

万科地产：后青春期时代，塑造多元化“体型”和锻炼利润“肌肉”

分析师/CRIC 研究中心分析师 朱一鸣、洪圣奇（香港）、陈开朝

3月7日，万科举行了2013年业绩发布会，对2013年年度报告进行了详细解读。

2013年对万科意义重大，它是万科第三个十年发展阶段的收官之年。回顾过去十年，在中国房地产发展的黄金十年，万科乘势而上，由一个年销售不足百亿的公司，持续持行业之牛耳，成长为全世界最大的房地产开发企业。同时在这一年，万科开始全面多元化转型，开始发力海外业务，控股商业银行，启动首个商业地产.....。

展望未来，中国房地产发展已悄然步入白银阶段，此时行业发展的“天花板效应”已经显现，对于一个接近2000亿规模的企业，再也不能像过去那样追求“高速”扩张。正如万科总裁郁亮所言，目前国内房地产业已过青春期，今后房企再也不能以“长个子”来衡量。在后青春期时代，万科的发展战略已经显现，即全力推动多元化转型，并在此基础上培育多个利润增长源，以实现可持续经营。

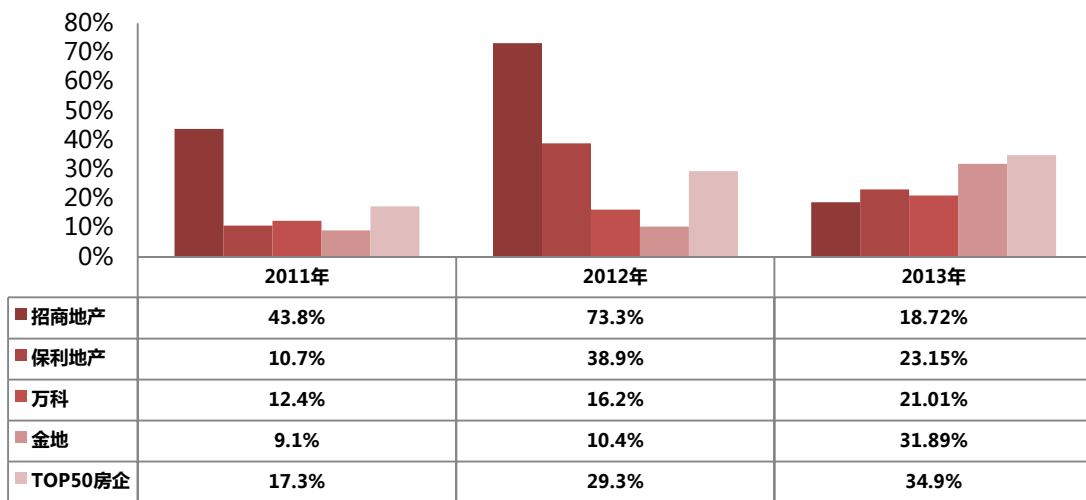
■ 业绩表现：持续领跑金额榜，2014年仍有望保持行业第一

2013年，万科实现销售金额1709亿元，销售面积1489.9万平方米，同比分别增长21.0%和15.0%，持续领跑金额榜。

从增速看，近三年万科的销售增速在加快。但剔除整体行情回暖的影响，我们发现万科的业绩增速低于其它房企。以“招保万金”为例，2013年万科的销售增速倒数第二。另外，近三年万科销售金额增速也低于TOP50房企总销售金额增速。但需指出，对于一家接近2000亿规模的企业，不可能保持与成长性企业动辄50%以上的规模增速。

2014年，万科应能顺利完成2000亿的销售目标。据万科估计，2014年将有2750万平方米的可售货量。如果万科能保持70%的销售率和11000元/平方米的价格，那么2014年销售额将达2100多亿。我们看到，从年度目标看，绿地是2400亿元，高出万科400亿元。尽管如此，2014年万科仍然有很大可能继续保持行业第一。因为万科的周转正在加快，部分项目开盘周期已达到6个月，所以万科只要加大开工力度，今年上半年获得的项目，就可在今年四季度顺利入市，形成新的可售货量。因此从弹性看，万科更具潜力领跑金额榜。

