

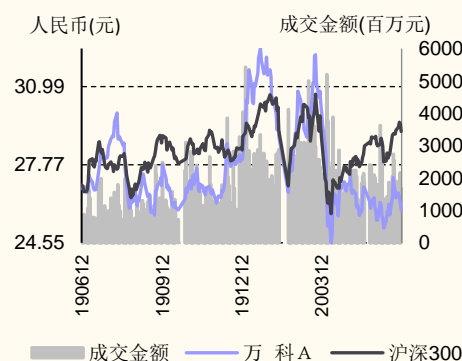
万科A (000002.SZ) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 25.90 元
 目标价格 (人民币): 33.38-33.38 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	116.18
已上市流通A股(亿股)	97.15
流通港股(亿股)	18.94
总市值(亿元)	3,008.99
年内股价最高最低(元)	27.24/25.16
沪深300指数	3996
深证成指	11244



开发业务效率领先，料重回规模增长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679	367,894	414,201	458,942	507,423
营业收入增长率	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
归母净利润(百万元)	33,773	38,872	43,084	47,486	52,093
归母净利润增长率	20.39%	15.10%	10.83%	10.22%	9.70%
摊薄每股收益(元)	3.059	3.439	3.708	4.087	4.484
每股经营性现金流净额	3.11	3.96	-1.54	7.11	3.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.68%	20.67%	18.04%	16.49%	15.16%
P/E	7.79	9.36	6.98	6.34	5.78
P/B	1.69	1.93	1.26	1.04	0.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 本报告系国金证券万科系列研究之一，仅集中于开发业务的分析和讨论。
- 万科作为高周转模式的开创者，深刻理解杜邦分解中周转和杠杆的重要作用，经修正后的总资产周转率和经营杠杆水平名列前茅。我们选取行业销售额前30家公司，用并表现现金流替代营业收入，并在总资产中剔除非房地产部分以及已经实际上归属于客户的部分，计算得到万科的房地产业务总资产周转率排名靠前；同时，万科无息负债的使用充分表达出其对合作方、供应链、客户和地方政府等多方的信用能力，经营杠杆的使用程度名列前茅。我们认为万科将重回规模增长，可抵御毛利率长期下行的压力，从而提升未来利润可见性；预计2023年合同销售额达9500亿元，阿尔法机会显著：
 - 原因：①行业目前的利润率水平进入有助于行业加速整合区间；②万科的市占率在4%左右稳定了三年，完成了阶梯式上升的巩固阶段；③持有类业务的培育周期比预期中长，第二增长曲线仍在探索的过程中，客观上需要更大的开发业务规模来支撑集团的现金流和利润池。
 - 潜力：①合同销售额权益比例仍有下降空间（权益比例下降有助于资金效率提升）；②城市能级上存在微下沉的空间；③一二线城市自身加大土地出让以及放松预售条件带来的周转加速；④长期库存的去化并非难事，降价去长库有利于盘活资金；⑤持有型业务的经营质量逐步提升，可金融化的资产增加；⑥有息负债仍有较大的上升空间。
- 近期，各主要一二线城市新房及二手房成交量持续放大，并且伴随着一手房及二手房成交价格的明显上涨。在这种情况下，我们一直比较担忧的房价地价比恶化带来的毛利率下降可能会得到阶段性缓解。行业有可能出现销售毛利率回升的小周期。鉴于目前市场对此预期过低，β机会随时可能出现。

投资建议

- 我们预计万科2020-2022年，对应EPS为3.71元、4.09元、4.48元。我们认为万科将重回规模增长，未来出现净利润负增长的概率极低；持有型业务已形成较大投资规模，存在逐步资本化的可能；最后，万科物业虽未上市，其一哥地位毋庸置疑。首次覆盖，给予万科A“买入”评级，我们给予其6-12个月内目标价33.38元，对应9X 2020PE。

风险

- 行业毛利率持续恶化，销售不及预期、公司拿地低于预期。

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130520030003

内容目录

万科开发业务效率领先	5
公司概况	5
深耕大众住宅，首创高周转模式	5
高周转是提升 ROE 最有效的途径	7
用并表回款和表内房地产资产计算周转率	8
用盈利和波动指标调整周转率	8
万科擅于运用优质的经营杠杆和权益杠杆	9
从中短期和长期角度看行业面临的挑战和机会	12
中短期：毛利率拐点向下，一季度数据基本符合预期，股价已完成调整	12
中短期：毛利率下行压力得到缓解，行业出现 β 机会	13
中短期：一二线城市预售条件放松，有助于一二线城市房企提高周转	16
长期：行业需求端面临的挑战与机会	17
长期：行业供给端面临的挑战与机会	19
我们认为，万科房地产开发业务将重回规模增长	23
股权之争落下帷幕，万科股权结构稳定	23
持有型物业投资培育周期长，需要开发业务提供资金和利润的持续支持	24
潜力：合同销售额权益比例仍有下降空间	25
潜力：进入城市少，地货比较高，仍有下沉空间	25
潜力：加大长期库存去化力度，增加可金融化资产，可盘活资金	26
潜力：资产负债状况稳健，融资成本低，有息负债提升空间大	26
预计万科 2023 年可实现 9500 亿元合同销售额	28
万科物业公认行业一哥；持有型业务规模领先	28
物业服务：规模领先，业务价值行业第一	28
持有型业务已形成资产和业务规模	29
持有型物业估值	31
C-REITs 的发展为万科持有型业务的盈利退出创造了更大的可能性	33
我们对万科关于 REITs 的建议	33
盈利预测	33
估值	34
投资建议	36
风险提示	37

图表目录

图表 1：2007-2019 年万科全口径销售金额（亿元）	5
图表 2：全国与万科商品房销售额同比增速情况	6
图表 3：2010-2018 年万科与同业销售额对比（亿元）	6
图表 4：2007-2019 年万科市占率变化情况	6

图表 5: 万科历史新增平均单项目建筑规划面积 (万方)	7
图表 6: 2007-2019 年万科少数股东权益比例情况	7
图表 7: 万科 144 平方米以下首置首改户型占比	7
图表 8: 销售排名 Top50 房企销售净利率与净资产周转率之间的关系	8
图表 9: 分子采用并表回款, 分母剔除长期股权投资、合同负债的二分之一及投资性房地产后的总资产周转率	8
图表 10: 抗风险及盈利能力调整后的总资产周转率	9
图表 11: 从房企现金流角度看经营杠杆和权益杠杆的运用	10
图表 12: 万科回款率情况 (根据财报数据只能倒算至 2017 年)	10
图表 13: 2012-2019 年样本房企财务杠杆情况	11
图表 14: 样本房企 2012-2019 年平均财务杠杆	11
图表 15: 2011-2019 年样本房企与万科经营杠杆情况	11
图表 16: 样本房企 2011-2019 年平均经营杠杆	11
图表 17: 2011-2019 样本房企年平均无息负债和有息负债比值情况	11
图表 18: 样本房企 2011-2019 年平均无息负债与有息负债比值	11
图表 19: 经过平移技术处理的房价-地价历史情况 (元/平方米)	12
图表 20: 2008-2023E 样本房企结算毛利率情况 (%)	13
图表 21: 2008-2020Q1 样本中 A 股房企结算毛利率情况 (%)	13
图表 22: 大盘指数与地产指数走势对比 (%)	13
图表 23: 一手房商品住宅交易套数	14
图表 24: 一手房商品住宅交易套数同比 (%)	14
图表 25: 二手房成交均价环比 (%)	14
图表 26: 二手房成交均价同比 (%)	15
图表 27: 样本城市二手房成交均价指数情况	16
图表 28: 疫情期间放松预售条件的部分城市列表	16
图表 29: 联合国及美国人口普查局对中国人口增量预测 (万人)	18
图表 30: 联合国中性预测-中国人口数量 (亿人)	18
图表 31: 各国居民部门杠杆率	19
图表 32: 中国住户贷款总额与住户部门可支配收入之比	19
图表 33: 中国住户部门贷款总额和存款总额之比	19
图表 34: 2016-2020 年 5 月末北上广深交地块中竞自持地块情况	20
图表 35: 2011-2019 年各线样本城市常住人口平均年增/减人数 (万人)	21
图表 36: 2011-2019 年各线城市常住人口年增长率	21
图表 37: 一二三四线单城市年均新增人口与年均土地供应面积的情况	21
图表 38: 67 城 2011-2019 年各线单城市常住人口年均新增数 (万人)	21
图表 39: 67 城 2011-2019 年各线单城市年平均新增土地供给 (万方)	21
图表 40: 一线城市住宅用地供给宗数	22
图表 41: 一线城市住宅用地供地面积	22
图表 42: 二线城市住宅用地供给宗数	22

图表 43: 二线城市住宅用地供地面积.....	22
图表 44: 近年中心城市和城市群相关政策.....	23
图表 45: 宝能系持股万科股份情况.....	23
图表 46: 2020 年 1 季度公布万科股东情况.....	23
图表 47: 万科投资性房地产科目增长情况 (亿元)	24
图表 48: 万科投资性房地产科目占资产比例情况 (亿元)	24
图表 49: 2019 年万科营业收入结构图	25
图表 50: 2017-2020 年 1-5 月拿地面积口径权益比例.....	25
图表 51: 2016-2019 年万科权益销售金额 / 全口径销售金额	25
图表 52: 销售排名 Top5 房企进入城市数量	26
图表 53: 2019 年各房企地价 / 售价比	26
图表 54: 2018-2019 年度各房企拿地强度.....	26
图表 55: 2017-2019 年各房企土地储备 / 销售面积.....	26
图表 56: 2016-2019 年房企融资成本.....	27
图表 57: 2019 年各房企净负债率.....	27
图表 58: 2011~2019 年万科净负债率情况	27
图表 59: 2019 年 Top5 房企有息负债规模 (亿元)	28
图表 60: 2010-2019 年房企有息负债占比总负债.....	28
图表 61: 2019-2030 年房地产市场规模及增速预测	28
图表 62: 2019-2024 年万科销售规模和市占率预测	28
图表 63: 2010-2019 年万科物业服务营业收入与增速	29
图表 64: 2019 年各物业公司营业收入及毛利率.....	29
图表 65: 物业行业其他公司市值 (亿元)	29
图表 66: 2019 年各物业公司管理面积规模	29
图表 67: 万科物流仓储及其主要客户	30
图表 68: 万科一线城市写字楼	30
图表 69: 万科长租公寓: 泊寓	31
图表 70: 万科持有型物业情况	32
图表 71: 万科持有型物业全口径估算规模.....	32
图表 72: 万科持有型物业并表口径估算规模	33
图表 73: 万科盈利预测 (亿元)	34
图表 74: 相对估值	35
图表 75: 绝对估值-FCFE 贴现 (单位: 百万元).....	36

万科开发业务效率领先

公司概况

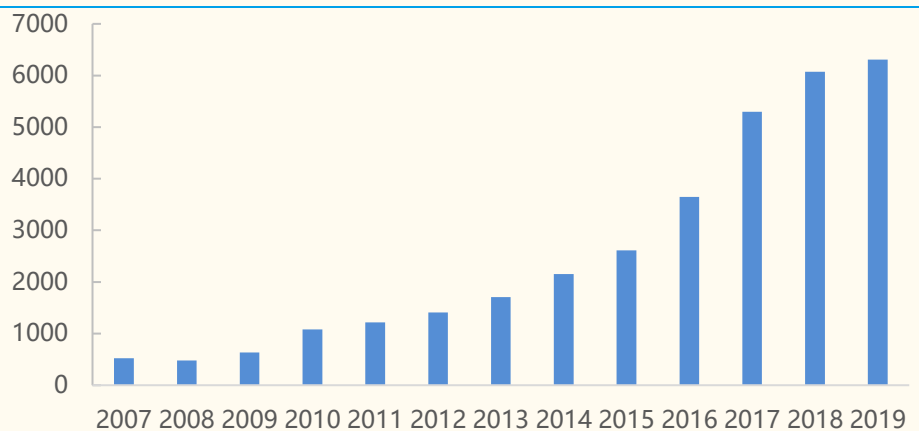
- 万科成立 36 年来，尤其是 1991 年上市之后，一直处于引领行业变革的领导者地位。从专注于大众住宅，到开创快周转的商业模式，万科始终能在保持增长速度的同时，有效地控制经营风险，并能够为更长期的发展储备能力。
 - 1984-1993 年：初创期-多业务并行

1984 年，万科前身深圳现代科教仪器展销中心成立，隶属于深圳经济特区发展公司；1988 年，作为深圳第一批国有公司进行股份制改造，公开发行 2800 万元股票，成为深交所第二家上市公司；1993 年，形成商贸、工业、房地产、文化传播、股权投资五大经营构架。
 - 1993-2012 年：快速成长期-聚焦房地产

1993 年，上海城市花园项目启动，自此万科确立以城市大众住宅开发为公司主导业务。2000 年完成业务整合，成为专业住宅开发企业。2004 年，提出 10 年后销售千亿元的计划，并在 2010 年提前 4 年完成目标，成为国内首家破千亿元销售额的地产企业。
 - 2012 年-至今：“房地产+物业服务+持有型物业”建设期

2012 年，公司提出“城市配套服务商”策略，开始探索和建设“房地产+服务”。2014 年成为首个销售额超过 2000 亿元的房地产企业，随后，万科从 2000 亿元，到 5000 亿元，6000 亿元，完成阶梯式突破。在 2007-2015 年间连续 9 年全国销售金额排名第一，2016-2019 年全国排名第二。

图表 1：2007-2019 年万科全口径销售金额（亿元）



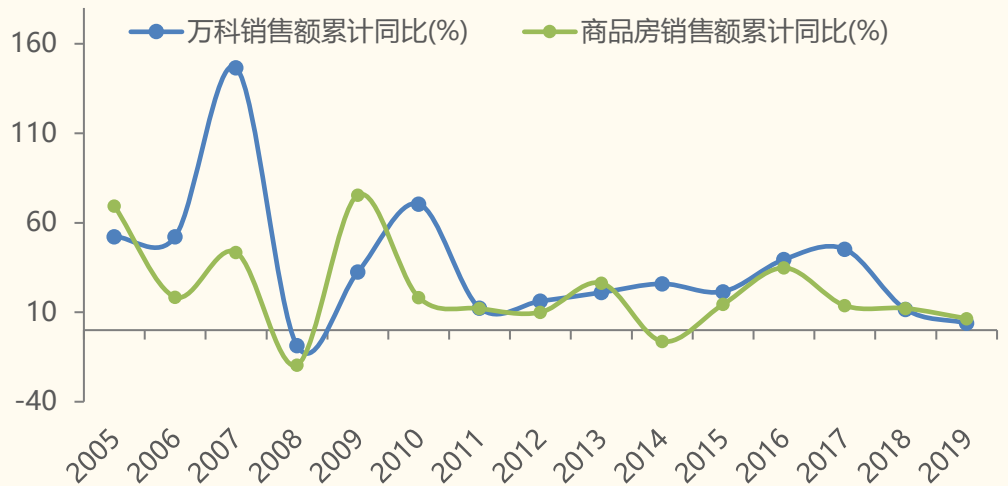
来源：公司公告，国金证券研究所

深耕大众住宅，首创高周转模式

- 万科从 1993 年开始将公司主业确立为“为普通人盖住宅”，并深耕至今。对比同行，保利、恒大、融创直到 1996-2003 年才陆续进入房地产行业。而万科自全面转型房地产开发主业以来的经营战略始终引领行业，首创高周转模式，不拿地王不囤地；刚需为主，全装修，强调物业服务；小股操盘，低库存高周转。

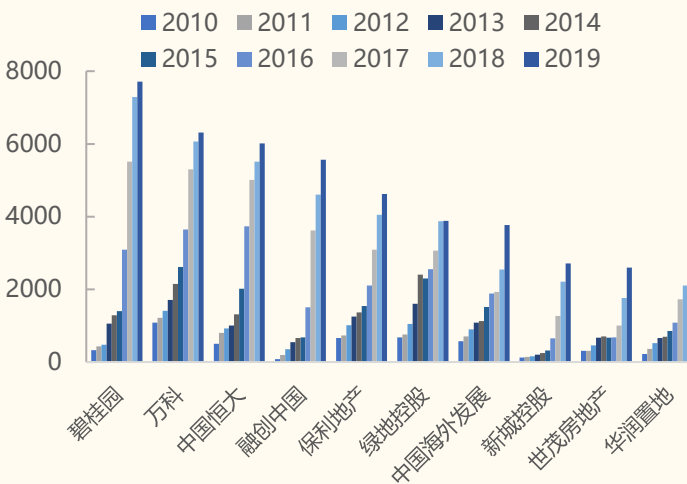
坚持大众住宅路线和高周转使得万科在销量和市场份额上遥遥领先市场。在 2007-2015 年间连续 9 年全国销售金额排名第一，2016-2019 年全国排名第二。自 2006 年以来，万科全口径销售金额累计同比增速在绝大多数年份上领先行业。市占率自 2007 年由 1.8% 上升到 2019 年 3.9%。

图表 2：全国与万科商品房销售额同比增速情况



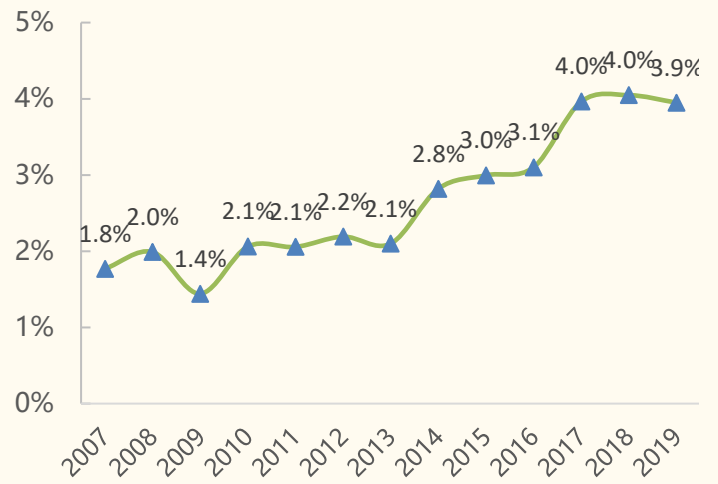
来源：Wind 资讯，国家统计局，国金证券研究所

图表 3：2010-2018 年万科与同业销售额对比 (亿元)



来源：克而瑞，公司公告，国金证券研究所

图表 4：2007-2019 年万科市占率变化情况



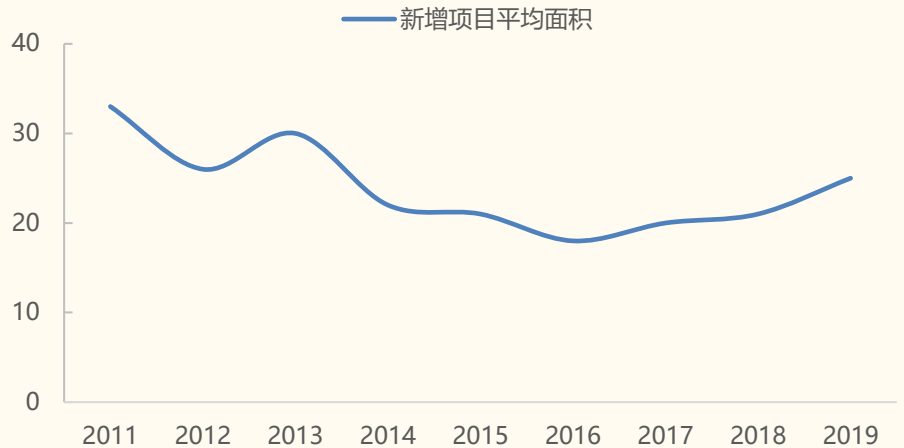
来源：公司公告，国家统计局，国金证券研究所

拿地风格上，高周转的模式下万科坚持不拿地王不囤地，项目规模适中，平均单项目建筑面积较小，以保证快速销售回款。

产品类型上，万科始终坚持做大众住宅的首置首改户型，2019 年 144 平方米以下户型比例占所有户型的 91%。

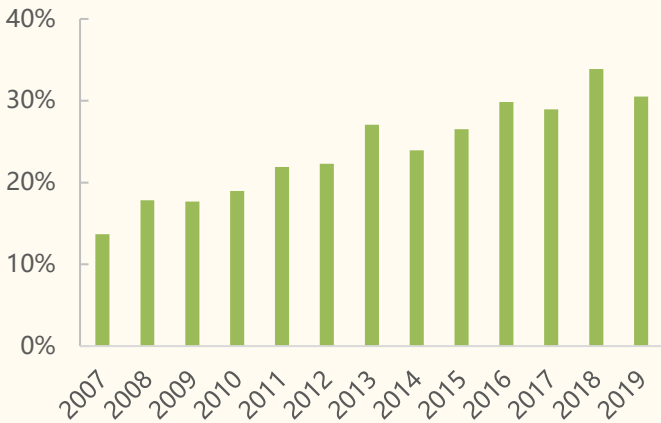
合作方式上，万科自采取高周转模式后，提倡采用小股操盘的合作模式以加大经营杠杆，少数股东权益不断提高，从 2017 年的 13.7% 上升到 2019 年的 30%。

