房地产标杆企业研究报告

万科：聚焦主业，巩固基本盘

2019 年 7 月 25 日

摘要

- 万科经历五个发展阶段，分别是多元化、减法、专业化地产、城市配套服务商和城乡建设与生活服务商。最终公司围绕城乡发展以及居民消费升级进行战略升级，形成“城乡建设与生活服务商”的业务生态体系。
- 回顾过去，万科分别提前布局高周转（2001-2005）、专注于中小户型精装修产品（2007）、领先建立集团三级管控模式（2005）、早期已经成熟的城市圈布局（2005）、多维度人才激励机制（2000）以及小股操盘模式（2013），均领先行业 5-10 年，而这些早期的布局为近年万科业绩稳定高速增长铺垫下良好的基础。
- 目前万科已在多个新领域初具规模且具备一定的领先优势，1）万科物业主要优势在于，第一，为业主提供个性化服务以及标准化管理；第二，引入事业合伙人机制，从制度上保障了物业公司快速发展。2）万科长租公寓在规模及运营效率方面均具有领先优势，主要在于，第一，布局时间较早；第二，作为龙头开发商，在租赁用地获取方面具备一定优势；第三，信息系统建设以及全流程服务提高了招租运营效率；第四，人员管控效率较高。3）万科物流地产目前已经跻身行业第二梯队，初步形成网络化布局，有助于增加客户粘性。并且，公司项目选址布局较优，保障了项目的投资回报率，为轻资产运营模式提供支撑。4）万科商业主要通过外延式并购加速扩张，16 年参与收购印力集团，将其作为商业地产运营平台，18 年通过印力再次收购凯德集团在国内的 20 家购物中心。
- 未来，在巩固住宅开发优势的基础上，通过组织重建，使新业务实现“投入与产出”、“风险与收益”相匹配，并最终从辅助支撑性职能向现金流核心营收业务进行转变，实现进一步的“收敛”与“聚焦”，是下一阶段万科的战略重点。

电话：(010)53317288

邮箱：gt@gaotongchina.com

网站：www.gaotongchina.com

高通智库作为一家高端决策服务机构，成立于 2006 年，团队始终秉承“专业主义”精神，已成为具有优良口碑的行业研究顾问机构。

目录

一、公司概要 **3**

（一）公司介绍 3

（二）发展历程 3

（三）股权结构 4

二、行业领跑者 **5**

（一）快周转模式的先行者 5

（二）领先市场建立三级管控 9

（三）重视人力资源 10

（四）小股操盘模式 14

三、房地产开发业务 **15**

（一）穿越周期：稳健增长 15

（二）灵活拿地：总量适度 17

四、多元化业务 **19**

（一）万科物业：行业龙头 19

（二）商业开发：外延式扩张 26

（三）物流地产：借鉴基金模式 29

（四）长租公寓：轻重模式并行 34

一、公司概要

（一）公司介绍

万科企业股份有限公司成立于 1984 年，前身为深圳现代科教仪器展销中心，法人代表为王石。1988 年公司以 2000 万元通过公开竞标的方式获取了威登别墅地块，同年又与深圳市宝安县新安镇合作，投资第一个土地发展项目“深圳市宝安县新安镇固戍村皇岗岭万科工业区”，标志着公司真正进入房地产行业。1988 年 11 月 21 日，深圳市政府批准万科股份化改造方案，中国人民银行深圳分行批准发行万科股票，公司定名为“深圳万科企业股份有限公司”。1991 年 1 月 29 日，万科股票正式在深圳证券交易所上市，股票代码为 000002.SZ。

公司 2005 年销售额破百亿，2007 年超过 500 亿，2010 年成为国内首家销售额破千亿的房企，2017 年销售额超过五千亿。公司自 2014 年以来围绕“城市配套服务商”定位，聚焦三大经济圈及中西部重点城市拓展开发业务，同时稳步发展商业、物流地产、滑雪度假、长租公寓、教育、养老等新兴业务。

（二）发展历程

万科经历五个发展阶段，分别是多元化、减法、专业化地产/三好住宅、城市配套服务商和城乡建设与生活服务商。

1984-1993 年，多元化：1984 年，万科的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、文化传播和股权投资五大经营架构。

1993-2001 年，减法：1993 年，上海城市花园项目启动，标志着万科将大众住宅作为公司主导业务的开始，同年向境外投资者公开发行 B 股；1996 年转让怡宝食品饮料公司股权给华润；2000 年，华润以 2.28 亿元受让深特发持有的 8.11%万科股权，成为万科第一大股东；2001 年，向华润转让广东省零售业第一的万佳百货，标志着万科减法的完成。

2001-2012 年，专业化地产/三好住宅：2001 年，万科确定了地产“均好中加速”的策略，开始形成环渤海、长三角、珠三角和中西部四个区域的布局；2004 年，给公司制定第三个十年规划，确定了十年后销售额过千亿的目标；2010 年公司销售额达到 1081 亿元，提前四年完成第三个十年规划目标

2012-2017 年，城市配套服务商：2012 年，提出“城市配套服务商”的发展定位；2014 年，制定万科第四个十年规划，打造服务于客户和城市的生态平台；2016 年，入选《财富》“世界 500 强”第 356 位；2017 年，深圳地铁受让华润和恒大持有的 29.38%万科股权，成为万科的基石股东；2017 年，入选《财富》“世界 500 强”第 307 位。

2018 年至今，城乡建设与生活服务商：2018 年万科将定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”，并具体细化为四个角色：美好生活场景师，实体经济生力军，创新探索试验田，和谐生态建设者。事实上，万科“城乡建设与生活服务商”所搭建的生态体系已初具规模，在巩固住宅开发和物业服务固有优势的基础上，业务已延伸至商业开发和运营、

物流仓储服务、租赁住宅、产业城镇、冰雪度假、养老、教育等领域，为更好的服务人民美好生活需要、实现可持续发展奠定了良好基础。

图表：万科发展历程

发展阶段	时间	重大事件
1984-1993 年 多元化	1984 年	万科的前身成立，隶属于深圳经济特区发展公司
	1988 年	第一批国有公司进行股份制改造，深交所第二家上市公司
1993-2001 年 减法	1993 年	形成商贸、工业、房地产、文化传播和股权投资五大经营架构；发行 B 股
	1996 年	转让怡宝食品饮料公司股权给华润
	2000 年	华润成为第一大股东
2001-2012 年 专业化地产	2001 年	完成减法，确定地产“均好中加速”策略
	2004 年	第三个十年规划，确定了十年后销售额过千亿
2012-2017 年 城市配套服务商	2012 年	发展定位：城市配套服务商
	2014 年	第四个十年规划，打造服务于客户和城市的生态平台
	2016 年	入选《财富》世界 500 强，第 356 位
	2017 年	深铁成为大股东，入选财富世界 500 强第 307 位
2018 至今 城乡建设与生活服务商	2018 年	发展定位：城乡建设与生活服务商

资料来源：公司网站

（三）股权结构

1994 年的万科股改中，王石带头放弃 40%个人股权。作为创始人和万科董事长，当时王石与郁亮等整个管理层的持股合计只占约 1%。2000 年股改后万科的第一大股东从地方国资换成了央企华润，但华润持股占比也仅 15.23%，并不是控股股东。股权的分散使得万科管理层成为公司的主人，为万科的高速发展打下基础，而业绩靓丽的同时也引来资本市场的变化，这在万科发展史上经历了两次。

君万之争：君万之争起源于君安证券承销万科 B 股不力，深陷股价下跌漩涡。1994 年，君安证券（通过俊山投资和创益投资持股占万科总股本 3.43%）联合第一大股东新一代、第十大股东海南证券，合计持股占比 10.73%，共同发起《告全体股东书》，提出对万科的业务结构和管理层进行重组。万科说服新一代不参与结盟，劝退海南证券，使联盟土崩瓦解；连续申请停牌使君安无法操纵股市；投诉举报对方侵犯广大股东利益，随后证监会派员查处。事件最终以君安证券失败告终，万科引入央企华润作为战略投资者，保证公司股权结构稳定。

图表：君万之争概要

起源	➢ 93 年万科 B 股发行，君安证券承销，1000 万股未售，深陷股价下跌漩涡 ➢ 君安证券组成联盟，锁定万科四大股东——深圳新一代（6.2%）、海南证券（1.1%）、香港俊山投资、创益投资（3.43%）

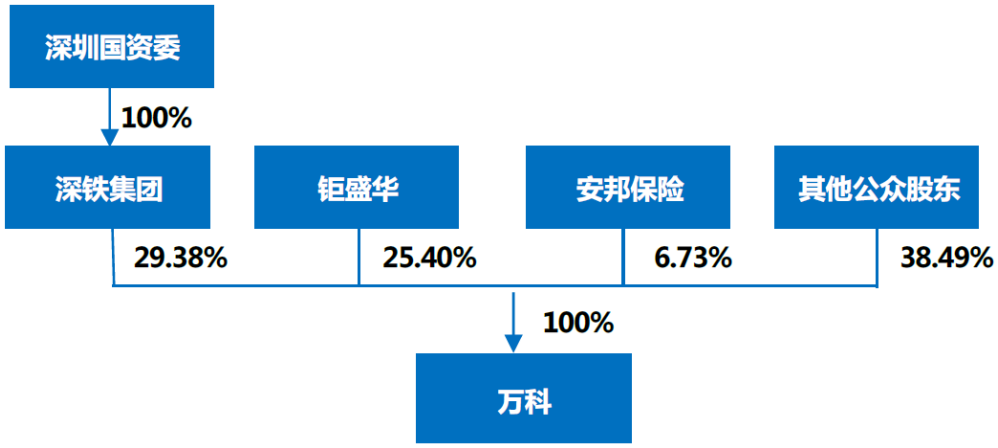
发展	➢ 进攻：1994 年 3 月 30 日，君安宣布代表委托的四家股东（共 10.73%）发起《告万科全体股东书》 ➢ 防御：3 月 30 日王石会见新一代和海南证券，打破联盟；3 月 31 日万科停牌，打破外部支持；4 月 1 日-4 月 2 日证监会主席表示支持万科
结局	➢ 君安主导的重组失败 ➢ 94 年引入央企华润，专注发展房地产 ➢ 开始注重股东利益，推行合伙人制度，管理层增持

资料来源：高通智库

宝万之争：2015 年 7 月之前，华润作为公司第一大股东持股 15.24%。8 月宝能系通过杠杆方式在二级市场举牌成为万科第一大股东，万科董事会主席则随后表示万科管理团队不欢迎宝能成为第一大股东。万科紧急停牌，通过资产重组、联合安邦、引入深铁等方式进行反击，最终 2017 年 6 月深铁代替华润成为公司基石股东，持股 29.38%占据绝对优势。

过去两年间经历万科宣战、宝能猛攻、恒大奇袭、华润退场、深铁入局之后，深铁作为第一大股东持股 29.38%拥有比当年的华润、现在的宝能（持股 25.40%）具有较大领先，万科的股权纷争已经基本告一段落。当前，深铁大股东地位相对稳定，也将决定管理稳定，并不会像此前出现大股东不稳定背景下的管理波动。

图表：公司目前股权结构



资料来源：公司公告

二、行业领跑者

（一）快周转模式的先行者

房地产行业盈利模式一般分为两种：囤地模式（主要为香港模式）和快周转模式（美国模式）。其中，香港模式主要是囤地模式，源于香港地域狭小，且土地资源由政府高度垄断，五大房企（长江、和黄、新鸿基、恒基、新世界）对楼市垄断也高达 70%。而美国模式主要由于土地非政府垄断，土地供应随着城市化发展历程无限供应，同时房企充分自由竞争，不得不采用高度专业化和以长期收益为主的商业模式，精细化经营是核心竞争力。

内地房企起初大多采用香港模式囤地，但目前来看港企在内地发展也并不尽如人意，行业前列的企业也已经不见囤地型房企的身影，而万科、碧桂园、恒大等高周转企业则凸显了

美国模式的成功。中国地域辽阔，行业竞争格局更宽，同时也就凸显了快速异地复制能力的重要性。高度专业化和产品单一化在城镇化高速发展时期导致了以万科为首的一大批房企的脱颖而出，预计该趋势未来也仍将延续。

2001 年，公司剥离万佳百货给华润后开启“专业化”地产模式，2001-2005 年间通过构建扁平化的内部管理平台、优化房地产开发流程、推进专业化集成化工程节点控制提升周转和专业化能力。2005 年开始公司致力于在“专业化”的基础上走向“精细化”，以“有质量增长”作为未来十年的战略目标，同年基本形成标准化、工厂化的产品生产体系，公司的“5986”原则也在操作层面进行了有力推进，即拿地 5 个月后动工、9 个月销售、第一个月售出八成、产品必须六成是住宅。在开启专业化和精细化的 10 年中，万科 2001-2010 年间销售额平均增速在 51.6%，2011-2015 年为 19.4%，2016-2017 年则又回到 42.4%的高位。

图表：万科 2001-2018 年行业判断与战略规划

时间	行业判断	主要战略	其他
2001 年	住宅产业因受惠于宏观经济形势和政府政策而繁荣，对住宅市场的发展前景非常乐观。	开始实施新的扩张发展略，新进入 4-5 城，扩大土储。	剥离万佳百货。以客户为中心，深化品牌管理，打通海外融资渠道。
2002 年	地产行业仍将保持向上势头，集约化调整成为行业发展的重要趋势。	专业化经营，巩固业内领先地位，继续实施稳健的扩张策略。加强深圳、上海、北京、沈阳等区域中心的投入，同时加大在现有的武汉、成都、天津、南京、长春和南昌等腹地中心城市的投资。	万科专业化地产商的形象和关爱客户的理念是公司的核心竞争力。
2003 年	住宅产业仍将是 2003 年国民经济发展的重要产业之一。行业内领先的具有优良品牌的企业将获得更大的发展空间。	集团将积极推进区域发展模式，在原有单个城市继续扩大项目资源的基础上向珠江三角洲和长江三角洲地区的城市扩张。	在业务发展的各个环节寻求良好的合作。
2004 年	继续看好并预期住宅行业的稳定增长。	对长三角、珠三角继续深耕，重点出击上海区域周边城市的扩张，推进珠三角以及京津的投资，认真研究具备相当潜力的二线城市机会。	致力于树立集团可持续增长的、为股东带来稳定盈利增长的蓝筹形象。制定未来 5~10 年的中长期发展规划。
2005 年	商品住宅市场在未来十年仍	中国住宅行业领跑者。	在“专业化”基础上走向“精