附图：2011年-2013年“招保万金”及TOP50房企销售金额同比增长



数据来源：中国房地产决策咨询系统（CRIC）

■ 财务表现：盈利下滑负债率上升，B转H股后财务有望显著改善

近三年，万科的盈利能力在稳步下滑，从毛利润指标看，11年为36%，12年下滑7个百分点至29%，13年继续下滑了2个百分点，13年净利润也从行业水平线之上的17%下滑至行业水平线之下的14%。房企盈利能力下滑是整个行业的发展趋势，但与其它房企做横向比较，万科近几年的下滑幅度较大。除了前几年低利润项目进入今年结算的因素，也可能跟万科在商业地产方面的投入效益还未充分显现有关。

2013年，万科净负债率为31%，较2012年上升了7个百分点。净负债率上升较大，主要是去年拿地投入较多所致。同时，2013年末企业现金短债比为1.4，较2013年第三季度的0.95显著上升，短期偿债压力有所缓解。但今年万科的资金压力依然较大：一方面，13年末，万科的现金余量为443.7亿元，较12年下降了15%。另一方面，万科今年上半年仍然是短债的偿还高峰期，主要原因是2011年开始行业房贷政策收紧，万科借了较多短债，且大多是成本较高的信托形式，这部分债务陆续到期。从数据上看，万科从去年三季度开始进入短债偿付高峰，以一年时间推算，可能要延续今年年中和三季度才有所好转。为纾缓压力，

今年上半年万科有可能在某些区域某些项目加强营销动作，以提高去化率，加快资金回流。

B转H股后万科财务将显著改善。我们看到，去年年中，由于短债集中支付，万科的长短债比低至0.55，经过长短债替换，万科的长短债比有所提高，到去年三季度末和年末分别升至0.8、1.4，财务结构趋于优化，但与其它重点房企相比，仍然处于低位。目前万科的借贷成本是8%，位于行业平均水平之下。随着B成功转H，万科将来可以进行更多的境外中长期低息融资，这意味着万科的财务结构和成本都会显著改善。

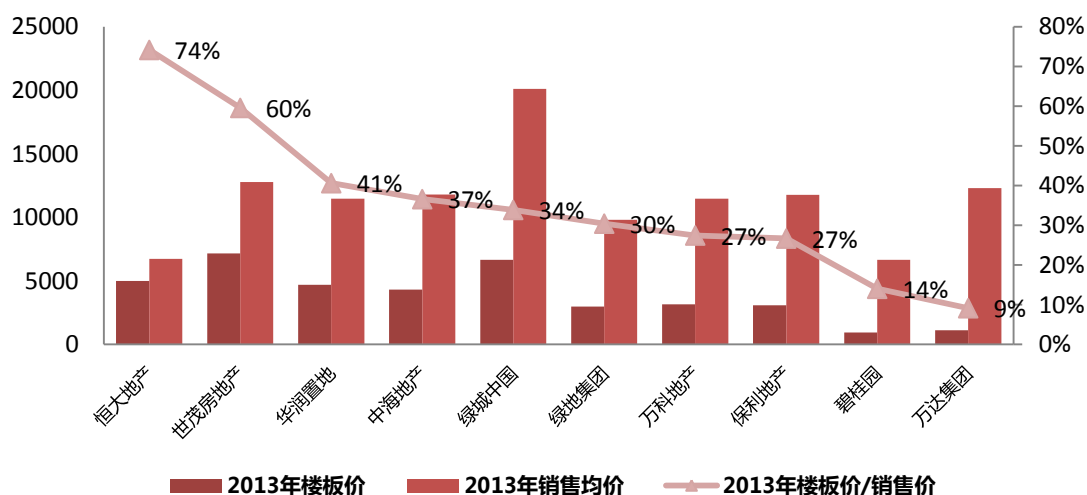
■ 土地储备：拿地单价有所上升、盈利空间依然较大

根据CRIC监测，2013年万科通过招拍挂市场的拿地楼板价为3148元/平米，较2012年上升了9.3%。在TOP10房企中，万科的拿地单价位居第6位，与保利、绿地接近，低于中海、恒大。而从2013年土地楼板价与住宅销售价的比值来看，万科为27%，在TOP10中位居第7位，在7家千亿房企中与保利接近，低于绿地、中海和恒大。万科2011年、2012年这一数值分别是22%、26%，可见2013年万科拿地成本有所上升但幅度不大，表明项目仍有较大的利润空间。值得一提的是，2013年万科多次拿下地王项目如重庆江北区溉澜溪地块、深圳留仙洞总部基地地块，虽然总价较高，但单价不高，利润可观。加上这些地王集中在一线，土地性质普遍是商住、商业、办公，较住宅业务的利润更高。