图表 5: 万科历史新增平均单项目建筑规划面积 (万方)



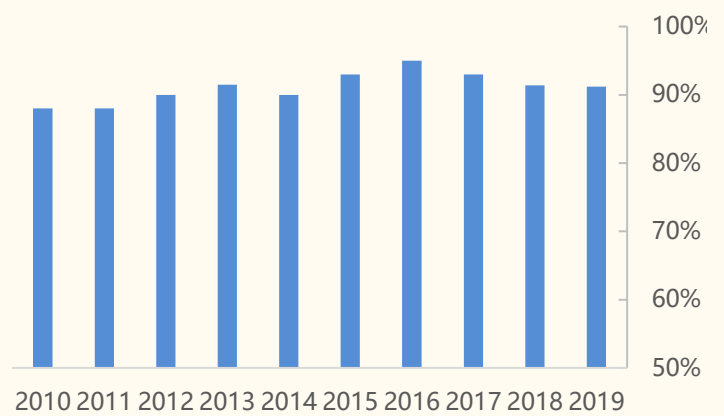
来源: Wind 资讯, 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 2007-2019 年万科少数股东权益比例情况



来源: Wind 资讯, 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 万科 144 平方米以下首置首改户型占比

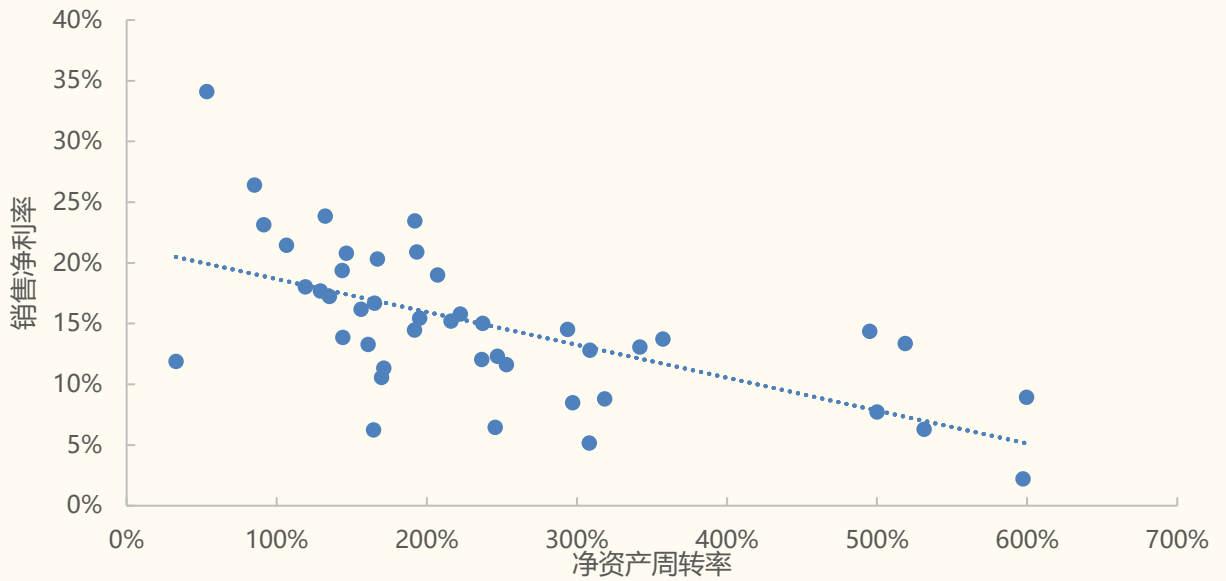


来源: Wind 资讯, 公司公告, 国金证券研究所

高周转是提升 ROE 最有效的途径

- 根据杜邦分析框架, 提升净资产收益率可通过提升销售净利率、总资产周转率和权益乘数三种途径, $\text{总资产周转率} \times \text{权益乘数} = \text{净资产周转率}$ 我们。通过分析销售排名前 50 房企历年来净利率和净资产周转率数据, 两者呈现负相关关系, 斜率有利于周转率指标, 因而提升净资产周转率是提升 ROE 最有效的途径。

图表 8：销售排名 Top50 房企销售净利率与净资产周转率之间的关系

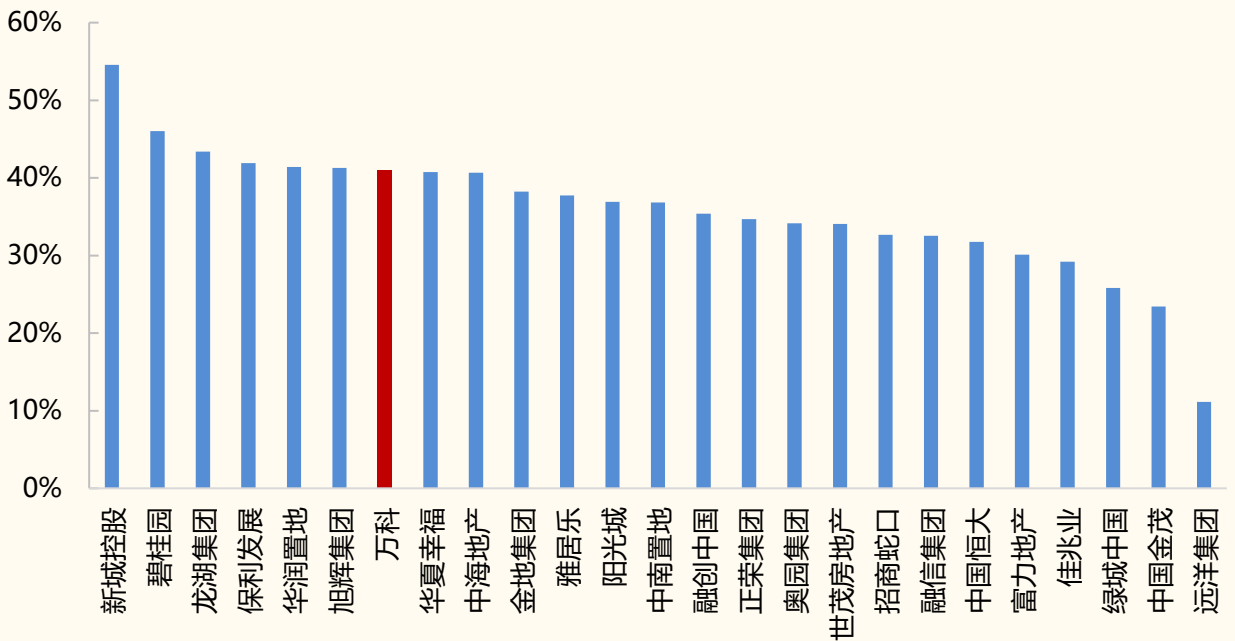


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

用并表回款和表内房地产资产计算周转率

- 我们选取行业销售额前 30 名公司作为样本，用并表现金流替代营业收入，并在总资产中剔除非房地产部分以及已经实际上归属于客户的部分，计算得到万科的房地产业务总资产周转率排名靠前。

图表 9：分子采用并表回款，分母剔除长期股权投资、合同负债的二分之一及投资性房地产后的总资产周转率

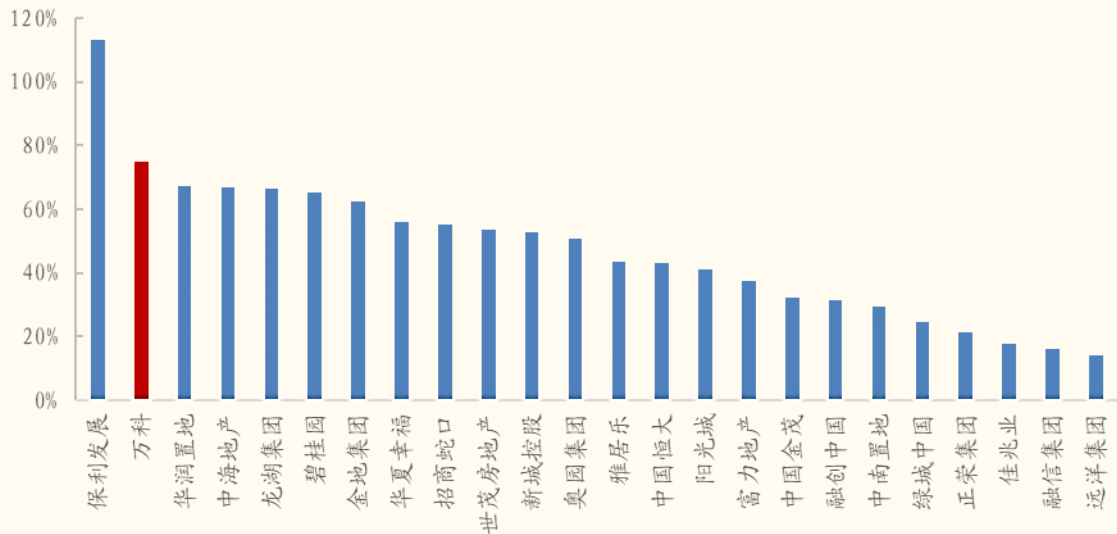


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

用盈利和波动指标调整周转率

- 周转的质量体现为同等周转水平下更高的稳定性和安全性。我们将毛利率、销售费用率、管理费用率、融资成本以及净负债率及其波动考虑为周转率质量的调整因子，经过标准化和加权技术处理后，样本中前三的分别是保利地产、万科、华润置地，万科仅次于保利地产排名第 2。

图表 10：抗风险及盈利能力调整后的总资产周转率



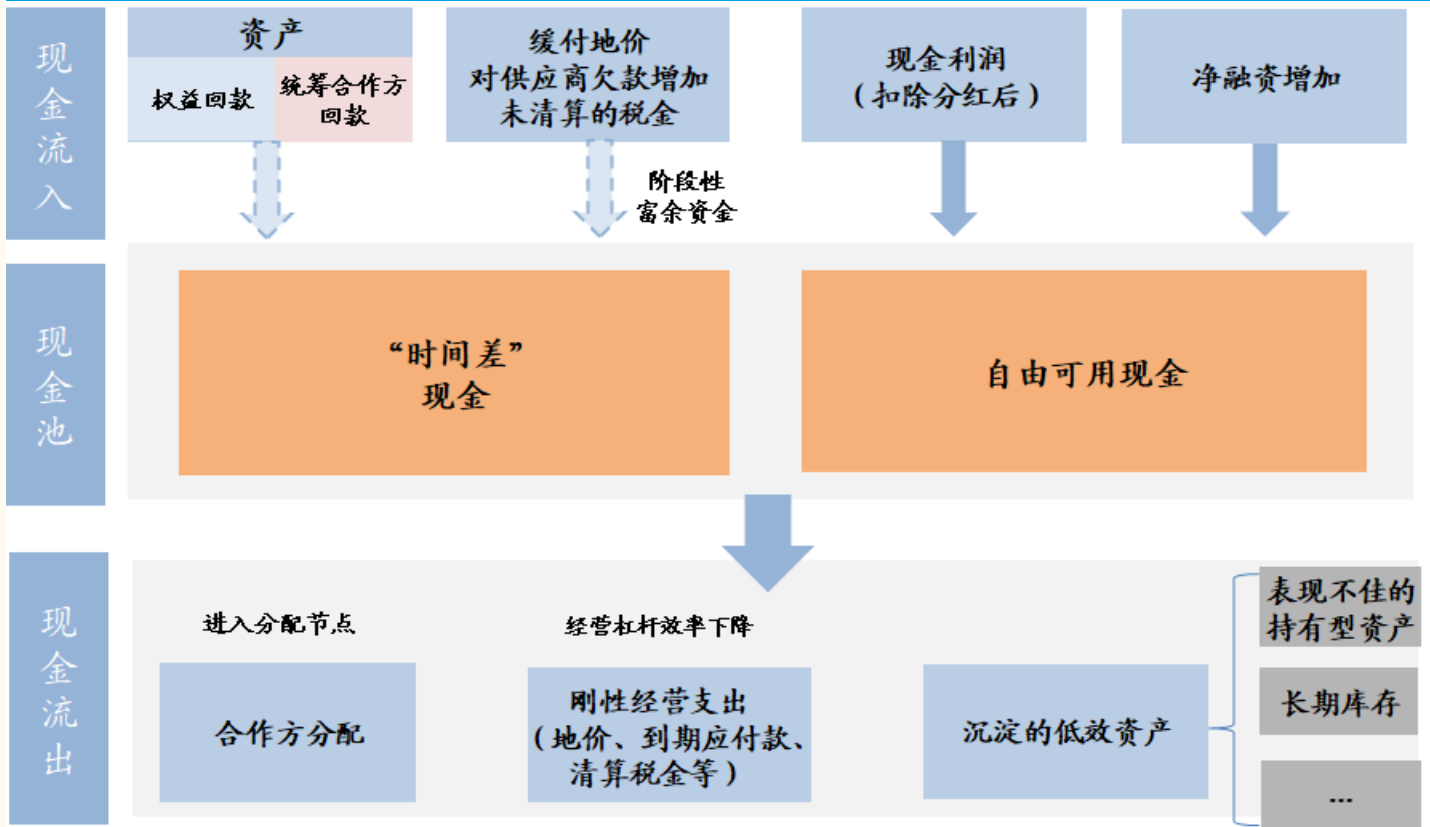
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

万科擅于运用优质的经营杠杆和权益杠杆

- **从集团资金池角度看经营杠杆和权益杠杆的运用。**为了加快净资产周转率，房企需要尽可能多占用资金，并提高资金使用效率。相对于财务杠杆来说，经营杠杆和少数股东权益杠杆更加廉价和安全。从集团的角度来考察现金状况，我们可将现金分为“自由可用现金”和“时间差现金”两个部分。“自由可用现金”由扣除分红后的现金利润和净融资增加构成；“时间差现金”包括项目权益回款，可供统筹的合作方回款，缓付地价，应付账款和未清算税金等应支出尚未支出项目在房企扩张的过程中带来的阶段性富余现金。相应的，如果房企项目合作比例降低，开发规模停滞不前，或低效资产增加则会使“时间差现金”逆转，低效资产增加甚至会侵蚀自由可用现金，导致现金使用效率降低。

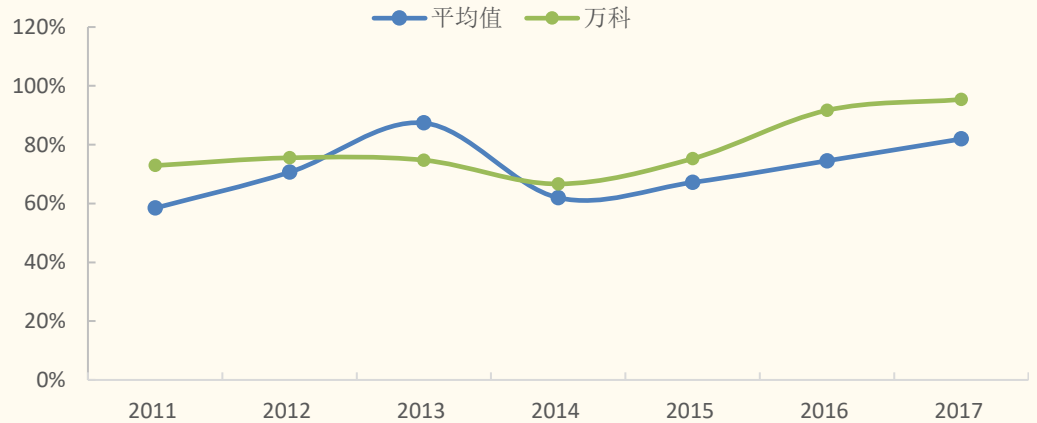
万科在行业中最先鼓励合作开发和小股操盘的模式，在统筹资金的背景下，合作带来了很高的少数股东权益杠杆；应付账款方面的金融创新也是万科提高资金使用效率的利器。可以说，万科在经营杠杆和权益杠杆的使用上是房企的典范。

图表 11：从房企现金流角度看经营杠杆和权益杠杆的运用



来源：国金证券研究所

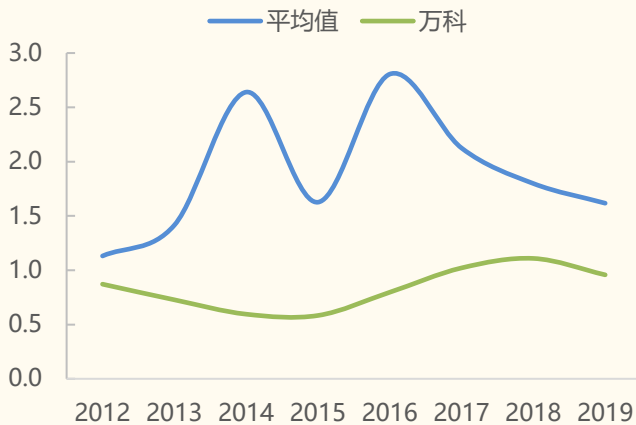
图表 12：万科回款率情况（根据财报数据只能倒算至 2017 年）



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

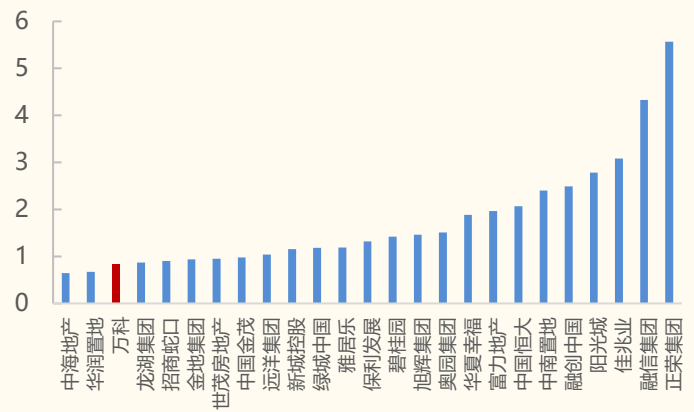
- 经营杠杆和少数股东权益杠杆是比财务杠杆更优质的杠杆。万科在财务杠杆使用上较为谨慎，财务杠杆水平始终在样本平均水平以下，万科 2012 年以来财务杠杆均值为 0.8，在样本房企中排倒数第 3。
- 万科擅于获得更多的时间差现金，运用优质无息杠杆及权益杠杆。在经营杠杆使用上始终领先于市场平均水平。2019 年万科经营杠杆为 4.4，行业均值为 2.8，万科经营杠杆是样本房企平均水平的近 1.6 倍。
- 2011 年以来无息负债与有息负债比值一直高于样本房企平均水平。样本房企 2011-2019 年无息负债和有息负债比值均值为 2.18，万科在样本房企中排名第一，为 5.03。

