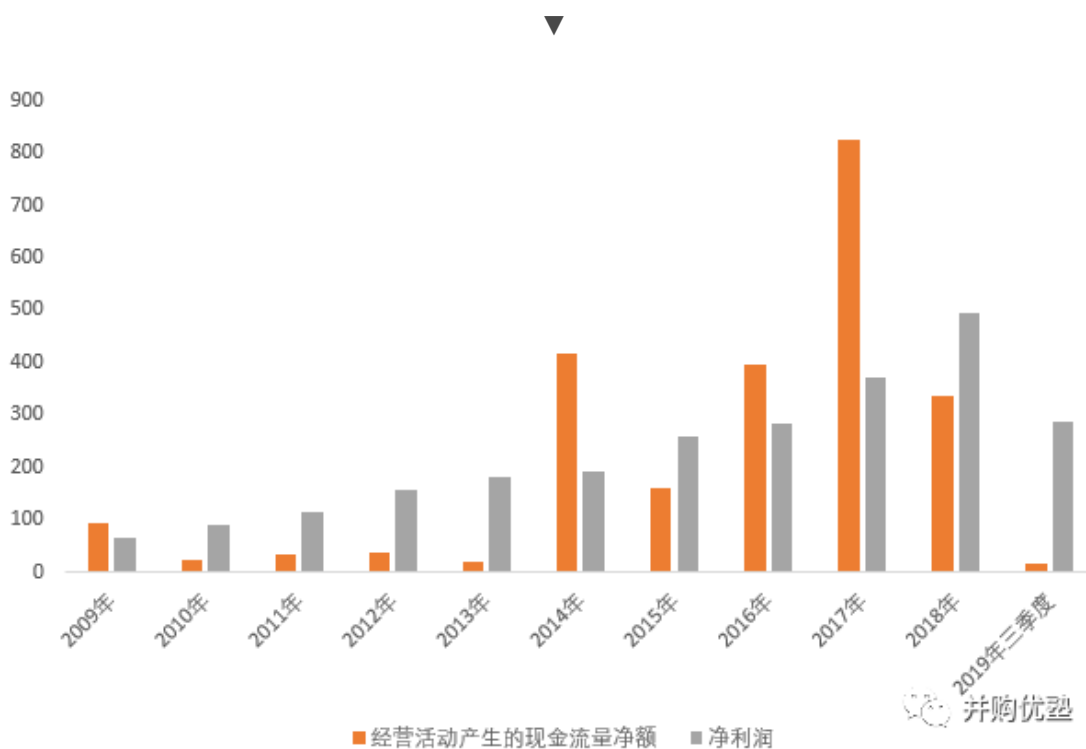
具体到本案，上游供应商为材料设备供应商，前五大占全年采购额的 2%，下游客户主要为个人购房者，前五大占比全年营业收入的 0.7%，整体来看，上下游集中度很低。

这样的产业链结构，形成了本案如下的报表结构：

从资产负债表结构来看——2019 年 9 月 30 日，其总资产为 16387.63 亿元。资产占比较高的科目依次是存货（52.47%）、其他应收款（15.21%）。负债总额为 13939.11 亿元，其中占比较大的科目为：合同负债（42.14%）、应付账款（17.34%）、其他应付款（17.15%）。

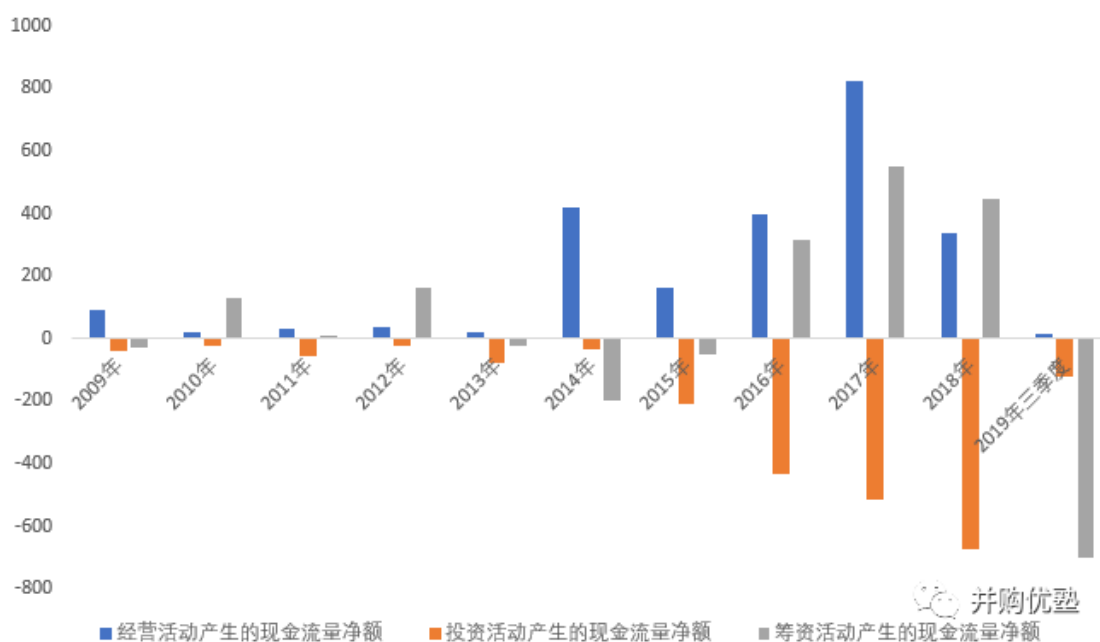
从利润表结构来看——2019年前三季度，万科营业收入 2239.15 亿元，营业成本占比 64.01%，财务费用占比 2.15%，管理费用占比 3.52%，销售费用占比 2.37%，税金及附加占比 8.82%，净利润为 12.77%。

接着，我们再来看一组基本面数据：



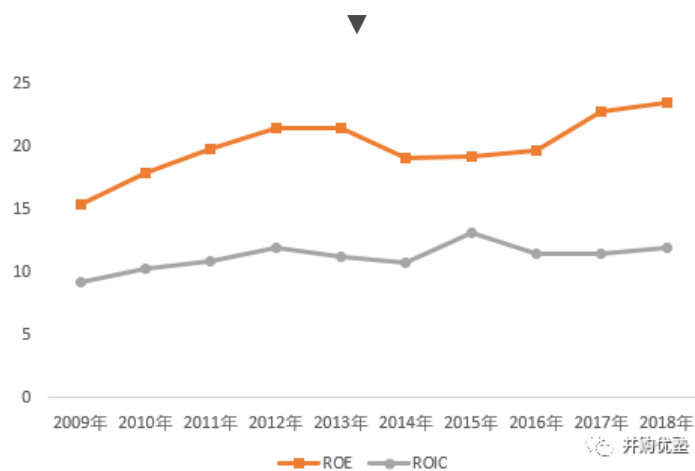
图：净利润现金流对比（单位：亿元）

来源：并购优塾



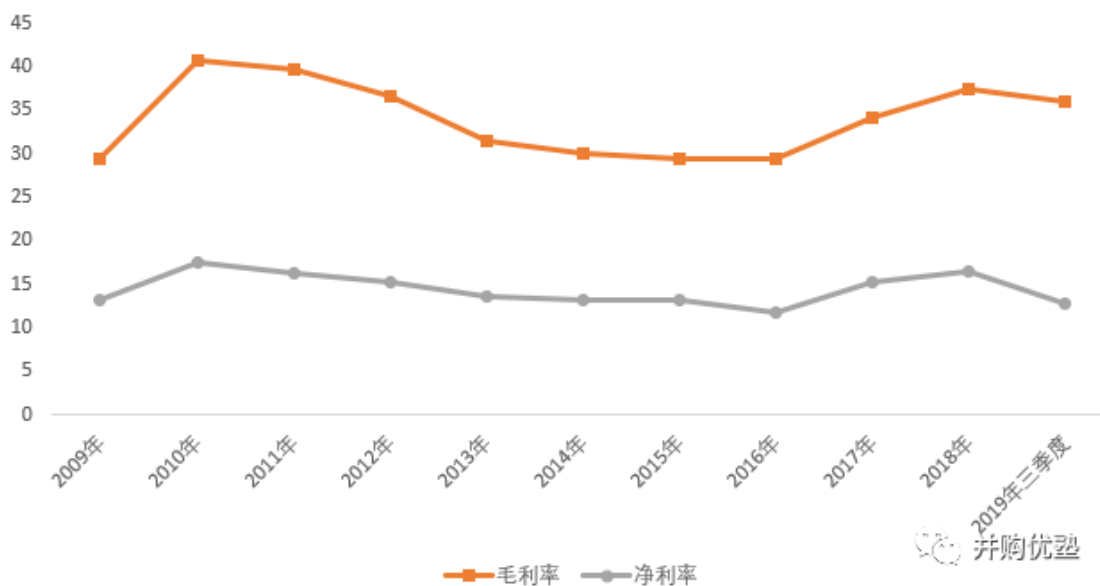
图：三项现金流对比 (单位：亿元)