我们还看到，2013年万科在一线的拿地资金和面积比重同比分别增加了4.0个百分点和2.2个百分点。这都意味着今年万科高溢价产品的比重会有所提升，从而有助于改善企业的盈利能力。

附图：2013年TOP10房企拿地单价情况

单位：万平方米，亿元，元/平米

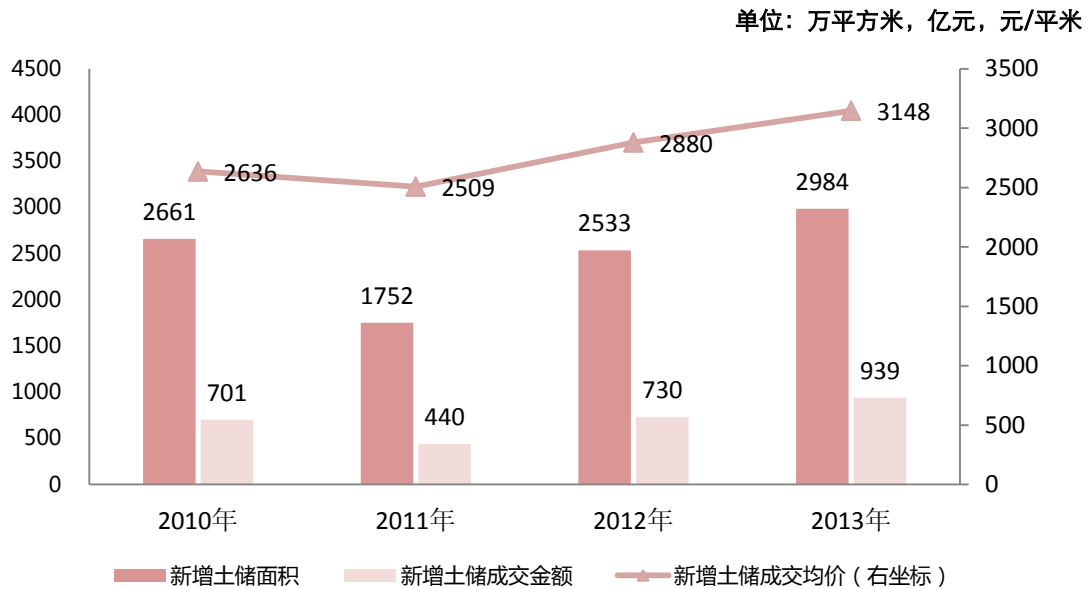


资料来源：中国房地产决策咨询系统 (CRIC)

■ 热点关注：风险城市土地储备约占两成，相关大盘运作需谨慎

根据CRIC监测，2013年万科新增土地储备面积2984万平米。截至2013年末，万科权益土地储备建筑面积约为4495万平方米，可以满足未来两到三年的开发。

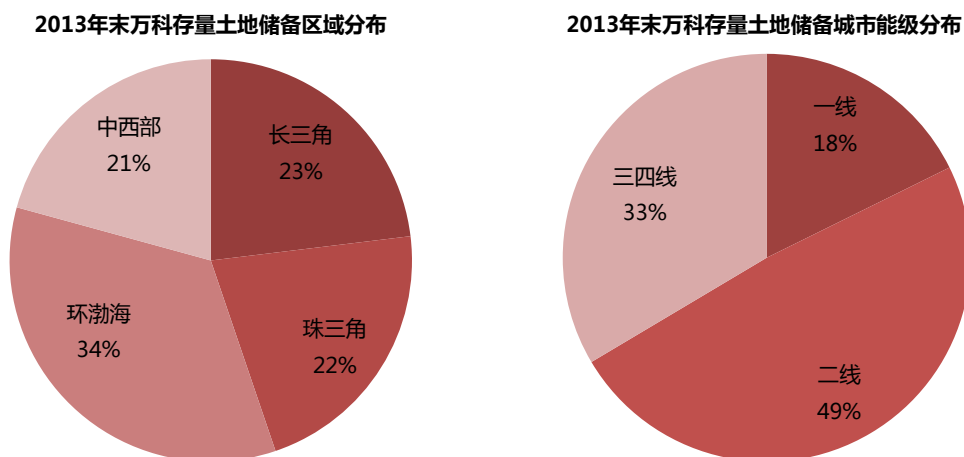
附图：2010年-2013年万科新增土地储备情况



资料来源：中国房地产决策咨询系统 (CRIC)