	将是中国最具潜力和发展空间的行业之一。行业的集中化也是必然的趋势。	城市圈聚焦策略：在未来十年，将把业务聚焦在三大城市经济圈。	细化”，以“有质量增长”作为未来十年的战略目标。 产品创新策略：形成住宅产品体系，标准化工厂化生产。
2006 年	只要坚持市场化的导向，政府的介入对行业的成长就是有利的。	万科已成为中国房地产行业的优秀企业；在新的十年目标是成为世界级的优秀房地产公司。	打造全新的组织架构：战略总部、专业区域、执行一线； 建立与业务快速发展相匹配的风险管理体系。
2007 年	房地产尤其住宅市场在我国未来至少十年、沿海城市带在未来至少二十年，仍将是最具潜力和发展空间的行业之一。	义不容辞地担当起先行者的责任；帕尔迪住宅公司是万科在新十年的标杆企业。	继续谋求有质量的增长；精品中小户型将成为市场决胜的关键；合作开发、并购重组与业务外包；标准化设计、工业化生产的住宅产品将成为主流。
2008 年	坚定不移地看好行业的未来前景，支撑住宅市场基本面的诸要素未发生任何根本性的改变。	已经成为行业先行者。	质量是企业的生命线；深化战略总包合作，积极创新融资方式和手段；优化现有内控体系；推广装修房、工业化住宅。
2009 年	决定中国房地产行业长期前景的深层因素，并未发生任何根本性的转变。	已经成为全球最大住宅公司。	提升万科产品的市场竞争力；深入的开展成本优化，加强对期间费用的控制，提升经营效益水平。
2010 年	真实的需求与购买力才是一个行业复苏和持续成长的本原动力，而以最少资源消耗来最大程度满足客户需求的能力才是企业竞争力的最终源泉。	万科已经连续两年成为全球最大住宅公司。	在继续坚持房开主业基础上尝试配套的其它物业类型。 高速铁路网的兴建可能带动现有大都市周边地域的发展。养老住宅、旅游度假物业等细分市场正在逐渐成型；绿色建筑方面的能力可能成为未来市场竞争的核心要素；继续拓展全方位标准化产品体系。
2011 年	预计未来一段时期，商品住房可售存量将延续上升趋	持续领跑，敢为天下先；立志成为世界级优秀企业和行	成为卓越绿色企业；加深对客户需求的理解，包括发现

	势，市场竞争将更加激烈。	业标杆。	尚未被满足的需求；快速周转，重视财务安全；探索向绿色企业、研发型企业、服务型企业转型。
2012 年	未来一段时期，行业的资金环境依然不容乐观。	为普通人盖好房子。	应变重于预测；坚持小户型和装修房，坚持快速周转和较少的土地储备，重视合作，稳健的投资策略；大力弘扬“工程师文化”，启动“千亿计划”，“提高基础工作质量”和“加强成本监控”；继续深化工业化技术和绿色建筑技术的应用；探索住宅配套的其他物业类型。
2013 年	尽管行业的融资环境相比 2011 年有所改善，但并未出现根本性的好转。拓宽融资渠道、增强资金稳健性仍然非常重要。	中国最受尊敬企业。	住宅产业化，包括装修房、工厂化和绿色建筑；不囤地，不捂盘，不当地王；盖有人住的好房子；未来几年的战略重点将转向工厂化，万科具有先发优势；在提高产品性能的基础上，继续探索和加强服务配套。
2014 年	房地产行业进入白银时代。	不忘初心，专注，做到极致。	性价比在任何时候都是竞争力的核心；质量是万科的底线；坚持现金为王的策略，推动库存去化；探索“小股操盘”的轻资产运营模式；推进绿色战略；加大对养老、产业园等业务的探索；国际化；加强人力资源系统建设。
2015 年	房地产行业正由黄金时代转入白银时代。在白银时代，中国住宅价格不会发生断崖式的下跌。住宅开发仍将是巨大而且可持续的产业。但房价单边高速上涨的时代已经结束，行业整体规模高速膨胀的时代已经结束。	“三好住宅”+“城市配套服务商”：未来十年，万科最重要的业务仍将是住宅；万科需要在这个十年内基本完成新业务的探索和布局，确定新的商业模式。	“对客户好”是永恒不变的商业逻辑；围绕居住的一系列生活服务，以及邻里间互动的社区氛围；度假需求将迅速增长；研究推广事业合伙人持股计划和项目跟投制度。

2016 年	依然坚持房地产行业进入白银时代，但不必过于悲观，大量新兴的房地产需求并未得到满足。	要实现从住宅开发商向城市配套服务商的转型。	以“房地产+服务”取代“房地产+钢筋水泥”；万科物业持续推进信息化建设；公司致力于成为行业领先的物流地产服务商；整合客户资源，在各业务线之间形成价值链和生态圈；继续深化合伙人机制，推动业务转型。
2017 年	房地产应该回归实业属性。	城市配套服务商。	坚持有质量增长及稳健发展的原则，坚持“以客户为中心，以现金流为基础的持续真实价值创造”的业务指导思想；继续推进落实“城市配套服务商”的战略定位；迭代更新事业合伙人机制，持续打造“奋斗者”文化。
2018 年	房地产行业不仅包括盖房子，还有跟房子相结合的一系列服务。这些周边行业的规模，最终会超过房地产开发本身。所以房地产行业只要坚持为普通家庭提供好服务，未来的发展空间还非常广阔。	将城市配套服务商的定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”。	坚持有质量的增长，以现金流为基础，谨慎投资，持续优化资债结构。以客户为中心，坚持为普通人盖好房子，大力发展租赁住房业务，满足居民美好生活需求；加快事业合伙人机制落地；通过科技赋能助力业务发展，完善风险管控。

资料来源：公司网站

（二）领先市场建立三级管控

随着房企的销售金额、城市布局和项目数量的不断增长，自然对其管理模式和人员架构提出新的要求，简单的二级管控模式已经无法满足上千个项目的管控。万科早在 2000 年左右开启专业化地产模式的开端，就已经在尝试升级集团管控模式。2005 年，万科布局 16 城、45 个项目，同年集团三级管控模式也已经基本形成，其对于行业的领先判断和发展模式的探索再一次完美印证了行业领跑者的重要角色。

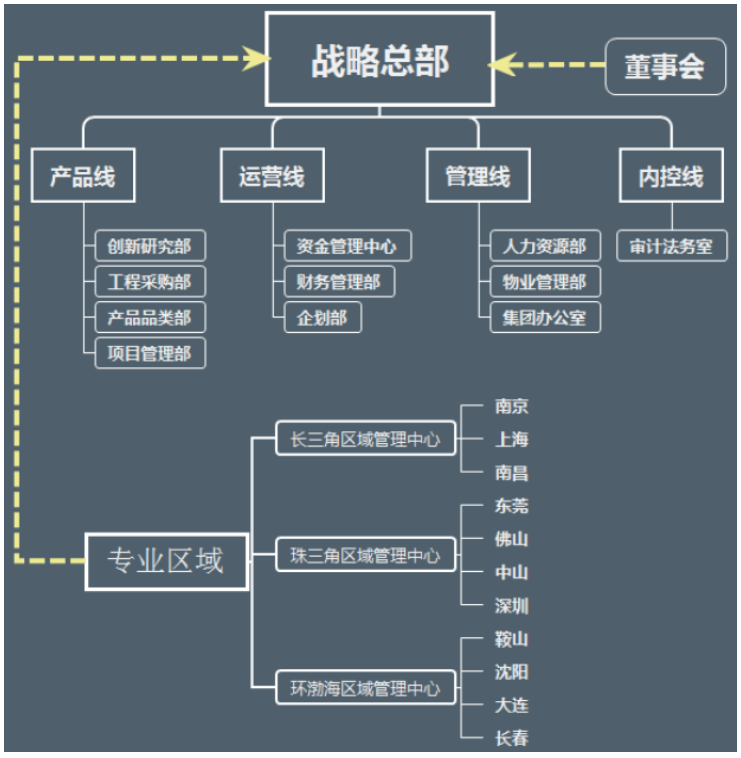
2000 年之前，“集团总部—项目公司”的二级管控模式：万科实施“集团总部—项目公司”二级管控，总部只负责投资决策、资金运作、人力资源等少数功能，项目公司只需向总部上缴利润，拥有较大的自主权，但导致总部专业技术能力积累缓慢，而且随着项目公司的不断壮大，离心的倾向日益加剧。

2000-2005 年，过渡期：随着公司逐渐从多元化转向专业化住宅开发，总部增设了规划设计部、工程管理部、营销管理部等专业管理部门，以加强总部的专业化职能以及对项目

公司的管控。同时深圳、上海、北京等区域中心开始形成。

2005 年-至今，“集团总部-区域中心-城市公司”的三级管控模式：公司自 2005 年开始打造“集团总部—区域中心—城市公司”三级管理架构，专业管理职能向区域中心转移，集团总部负责战略、品牌、产品研发设计、投融资、人事等。区域中心更接近一线市场并作出迅速反应。同时集团总部对原有的九大中心进行整合，形成“产品线、运营线、管理线、内控线”四大管理主线。万科的这三层管理架构，第一层是集团总部；第二层是集团总部下面的 4 个区域本部，作为派出机构；第三层是按照城市设置公司。总部专业部门统一制订制度，对一线公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、监事巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。万科的三级管控体系既没有像万达那样中央集权，也没有像绿城那样诸侯分封，权责划分比较清晰合理。

图表：公司三级管控架构



资料来源：公司公告

（三）重视人力资源

1、人才发展：“海盗计划”+“007 计划”+“千亿计划”

万科一直是行业中最重视人才储备和发展的公司之一，在发展历程中有多个著名的人才引进和培训计划，包括“海盗计划”、“007 计划”、“千亿计划”、“新动力”管培生机制（1999 年起）。

海盗计划：2000 年开始万科针对中海的优秀人才制定了名为“海盗行动”的挖人计划，短时间内吸引 50~60 位中海骨干人员加入万科。海盗行动不仅帮助万科补足了质量与成本管理的短板，也代表着万科的人力资源从“内部培养模式”过渡到“培养与空降相结合模式”。

007 计划：2007 年万科实现近 500 亿销售额，急需为成为千亿级企业提前做好人才储

备。007 行动对于人才的诉求不再局限于行业内，在两年内吸引了 40 多位跨国企业高管出任要职，包括宝洁中国信息与决策方案总监陈东峰、百安居中国区副总裁袁伯银、万博宣伟中国区合伙人于玉光、仲量联行亚太区资管总监许国鸿等。

千亿计划：2012 年万科诞生了用 1 亿人民币、三年内选送 1000 人去日本学习施工技术的“千亿计划”。“千亿计划”覆盖万科集团管理层、一线项目经理及工程师，后期甚至推广至合作方，使万科的建筑工程质量精确到了毫米级，使“工匠精神”的工程师文化在万科深入人心。

图表：公司人才发展与储备计划

时间	名称	针对人才	内容
2000 年	海盗行动	中海等行业优秀人才	短时间内吸引 50~60 位中海骨干人员加入万科。帮助万科补足了质量与成本管理的短板，也代表着万科的人力资源从“内部培养模式”过渡到“培养与空降相结合模式”。
2007 年	007 计划	跨国企业高管、各行业精英	为成为千亿级企业提前好人才储备。在两年内吸引 40 多位跨国企业高管出任要职，包括宝洁中国信息与决策方案总监陈东峰、百安居中国区副总裁袁伯银等。
2012 年	千亿计划	万科集团管理层、一线项目经理及工程师、合作方	用 1 亿人民币、三年内选送 1000 人去日本学习施工技术，使万科的建筑工程质量精确到了毫米级，使“工匠精神”的工程师文化在万科深入人心。

资料来源：公司公告

2、跟投机制：跟投比例 10%，充分调动一线人员积极性

2014 年 3 月 28 日，万科首次通过跟投制度方案；通过 3 次修订后 2018 年 1 月出台新的跟投比例和收益分配规则。跟投比例方面，跟投人员合计投入资金不超过项目资金峰值的 10%；跟投人员直接或间接持有的项目权益比例合计不超过 10%，对于万科股权比例低于 50%的住宅开发销售类项目，跟投人员直接或间接持有的项目权益比例还需不超过万科在该项目所持权益比例的 20%；单一跟投人员直接或间接持有的项目权益比例不超过 1%；项目所在业务单元核心管理人员、城市公司管理层、项目管理人员为项目必须跟投人员，除公司董事、监事、高级管理人员以外的其他员工可自愿跟投。

收益分配方面，住宅开发销售类项目的跟投人员需以自己的跟投收益对万科劣后，具体分配安排为：项目 IRR≤10%：项目收益优先向万科分配，直至万科达到项目 IRR 为 10%时对应的收益水平，再向跟投人员分配项目收益；10%＜项目 IRR≤25%：跟投人员与万科按出资比例分配项目收益；25%＜项目 IRR：在项目 IRR 超过 25%后的项目收益范围内，由跟投人员按其全部出资比例的 1.2 倍分享。