来源：并购优塾



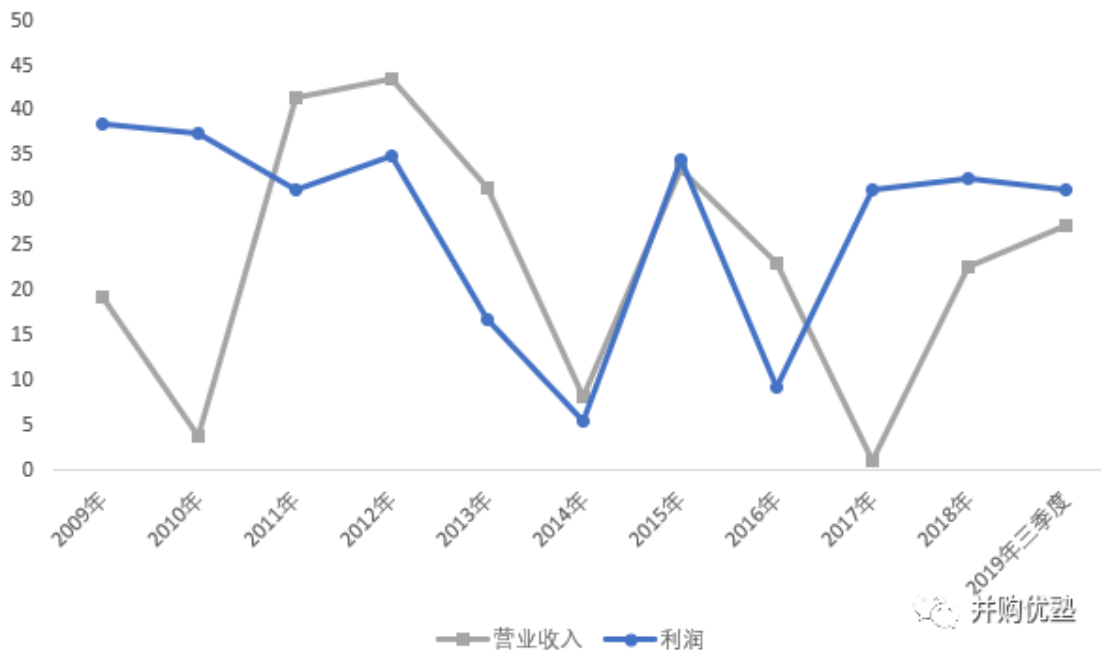
图：ROE、ROIC (单位：%)