从存量土地储备面积的区域分布看，环渤海地区占比较高，为34%，其它三个区均为20%左右，土地储备区域分布较为均衡。万科一、二、三四线的土储比为2:5:3，布局合理。

附图：2013年末万科存量土地储备面积分布情况



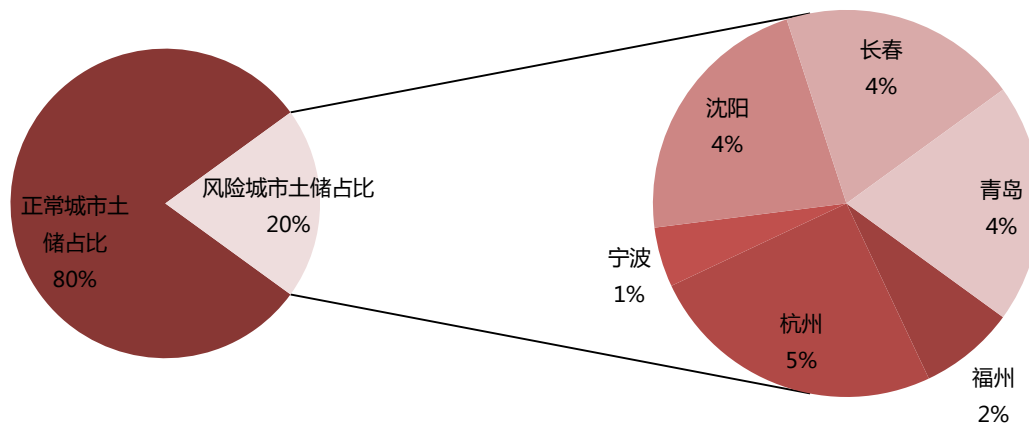
资料来源：中国房地产决策咨询系统 (CRIC)

风险城市的大盘运作需谨慎。在杭州、无锡、常州等城市出现降价风波后，人们对有销售风险的城市比较关注。大家普遍认为，存销比超过12个月的城市风险比较大，对房产销

售而言是潜在的风险城市。对此，以2014年1月为时间基准点，我们统计了万科土地储备位于风险城市的占比约两成。其中，杭州、沈阳、青岛、长春占比相对较大，比重普遍在4-5%之间。由于涉“险”比重不高，万科今年销售风险总体上相对可控。

截至2013年末，万科拥有超过50万平米的大盘项目25个，土地储备1944万平米，接近四成。一般而言，大盘运作优势很多，比如社区配套、景观布置更完善，折扣力度往往也更大，因此更具吸引力。但在有风险的城市，大盘运作需谨慎。首先，大体量项目上市会加剧供大于求的失衡，使售价进一步承压下降。其次，在高存量的城市，很容易受个别开发商大幅降价的撬动。如果出现大规模的降价风波，即使万科的产品口碑再好，也很难一支独秀。

附图：2013年末万科存量土地储备风险情况及其分布



资料来源：中国房地产决策咨询系统（CRIC）

■ 战略聚焦：多元化转型和利润源培育齐头并进

在房地产业的后青春期时代，房企“长个子”会越来越难。在此背景下，万科有意加快了商业地产、海外业务、城市配套服务商等多元化转型，力争在物业销售之外打造多个强劲的利润增长点，齐头并进塑造多元化“体型”和利润“腹肌”。

持有大型购物中心发展进入爆发期，盈利预期可观。2013年11月27日，万科首个大型自营购物中心——北京金隅万科广场开业，标志着万科正式踏上自营商业地产之路。根据万科的设想，该项目主要是体验中心，所以餐饮、休闲业态比重较高，百货购物部分主要针对线上购物，线下主要用于体验。从目前运营情况看，营业收入和利润都达到原先预期。根据CRIC监测，继2012年投入百亿元用于拿商住项目后，2013年万科在纯商业项目投入105亿元获取250万平米面积。且2013年纯商业地块项目主要集中在商业资源较好的北京、深圳、广州等一线城市，相关面积和资金占比分别高达70%和86%。另外，根据万科自己的公布，2014年其在全国范围内即将开业的购物中心将达18个，体量近百万平米。无疑，万

科的商业地产正进入发展高峰期。

B转H后境外融资“任督二脉”打通，持有物业“轻资本化”运作进入快车道。B转H后当日，万科就宣布，每10股派息从1.8元升至4.1元，派息比率提升近一倍至30%，并称今后有望保持这一比率并根据公司情况及能力逐步提升比率。这对万科A股估值无疑有较大的提振作用，某种程度上会提高万科的证券市场融资能力。