图表 13: 2012-2019 年样本房企财务杠杆情况



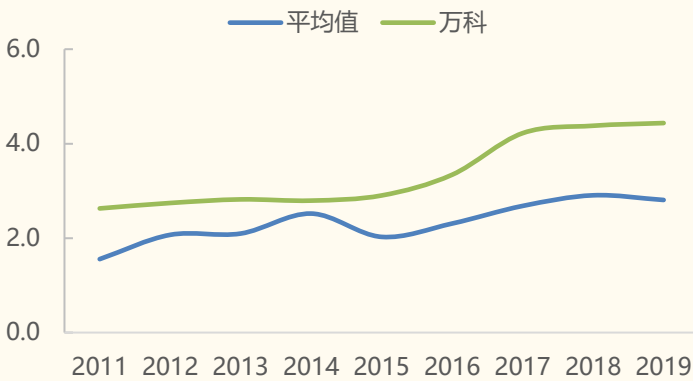
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 样本房企 2012-2019 年平均财务杠杆



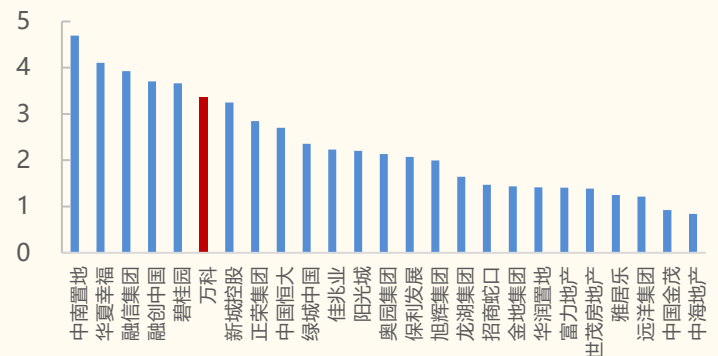
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 15: 2011-2019 年样本房企与万科经营杠杆情况



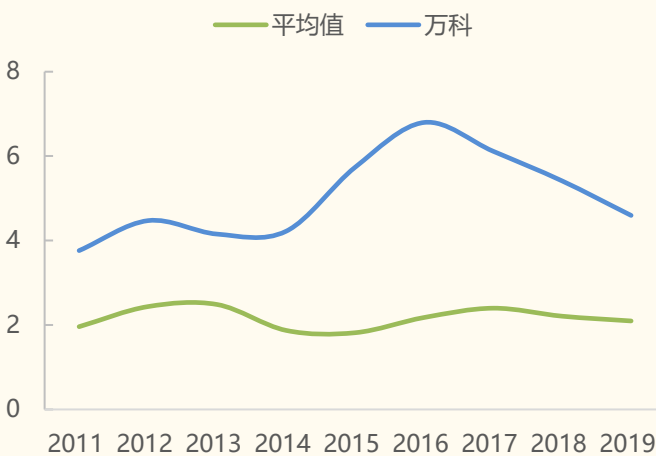
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 样本房企 2011-2019 年平均经营杠杆



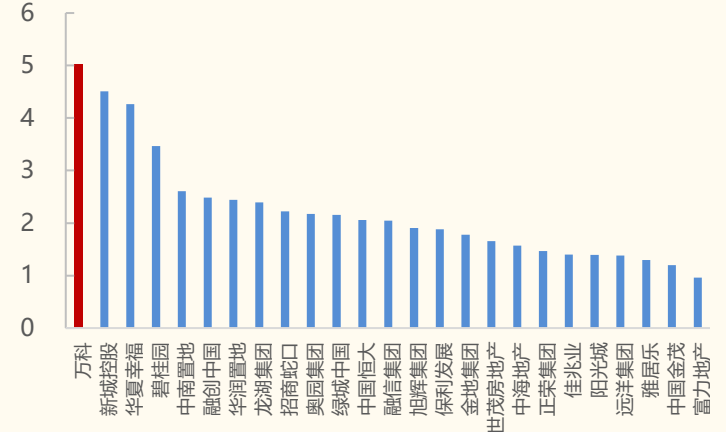
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 17: 2011-2019 样本房企年平均无息负债和有息负债比值情况



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 18: 样本房企 2011-2019 年平均无息负债与有息负债比值



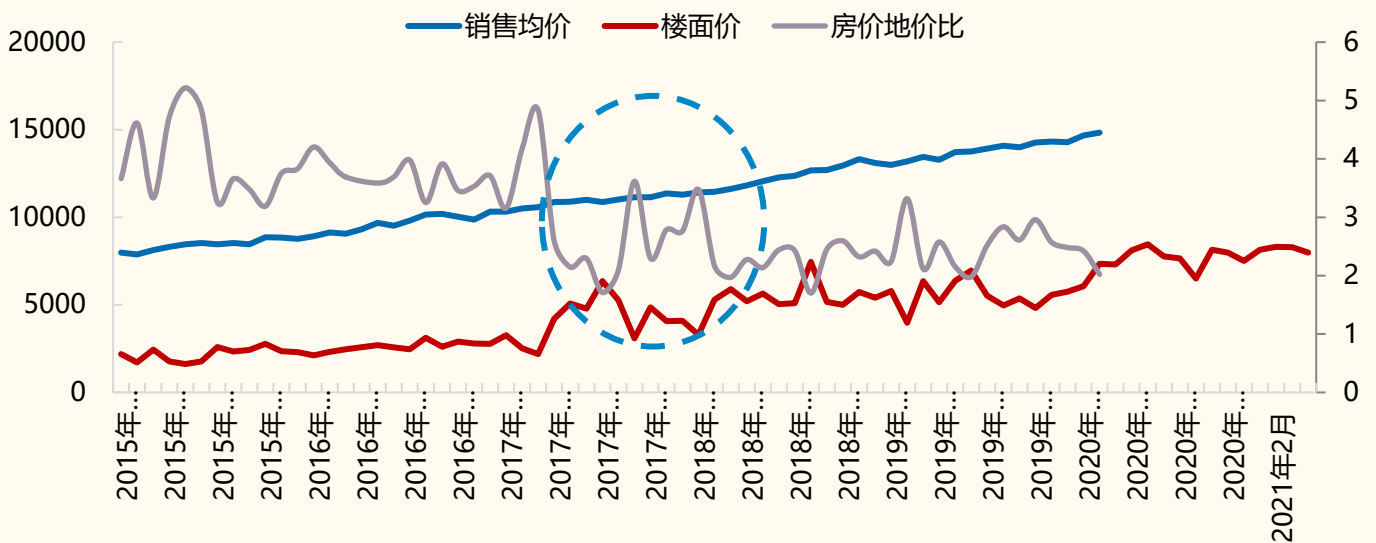
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

从中短期和长期角度看行业面临的挑战和机会

中短期：毛利率拐点向下，一季度数据基本符合预期，股价已完成调整

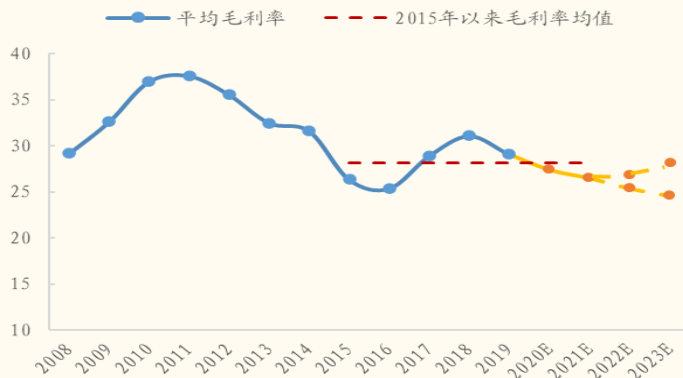
- 2019 年年报分析中，通过分析全国加权平均房价以及与房价对应的平移处理之后的地价数据，我们判断，未来两年行业结算毛利率将持续下降。Top30 房企 2019 年结算毛利率算术平均为 29.1%，较 2018 年下降 2.0pcts，自 2016 年以来的毛利率回升周期结束，持续 3 年增长后出现首次下降。目前结算毛利率较 2015 年以来毛利率均值 28.2% 高 0.9pcts，较本轮周期低点 25.3% 高 3.7pcts。
- 样本房企中 2020 年已披露一季报的房企（12 家 A 股房企）结算毛利率情况基本符合毛利率下行的预测。2020Q1 样本房企结算毛利率算术平均为 29.79%，较 2019 年下降 1.3pcts，相比去年同期下降 4.1pcts。2020Q1 延续了去年的毛利率拐点向下趋势。
- 房企的结算一般滞后于销售 2 年左右，2020-2021 年结算毛利率受 2018-2019 年销售影响将呈下降趋势；近期，多个重点城市房价已有所上涨。目前时点看，2022 年结算毛利率可能有两种情况：若全国主要城市的房价在 2020 年下半年出现普遍上涨，则 2022 年结算毛利率可能见底，行业有可能出现销售毛利率回升的小周期；若房价上涨动力不足，则 2022 年结算毛利率仍将缓慢下降。
- 目前盈利能力下降等因素已经比较充分的体现在股价中。

图表 19：经过平移技术处理的房价-地价历史情况（元/平方米）



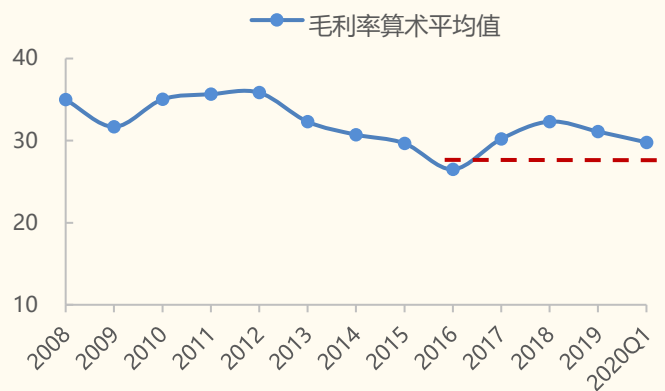
来源：克而瑞，国金证券研究所报告

图表 20: 2008-2023E 样本房企结算毛利率情况 (%)



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

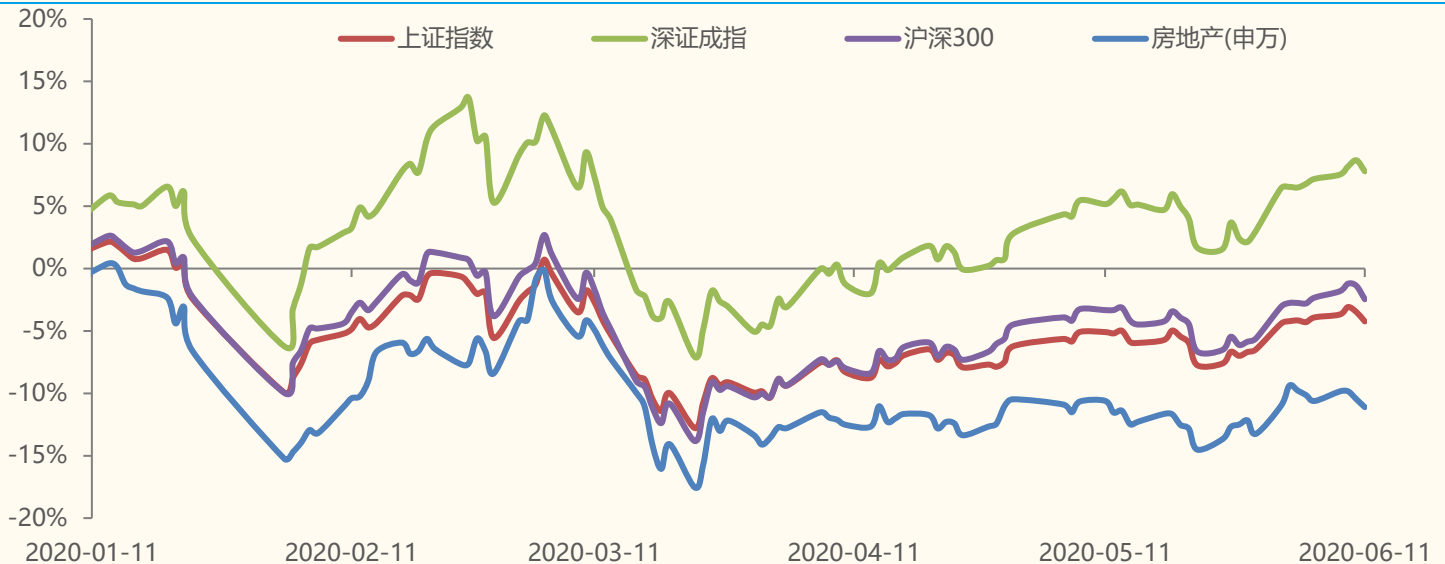
图表 21: 2008-2020Q1 样本中 A 股房企结算毛利率情况 (%)



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

注: 由于港股未披露一季报信息, 图表 21 中样本仅包含 30 中 A 股

图表 22: 大盘指数与地产指数走势对比 (%)



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

中短期: 毛利率下行压力得到缓解, 行业出现β机会

- 近期, 重点关注城市中多个城市一手商品住宅交易市场火热, 交易套数超过去年同期, 交易数量维持高位。
- 二手商品住宅交易均价整体呈上涨趋势。我们以 2019 年 3 月第一周成交均价作为固定基数, 通过数据处理得到样本城市价格指数 (剔除疫情期间数据及武汉数据)。从指数情况看, 2019 年 8 月至 2020 年 1 月底疫情爆发前, 样本城市成交均价呈现波动上涨。2020 年 4 月样本城市均价基本恢复到疫情前水平, 5 月交易均价较 4 月有所上涨。
- 考虑到行业毛利率下行因素已完成股价调整, 重点城市房地产市场商品住宅成交量数据向好, 房价较疫情前上涨, 行业毛利率下降压力初步得到缓解, 行业出现β机会。

图表 23：一手房商品住宅交易套数

	北京	上海	重庆	深圳	广州	南京	武汉	成都	苏州	大连	西安	长沙	宁波	无锡	福州	沈阳	青岛	济南	合肥	长春	兰州	温州
2020年第10周	360	1291	585	775	799	668	0	2460	1250	99	1334	727	583	706	488	1737	1069	912	1453	895	1361	460
2020年第11周	419	1374	1672	833	820	841	--	2796	857	116	1107	1027	1750	1040	348	2253	1817	1277	1408	1229	1273	555
2020年第12周	584	1626	2536	792	1483	599	0	2779	818	535	883	1384	1829	823	445	2153	2511	1484	1366	1555	1547	515
2020年第13周	534	2204	3522	569	1779	951	--	2174	832	248	711	1200	2459	699	525	2518	2885	1745	1204	1594	1423	784
2020年第14周	373	2010	2608	818	1523	1831	469	1171	1324	221	879	1920	2688	779	322	2185	2688	1738	1288	1394	1845	800
2020年第15周	1153	1989	4298	811	1079	1469	563	2607	1017	250	809	1290	1785	588	254	2208	2164	1661	1384	1329	2055	636
2020年第16周	741	2123	2603	773	1385	1485	1723	3790	1163	251	769	1361	1852	1045	347	2754	2674	2363	1965	1411	1726	690
2020年第17周	1150	2614	4213	697	1586	849	2241	4165	1206	395	1271	1774	2707	1284	198	3529	3778	1757	1615	1742	1600	1313
2020年第18周	1025	3525	3570	714	1516	860	2364	1439	1186	306	1231	2159	2942	778	270	3164	3004	1923	1032	1065	1277	1384
2020年第19周	692	3180	4006	556	1356	2602	1847	2244	812	308	468	1537	3075	784	304	2548	2038	1991	1076	1136	1376	957
2020年第20周	883	2391	3733	860	1524	1788	2964	2716	1171	723	1377	1272	2887	901	483	3347	2462	2528	1593	1629	1466	1222
2020年第21周	1114	2978	4028	759	1389	1051	5351	3784	1366	322	1620	1928	2791	1030	437	3923	2864	2524	1738	1498	1534	3196
2020年第22周	1238	3467	5094	732	2212	1344	1156	3566	1788	615	1861	2507	3515	1829	608	3990	3295	2523	1414	1639	1858	4085
2020年第23周	791	2712	3088	1089	1662	2286	1414	4346	1448	253	923	2068	3536	1068	223	3832	2439	1948	1598	1644	1467	1901

来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 24：一手房商品住宅交易套数同比 (%)

	北京	上海	重庆	深圳	广州	南京	武汉	成都	苏州	大连	西安	长沙	宁波	无锡	福州	沈阳	青岛	济南	合肥	长春	温州
2020年第10周	-49.0	-58.4	-83.5	6.2	-45.7	-57.1	-100.0	-6.8	84.1	-73.8	-35.3	-13.1	-61.3	-52.3	28.4	-27.4	-46.1	-48.5	31.6	-55.8	-40.7
2020年第11周	-64.2	-18.7	-52.7	-1.1	-20.4	-16.1	--	20.1	27.9	-65.8	-63.7	53.5	-13.7	-4.0	-34.5	-14.4	-11.0	-18.6	46.5	-38.6	-48.3
2020年第12周	-57.3	-47.1	-43.7	-5.9	-47.8	-63.0	-100.0	29.3	29.2	33.4	-80.2	12.1	-29.0	-38.4	-34.8	-29.7	2.9	-11.6	13.9	-16.2	-59.1
2020年第13周	-23.4	-39.5	-42.2	56.8	-46.2	-18.3	--	-3.9	-1.2	-38.3	-76.6	-53.6	-36.5	-37.9	-6.8	-12.5	20.4	-7.9	-17.0	-18.8	-47.3
2020年第14周	-64.9	4.2	-56.8	31.5	16.0	24.6	-85.4	-2.0	66.3	-16.9	-48.2	46.9	43.9	-31.8	-7.5	-12.6	77.3	1.9	29.8	8.0	-32.2
2020年第15周	3.0	-34.1	-12.3	85.2	-35.2	28.1	-81.7	26.9	-43.2	-46.0	-52.0	74.1	-49.8	-40.1	-47.8	-24.6	-23.6	-29.7	-22.5	-34.4	-55.6
2020年第16周	12.8	-25.7	-38.8	17.7	-23.7	-6.7	-56.1	77.6	-22.9	-34.0	-55.9	22.0	-44.6	38.8	0.3	-20.6	2.1	11.2	21.7	-21.0	-36.3
2020年第17周	11.9	-25.3	-41.8	-7.2	-14.7	-2.1	-36.6	66.6	-29.3	-12.8	-23.8	31.3	-34.0	8.8	-46.5	-12.5	69.6	-21.1	-0.6	-10.4	-7.6
2020年第18周	94.9	108.8	4.1	-25.9	21.6	-30.5	-4.1	58.8	16.6	-23.5	-33.7	134.7	26.0	89.8	22.7	42.2	104.5	110.6	25.4	17.8	-6.5
2020年第19周	-65.4	3.1	-14.4	-54.1	-19.0	118.5	-58.0	56.3	-52.6	-24.9	-82.2	23.8	20.2	-30.1	-60.2	-22.9	-16.4	24.7	-30.1	-23.7	-24.9
2020年第20周	-64.8	-10.8	45.4	-22.1	-13.1	39.1	-29.6	106.1	-8.7	54.8	-31.2	45.7	-0.1	-13.3	6.9	8.6	0.0	54.4	20.7	23.9	8.8
2020年第21周	-69.18	-11.47	-12.81	-28.93	-20.26	-9.00	66.80	141.79	-6.18	-15.71	-23.30	-3.41	12.00	-23.65	-10.63	17.56	-3.60	51.77	51.92	-33.86	7.12
2020年第22周	-70.17	21.86	-18.18	-0.27	10.66	56.83	-68.17	38.70	38.60	-2.54	-16.32	25.16	-30.17	-19.89	10.14	-7.40	13.66	21.30	34.92	-19.54	51.06
2020年第23周	-50.8	41.5	-31.3	17.0	30.5	299.7	-63.5	179.5	5.6	-36.3	-28.0	18.5	20.6	-52.5	-48.1	85.1	5.6	40.6	35.2	10.3	88.4