图表：公司跟投收益分配规则

项目 IRR	分配规则	劣后级
<10%	项目收益优先向万科分配	直至达到项目 IRR 为 10%时对应的收益水平，再向跟投人员分配项目收益。
10%-25%	按出资比例分配项目收益	按出资比例分配项目收益。
>25%	按出资比例分配项目收益	IRR 超过 25%后的项目收益范围内跟投人员按其全部出资比例的 1.2 倍分享。

资料来源：公司公告

3、事业合伙人+经济利润奖：覆盖千名中高层，深入践行“共创、共享、共担”经济利润奖金

2010 年，万科对业绩考核体系进行调整，进一步强化净资产收益率（ROE）、净利润增长率等经营指标的要求，引入基于 EP（经济利润）作为考核指标的经济利润奖金制度，形成固定薪酬、销售奖、年度利润奖和经济利润奖金相结合的完善薪酬结构体系。可以看到的是，在推出经济利润奖金制度以后，万科的 ROE 从 2010 年的 16%提高到 2011 年的 20%，至今也一直稳定在高位。

经济利润奖金奖励对象包括公司高管、业务骨干和突出贡献人员，以公司当年实现的经独立第三方计算的 EP 作为业绩考核指标和提取或扣减基数，采取正负双向调节机制，按照 10%的固定比例提取或返还。2018 年 1 月，经济利润奖金方案进行了第 5 次修订，一是简化了经济利润的计算方法，以 A 股全部上市公司加权平均的全面摊薄净资产收益率作为股权资本机会成本，二是取消了“集体奖金”和“年功积分”安排。董事会主席经济利润奖金分配比例为公司年度经济利润奖金的 1.8%-2.2%。

公司在 2017 年年报中首次披露了经济利润奖的具体提取方式和金额。2010-2016 年度，经董事会审议，公司共提取经济利润奖金 51.88 亿元（占比 2010-2016 年累计归母净利润的 5.2%），每年经济利润奖金的奖励人数在 782 人至 2205 人之间。其中，向具体奖励对象个人发放现金“个人奖金”8.99 亿元，剩余 42.89 亿元作为“集体奖金”发放给奖励对象集体。各奖励对象根据其个人绩效获得“年功积分”，作为其未来分配“集体奖金”的依据。公司 2017 年度经济利润奖金总额为 15.1 亿元，占比公司归母净利润 5.4%。

同时，2018 年公司对董事会主席郁亮的业绩也有新的要求：当万科净利润增长率>15%时，董事会主席年度实时现金薪酬总额=年度实时现金薪酬总额基数×（1+公司年度净利润增长率 15%）；0%≤净利润增长率≤15%时，董事会主席年度实时现金薪酬总额不增长；净利润增长率<0%时，董事会主席年度实时现金薪酬总额同比例下降。

图表：董事会主席薪金与净利润增长幅度挂钩

净利润增长率	董事会主席现金薪酬总额
净利润增长率>15%	现金薪酬总额=薪酬总额基数*（1+公司年度净利润增长率-15%）

0%≤净利润增长率≤15%	不增长
净利润增长率<0%	同比例下降

资料来源：公司公告

图表：经济利润奖金提取金额及占比业绩比例

年度	金额（亿元）	占比年度归母净利比例
2010-2016 年	51.88	5.2%
2017 年	15.10	5.4%

资料来源：公司公告

事业合伙人计划

2014 年万科推出事业合伙人计划，共有 1320 位员工自愿成为公司首批事业合伙人，其中包括在公司任职的全部 8 名董事、监事、高级管理人员。经济利润奖金的全体奖励对象自愿把滚存的集体奖金，加上杠杆买成公司股票。万科由于满足知识的个体性、股权的分散性和业务的封装性三大特点，极其适合发展事业合伙人制度。在股东没有获得足够的收益之前，事业合伙人的投资将没有回报，甚至连本金都要用来赔付。但如果经营取得了远超社会平均水平的回报，事业合伙人的分配比例，将明显超过他们的投资占比。

图表：事业合伙人-共创、共享和共担机制

时间	进展
2014 年	原则上要求项目所在一线公司管理层和该项目管理人员必须跟随公司一起投资，除公司董事、监事、高级管理人员以外的其他员工可自愿参与跟投。
2015 年	深化组织变革，全面推行合伙人机制。确立以 13 家中心城市为核心的扩张方案；鼓励构建任务导向型的事件合伙人型组织，减少层级，打破部门及专业壁垒，强化业务协作。设立区域首席执行官联席会，赋予区域更大的运营管理决策权。
2016 年	持续深化事业合伙人制度的理论内涵，系统化地构建万科事业合伙人纲领，为相关制度及机制设计明确导向与原则； 项目的管理人员必须投资。2016 年公司对跟投制度进行了进一步修订，增加了跟投人对公司的劣后责任，使制度更加透明。
2017 年	公司凝聚共识初步形成事业合伙人纲领，并在总部、各事业部/区域、一线公司推进事业合伙人建设大纲落地。

（四）小股操盘模式

2014 年之前行业的黄金时代使得房企几乎不用费太大力气就可以获得高回报，而万科在行业的转折点又领先意识到了合作开发会是今后普遍的项目操作模式，一方面企业可以通过合作减少土地市场端的竞争，另一方面也可以通过各自优势互补产生协同效应。

在 2013 年度业绩推介会上，郁亮宣布万科将向美国铁狮门学习，引入小股操盘模式。小股操盘模式一方面攫取品牌和管理输出的“超额利润”获得更高的分成比例，一方面降低净资产规模，带来净利润率和权益乘数的双提升，减少利润率下降的影响，提高 ROE 水平。使得万科的 ROE 一直稳定在 20%左右，远高于行业均值 12%。

小股操盘模式成功的前提是万科的操盘能力、品牌能力能够获取合作方足够的信任。万科的第一个小股操盘项目是 2012 年的昆明云上城项目，万科入股 0.23 亿元，占股 23%。项目区位较好，但一期产品销售不好，每平方米售价 5888 元，每个月只卖 10 套左右；同时该区位中海项目售价却高至万元。自万科加盟操盘后，云上城二期融资成本下降，产品得到改进，售价提升至每平方米 12000 元。万科在该项目中赚取了“三道钱”：项目收益分配 0.84 亿元，管理费收入 1.26 亿元，万科融资渠道及手续费 0.17 亿元，收益总计 2.27 亿元。在该项目中，万科用 0.23 亿元的资金投入和操盘能力，获得了 2.27 亿元的收益，投资回报率高达 987%。

图表：万科小股操盘模式

经营管理权/控制权	注册资金以外的其他投入	分红/超额利润分配	管理人成本（品牌管理费）
董事会席位应保障万科方有共同控制权（如对方有并表要求除外）。	同股同投，同步按投资比例收回投资；不为合作方收回投资提供担保或承诺。	除了按照实际投资比例分红，鼓励倾斜分配给万科的超额利润分配，项目收益超过约定的标准后，增加万科方分红。	管理人成本不低于项目销售金额的 2.5%。可另行商谈收取日常技术支持服务费。
总经理及管理团队为万科方委派。	万科方不垫资；如有特殊情况、合作方资金未能及时到位，万科需要短时垫付资金的，须收取资金占用费/利息（年化利息12%以上）。		项目公司行政管理费用、营销费用另行据实列支，或按项目销售金额的一定比例（4%左右）包干。

资料来源：公司公告

总的来看，万科小股操盘模式的优势在于：工厂化的产品体系、品牌和服务优势以及融资和采购资源。万科通过小股操盘突破了 ROE 瓶颈，用更小的投入换取更大的回报，赚取超额管理费以及超额利润分配；提高了资产安全性，轻资产的合作杠杆比财务杠杆安全；扩大市场份额为团队提供发展空间；并摆脱对股权融资的依赖，并且提高回报股东及市值管理能力。

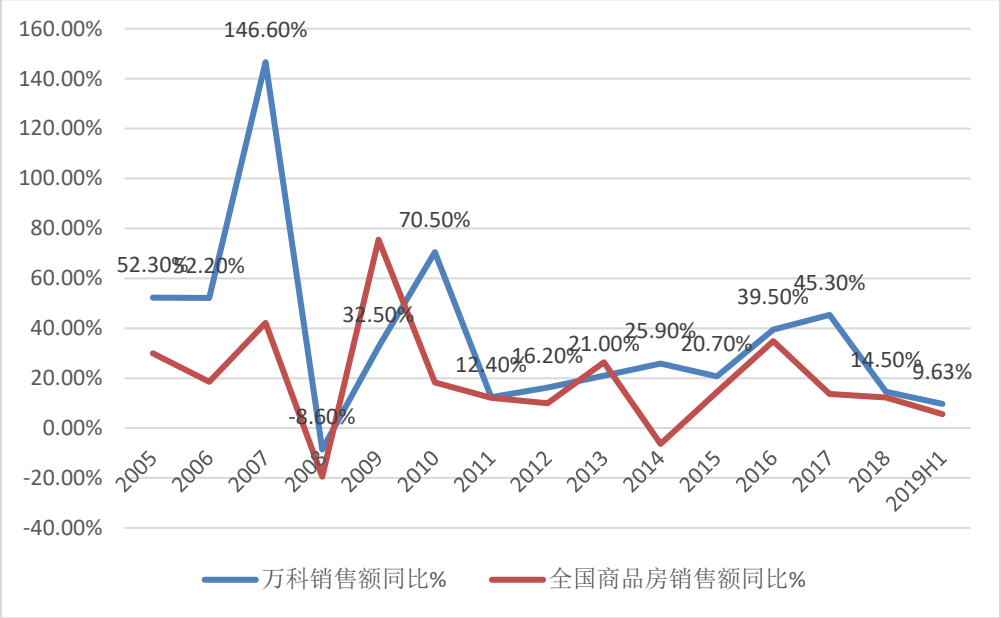
三、房地产开发业务

（一）穿越周期：稳健增长

2005 年后，行业经历多轮危机，但万科以稳健的姿态成为行业龙头，主要源于公司坚持追求持续发展与公平回报，不因市场环境变化就改变自身风格：在行业过热时期，不追逐地王、不囤地赚暴利，合作拿地，配合高周转维持增速；在行业低谷期，灵活定价，保持低库存与充足现金，降低风险。

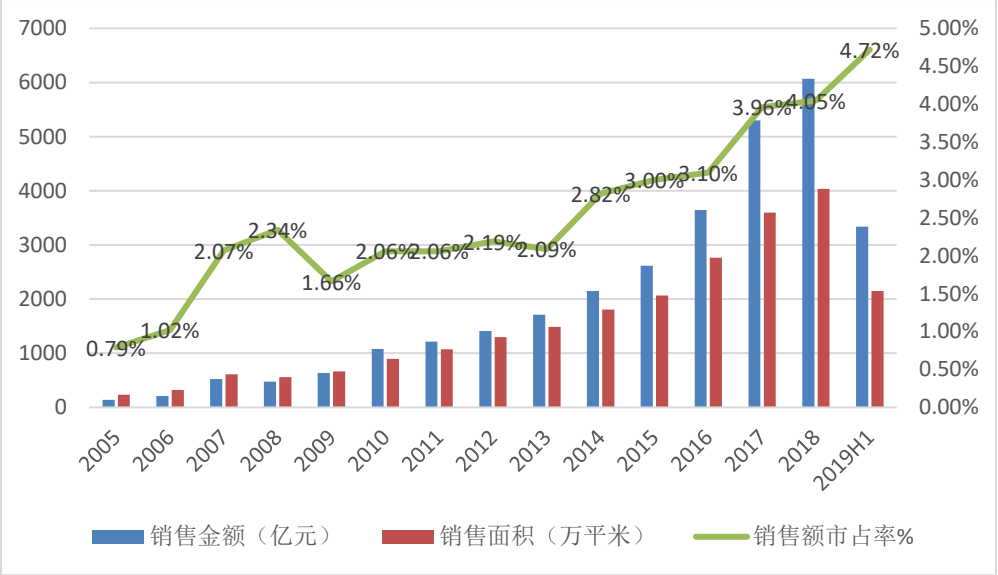
2018 年公司实现销售金额 6069.5 亿元，同比增长 14.5%，销售面积 4037.7 万平米，同比增长 12.3%，2018 年公司销售增速虽有所放缓，但依然保持高于行业增速。截至 2018 年末，公司销售金额市占率为 4.05%，2019 年上半年达 4.72%，公司市占率自 2009 年至今一直保持稳健增长。

图表：万科保持销售增速高于行业增速



资料来源：公司公告

图表：稳健经营市占率保持快速增长



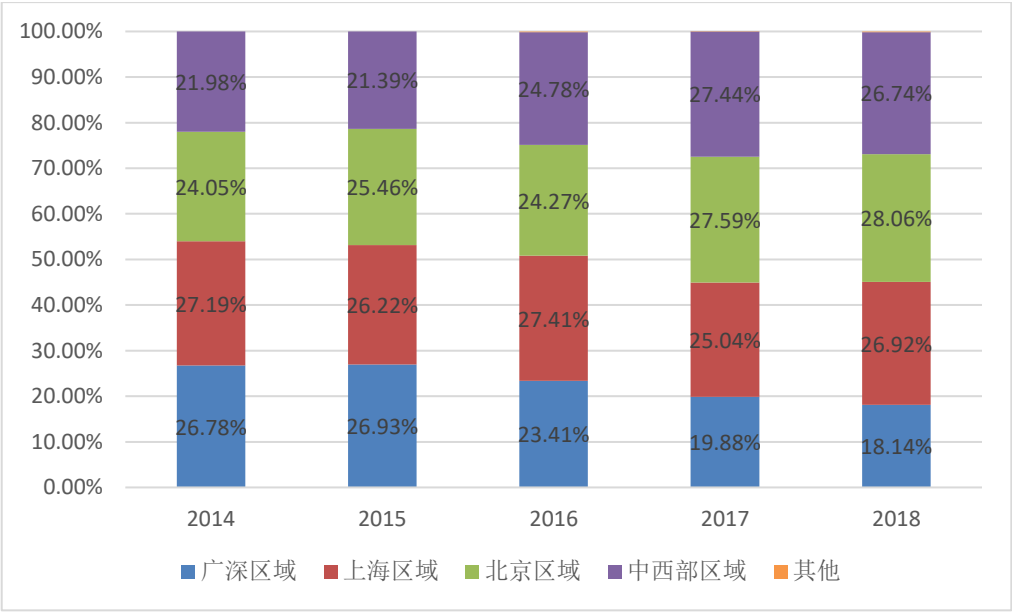
资料来源：公司公告

1、市场策略：谨慎扩张、深耕为主

谨慎扩张，布局四大核心城市经济圈：2010 年公司成立成都区域公司，标志着以上海、北京、深圳、成都为核心的全国四大重点区域布局完成，并不断围绕核心城市辐射周边城市，最终形成以长三角为核心的上海区域、以环渤海为核心的北方区域、以珠三角为核心的南方区域、以中西部中心城市组成的中西部区域。