来源：并购优塾



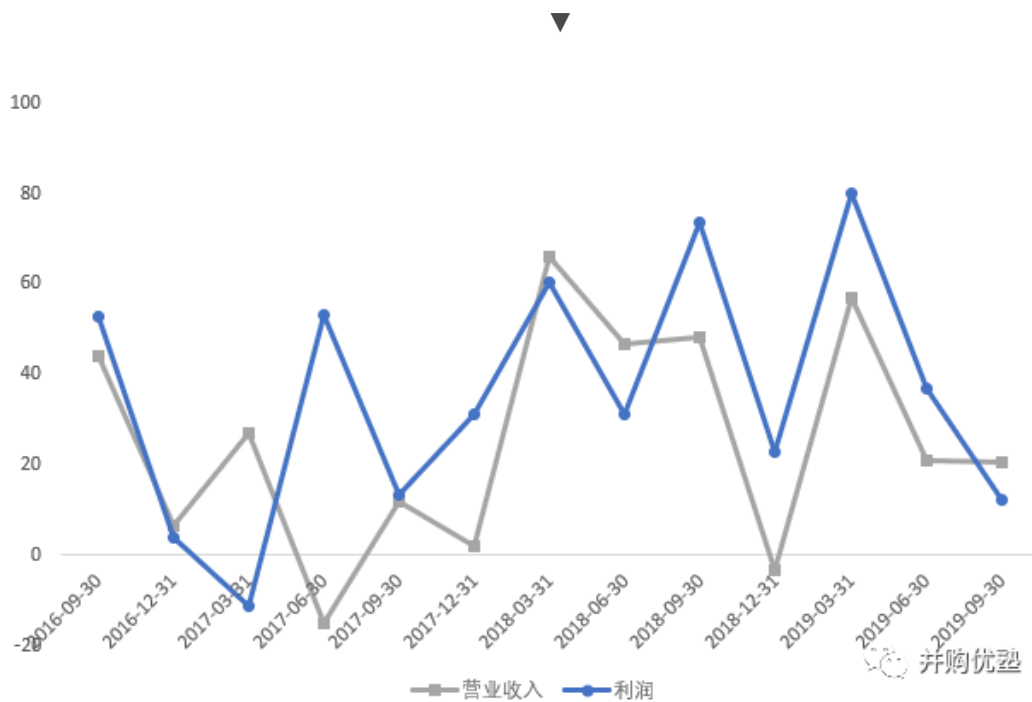
图：毛利率及净利率（单位：%）

来源：并购优塾

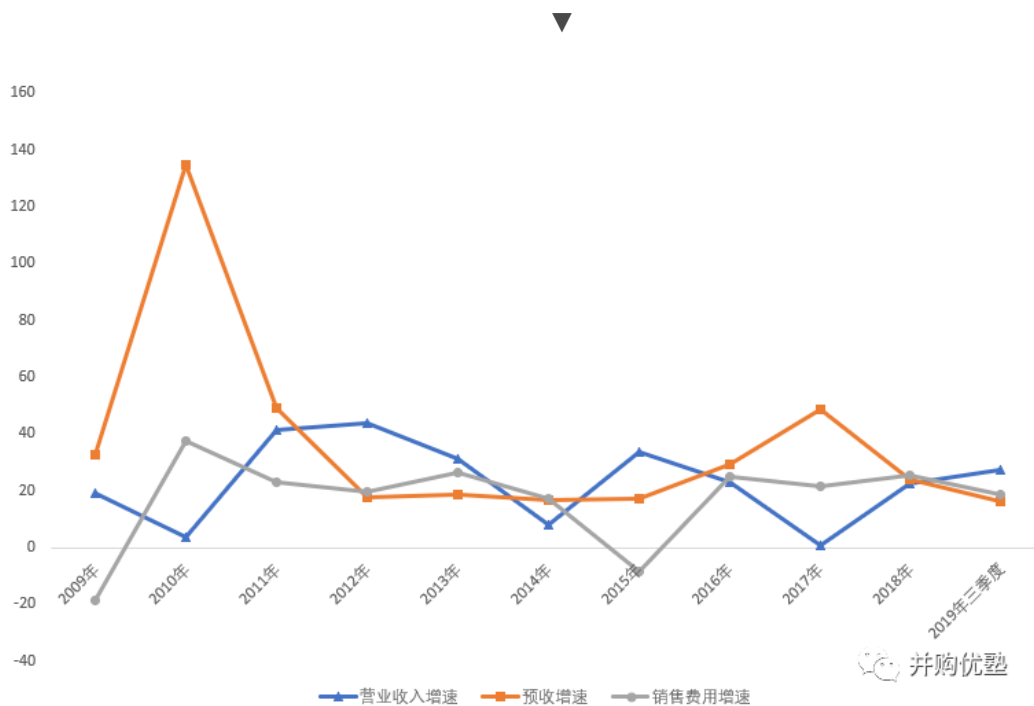


图：年度营业收入、利润增速（单位：%）

来源：并购优塾

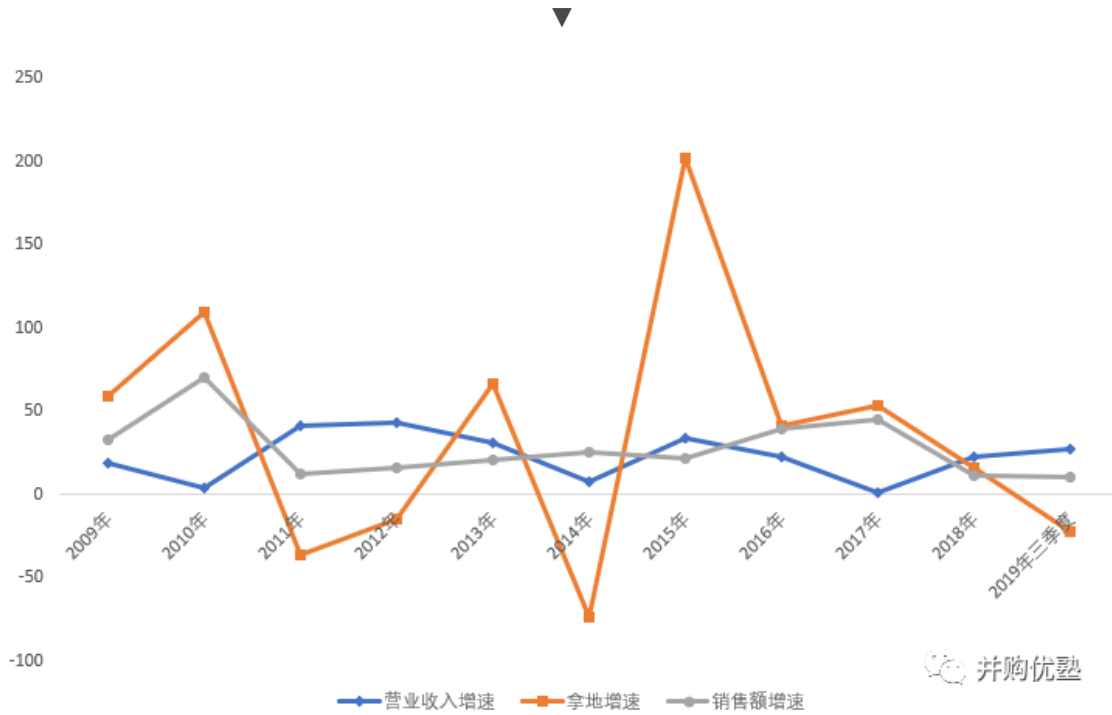


图：季度营业收入、利润增速（单位：%） 来源：并购优塾



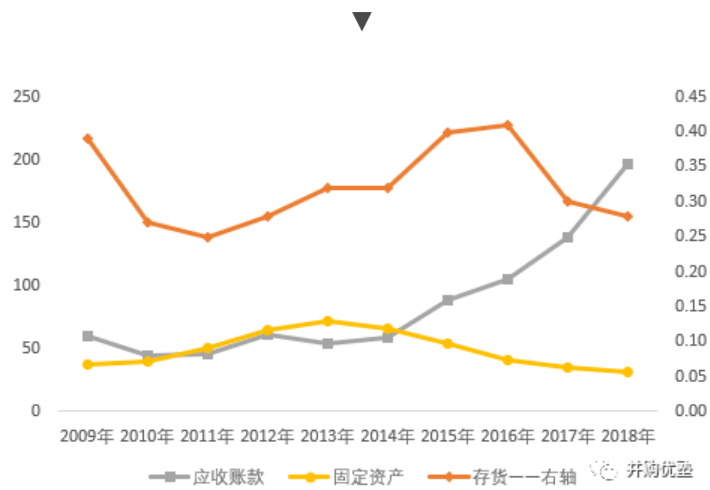
图：营业收入、预收、销售费用增速（单位：%）

来源：并购优塾



图：营业收入增速、拿地同比增速、销售额同比增速（单位：%）

来源：并购优塾



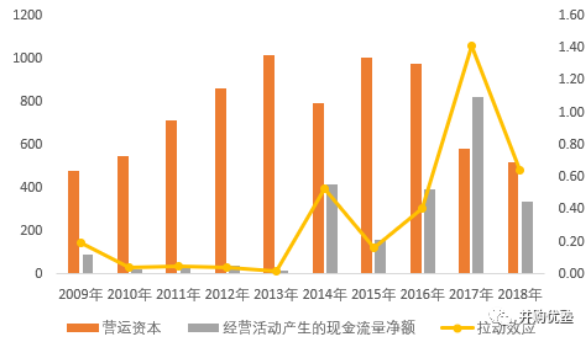
图：存货、应收账款、固定资产周转率（单位：次）

来源：并购优塾



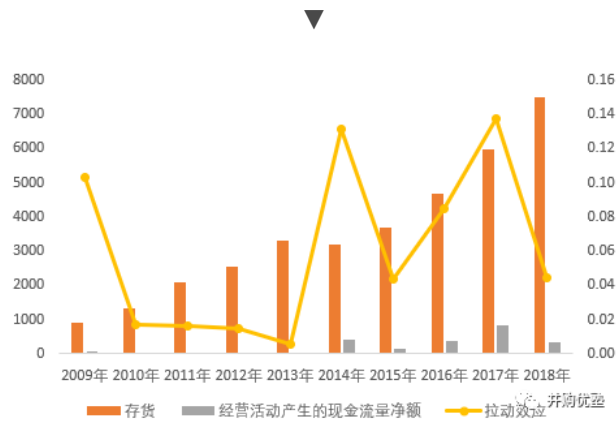
图：capex 对现金流拉动效应 (单位: 亿元 (左))

来源：并购优塾

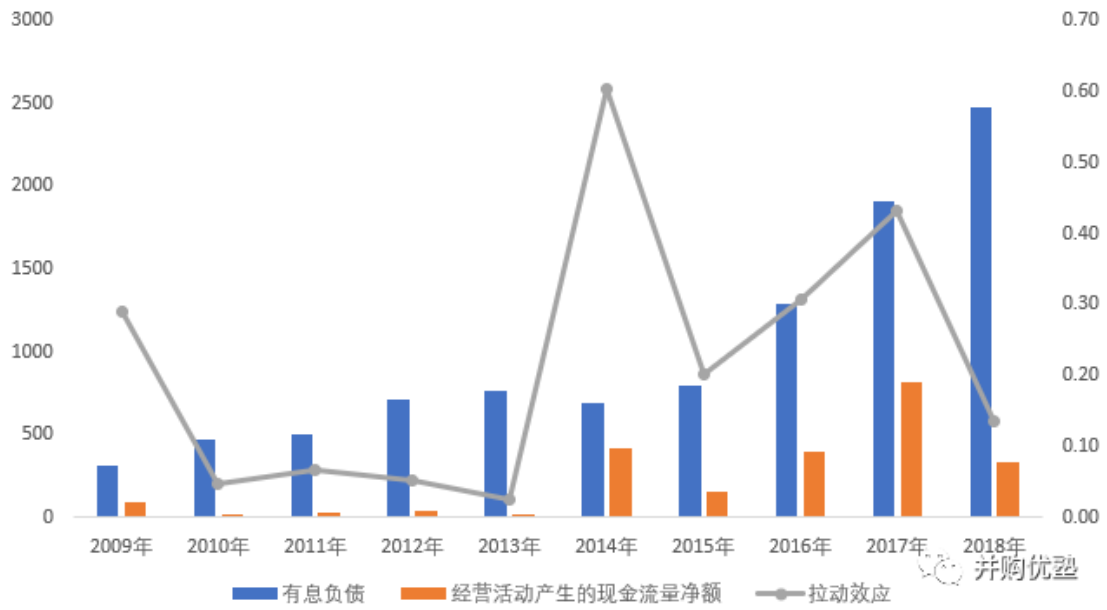


图：营运资本拉动现金流 (单位: 亿元 (左))