来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 25：二手房成交均价环比 (%)

	二手成交均价环比									
	20200412	20200419	20200426	20200503	20200510	20200517	20200524	20200531	20200607	
北京市	0.70	2.41	1.32	5.08	0.94	-0.37	-2.79	2.34	-3.47	
成都市	0.11	0.14	0.26	0.68	2.55	-0.02	-1.85	-0.27	1.18	
大连市	1.76	6.05	-0.52	-2.23	5.38	-0.83	0.15	0.63	8.54	
东莞市	7.07	4.82	-14.25	8.32	2.06	-11.90	11.59	-2.85	8.03	
杭州市	3.78	-0.06	-1.08	0.77	-0.13	-2.45	2.77	5.12	-5.53	
合肥市	-3.47	2.04	3.62	-1.25	1.36	-6.69	5.63	0.96	0.78	
惠州市	-0.57	8.22	-7.08	0.08	-2.94	6.42	2.29	-2.86	2.81	
济南市	5.16	0.37	0.43	0.14	7.46	-9.92	0.34	3.45	-1.56	
廊坊市	2.81	-4.31	4.81	2.55	-2.82	-3.13	4.18	-3.05	1.04	
南京市	-3.83	7.39	-3.24	-4.62	2.94	-2.54	3.85	-4.60	2.63	
青岛市	6.74	-7.83	7.45	-5.63	6.85	-7.37	7.90	-5.99	1.44	
厦门市	0.31	1.58	-8.92	8.75	6.96	-9.88	4.54	-8.03	18.73	
上海市	0.69	2.90	-0.66	0.40	0.07	-4.98	2.55	0.93	2.84	
深圳市	5.15	-6.20	-0.12	0.79	-0.69	-1.29	-1.87	9.13	-1.77	
沈阳市	7.52	2.70	5.30	-7.57	3.62	-1.45	0.26	-2.93	8.88	
石家庄市	-3.87	3.96	-7.47	7.04	-1.21	1.57	-2.74	4.01	5.97	
苏州市	0.56	-3.58	10.99	-5.86	-0.81	6.69	4.93	-22.21	18.24	
天津市	-0.29	-0.65	-3.00	4.09	-0.92	-0.86	3.49	-5.57	3.72	
无锡市	-12.00	24.83	4.66	-16.45	-0.13	-11.43	27.77	1.92	6.05	

武汉市	0.00	0.99	-1.10	3.37	4.59	0.55	-1.53	-2.08	4.81
西安市	1.73	-2.31	3.44	1.75	-3.77	3.03	1.42	0.63	4.51
烟台市	-2.00	2.90	-4.06	-2.57	1.58	0.04	7.79	-1.66	-5.10
长沙市	-1.19	4.16	-12.22	0.97	1.19	9.63	-1.32	13.89	-14.11
郑州市	-0.41	2.27	1.40	-2.54	-1.87	2.73	-0.58	0.35	-0.60
重庆市	3.77	1.43	-3.83	4.44	-0.62	4.49	-0.55	-1.19	-0.23

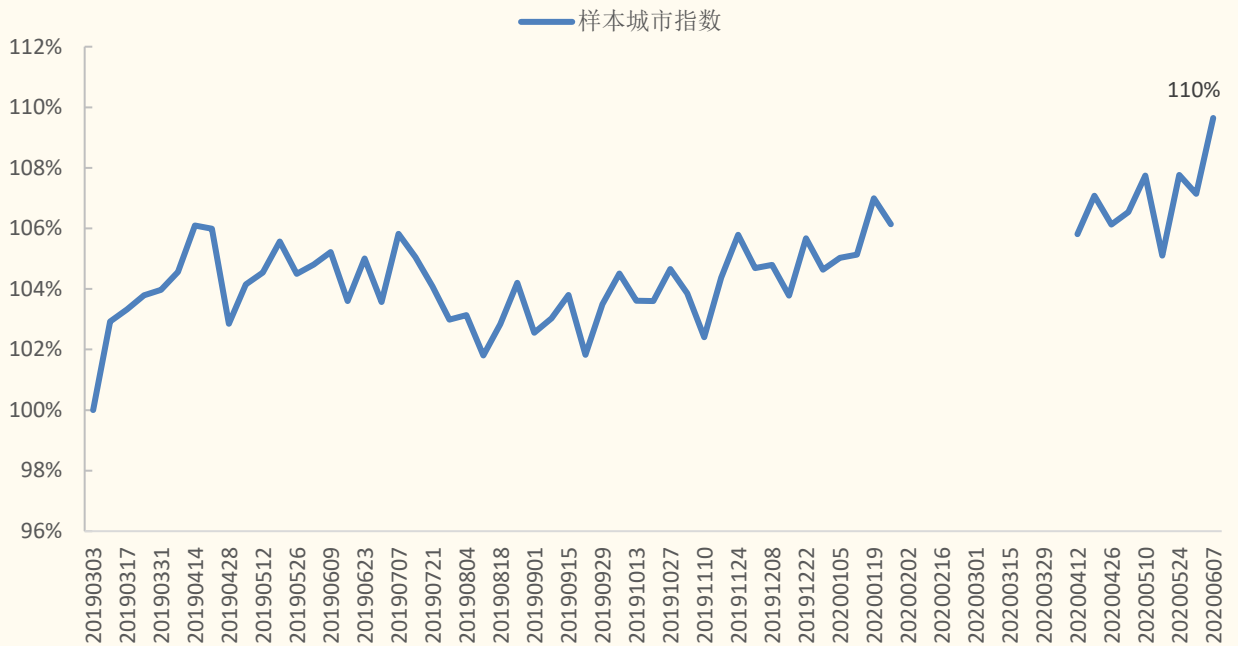
来源：贝壳，国金证券研究所

图表 26：二手房成交均价同比 (%)

	二手成交均价同比								
	20200412	20200419	20200426	20200503	20200510	20200517	20200524	20200531	20200607
北京市	-7.56	-4.79	-2.40	-1.12	0.31	-1.48	-2.27	-0.94	-3.84
成都市	2.70	0.28	1.11	0.61	4.89	4.72	3.82	1.46	8.60
大连市	-2.72	12.43	6.01	4.03	10.14	8.57	8.89	12.61	19.17
东莞市	21.22	38.45	12.14	12.72	19.86	8.78	18.91	21.80	30.66
杭州市	7.40	5.31	21.53	13.20	-0.67	2.42	9.58	6.73	2.55
合肥市	-0.58	-2.11	4.46	7.63	2.11	-1.01	4.03	5.50	7.00
惠州市	8.82	15.26	6.07	3.97	-2.49	9.71	9.77	6.71	12.59
济南市	-11.34	-9.46	-2.19	-5.01	3.23	-5.89	-10.13	-5.12	-6.46
廊坊市	-14.94	-14.74	-8.51	-3.41	-15.19	-9.50	-5.82	-11.22	-8.31
南京市	4.09	14.56	7.49	1.49	12.79	1.95	6.13	3.98	1.44
青岛市	-8.12	-20.49	-0.04	-2.57	-8.03	-15.43	-2.25	-0.37	-8.81
厦门市	-8.36	-14.48	-11.19	4.01	9.40	-9.09	-0.92	-22.35	-8.83
上海市	5.33	5.91	1.77	6.32	6.96	0.83	0.99	4.06	10.63
深圳市	19.46	11.31	11.62	12.77	11.90	10.88	0.63	13.41	16.00
沈阳市	4.72	2.23	22.06	-2.07	10.25	-4.37	4.42	5.55	16.50
石家庄市	-8.38	3.89	-9.15	-1.01	3.30	-10.97	-7.91	3.35	11.31
苏州市	-4.98	-9.47	2.99	-6.14	3.76	13.09	18.06	-8.54	15.49
天津市	-8.42	-5.71	-7.12	-3.61	-0.27	-6.11	-1.14	-13.26	-9.45
无锡市	-12.83	3.60	21.28	-8.80	-16.99	-20.48	25.11	33.49	16.50
武汉市	-4.73	-7.80	-11.54	-6.30	-1.59	2.22	-4.30	-5.27	-0.45
西安市	-4.26	6.14	8.08	8.36	0.94	1.15	6.20	9.12	8.67
烟台市	0.46	8.84	5.70	3.11	-0.19	-0.51	20.44	15.68	-1.34
长沙市	2.90	7.57	8.03	-6.66	3.68	5.63	3.35	24.12	-5.11
郑州市	-10.98	-5.49	-4.55	-8.24	-10.94	-6.98	-8.76	-4.43	-5.48
重庆市	0.17	2.49	-3.30	-2.05	2.34	5.31	4.29	1.93	3.01

来源：贝壳，国金证券研究所

图表 27：样本城市二手房成交均价指数情况



来源：贝壳，国金证券研究所整理

中短期：一二线城市预售条件放松，有助于一二线城市房企提高周转

- 为保证消费者权益，约束开发商投资销售行为，此前各城市预售证审批在投资额度、工程进度等各方面均有较为严格的规定。此次为缓解疫情期间开发商的资金压力，帮助房企加快资金回笼，苏州、厦门、深圳等多个重点一二线城市均对预售条件有所放松。

这一轮预售条件的放松为一二线房企带来了窗口期，有利于房企加快项目周转，改善资金周转同时有助于销售规模的扩大。

图表 28：疫情期间放松预售条件的部分城市列表

城市	城市等级	时间	预售政策调整内容
苏州	二线	2020/02	分期销售项目每期申请预售面积由不低于3万平方米的要求，调整为高层、小高层商品房不少于2万平方米，多层商品房不少于1万平方米。
厦门	二线	2020/02	根据疫情对建设进度的影响，可适度调整新建商品住房项目预售许可工程形象进度审批标准。
贵阳	二线	2020/02	对不能及时提供相关资料的建设单位，采取“容缺审批”方式对其资质证书、施工许可和商品房预售许可进行审批。建设项目实物工程量达到25%以上，且施工现场员工返岗率达到春节前60%以上的，在办理商品房预售许可证时给予支持。
沈阳	二线	2020/02	积极促进商品房入市和销售，沈阳将24小时随时受理房地产企业商品房预售许可项目形象进度审核。申请预售许可手续齐全的，即时下发预售许可证。
福州	二线	2020/02	疫情防控期间，经营性房地产项目达到总投资25%以上（项目建设形象进度达到±0.00以上），按规定予以办理商品房预售审批手续（安置型商品房仍按原规定执行）。
宁波	二线	2020/02	所有申请商品房预售许可的项目，每批次预售建筑面积由原来的不少于5万平方米调整为不少于2万平方米，每批次间隔时间由原来的不少于3个月调整为不少于2个月。
无锡	二线	2020/02	在疫情前，开发企业申请销售许可时需要形象进度完成30%或者50%，疫情后修改为“只要提供完成25%以上投资的证明”即可。
龙岩	其他	2020/02	疫情防控期间，新建商品预售形象进度要求调整为：中高层及以下（即九层及以下）建筑主体施工形象进度达到地面二层；高层（即十层及以上）建筑主体施工形象进度达到地面一层；超高层（即建筑高度100米及以上）建筑主体施工形象进度达到地面±0.00（装配式建筑的形象进度要求不变）；经营性房地产项目缴纳50%土地出让金后，可以预办理不动产登记，待缴清全部土地出让金后正式登记。
莆田	其他	2020/02	降低预售许可条件，2020年6月30日前，对于注册资本2000万元以上，且企业信用等级A级以上、近期无群体信访和重复投诉等违法违规行为的，其商品房项目地上形象进度达到15%即可申办商品房预售许可证，有地下室的地下一层可相当地上二层。

南通	其他	2020/02	放宽商品房预售许可要求。对于2017年1月1日至文件出台之日间成交土地、且在疫情防控一级响应措施解除后三个月前领取施工许可证的商品房楼栋，开发企业申请销售规模暂不执行原不少于3万平方米的面积规定，申请预售、销售的时间节点可适当提前。
焦作	其他	2020/02	因疫情影响施工建设的，开发企业申请商品房预售时，预售部分完成高层正负零、多层2层以上即可；
钦州	其他	2020/02	阶段性放宽预售许可形象进度要求，预售部分投入开发建设的资金达到工程建设总投资的25%以上即可。
抚州	其他	2020/02	因疫情影响施工建设的，适当降低预售商品房形象进度标准，高层、小高层房屋预售形象进度由原来的1/3调整为1/4，多层房屋预售形象进度由原来达到主体封顶形象进度调整为1/2，符合条件的可依法申请商品房预售许可证。
深圳	一线	2020/03	申请预售的商品房项目，不再要求提交项目资本金余额证明。具备房地产开发一级资质的企业，在保证工程质量、工程进度、建筑工程款等项目相关费用按期足额支付前提下，可向监管银行申请解冻不超过预售资金总额的20%。加快商品房网签进度。简化业务流程，采用“即报即签”方式缩短网签时间，提高商品房网签效率。
武汉	二线	2020/03	2020年10月1日以前取得施工许可证的房地产开发项目，其开发投资额达到25%以上，且高层建筑形象进度达到1/4以上、多层（含六跃七层）及低层建筑形象进度达到正负零，即可申请办理预售许可。
石家庄	二线	2020/03	开工审批24小时不间断服务，降低房地产预售审批许可条件。
长春	二线	2020/03	房企新申办商品房预售许可证，有地下室的标高正负零即可办理，无地下室的地上2层即可办理；诚信经营的房企，新售商品房暂停监管。
东莞	其他	2020/03	简化商品住房销售价格申报办理流程，取得预售许可证或现售备案180天后可申请调价。
湘潭	其他	2020/03	对资信优良企业可适当调整预售许可形象要求，但最低形象进度不低于正负0；适度提高商品房预售资金拨付比例。
岳阳	其他	2020/03	对已取得施工许可证的房地产开发项目，其开发投资额达到25%以上，且多层建筑工程进度达到设计形象进度的1/3及以上以上、高层进度达到1/4及以上的楼栋，可申请办理预售许可证。
鹤壁	其他	2020/03	房地产开发企业申请商品房预售时，多层（6层以下）建筑形象进度完成正负零、小高层（7—11层）建筑完成地面1层、高层（12层以上）建筑完成地面2层施工即可办理预售。
深圳	一线	2020/04	加快商品房供应。申请商品房预售的，必须符合土地出让合同和规划许可条件等要求，并保证项目工程质量。今年内，高层建筑主体施工形象进度达到总层数的二分之一、装配式建筑完成基础工程并达到标高±0.00标准的商品房项目，可以申请预售。
北京	一线	2020/04	对自2020年4月24日起的商品住房项目（含共产房）预售许可办理进行了部分调整。其中，预售许可截止日期调整为预售方案中确定的房屋交付日期；可申请延期但延期期限不得超过《延期交房协议》中约定的商品房交付日期；一个施工许可证批准范围内的可售住宅部分可以申请办理两次预售许可，但最低规模不得小于栋，不得分层、分单元申请预售许可。
沈阳	二线	2020/04	自4月3日起，现有商品房预售监管项目沉淀（应留存）的监管资金提前释放10%，企业可于今年6月底前在商品房预售资金监管系统上自行提取。

来源：国金证券研究所整理

长期：行业需求端面临的挑战与机会

- 我国人口增速下降，人口规模见顶。**根据联合国中性预测，2020-2030年，我国人口总量年均复合增速为0.17%。2020-2025年总人口数将增加1858万人，较2015-2020年总人口增量减少1390万人。2025-2030年总人口增量进一步缩小，仅增长643万人。到2031年，我国人口总量将达到14.64亿的峰值，此后开始进入长期下降趋势。

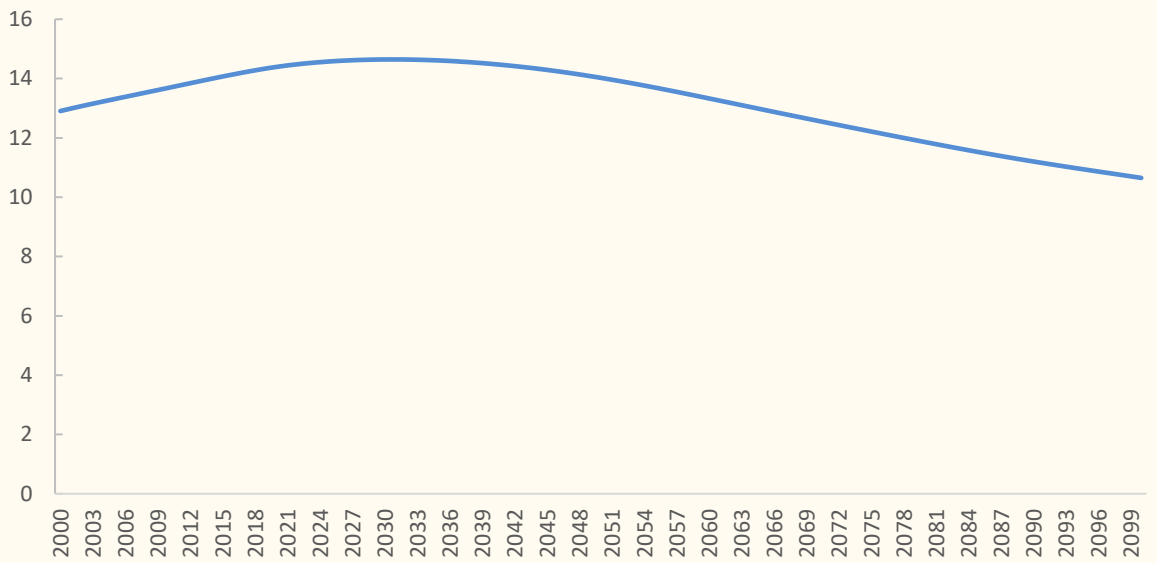
根据美国人口普查局预测，2020-2025年我国总人口将增加1299万人，较2015-2020年人口增量减少1354万人。2025-2030年我国人口总量将由增长变为下降，总人口减少311万人。期间，我国人口总量将在2026年达到14.08亿的峰值。

图表 29：联合国及美国人口普查局对中国人口增量预测（万人）

	2000-2005	2005-2010	2010-2015	2015-2020	2020-2025	2025-2030
总人口增量 (UN)	4023	3803	3804	3248	1858	643
总人口增量 (US)	3398	3440	3080	2653	1299	-311

来源：World Population Prospects 2019, US Census International Population Projection, 国金证券研究所

图表 30：联合国中性预测-中国人口数量（亿人）



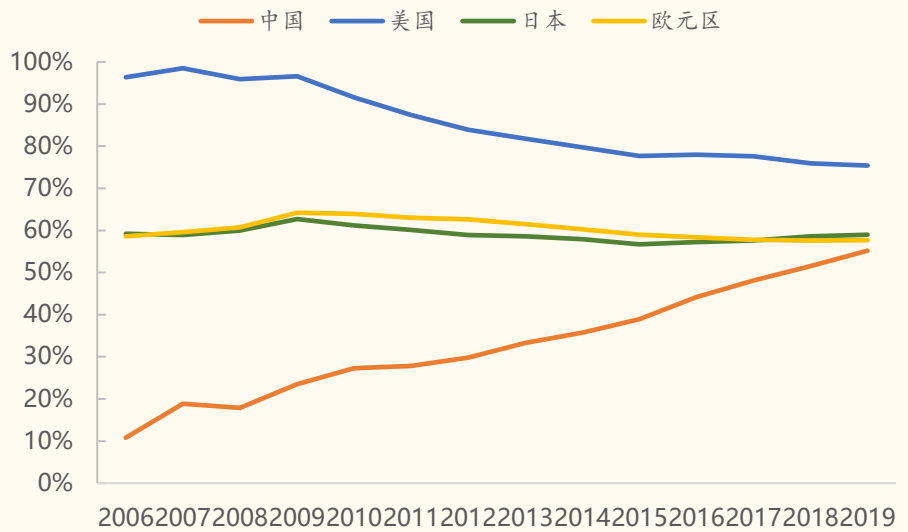
来源：World Population Prospects 2019, 国金证券研究所