2018 年公司在南方、上海、北方、中西部四大核心区域的销售面积占比分别为 18.14%、26.92%、28.06%和 26.74%，整体分布较为均匀。纵向来看，2015 年开始中西部区域占比逐年增加，公司布局由沿海向内陆扩张。

图表：万科区域布局聚焦核心经济圈

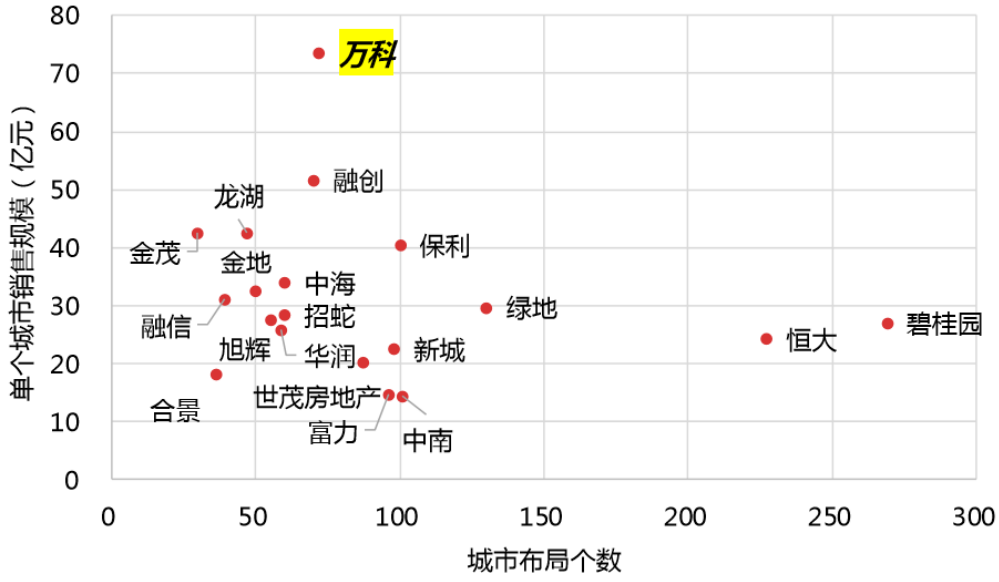


资料来源：公司公告

深耕能力位居行业首位：2018 年公司在具有销售项目的 72 个城市中，28 个城市销售

规模破百亿，42 个城市销售位列当地前三，2018 年平均单城市销售规模超过 70 亿元，位居行业首位。

图表：万科城市深耕能力位居行业首位

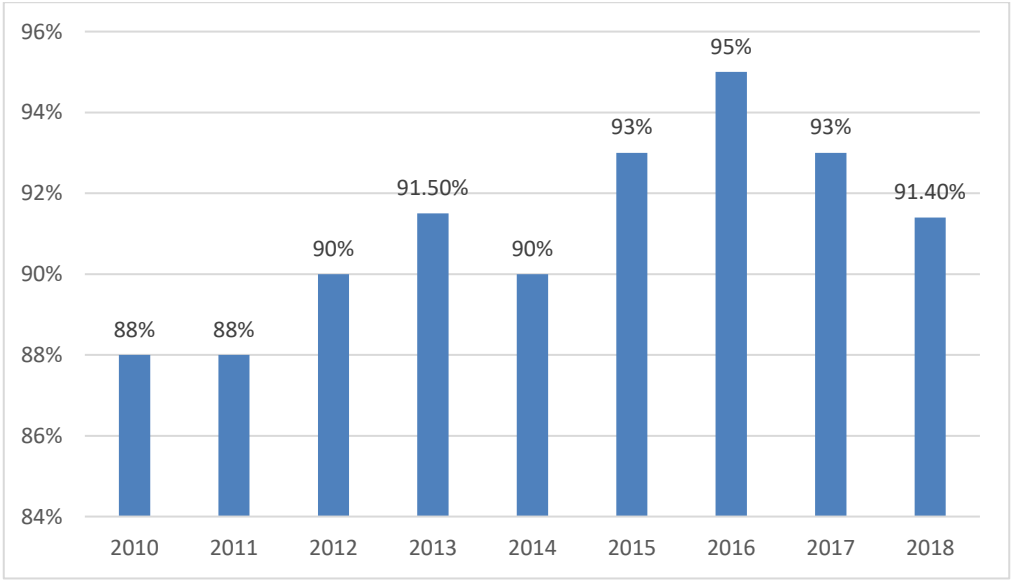


资料来源：公司公告

2、中小户型为主：满足刚需用户

万科坚持“为普通人盖好房子，盖有人用的房子”，住宅产品聚焦主流客户自住需求。公司自 2012 年起 90%以上的产品为 144 平米以下的中小户型产品。中小户型总价较低，首付较低，更容易使购房者接受，也符合公司快周转的需求。

图表：公司 144 平米以下户型占比高达 90%



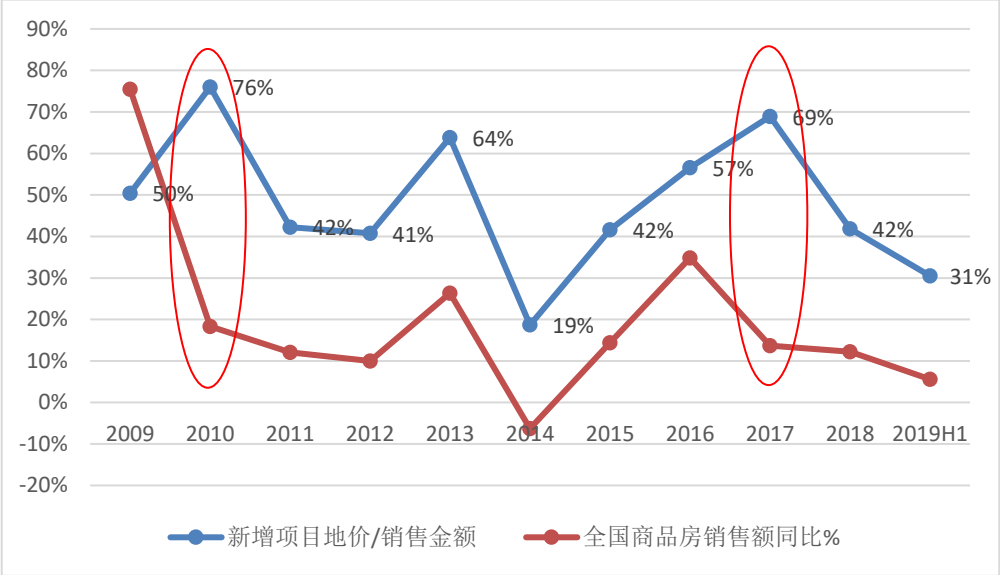
资料来源：公司公告

（二）灵活拿地：总量适度

1、拿地策略：多采取“顺周期”拿地

公司坚持“不囤地，不捂盘”，快速开发的策略。复盘万科拿地历史，万科拿地策略多以顺周期为主，而 2010 年和 2017 年拿地明显具有逆周期特征，且拿地城市出现明显拓展，2010 年新进入 11 城，以二线城市为主，2017 年新进入 9 城，以三四线城市为主。前一次源于 08 年金融危机后政府刺激经济，公司可售库存不足，后一次源于地价高企后，17 年下半年出现降温现象。

图表：公司多采取顺周期拿地策略



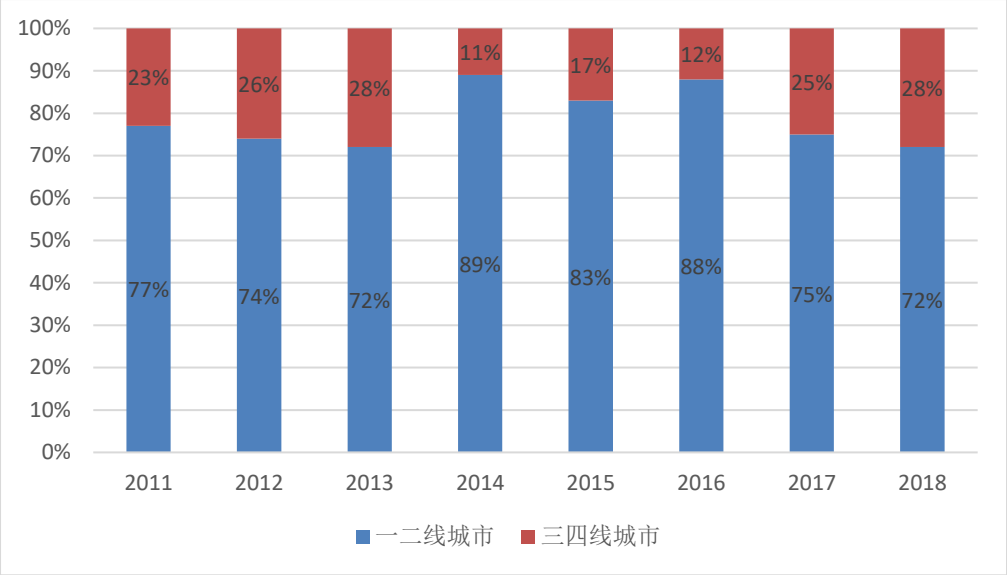
资料来源：公司公告

2、拿地策略：下沉节奏有控制、合作力度加大

一二线仍是公司传统重仓区域，但 2017-2018 年一二线城市新增建面占比有所下降，2017 年新增项目建面占比为 74.7%，较 2016 年（88.3%）下降 13.6 个百分点；2018 年新增项目建面占比为 72.1%，较 2017 年下降 2.6 个百分点，下沉力度收窄，节奏有所控制。2014-2016 年公司重仓一二线，2016 年后一二线城市地价高企，公司选择稳步下沉至三四线，充分彰显公司拿地前瞻性。

分区域看，公司拿地由沿海发达地区，逐渐偏向中西部。2018 年公司增加中西部地区拿地数量，四川省（11 宗，拿地面积排名第三）、陕西省（9 宗）、湖北省（9 宗），同时环渤海地区拿地数量也有所增加，山东省（14 宗，拿地面积排名第二）、河北省（7 宗）、天津（7 宗）等。

图表：公司拿地建面向三四线有节奏下沉

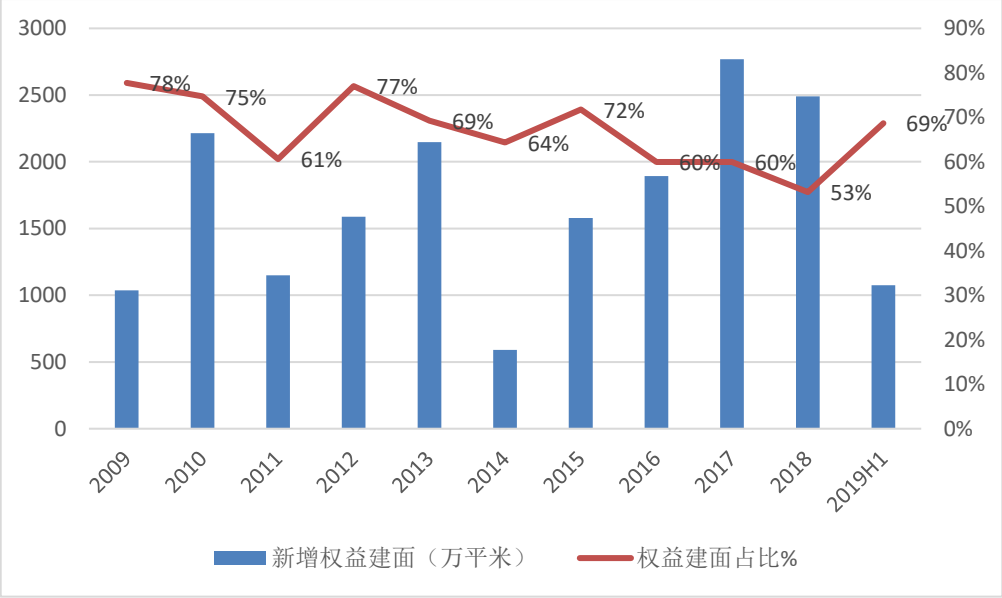


资料来源：公司公告

公司合作拿地力度加大：2018 年公司新增项目权益建面占比降至 53%。

在 2014 年行业转折点时期，万科开始引入美国铁狮门小股操盘模式，并确定了合作开发模式将是未来主要的项目操作模式。小股操盘模式使得拥有强大品牌能力的万科在与优质的土地方合作时，往往更受欢迎，并能够以少量的资金扩大管理规模，获取自身品牌和管理带来的较高分成比例，使得净利润率和权益乘数双提升，最终 ROE 水平提升。