来源：并购优塾

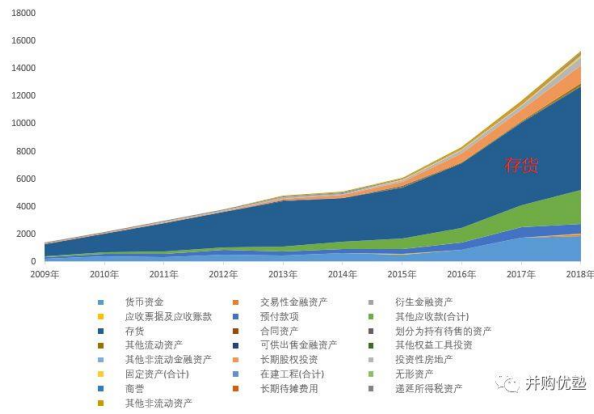


图：存货拉动现金流 (单位: 亿元 (左)) 来源：并购优塾



图：有息负债拉动现金流 (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



图：万科股价、PE

来源：并购优塾

在本案的建模中，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？

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？

— 03 —



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。

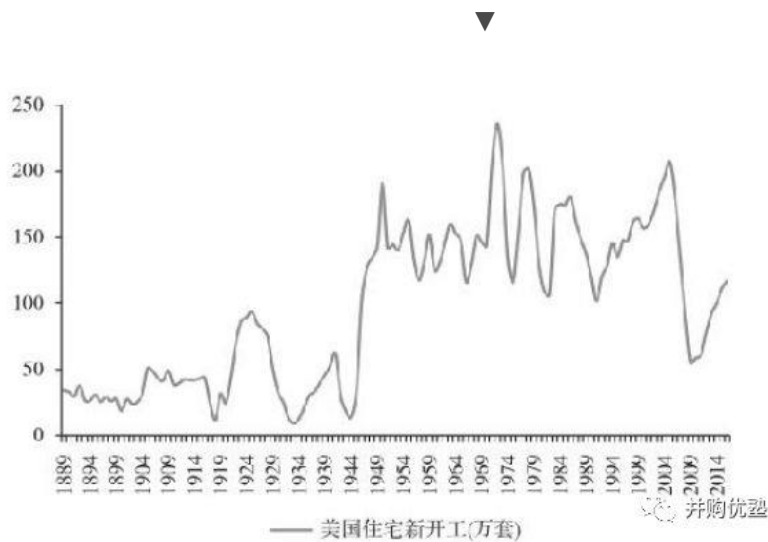
在此前关于厦门国贸的建模报告中，我们曾引用过万科谭华杰老师的研究思路，纵观历史，可以发现绝大部分经济体都会经历房地产量、价齐升的阶段，背后的逻辑为经济增长

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。

而每个经济体**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。

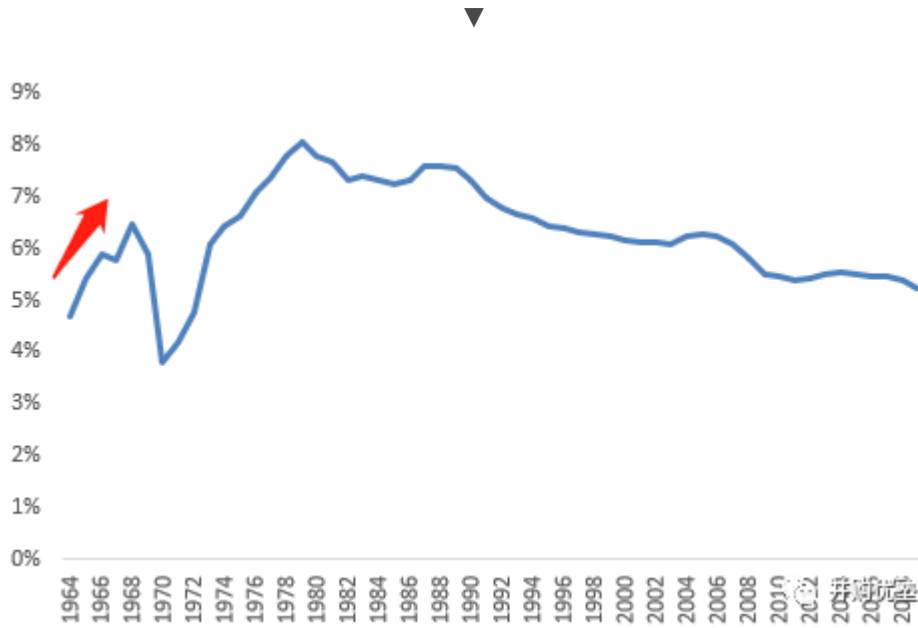
这种价量持续上涨的阶段，在美国、日本历史上都可以找到。

1) 先来看美国——二战结束后（1945 年），美国经济高速发展，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，1950 年已经接近 200 万套（二战前低于 50 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）

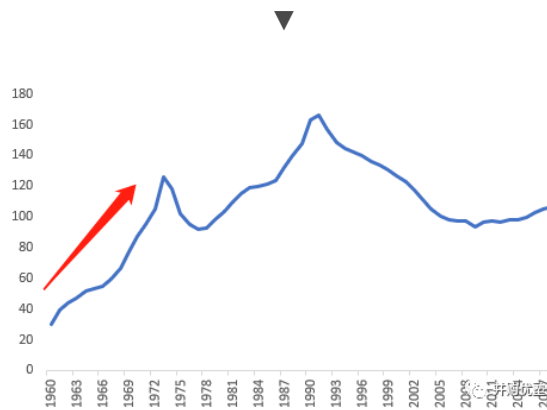
来源：《房地产周期》



图：USA 新房均价复合增长率 (单位: %)

来源：并购优塾

2) 再看日本, 二战后, 日本经济快速发展, 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%。于此同时, 住宅新开工数量从 20 世纪 50 年代的不足 30 万套, 迅速上升至 1973 年的 176 万套。而价格, 也同样保持上涨势头。

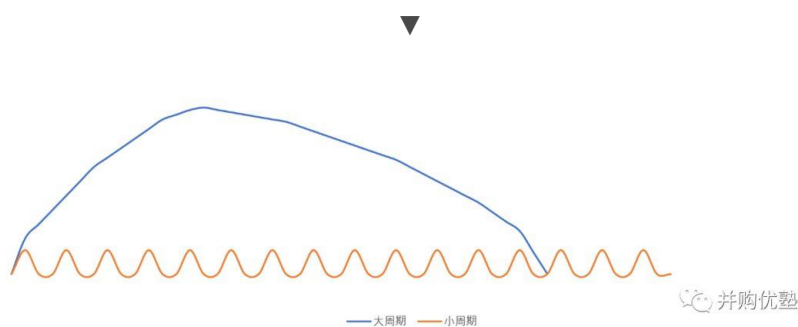


图：OECD 日本实际价格指数

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，新开工面积从 2.04 亿平方米上升至 20.9 亿平方米、年复合增速为 12.35%，价格从 2112 元/平方米上升至 7892 元/平方米（2017 年），复合增速为 8.06%。

很明显，从历史上看，我国地产市场和美国、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

— 04 —



周期，位置



2018 年，我国城镇化率为 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。

但是，尽管距离大周期结束还比较远，但是，大周期中仍然存在增速放缓的拐点，而从我们的地产周期来看，这个拐点大概率发生在 **2014 年**。

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

首先，来看经济大逻辑——

- 1) 从城镇化率看——2014 年，城镇化率达到 55%（2018 年接近 60%），经济结束高速增长长期，步入增速换挡期。
- 2) 从需求端的人口看——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) 从住宅开发投资增速看——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

再看房地产业龙头企业管理层的观点——

- 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, 价格单边高速增长、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。

周期位置确定下来, 进入收入预测, 我们按照量价拆分, 那么, 未来的价格、量 (销售面积) 应该如何预测? 分别来看。

— 05 —



城市, 分化



首先是价格。

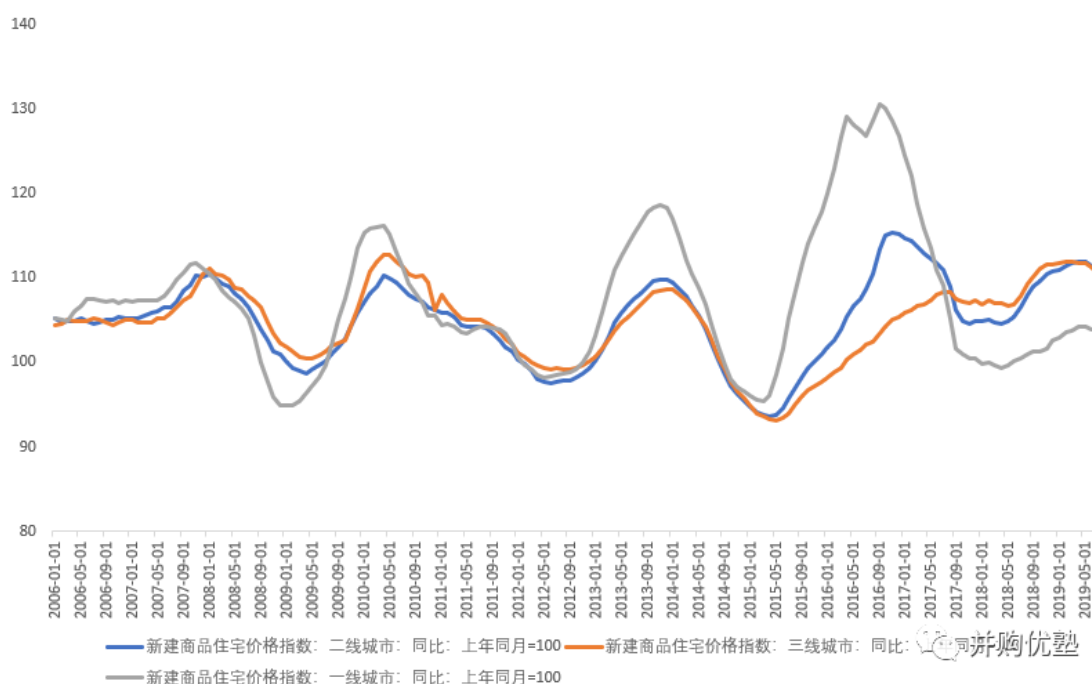
当大周期进入高位、转为慢速增长时，需求端的逻辑会发生变化，**城镇化带来的住房需求，转变为人口流动带来的住房需求。**