- **我国居民部门杠杆率快速升高，接近日本和欧洲水平。**根据国际清算银行数据，我国居民部门杠杆率 2019 年已达到 55%，同期美国为 75%，日本为 59%，欧元区为 58%。经济危机后，2009 年开始美国、日本、欧元区居民杠杆率均呈下降趋势，但我国居民部门杠杆率始终在快速上升，10 年间居民杠杆率上升 31.7pcts，增长近两倍。

居民负债与可支配收入之比近 90%，居民存贷比攀升，加杠杆空间越来越小。2018 年中国居民负债与可支配收入之比为 88%。2019 年住户贷款总额 55 万亿元，住户存款总额 81 万亿元，存贷比达到 68%。

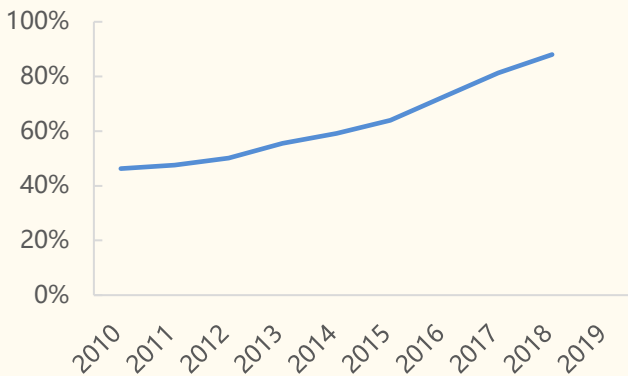
房贷为居民负债主要用途，占家庭负债比重近 8 成。2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查显示，房贷是家庭负债的基本构成。有负债的居民家庭中，77%的家庭有住房贷款，户均家庭住房贷款余额占家庭总负债的比重为 76%。

图表 31：各国居民部门杠杆率



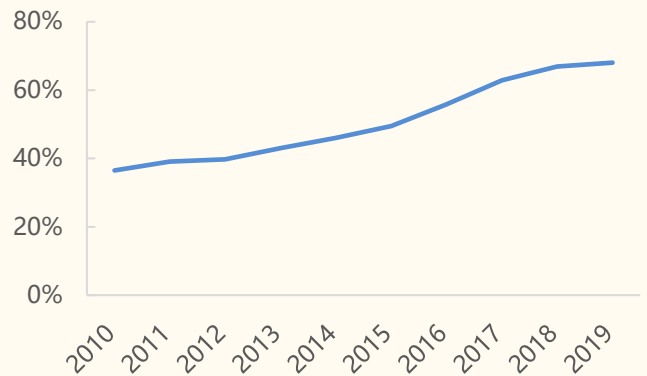
来源：BIS，国金证券研究所

图表 32：中国住户贷款总额与住户部门可支配收入之比



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 33：中国住户部门贷款总额和存款总额之比



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

长期：行业供给端面临的挑战与机会

- **土地出让设竞自持条件的地块增多，自持物业挑战房企经营能力。**2016 年北京首次出现竞自持地块后，热点城市土地出让开始陆续附加“竞自持”条件，包括竞商品住宅自持、商业及办公自持，自持比例要求从 5%~100% 不等。2017 年，竞自持地块占成交地块总数比重从 2016 年的 2% 上升到 19%。此后，竞自持地块占比维持在 19%~25% 之间。

“竞自持”：政府调控及建设需求与开发商拿地盈利之间的平衡考验。对政府而言，竞自持可以抑制地价过高，是配合“限房价、竞地价”的辅助方式，同时也有助于政府实现城市配套建设、租售并举的目标。

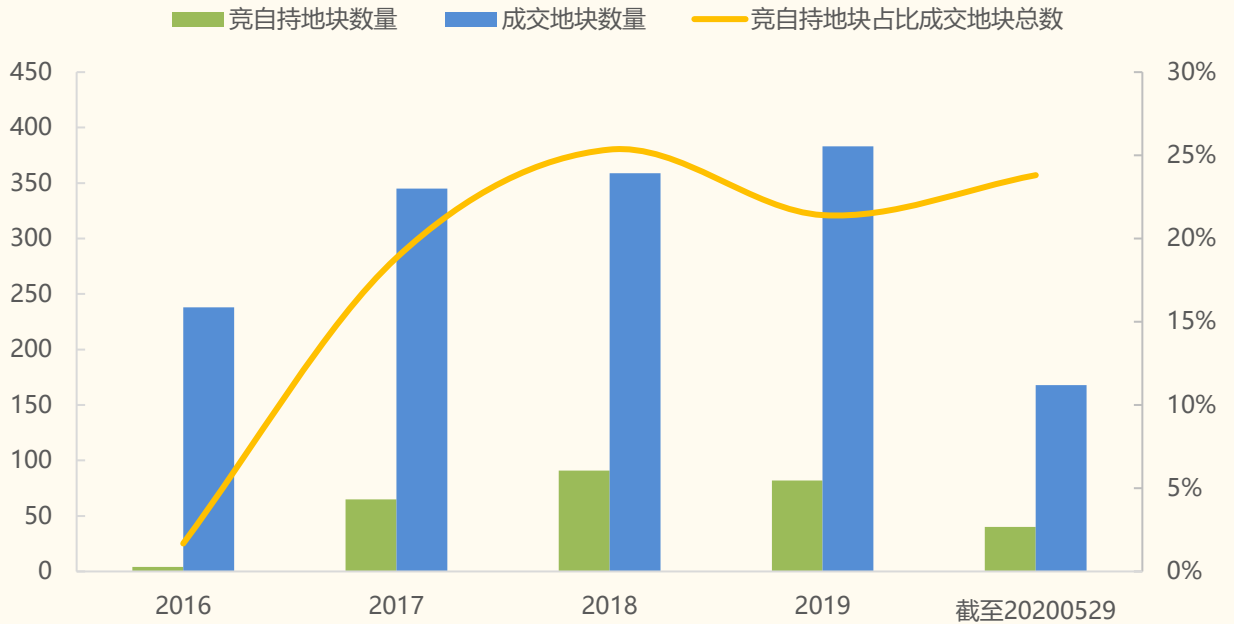
对开发商而言，自持比例增加，投入持有型物业的资金增加，会使资金整体回款速度变慢，资金占用成本提升。为持续拿地保证土储供给，房企附加获得的自持物业不断增加，上一轮开发销售获取的利润将部分投入在下一轮拿地附加的自持物业中，则投入持有型物业资金越来越多，将侵蚀开发业务利润，最终影响开发业务周转效率。

以商业自持为例，商业培育周期长，资金回收慢。若地段不佳，更难以通过运营盈利。其次，很多房企按照商业土地单价是住宅土地单价的三分之一的原则进行分摊，但由于商场 NOI 普遍较低，在这种地价分摊水平下 NOI 率低，难以达到市场对 cap rate 6%~7% 左右的要求，商场估值难以提

升。因此附加竞自持的地块出让条件是对房企的资金、商业运营、开发等综合实力的挑战。

一二线城市土地市场中竞自持的情况更为普遍，对于主要深耕一二线城市的万科而言，为获取地块不得不拥有更多自持物业，这些物业将十分考验万科的运营能力。

图表 34：2016-2020 年 5 月末北上广深交地块中竞自持地块情况



来源：克而瑞，国金证券研究所

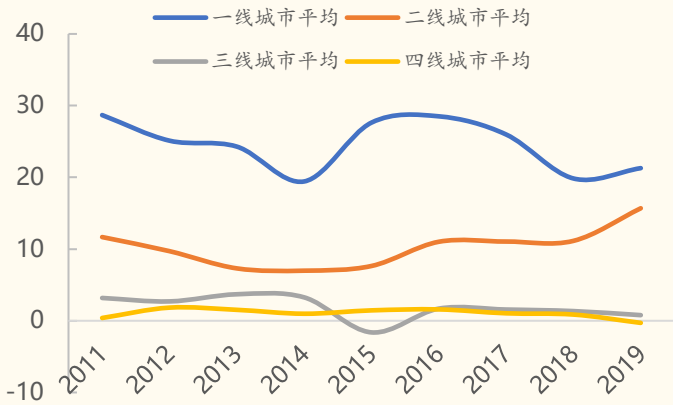
- 常住人口增长数量与土地供给的结构性失衡：**我们以国家统计局 70 大中城市作为样本（该指标中包含的一二线城市数量多于三四线城市），考虑到数据完整性，最终选取其中 67 个样本城市（其中一线城市 4 个，二线城市 36 个，三四线城市 27 个）进行各线城市常住人口增长和住宅用地供应情况的研究。2011-2019 年一线城市常住人口年均增长人数最多，年均增长在 19 万人以上；二线城市排名第 2，年增长在 5-15 万人之间；三四线城市年均增长人数最少，年均增长均在 5 万人以下。2018 年以来一二线城市平均常住人口增长人数均呈上升趋势，与之相反，三四线城市呈现下降趋势。

2019 年一线城市常住人口年均增长人数为 21 万人，二线城市为 16 万人，三线城市为 0.78 万人，四线城市已经出现负增长，人口减少 2.1 万人。（三线城市 2015 年平均常住人口增长出现负数是因为三线城市样本中安庆市管辖的枞阳县于 2015 年划归于铜陵市，因此统计意义上人口出现明显减少）

2011-2019 年一二线城市常住人口平均增长率始终高于三四线城市，且三四线城市 2016 年开始呈现明显的增长率下降趋势。2019 年一线城市常住人口增长率为 1.50%，二线为 1.97%，三线为 0.46%，四线仅为 0.15%。

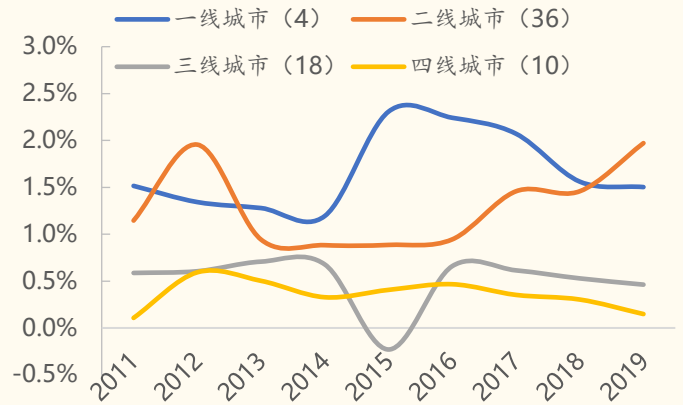
同选取统计局 70 大中城市为样本，我们结合 2010-2019 年土地供应数据，对比一二线和三四线城市的常住人口增量和住宅用地供应情况。一二线单城市年均新增人数是三四线城市的 7.4 倍，但一二线单城市年均新增土地供应面积仅为三四年城市的 2.2 倍。长期的人口增量与住宅用地供给的失衡下，一二线城市仍存在结构性需求。

图表 35: 2011-2019 年各线样本城市常住人口平均年增减人数 (万人)



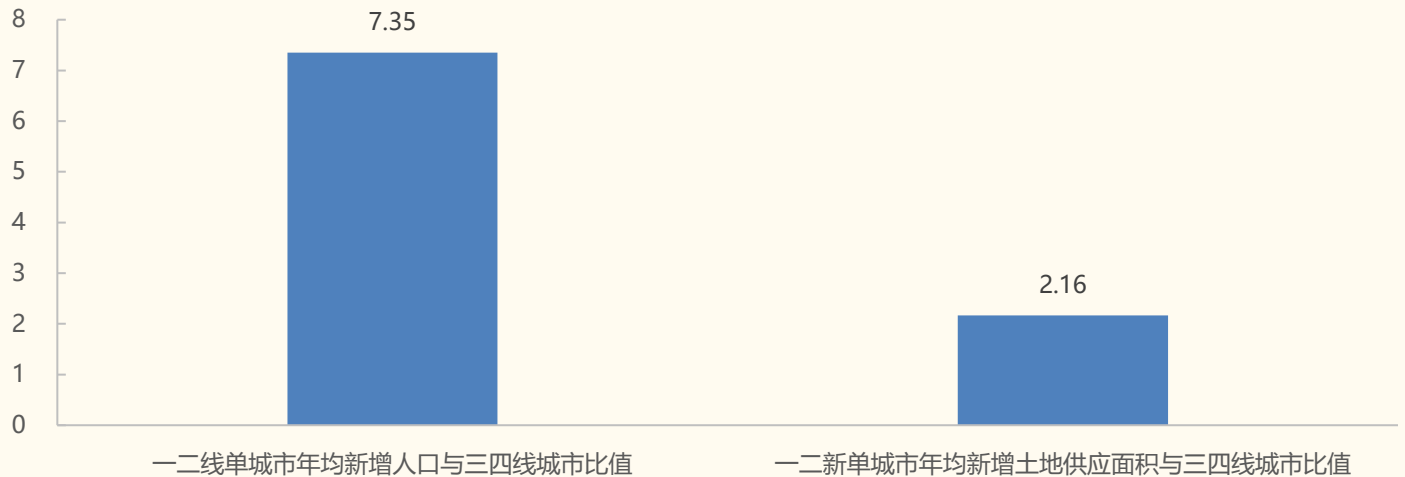
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 36: 2011-2019 年各线城市常住人口年增长率



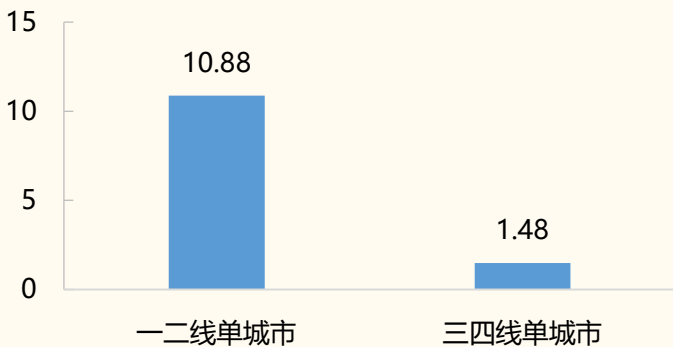
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 37: 一二三四线单城市年均新增人口与年均土地供应面积的情况



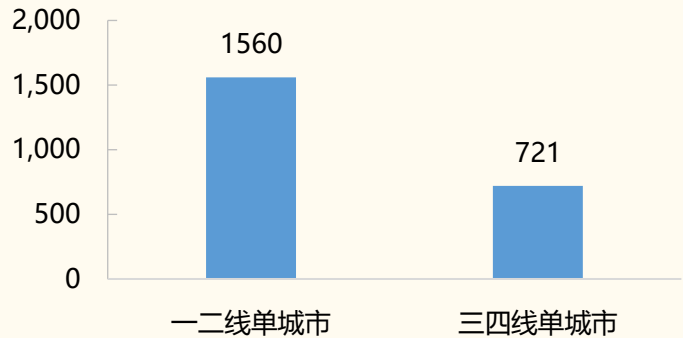
来源: Wind 资讯, 克而瑞, 国金证券研究所

图表 38: 67 城 2011-2019 年各线单城市常住人口年均新增数 (万人)



来源: Wind 资讯, 克而瑞, 国金证券研究所

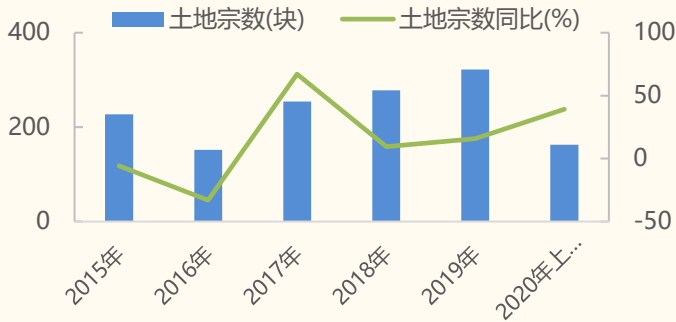
图表 39: 67 城 2011-2019 年各线单城市年平均新增土地供给 (万方)



来源: Wind 资讯, 克而瑞, 国金证券研究所

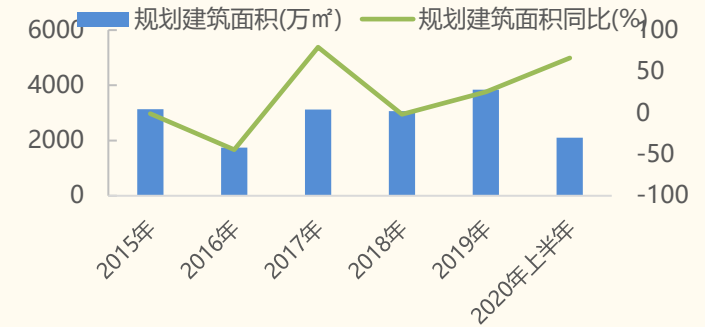
- 一二线城市住宅供应逐步增加，我们认为后续将继续增大供给。实际上2018年、2019年一二线城市供给的住宅用地宗数和供给面积都在持续增加。一线城市供给增加明显，2020年上半年受疫情影响的情况下，一线城市住宅用地推出宗数同比增长39%，供给面积同比增加66%。一二线城市加大供地能够满足其潜在需求。

图表 40：一线城市住宅用地供给宗数



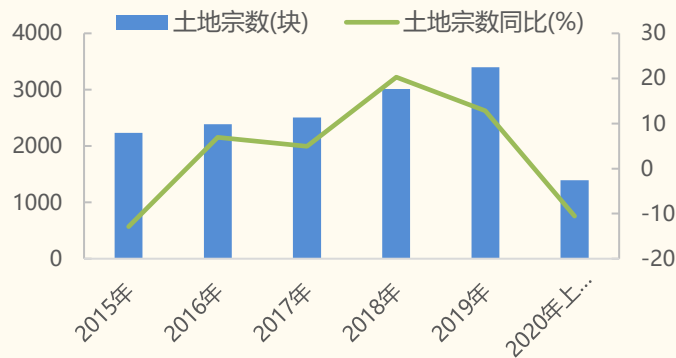
来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 41：一线城市住宅用地供地面积



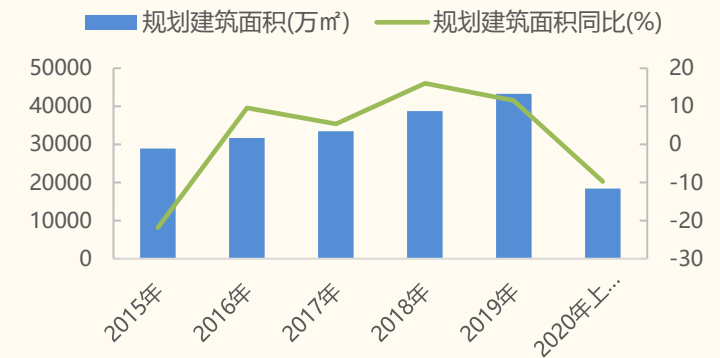
来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 42：二线城市住宅用地供给宗数



来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 43：二线城市住宅用地供地面积



来源：克而瑞，国金证券研究所

- 中心城市和城市群是中国城市化下半场的主要驱动力，迎来长期市场机会。2019年8月，中央财经委员会第五次会议，明确了中心城市及城市群的发展战略；2019年12月中央经济工作会议提出“改革土地计划管理方式”；2019年12月，《推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局》文章指出，“我国经济发展的空间结构正在发生深刻变化，中心城市和城市群正在成为承载发展要素的主要空间形式。

2020年4月中央及国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，对包括“建立健全城乡统一的建设用地市场”等内容在内的推进土地要素市场化配置做出了原则性指导。《意见》中关于土地要素改革的内容，对于进一步推进以中心城市和城市群为特征的城市化进程，以及降低城市化成本有深远意义。结合土地要素改革以及户籍制度，中心城市和城市群房地产市场迎来长期机会。