图表：公司新项目权益比例逐渐下降



资料来源：公司公告

四、多元化业务

（一）万科物业：行业龙头

万科物业是公司的控股子公司，成立于 1990 年，现已成为中国物业管理行业领军者，

始终坚持“安心、参与、信任、共生”的核心价值观，持续围绕业主房屋保值增值提供全生命周期服务，涵盖住宅物业服务、商企物业服务、开发商前介服务、社区资产服务、智能科技服务和社区生活服务六大业务板块。

图表：万科物业业务板块构成

业务板块	服务内容	2018 年末规模
住宅服务	围绕安全管理、环境绿化、保洁管理、设施设备维护管理等四项基础业务运作	2209 个项目
商企服务	前期顾问、运行期物业管理、综合设施管理、资产运营管理	635 个商写项目
开发商服务	规划设计顾问、销售顾问与案场服务、物业交付顾问	500 余个前介
资产服务	房屋托管、一手房销售代理、二手房销售代理、权证交易服务等房屋资产服务	代理房屋近 18 万套
智能科技	产品智能化、网络化、运营数据化，打造智能社区	
生活服务	设施设备身份证、友邻市集	

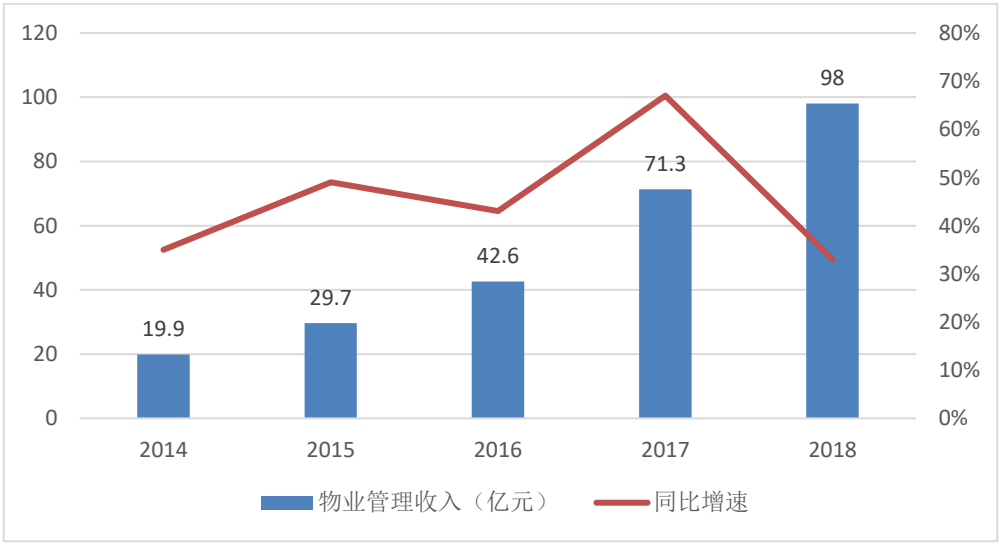
资料来源：公司官网

截至 2018 年 12 月底，万科物业已布局全国 83 个最具发展潜力的大中城市，服务 480 万户家庭，超 1584 万人口，在职员工人数超 8 万名。

1、万科物业：主营业务地位

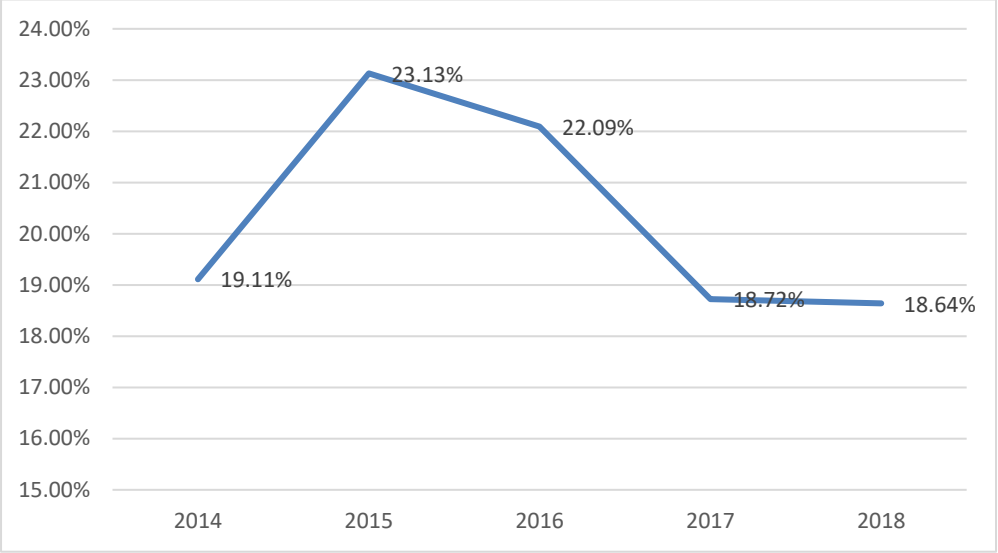
物业服务属于万科主营业务，与房地产开发业务处同等地位，其他如物流、租赁、商业等业务板块则被一同归类为其他业务。2018 年物业服务实现营业收入 98 亿元，同比增长 33%，毛利率为 18.64%，与 2017 年几乎持平。

图表：万科物业管理板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告

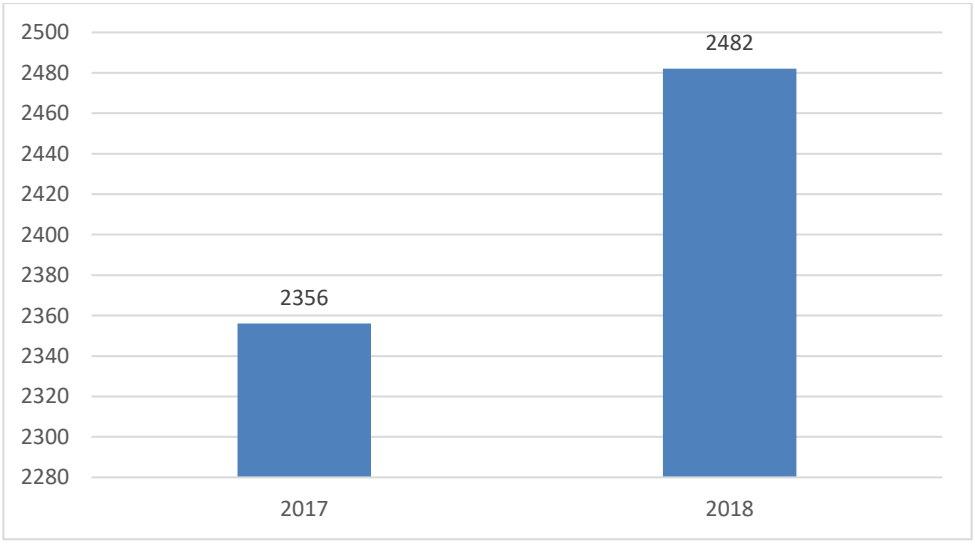
图表：万科物业管理板块毛利率



资料来源：公司公告

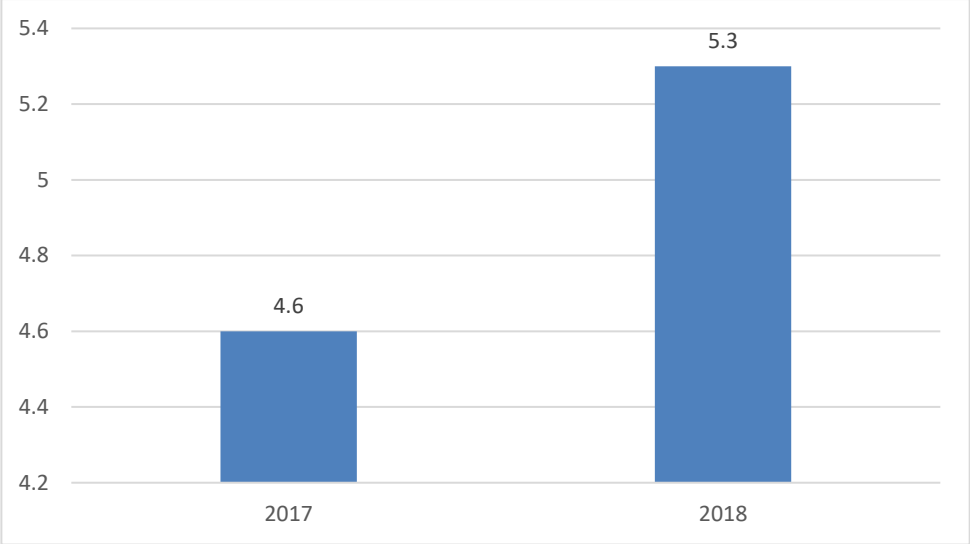
“内生增长+管理输出”迅速做大在管面积：截至 2018 年末，公司物业服务共获取签约合同项目共计 2482 个，合同面积突破 5.3 亿平米，一年内，服务项目增加 126 个，签约合同面积增加 7000 万方。从扩张规模看，近来万科物业获取项目体量远大于自身竣工交付的物业数量，源于 2015 年以来公司调整物业板块发展战略：1）物业服务业务走向市场化，承接非万科开发的楼盘；2）引入事业合伙人机制，鼓励服务创新及提高员工留存率。

图表：公司物业服务业务在管项目（个）



资料来源：2017-2018 年企业社会责任报告

图表：公司物业服务项目签约合同面积（亿方）

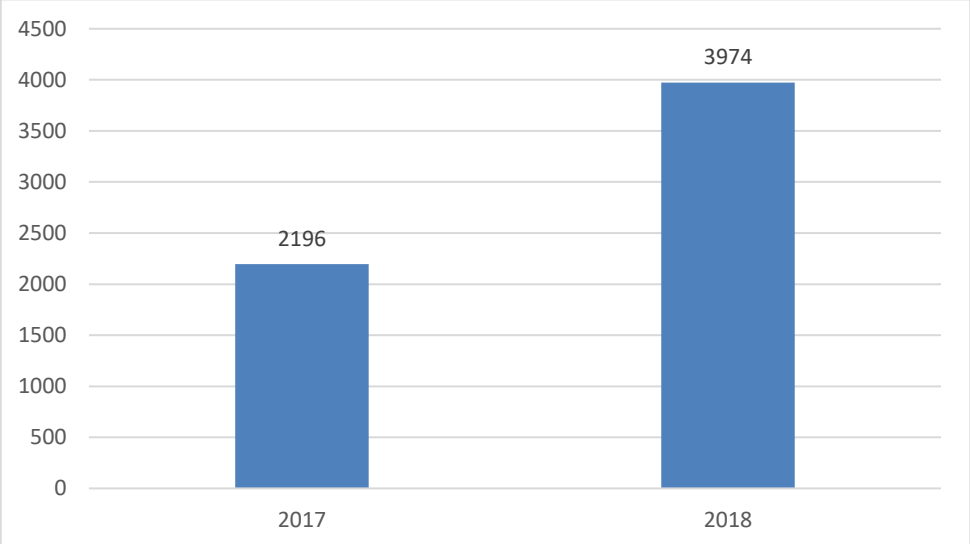


资料来源：2017-2018 年企业社会责任报告

商企服务业务拓展迅速。公司在 2017 年从住宅物业服务拓展至商写物业服务，业务形态分为企业总部、政府机构、商务写字楼、城市综合体、产业园区等，致力在大宗资产聚集的商务空间，为不动产全生命周期提供管理与运营方案，帮助业主提升业务核心竞争力。截至 2018 年底，万科商企业务已布局 52 个城市，管理面积 3974 万平方米。

商企业态物业费单价高、贡献收入占比提升：调查显示，全业态物业管理费单价近年来维持稳定，18 年商业及办公业务管理费水平为 8 元/平/月，是住宅业态 2.5 元/平/月的三倍左右。万科物业在 2017 年后深入布局商企服务，据 2018 年年报披露，万科物业新增签约饱和收入中，住宅业务占比 65%，非住宅业务占比 35%。

图表：公司商企业务在管面积情况（万方）



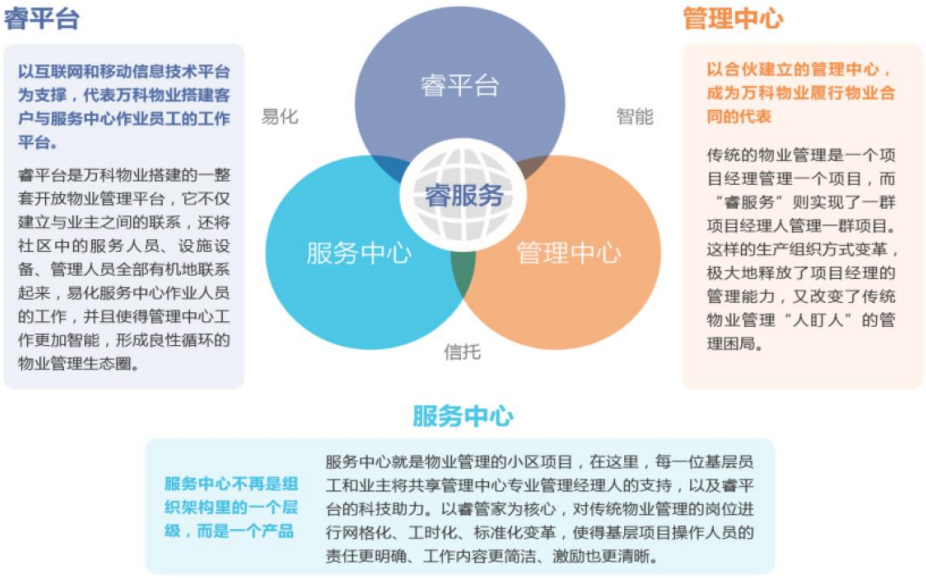
资料来源：2017-2018 年企业社会责任报告

展望未来，考虑到商企服务业务物业费相比于住宅业务定价更为市场化，我们认为万科物业凭借业内优良的口碑、领先的技术及丰富的管理经营经验，在未来 3-5 年内依然能保持较强的竞争优势，在商企服务业务领域继续高速扩张。