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]*

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，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面，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：1) 棚改，棚户居民可以用补偿款去买房；2) 去库存背景下，三四线城市的首付比例（20%），低于一二线城市（30%），拉动需求增长。

目前来看，三四线暂时脱离了周期规律，但中长期来看，一二线增长的确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）。

从三季报来看，万科以一二线城市为核心的战略依旧未发生改变，按权益投资金额计算，其中81%位于一二线城市。参考万科谭华杰老师对未来房价的分析结论，长期来看，价格能够跑赢通胀，但跑不赢GDP。

考虑政策仍以“房住不炒”为导向，预计房价难以出现以前周期的大幅波动，因此，价格不会是影响本案的主要因素，在本次更新中，《并购优塾》不再对价格分情景进行预测，而

是谨慎假设——预测期价格增速为 CPI 增速。

价格预测逻辑解决后，我们来预测销量——本案，未来销售面积，该如何下手？

—06—



销售面积，预测



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。



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 年率先降价清库存。

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，行业加速清库存，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%，而如果对比美国市场，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。

那么，未来的销售面积增速应该怎么预测？

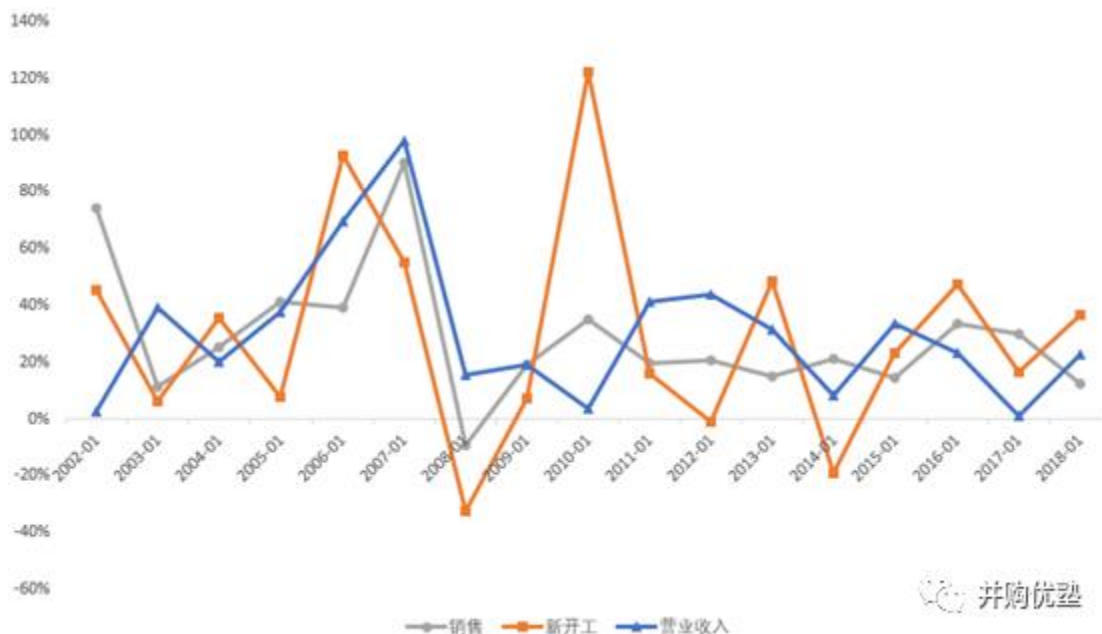
— 07 —



量的逻辑一，土地



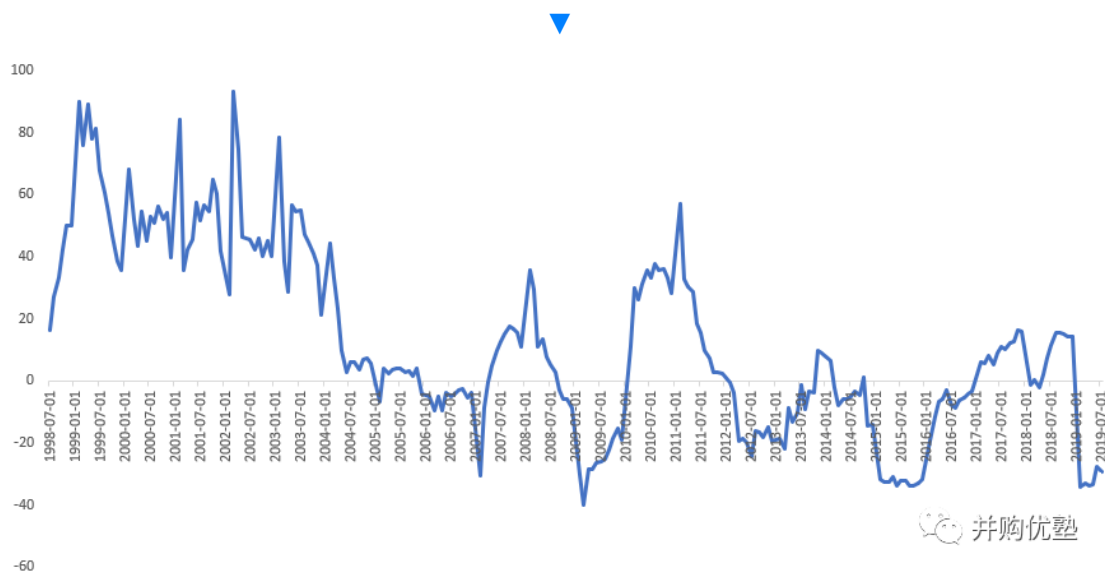
要解决这个问题，我们需要从房地产行业收入转化链条说起，因为拿地、新开工领先于销售面积，从“获取土地——开工——销售——竣工（确认收入）”，这几个环节，我们分别来看：



图：万科新开工、销售面积、营业收入增速（单位：%）来源：并购优塾

1) 土地，包括土地储备（存量）、新增土地（增量）两部分。先看新增土地，一般情况

下，拿地会领先新开工 6 至 9 个月。受政策调控影响，目前行业拿地偏谨慎，2019 年 11 月，房地产开发企业土地购置面积累计同比增速为-14.2%，其中，本案万科新增土地面积同比下降 19.61%。



图：土地购置面积累计同比（单位：%） 来源：并购优塾，choice

再看土地储备，2018 年底，万科规划中项目权益建筑面积为 3579.6 万平方米，截至 2019 年三季度，新增权益建筑面积为 2290.90 万平方米，总计为 5870.5 万平方米，比 2018 年新开工面积（4992.8 万平方米）高出 17%。也就是说，即使 2019 年拿地较 2018 年同比下滑，但由于有足够的存量土地储备支撑，万科的新开工面积也不会出现大幅下滑。

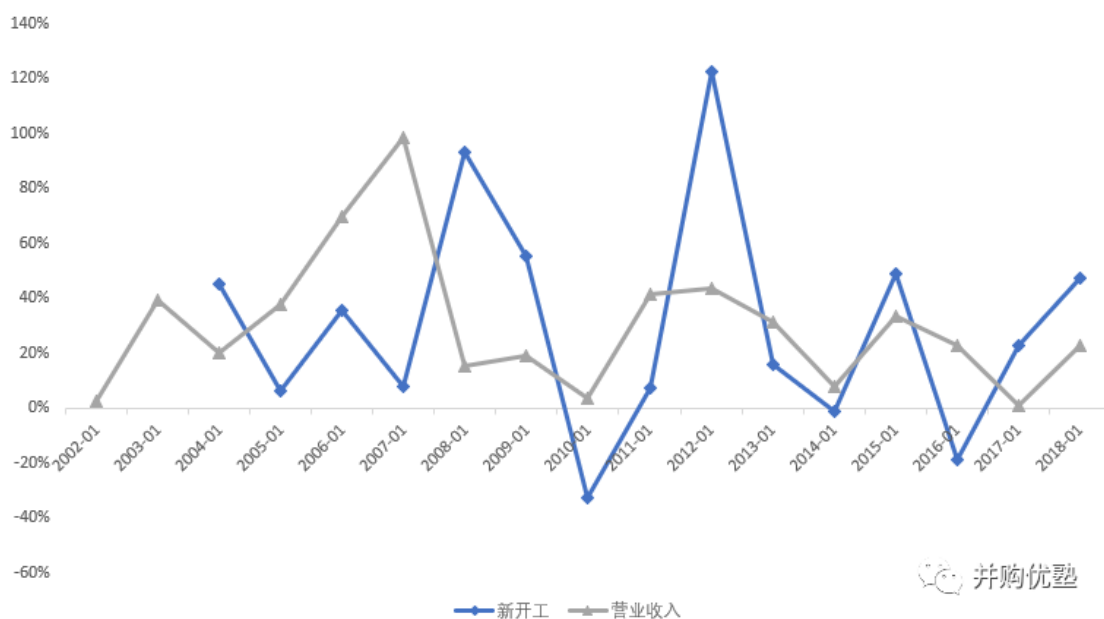
— 08 —



量的逻辑二，新开工



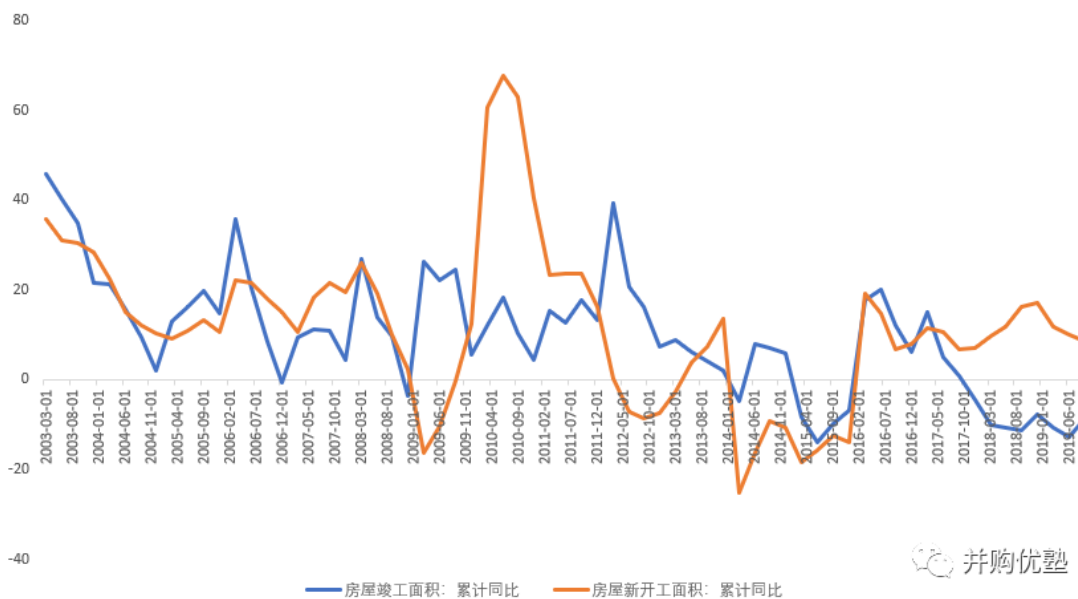
从新开工到营业收入，万科发生过一些转变——2016 年之前，一般滞后于新开工两年，而从 2016 年开始，万科的营业收入滞后于新开工 3 年。注意此处细节，这意味着，施工变慢。



图：万科新开工（后延两年）、营业收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

而这种滞后，从整个行业来看，都有发生：



图：全国房屋竣工、新开工面积累计同比（单位：%）

来源：并购优塾

从上图可以看出，从2017年开始，全国房屋竣工面积和新开工面积增速差距不断扩大，原因可能是，2016年“去杠杆”后，房企融资收紧，房地产企业整体策略偏向高周转：加快拿

地、开工、推盘，从而快速回款进行下一轮的拿地，同时延长施工，导致新开工和竣工之间的增速、时间差均有所扩大。 **但注意，这种高周转策略并不可持续，主要原因有二：**

- 1) 这种策略需要购房需求持续支撑房地产高速拿地，但从资金（融资难度）、2019年以来房地产企业拿地增速（放缓）来看，购房需求难以出现大幅上升；
- 2) 房地产企业在销售期房时，一般明确在预售后的 0.5-2 年内交房，因此竣工难以持续延后。 **因此，我们判断，后期万科营业收入滞后于新开工的时间可能会缩短。**

— 09 —



量的逻辑三，销售面积



销售面积，是收入转化的直接来源，包括新增销售面积、已售未结资源（已经销售但还未结算）两部分。截至 2018 年年底，本案已售未结合同金额为 5307.1 亿元，远高于其 2018 年营业收入（2976.79 亿元），那么，即使 2019 年万科没有新增销售面积，目前的已售未结资源也能够支撑 2019 年业绩。整个链条梳理完，我们可以总结出两点：

- 1) **新开工面积，可以作为营业收入的前瞻指标，来预判后期营业收入变化趋势。**
- 2) 拿地、销售面积指标，要分别结合土地储备、已售未结资源来看；

回到关键的**销售面积**预测，2019 年 1-11 月，本案销售面积同比增加 2.73%，因此：

- 1) 2019 年，假设销售面积增速，保持 1-11 月增速——2.73%；
- 2) 2020 年，根据传导链条，销售面积增速受 2019 年新开工面积影响，2019 年三季度，万科新开工同比减少 11.12%，因此，谨慎假设 2020 年销售面积增速和 2019 年

保持一致。

3) 2021 年, 根据传导链条, 销售面积增速受 2020 年新开工、2019 年拿地 (新增+土储) 增速驱动, 由于没有数据支撑, 这里分保守、乐观两个情景进行预测:

A、保守情景: 假设销售面积增速维持 2019 年 1-11 月增速——2.73%;

B、乐观情景: 假设销售面积增速为 GDP 增速。

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 —

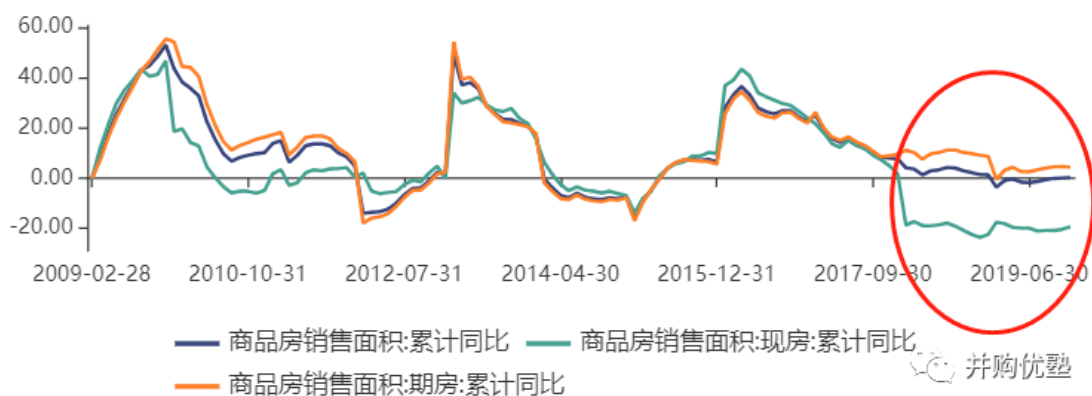


收入, 预收



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。此处我们分别根据销售额与预收账款之间的关系、预收账款与收入之间的关系, 预测预收账款、营业收入。1) 先看预收账款, 本案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。

2019 年三季度, 该比值为 88.51%, 高于我们的预期, 我们猜测可能和销售额中期房销售 (影响预收的部分) 占比较高有关, 由于万科并未披露相关数据, 我们以整个行业的数据来印证:



图：商品房销售面积、现房、期房累计同比（单位：%）

来源：wind

从上图可以看出，从 2017 年四季度开始，现房、期房的增速不断分化，期房增速维持在 0% 以上，现房销售增速出现大幅下滑。期房在销售中的占比提高，和企业从 2017 年开始实行高周转策略有关。

根据上文分析，房地产企业目前的高周转策略难以持续，预计后期**预收账款占销售额的比例**会逐渐下降，这里我们假设，该比例会从 2018 年底的 90%，逐渐下降至近 5 年平均值——82%。

2) 再看营业收入，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%。

在半年报更新中，我们将 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%。

根据前文逻辑，在高周转策略不可持续的情况下，本案前期快速拿地形成的预收，会不断释放，形成营业收入，具体到预测上，我们根据新开工面积，来预判后期收入增速的趋势，并据此预测营业收入占预收的比例。

2016年-2018年，新开工增速分别为48%、16%、37%，如果预测期内万科的营业收入仍滞后于新开工三年，那么，2019年至2021年，其收入增速也应该大概率呈现2020年收入增速较2019年、2021年下滑的趋势，

结合该趋势，并考虑万科历史营业收入/预收的比例（在90%以上），这里假设2019年-2021年该比例为70%、75%、90%。

所以，在保守情景下，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	6372.37	6690.36	7024.21
预收账款	5738.43	5755.27	5759.50
营业收入	3825.98	4303.82	5179.74

图：保守情景地产销售额、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 —



物业，以及其他业务



除了房地产业务，本案还有部分物业及其他业务，占比不大，分别来看：

1) 物业收入，包括**基础服务**、**增值服务**两大类，收入占比 3%至 4%，增值服务目前贡献收入较小，我们重点看基础服务（安保、清洁、绿化、维修等）。

从价格层面，**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。在量的层面上，从增量（我国房地产仍在量价齐升的大周期内）、存量（老旧小区缺乏物业管理，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），两个角度考虑，未来国内的物业市场空间，比较广阔。

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。万科季报并未披露相关数据，维持原假设不变。

2) 其他业务, 包括公寓租赁、商业地产、物流、冰雪度假服务等, 收入占比 1%左右。

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, 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%), 后续持续跟踪业务进展情况。

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, 但全年增速转负为正的情况, 这里维持之前的预测水平。万科三季报并未披露相关数据, 维持原假设不变。

保守情景下, 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	4511.04	5442.04

图: 保守情景收入预测 (单位: 亿元)

来源: 并购优塾

— 12 —



2019 年三季报更新

全年收入, 推测逻辑



根据以上三季报数据的更新假设，《并购优塾》计算出，保守情景下，2019年-2021年营收增速分别为 34.04%、13.05%、20.6%，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）。

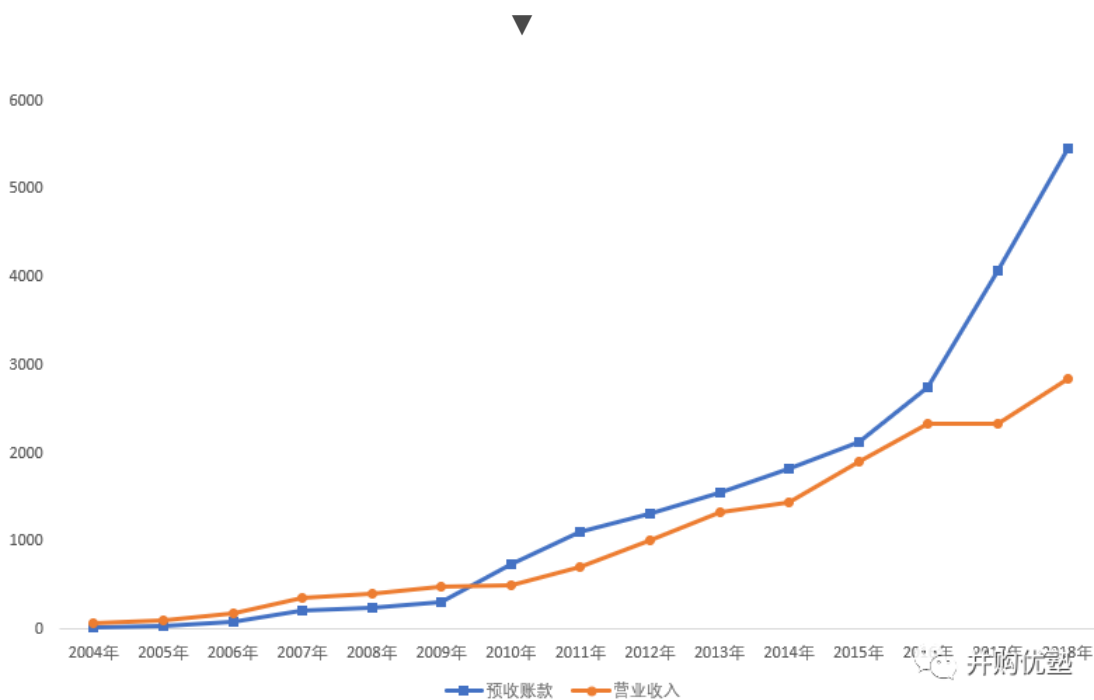
其历史平均分红率约为 40%，平均 ROE 约为 24%，得到内生增速为 14%。

方法二：外部分析师给出的增速——这里选取近 180 天内 33 家预测机构对万科在 2019 年-2021 年的增速分别为 25.65%、23.36%、19.85%。

方法三：通过三季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，三季报占收入的比重在 41%-59%之间，均值为 48%。由此，《并购优塾》假设，四季度如果无意外发生，可倒推 2019 年年报收入约为 4667.74 亿元，同比增速约为 **56.8%**。如果我们使用 2018 年的比例，可倒推 2019 年年报收入约为 3786.73 亿元，同比增速约为 **27.21%**。

可以看出，我们预测的 2019 年收入增速，要高于分析师预测，**此处的主要原因，是在收入预测中，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。**

(注意此处细节。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	4.99%	0.29%	0.07%
营收增速	34.04%	13.05%	20.64%

图：保守情景下预收及营收增速 (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。

— 13 —



地产业务，毛利



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：



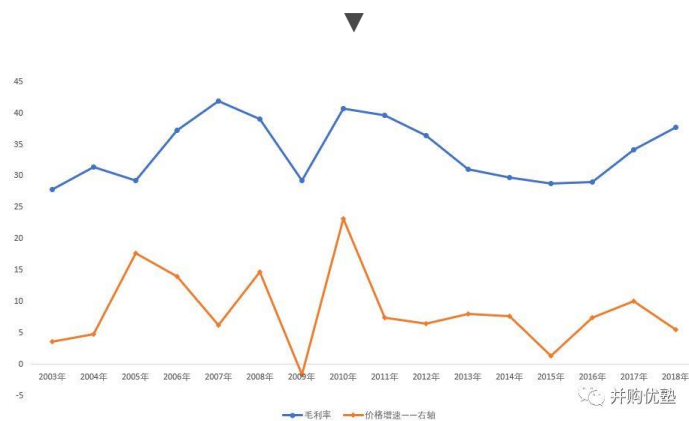
图：房地产开发业务毛利率 (单位：%)

来源：并购优塾

从上图，我们可发现：1) 在 2007 年、2010 年万科毛利率在 40%以上，且 2016 年至 2018 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；
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为防止价格大涨大落，因此，在预测时，我们不详细预测周期毛利率波动，假设三年预测期保持近三年均值 33%。

2019 年三季报，本案毛利率为 35.99%，主要原因是进入结算期项目的盈利较好，拉升毛利率，考虑 2019 年已过去大半，这里假设 2019 年毛利率为前三季度毛利率 35.99%，预测期后两年毛利率维持不变。

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？

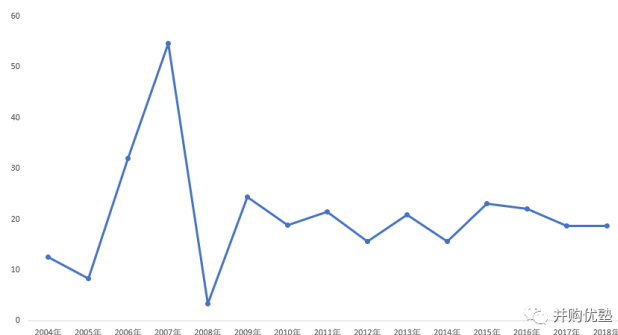
— 14 —



其他业务，毛利



首先，本案物业业务毛利率从 2009 年开始一直稳定在 15%左右，低于碧桂园（30%以上）、彩生活（30%以上），主要是其物业仍以基础服务为主，价格提升受限，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：物业业务毛利率（单位：%） 来源：并购优塾

其次，其他业务占比较小，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。三季报并未披露相关信息，这里维持原假设不变。

再来看销售费用、管理费用、税费等项目的烧钱情况：

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%）。

根据三季报，营业税金及附加占收入的比例为 8.82%，略高于我们的预期，谨慎起见，这里修改原假设，假设预测期内税金及附加占收入的比重为三季报水平——8.82%。而销售费用、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。

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？

— 15 —



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，简化预测固定资产、折旧情况。

1) 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 年三季报，资本性支出占收入比例为 1.55%，略高于我们预期，但整体差异

不大，这里维持之前假设水平。

2) 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%。

三季度并未披露相关信息，这里维持之前假设水平。

这里，我们以保守情景举例，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	204.38
新增固定资	39.90	45.11	54.42
折旧	6.72	8.38	10.22
期末值	167.65	204.38	248.58

图：保守情景固定资产预测值（单位：亿元）

来源：并购优塾

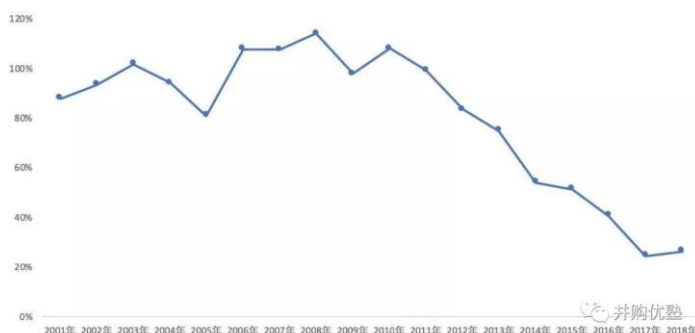
— 16 —



产业链，资金



来看本案的营运资本占收入的比重：



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。

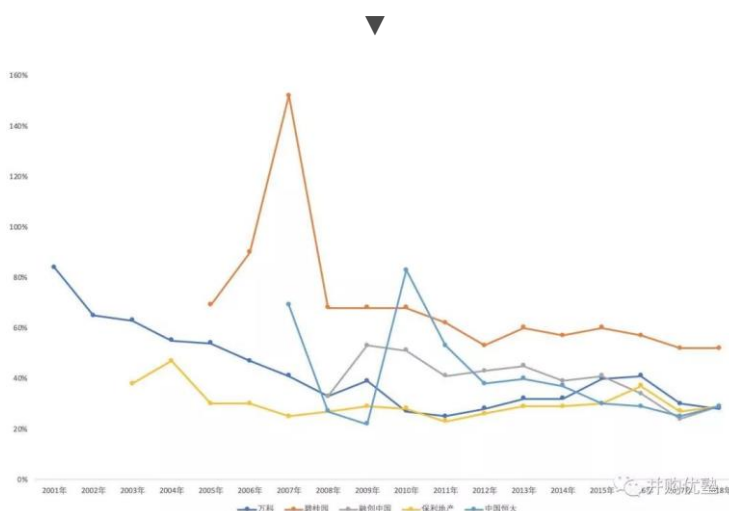
可以发现，占比发生变化的节点发生 2008 年和 2010 年。

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预测存货。

由于 2018 年存货/营业成本水平明显高于其余年份，季报更新剔除了 2018 年数据，取 2014 年-2017 年四年平均值——308.45%。

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？

— 17 —

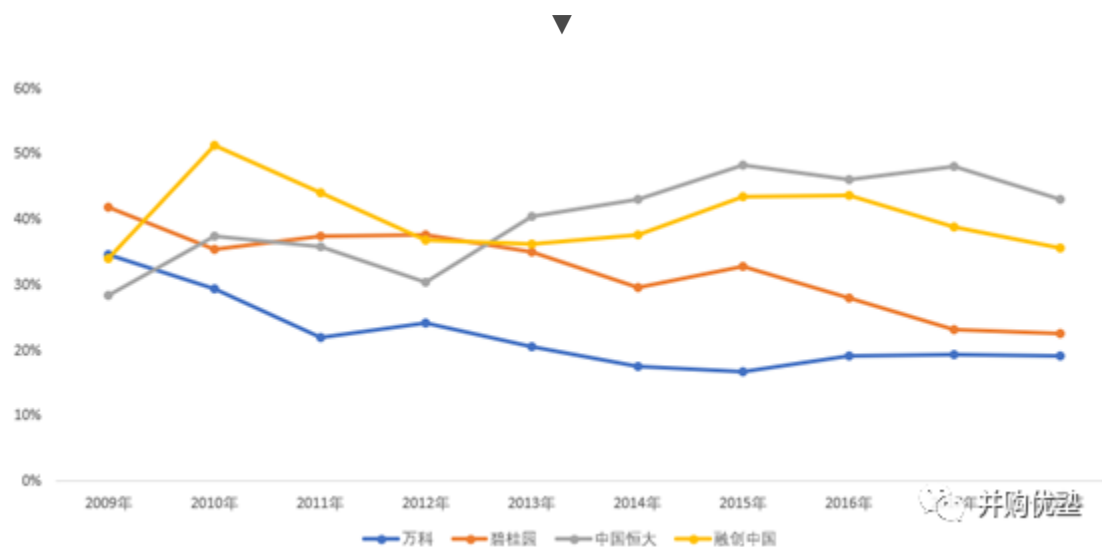


负债，数据



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 年的有息负债率却只有 20%左右；
- 2) 本案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) 自 2011 年开始，其有息负债率保持平稳，整体波动小于其他三家企业。

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。

注意，在本次的更新中，我们不再利用存货和有息负债的关系进行预测，而是使用有息负债率进行预测。主要原因是，虽然万科有息负债/存货的波动范围较为稳定，但该范围较大，我们难以准确预测该比例的具体数值，因此，这里使用较为稳定的有息负债率进行预测——假定预测期内万科的有息负债率维持近三年水平——19.29%。

这个数据隐含了一层经营假设，也就是说，我们预计万科仍然会保持稳健的经营，不会大幅加杠杆。

根据三季报计算的有息负债率为 16.55%，净负债率为 50.39%，有息负债率微降，净负债率有较大幅度上升，主要原因是货币资金减少较多，从历史来看，存在三季报货币资金小于全年的情况。因此，全年净负债率存在下降可能，即使拿三季报净负债率来看，相比碧桂园、融创中国、恒大，万科净负债率仍处于低位。

因而，以保守情景下为例，《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？

— 18 —



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，我们再增加一种“自上而下”的预测方法，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, 远低于日本和美国。

此外, 从行业竞争格局来看, 以美国为例, 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。

— 19 —



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，多余了。三看**市占率提升**，对比国外市场格局来看，国内龙头市占率仍有不小的提升空间。

3) 在行业天花板逐步接近顶点、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 年美国城镇化率已经到了天花板，但龙头公司市占率仍然在成长）

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) 回报分析，近三年剔除现金的 ROIC 分别为 28%、42.9%、64.4%，不剔除现金的 ROIC 分别为 12.2%、12%、13.1%。剔除现金的 ROIC 较高，主要是货币资金和长期股权投资较高。这个剔除超额现金的数据水平，基本和洋河、海康、伊利位于同一阵营。

5) 核心护城河——稳健经营战略、行业龙头的低位，使其受周期波动影响较小，此外，其负债率低，资金成本低。

6) 竞争格局——目前房地产 CR10 为 26.89%，万科 2018 年市占率为 4.05%，还有很大上升空间。

7) 风险因素——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，我们进入本报告重要的部分——财务模型构建，财报配平，自由现金流预测、数据搭建、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，

请购买科创板及专业版报告库，

以长江电力、海康威视为例，

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
负债和股东权益													
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	538.3	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	26.3	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	806.0	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: 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
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	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	-159	-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
经营性资产减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,720	-2,855	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				65	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
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	-516	-561	-607	-637	-648	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
筹资活动现金流													
(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				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
(归属母公司股东的分红)				-5,608	-8,177	-9,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(归属子公司股东的分红)				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
筹资活动现金流				-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
资金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【所需资金-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，会和并购优塾定制报告的**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。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版估值报告库”中，敬请留意。

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。

另外，对付费会员，并购优塾的历史研报，以及相关的报告评级等，诸多公众号不具备的功能（包括针对重点公司的**估值建模表格**），都将陆续开放下载。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 13 —



**除了这个案例，
你还必须学习这些.....**



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司的研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【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。