图表 44：近年关于中心城市和城市群发展的相关政策

时间	发布机构	文件名称或关键内容
202004	国家发改委	《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》
202004	中共中央、国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》
202003	国务院	《关于授权和委托用地审批权的决定》
201912	《求是》	《推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局》
201912	中央经济工作会议	“改变土地计划管理方式”
201912	中共中央、国务院	《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》
201908	中央财经委员会第五次 会议	“中心城市和城市群正在成为承载发展要素的主要空间形式”
201902	中共中央、国务院	《粤港澳大湾区发展规划纲要》
201902	国家发改委	《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》
201704	中共中央、国务院	《中共中央、国务院决定设立河北雄安新区》

来源：相关部委网站，国金证券研究所整理

我们认为，万科房地产开发业务将重回规模增长

股权之争落下帷幕，万科股权结构稳定

- 2018 年初，宝能系曾以 25.4% 的持股比例成为万科第二大股东。在最新披露的 2020 年一季报中，宝能系占万科总股本的 1.14%。

图表 45：宝能系持股万科股份情况

	6/9/2017	7/25/2018	9/12/2018	11/23/2019	12/20/2019	3/31/2020
钜盛华	8.39%	8.39%	8.39%	6.02%	3.57%	1.14%
前海人寿	6.67%	6.59%	6.28%	3.98%	1.43%	0%
钜盛华作为委托人的相关资产管理计划	10.34%	5.02%	0.33%	0%	0%	0%
宝能系-总持有	25.40%	20.00%	15.00%	10.00%	5.00%	1.14%

来源：Wind 资讯，万科公告，国金证券研究所

图表 46：2020 年 1 季度公布万科股东情况

前十大股东		3/31/2020
1	深圳市地铁集团有限公司	28.7%
2	HKSCC NOMINEES LIMITED	14.0%
3	香港中央结算有限公司	4.2%
4	国信金鹏 1 号资管计划	4.0%
5	安邦人寿保险股份有限公司	2.6%
6	中央汇金资管有限责任公司	1.7%

7	招商银行德赢1号资管计划	1.3%
8	中国证券金融股份有限公司	1.2%
9	钜盛华股份有限公司	1.1%
10	中国人寿保险股份有限公司	1.1%

来源：Wind 资讯，万科公告，国金证券研究所

持有型物业投资培育周期长，需要开发业务提供资金和利润的持续支持

- **持有型物业规模不断扩大。**2013 年万科开始加快发展持有型物业，其持有型物业涵盖购物中心、公寓、酒店、物流等。2015 年设立万纬物流，2016 年并购印力作为公司商业开发与运营平台，2017 年参与私有化普洛斯。

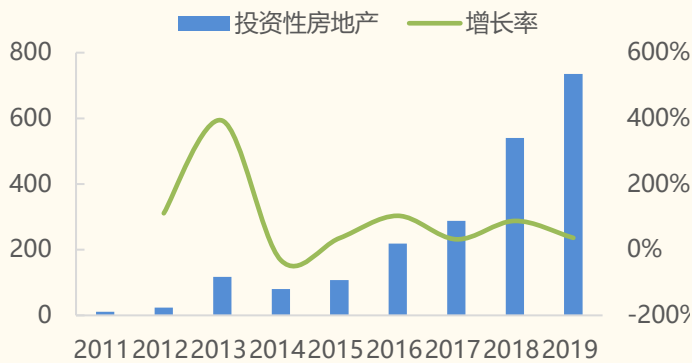
2015 年以来万科报表投资性房地产科目金额从 79.8 亿元增长到 735.7 亿元。2019 年，万科并表的投资性房地产资产占总资产 4.3%，占净资产的 27.2%。

- **投资性物业对运营能力要求高，培育周期长，资金回收速度慢。**以商场为例，“3、6；5、9”是新加坡标杆的资管水平，具体指的是运营第 3 年 NOI 率达到 6%；运营第 5 年 NOI 率达到 9%。实际上商场的规划和建设周期也需要三年，因此运营第 3 年已经是项目的第 6 年，运营第 5 年已经是项目的第 8 年。

也就是按照“3、6；5、9”的标杆提升速度，项目第 6 年仅达到 6% 的 NOI 率，第 8 年仅达到 9% 的 NOI 率。而 NOI 与分红之间仍有企业所得税等差额；第 6 年和第 8 年，可分配的回报率才能达到 5% 和 8%。这样的回报水平，离 REITs 市场的期待仍有差距。

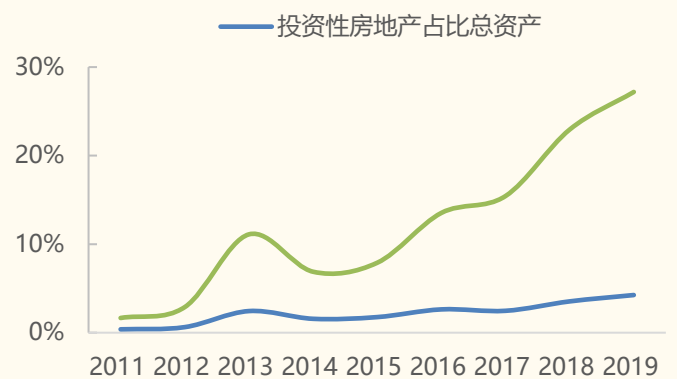
2019 年，万科并表的持有型资产租金收入仅占万科营业收入的 1.3%，大部分持有型物业仍在培育期，房地产开发业务仍然是为万科提供资金和利润的支柱性来源。

图表 47：万科投资性房地产科目增长情况（亿元）



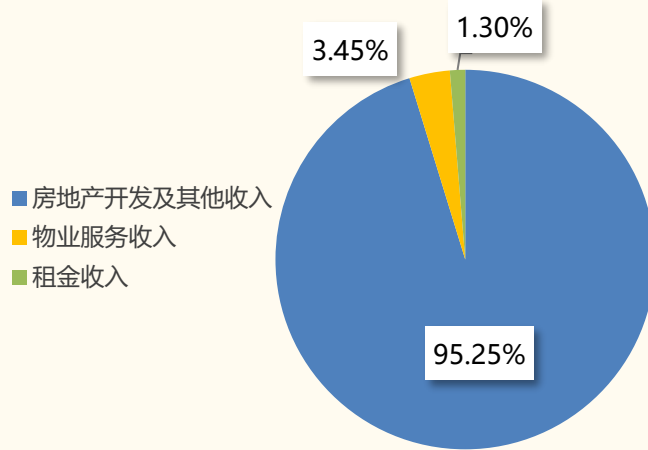
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 48：万科投资性房地产科目占资产比例情况（亿元）



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 49: 2019 年万科营业收入结构图

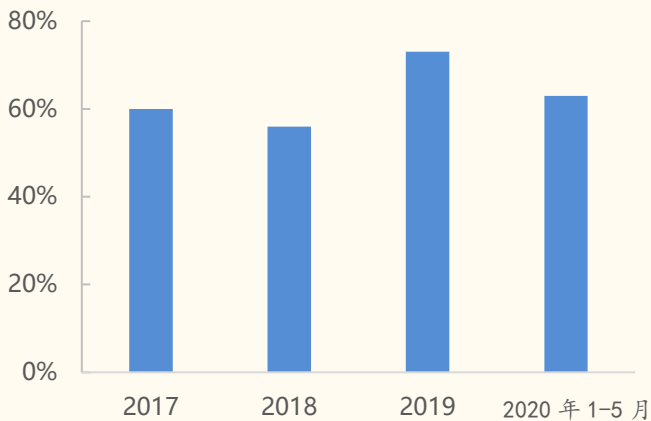


来源: Wind 资讯, 万科公告, 国金证券研究所

潜力: 合同销售额权益比例仍有下降空间

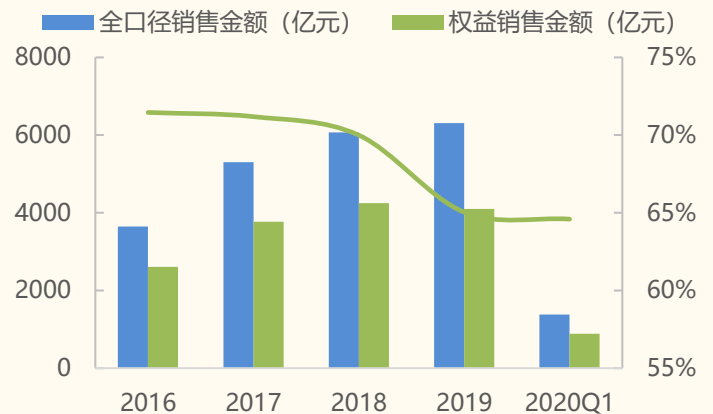
- 万科是最早使用小股操盘模式的房企, 权益比例越低则表示同样的资金投入可撬动更大的项目规模, 充分运用权益杠杆有利于扩大销售规模。
- 因万科未披露权益比例, 我们仅根据公告披露的拿地数据计算拿地口径的权益比例估算, 同时参考以克而瑞公布的权益销售额和全口径销售额数据估算的销售口径权益比例。2017-2020M5 万科拿地面积口径的平均权益比例为 63%。2019 年销售口径的权益比例为 65%。
- 综合拿地口径的权益比例情况和销售口径权益比例, 我们推测目前万科土地储备的权益比例在 65%左右, 下降到 55%并不会影响万科对项目的实际控制。因此我们认为权益比例仍有 10 个 pcts 的下降空间。

图表 50: 2017-2020 年 1-5 月拿地面积口径权益比例



来源: Wind 资讯, 万科公告, 国金证券研究所

图表 51: 2016-2019 年万科权益销售金额/全口径销售金额

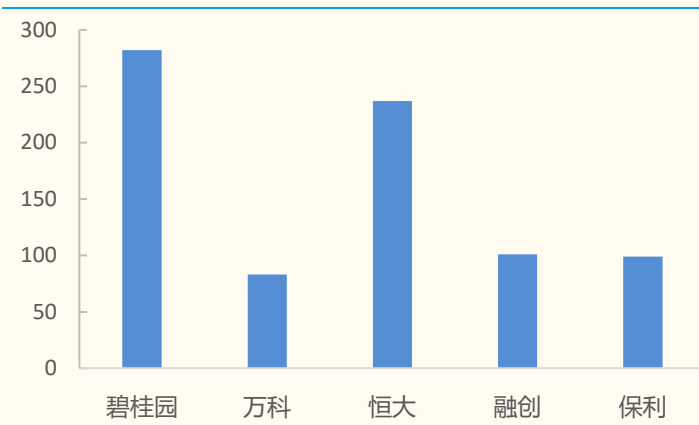


来源: Wind 资讯, 万科公告, 国金证券研究所

潜力: 进入城市少, 地货比较高, 仍有下沉空间

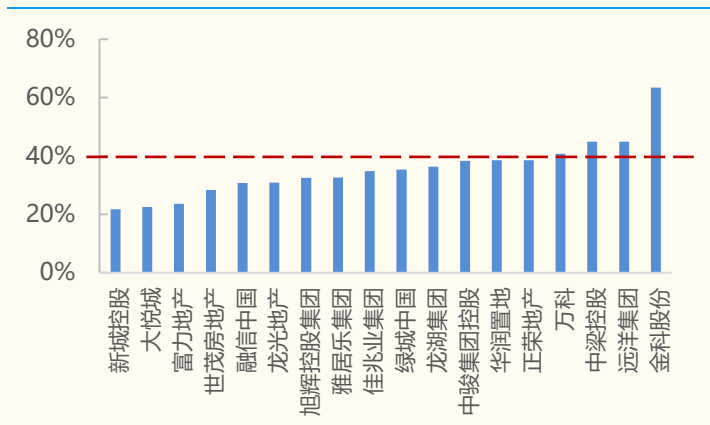
- 据我们统计, 截至 2019 年万科共进入城市 80 余个, 在同梯队竞争对手中进入城市数量最少。近几年, 万科拿地强度不高, 土地储备较少。80 余个已进入城市中主要为一二线城市, 拿地成本较高。2019 年万科地货售价比在 41%, 高于样本房企的平均水平, 较高的地货比将影响单位拿地金额对货值及销售金额贡献。后续可提高三四线城市拿地比例, 虽然万科不会进行大规模的三四线城市下沉, 但是未来仍然有下沉城市进行降维打击的主动选择权, 具备市占率提升潜力。

图表 52：销售排名 Top5 房企进入城市数量



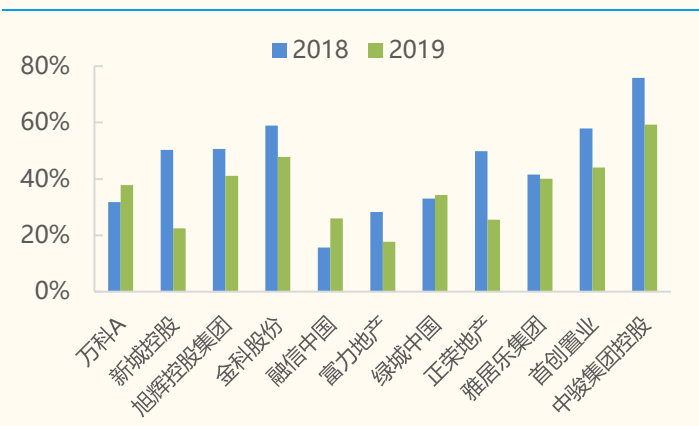
来源：克而瑞，公司公告，国金证券研究所

图表 53：2019 年各房企地价/售价比



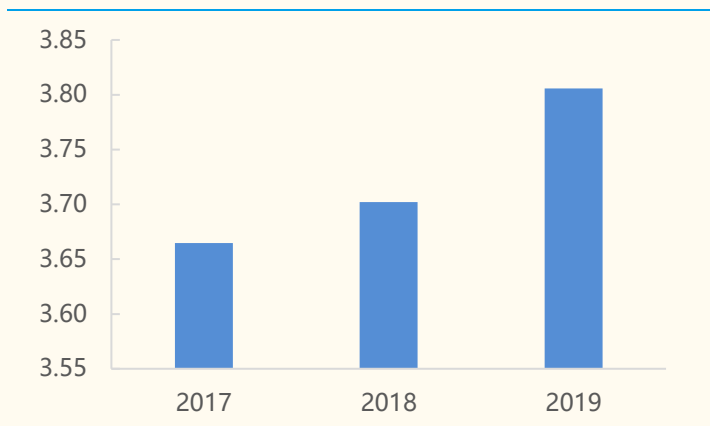
来源：Wind 资讯，公司公告，国金证券研究所

图表 54：2018-2019 年度各房企拿地强度



来源：Wind 资讯，公司公告，国金证券研究所

图表 55：2017-2019 年各房企土地储备/销售面积



来源：Wind 资讯，公司公告，国金证券研究所

潜力：加大长期库存去化力度，增加可金融化资产，可盘活资金

- **加大长期库存去化力度盘活资金。** 房企的资金流出主要包括进入分配节点的项目利润分配，刚性的经营支出以及投入在低效资产上的资金。长期库存则是沉淀的低效资产之一。

万科的库存在 2000 亿元左右，我们预计长期库存的比例在 40%左右，万科可加大长期库存去化力度。虽然加大短期库存的去化力度可能会影响项目利润，但从现金流角度看，去长期库存有利于将低效资产再次转变为现金从而投入开发业务中的高周转项目，提升资金使用效率，创造新的销售规模和利润。

- **持有型业务的经营质量逐步提升，可金融化的资产增加。** 万科持有型物业已在商业、物流、办公楼、产业园、公寓等业态上形成规模，随着经营质量，可逐渐将部分项目资本化，从而提升资金使用效率。

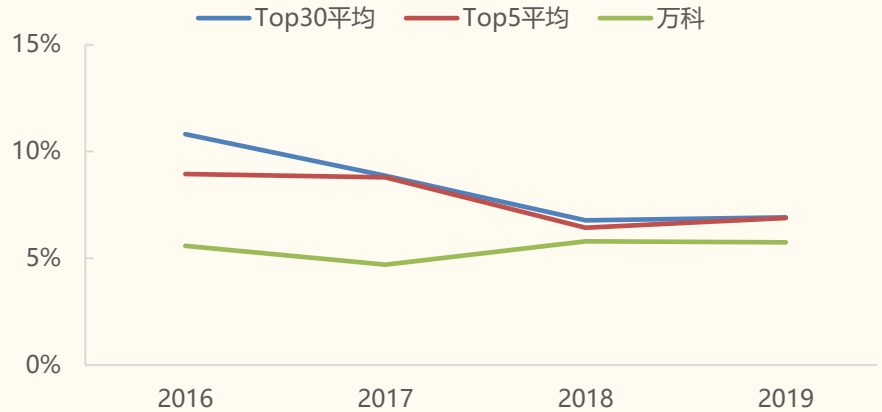
潜力：资产负债状况稳健，融资成本低，有息负债提升空间大

- **万科资产负债状况稳健。** 万科单位净资产背负的有息负债较低，财务风险较低，财务杠杠小，2019 年其净负债率仅为 37%。
- **在融资成本方面，万科具备明显优势。** 万科融资成本长期维持在较低水平，2016 年以来未超过 6%。2019 年万科融资成本为 5.8%，较 2018 年下降 0.05pcts。相对应的，2019 年销售排名 Top30 房企和 Top5 房企的算术平均融资成本均值为 6.9%。

- **有息负债相对规模小，有明显的提升空间。**2010年以来万科有息负债占总负债比重始终保持在30%以下，并远低于样本平均水平。2019年万科有息负债2605亿元，在销售规模Top5房企中有息负债规模最低。

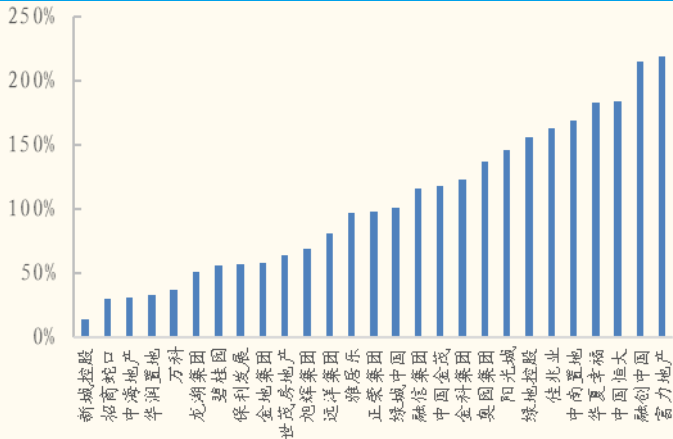
2019年万科有息负债占总负债比重18%，较2018年下降2pcts。2019年克而瑞销售排名Top30房企和Top5房企该指标均值分别为37%，31%，万科在有息负债上仍然有较大提升空间。

图表 56：2016-2019 年房企融资成本



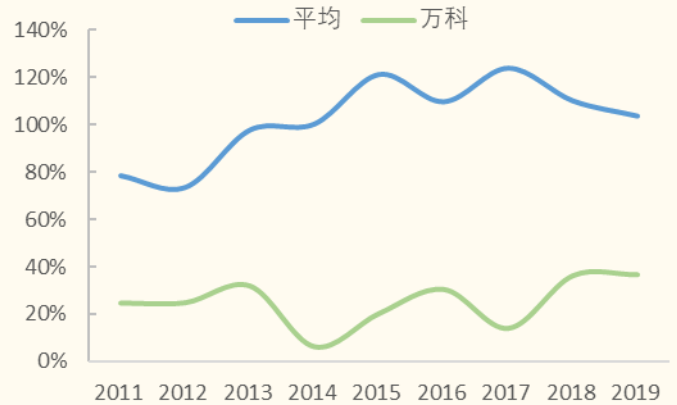
来源：Wind 资讯，公司公告，国金证券研究所

图表 57：2019 年各房企净负债率



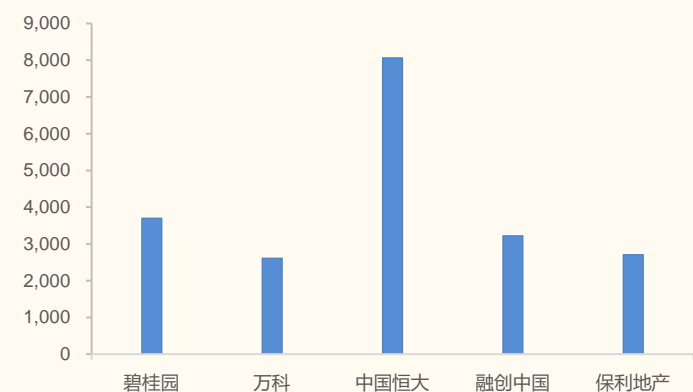
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 58：2011~2019 年万科净负债率情况