2、睿服务：物业服务的载体

万科物业花费多年时间，打造上线一套“睿服务”体系。这套系统为管理者与服务人员、业主三者间提供高效沟通平台。从成本方面看，睿服务体系最大作用是实现‘两减两提’，即减少基层成本人员、减少职能部门、提升基层创收人员、提升物业透明度。

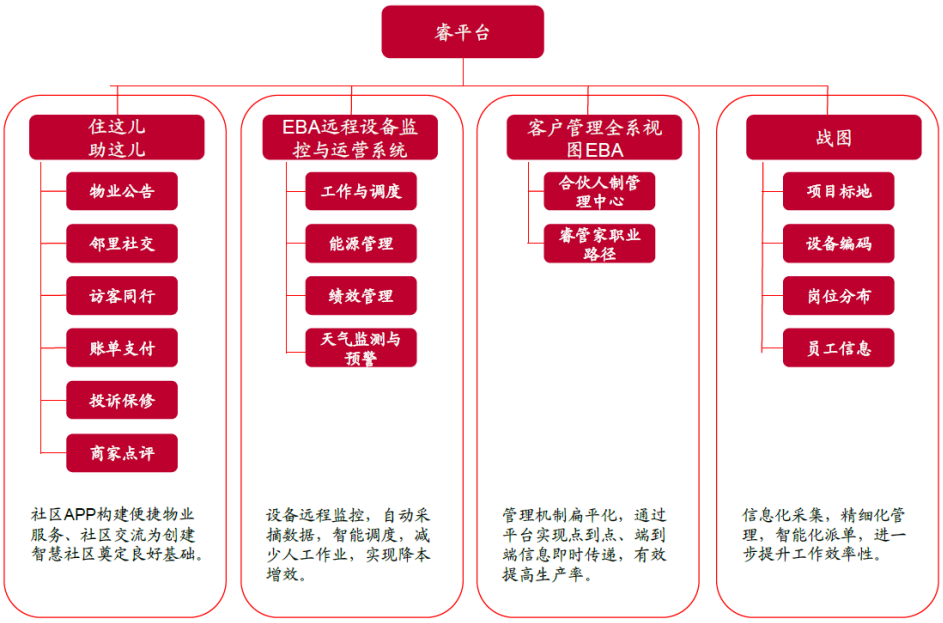
图表：万科睿服务体系



资料来源：万科 2016 年企业社会责任报告

睿平台：借助互联网技术，由 EBA 远程设备监控与运营系统、社区中所有设施设备进行线上管控的“战图”系统、客户管理全息视图系统、业主手机端应用“住这儿”、工作人员手机端应用“助这儿”组成。这一平台将以上所有设备在云端高度整合，以实现对设备的远端控制、事故信息的及时反馈、人员的最优化调度，用更高效的为客户创造更好的体验。

图表：万科物业“睿平台”职能拆分

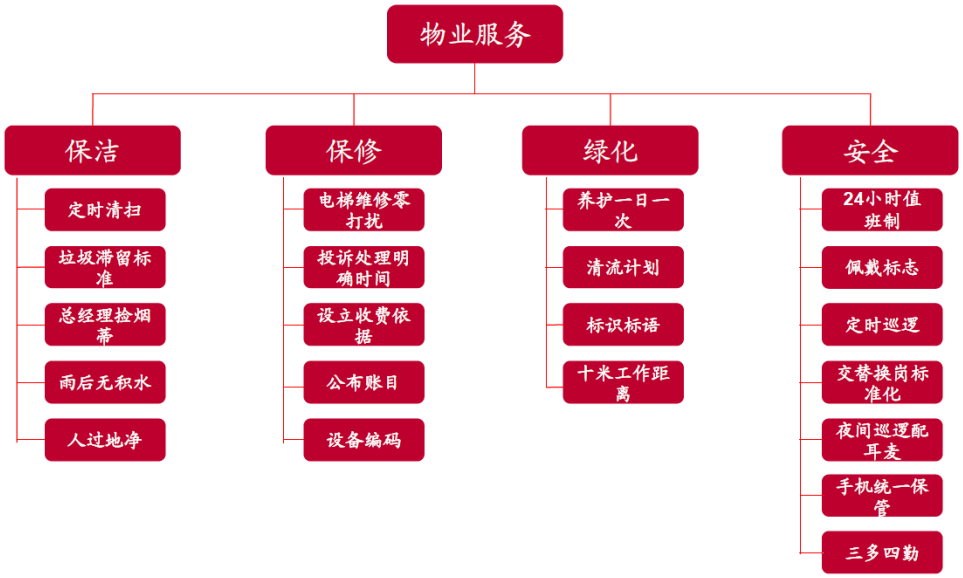


资料来源：中国物业管理协会

管理中心：由职业物业师（负责小区物业管理的项目经理）的管理中心对物业项目进行管控。在其麾下管家、值班经理的辅佐下，通过“睿平台”进行可视化管理；同时，借助“睿平台”，项目经理可以实现跨项目管理，改变传统物业管理“人盯人”的困局。

此外，万科为物业板块引入合伙人机制。项目经理需跟投一定的“风险保证金”，与项目经营情况绑定自身核心利益，共担共享。

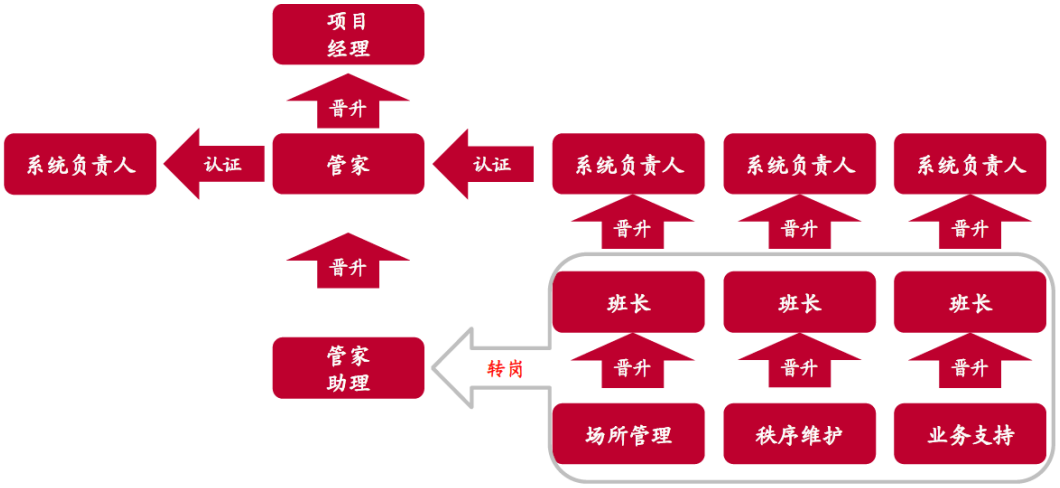
图表：万科物业服务具体分类



资料来源：中国物业管理协会

服务中心：指的是每个覆盖的小区项目。万科根据客户需求的不断变化和基层员工发展诉求，制度了一条清晰的职业发展路径。

图表：万科物业“睿”管家发展路径



资料来源：中国物业管理协会

睿服务 1.0 到 3.0：折射出公司对物业板块的定位逐渐清晰。

2014 年万科物业发布睿服务 1.0，实现人与物基础数据上线运营。万科物业建立了战

图系统，好比 UBER 的道路与汽车之间的关系，“让每个项目都有经纬度、让每个设备都有身份证、让每个员工都有二维码。”

2015 年万科物业发布睿服务 2.0：实现人与物的连接。通过“住这儿”、“助这儿”等系统，万科物业将人与设施设备进行连接，报事、工单跟踪等全部实现线上运行。

2016 年万科物业发布睿服务 3.0：实现人、财、物的连接，不仅将合同系统与营帐系统进行连接，还上线了资源系统，对员工进行管控，实现对人、财、物管理的“数据化”。

图表：万科物业睿服务 1.0-3.0 的发展历程

资料来源：2016 年企业社会责任报告

3、物业已拆分：未来可上市

自 2014 年彩生活在香港上市后，绿城服务、中海物业、碧桂园服务、浦江中国、中奥到家、雅生活服务、新城悦、佳兆业物业等纷纷上市，但万科并不着急于上市。

图表：2014 年 6 月以来部分物业管理公司上市情况

时间	公司	时间	公司
2014 年 6 月	彩生活港股上市	2018 年 2 月	雅生活港股上市
2015 年 10 月	中海物业港股上市	2018 年 6 月	碧桂园服务港股上市
2015 年 11 月	中奥到家港股上市	2018 年 11 月	新城悦港股上市
2016 年 7 月	绿城服务港股上市	2018 年 12 月	佳兆业物业港股上市
2016 年 11 月	祈福生活港股上市	2018 年 12 月	永升生活服务港股上市
2017 年 12 月	浦江中国港股上市	2019 年 3 月	滨江服务港股上市
2018 年 2 月	南都物业 A 股上市	2019 年 3 月	奥园健康港股上市

资料来源：公司官网

从万科自身看，2009 年万科物业在财务上与万科集团独立，并于 2015 年启动完全市场化战略。万科物业 CEO 朱保全在睿服务 3.0 发布会上透露，万科物业与万科集团已经完成业务分拆，但并未急于上市。2018 年 3 月业绩发布会上，万科副总裁表示“万科物业还有很大的发展空间，客户满意度是我们物业经营的宗旨，暂时没有上市计划。”同年 12 月的

交流会上，董事长郁亮认为“上市后一方面要考虑季报、年报公布的压力，一方面将承受市场对于业绩的关注，会干扰长期基础的打造，我怕资本引导坏了，刻意让物业板块与资本市场保持距离”。

从 2018 年两次公开的访谈中，可以看出万科对于物业服务板块优先度是业务质量高于上市，我们从已上市的物业管理公司表现也能看出，出于业绩压力，部分公司战略布局略显激进，导致基础服务质量下降。

（二）商业开发：外延式扩张

万科自 2010 年开启商业布局后，在商业地产领域逐渐发力。2013 年 1 月，万科商用地产管理部正式成立，着力推进三个产品线：社区商业——紧贴社区最基础的生活配套服务；生活广场——覆盖数个社区的商铺群；城市综合体——大体量商业综合项目。

图表：万科商业地产产品线

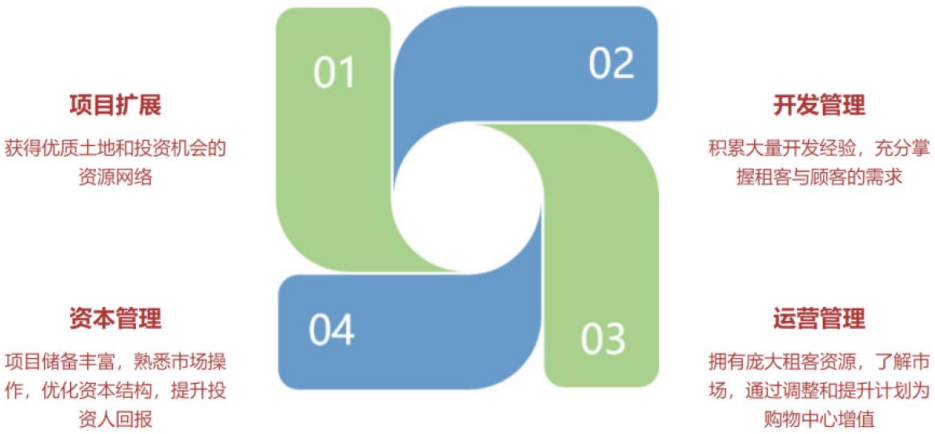
产品线分类	产品线定位	项目要点
万科广场	城市级中高端购物中心	目标消费人群面向全客层，以家庭消费为重点，坚持“以家庭综合消费为主，以快速流行时尚为特色，以餐饮休闲娱乐为亮点”商业原则
万科红	社区商业	万科红以生活配套和餐饮为主，旗下包括“万科红生活中心”、“万科红•新街坊”两个子品牌
万科里	邻里型社区商业	万科里主推产品为自主生态型社区商业，改变传统零散销售模式，由万科统一规划管理，部分招商销售，部分自持运营
万科 2049	社区商业街	万科 2049，上海万科顶级体验式商业品牌，主要针对高端社区及周边业主提供商业服务引入国际先进理念，重新定义高端社区商业消费模式，每个商业项目都配置了专门的运营团队同时由上海万科物业担纲物业管理。

资料来源：公司公告

1、收购印力：打造商业平台

2016 年 8 月，万科以 128.7 亿收购印力集团 96.55%股权以及 MWREF 公司，交易完成后，印力正式成为万科集团成员企业。印力经过近 16 年的发展，已具备商业地产领域的专业运营能力，拥有一套完善的商业地产“全价值产业链”业务模式，贯穿商业地产项目拓展、开发管理、资本管理以及运营管理等各个环节，并形成“投、融、管、退”价值链闭环。

图表：印力平台全产业链商业模式



资料来源：公司公告

印力集团作为万科的商业开发与运营平台，拥有完善的 4 个产品体系。截至 2018 年底，万科集团商管项目超过 210 个，总建筑面积超过 1300 万方，其中印力集团布局北京、上海、杭州、广深、武汉、西安的六大核心城市区域，运营项目逾 120 个，遍布国内 50 多个城市，管理面积近 1000 万平米。

图表：印力集团产品线情况

资料来源：公司公告

印象城 MEGA：超大体量商业综合体。印象城 MEGA 是印力集团 2018 年新发布的购物中心品牌，定位于超大体量的目的地型商业综合体，以引领性建筑形态、旗舰级规模、缤纷荟萃的业态组合、引人入胜的场景空间，为消费者带来更多探索、游历、体验、欢聚的时光，成为消费者的体验目的地。

印象城：区域型综合购物中心。主要分布于一、二线城市的次商圈、区域核心、新城市中心，包含一站式零售、餐饮、休闲娱乐、商务社交等多元消费场景，从更多元、更活力、更时尚的角度，为家庭客层和年轻时尚人士带来更优质的消费体验。

印象汇：片区型综合购物中心。主要以服务大型社区聚集的家庭型购物为主，兼顾时尚、休闲、社交。通过汇集高品质生活所需要的各种元素，丰富便捷，可为居民提供品质家庭消费所需，同时提高城市社群的生活质量，成为值得信赖并受欢迎的家庭优选之地。

印象里：社区商业。主要服务周边社区，以粘性、多样、快速更新的商业服务，成为居民日常消费及社交欢聚的纽带，将品质感和美好场景注入日常所需，为社区居民带来家门口的品质体验，成为每个社区的生活伙伴。

图表：印力集团产品线代表项目

温州印象城 MEGA	杭州西溪印象城
惠州阳印象汇	**武汉嘉园印象里**

资料来源：公司公告

2、商业扩张：收购凯德项目

2018 年 1 月，印力联合万科等公司与凯德集团全资子公司凯德商业达成协议，收购凯德商用在中国国内的 20 家购物中心。其中，20 家购物中心分布于华北、华中、华南和中西部区域的 19 个城市的核心区域。印力将进一步提升万科商业网络的广度和深度，将万科商业下沉到核心区域市场及周边城市群，为当地客户提供更丰富优质的服务体验。2018 年 10 月，收购凯德的 20 个项目已全部完成交割。

图表：万科收购凯德 20 座购物中心位置情况

商场	所在城市	商场	所在城市
凯德广场·北关	安阳	凯德广场·泉州	泉州
凯德广场·城南苑	南昌	凯德广场·沙坪坝	重庆
凯德 MALL·翠微路	北京	凯德广场·沙湾	成都
凯德广场·德阳	德阳	凯德广场·桃花仑	益阳

凯德广场·东莞	东莞	凯德广场·潍坊	潍坊
凯德广场·桂城	佛山	凯德广场·扬州	扬州
凯德广场·金水	郑州	凯德广场·漳州	漳州
凯德广场·九龙坡	重庆	凯德广场·湛江	湛江
凯德广场·茂名	茂名	凯德广场·肇庆	肇庆
凯德广场·南岸	宜宾	凯德广场·淄博	淄博

资料来源：公司公告

3、轻资产化：实现投融管退

2019 年 1 月，印力集团以南京江北印象汇及天津印象城为标的发起并设立资产专项支持计划（CMBS），发行规模 21.06 亿元。2019 年 2 月，印力集团管理的商业地产基金以深圳龙岗万科广场为标的发起并设立资产支持专项计划（类 REITs），发行规模 21.16 亿元，是市场首单无强增信并以购物中心为资产支持的权益类 REITs 产品。该产品具体结构为私募基金＋ABS(专项计划)，完全是按照公募 REITs 结构设计，待时机成熟，可以和公募市场实现无缝对接，打通“投、融、管、退”的全价值链闭环。

（三）物流地产：借鉴基金模式

1、万玮物流：打造高标物流

2015 年万科集团推出独立物流品牌——万纬，定位为智慧物流园区和产业园区综合服务商，经过近四年发展，已成为国内领先的物流服务商。万纬物流主打高标库产品，客户主要为国内主流物流、电商和零售企业及部分快速增长的新兴客户。

图表：万科物流地产发展历程

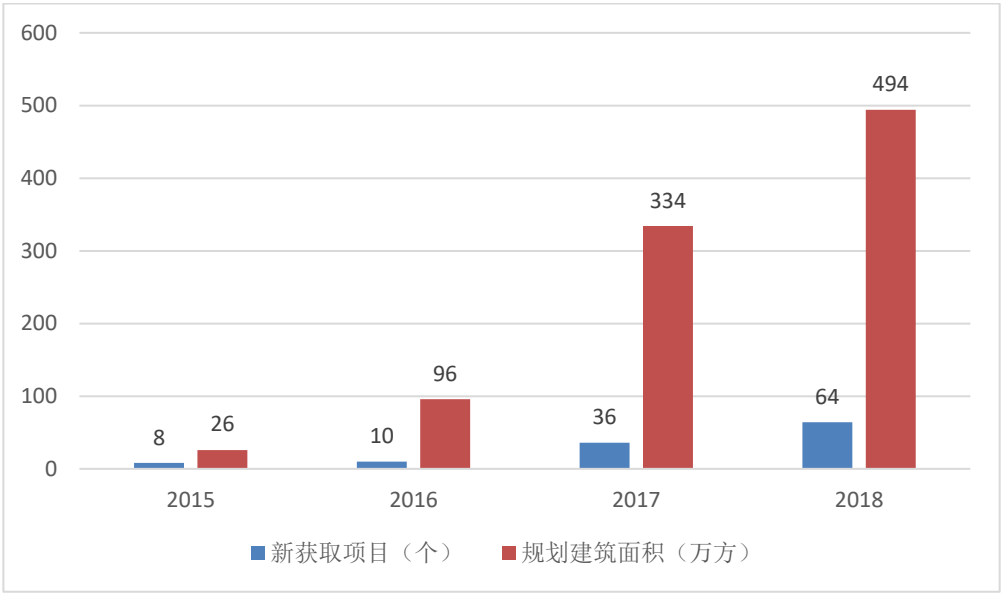
时间	事件
2014 年 5 月	万科领先其他传统开发商成立物流地产事业部率先战略布局物流地产
2015 年 6 月	万科物流地产发展有限公司成立，推出物流独立品牌“万纬”
2016 年 12 月	迅速扩张，进驻 20 个全国主要城市，运营及在建总面积超过 250 万平米
2017 年 7 月	联合中银投资、厚朴等完成普洛斯私有化，公司占比 21.4%
2017 年 10 月	出资 15 亿与乾元晟、江苏信托等共同投资设立专业物流地产投资基金
2017 年 12 月	进驻 36 个全国主要城市进军冷链市场
2018 年 7 月	并购太古实业旗下太古冷链平台，包括上海、广州、南京、成都、厦门、廊坊、宁波在内的 7 座冷库加速布局冷链业务

资料来源：公司公告

2017、2018 年是公司物流地产扩张年度，截至 2019 年 3 月，万纬物流已进驻 42 个城市，累计获取 124 个项目，可租赁面积约 971 万平米。其中，已运营项目 62 个，其中稳定运营项目平均出租率为 96%。公司的物流项目主要集中在二三线城市，在一线、二线和三线城市的权益面积分别为 115.2 万平米、404.8 万平米和 326.1 万平米，占比分别为

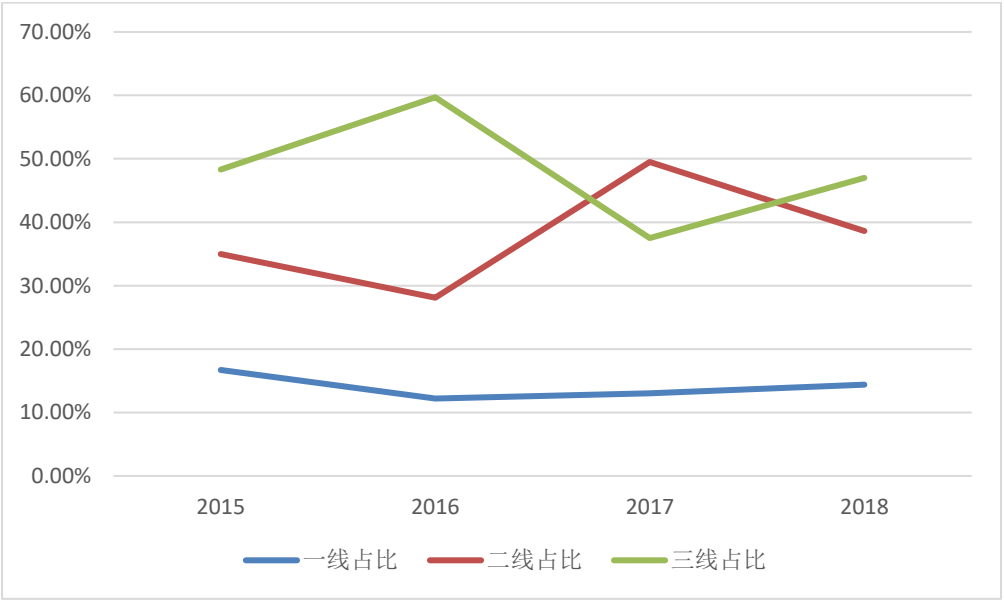
14%、48%和 39%。

图表：万科历年物流地产项目获取情况



资料来源：公司公告

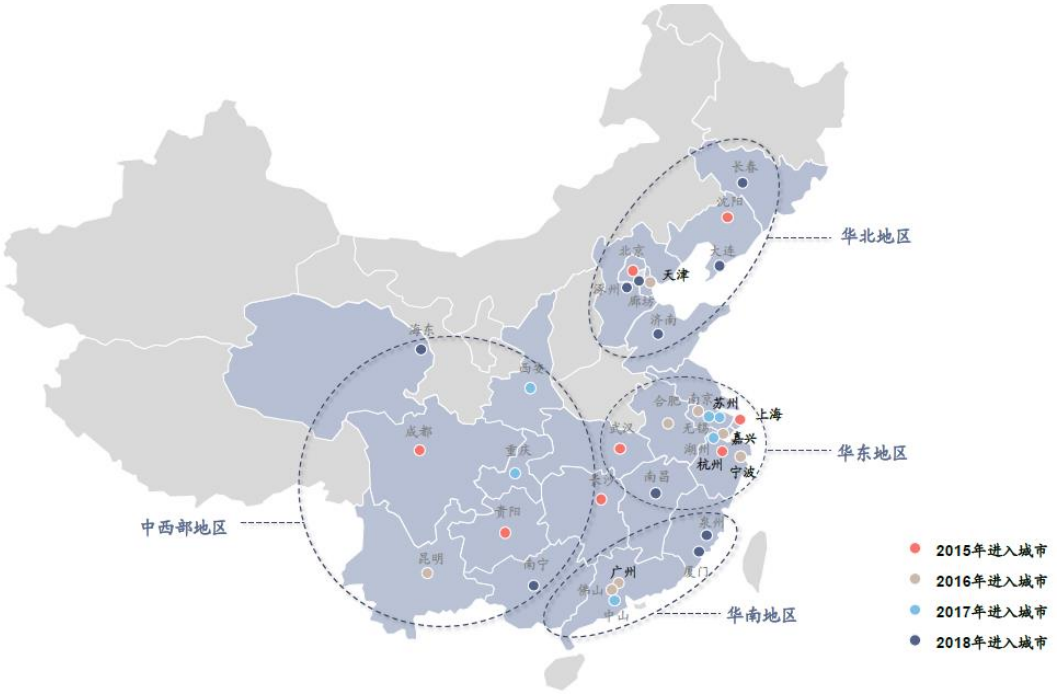
图表：物流地产项目主要集中在二三线城市



资料来源：公司公告

从区域来看，万科物流地产布局主要聚焦都市圈，顺应流通节点城市布局规划。2015 年，商务部等 10 部门联合印发《全国流通节点城市布局规划》(2015-2020)，规划将全国流通节点城市划分为国家级、区域级和地区级共三级，确定国家级流通节点城市 37 个，区域级流通节点城市 66 个。从万科目前的布局来看，覆盖了 28 个国家级流通节点城市和 6 个区域级流通节点城市，顺应东线沿海、沪昆沿线、长江沿线等流通大通道布局物流网络。

图表：万科物流仓储园区呈现全国化的网络布局



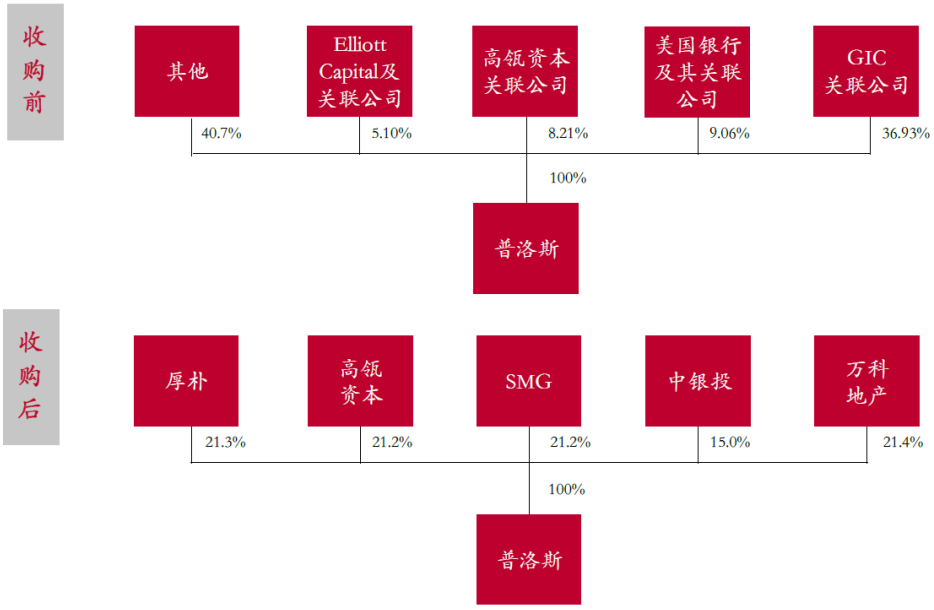
资料来源：公司网站

除高端物流仓储外，万纬物流持续丰富服务内容，通过收购融合太古冷链物流，实现冷链规模及运营能力的升级。2018 年，万科收购将太古实业旗下太古冷链物流资产包，具体包括上海、广州、南京、成都、厦门、廊坊、宁波在内的 7 座冷库。截至目前，万纬冷链已累计进入 11 个城市，覆盖国内一线城市及内陆核心城市，提供一站式温控物流解决方案服务。根据万科的计划，万维冷链计划在三年内形成覆盖 30 多个节点城市的冷链物流网络，三年内预计复合增速到达 40%。

2、参股普洛斯：借鉴基金模式

2017 年 7 月，万科、厚朴投资、高瓴资本、中银投组成财团宣布对普洛斯私有化收购。2018 年 1 月，万科私有化普洛斯交易完成，至此万科共持有普洛斯 21.4%的股份，成为其第一大股东。据 2017 年年报数据显示，普洛斯中国区已完成 1.75 千万方运营仓储建面、1.12 千万方在建仓储建面及 1.19 千万方储备仓储建面，市占率位居国内行业首位。

图表：万科参与私有化普洛斯股权变动情况

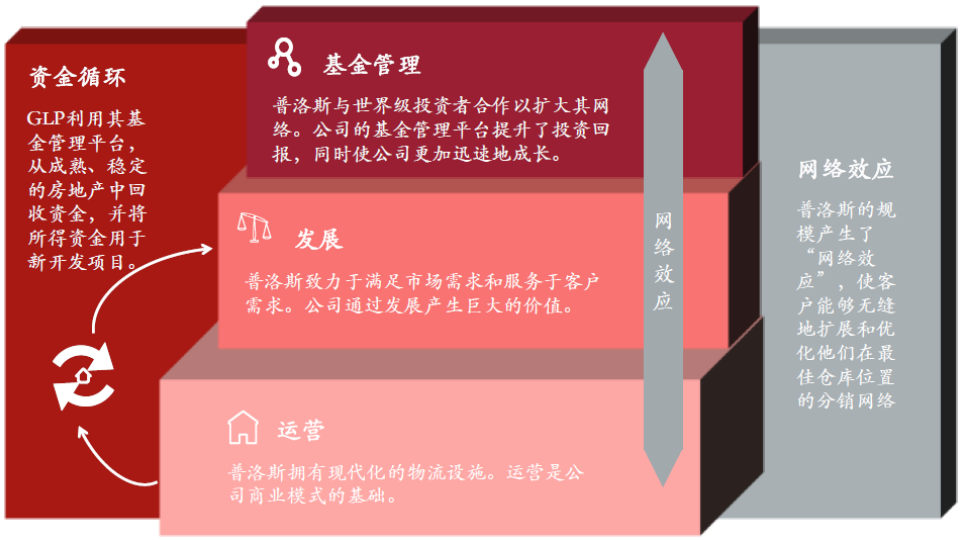


资料来源：公司公告

普洛斯商业模式

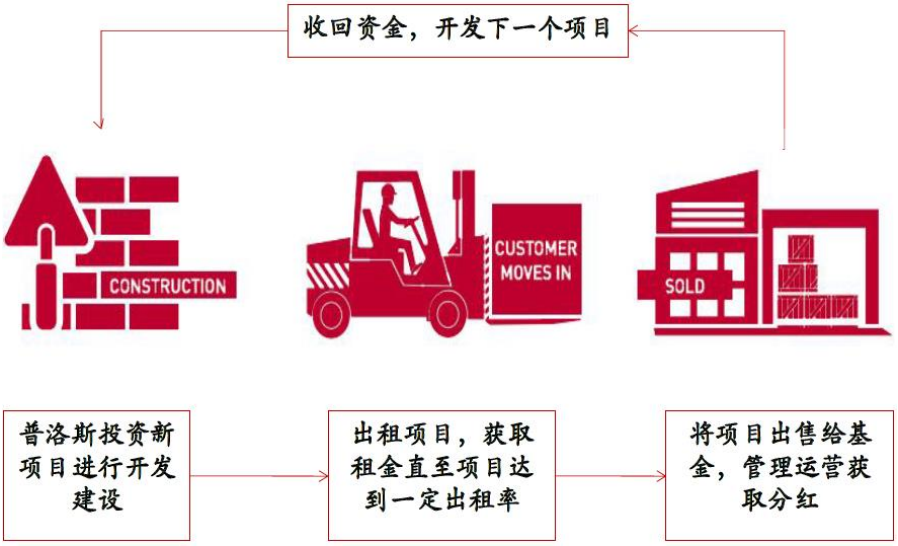
普洛斯将业务分为三个部门，物业开发部门、物业管理部门及基金管理部门。物业开发部门以“定制开发+标准化开发”两种模式逐步完成项目建设后，将项目移交给管理部门，物业管理部门则通过进一步的招租和服务完善使出租率达到 90%以上、租金回报率达到 7%以上的稳定运营状态。此后，再由基金管理部门负责将达到稳定运营状态的成熟物业置入旗下物流地产基金，使其物流地产部门提前兑现了开发收入和开发利润，并回笼了大部分资金，普洛斯又将这些资金用于开发新项目。在此模式下，物业开发、物业管理和基金管理构成了稳定的产业链，整体周转加快，公司可以持续获得稳定低息的大规模资金，解决了物流地产开发周转长、前期现金流压力大、融资压力较高的问题。

图表：普洛斯商业模式



资料来源：公司公告

图表：普洛斯基金运作模式



资料来源：公司公告

以基金模式实现轻资产、高周转运营扩张，撬动 10 倍杠杆。通过物流地产基金模式，普洛斯在传统物业自持两倍的财务杠杆基础上，又获得了 5 倍的股权资金杠杆，从而使公司资本的总杠杆率达到 10 倍：

1）物业管理部门：管理面积高速扩张，收取管理费用。截止 2017 财年底，普洛斯新签约及续签面积达到 1330 万平米，整体出租率达到 91%。合计管理面积自 2004 年每年取得 51%的复合增长率。同时，物业管理部门收取项目管理费用，2017 财年营业净收入增长达到 6.3%。

2）物业开发部门：持续扩张新开发项目，回流销售收入及开发利润。公司通过将项目置入基金中快速回流资金，不仅包括物业销售收入，也包括了开发利润。在过去五年，公司出售 69 亿美元的资产，创造了 18 亿美元利润。2017 年财年，普洛斯完成了 16 亿美元的开发，并实现了 28%的开发利润率。在保持规模的同时，2017 财年公司同时启动了 22 亿美元的新开发项目，持续进行扩张。

3）基金管理部门：通过撬动 10 倍杠杆，实现总体控制规模不断扩大，并赚取基金管理费用。截至 2017 年底，普洛斯通过 12 个物流地产基金实际管理 390 亿美元资产规模，在过去六年达到 76%的年复合增长率。

万科参与成立专业物流地产项目基金平台

为加快公司在物流地产领域的投资运作，2017 年 10 月 11 日，万科子公司万科产业园、乾元晟投资、江苏信托、博裕物流、飞虹壹号拟共同投资设立一只专业物流地产投资基金——珠海市坤元兴投资，出资总额 60 亿元，万科占比 15%。2018 年 12 月，基金规模由原有的 60 亿元下降为 29.56 亿元，江苏信托退出；盛世神州投资、泰康人寿、深圳前海航慧投资入场。变更之后，泰康人寿成为物流地产基金占比最大的一方。

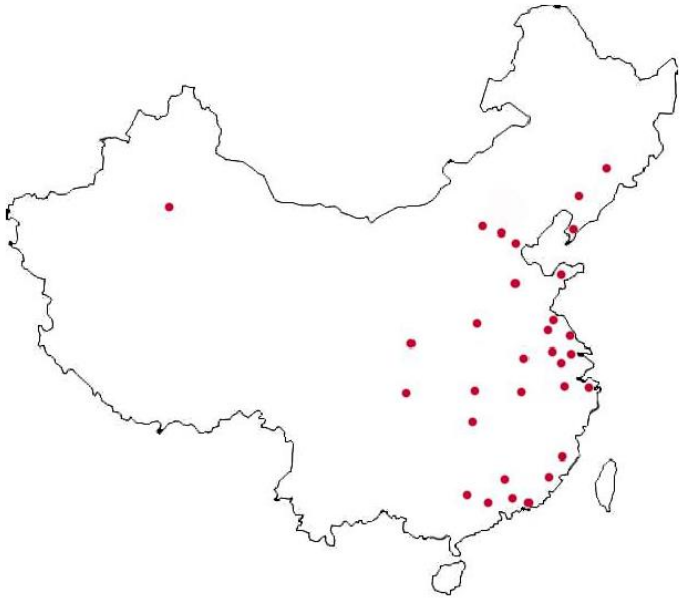
跟随普洛斯的策略，预计未来万科物流地产项目也将以基金模式撬动杠杆。目前万纬物流项目仍然以万科自持的方式进行运作，回款周期较长，不利于后期的扩张。我们认为万纬物流未来将以普洛斯的操作思路，将物流项目孵化成熟之后，以类 REITS 或者是 CMBS 的方式进行轻资产运营，撬动更大的杠杆规模。

（四）长租公寓：轻重资产并行

1、租赁布局：打造泊寓产品线

万科2008年以广州廉租房项目试水租赁业务；2014年开始大规模进行推广，直到2016年，经过八年探索和发展，推出了长租公寓同一品牌“泊寓”，以青年公寓为主要产品线，同时探索为不同阶段客户提供长期租住解决方案。截至 2018 年底，长租公寓业务覆盖 35 个主要城市，主要布局范围为京津冀城市群、长三角城市群和珠三角城市群，累计开业超过 6 万间，开业 6 个月以上项目平均出租率约 92%。

图表：万科泊寓城市布局



重庆	2	珠海	2
西安	9	福州	9
北京	10	宁波	4
天津	5	杭州	9
济南	9	芜湖	1
郑州	1	上海	9
武汉	2	徐州	1
长沙	2	南京	3
佛山	9	南通	1
广州	29	苏州	4
东莞	6	青岛	3
深圳	23	大连	2
厦门	13	沈阳	6
合肥	5	长春	7
无锡	13	乌鲁木齐	1
石家庄	1	共计：	201

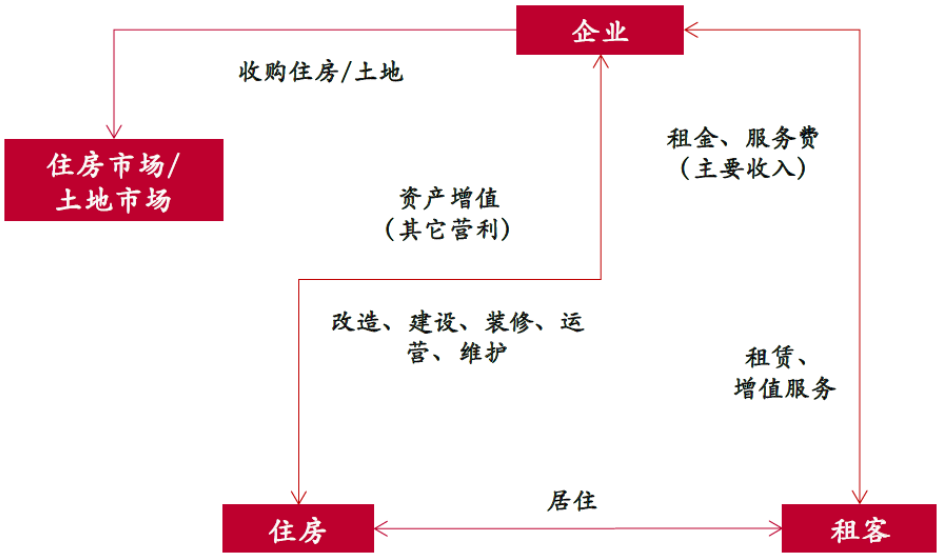
资料来源：公司官网

2、经营模式：轻重资产并行

万科“泊寓”项目以集中式公寓为主，主打整栋物业的收购、改造及出租。公寓业务分为集中式公寓和分散式公寓两种，集中式公寓一般通过获取整栋物业进行出租，容易产生规模效应，后期的管理成本，特别是人力成本较低；标准化程度相对更强，租客的集聚和公共空间的安排使得集中式公寓具备较强的社交属性。对于具有资金优势和开发优势的开发商来说，集中式公寓是切入长租市场的主要方式。

在项目获取上，万科采用“轻重并行”的模式，一方面通过招拍挂方式获得大量自持住宅用地，以重资产的方式建设长租公寓，另一方面以集中租赁的方式获取土地，即从当地国企、政府获取废旧建筑，随后对其进行装修改造。

图表：万科泊寓运营模式



资料来源：公司官网

相对于分散式，集中式公寓住宅主要缺点在于前期资金沉淀较大。因此，房企切入集中式公寓是最占有优势的。对于万科来说，一方面可以以自有资金来支撑公寓业务的发展，另一方面，也在寻求多种方式对公寓进行融资。截止 2018 年，万科共完成 55 亿元住房租赁专项公司债券发行，为租赁住宅业务发展提供资金支持。

免责声明

本公司力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归高通智库所有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。

任何人使用本报告，视为同意以上声明。

有关我们的组织

高通智库作为一家高端决策服务机构，成立于 2006 年，团队始终秉承“专业主义”精神，已成为具有优良口碑的行业研究顾问机构。

联系方式

地址：北京市朝阳区建国门外大街 19 号国际大厦 A 座 11 层

邮编：100004

电话：（010）53317288

网站：www.gaotongchina.com