但这不是重点，B转H最具战略意义的是，万科终于打通了境外融资的“任督二脉”，由于没有万科置业（香港）那样需要等两年且融资不能用于内地的限制，B转H后，万科马上就有了直接对接港市又能回流国内的资金。对于正在大力发展商业地产的万科而言，利用这一平台可以做两件非常有意义的事：一是利用该平台发行中长期境外低息债，二是将该平台打造成专业的商业地产发展平台，推动持有型非住宅物业“轻资本化”高效运作。

控股银行打通金融和产业联接，创造另一利润增长源。万科控股徽商后，目前还没进入实质性操作阶段，其战略意义至今没得到充分体现。我们认为，万科控股徽商银行的战略意义包括：拓展融资渠道，为产业发展提供有力支撑，更为重要的是可以借此打通金融和产业的联接，形成独立的利润增长点。具体操作上，除了万科所称的，借此完善社区金融配套，以提高产品竞争力，以及为产业链上游8000家合作供应商搭建融资平台，以降低交易成本和采购成本外，万科还可以借此加快布局地产金融，开发针对商业地产的一些资产证券化产品，盘活自身商业地产。另外，对于正欲向互联网转型的万科而言，可以借此打通社区金融支付与物业服务 and 社区O2O之间的联接，为企业创造另一利润增长源。

坚持做城市配套服务商，互联网社区服务利润金矿待挖掘。在行业发展的“天花板”效应已经显现的背景下，除了走多元化培养利润增长点外，万科在住宅领域还有一块巨大的存量资源——万科业主资源，有待挖掘。对此，万科正着力通过“五菜一汤”模式加快完善社区服务配套，未来将在社区最后1百米的服务提升上，通过互联网运用，打造集购物、支付、体验于一体的社区O2O商业模式，坐地生财。据我们估算：目前2013年万科社区拥有50万户家庭，未来每年还会有20-30万户家庭的增量，过10年积累，万科社区预计会有逾3百万户家庭资源。假设每户每年通过万科平台消费2万元（包括餐饮、买菜、看病、购物、洗衣、休闲），一年消费就是600亿元，按15%利润率计算就有近百亿的利润。相比之下，2012年、2013年万科的利润只有157亿元和183亿元。城市配套服务的利润可以说很可观，更为重要的是，它是长期性的轻资产运作，而且盈利率可以通过深度挖掘进一步提升。

可以预见，万科正在大力推进的多元化转型如商业地产、城市配套服务、金融地产，未来有望成为万科强劲的利润增长点。

表：2011-2013年企业财务指标

	财务指标	FY11	FY12	FY13	同比 /百分点变动	单位
规模指标	营业额	67,709	96,860	127,454	32%	RMBmn
	物业销售营业额	65,313	90,818	126,052	39%	RMBmn
	股东净利润	11,600	15,663	18,298	17%	RMBmn
	股东净利润(核心)	9,579	12,626	14,317	13%	RMBmn
	总资产	296,208	378,802	479,205	27%	RMBmn
盈利及运营指标	毛利率	36%	29%	27%	-2pts	
	净利率	17%	17%	14%	-3pts	
	净利率(核心)	14%	13%	11%	-2pts	
	每股收益	88	114	137	20%	RMBcents/s
	每股收益(核心)	73	92	107	17%	RMBcents/s
	期间费用率	8.3%	7.2%	6.1%	-1.1pts	
现金及偿债能力指标	现金	34,240	52,292	44,365	-15%	RMBmn
	短期负债	23,570	35,557	32,624	-8%	RMBmn
	长短期债务比	1.1	1.0	1.4	0.4pts	
	现金短债比	1.5	1.5	1.4	-0.1pts	
	平均借债利息率	8.6%	9.5%	8.1%	-0.5pts	
	净负债与资本比率	24%	24%	31%	7pts	
资本效率指标	股东权益回报率	24%	27%	24%	-3pts	
	股东权益回报率(核心)	20%	22%	19%	-3pts	
	资产杠杆率	3.4	3.6	3.5	-0.1pts	

备注：股东净利润(核心)

= 股东净利润 - (资产重估增值 + 出售资产收益 + 兑汇损失 + 其它重大调整) * 0.75

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理

补充说明：此报告仅为企业业绩发布后的及时快评，后期 CRIC 研究中心还将有详实的年报分析报告推出，敬请关注！