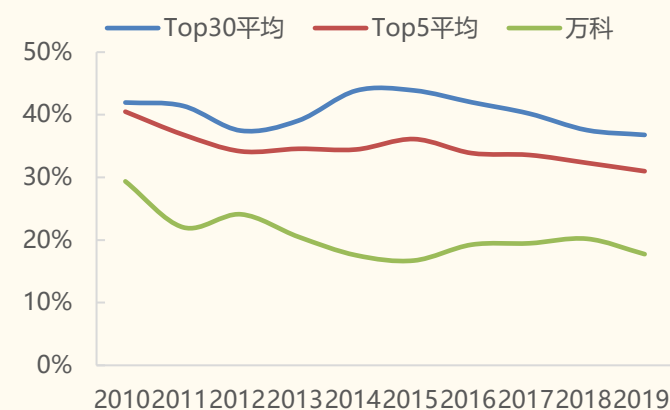
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 59：2019 年 Top5 房企有息负债规模（亿元）



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 60：2010-2019 年房企有息负债占比总负债

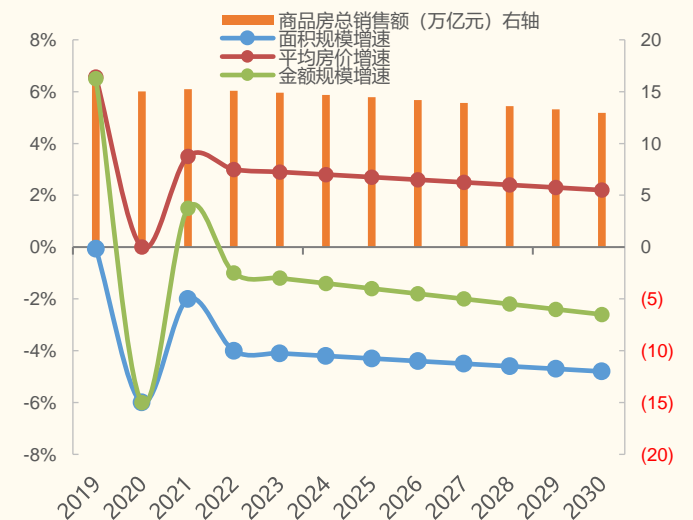


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

预计万科 2023 年可实现 9500 亿元合同销售额

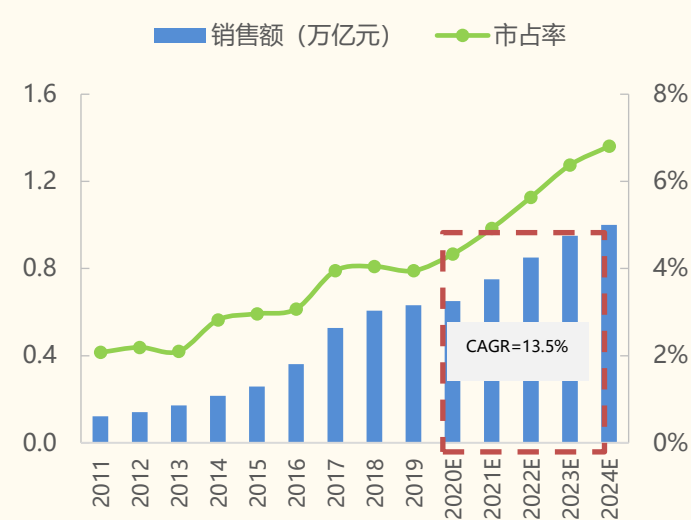
- 从房地产销售额和面积增长看，行业可能已经见顶，但在“房住不炒”调控、房地产融资逐步规范、行业利润回归等背景下，行业集中度将继续向头部集中。万科市占率 3 年稳定在 4% 左右，完成了阶梯式上升前的巩固，有望重回销售规模增长路径。
- 对比国际市场，万科市占率仅为 4%，距离全球其他成熟市场 8% 的头部房企市占率，仍然有提高的空间。考虑到万科重回规模增长的动力及前文所述潜力，我们预计万科 2020-2023 年销售额分别 6500 亿元，7500 亿元，8500 亿元，9500 亿元，对行业规模分别为 15.0 万亿，15.2 万亿，15.1 万亿，14.9 万亿，万科对应市占率分别为 4.3%，4.9%，5.6%，6.4%。

图表 61：2019-2030 年房地产市场规模及增速预测



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 62：2019-2024 年万科销售规模和市占率预测



来源：万科公告，国金证券研究所

万科物业公认行业一哥；持有型业务规模领先

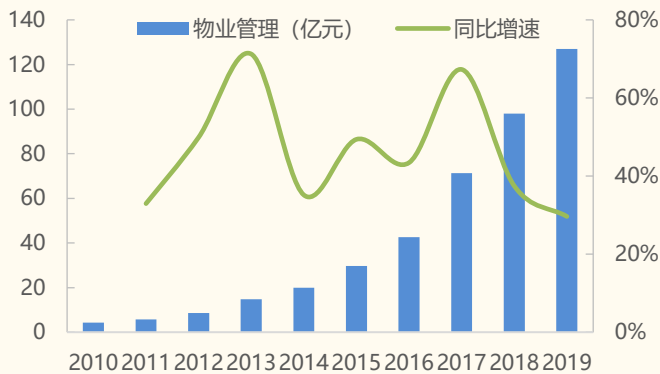
- 万科非房地产业务主要包括物业服务 and 持有型业务，其中持有型业务主要包括商业开发与运营、仓储物流、标准办公和产业园、长租公寓等。

物业服务：规模领先，业务价值行业第一

- 万科物业价值领先，不仅表现在在管面积和收入利润上，还表现在客户满意度以及对于各种业务模式的探索上。

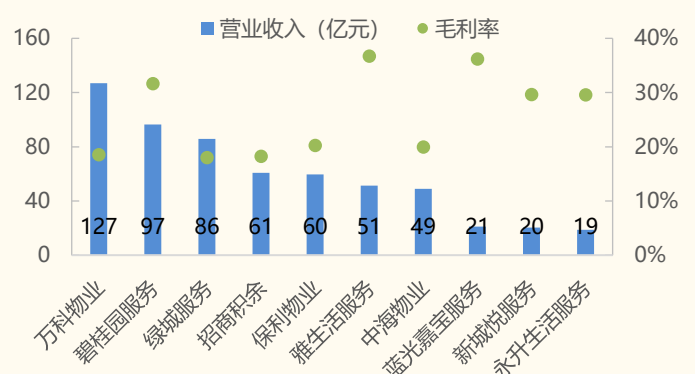
- 2019年，万科物业累计签约面积6.4亿平方米，同比增长26.1%，其中已接管合同面积4.5亿平方米，为未来储备1.9亿平方米。公司积极拓展项目资源，新拓展项目的年饱和收入（指根据项目合同约定在一个完整年度的物业服务费收入）54.06亿元，同比增长33.13%。并且还和戴德梁行成立了合资公司，实现商业物业服务和设施管理的强强联合。万科物业服务稳健扩张，是目前行业中唯一实现百亿收入的物管团队，连续十年被评为中国物业服务百强企业综合实力第一名。
- 物业服务受资本市场追捧，万科物业虽未上市，但其自身价值得到公认。目前万科物业仍未上市，可对标碧桂园服务，在管理规模上，2019年万科物业合约面积6.4亿平方米，在管面积4.5亿平方米，碧桂园服务合约面积6.9亿平方米，在管面积2.8亿平方米。2019年万科物业营业收入127亿元，毛利率18.6%，碧桂园服务营业收入97亿元，毛利率31.6%。万科物业毛利率低于碧桂园服务毛利率的原因有二：①万科物业并非纯利润导向的考核体系，客户满意度等非货币化价值因素仍是万科物业的重要考核。②万科物业所服务的住宅小区在一二线城市的占比较高，住宅空置率较低，因此服务成本较高。截止6月9日收盘碧桂园市服务市值为975亿港元（折合人民币889亿元），即使考虑到目前物业服务公司的市值可能有高估的成分，我们认为万科物业的保守估值也应在600~700亿元之间。根据万科历史公开数据，万科在万科物业中权益比例约占60%，则对应估值约400亿元。

图表 63：2010-2019 年万科物业服务营业收入与增速



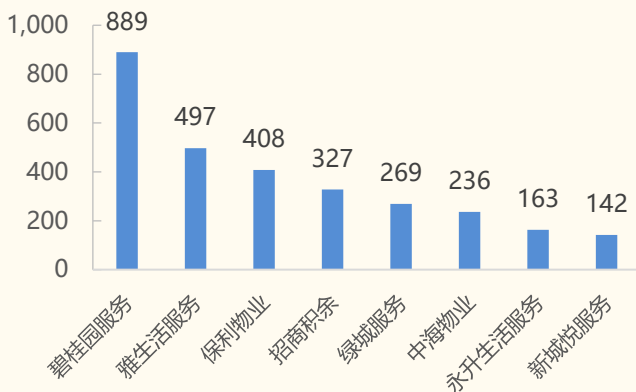
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 64：2019 年各物业公司营业收入及毛利率



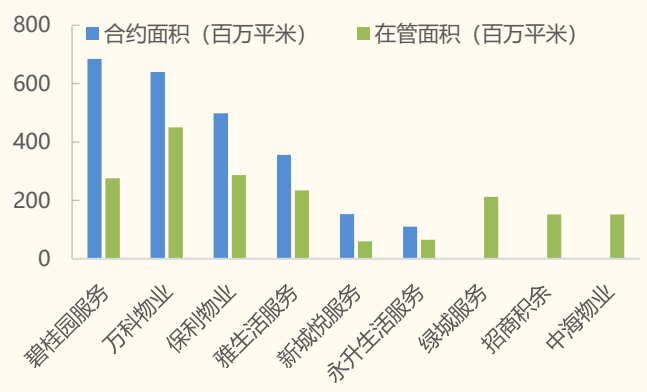
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 65：物业行业其他公司市值 (亿元)



来源：Wind 资讯，国金证券研究所，时间为 2020 年 6 月 9 日

图表 66：2019 年各物业公司管理面积规模



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

持有型业务已形成资产和业务规模

- 商业开发与运营：管理面积超过 1350 万 m²

万科以印力集团作为商业开发与运营平台。2019 年年报披露，万科商业项目总建筑面积（含印力管理面积）超过 1350 万平方米，管理面积全国第二。截至 2019 年末，印力集团管理资产 108 个，管理面积近 900 万平方米，已开业面积为 644 万平方米。

■ **仓储物流：高标仓规模国内第二，冷库规模国内第一**

万科以“万纬物流”为物流仓储服务平台，经过 5 年的业务布局，服务客户超过 850 家，高标仓规模国内第二，冷库规模国内第一，客户涵盖电商类、快递快运类、制造业类、餐饮类、零售商超类等各个领域。

2019 年万纬物流新获取项目 21 个，合计可租赁物业的建面约为 191 万平方米。2019 年年报披露，万纬物流已进驻 44 个城市，获取 138 个项目，可租赁物业的建筑面积约 1086 万平方米。目前万纬物流共运营 53 个项目（含 45 个高标库项目和 8 个冷链项目），其中高标库稳定运营项目平均出租率为 92%，冷库的全年仓库使用率为 82%。万纬物流在 2019 中国物流企业年会上获社会责任贡献奖，万纬冷链获“金飞马奖”金牌企业。

图表 67：万科物流仓储及其主要客户



来源：万科，国金证券研究所

■ **标准办公和产业园：深耕核心城市与主流产业，聚焦成长型企业。2019 年中报披露，万科共管理标准办公项目 79 个，产业园项目 35 个，管理面积合计约 803 万平方米（其中 72% 位于北上广深杭蓉六个城市），项目主要聚焦流动性高的市场。**

图表 68：万科一线城市写字楼



来源：万科，国金证券研究所

- **长租公寓：**万科租赁住宅业务以青年长租公寓品牌“泊寓”为主要产品线，同时探索为不同类型客户提供长期租住解决方案。2019 年年报披露，租赁住宅业务新开业 5.6 万间，累计开业 11 万间，重点布局北京、上海、深圳、广州、厦门、成都等人口持续净流入或购房负担较高的一二线城市，其中 81% 位于北上广深等 14 个核心城市，成熟期项目（开业半年及以上）的平均出租率约 90%。

图表 69：万科长租公寓：泊寓



来源：万科，国金证券研究所

持有型物业估值

- 由于万科持有型物业披露有限，我们无法通过详细数据估算万科持有型物业权益口径规模，暂采估算的并表口径替代。
 - 根据万科公告及定期报告已披露的面积、项目个数、营运情况、收购情况等数据对持有型物业进行全口径估值。万科的持有型物业可分为商业，办公楼及产业园，物流和长租公寓。其中商业部分包括印力管理和万科管理部分，物流则包括万纬物流和投资的普洛斯。持有型物业全口径投资规模中，商业约为 950 亿元，办公楼/产业园约为 640 亿元，物流约为 450 亿元，长租公寓约为 90 亿元。持有型物业全口径合计规模约为 2130 亿元。
 - 根据万科并表的投资性房地产项及收购项目实际投资金额进行持有型物业并表口径规模估算。万科 2019 年并表的投资性房地产为 727 亿元，考虑到部分投资性物业由于处于未建或在建状态记在存货科目中，我们按 60% 的比例进行倒算，实际投资性房地产规模约 1200 亿元。此外万科对于未并表的印力、普洛斯合计权益投资约 220 亿元。所以，我们估计万科并表口径持有型物业规模合计约 1400 亿元。
 - 我们以估算的万科并表口径投资性物业规模替代其权益规模。2019 年万科已并表部分投资性物业规模约 1400 亿元。由于公开的可获取数据有限，参考港股对持有型物业的估值体系，我们从谨慎态度考虑，对已并表部分的投资性房地产规模按 0.7 倍 PB 估算。最终对万科权益持有型物业部分给到约 1000 亿元估值。长期看，待万科持有型物业运营成熟，更多的持有型物业达到市场收益要求，选择恰当的退出方式，则可释放更多的投资收益和估值。

图表 70: 万科持有型物业情况

持有型物业	管理项目数	管理面积 (万平方米)	
	2019 年报	2019 中报	2019 年报
商业开发与运营 (印力)	108		915
商业开发与运营 (万科集团)			435
办公	79	803	
产业园	35		
物流仓储-高标库 (运营)	45		
物流仓储-冷链 (运营)	8		
物流仓储-运营	53		
物流仓储-高标库 (总获取)	123		
物流仓储-冷链 (总获取)	15		
物流仓储-总获取	138	1086	
长租公寓	11 万间 (已开业)		

来源: 万科公告, 国金证券研究所

图表 71: 万科持有型物业全口径估算规模

物业类型	分部	项目面积 (万方)	其中已开业运营	假设楼面价 (万元)	假设单方建安成本 (万元)	全口径估算规模 (亿元)	是否并表
商业	印力 (已包含凯德)	915	0.70	1		643	未并表
	区域公司商业	435	0.70 (假设)	1		306	并表
写字楼/产业园	万科区域公司	803		0.8		642	并表
物流	已获取物流用地面积 (未包含冷链)	1047		0.11		115	并表
	已开业物流仓储建安成本 (未包含冷链)	1047	37%		0.4 (含未开业的部分建安)	154	并表
	冷链	39.4		0.11		4	并表
	已开业冷链仓储建安成本	39.4	53%		0.8 (含未开业的部分建安)	17	并表
	普洛斯						157
物业类型	间数 (万间)	平均每间面积 (平方米)	重资产比重 (持有比重)	持有面积 (方米)	假设单方成本 (万元)	全口径估算规模 (亿元)	
长租公寓	11	25	33% (假设)	92	1	92	并表
持有型物业全口径估值合计						2130	全口径估值

来源: 万科公告, 国金证券研究所

图表 72：万科持有型物业并表口径估算规模

	报表金额 (亿元)	估算的实际 持有型物业 规模 (亿元)	保守估值 (亿元)
持有型物业已并表：			
投资性房地产科目	727	1212	848
持有型物业未并表：			
印力		64	45
普洛斯		157	110
持有型物业小计：		1433	1003

来源：Wind 资讯，万科公告，国金证券研究所

注：印力实际投资规模按 50% 权益投资估算

C-REITs 的发展为万科持有型业务的盈利退出创造了更大的可能性

- 5 月 3 日，证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。基础设施类 REITs 试点的推进，也代表着国内离实现除基础设施外的不动产 REITs 落地又更近一步。参考成熟资本市场情况，REITs 是比较好的上市方式，不动产以 REITs 形式上市可获得更高估值。目前万科持有型物业已形成规模，如果能够培育出有运营管理能力的团队，通过长时间的运营稳步提升底层资产价值，进而提升 REITs 的股价，形成管理团队在资本市场的信用，就能够获得更好的投资收益和估值。

我们对万科关于 REITs 的建议

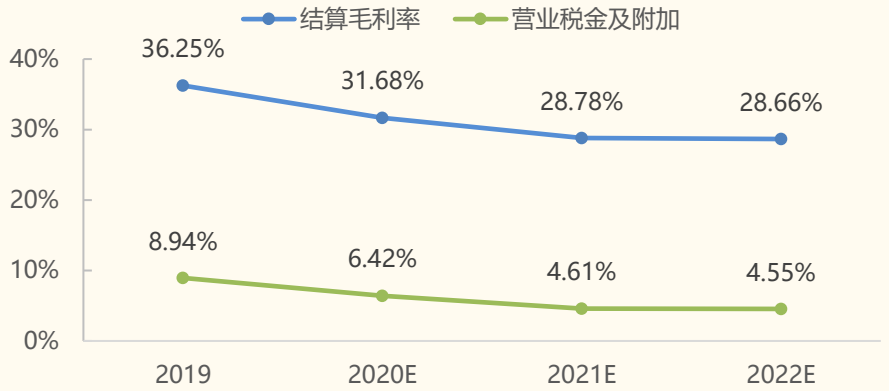
- 参考我们此前发表的报告《从国际估值比较，看公募 REITs 挑战和机会》：
 - 尝试选择已经比较成熟，提升潜力中等的资产首先通过 REITs 的形式上市。这类资产比较符合 REITs 投资人的要求，发行人不会因为资产当期回报率不高而在估值上吃亏。
 - REITs 底层资产的实际运营管理团队（通常也是发行人），通过长时间的运营稳步提升底层资产价值，进而提升 REITs 的股价。为 REITs 的投资人带来长期的分红以及股价上涨回报，形成管理团队在资本市场的信用。
 - 发行人最终以轻重混合的方式整体 IPO，将核心资产、未成熟资产以及团队的能力充分体现在 IPO 的定价中。

盈利预测

- **销售：**考虑到万科开发业务效率领先以及我们对其重回规模扩张的判断，我们预计万科从目前 6000 亿元合同销售升至未来 9500 亿元合同销售额的可能性仍然很大。
- **营业收入：**万科的可结算资源丰厚，未来业绩平稳增长有保障：截止 2020Q3，万科可并表的已售未结金额高达 6598.9 亿元（全口径估算超过 8000 亿元），相当于 2019 年房地产结算收入的 1.9 倍。即使不考虑万科销售规模加速增长，预计到 2020 年底，已售未结金额仍会继续扩大。所以，万科未来三年的结算收入复合增速仍然有能力维持 10% 以上。
- **权益净利润：**考虑到万科会计政策较为保守，2018 年、2019 年已经将亏损项目充分暴露，并且土地增值税本身具有缓冲作用，预计后续结算毛利率下行压力有所缓解，净利率有望保持稳定。因此，其权益净利润复合增速亦能维持在 10% 以上。我们预计万科结算毛利率在 2019-2022 年之间将

分别下降 4.6pcts, 2.9pcts, 0.1pcts, 营业税金及附加由于主要受土地增值税超率累进征收的影响, 在项目盈利能力明显下降时, 税率也随之下降, 因此我们预计营业税金及附加比例将相应下降 2.5 pcts, 1.8 pcts, 0.1pcts。

图表 73: 万科 2019-2022E 预测结算毛利率和营业税金及附加比例情况



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 万科远期的营收及利润增长需要由 2021 年开始的销售增长做出贡献。我们认为公司从主观和客观上都有动力和机会实现销售额增长加速, 据此我们预测 2020-2023 年合同销售额增长情况分别为 6500 亿元、7500 亿元、8500 亿元、9500 亿元, 同时采用回溯结算期的方式测算出房地产业务销售收入。2020-2022 年盈利预测的主要数据如下图所示:

图表 74: 万科盈利预测 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E
全口径合同销售额	6308	6500	7500	8500
房地产业务结算收入	3527	3932	4349	4802
公司综合毛利率	36.25%	31.68%	28.79%	28.66%
归母净利润	389	431	475	521

来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

估值

1. 估值概述

- 万科业务主要包括开发业务、持有型业务、物业服务三大类。根据我们的财务预测模型 2020-2022 年万科权益净利润分别为 431 亿元, 475 亿元, 521 亿元。同时考虑万科以成本法核算持有型资产价值带来的折旧约 30 亿元 (测算), 则万科 2020-2022 年还原后 (加回折旧) 权益净利润约为 461 亿元, 505 亿元, 551 亿元。

持有型业务根据前文分析, 预计其并表规模在 1400 亿元左右 (权益规模未知, 用并表替代)。

物业服务对标碧桂园服务, 截止 6 月 9 日收盘碧桂园服务市值为 975 亿港元 (折合人民币 889 亿元), 即使考虑到目前物业服务公司的市值可能有高估的成分, 我们认为万科物业的保守估值也应在 600~700 亿元之间。根据万科披露数据, 万科持有万科物业约 60% 股权, 则对应估值约 400 亿元。

- 中性场景 (中长期):** 考虑到万科将重回规模扩张, 预计在 2023 年万科能达到 9500 亿元销售额, 即使净利润率 8%, 权益比例 55%, 对应还原后的

权益净利润也能维持在 418 亿元，给予 8 倍 PE 则对应开发业务估值约 3344 亿元。考虑到万科持有型业务目前数据披露透明度不高，极端保守取 1400 亿元规模按 0.7 倍 PB 估算，持有型物业估值约 1000 亿元。物业服务预计可为万科带来约 400 亿元市值。则从中长期看，万科整体估值约为 4700 亿元。

- **乐观场景（中长期）：**2023 年万科销售额 9500 亿元，净利润率 9%，权益比例 55%，对应还原后的权益净利润为 470 亿元，给予 9 倍 PE 则对应开发业务估值约 4230 亿元。如持有型物业运营成熟，随着租金收益率提升达到市场收益率要求，可金融化资产增加，持有型物业增值带来更高估值，则万科持有型物业以 1400 亿元规模按 1.2 倍 PB 估算，估值约为 1680 亿元。物业服务预计可为万科带来约 400 亿元市值。则乐观来看，万科中长期整体估值约为 6300 亿元。
- **6-12 个月内，**我们预计 2020 年房地产开发业务的权益净利润为 461 亿元（含折旧加回），按 7 倍 PE 给予 3227 亿元估值；持有型物业因运营数据披露透明度不高，保守取 1400 亿元规模按 0.7 倍 PB 估算，给予估值约 1000 亿元；物业服务考虑到目前仍未上市，保守估计我们暂不计入估值。因此短期看，我们给予万科整体约 4200 亿元估值。

2. 相对估值

我们主要依据规模选取了碧桂园、中国恒大、融创中国、保利地产等 10 家可比公司，考虑到潜在的盈利下修的因素，不采用一致预期的盈利数据。行业 2019PE 为 7.7X，仅按照 2020 年行业权益净利润平均增速 10% 左右进行预测，行业 2020PE 为 7.0X。可比公司中，华润置地 2019PE 为 7.2X，龙湖集团为 11.0X，招商蛇口为 8.2X，考虑到万科采用成本法核算投资性房地产，由此产生的折旧影响了报表利润水平；同时持有型业务已经形成较大规模，但难以以盈利进行估值；以及公司的行业领导者地位和重回规模增长的可能性，我们给予万科 9X 2020PE 目标价（6-12 个月目标价），对应股价 33.38 元。

图表 75：相对估值

代码	企业简称	20200611		权益净利润(亿元)		权益净资产(亿元)		PE		2019PB
		收盘价(元/港元)	市值(亿元/亿港元)	2018	2019	2019年末	2019	2020E		
000002.SZ	万科A	25.90	2,927	338	389	1,881	7.5		1.6	
2007.HK	碧桂园	10.02	2,192	346	396	1,519	5.0		1.3	
3333.HK	中国恒大	18.64	2,469	374	173	1,457	12.8		1.5	
1918.HK	融创中国	34.55	1,608	166	260	831	5.5		1.7	
600048.SH	保利地产	14.35	1,712	189	280	1,560	6.1	按照行业2020年权益净利润10%的增长测算平均动态PE	1.1	
0688.HK	中国海外发展	24.50	2,684	449	416	2,806	5.8		0.9	
601155.SH	新城控股	31.90	720	105	127	384	5.7		1.9	
0813.HK	世茂房地产	33.00	1,167	88	109	663	9.6		1.6	
1109.HK	华润置地	32.40	2,310	242	287	1,736	7.2		1.2	
0960.HK	龙湖集团	37.50	2,248	162	183	940	11.0		2.1	
001979.SZ	招商蛇口	16.53	1,310	152	160	948	8.2		1.4	
算术平均值							7.7		7.0	1.5

来源：Wind 资讯，国金证券研究所

3. 绝对估值

我们采用 FCFE 法对公司进行估值，TV 增长率为 1%，Ke 为 10.6%，2020-2022E 对应 FCFE 为 85.78 亿元、663.55 亿元、372.51 亿元，股票价值为 4362.12 亿元，每股价值 37.55 元。

图表 76：绝对估值-FCFE 贴现(单位：百万元)

每股价值	37.55													
企业值	436,211.56													
股票价值	436,211.56													
会计年度截止日：12/31		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	TV	合计	
FCFE	8,578.28	66,354.77	37,250.98	20,173.20	11,755.83	60,959.34	34,181.44	41,081.42	31,257.60	25,773.08	271,154.28	608,520.22		
PV(FCFE)	7,756.13	54,245.27	27,534.19	13,482.00	7,103.58	33,305.01	16,885.13	18,348.66	12,622.91	9,410.55	99,006.84	299,700.28		

来源：Wind 资讯，国金证券研究所

投资建议

- 万科开发业务效率领先，作为高周转模式的开创者，深刻理解杜邦分解中高周转和杠杆的重要性，经修正后的总资产周转率和经营杠杆水平名列前茅。**我们选取行业销售额前 30 家公司作为样本，以现金流口径替代营业收入，在总资产中剔除非房地产部分以及已经实际上归属于客户的部分作为实际总资产计算总资产周转率，万科排名靠前。同时，我们的从资产周转率稳定性和安全性的角度评估，综合考虑毛利率、销售费用率、管理费用率、融资成本以及净负债率等因素进行盈利和波动率修正。调整后的总资产周转率位列第 2，万科在兼顾周转的同时具备更高的抗风险和盈利能力。此外，万科擅于运用优质无息杠杆，能够充分调动来自合作方、供应商的无息资金，在经营杠杆的运用上位列房企之首。在开发业务上万科具备高质量的周转优势和加杠杆能力。
- 我们认为万科具备规模扩张条件，将重回规模增长，可抵御毛利率长期下行的压力，从而提升未来利润可见性，阿尔法机会显著：**
 - 原因：**
 - ① 行业目前的利润率水平进入有助于行业加速整合区间。
 - ② 开发业务仍然是万科集团资金和利润的主要来源，在持有型业务仍需较长时间培育的背景下，开发业务仍有规模增长的责任。2014 年万科提出“白银时代”并转向多元化发展，持有型物业是非开发业务的主要资源投入方向，至 2019 年我们估算其全口径规模已达到 2100 亿元。然而持有型物业培育周期长，资金回收慢，资本化难度较大，需持续投入资金，需开发业务提供资金和利润支持。
 - ③ 集中度提升加速，利好龙头规模扩张。万科市占率自 2017 年在 4% 稳定了 3 年左右，完成了阶梯式上升的巩固阶段，未来有望在销售规模上发力。同时对比发达国家头部企业 8% 的市长率，万科仍有提升空间
 - ④ 万科股权之争得到解决。
 - 潜力：**
 - ① 我们估算目前万科并表部分权益比例在 65% 左右，可通过降低权益比例，增加项目合作的方式加快资金周转，扩大销售规模
 - ② 进入城市少，权益比例较高，可选择主动降维，降低权益比例扩大规模。万科目前进入城市 80 余个，未来仍可选择部分城市下沉，主动降维打击，扩大销售规模。
 - ③ 一二线城市自身加大土地出让以及放松预售条件带来的周转加速。
 - ④ 加大长期库存去化力度，可盘活资金。我们预计万科存在约 900 亿元长期库存，可加大去长期库存力度。虽然短期看降价销售可能侵蚀利润，但从长期及现金流角度看，去长期库存有利于将低效资

金再次投入开发业务中，从而提升资金使用效率，创造新的销售规模和利润。

- ⑤ 持有型业务的经营质量逐步提升，可金融化的资产增加，提升资金效率。
- ⑥ 有息负债水平低，存在加杠杆空间。万科资产负债状况稳健，万科擅于大量运用经营杠杆，有息负债水平低于 Top30 平均水平，仍然存在加杠杆空间。
- 万科物业服务是公认行业一哥。万科物业服务营收排行业第一，连续十年被评为中国物业服务百强企业综合实力第一名。对比碧桂园服务估值，即使考虑到目前物业服务公司的市值可能有高估的成分，万科持有的万科物业股权保守估值也应达到 400 亿元。
- 持有型物业已成规模，随着经营质量提升可释放投资收益，提升估值。
 - 我们以估算的万科并表口径投资性物业规模替代其权益规模。2019 年万科已并表部分投资性物业规模约 1400 亿元（测算）。参考境外市场对持有型物业的估值体系，由于万科对持有型物业经营数据披露较少，我们保守估计，并表口径估值至少为 1000 亿元，
 - 随着万科持有型业务逐渐成熟，可金融化资产将增加，预计可释放更多投资收益，届时市场将给与更高估值，甚至可达到 2000 亿元估值。
- 毛利率下行因素完成股价调整，重点城市量价齐升，毛利率下行可能得到阶段性缓解，行业出现 β 机会。
- 我们预计万科未来 2020-2022 年权益净利润分别为 431 亿元、475 亿元、521 亿元，对应 EPS 为 3.71 元、4.09 元、4.48 元，对应增速分别为 10.83%、10.22%和 9.70%，考虑到万科将重回规模增长，未来出现净利润负增长的概率极低。持有型物业已形成规模，存在逐步资本化的可能；最后，万科物业虽未上市，其一哥地位毋庸置疑。
- 首次覆盖，给予万科 A “买入”评级，我们给予其 6-12 个月内目标价 33.38 元，对应 9X 2020PE。

风险提示

- 行业毛利率持续恶化，销售不及预期、公司拿地低于预期。

关键指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	1.01%	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
归母净利润增长率	33.44%	20.39%	15.10%	10.83%	10.22%	9.70%
EBITDA 增长率	32.16%	44.73%	16.17%	-0.09%	5.21%	10.41%
EBIT 增长率	30.36%	44.36%	14.54%	0.30%	0.30%	0.30%
估值指标						
PE				7.17	6.51	5.93
PB				1.29	1.07	0.90
EV/EBITDA				2.50	2.38	2.16
EV/EBIT				2.63	2.52	2.28
EV/NOPLAT				4.65	4.50	4.10
EV/Sales				0.51	0.46	0.42
EV/IC				0.32	0.28	0.24
盈利能力 (%)						
毛利率	34.10%	37.48%	36.25%	31.68%	28.78%	28.66%
EBITDA 率	20.80%	24.56%	23.09%	20.49%	19.45%	19.43%
EBIT 率	19.75%	23.26%	21.56%	19.50%	18.41%	18.35%
税前净利润率	21.05%	22.66%	20.80%	20.15%	19.68%	19.84%
税后净利润率 (归属母公司)	11.55%	11.35%	10.57%	10.40%	10.35%	10.27%
ROA	2.41%	2.21%	2.25%	2.17%	2.16%	2.13%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.14%	21.68%	20.67%	18.04%	16.49%	15.16%
ROIC	9.24%	10.46%	10.76%	8.70%	8.10%	7.52%
偿债能力						
流动比率	1.20	1.15	1.13	1.16	1.16	1.17
速动比率	0.50	0.49	0.43	0.42	0.43	0.43
归属母公司权益/有息债务	0.70	0.63	0.72	0.72	0.80	0.84
有形资产/有息债务	6.04	6.08	6.52	5.88	5.97	5.79
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS	2.54	3.06	3.44	3.71	4.09	4.48
每股经营现金流	7.51	3.11	3.96	-1.54	7.11	3.08
每股股利	1.28	1.57	1.86	1.11	1.23	1.35
每股自由现金流 (FCFF)	2.84	-3.00	1.43	-6.65	2.14	-2.46
每股净资产	12.02	14.11	16.64	20.55	24.79	29.57
每股销售收入	22.00	26.97	32.55	35.65	39.50	43.68

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	242,897	297,679	367,894	414,201	458,942	507,423	货币资金	174,121	188,417	166,195	159,849	207,112	224,670
增长率		22.6%	23.6%	12.6%	10.8%	10.6%	应收款项	164,682	245,913	237,482	268,720	294,769	322,648
主营业务成本	-160,080	-186,104	-234,550	-282,962	-326,863	-362,007	存货	598,088	750,303	897,019	1,039,568	1,106,215	1,218,231
%销售收入	65.9%	62.5%	63.8%	68.3%	71.2%	71.3%	其他流动资产	80,662	110,439	138,294	156,760	159,759	169,451
毛利	82,817	111,575	133,344	131,239	132,079	145,416	流动资产	1,017,553	1,295,072	1,438,989	1,624,897	1,767,856	1,935,000
%销售收入	34.1%	37.5%	36.2%	31.7%	28.8%	28.7%	%总资产	87.3%	84.7%	83.2%	81.8%	80.4%	79.2%
营业税金及附加	-19,722	-23,176	-32,905	-26,609	-21,140	-23,069	长期投资	111,376	186,272	206,964	270,290	332,357	402,309
%销售收入	8.1%	7.8%	8.9%	6.4%	4.6%	4.5%	固定资产	8,121	13,447	16,580	16,539	16,623	16,844
销售费用	-6,262	-7,868	-9,044	-9,899	-10,969	-12,127	%总资产	0.7%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%
%销售收入	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	3,710	10,214	12,726	16,854	20,055	23,317
管理费用	-8,866	-10,341	-11,018	-12,716	-14,090	-15,578	非流动资产	147,794	233,508	290,940	360,567	430,102	509,359
%销售收入	3.6%	3.5%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	%总资产	12.7%	15.3%	16.8%	18.2%	19.6%	20.8%
研发费用	0	-946	-1,067	-1,243	-1,377	-1,522	资产总计	1,165,347	1,528,579	1,729,929	1,985,464	2,197,958	2,444,359
%销售收入	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	62,273	79,194	96,011	107,120	114,087	120,889
息税前利润 (EBIT)	47,967	69,244	79,309	80,772	84,504	93,120	应付款项	768,357	457,283	519,691	611,019	693,957	772,367
%销售收入	19.7%	23.3%	21.6%	19.5%	18.4%	18.4%	其他流动负债	16,725	585,437	656,907	682,888	715,452	755,242
财务费用	-2,075	-5,999	-5,736	-5,168	-6,393	-7,180	流动负债	847,355	1,121,914	1,272,610	1,401,027	1,523,496	1,648,498
%销售收入	0.9%	2.0%	1.6%	1.2%	1.4%	1.4%	长期贷款	96,029	120,929	114,320	155,452	170,715	202,210
资产减值损失	-1,319	-2,354	-1,649	-3,128	-201	-337	其他长期负债	35,289	50,116	72,420	90,655	97,401	111,203
公允价值变动收益	0	87	-69	0	0	0	负债	978,673	1,292,959	1,459,350	1,647,134	1,791,612	1,961,911
投资收益	6,245	6,788	4,984	10,514	11,889	14,509	普通股股东权益	132,675	155,764	188,058	238,788	288,042	343,563
%税前利润	12.2%	10.1%	6.5%	12.6%	13.2%	14.4%	其中：股本	11,039	11,039	11,302	11,618	11,618	11,618
营业利润	50,813	67,499	76,613	82,989	89,799	100,111	未分配利润	77,172	91,725	95,352	125,511	158,751	195,216
营业利润率	20.9%	22.7%	20.8%	20.0%	19.6%	19.7%	少数股东权益	53,999	79,857	82,521	99,543	118,304	138,885
营业外收支	329	-38	-74	456	505	558	负债股东权益合计	1,165,347	1,528,579	1,729,929	1,985,464	2,197,958	2,444,359
税前利润	51,142	67,460	76,539	83,445	90,304	100,670	比率分析						
利润率	21.1%	22.7%	20.8%	20.1%	19.7%	19.8%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-13,934	-18,188	-21,408	-23,339	-24,057	-27,996	每股指标						
所得税率	27.2%	27.0%	28.0%	28.0%	26.6%	27.8%	每股收益	2.541	3.059	3.439	3.708	4.087	4.484
净利润	37,208	49,272	55,132	60,106	66,247	72,674	每股净资产	12.019	14.110	16.639	20.553	24.792	29.571
少数股东损益	9,157	15,500	16,260	17,022	18,761	20,581	每股经营现金净流	7.513	3.107	3.963	-1.537	7.108	3.076
归属于母公司的净利润	28,052	33,773	38,872	43,084	47,486	52,093	每股股利	1.281	1.570	1.861	1.112	1.226	1.345
净利率	11.5%	11.3%	10.6%	10.4%	10.3%	10.3%	回报率						
							净资产收益率	21.14%	21.68%	20.67%	18.04%	16.49%	15.16%
							总资产收益率	2.41%	2.21%	2.25%	2.17%	2.16%	2.13%
							投入资本收益率	9.24%	10.46%	10.76%	8.70%	8.10%	7.52%
							增长率						
							主营业务收入增长率	1.01%	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
							EBIT增长率	30.36%	44.36%	14.54%	1.84%	4.62%	10.20%
							净利润增长率	33.44%	20.39%	15.10%	10.83%	10.22%	9.70%
							总资产增长率	40.29%	31.17%	13.17%	14.77%	10.70%	11.21%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	2.6	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
							存货周转天数	1,214.7	1,322.3	1,281.8	1,345.0	1,239.0	1,232.0
							应付账款周转天数	355.1	392.6	384.6	399.9	387.9	391.8
							固定资产周转天数	10.7	14.1	12.3	10.0	8.3	6.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	8.83%	19.90%	30.20%	46.75%	34.39%	36.10%
							EBIT利息保障倍数	23.1	11.5	13.8	15.6	13.2	13.0
							资产负债率	83.98%	84.59%	84.36%	82.96%	81.51%	80.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	36
增持	0	0	0	0	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.22

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH