

2021年02月23日

证券研究报告·公司研究报告

万科A (000002) 房地产

买入 (维持)

当前价: 29.73元

目标价: 40.24元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 住宅开发探寻蓝海领域，物业管理打造赋能平台

### 投资要点

- **投资逻辑:** 公司作为龙头房企，开发业务践行城市深耕战略，拿地聚焦核心城市圈，未来在 TOD&城市更新领域或将有所突破；物管业务在社区&商企&城市空间上形成三驾马车格局，并着力打造科技服务赋能平台；多元化业务在物流、商业等领域均进入行业前列，公司正逐渐成为平台型不动产资管公司。
- **逐浪行业三十余载，打造时代的企业。** 公司 2020Q1-3 营收同比增长 8%至 2415 亿元，归母净利润同比增长 9%至 199 亿元。公司负债结构健康，2020H1 现金短债比为 2.0，净负债率 27%，仅扣除预收后的资产负债率达 75.5%略超红线；公司融资成本稳居行业低位，信用评级位居行业第一梯队；2020H1 公司毛利率微降至 31.8%，随着地货比的降低，未来有望企稳。
- **开发业务稳健发展，践行城市深耕战略挖掘管理红利，TOD&城市更新成为新突破口。** 1) 住宅销售：公司 2020 年销售额达 7042 亿元，公司单城销售额达 90 亿元，大幅超过其他房企，城市深耕战略为公司挖掘行业管理红利；2) 土地资源：公司拿地聚焦核心城市圈，一二线城市投资额占比达 80%，2020 年新增土地楼面价为 6838 元/平，拿地策略趋于稳健；3) TOD 和城市更新：TOD 方面，截止 2020 年 6 月末，公司已获取 49 个 TOD 项目，涉及建面达 1803 万方，累计投资 2400 亿元，通过深铁合作强化业务拓展；旧改方面，2017-2020H1 旧改土储权益建面由 289 万方增至 583 万方，CAGR 达 32%，旧改土储占比由 3.4%逐渐提升至 6.2%。
- **物管业务在社区&商企&城市三大赛道并驾齐驱，并着力打造科技服务赋能平台。** 公司更名为万物云，打造 Tech、Space 和 Grow 模块。1) 空间服务 (Space 模块)：2020H1 公司合约管理面积 6.8 亿平，物管收入 67 亿元，其中 55%由非万科系项目贡献。业务形成三驾马车结构，其中社区空间服务以万科物业和朴邻租房两大品牌支撑，资产保值增值效果显著；商企空间服务与戴德梁行共同打造国内龙头商企物管企业万物梁行，在管面积超过 1 亿平；城市空间服务推出“万物云城”品牌，制定 3 年落地百城及营收超百亿的“双百计划”，目前已落地十余个项目。2) 科技赋能服务 (Tech 模块)：包含 BpaaS 服务、智能硬件、空间 OS 及产品解决方案等 4 类内容。公司期望利用长期沉淀的物管服务体系 and 科技系统，为其他物管公司提供软硬件、系统及服务体系等能力，打造开放式科技服务赋能平台，剑指物管领域的“贝壳”。
- **多元业务开花结果，逐渐进入行业前列。** 1) 万纬物流：2016-2020H1 物流可租赁面积由 147 万方快速增长至 1075 万方，其中在建和规划建面占比 43%，未来仍有较大增长动能；2020H1 万纬物流营收 8.3 亿元，同比增长 37%，市占率仅次于普洛斯，位居行业前列。2) 印力集团：2020H1 公司已开业面积 836 万方，营收 30.5 亿元，公司打造 4 大成熟产品线，业务规模和综合实力已进入行业 Top4。3) 万科泊寓：2020H1 万科泊寓的开业规模及管理规模皆位列行业第一，开业规模超 12.5 万间，管理规模超 18 万间，仍在积极探索行业盈利模式。
- **盈利预测与估值。** 我们预计 2020-2022 年归母净利润年均复合增速达 18.17%，考虑到公司开发业务深挖管理红利，物业业务具备科技服务赋能平台的潜力，分项估值潜力大，维持“买入”评级，目标价 40.24 元，相当于分项估值之和折让 25%。
- **风险提示:** 竣工交付低于预期、销售及回款不及预期、文旅项目恢复不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	367894	439984	522251	621122
增长率	23.6%	19.6%	18.7%	18.9%
归属母公司净利润 (百万元)	38872	46419	51682	58067
增长率	15.1%	19.4%	11.3%	12.4%
每股收益 EPS (元)	3.35	4.00	4.45	5.00
净资产收益率 ROE	20.4%	20.3%	19.0%	18.2%
PE	8.87	7.43	6.68	5.95
PB	1.28	1.05	0.89	0.76

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
 执业证号: S1250519080004  
 电话: 021-58351679  
 邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 池天惠  
 电话: 13003109597  
 邮箱: cth@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	116.18
流通A股(亿股)	97.14
52周内股价区间(元)	24.55-32.3
总市值(亿元)	3,453.95
总资产(亿元)	18,144.66
每股净资产(元)	17.45

### 相关研究

1. 万科A (000002): 销售增速由负转正, 物业公司更名彰显雄心 (2020-11-03)
2. 万科A (000002): 主业稳健显峥嵘, 多元业务露山水 (2020-08-28)
3. 万科A (000002): 资源能力双突破, 平台巨头雏形显现 (2020-08-10)
4. 万科A (000002): 毛利率小幅下滑, 新业务全面崛起 (2020-03-18)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 战略持续创新，成就时代企业</b> .....	<b>1</b>
1.1 逐浪三十余年，定位与时俱进 .....	1
1.2 股权结构稳定，业绩持续提升 .....	2
1.3 负债结构健康，盈利能力企稳 .....	3
<b>2 开发业务：城市深耕挖掘管理红利，旧改&amp;轨交探寻新增蓝海</b> .....	<b>5</b>
2.1 销售稳健增长，践行城市深耕 .....	5
2.2 聚焦核心城市，保持全周期拿地策略 .....	7
2.3 掘金城市更新&TOD，探寻新增长曲线 .....	9
<b>3 物业业务：三驾马车并驾齐驱，打造科技赋能平台</b> .....	<b>13</b>
3.1 拓展社区、商企&城市三大空间，行业龙头地位稳固 .....	13
3.2 打造科技赋能平台，剑指物业领域“贝壳” .....	21
<b>4 多元业务：物流商业龙头隐现，收敛聚焦稳健提升</b> .....	<b>26</b>
4.1 物流仓储：跃升国内本土龙头，未来增长动能强劲 .....	27
4.2 商业开发运营：保持稳健增长，位居行业前列 .....	31
4.3 长租公寓：规模领跑行业，探索盈利模式 .....	34
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>36</b>
5.1 盈利预测 .....	36
5.2 绝对估值 .....	36
5.3 相对估值 .....	37
<b>6 风险提示</b> .....	<b>38</b>

## 图 目 录

图 1: 万科发展历程.....	1
图 2: 万科股权稳定.....	2
图 3: 2020Q1-3 营收增长 8%至 2415 亿元.....	2
图 4: 2020Q1-3 归母净利润增长 9%至 199 亿元.....	2
图 5: 2016-2020H1 公司现金短债比维持在 2.0 左右.....	3
图 6: 2020H1 公司扣预收的资产负债率略超红线.....	3
图 7: 2016-2020H1 公司净负债率保持低位.....	3
图 8: 2020H1 公司 27%的净负债率位居行业低位.....	3
图 9: 近 3 年公司毛利率和净利率略有回落.....	4
图 10: 2020H1 公司毛利率位居行业中上游.....	4
图 11: 公司毛利率有望随着地货比降低而企稳回升.....	4
图 12: 2019 年公司已售未结金额/营收比值为 1.7.....	4
图 13: 公司 2015-2020 年销售额 CAGR 达 22%.....	5
图 14: “三道红线”后公司市占率有望再度提升.....	5
图 15: 13-19 年单城销售额提升 2.7 倍.....	6
图 16: 19 年单城销售额保持行业前列.....	6
图 17: 2019 年公司（销售+管理）费率位居行业低位.....	6
图 18: 历年新生儿数量逐渐下降.....	6
图 19: 2020H1 公司销售面积结构.....	7
图 20: 2020H1 公司销售金额结构.....	7
图 21: 公司 2016-2020 年新增土地建面趋稳.....	7
图 22: 公司拿地权益保持在 60%左右.....	7
图 23: 万科拿地策略由顺周期拿地转为全周期拿地.....	8
图 24: 公司 2018-2020 年土地价格有所下降.....	8
图 25: 2019 新增项目公司拿地聚焦一二线城市.....	8
图 26: 2020H1 公司土储建面达 1.6 亿平.....	9
图 27: 2020H1 公司土储去化周期约 2.4 年.....	9
图 28: 2020H1 公司土储去化周期在主流房企中位居较低水平.....	9
图 29: 2019 年国内城轨运营里程数达 6736 公里.....	10
图 30: 2019 年国内城轨在建里程数达 6736 公里.....	10
图 31: “轨道+物业”的 TOD 模式.....	10
图 32: 深圳地铁和万科未来可能的合作模式.....	10
图 33: 天空之城项目路网节点分布合理.....	11
图 34: 天空之城项目剖面图.....	11
图 35: 旧改领域集中度逐渐提升.....	12
图 36: 城市更新市场规模预计每年超 6 万亿元.....	12
图 37: 2020H1 万科旧改总土储占比已达 6.2%.....	12
图 38: 联星村旧改项目业态布局.....	12
图 39: 万物云分为空间服务、科技服务和孵化三大模块.....	13

图 40: 万物云品牌架构	13
图 41: 2016-2020H1 年物业管理收入	14
图 42: 2016-2020H1 物业合同管理面积	14
图 43: 2020H1 万物云营收 67 亿元位居行业榜首	14
图 44: 2020H1 万物云在管面积和合同管理面积位居行业前列	14
图 45: 公司 2019 年业务营收结构	15
图 46: 公司未来三大业务赛道并驾齐驱	15
图 47: 公司社区空间服务由万科物业和朴邻租房 2 大品牌 3 大业务构成	15
图 48: 公司 2020H1 社区项目数达 2769 个	16
图 49: 2014-2019 年公司社区业务营收 CAGR 达 37%	16
图 50: 万科地产每年支持公司 4000 万方左右项目面积	16
图 51: 2020H1 公司 55%营收来自于第三方	16
图 52: 朴邻租房门店数 2 年半时间增长 2.3 倍	17
图 53: 朴邻是资产全周期管理的核心及起点	17
图 54: 万科物业管理较片区平均高 16%	17
图 55: 公司入驻项目资产增值强劲	17
图 56: 公司商企空间服务由 3 大业务构成	18
图 57: 2014-2019 年商企服务营收 CAGR 高达 87%	18
图 58: 2019 年商企服务营收占比提升至 27%	18
图 59: 万物云城设立“双百”的三年目标	19
图 60: 2019-2023 年城市服务目标营收 CAGR 高达 105%	19
图 61: 城市空间整合服务	20
图 62: 城市服务商如何与政府及专项服务商合作架构图	20
图 63: 万物云 Tech 模块包含 4 大内容	22
图 64: BPaaS 服务包含业务服务、职能服务和客户服务三大类	22
图 65: 贝壳非链家经纪人数已大幅超过链家系	23
图 66: 2019 年贝壳 GTV 中 49%来源于非链家品牌	23
图 67: 2020H1 万物云 55%营收来源于第三方项目	23
图 68: 2020H1 万物云 55%的市场化程度领跑龙头物管	23
图 69: 智慧硬件包含智慧社区、智慧工地和智慧产品集三大类	24
图 70: “黑猫三号”智能门禁系统	24
图 71: 产品解决方案包含空间操作系统、空间全联接平台和物业城市管理平台三大类	25
图 72: 空间 OS 包含泛物业只能能力、视频安防智能化、数字罗盘等三大类	25
图 73: 旗下业务品牌概览	26
图 74: 2016-2020H1 年公司地产开发以外收入	26
图 75: 公司业务架构 (5 大 BG、7 大 BU)	27
图 76: 2020H1 公司可租赁仓储面积达 1075 万方	28
图 77: 规划和在建项目建面占比达 43%	28
图 78: 2020H1 公司 1075 万方可租赁面积位居行业前列	28
图 79: 2020H1 公司 8.3 亿元营收位居行业前列	28
图 80: 万纬物流业务流程图	29
图 81: 2018 年万纬物流市占率为 5.7%	29

图 82: 2019 年万纬物流市占率提高至 7.3%.....	29
图 83: 万纬物流与可比公司对比.....	31
图 84: 2019 年普洛斯中国归母净利润约 56.8 亿元.....	31
图 85: 印力集团全国布局图.....	31
图 86: 印力四大产品线.....	31
图 87: 公司商业管理面积稳健提升.....	32
图 88: 2020H1 公司在建和规划项目建面占比达 39%.....	32
图 89: 2020H1 公司 836 万方商业运营面积稳居行业龙头.....	33
图 90: 2020H1 公司 30.5 亿元营收稳居行业前列.....	33
图 91: 2020H1 公司 90.6%出租率仍有提升空间.....	33
图 92: 2020H1 公司单方租金 61 元/平/月位居行业中游.....	33
图 93: 2020H1 月泊寓开业门店城市分布.....	34
图 94: 2020H1 年泊寓开业房间数达 12.7 万间.....	34
图 95: 租赁行业细分.....	35
图 96: 2020H1 长租公寓开业规模排名 (间).....	35
图 97: 2020H1 长租公寓管理规模排名 (间).....	35

## 表 目 录

表 1: 万物云城城市服务项目.....	19
表 2: 近三年万纬物流战略合作动向.....	30
表 3: 公司 (含印力集团) 运营管理的前十大商业项目.....	32
表 4: 公司 CMBS 发行情况.....	33
表 5: 分业务收入及毛利率.....	36
表 6: 公司开发类资产每股 NAV 估算.....	37
表 7: 可比公司估值 PE.....	37
附表: 财务预测与估值.....	39

# 1 战略持续创新，成就时代企业

## 1.1 逐浪三十余年，定位与时俱进

成立至今的 30 余年里，万科已经成长为我国房地产行业的龙头，一方面得益于改革开放 40 年来，万科充分享受到住房改革与城镇化大发展带来的社会以及行业红利，另一方面，在时代发展的潮流中，万科也在不断地调整优化其发展战略。

### (1) 1984 年-1992 年：起步深圳，追求非相关多元化发展

1984 年万科起家于一家国营电器器材经营单位“现代科教仪器展销中心”，隶属于深圳经济特区发展公司；1988 年政府批准其股份制改造方案，公司公开发行 2800 万股票并于年底首次投标买地，正式开启地产经营新纪元；1992 年公司业务“遍地开花”，形成商贸、工业、房地产、文化传播、股权投资五大经营构架。

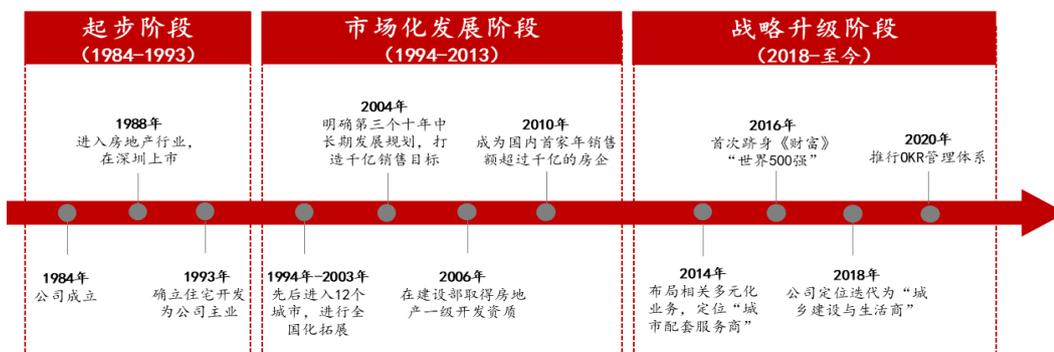
### (2) 1993 年-2013 年：聚焦房地产专业化发展，打造三好住宅开发商

1993 年后公司确立住宅开发为公司主业，2001 年转让万佳百货完成专业化转型，1994-2003 年公司先后进入 12 个城市，开启全国化布局步伐。公司销售业绩持续攀升，2004 年公司明确第三个十年发展规划，确立千亿规模的销售目标。2008 年开发万汇楼，作为国内首家中低收入家庭租赁住宅示范项目，并于 2009 年成立物业事业部，公司致力于“为普通人盖好房子、盖有人用的房子”，于 2010 年销售规模首次突破 1000 亿元，提前 4 年完成千亿目标。

### (3) 2014 年-2017 年：定位“城乡建设与生活服务商”，发展相关多元化

公司于 2014 年确立公司第四个十年发展规划，把“三好住宅开发商”的定位延展为“城市配套服务商”，在巩固住宅开发和物业服务基础上，积极拓展商业运营、租赁住宅、物流仓储服务等领域。2018 年万科将其发展战略进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”，由城市建设升级延展至城乡，首次将战略目光拓展至乡村振兴，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。2020 年央行和住建部推行融资“三道红线”政策，行业由过去的“金融红利时代”转为“管理红利时代”，公司推行 OKR 管理体系，期望提升公司未来经营发展速度。

图 1：万科发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.2 股权结构稳定，业绩持续提升

宝能完全退出，公司股权结构稳定。2015年7月宝能系首次举牌万科，持股比例达5%，在此后几个月内宝能系大肆增持万科股份使持股比例升至20%，之后引发“宝万之争”。2016年6月26日，宝能系联合提议罢免王石等管理层，7月5日，宝能继续增持至25.40%。2016年8月4日，恒大集团开始从二级市场大量购入万科股份，随后在11月经过三次增持至14.07%，迅速成为万科第三大股东。2017年1月12日，华润将其持有的15.31%股份协议转让给深铁集团，随后恒大集团于3月16日将持有的万科14.07%股份的表决权委托给深铁行使，并在三个月后将14.07%股份全部协议转让给深铁集团，此次转让完成后，深铁共持有万科29.38%股份，超过宝能系，成为万科第一大股东，宝万之争至此告一段落。截止2020年3季度，宝能系已退出万科前十大股东，深圳地铁集团持股27.9%，宝万之争已完全落幕。

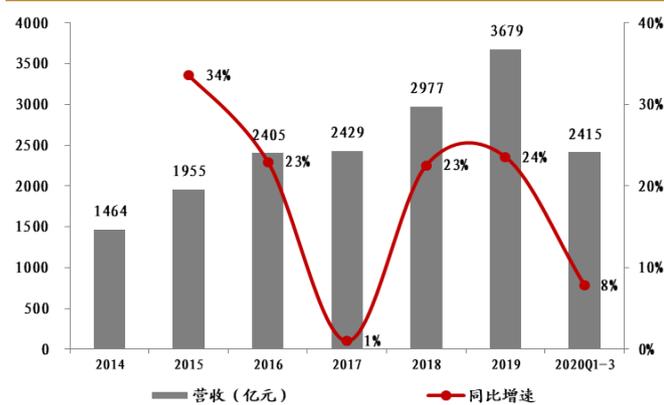
图2：万科股权结构稳定



数据来源：WIND，西南证券整理

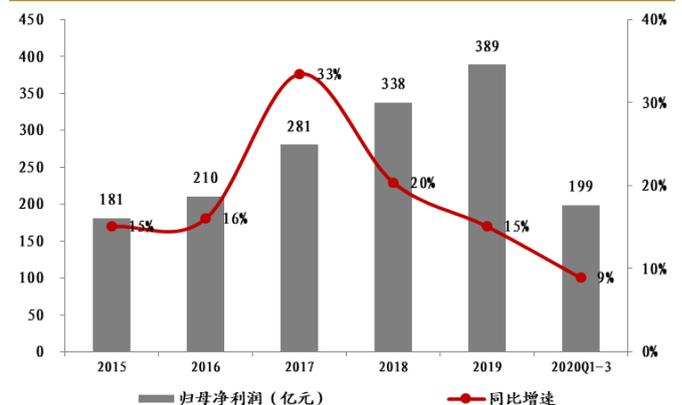
营收和利润规模重回增长，从疫情中得以恢复。在年初疫情冲击的情况下，公司2020Q3营收同比上涨12.5%，归母净利润同比增长14.9%，在疫情冲击下重回增长轨道；2020Q1-3营收同比增长8%至2415亿元，2020Q1-3归母净利润同比增长9%至199亿元，营收和规模均继续保持行业龙头位置。

图3：2020Q1-3 营收增长8%至2415亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：2020Q1-3 归母净利润增长9%至199亿元



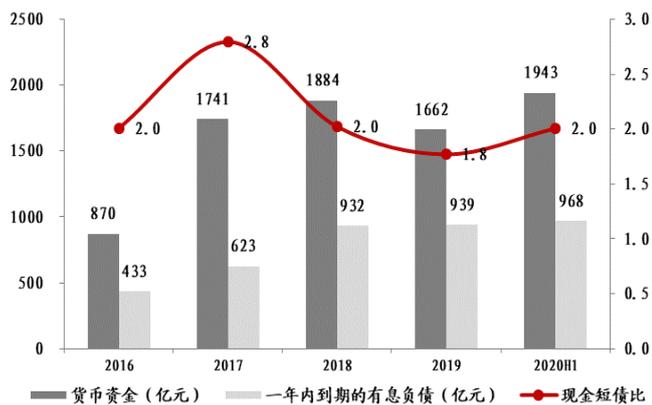
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 负债结构健康，盈利能力企稳

公司负债结构健康，仅扣除预收后的资产负债率略超红线。2016-2020H1 公司坚持谨慎投资的战略保证了公司持久的财务稳健性，公司货币资金由 870 亿元增至 1943 亿元，现金短债比长期维持在 2.0 左右，远大于“三道红线”中要求的 1.0 标准；公司净负债率持续保持行业低位，近年均维持在 30% 左右，远低于“三道红线”中要求的 100%；2020H1 公司扣除预收后的资产负债率为 75.5%，略超“三道红线”中要求的 70%，预计一年时间即可达标。相较于其他典型房企，公司负债水平处于行业较低水平。

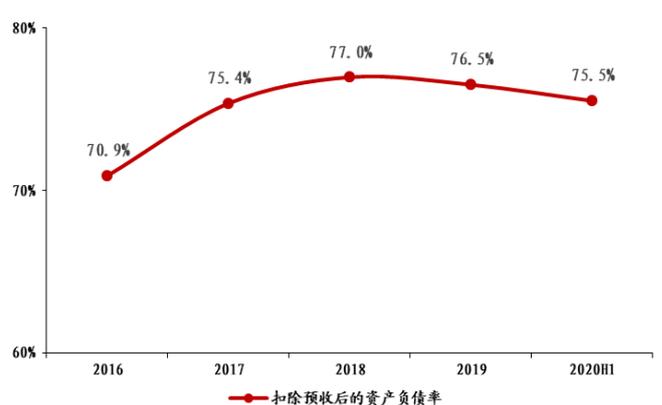
公司融资成本维持低位，信用评级行业领先。融资方面，公司 2020H1 面向合格投资者公开发行的三期公司债券，发行金额分别为 25 亿元、25 亿元和 20 亿元，最低发行利率 2.6%。此外，公司积极拓宽海外融资渠道，2019 年公司多次完成美元中期票据发行，最低票面利率 3.15%。融资成本方面，公司银行贷款融资成本从 LIBOR 按约定利率上浮不高于 5.88%，债券融资余额 621.3 亿元，融资成本从 2.95% 至 5.35%，其他金融资产融资余额 553.1 亿元，成本为 3.62% 至 6.16%。得益于稳健的财务政策，相较于其他龙头房企，万科的信用评级保持行业第一梯队，受到国际评级机构广泛认可。

图 5：2016-2020H1 公司现金短债比维持在 2.0 左右



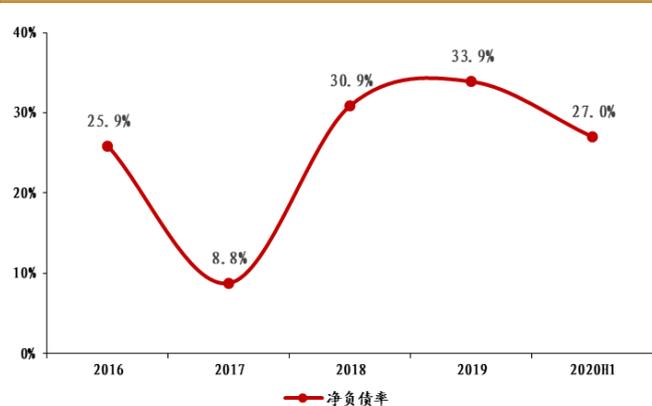
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2020H1 公司扣预收的资产负债率略超红线



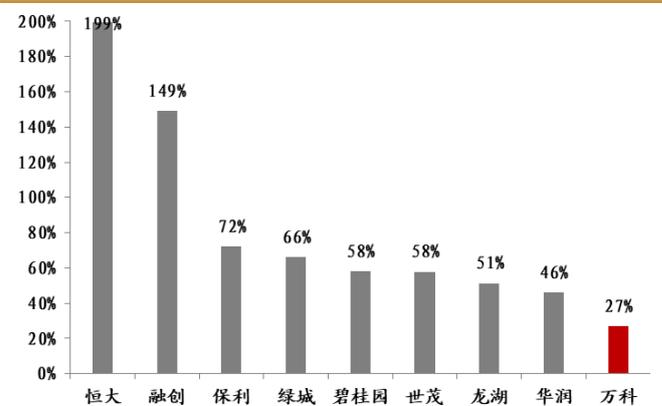
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2016-2020H1 公司净负债率保持低位



数据来源：公司公告，西南证券整理

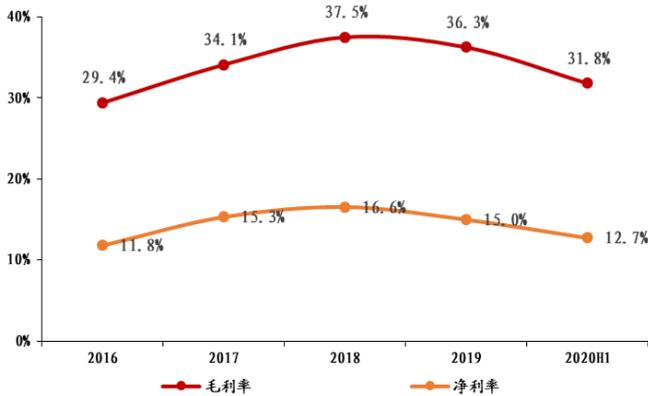
图 8：2020H1 公司 27% 的净负债率位居行业低位



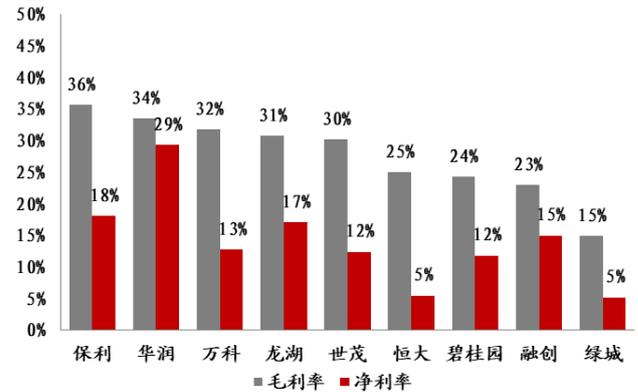
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司保持稳健的盈利能力，盈利能力位居行业中上游。2016-2020H1 公司毛利率先由 29.4% 升至 37.5%，之后又降至 31.8%；同期净利率保持类似的走势，先由 11.8% 升至 16.6%，之后又降至 12.7%，公司盈利能力较为稳健，保持在行业前列，且未来有望企稳。由于房企“拿地-销售-交付”周期大约为 3 年，我们用 T 年地货比与 (T+3) 年毛利率对比，2015-2017 年地货比由 40% 提高至 56% 和 54% 的水平，公司拿地成本大幅提升，削弱了业务盈利能力，对应 2018-2020H1 毛利率由 37.5% 降至 31.8%，我们认为土地成本是影响业务毛利率的重要因素。2017-2020H1 公司地货比由 54% 的高位降至 36%、41% 和 45% 的水平，土地成本有所控制，预计 2016、2017 年相对高价的土地完全结算完毕后，公司毛利率有望触底甚至略有回升。

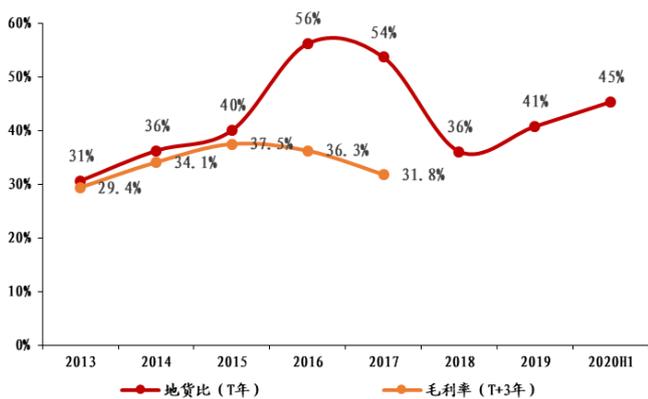
公司拥有充沛的已售未结资源，保证后续业绩增长。2016-2020H1 公司已售未结资源不断提升，由 2782 亿元增至 6953 亿元，2019 年已售未结金额/营收比值达 1.7，较高的比值保证了公司后续的业绩增长。

**图 9：近 3 年公司毛利率和净利率略有回落**


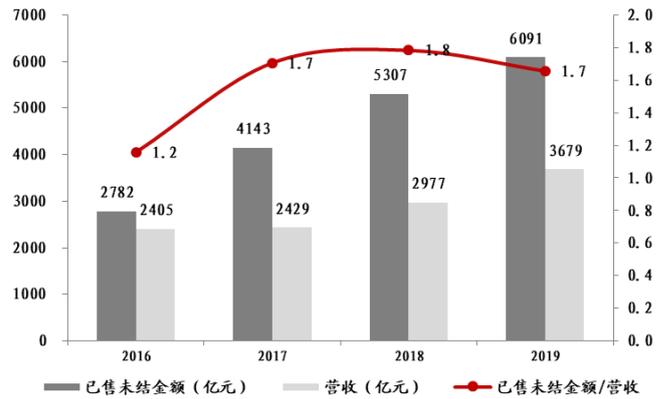
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：2020H1 公司毛利率位居行业中上游**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：公司毛利率有望随着地货比降低而企稳回升**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：2019 年公司已售未结金额/营收比值为 1.7**


数据来源：公司公告，西南证券整理

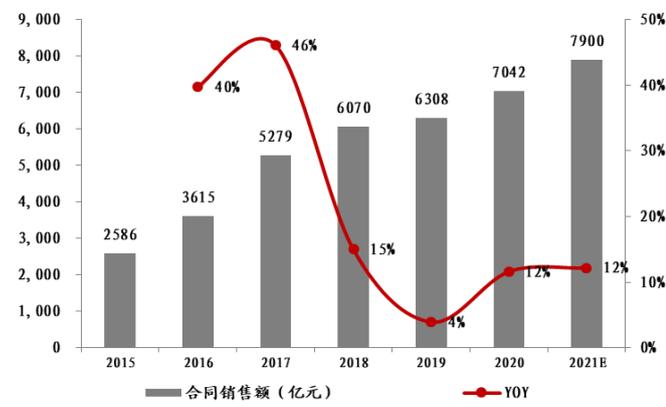
## 2 开发业务：城市深耕挖掘管理红利，旧改&轨交探寻新增蓝海

### 2.1 销售稳健增长，践行城市深耕

销售额稳健提升，2021年销售目标7900亿元。万科销售额稳健增长，2015-2020年销售额由2586亿元提升至7042亿元，CAGR达22%，2020年销售额增长12%，增速重回稳健，2021年公司销售目标为7900亿元，预计将继续保持12%增速，大象仍在起舞。

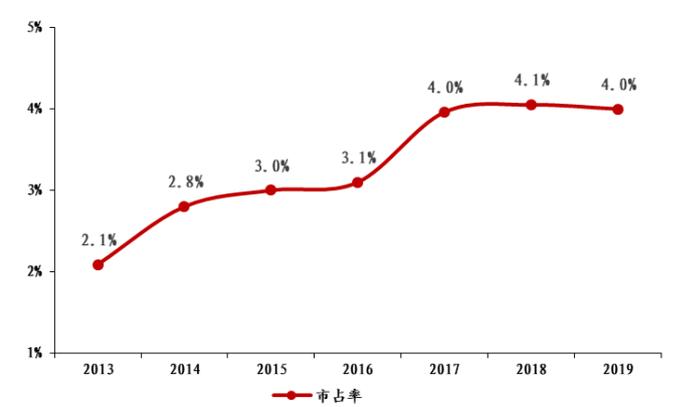
公司属于“黄档”房企，后续有望重回市占率提升态势。公司市占率逐年提升，由2013年的2.1%提升至2018年的4.1%，但2019年基本持平，龙头集中度提升的逻辑有所钝化。但在2020年监管层对地产融资实行“三道红线”政策，未来预计将出现“另类的集中度提升”。政策分别对剔除预收后的资产负债率、净负债率和现金短债比均做出相关标准规定（剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1.0倍），对房企踩线状况进行分档管理，根据2020Q3业绩，万科属于黄档房企，净负债率27.6%、现金短债比2.0，仅扣预收后的资产负债率74%略高于监管指标。8月末发布的“三道红线”成为房地产企业投资转折的分水岭，根据克而瑞统计，红、橙、黄、绿档的房企9-12月投资力度较1-8月变化分别为-40%、-58%、-16%和46%，万科2020年1-8月土地投资额为631亿元，而9-12月土地投资额为738亿元，在红、橙档房企拓展步伐收敛情况下，未来黄、绿档的龙头房企集中度有望在地产下半场持续提升，万科未来的市占率目标为8-10%。

图 13：公司 2015-2020 年销售额 CAGR 达 22%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：“三道红线”后公司市占率有望再度提升

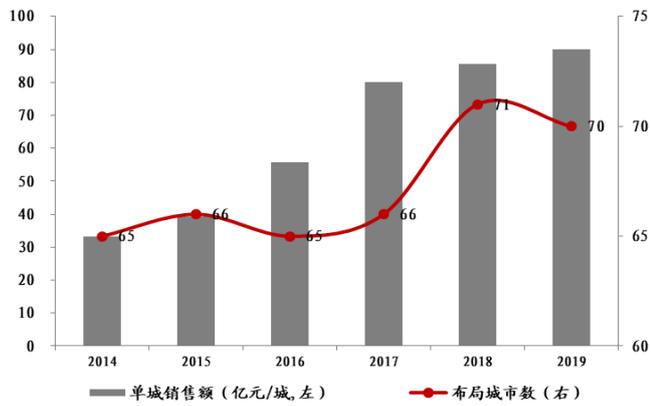


数据来源：公司公告，西南证券整理

实行城市深耕战略，单城销售额领跑行业。公司践行城市深耕战略，2014-19年布局城市数仅由65个提高至70个，单城市销售额由33亿元/城提高至90亿元/城，提高2.72倍，与行业其他公司对比，万科深耕战略效果凸显，2019年90亿元/城高居行业前列，大幅高于多数房企，销售金额在40个城市位列当地前三，其中，在深圳、上海、东莞、宁波、西安、武汉等21个城市排名第一。随着行业进入区域分化时代，人口持续流入一二线核心城市圈，公司区域深耕策略料将带来持续性收益。此外，中国新生儿人数持续下降，二胎政策刺激效应逐渐消退，根据统计局数据，2019年新生儿人数降至1465万人，而根据公安部数据，2020年新生儿人数则由2019年的1179万人再次下降至1004万人，新生人口的下降无疑将对地产行业产生负面影响，但公司践行城市深耕战略，将提升其在核心城市的品牌及资源获取能力，在未来的淘汰赛中获得更强的武器。

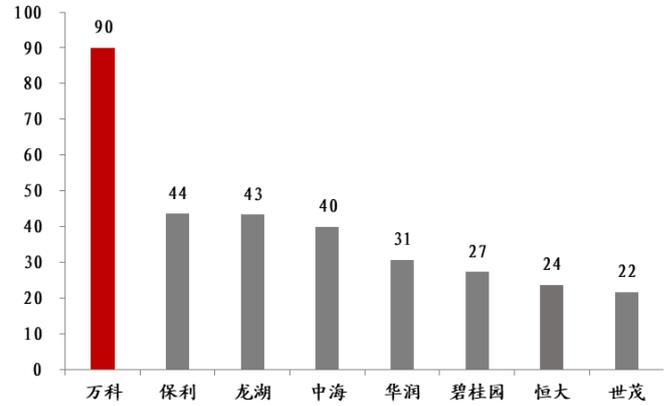
**管理及销售费率保持行业地位，挖掘管理红利。**受益于公司践行城市深耕战略，由于地产费用结转存在着2年左右的滞后，以2019年费用/2017年销售额估算，公司销售费率仅1.7%，管理费率仅2.1%，合计费率3.8%，远低于行业其他龙头房企，与保利、中海等央企保持在行业最低位置，在三道红线发布后，强劲的成本管控能力能有效挖掘行业管理红利。

图 15: 13-19 年单城销售额提升 2.7 倍



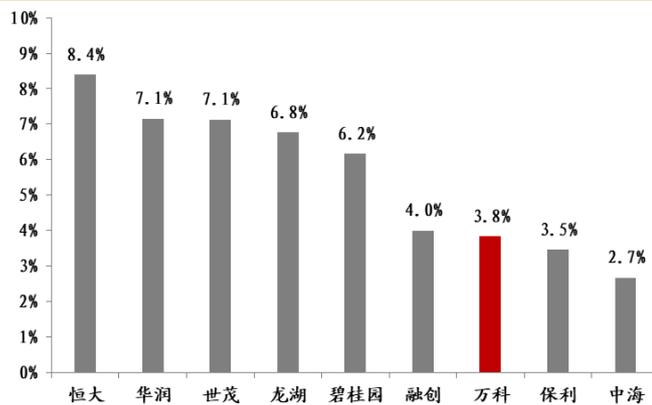
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16: 19 年单城销售额保持行业前列



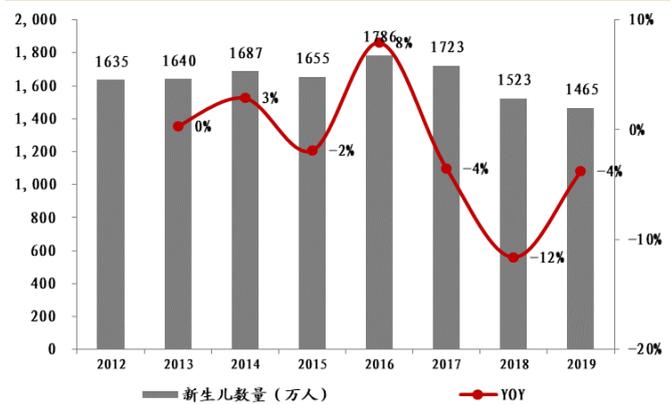
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17: 2019 年公司（销售+管理）费率位居行业低位



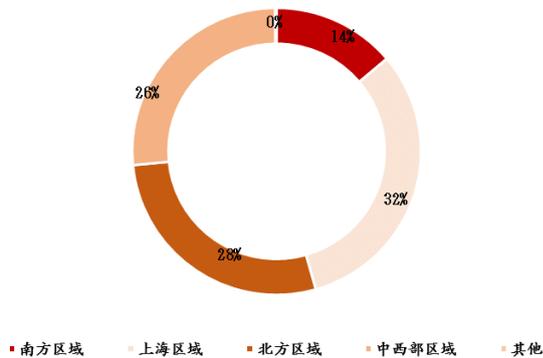
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18: 历年新生儿数量逐渐下降

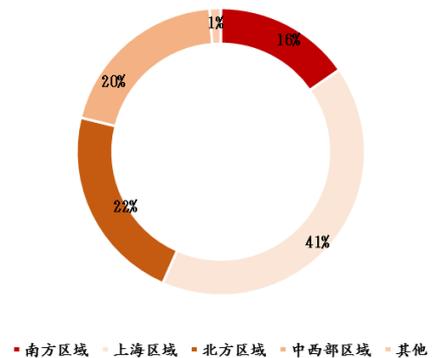


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司聚焦城市圈，四大区域均衡发展。**2004 公司率先提出城市圈聚焦策略，公司四大区域销售均衡发展。2020H1 公司南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域和其他区域分布销售 492 亿元、1323 亿元、712 亿元、639 亿元和 40 亿元，分别占比 15.3%、41.3%、22.3%、19.9%和 1.2%，总体上四大区域均衡发展，上海区域比重较往年有所提升。

**图 19: 2020H1 公司销售面积结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

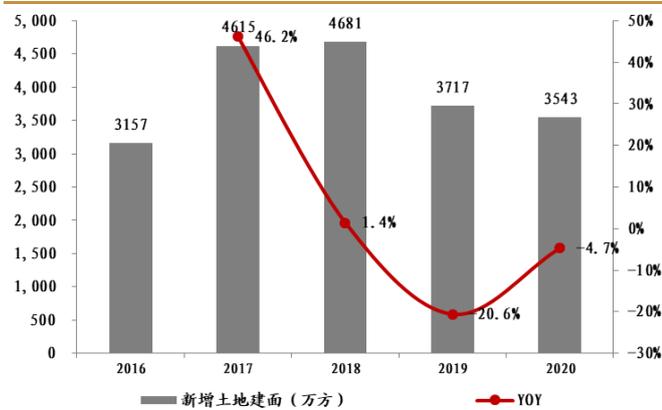
**图 20: 2020H1 公司销售金额结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

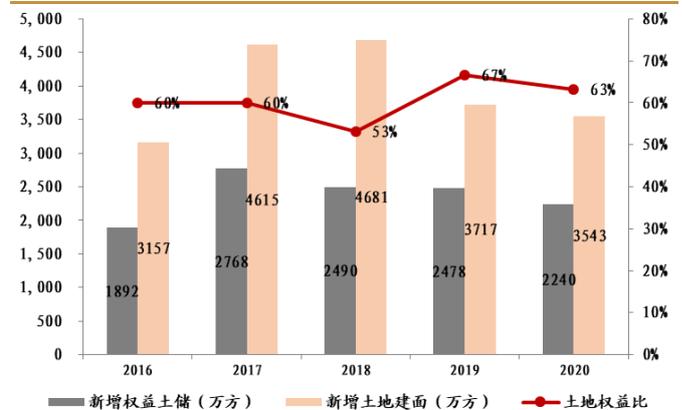
## 2.2 聚焦核心城市, 保持全周期拿地策略

**土地投资保持稳健, 权益比重稳定在 60%。**公司近年来采取审慎的土地投资策略, 2016-2019 年公司新增土地建面由 3157 万平提升至 3542 万平, 近 3 年新增土地建面均维持在 4000 万方左右; 同期拿地金额由 1236 亿元提升至 1532 亿元, 近 3 年拿地金额稳定在 1500 亿元左右, 公司土地投资保持稳健。在权益占比上, 2016-2019 年公司新增项目权益建筑面积由 1892 万平提升至 2240 万平, 同期权益比重稳定在 60% 上下, 保持稳健的风格。

**拿地策略由顺周期逐步转为全周期策略。**2017 年前由于行业处于快速增长期, 公司拿地采取顺周期策略, 在控制风险的前提下新增土地权益建面和土地溢价率走势基本一致。以重仓的二线城市为例, 2012 年、2014 年土地市场遇冷, 土地溢价率出现低位, 公司新增土地权益面积也出现相对低位; 而 2015-2017 年土地市场持续火热, 溢价率高于 20%, 公司新增土地权益面积也持续增加。2017 年后行业进入成熟期, 在中央“房住不炒”的调控作用下, 土地溢价率持续保持低位, 公司新增土地权益建面保持稳健, 始终维持在 2500 万方左右, 公司整体策略上由顺周期拿地转为全周期拿地, 保持拿地节奏平稳。

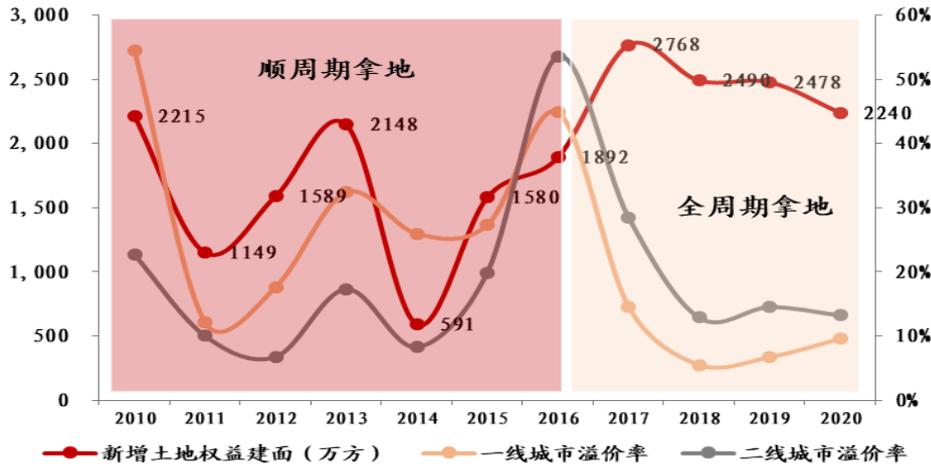
**图 21: 公司 2016-2020 年新增土地建面趋稳**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 22: 公司拿地权益保持在 60% 左右**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 万科拿地策略由顺周期拿地转为全周期拿地

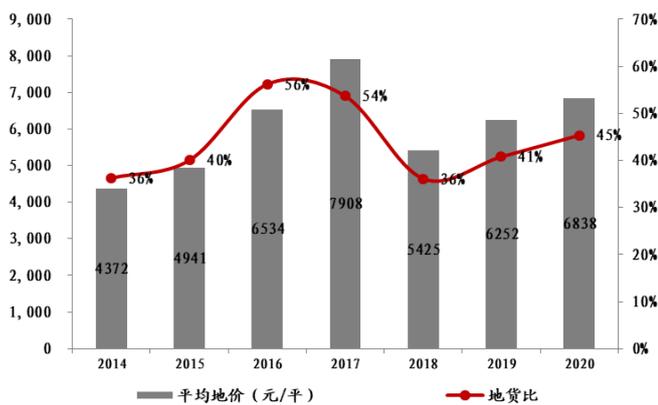


数据来源: WIND, 西南证券整理

**注重土地质量, 拿地成本保持优势。**2014-2017 年公司新增土地楼面价由 4372 元/平增至 7908 元/平, 地货比由 36% 增至 54%; 2018-2020 年公司更加注重土地质量, 拿地成本优势突出, 新增土地楼面价由 2017 年的高位降至 2020 年的 6838 元/平, 地货比有所下降, 2018-2020 年地货比分别为 36%、41% 和 45%。此外, 公司在 2020 年 8 月“三道红线”政策后, 拿地拓展积极性大幅提升, 预计未来公司在土地市场上优势将逐渐凸显。

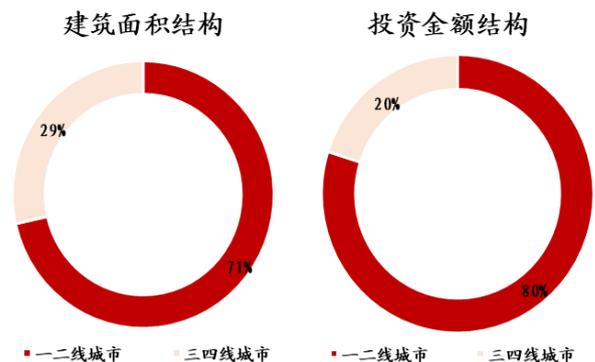
**布局聚焦一二线, 投资金额占比 8 成。**按城市等级看, 2019 年公司新获取土地资源中一二线城市建筑面积占比 72%, 投资金额占比 79.9%。从权益建面来看, 从高到低依次是中西部区域、北方区域、上海区域和南方区域, 公司作为最早提出聚焦城市圈战略、实现区域深耕的房企, 其聚焦一二线的拿地布局和土储结构也契合了行业结构性演变的趋势, 从行业分化角度来讲, 一二线城市相较三四线具有更强的销售弹性和可持续性。

图 24: 公司 2018-2020 年土地价格有所下降



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

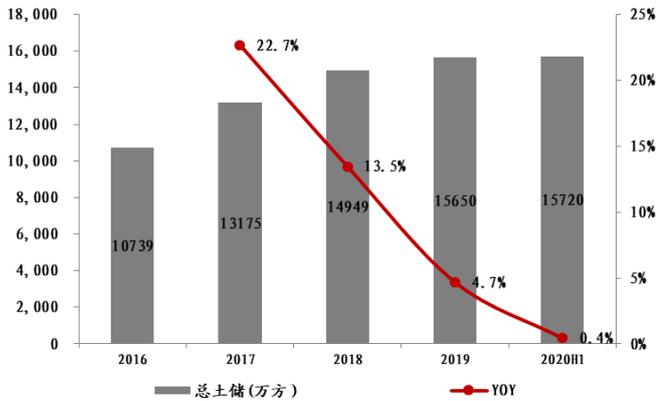
图 25: 2019 新增项目公司拿地聚焦一二线城市



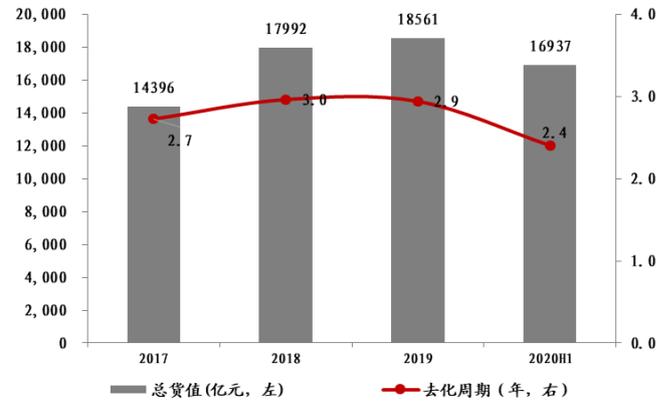
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**土储建面达 1.6 亿平, 去化周期保持灵活性。**2020H1 公司土储总建面达 1.6 亿平, 其中在建总建面 1.1 亿平, 规划中总建面 0.5 亿平。公司土储增速逐渐放缓, 2020H1 增速降至 0.4%, 保持土储稳健增长。2016 年中央加大力度调控房地产市场, 根据克而瑞数据, 2017-2020H1 公司土储货值由 1.4 万亿元增至 1.7 万亿元, 以总土储货值/销售金额来确定去

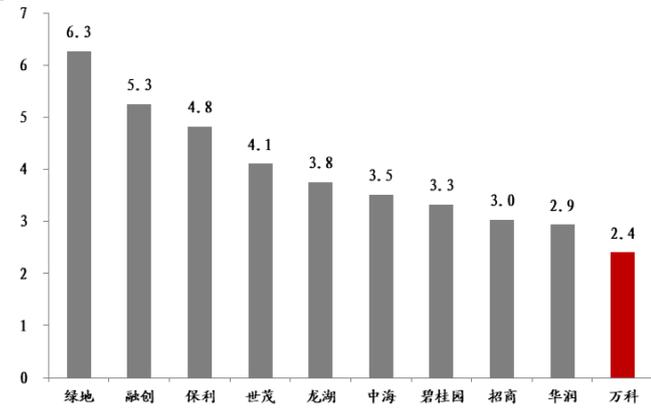
化周期，去化周期稳定在 2-3 年，2020H1 公司去化周期为 2.4 年，在主流房企中维持低位，公司采取更为灵活的土储策略，而非一味追求较高的土地储备。

**图 26：2020H1 公司土储建面达 1.6 亿平**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 27：2020H1 公司土储去化周期约 2.4 年**


数据来源：公司公告，克而瑞，西南证券整理（备注：2020H1 去化周期以 2020H1 土地货值/2020 年销售金额计）

**图 28：2020H1 公司土储去化周期在主流房企中位居较低水平**


数据来源：克而瑞，西南证券整理

## 2.3 掘金城市更新&TOD，探寻新增长曲线

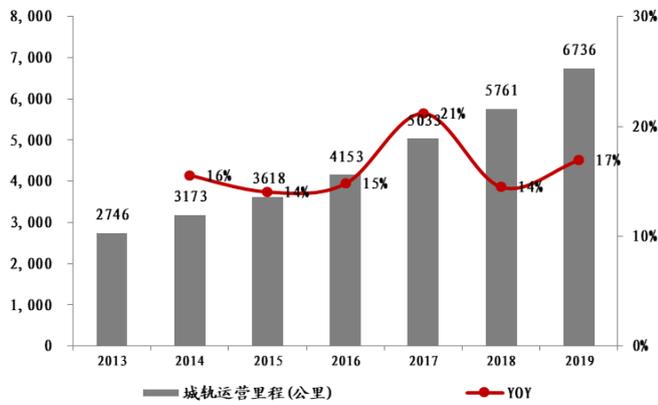
TOD 和城市更新将成为公司开发业务上的两大突破方向，已铺垫多年未来潜力巨大。

### (1) TOD 业务：

TOD 规模高达 2 万亿，国内城轨里程数和投资额处于高速发展阶段。TOD 模式是指以城市公共交通站点为中心，对周边土地进行深度开发，TOD 模式强调借助交通线路规划引导土地开发、产业导入和人口集群，进而构建包括商业、办公、住宅、教育等多功能业态在内的多元化发展区域。国内城轨发展迅速，2013-2019 年国内城市轨道交通运营里程数由 2746 公里增至 6736 公里，CAGR 高达 16%；同期城轨在建里程数由 3892 公里增至 6903 公里，未来国内城轨运营里程数将会继续提高至少 1 倍。此外，同期城轨交通建设投资额由 2165 亿元增至 5959 亿元，CAGR 高达 18%。按照每 21 公里一座轨交车辆基地计算，全国在建轨交线路车辆基地需求达 329 座，当前典型 TOD 项目建面均值约 40 万平，可推算全国轨交

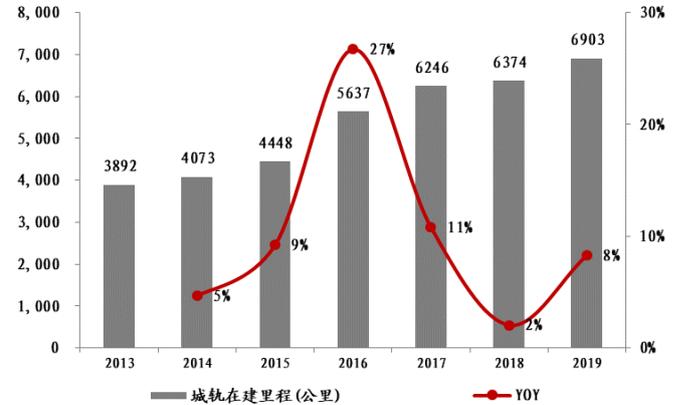
基地 TOD 潜在规模约 1.3 亿平，根据二线城市 2020 年均价 1.47 万元/平估算，TOD 市场规模接近 2 万亿元，若考虑一线城市房价更高的因素，市场空间更加广阔。

图 29：2019 年国内城轨运营里程数达 6736 公里



数据来源：中国城市轨道交通协会，西南证券整理

图 30：2019 年国内城轨在建里程数达 6736 公里



数据来源：中国城市轨道交通协会，西南证券整理

**房企积极参与 TOD 开发，主要以股权合作和项目公司合作为主。**目前 TOD 项目价值越发得到市场认可，众多规模房企参与 TOD 项目开发，如万科、龙湖、越秀、绿地等房企在多个核心城市均有 TOD 项目布局。房企参与 TOD 开发主要分为股权合作和项目公司合作两大类：1) 股权合作模式，由地铁公司获取土地，房企通过收购股权方式获取 TOD 项目的部分权益并参与到项目开发建设中，该合作模式利用地铁公司丰富的轨交建设能力去获取土地，之后利用房企地产开发和运营的能力，强化 TOD 项目开发，该模式前期资金来源于地铁公司，后期由双方股权比例承担；2) 项目公司合作模式，由房企与地铁公司成立项目公司，并进行合作拿地开发，该合作模式前期资金则来源于双方自筹资金，共同分担拿地成本。

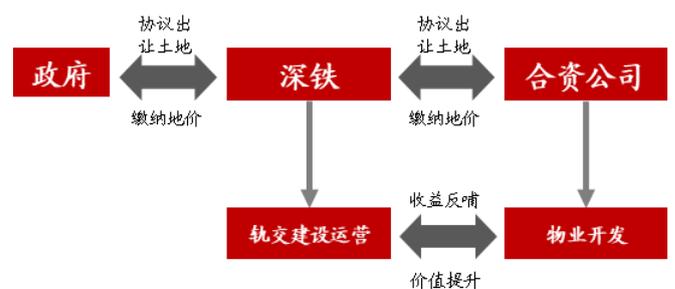
**万科与多家地铁公司合作，开拓“轨道+物业”模式。**公司积极参与 TOD 开发，与深圳地铁、杭州地铁、长春轨交等多家地铁公司达成合作，其中与深铁的合作最为引人注目。2020 年 6 月底，万科宣布与深铁签署备忘录，计划成立一家 50%: 50% 的合资公司，注册资本暂定为 10 亿元，承接深圳新基础设施和轨道相关的重点领域和重点项目，探索在粤港澳大湾区等重点城市建设 TOD 大型项目。深圳地铁与万科的合作，能够充分发挥各自的优势，深铁专注于城市轨道交通建设，万科专注于物业开发，强化城市配套服务能力，轨道交通的建设能够带动区域经济发展并提升周边物业价值，而周边物业开发带来的收益，深铁资源丰富，未来势将成为公司一大潜力增长点。

图 31：“轨道+物业”的 TOD 模式



数据来源：西南证券整理

图 32：深圳地铁和万科未来可能的合作模式



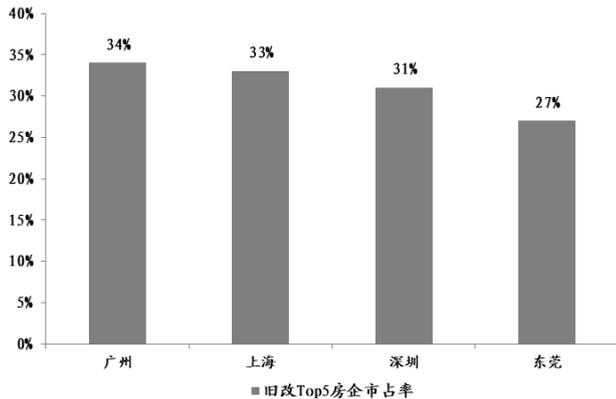
数据来源：西南证券整理



措施将有效加速旧改整体进城，将原有 5-8 年的旧改周期缩短至 3-5 年。城市更新市场规模巨大，根据每年房地产增量市场约 16 万亿元计算，目前存量市场约 300 万亿元，按照 2% 转化率估算，每年城市更新规模将超过 6 万亿元。

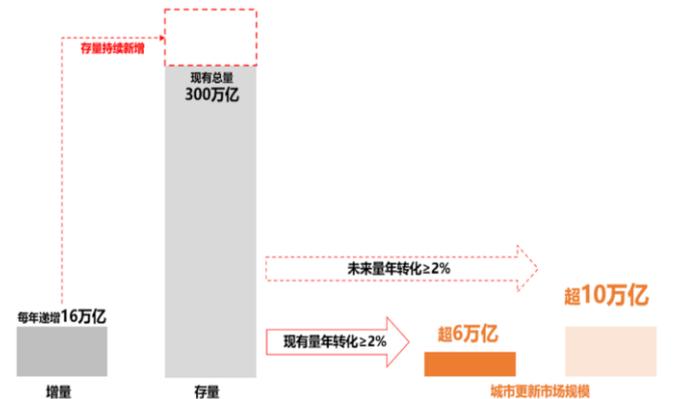
**城市更新集中度加速提升，区域寡头逐渐成型。**根据佳兆业战略研究院数据，城市更新领域行业集中度正快速提升，2019 年深圳、广州、东莞和上海 Top5 房企市占率均超过 27%，且正在逐渐向全国进行复制，未来赛道竞争将越发激烈。

图 35：旧改领域集中度逐渐提升



数据来源：佳兆业战略研究院，西南证券整理

图 36：城市更新市场规模预计每年超 6 万亿元

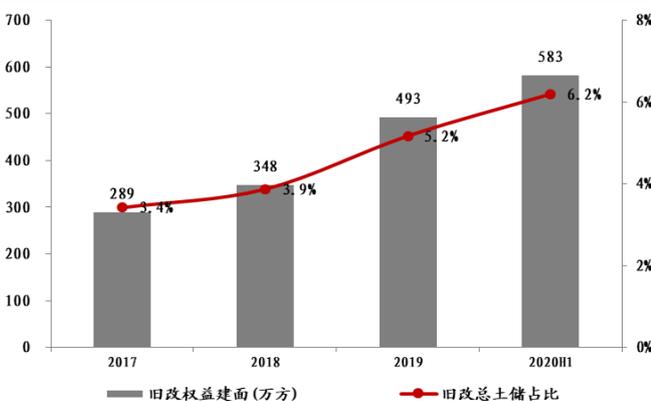


数据来源：佳兆业战略研究院，西南证券整理

**城市更新作为公司未来重要突破口，正逐渐形成规模。**由于一二线城市土地获取的难度在提升且城市更新项目利润率较高，城市更新正作为公司重要突破口逐渐积蓄能量，2017-2020H1 公司旧改土储权益建面由 289 万方提升至 583 万方，CAGR 高达 32%，处于高速发展阶段。同期公司总土储由 13175 万方增至 15720 万方，同期旧改土地建面占比由 3.4% 快速提升至 6.2%。

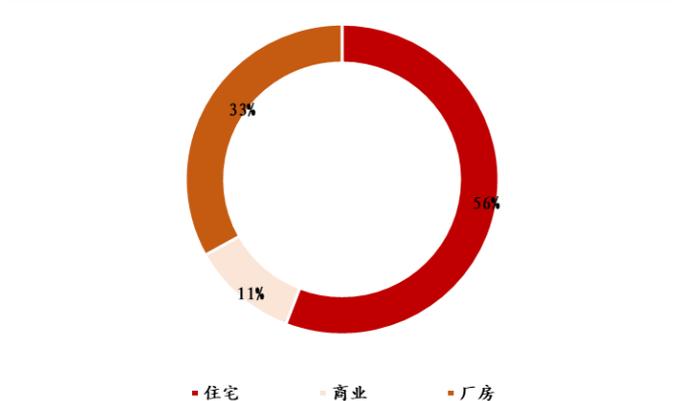
公司近期拿下佛山最大的整村改造项目联星村旧改，总建面达 145 万方。近期万科以超 80% 的同意率成为联星整村改造主体，获取目前佛山最大的整村改造项目，共涉及 12 个村，总建面达 145 万方，其中住宅建面约 81 万方，商业建面约 16 万方，厂房建面约 48 万方，拟投资总额 180 亿元。万科已在佛山参与多个城市更新项目，万科目前不处于行业旧改第一梯队，但近年势头强劲，引人关注。

图 37：2020H1 万科旧改总土储占比已达 6.2%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：联星村旧改项目业态布局



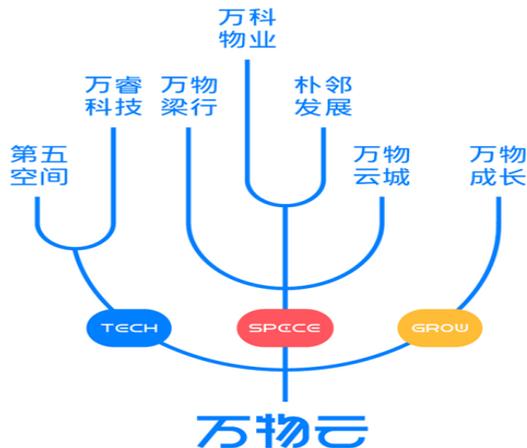
数据来源：克而瑞，西南证券整理

### 3 物业业务：三驾马车并驾齐驱，打造科技赋能平台

万科旗下子公司（直接持有 63% 股份）万科物业（后更名万物云）成立于 1990 年，从多层住宅小区深圳天景花园开始，此后业务逐渐拓展至商企服务、城市服务等领域。万科物业发展 30 年始终围绕客户需求，不断进行服务模式以及业务模式的创新变革，公司已连续 10 年蝉联“中国物业服务百强企业综合实力 TOP1”，连续 5 年蝉联“中国房地产开发企业 500 强首选物业品牌”榜首，连续 3 年获“中国特色物业服务领先企业-企业总部基地”称号。

万科物业更名为万物云，包含 Space、Tech 和 Grow 三大模块。其中 Space 模块包含归属社区空间服务的“万科物业”和“朴邻发展”、归属商企空间服务的“万物梁行”和归属城市空间服务的“万物云城”；Tech 模块则包括“万睿科技”和“第五空间”，分别提供软硬件服务能力、数字运营和行业人工智能服务；Grow 模块的“万物成长”是公司的孵化器，持续连接成熟企业、孵化创新企业。未来万物云将和其他物业公司形成合作关系，而非竞争关系。

图 39：万物云分为空间服务、科技服务和孵化三大模块



数据来源：公司官网，西南证券整理

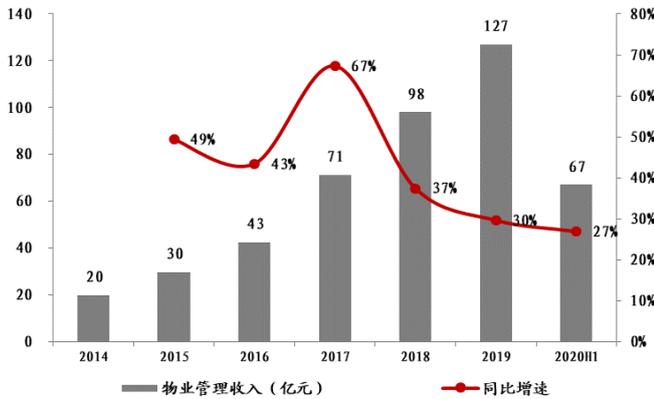
图 40：万物云品牌架构



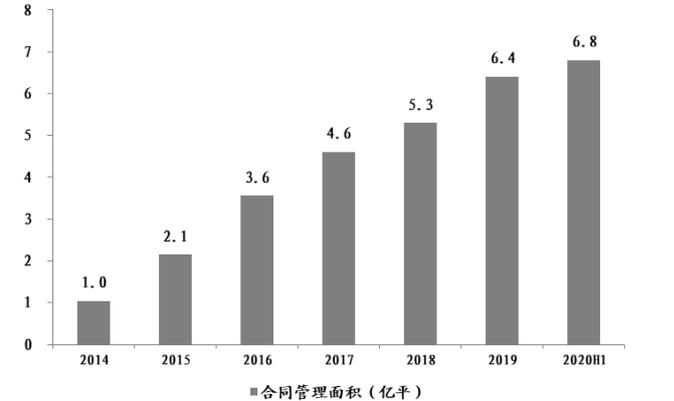
数据来源：公司官网，西南证券整理

#### 3.1 拓展社区、商企&城市三大空间，行业龙头地位稳固

公司物业营收和合同面积保持高速增长。2016-2019 年，公司物业服务收入从 43 亿元增长至 127 亿元，CAGR 高达 43.9%，占万科集团总营收的比重也稳步提升到 3.45%。同期合同管理面积从 10340 万方增长到 64000 万方，CAGR 高达 44%。2020H1 物业管理收入达到 67 亿元，同比上升 26.9%，考虑物管行业格局较为分散，而公司住宅开发龙头地位稳固，未来销售市占率提升有望带动物业市占率的提升，外延式并购也将助公司进一步扩大市场份额。

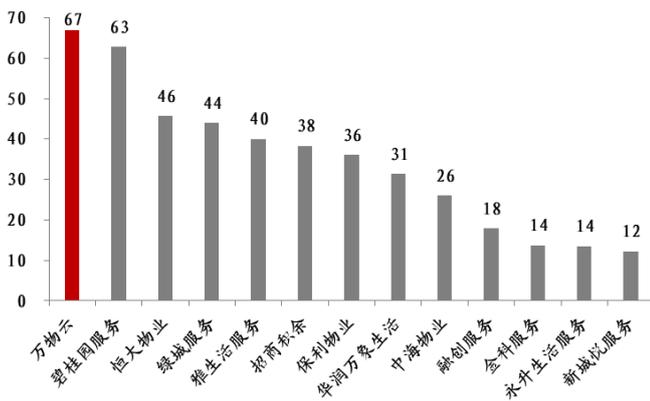
**图 41: 2016-2020H1 年物业管理收入**


数据来源: Wind, 西南证券整理

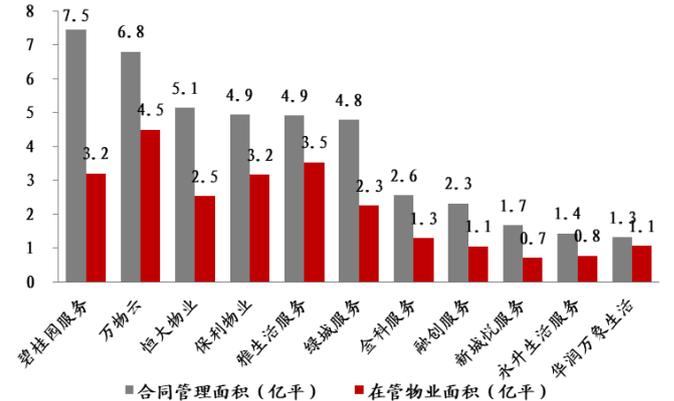
**图 42: 2016-2020H1 物业合同管理面积**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**公司营收、合同管理面积规模和综合实力均领跑全行业。**万物云是物业管理行业领跑者，2020H1 公司累计签约面积 6.8 亿平方米，其中在管面积 5.2 亿平方米，储备面积 1.6 亿平方米。营收方面，公司 2020H1 物管收入 67 亿元，稳居行业龙头。万科物业综合实力持续领跑行业，连续 10 年排名中国百强物管公司第一名。

**图 43: 2020H1 万物云营收 67 亿元位居行业榜首**


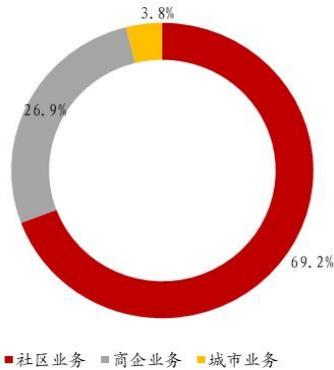
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 44: 2020H1 万物云在管面积和合同管理面积位居行业前列**


数据来源: Wind, 西南证券整理

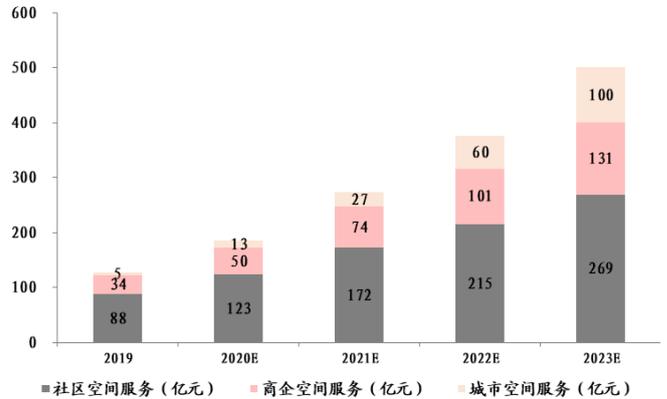
**万物云空间服务分为社区、商企和城市三大板块，形成三驾马车结构。**根据 2019 中国国际物业管理产业博览会公司 CEO 访谈内容，2019 年公司社区服务营收约 90 亿元、商企服务约 35 亿元、城市空间服务业务约 5 亿元，分别占比 69.2%、26.9%和 3.8%（与公告 127 亿营收差异较小）。预计 2020-2023 年社区服务业务增速分别为 40%/40%/25%/25%，商企服务业务业务增速分别为 45%/50%/36%/30%，城市服务业务 3 年营收分别为 27/60/100 亿元，预计 2023 年万物云营收将达到 501 亿元（社区服务 269 亿元、商企服务 131 亿元及城市服务 100 亿元）。

图 45: 公司 2019 年业务营收结构



数据来源: 公司公开讲座, 西南证券整理

图 46: 公司未来三大业务赛道并驾齐驱



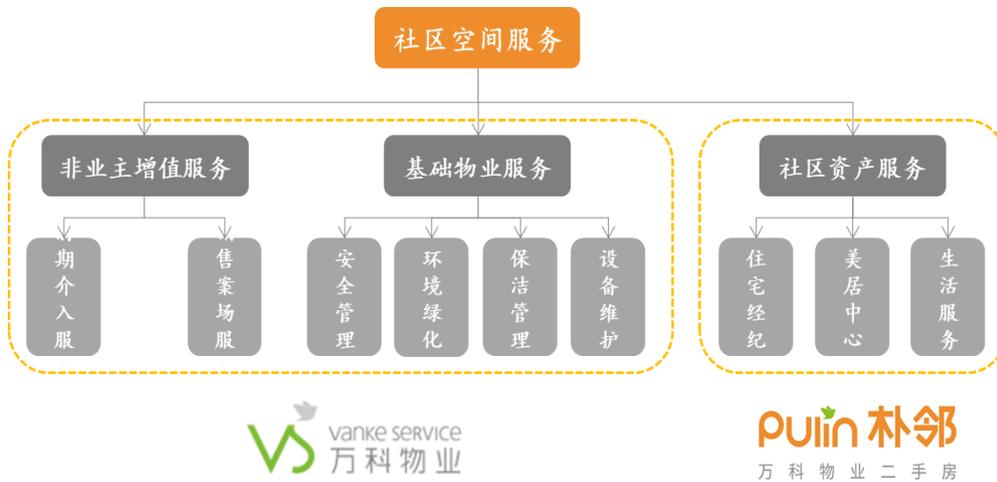
数据来源: 公司公开讲座, 西南证券整理

(1) 社区空间服务:

万物云社区空间服务主要包括基础物业服务、非业主增值服务和社区资产服务 3 大类:

1) 基础物业服务。主要针对社区业主, 参考睿服务体系提供安全管理、环境绿化、保洁管理和设施设备维护管理等 4 项服务; 2) 非业主增值服务。主要针对开发商, 推动项目高效开发及销售, 主要包括前期介入服务及销售案场服务 2 项服务; 3) 社区资产管理服务。公司成立品牌朴邻租房, 专业为客户提供二手房资产管理服务, 包括房产出租和房产买卖等。

图 47: 公司社区空间服务由万科物业和朴邻租房 2 大品牌 3 大业务构成



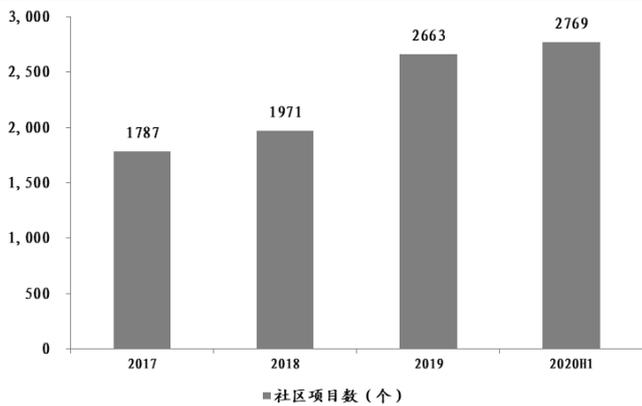
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

万科物业项目数量快速提升, 业务营收稳健增长。2014-2019 年公司社区业务营收由 18.4 亿元增至 88.0 亿元, CAGR 高达 37%, 近年来增速有所放缓, 但仍然保持稳健增长。此外, 2017-2020H1 万科物业项目数由 1787 个增至 2769 个, 增长 55%。

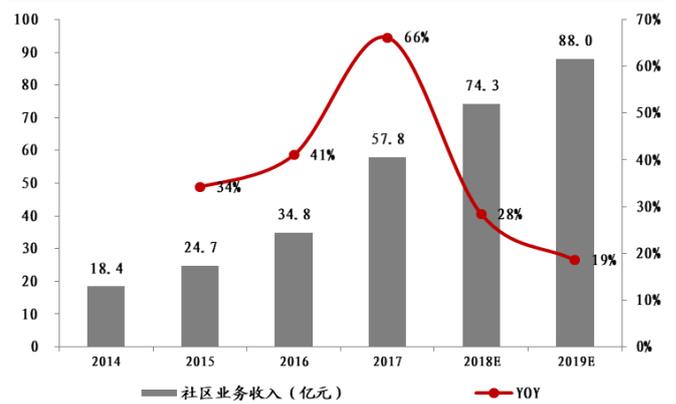
一方面, 母公司万科集团的强力支持。2014-2019 年万科集团销售面积由 1784 万方提升至 4112 万方, 持续的项目销售每年给予公司巨大的支持。

另一方面, 公司强大的市场化拓展能力。2020H1 万科物业 55%营收来自独立第三方, 比例持续提升, 市场化水平位居行业前列。公司拥有品牌全委、股权合作、睿服务等多元

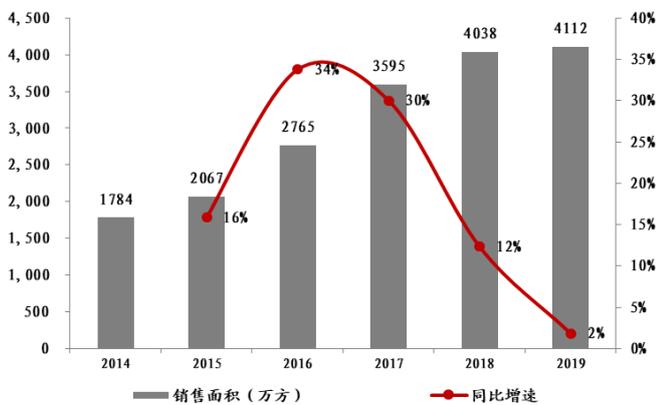
化市场拓展方式：1) 品牌全委。业委会或开发商全面委托万科物业对项目提供物业服务，万科物业品牌入驻管理项目；2) 股权合作。公司通过参股、控股、合资等多种资本挂挂方式进行合作，如公司自 2015 年全面市场化后持续开展收购行动，以发挥自身优势，合作共赢；3) 睿服务。公司以轻资产的方式输出管理体系、管理系统及小部分人员，与其他物业公司合作，原有物业公司品牌继续保留，目前睿服务联盟已拥有 55 名成员。

**图 48：公司 2020H1 社区项目数达 2769 个**


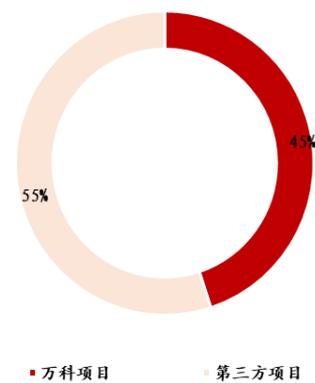
数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 49：2014-2019 年公司社区业务营收 CAGR 达 37%**


数据来源：公司公开讲座，西南证券整理（备注：2019 年数据来自公司访谈内容，2018 年数据为估算值）

**图 50：万科地产每年支持公司 4000 万方左右项目面积**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 51：2020H1 公司 55% 营收来自于第三方**


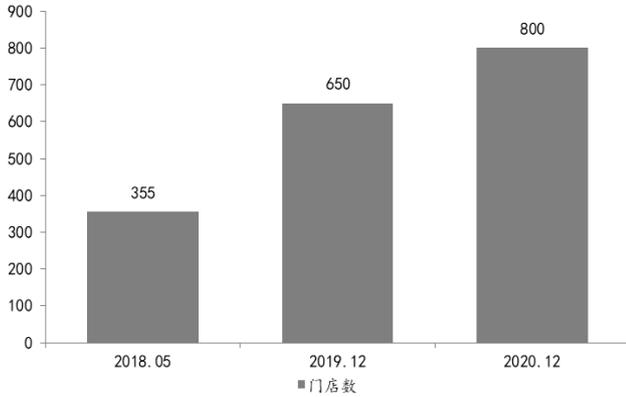
数据来源：公司业绩会，西南证券整理

**推出“朴邻租房”品牌，专注房产出租和房产交易业务。**2021 年 1 月 26 日，公司将“朴邻”与“为家”两个品牌融合升级，推出“朴邻租房”，2020 年末朴邻租售服务已经开设 800 家线下门店，较 2018 年 5 月的 355 家门店增长 2.3 倍，布局覆盖北京、上海、广州、深圳等全国 60 个大中城市，有 4000 名资产管家为超过 2000 个万科物业在管社区的 500 万户家庭提供专业的房屋资产代理服务。相较于链家等外部中介机构相比，朴邻获取房源的效率和业主信任度更高，同时可以优先获得独家委托权。

**公司社区资产管理服务以朴邻为核心，涵盖房屋经纪等多种业务，表现出超越市场的资产保值增值能力。**公司为业主提供优质的社区物业服务，表现出强劲的资产保值增值作用，根据第三方调研数据，以 2016 年公司 15 个城市的近 1500 万平的社区进行抽样调查，对比 2km 范围内同类型、同时间、同价格的楼盘，99.4% 的万科物业在管住宅价格高于周边，溢

价空间达到 26.77%。2019 年公司对武汉地区物管小区进行调查，范围涉及大学园片区、软件园片区等，万科物业管理小区较片区二手房均价平均高 16%。

图 52：朴邻租房门店数 2 年半时间增长 2.3 倍



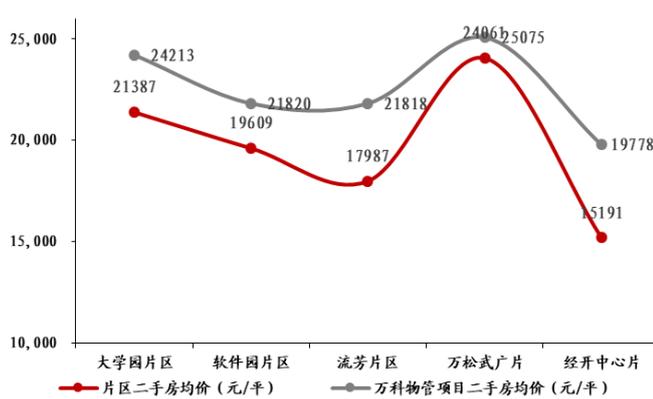
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 53：朴邻是资产全周期管理的核心及起点



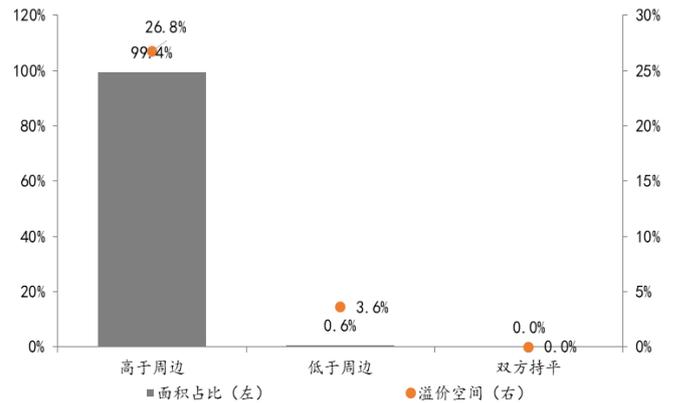
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 54：万科物业管理较片区平均高 16%



数据来源：公司官网，西南证券整理 (2019 年调研)

图 55：公司入驻项目资产增值强劲



数据来源：公司官网，西南证券整理 (2016 年调研)

## (2) 商企空间服务：

与戴德梁行成立合资公司“万物梁行”，打造国内商企物管龙头。2018 年 7 月，万物云以 1.67 亿美元购买戴德梁行 4.9% 的股权，成为其第四大股东，之后 2020 年 4 月合资公司万物梁行正式成立，万物云拥有万物梁行 65% 股权，截止 2020 年 10 月，万物梁行是国内最大的商企物管企业，管理项目近 1140 个，覆盖 149 个城市，员工超过 2 万人，管理项目面积超 1 亿平方米。

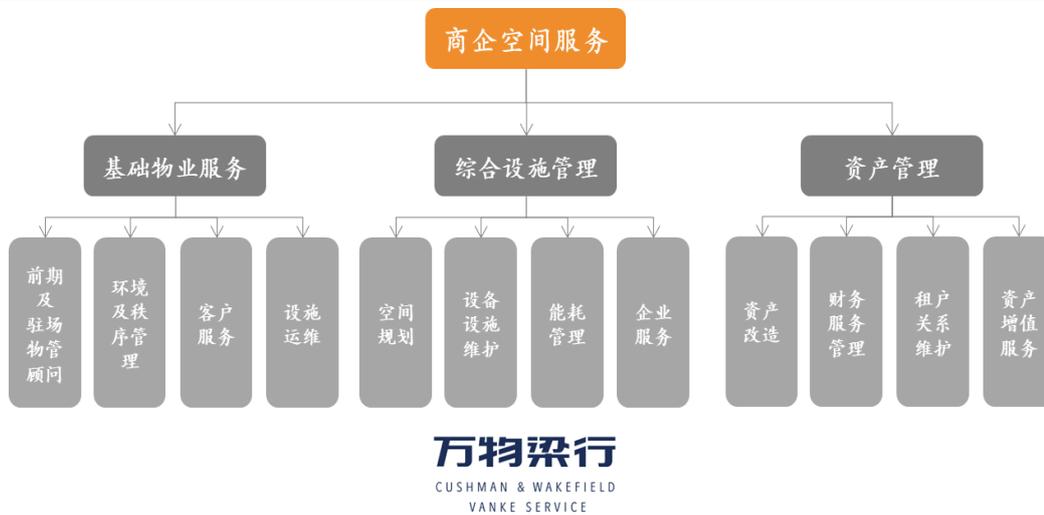
公司和戴德梁行合作能够发挥各自优势，形成品牌叠加效应，奠定商企物管的领先优势。戴德梁行作为外资五大行，具有宽广的国际化视野、丰富的资产管理经验和市场影响力；而公司作为国内综合实力最强的物管企业，具有丰富的本土化物管经验、丰富的客户资源和现金的科技管理系统，二者成立合资公司，能够有效发挥各自优势，双方协作进行商写物业管理、综合设备管理等服务，由此奠定万物梁行在国内商写物管领域的强大竞争力。

万物梁行商企空间服务主要包括基础物业服务、综合设施服务和资产管理服务 3 大类：

1) 基础物业服务。公司对商企项目提供基础服务及物业管理和咨询服务，通过对资产打理

与维护让客户的资产更具价值，服务包括前期物业管理顾问、驻场物业管理顾问、公共秩序维护、环境管理、客户服务、设施运维等优质全权物业管理和服务，此外，公司也通过精细化管理，为房企提供营销中心管理服务；**2) 综合设施服务。**公司以保持业务空间高品质的生活和提高投资效益为目的，对商企项目提供综合设施服务，服务包括工作场所空间规划、设备设施维护运行、环境管理及治理服务、能耗管理服务、企业内部员工日常所需服务、大型活动支持服务、搬迁入驻服务等，此外，公司还提供空间管理策略等增值服务；**3) 资产管理。**以戴德梁行团队为核心，利用其丰富的不动产资管能力，为房企及涉及不动产的金融机构等客户，提供一站式全生命周期资产管理服务，最终为客户实现资产保值、增值及投资回报最大化，服务包括项目再定位、资本支出改造策略、租赁策略和租务管理、租户关系维护、财务和会计服务管理、投资回报分析，资产增值服务等。

图 56：公司商企空间服务由 3 大业务构成



数据来源：公司官网，西南证券整理

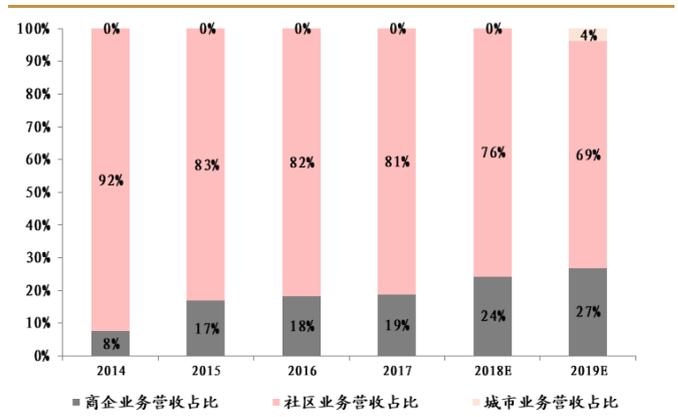
万物梁行业务营收高速增长，营收占比持续提升。2014-2019 年公司商企业务营收由 1.5 亿元增至 34.0 亿元，CAGR 高达 87%，近 3 年增速略有放缓，CAGR 仍高达 59%，业务具有很强的爆发力。此外，2017-2020H1 公司项目数由 596 个增至 1059 个，增长 1.78 倍。商企空间服务营收占比持续提升，由 2014 年的 8% 提升至 2019 年的 27%。

图 57：2014-2019 年商企服务营收 CAGR 高达 87%



数据来源：公司公开讲座，西南证券整理 (备注：2018 年为估算值)

图 58：2019 年商企服务营收占比提升至 27%

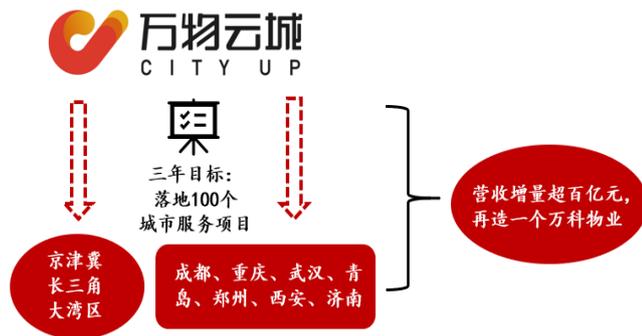


数据来源：公司访谈，西南证券整理

### (3) 城市空间服务:

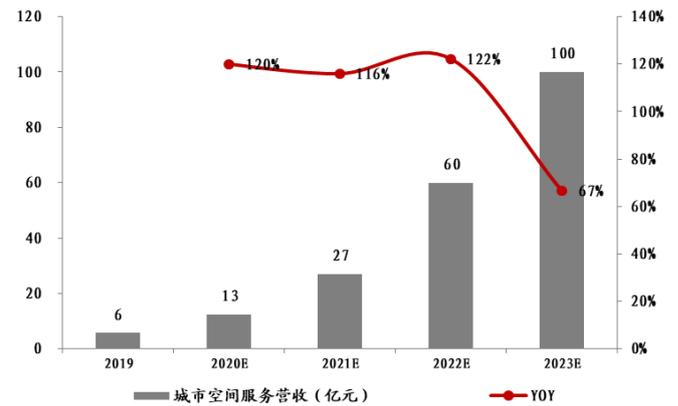
推出“万物云城”品牌，设立“双百目标”，3年落地百城，营收超百亿。2020年10月，公司推出城市服务专属平台“万物云城”，并设定3年目标-在京津冀、长三角、大湾区三个核心城市群及成都、重庆、武汉、青岛、郑州、西安、济南等7个重点城市，计划落地100个城市服务项目。2020年公司城市服务合同营收为12.5亿元，2021-2023年公司城市服务业务营收计划分别为27亿元、60亿元和100亿元，2019-2023年目标营收CAGR高达105%，业务正处于爆发增长期。

图 59: 万物云城设立“双百”的三年目标



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 60: 2019-2023 年城市服务目标营收 CAGR 高达 105%



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司在城市服务领域已布局十数个项目，有丰富的经验。自 2018 年从珠海横琴开始探索城市服务开始，“城市大管家”万物云城已完成 10 个城市、12 个项目的综合探索，据统计，目前已在珠海横琴、雄安新区、广州白云、成都高新区、青岛动车小镇、厦门鼓浪屿、武汉江汉区、江门人才岛、郑州二七区等多地“落子”。

表 1: 万物云城城市服务项目

项目	委托方式	覆盖面积 (平方公里)	常住人口 (万人)	签约时间	订单金额 (亿元/年)
珠海横琴新区	股权合作	106	0.8	2018.05.24	4.0
雄安新区	股权合作	100	105	2019.09.09	-
成都高新区	股权合作	613	123	2019.12.20	1.0
青岛动车小镇	股权合作	83	11	2019	0.3
广州白云区	股权合作	796	271	2019	-
深圳河治理	委托承接	-	-	2019.09.26	1.9
厦门鼓浪屿	股权合作	1.9	1.4	2020.05.11	-
深圳坪山河	委托承接	-	-	2020.08.10	-
武汉江汉区	股权合作	3	15	2020.07.08	-
江门人才岛	股权合作	12.7	4	2020.07.16	-
郑州二七区	股权合作	18	84	2020.08.28	-
成都 TOD	股权合作	-	-	2020.07.17	-

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司专注于一体化管理城市，梳理出基础设施管养、生态环境服务、社区协同治理及城市微更新等 4 类产品解决方案。政府把城市公共空间整体作为一个“大物业项目”，委托一家市场化的企业统筹运营管理，万物云城运用一体化的思想，遵循市场化的原则，通过数字化、机械化、专业化的运营手段，赋能各专业作业端，提高城市服务的效率和水平。万物云城通过科技赋能+人文精神的双核驱动力、以及成熟的智能化服务平台，梳理出基础设施管养、生态环境服务、社区协同治理及城市微更新等 4 类产品解决方案，为不同城市提供个性化服务。通过科技赋能城市管理，提高运营效率，使人民生活更加便捷。在人文方面，实现共建共治共享，让市民参与城市治理。

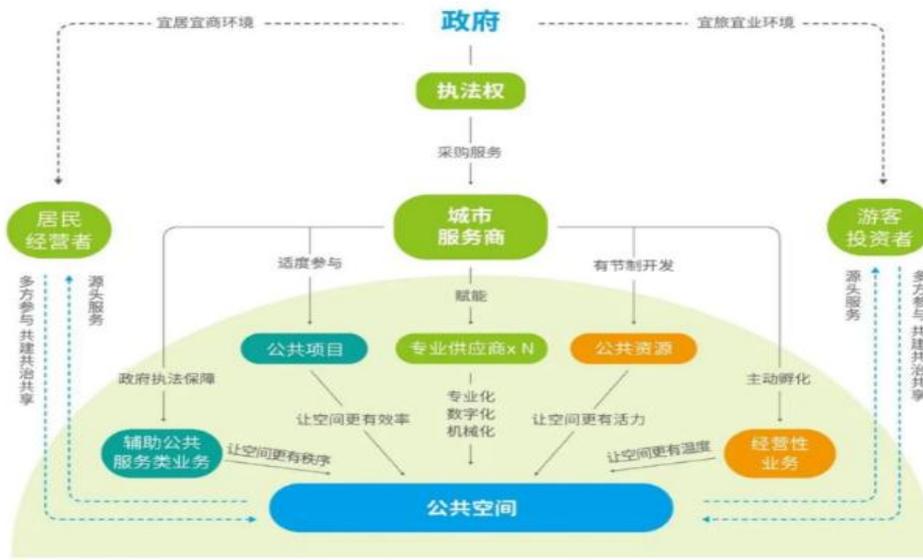
图 61：城市空间整合服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司自身优势决定城市服务的运营方式和布局城市。万物云城鉴于母公司的政府资源（深铁为第一大股东）以及品牌地位，公司多以总包商的身份承接城市服务项目，再将业务分包给专业供应商。公司的项目承接方式主要分为两大类，包括股权合作和合同委托。城市建成区主要与政府城市管理部门或街道办事处签订委托协议，目前仅限于在北上广深渝等进行试点，量级较小。而新城新区的城市服务项目主要是与新区政府控制的国有企业合资新设城市管理平台公司以股权承接方式合作。从统计的项目信息来看，多以股权合作形式承接。此外，依托万科房地产布局，万物云城城市服务项目主要布局在一二线城市。

图 62：城市服务商如何与政府及专项服务商合作架构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

以横琴为例，2018年万物云城以总承包商的身份，股权合作的方式为大横琴提供全方位的城市服务。万物云城出资占比40%，珠海大横琴出资60%，共同成立大横琴城市公共资源管理公司。2019年1月，大横琴城资以2.7亿元中标2019年横琴新区（岛内）市政管养采购项目，全面接管覆盖横琴106.46平方公里的市政基础设施管养工作，管养范围从“地上”到“地下”，提供包括市容环卫、园林绿化、城市照明、高压管养、城市桥梁、市政道路、水利设施在内的管养服务，形成了以空间管理、资源管理、公共服务、物业服务、经营业务和综合管廊为主的“5+1”城市空间整合服务业务板块。在智能化方面，通过大横琴城资的专业运营，横琴全岛市政管养机械化率提升至75%，并建成“无人作业示范路段”；对全岛排污口进行信息化编号，还净水于民；应用智慧停车管理系统，整合重点区域车位资源等。在人文方面，横琴项目创造性成立了“横琴新区橙子调解工作室”，用城市服务APP搭建一个政府、市民、服务企业的连接平台，市民可以在APP上给政府谏言、报事、消费，还可变成积分，像支付宝的芝麻信用体系一样，以此打造‘荣誉市民’的积分体系。

万物云城帮助横琴在城市空间管理、城市资源运营、公共辅助服务和物业维度方面全面升级，效果显著。在城市空间方面，横琴新区启动了全岛景观提升工程，投入自动驾驶扫路车、湿扫车等机器人设备，打造“无人作业示范路段”；为综合管廊提供全生命周期养护，同时承接了长隆隧道等设备安装工程，保障横琴新区生产生活的地下生命线。在城市资源运营方面，累计已消纳弃土约165万m<sup>3</sup>；承接全岛垃圾清运和垃圾分类工作；承接多个社会停车场的运营服务，为市民游客提供免费接驳服务；对标港澳服务标准，重组品质部门，对在管的横琴重点项目开展日常巡检和品质提升工作，为两地通关、旅客停车、澳人创业提供后勤保障和服务支持。在公共服务方面，成立“橙子调解工作室”，以市场化的专业调解手段前置解决一般性事项，包括但不限于劳资纠纷、邻里纠纷等；成立“银鑫花园创意集市”和“十字门集中点”，妥善解决横琴新区各工地“建设者”的“衣食住行”问题。在物业维度，成立自然村管理中心，把城中村作为物业小区进行专业化打理，从村容村貌、社区照明、消防保障等方面进行优化。

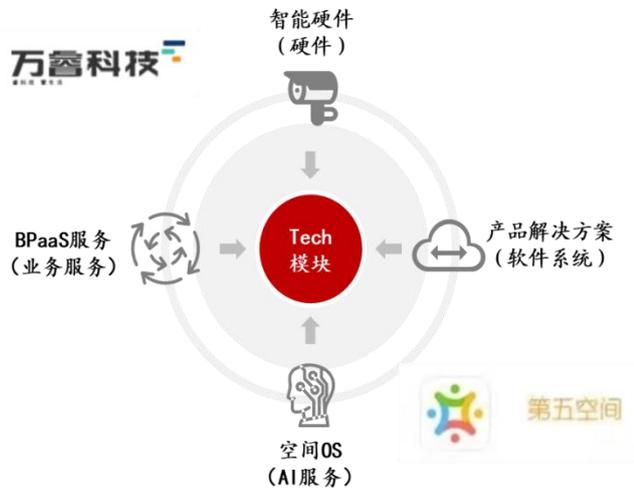
万物云在社区、商企及城市三大空间服务赛道均处于业内领先位置，行业龙头地位稳固。

### 3.2 打造科技赋能平台，剑指物业领域“贝壳”

万物云利用科技手段，打造开放式物管赋能平台。2020年10月公司将社区、商企和城市空间服务归入Spce模块，并在原模块基础上新增Tech和Grow两大模块，公司期望效仿链家到贝壳的转变，利用长期积淀的物管服务体系和科技系统，打造物管行业的开放式赋能平台，与其他物管企业由过去的竞争对手关系转为合作伙伴关系。

Tech模块包含万睿科技和第五空间两大品牌，包含BpaaS服务、智能硬件、空间OS及产品解决方案4大类内容：

图 63: 万物云 Tech 模块包含 4 大内容



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**1) BPaaS 服务: 输出先进运营能力, 为物管公司提效降费, 打造物管领域 ACN 模式。**

BPaaS 服务(流程即服务)指公司利用多年积淀的服务能力, 将线上线下的物管服务流程和体系打包成 BPaaS, 对其他物管公司赋能, 由于运营流程的标准化和体系化, 靠系统运转物管体系, 能够有效提高物管服务效率并减少运营费用。BPaaS 服务主要分为业务服务类、职能服务类及客户服务类。①**业务服务类**: 主要提供设备设施专业管理、保洁绿化专业管理、秩序维护专业管理、车场运营、人员通行管理、收款等 BPaaS 服务, 凭借万物云先进的管理理念和优质的服务标准, 提供全闭环物管服务, 实现精细化管理; ②**职能服务类**: 主要提供采购、费用管控、财务报告、人事管理等 BPaaS 服务, 通过一体化职能服务体系, 促进物管公司专职人员费用的减少, 推动财务与人事管理合规化, 使得物管收支更加透明真实和及时; ③**客户服务**: 主要提供标准化的高效客户服务体系, 包括缴费、通行、报事等物管服务, 为用户提供更便捷的线上线下一体化体验服务, 进而提升业主满意度, 降低物管对客服务成本。

图 64: BPaaS 服务包含业务服务、职能服务和客户服务三大类

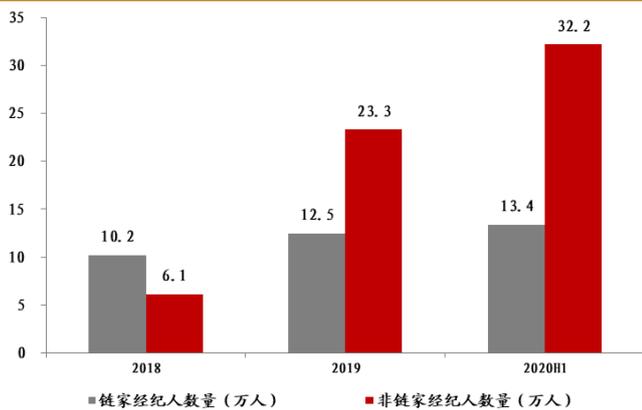


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

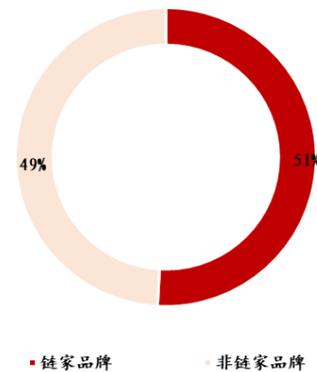
BPaaS 服务以睿联盟为主要载体对外输出, 模式类似于贝壳的 ACN。贝壳找房推行 ACN 模式, ACN 平台与 SaaS、交易中心、支付与电子钱包等功能模块一起构成了贝壳平台基础设施, 贝壳通过 ACN 平台建立数据中心和信息共享系统, 系统对佣金进行拆分, 推动 B 端零和博弈转为利益多赢, 提升了运营效率, 以贝壳所链接的门店平均二手房销售额作

为衡量行业效率的标准，贝壳的交易效率为行业平均值的 1.6 倍，此外 2019 年下半年贝壳连接品牌门店的平均门店销售额达到 20.3 百万元，同比大幅增长 86.2%。贝壳利用平台优势促进中小经纪品牌入驻，实行利益多赢。截至 2020Q3，已有 273 个房地产经纪品牌入驻贝壳平台，中小房地产经纪公司可以通过贝壳的品牌效应获得更多的潜在客户，为其发展业务规模，提高交易量提供了良好的平台优势。贝壳平台中非链家门店从 2018 年的 8136 家增至 2020Q3 的 3.7 万家，非链家经纪人的数量从 2018 年的 6.1 万人增至 2020Q3 的 34.4 万人，非链家住房交易 GTV 从 2018 年的 1763 亿元增至 2020Q3 的 13392 亿元，保持高速增长；2019 年贝壳总交易额中 49% 来自其他经纪品牌，并且超过 70% 的存量房交易均通过 ACN 跨店合作完成。

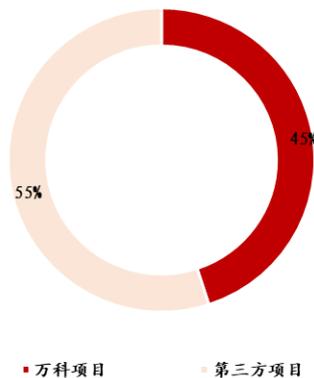
**万物云睿联盟成员企业初具规模，未来推进向三大空间赛道覆盖，市场化水平行业靠前。**万物云 BPaaS 服务以睿联盟为主要载体对外输出，睿服务体系包含标准训练体系、物业师团队体系、合伙人管理体系和睿平台数据管理体系 4 大体系，目前已迭代出睿服务 3.0 体系，截止 2020 年末已拥有 54 家成员企业。2020H1 公司非万科项目营收占比达 55%，市场化水平行业靠前，结合公司业务规模及综合实力，规模相近的企业市场化均远不如万物云，而市场化靠前的企业在业务规模和综合实力上又远落后于万物云，万物云的 BPaaS 服务竞争优势已初步显现，但是否能够成为物业行业的“贝壳找房”，仍需进一步观察。

**图 65：贝壳非链家经纪人数量已大幅超过链家系**


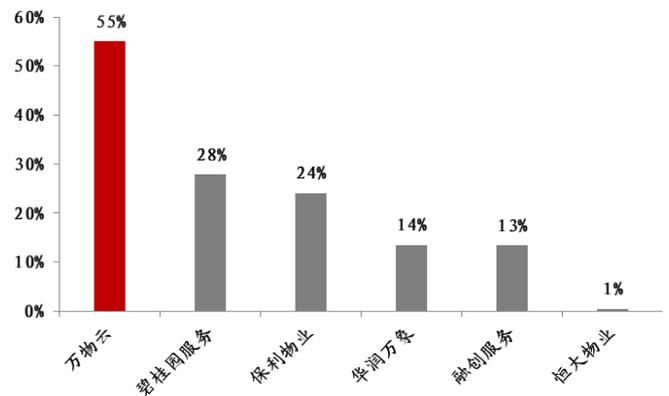
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 66：2019 年贝壳 GTV 中 49% 来源于非链家品牌**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 67：2020H1 万物云 55% 营收来源于第三方项目**


数据来源：公司发布会，西南证券整理

**图 68：2020H1 万物云 55% 的市场化程度领跑龙头物管**


数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 智能硬件：基于空间服务打造一体化智慧方案，提供全周期管理与服务。

智能硬件按照使用场景主要分为三类。①**智慧社区**：规划合理有序的全覆盖式社区智能生活场景矩阵，打造安全、健康的智慧化生活空间，同时助力物业客户实现统一运维高效管理。②**智慧工地**：运用劳务实名制、远程实时视频、环境监测移动视频监控等信息化手段实现工程全生命周期可视化智能管理，使用一个平台控制多个业务系统，实现真正的安全可预警、远程监控可视化、监测自动化、管理智能化。③**智能产品集**：基于空间智能化服务打造互联互通的智能硬件产品，覆盖通行通讯、安防管理、智能家居、设备设施管理、社区环境监测等生活与工作场景。

图 69：智慧硬件包含智慧社区、智慧工地和智慧产品集三大类



数据来源：公司官网，西南证券整理

“黑猫三号”作为人行出入口无人值守智能门禁产品，是智能硬件代表案例。黑猫三号是万睿科技开发产品，结合了社区人行出入场景用户与管理者的具体需求，是一款可以根据项目实际所需灵活组合核心应用设备的智能门禁产品集。具有快速通行、安防升级、场景升级及访客新体验等多种优势。

图 70：“黑猫三号”智能门禁系统

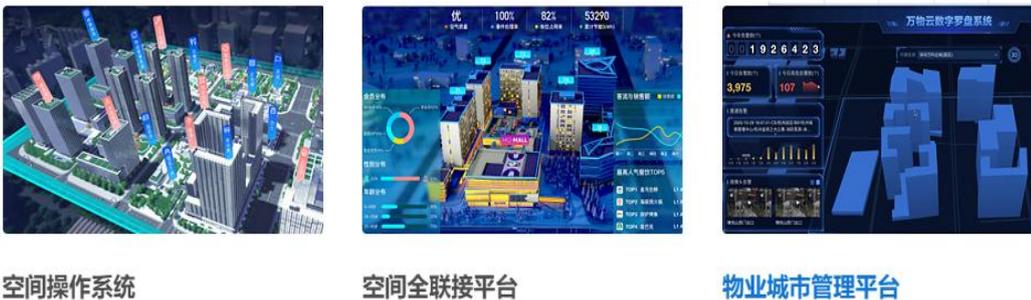


数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3) 产品解决方案：基于“平台+生态”架构打造智慧空间云平台，实现万物互联。

产品解决方案基于“平台+生态”架构打造智慧空间云平台，实现万物互联，构筑多样化科技生态，主要分为三类。①**空间操作系统**：积累业务场景沉淀数据资产，当应对相似场景时，平台以积累的场景业务为参考，迅速对接解决方案，目前已接入子系统 20 多个，生态合作伙伴 100 多位；②**空间全联接平台**：搭建开放服务平台吸引服务供应商入驻，实现从前期招商到后期运营全生命周期运营服务，目前联接平台可提供子服务超过 200 个；③**物业城市管理平台**：一图可知全域物业管理情况及设施设备状态。

图 71：产品解决方案包含空间操作系统、空间全联接平台和物业城市管理平台三大类



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 4) 空间 OS：以万物云操作系统为基础，提供高效易用的物管 AI 服务。

空间 OS (Space Operating System) 服务包括三大类。①**泛物业智能能力**：围绕物业行业特有应用场景，面向内部及外部合作伙伴，构建多个领域的 AI 能力，帮助物企快速构建智能化方案，如社区秩序管理、社区服务管理、工地安全监控等多种 AI 应用能力；②**视频安防智能化**：集成多个社区视频监控，通过万物云人工智能服务中心实现社区视频安防智能化；③**数字罗盘**：交叉整合资源罗盘（人员、设备、耗材数据等）和资产罗盘（设备状态、属性及位置等信息）两个罗盘，形成时空罗盘，通过时空罗盘回溯员工轨迹、事件、设备状态等信息分析计算出潜在风险，并根据操作建议自动派发和跟进工单处理。

图 72：空间 OS 包含泛物业智能能力、视频安防智能化、数字罗盘等三大类



数据来源：公司官网，西南证券整理

“星尘”操作系统作为开放式连接平台，实现万物互联，目前已连接 96 个设备厂商以及丰富的自营和第三方服务。“星尘”操作系统将空间里的设施设备、资产、人、商业活动等全都接入系统，其核心特征是开放，是空间融合基础设施。“星尘”操作系统采用了开放架构，在设备接入方面，采用了先进的边缘计算来连接大量硬件设施设备，实现低接入成本和低维护成本；在应用接入方面，通过数据服务平台开放 API 接口，能支撑多样化应用的开发。

除了开放特征外，系统还拥有“端边云协同”的 AI 分析能力，推动智能分析成本降低及效率提升的效果。

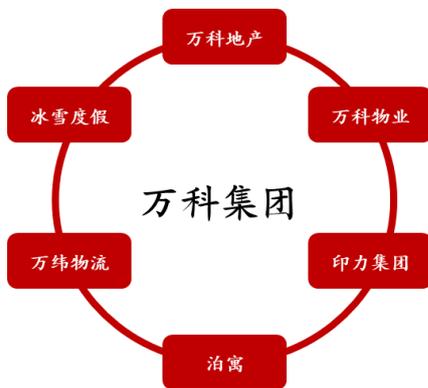
此外，Growth 模块的“万物成长”是公司的孵化器，持续连接成熟企业、孵化创新企业。万物云将战略投资睿联盟成员企业并支持其上市，战略投资对象倾向于排名第 20-50 名的物企，如万物云近日与上海升龙投资集团有限公司达成战略合作，双方成立的物业合资公司升龙物业加入了睿联盟，万物云将积极支持其上市。

综上所述，万物云在社区、商企及城市三大赛道均稳居行业龙头，且升维科技服务公司，未来有望成为物管行业的“贝壳找房”，预计市值达 2000 亿元。万物云具有高成长性且三大物管赛道均为龙头，参考可比公司碧桂园服务、恒大物业、华润万象生活、融创服务和金科服务等公司，可比公司当前市值/（2020H1 营收\*2）比值平均为 14 倍，考虑到万物云在三大赛道均为行业龙头且未来有机会成为平台型物管企业，在平均水平上给予 5%的溢价，预计万物云合理市值应在 2000 亿人民币左右。

## 4 多元业务：物流商业龙头隐现， 收敛聚焦稳健提升

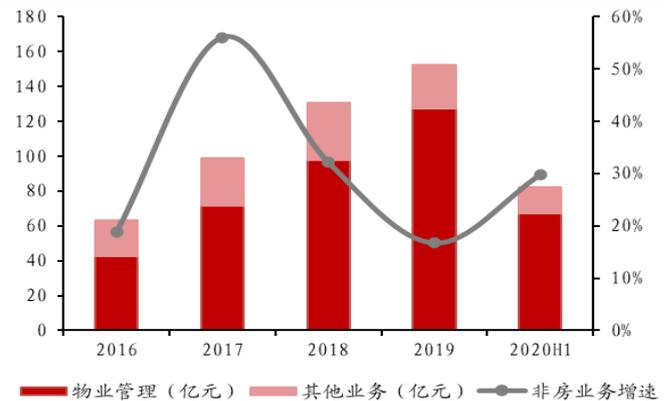
打造“1+N”多元业务体系，铸就不动产平台管理公司。万科以房地产业务为主业，协同发展物业、商业、物流和长租公寓等多元化业务，打造“1+N”的不动产平台管理公司。公司自 2014 年开始大力推进多元并举的发展战略，目前物业服务、物流仓储、商业地产和长租公寓等领域已处于行业领先水平，具备规模经营、管理经验等方面优势，未来随着行业发展多元化业务存在超预期可能。2015-2019 年，公司除物业销售外取得的收入由 53 亿增长至 152 亿，复合增长率 30%，2020H1 物业销售外的收入达到 82 亿，同比上升 29.7%。

图 73：旗下业务品牌概览

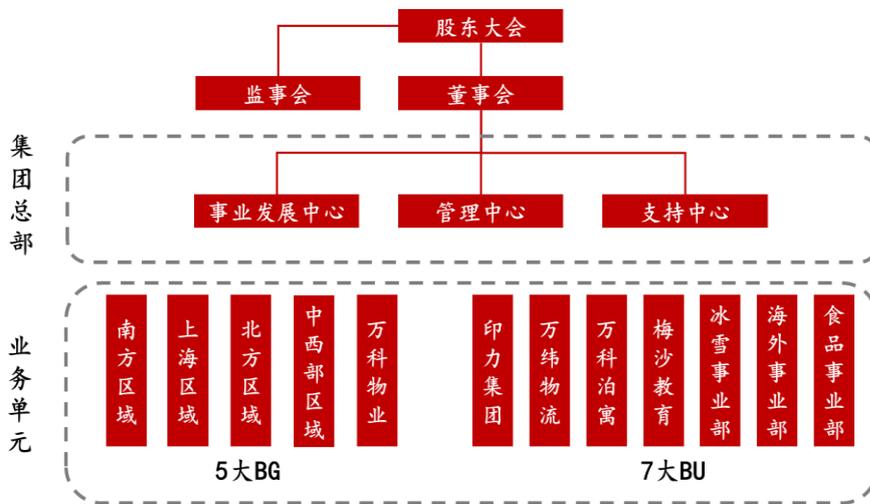


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 74：2016-2020H1 年公司地产开发以外收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 75：公司业务架构（5 大 BG、7 大 BU）**


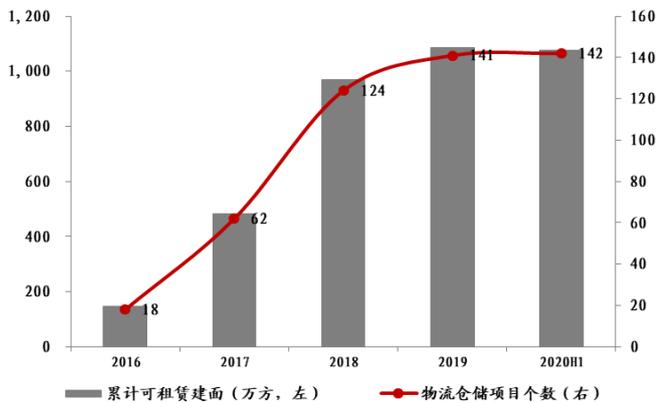
数据来源：公司官网，西南证券整理

## 4.1 物流仓储：跃升国内本土龙头，未来增长动能强劲

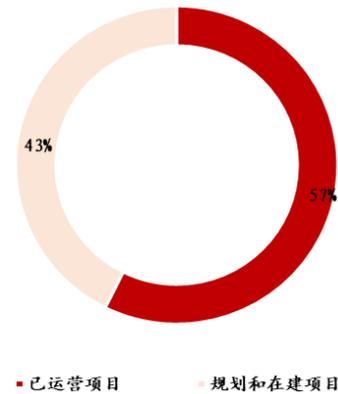
2014 年万科领先其他传统开发商，率先成立物流地产事业部，战略布局物流地产；2015 年万科集团正式推出独立物流品牌——万纬。经过近四年发展，已成为国内领先的物流服务商。万纬物流，是万科集团迈向“城乡建设及生活服务商”的重要里程碑。公司业务聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市，专注于高标仓储投资选址、开发建设、招商运营、资产管理等环节。

**万纬物流可租赁建面规模高速提升，未来开业面积增长动能强劲。**截至 2020H1，万纬物流已进驻 47 个城市，获取 142 个项目，初步完成全国化布局，覆盖三大经济圈及中西部重点城市。2016-2020H1 万纬物流物流仓储项目个数持续增长，由 18 个快速增长至 142 个，CAGR 高达 80%；可租赁面积持续增长，同期由 147 万方快速增长至 1075 万方，CAGR 高达 77%。目前已开业面积达 616 万方，在建和规划建面为 459 万方，未来开业面积增长动能强劲。

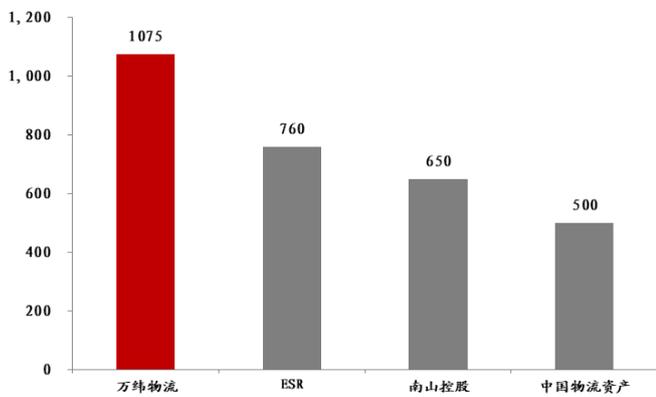
**万纬物流营收规模及可租赁面积位居国内前列，运营效率较高。**2020H1 万纬物流营收 8.3 亿元，同比增长 36.9%，营收规模位居国内前列，2020H1 公司营收仅低于 ESR 的 14 亿元，高于南山控股的 5.4 亿元及中国物流资产的 3.9 亿元；2020H1 公司可租赁建面达 1075 万方，大幅高于 ESR 的 760 万方、南山控股的 650 万方及中国物流资产的 500 万方。公司物流经营效率较高，2020H1 万纬物流高标库开业 582 万方，稳定期项目平均出租率为 89.1%；冷库开业 34 万方，稳定期项目平均出租率达 81.5%。

**图 76：2020H1 公司可租赁仓储面积达 1075 万方**


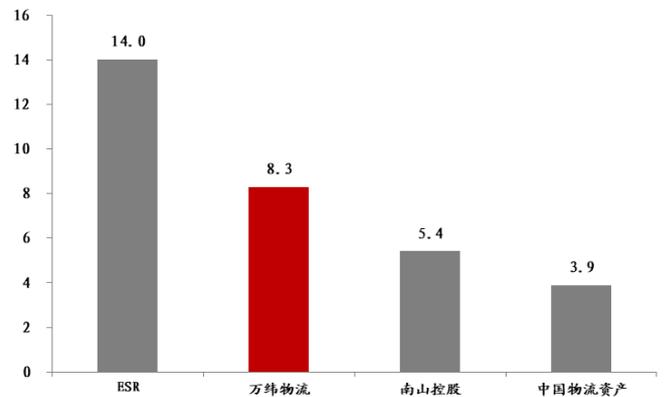
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 77：规划和在建项目建面占比达 43%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 78：2020H1 公司 1075 万方可租赁面积位居行业前列**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 79：2020H1 公司 8.3 亿元营收位居行业前列**


数据来源：公司公告，西南证券整理

万纬物流业务主要为高标仓储和冷链物流两大业务双轮驱动。万纬物流业务模式以高标仓储和冷链物流为主，其中高标仓规模目前达到全国第二，冷库规模达到全国第一，客户涵盖电商、快递、制造业等各个领域。

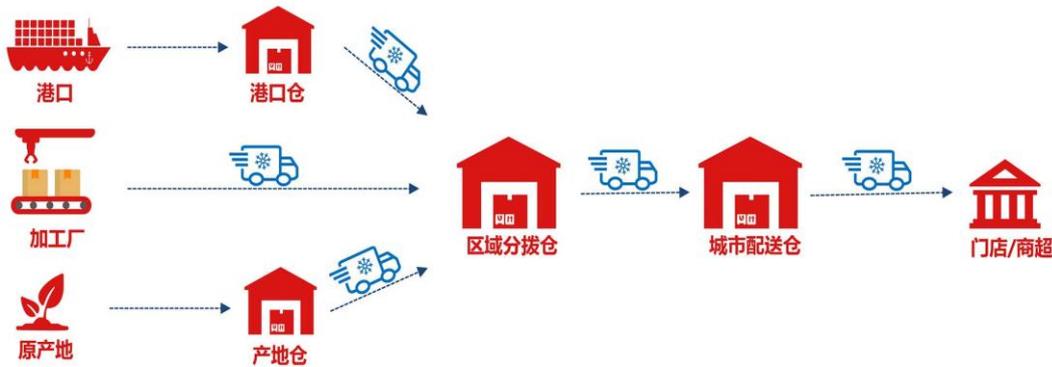
**1) 高标仓储：**万科高标仓储业务布局全国 44 个重要城市，高标库开业 582 万平方米，在国内核心物流节点城市已形成全国性高标仓储网络，可为客户提供高端、标准化物流仓储设施，包括投资选址、开发建设、招商运营、资产管理等环节。公司注重产品质量，致力于提供高标准产品力服务，开发建设上公司以 9 大标准要求自己，覆盖地下工程施工、装配整体式混凝土框架结构、轻型门式钢架结构等多个方面。

**2) 冷链物流：**万纬物流在全国冷库开业 34 万平方米，覆盖国内一二线城市及内陆核心城市。公司采用国际先进的仓库设计及制冷工程技术，具备全国性、一站式的仓储、干线、配送等专业服务能力，2019 年位居全球温控仓储服务商排名第 10 名，是国内唯一上榜企业。未来公司计划继续完善全国布局，覆盖上游港口仓和产地仓、中游交易仓、下游区域分拨仓和城市配送仓，实现全网络、全场景、全链条的一站式供应链服务。

万纬物流积极拓展科技赋能业务，成立信息团队发展物流科技。万维信息团队致力于建设 OTWB 体系（O 订单管理-T 运输管理-W 仓储管理-B 计费管理）来为冷链运营提供技术

保障。同时公司通过与微软、杉树科技等国内外顶尖科技公司达成战略合作，未来将发挥人工智能优势，实现园区管理、仓库管理全面智能化。

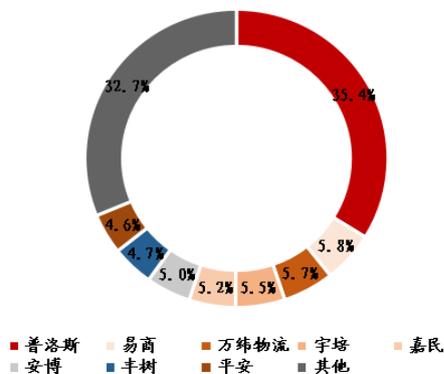
图 80：万纬物流业务流程图



数据来源：公司官网，西南证券整理

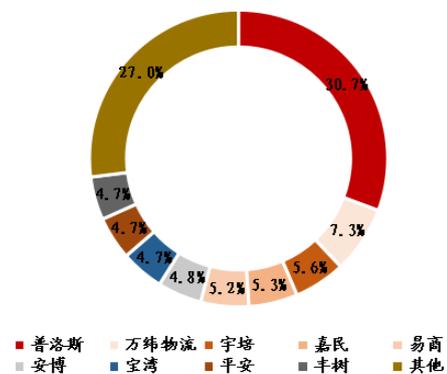
公司市占率不断提升，仅次于普洛斯。2019年5月，根据 CNPP 数据研究，万纬物流被评为中国物流地产十强，并位居第二，仅次于物流巨头普洛斯。普洛斯是全球物流地产领域翘楚，目前在中国、日本、巴西和美国等地持有或管理的物流地产面积约 5500 万平方米，对应的资产价值约 410 亿美元。普洛斯在中国处于绝对领先地位，其市场份额超过第 2 到第 6 名的总和。2019 年万纬物流市占率达到 7.30%，较 2018 年上升 1.60%，位居行业第二。

图 81：2018 年万纬物流市占率为 5.7%



数据来源：CNPP 数据，西南证券整理

图 82：2019 年万纬物流市占率提高至 7.3%



数据来源：CNPP 数据，西南证券整理

收购普洛斯强化业务协同效应，并购太古冷链积极拓展战略资源。1) 2017 年公司参与普洛斯私有化，出资 157 亿元购入 21.4% 股权，成为普洛斯第一大股东。万科与普洛斯联姻将产生巨大的业务协同效应，进一步巩固万科物流地产龙头地位；2) 2018 年融合太古冷链物流平台，加速布局冷链物流全国业务版图，实现冷链规模及运营能力的升级。并购太古冷链之后，近两年万纬物流又先后与佳沛、卓莓、褚橙、费列罗等多家食品生鲜公司展开战略合作。

**表 2：近三年万纬物流战略合作动向**

日期	内容
2017.7.14	万科拟收购物流巨头普洛斯股权
2017.9.7	万纬物流与顺丰速运开展战略合作
2018.11.07	万维物流与佳沛开展战略合作
2018.12.13	万纬物流与广西新中产业投资有限公司开展战略合作
2018.3.22	万纬物流与锐特信息开展战略合作
2018.3.23	万纬物流与工商银行上海分行开展战略合作
2018.3.7	万纬物流与新松机器人开展战略合作
2018.7.9	万科物流并购太古冷链，加速布局全国冷链版图
2019.1.20	万纬物流与中天集团开展战略合作
2019.1.22	万维物流与卓莓开展战略合作
2019.2.20	万纬物流与褚橙开展战略合作
2019.2.28	万纬物流与费列罗开展战略合作
2020.7.2	万纬物流与佳沛开启新五年战略合作

数据来源：公司官网、西南证券整理

**基础设施 REITS 推进为物流仓储提供运营保障。**2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发改委联合发布《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》，从融资端看，通过 REITS 实现权益份额公开上市交易，能有效盘活存量资产，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。基础设施 REITS 优先支持的行业有基础设施补短板行业，其中主要包括物流仓储行业。公司旗下的万纬物流十分受益公募 REITS 产品的持续推进，未来公司运营能力将进一步加强。公募 REITS 的推进有望真正意义上打通“开发-运营-基金退出-新投入”的闭环，实现仓储物流的跨越式发展。2020 年 6 月，万纬物流首期纯权益型类 REITs 在深挂牌。本次发行的类 REITs，是国内目前最接近境外成熟市场 REITs 的产品之一，其成功发行，意味着万纬物流的资产价值与专业运营能力获得了市场认可，进一步实现了资产良性发展，同时也为国内公募 REITs 的试点进行了积极探索。

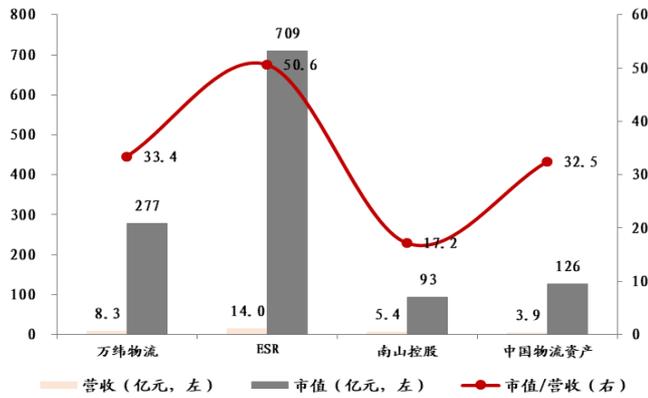
**展望未来，疫情催生物流仓储新需求。**2020 年新冠肺炎引起的居家隔离模式大大促进了生鲜电商、冷链物流等行业的突破性发展，同时长期来看也推动了新消费习惯的形成和中老年人新用户群体的产生。这些都将成为助推未来物流仓储行业快速发展的催化剂，而万纬物流作为行业领军者，国内最大物流地产商大股东，提前布局抢占市场，未来将能充分享受行业红利。

高标仓储方面，我国的高标库市场从几年前就开始对电商平台的高依赖度，而随着未来电商、快递在全国尤其是中西部地区的加速布局，区域市场经济崛起也将为高标库市场创造长期空间。冷链物流方面，近年来冷链政策发布频率越来越密集，按照不同属性、针对性强、同时针对不同企业在不同领域支持程度完全不同。针对行业的问题，政策对症下药，这也意味着冷链物流越来越受到国家政府的重视，随着各种利好政策的发布，冷链物流将迎来新机遇发展期。

**万纬物流估值分为公司本身股权价值和普洛斯中国股权价值两部分，合计市值预计超 700 亿元。**1) 万纬物流自身股权价值：根据可比物流地产公司（ESR、中国物流资产和南山控股），2020H1 万纬物流营收为 8.3 亿元，由于未披露净利润，以可比公司市值/营收均值 33.4 倍为标准，估算公司本身股权价值为 277 亿元；2) 普洛斯中国股权价值：普洛斯中国 2019 年营收约 69 亿元，归母净利润约 57 亿元，参考可比物流地产公司（ESR、中国物

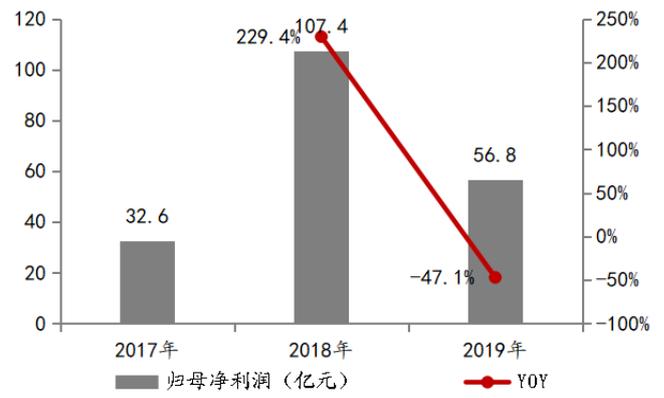
流动资产和南山控股) 2019 年市盈率, 给予 36 倍 PE 估值, 普洛斯中国股权价值约 2052 亿元, 万科持股 21.4%, 持有普洛斯中国股权价值约 439 亿元。因此万科旗下物流合计估值约 716 亿元。

图 83: 万纬物流与可比公司对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 84: 2019 年普洛斯中国归母净利润约 56.8 亿元



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4.2 商业开发运营: 保持稳健增长, 位居行业前列

印力集团初步完成全国化布局。2016 年 8 月万科通过成立基金平台公司 (基金组成包括万科全资子公司 Vanke SPV 全资持有的有限合伙人 I, 持有 50% 权益的优先合伙人 II 以及持有 40% 权益的普通合伙人) 以 128.7 亿元收购印力集团 96.5% 股权, 成为其核心股东, 并将其打造为万科商业地产开发管理的平台 (目前尚未并表)。2018 年印力、万科联合 TRIWATER 基金以 83.65 亿元收购凯德在国内的 20 个商业项目。截至 2020H1, 印力运营管理项目 108 个, 覆盖 50 多个城市, 重点布局北京、上海、杭州、广州、武汉、西安六大核心城市区域。

印力打造四大成熟商业产品线。印力针对不同的客群和定位打造四大产品线: 1) 针对区域全客群, 定位区域性购物中心, 打造印象城; 2) 针对片区家庭客群, 定位片区型购物中心, 打造印象汇; 3) 针对城市大型综合体客群, 定位超大型商业中心/目的地商业, 打造印象城 MEGA; 4) 针对社区家庭客群, 定位社区商业, 打造印象里。四大产品线相辅相成。

图 85: 印力集团全国布局图



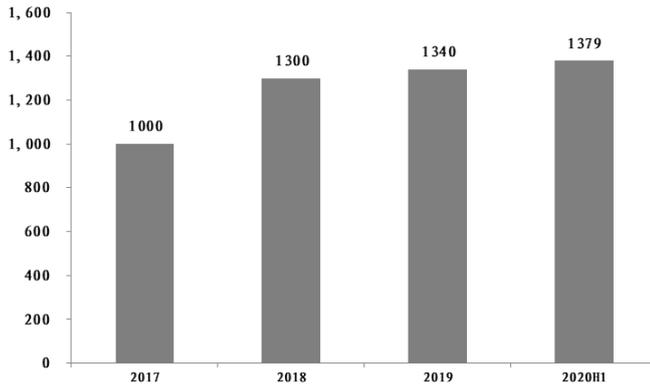
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 86: 印力四大产品线

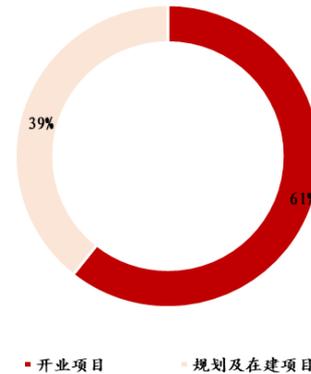


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

商业管理面积规模保持稳健增长，仍有较大增长动能。2017-2020H1 公司（含印力集团）商业管理面积规模由 1000 万方增至 1379 万方，近年来在“聚焦收敛、巩固提升基本盘”的战略下，公司商业业务持续优化，陆续剥离酒店、写字楼等非主营业务和部分轻资产项目，以进一步专注于购物中心的运营和提升。2020H1 公司已开业商业项目建面达 836 万方，规划和在建商业项目建面达 543 万方，总管理面积中占比达 39%，未来仍有较强的规模增长动能。

**图 87：公司商业管理面积稳健提升**


数据来源：公司公告，西南证券整理（备注：2019 年为预估值）

**图 88：2020H1 公司在建和规划项目建面占比达 39%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 3：公司（含印力集团）运营管理的十大商业项目**

项目名称	城市	建筑面积 (万方)	出租率	营收 (亿元)
上海七宝万科广场	上海	23.7	95.7%	1.8
深圳印力中心	深圳	9.7	94.9%	1.5
杭州西溪印象城	杭州	25.1	96.9%	1.2
龙岗万科广场	深圳	12.9	95.5%	1.1
天津西青印象城	天津	22.9	98.7%	0.8
宁波鄞州印象城	宁波	11.4	98.9%	0.7
北京印象城	北京	7.3	95.1%	0.7
济南印象城	济南	15.7	97.4%	0.7
杭州金沙印象城	杭州	16.2	92.6%	0.5
南宁印象城	南宁	12.7	98.9%	0.5
平均		15.7	96.5%	1.0

数据来源：西南证券整理

公司积极探索资产证券化，发行多个 CMBS 产品。2019 年 3 月，万科成功发行中信金石-深圳龙岗万科广场资产支持专项计划，发行规模 21.16 亿元；2019 年 11 月，公司又发起一支印象壹号商业投资基金，发行规模 30 亿元；2020 年 11 月，公司“中信证券印力-印象 2 号资产支持专项计划”成功完成簿记，为商业后续发展储备了充足的资金力量。

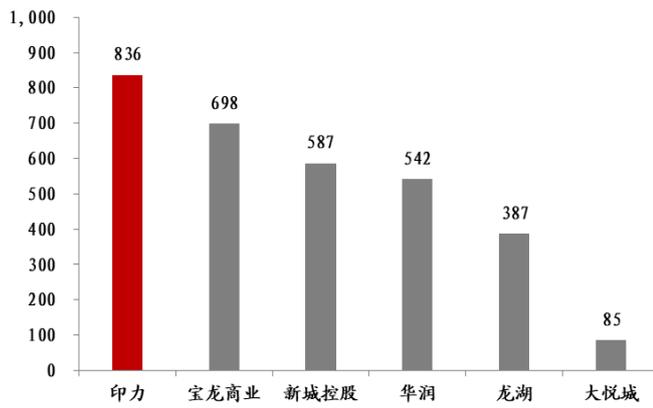
**表 4: 公司 CMBS 发行情况**

项目	时间	标的	规模 (亿元)	类型
中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划	2017.10.20	印力深国投广场	27.9	CMBS
中金印力-印象 1 号资产支持专项计划	2019.1.17	南京江北印象汇、天津印象城	21.06	CMBS
中金金石-深圳龙岗万科广场资产支持专项计划	2019.3.1	深圳龙岗万科广场	21.16	类 REITs
中信证券印力-印象 2 号资产支持专项计划	2020.4.30	杭州西溪印象城、宁波鄞州印象城	33.70	CMBS

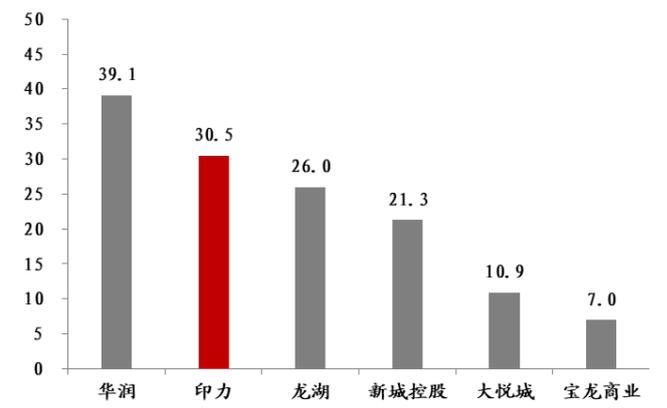
数据来源: 西南证券整理

公司开业面积与营收规模均位居行业前列, 综合实力位列 Top3。2020H1 公司已开业面积 836 万方, 位居国内商业地产运营商前列; 同期营收 30.5 亿元, 仅略低于华润置地, 高于龙湖、新城等商业地产运营商, 公司商业规模位居行业前列。根据指数研究院商业地产排名, 公司 2017-2020 年商业地产排名稳居行业 Top4, 2020 年仅为列华润和凯德之后, 综合实力已进入行业前列。

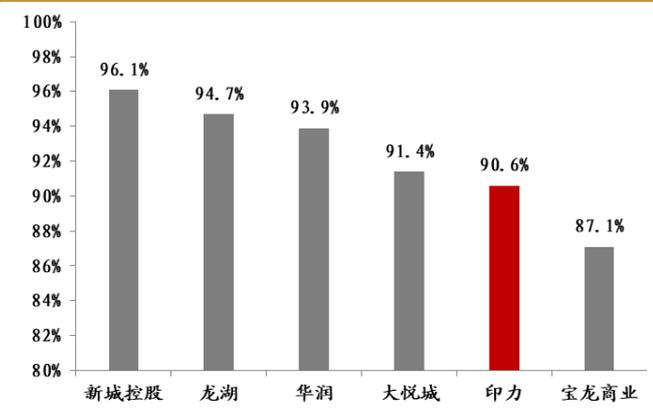
公司运营效率较高, 但仍有提升空间。2020H1 公司单方租金为 61 元/平/月, 在主流商业地产中位列中游, 仍低于华润和龙湖, 主要原因在于公司产品线和城市能级布局战略; 2020H1 公司出租率达 90.6%, 位居行业中下游, 高于宝龙商业的 87.1%, 但低于华润、龙湖和新城等优质商业公司, 未来仍有提升空间。

**图 89: 2020H1 公司 836 万方商业运营面积稳居行业龙头**


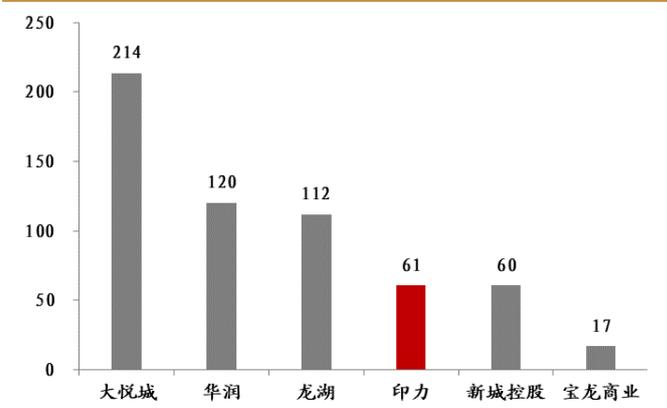
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 90: 2020H1 公司 30.5 亿元营收稳居行业前列**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 91: 2020H1 公司 90.6% 出租率仍有提升空间**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 92: 2020H1 公司单方租金 61 元/平/月位居行业中游**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

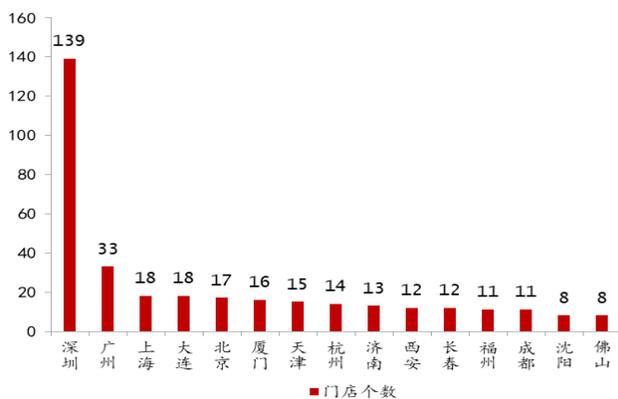
综合考虑印力集团管理面积和估值水平，预计估值略超 500 亿元。根据纯商业运营公司 1 星商业动态市盈率 30 倍推算，其净利率为 29%，考虑到印力集团的行业地位和运营能力，以 30% 净利率估算，2020H1 营收 30.5 亿元，2020 年全年营收 61 亿元，净利润为 18 亿元，给予其 30 倍 PE，估值约 540 亿元（目前尚未并表）。

### 4.3 长租公寓：规模领跑行业，探索盈利模式

2014 年万科开始探索长租公寓领域，“泊寓”的雏形最早始于广佛交界的万汇楼；2015 年形成以“万科驿”为主、“万科派”与“被寓公寓”为辅的产品体系，长租公寓开业超过一千间；2016 年整合成青年长租公寓品牌“泊寓”。泊寓现已发展为集中式长租公寓市场领军企业。

泊寓开业房间数快速提升，2017 年-2019 年 CAGR 高达 92%。截至 2020H1，公司长租公寓已进驻 33 个城市，累计开业约 12.7 万间（2020H1 年新增 1.7 万间），其中 81% 位于北上广深等 14 个主要城市，开业半年及以上成熟项目平均出租率 90%。凭借优秀的服务管理能力，泊寓荣获“2018-2019 中国集中式长租公寓年度十佳运营商”称号。同时，公司致力于提升城中村内的长租公寓改造和开业效率，2019 年城中村内的长租公寓新增开业 3.5 万间。

图 93：2020H1 月泊寓开业门店城市分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 94：2020H1 年泊寓开业房间数达 12.7 万间



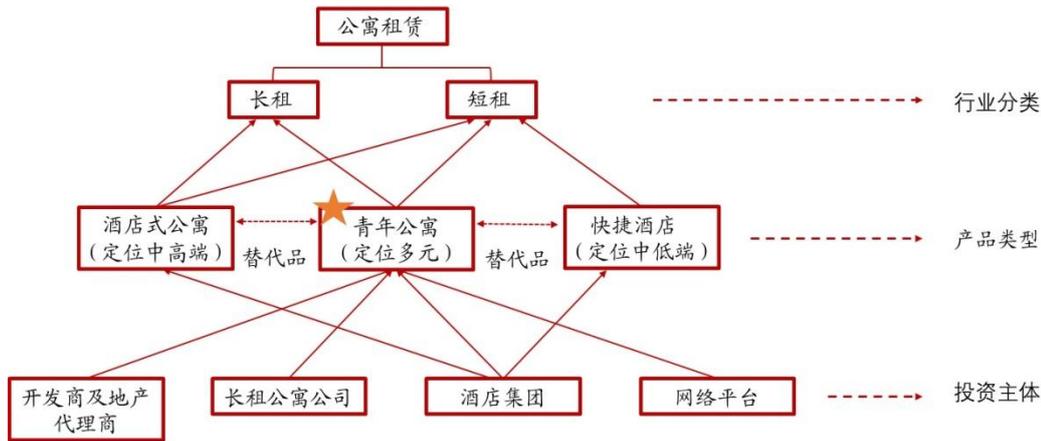
数据来源：公司公告，西南证券整理

由于租赁产品间的可替代性，长租公寓市场的体量上限取决于租赁市场规模。近年来，公寓租赁在一、二线城市快速发展，其需求端的主要支撑有：（1）一、二线城市人口流动性大，流动性人口年轻化，居留时间长，有长期租房需求；（2）一线城市房价高，超过大部分青年人的月薪负荷，而相对来说，租金较低，因此租房成为多数无房年轻人解决住房问题的唯一方法；（3）随着消费升级理念在新一代年轻人中逐渐普及，购房的需求进一步下降，购房急切度有所减弱，年轻人的预计购房年龄有所延后，进而扩大了租房需求市场的规模。

长租公寓行业的政策利好为行业的快速成长保驾护航。2016 年的中央经济工作会议中首次提出建立租购并举的住房制度，并鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。2017 年 5 月住建部公布的《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》是我国首部专门针对住房租赁和销售的法规，重点为如何保障租房人的权益，《条例》的公布将有利于规范租赁市场各方行为，促进租赁市场快速、健康发展。租赁市场的顶层设计已基本完成，2016 年 5 月国务院办公厅公布的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》及 2017 年 7 月住建

部等九部委公布的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》共同构成了租赁市场的顶层设计，分别从鼓励机构参与、增加供给、税收优惠、金融政策、加强监管无方面进行引导。“租购并举”的提出更是体现政策端对租赁市场发展的利好态度。同时，十九大以来，“房住不炒”的宏观定位也鼓励了住房租赁市场的发展。

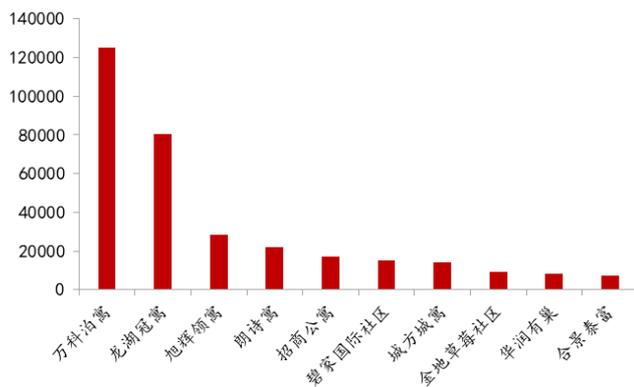
图 95：租赁行业细分



数据来源：西南证券整理

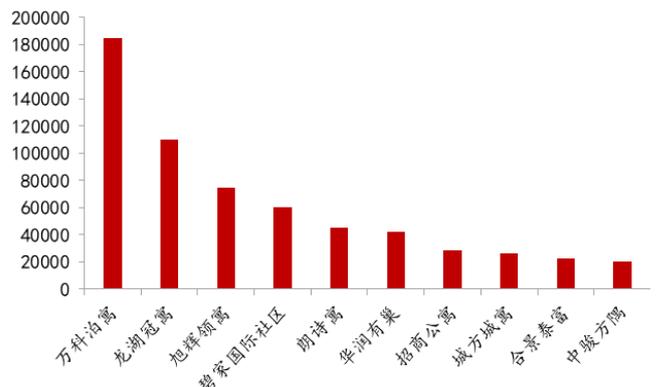
泊寓开业 12.5 万间，管理规模 18 多万间，均领跑行业。当前，随着房地产行业跨入“白银时代”，众多房企实施战略转型，长租公寓成为其布局新业务的重要战场，同时也为企业带来可观收入，扩大资金面。除了万科的“泊寓”以外，许多主流房企都推出了自己的长租公寓品牌，包括龙湖的“冠寓”、旭辉的“领寓”、金地的“自在遇”、德信的“随寓”、远洋的“橡树”等。而在这些品牌中，万科的“泊寓”依然首当其冲，2020H1 万科泊寓的开业规模及管理规模皆位列行业第一，开业规模超 12.5 万间，管理规模超 18 万间。龙湖冠寓、旭辉领寓则分别位列第二、第三名。根据已有数据可知，万科泊寓在经营规模方面具有较明显的领先优势。且在规模方面，房企长租公寓分化明显，万科泊寓与龙湖冠寓的规模在房企 Top10 品牌中占比超过 60%。

图 96：2020H1 长租公寓开业规模排名（间）



数据来源：克而瑞，西南证券整理

图 97：2020H1 长租公寓管理规模排名（间）



数据来源：克而瑞，西南证券整理

**长租公寓企业相继爆雷，行业盈利模式仍需探索。**2020年杭州、上海、合肥、郑州、广州等地多家长租公寓公司爆雷，蛋壳公寓、友客公寓等相继传出资金链断裂等问题。实际上品牌长租公寓运营商财务状况长期存在问题，而疫情又导致了长租公寓空置率的急剧上升，加速了行业各种问题的暴露。行业存在“高收低租”的现象，即通过支付房东高租金以获取房源，转手低租金出租给消费者，而这种经营状况实际上不可持续，这也是导致行业爆雷的原因之一。目前国家也出台相关规则对租赁市场进行规范，但行业盈利模式目前仍需继续探索。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

假设 1：公司房地产业务在 2020-2022 年销售金额的增速分别为 12%、12%和 15%；

假设 2：公司物业服务业务在 2020-2022 年在管面积的增速分别为 46%、48%和 37%，毛利率分别为 18.6%、19.5%和 21.5%；

假设 3：公司其他业务营收在 2020-2022 年保持不变，毛利率维持在 86.2%不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 5：分业务收入及毛利率**

单位：百万元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
房地产	收入	352654	418952	492269	580878
	增速	23.9%	18.8%	17.5%	18.0%
	毛利率	36.5%	35.5%	34.5%	33.5%
物业管理	收入	12700	18492	27441	37704
	增速	29.7%	45.6%	48.4%	37.4%
	毛利率	18.6%	18.6%	19.5%	21.5%
其他业务	收入	2540	2540	2540	2540
	增速	-22.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%
合计	收入	367894	439984	522251	621122
	增速	23.6%	19.6%	18.7%	18.9%
	毛利率	36.2%	35.1%	34.0%	33.0%

数据来源：Wind，西南证券

### 5.2 绝对估值

我们采用分部估值法对万科业务进行全面估值：1) 万物云估值达 2000 亿元，万科持有万物云 63%的股权，万物云估值可为万科贡献 1260 亿元；2) 万纬物流及普洛斯股权估值合计达 716 亿元，万科持有万纬物流 100%的股权，物流板块估值可为万科贡献 716 亿元；3) 地产开发业务采取 NAV 估值，万科开发类业务每股 NAV 为 36.16 元，万科地产 NAV 为 4087 亿元。因此，考虑到多元化业务的权益，公司多元化业务可贡献万科估值合计 1976 亿

元，房地产开发主业 NAV 为 4087 亿，合计万科市值约 6063 亿元。出于保守我们对该评估值采取 25% 的折价，约 4547 亿元，对应价格为 40.24 元，维持“买入”评级。

**表 6：公司开发类资产每股 NAV 估算**

类别	数值	单位
DATE (最新日期)	2021/2/23	
YEAR (最新年报)	2019/12/31	
WACC	6.45%	
项目增值 (出售类)	2008	亿元
项目增值 (持有类)	192	亿元
总股本	113	亿股
每股增值	19.47	元 (人民币)
账面每股净资产	16.69	元 (人民币)
每股 NAV	36.16	元 (人民币)
股价	29.73	元 (人民币)
折让比率	17.8%	

数据来源：Wind，西南证券整理

### 5.3 相对估值

预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 464/517/581 亿元，EPS 分别为 4.00/4.45/5.00 元，选取多元化业务发展迅速的可比公司新城控股、招商蛇口、华润置地、龙湖集团和世茂集团，考虑到公司在地产开发业务上有 TOD 和城市更新的突破口，且物业、物流和商业等业务均位居行业前列，具有强大竞争力，在可比公司平均估值 7.55 倍基础上给予 30% 溢价 (9.82 倍)，与前述目标价相当。

**表 7：可比公司估值 PE**

代码	简称	总市值 (亿元)	净利润(亿元)				每股收益 EPS				市盈率 PE		
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601155.SH	新城控股	1038	127	155	190	223	5.61	6.86	8.38	9.86	6.69	5.47	4.66
001979.SZ	招商蛇口	1009	160	161	185	212	2.03	2.03	2.33	2.68	6.28	5.46	4.75
1109.HK	华润置地	1995	287	294	342	385	-	4.12	4.80	5.40	6.79	5.83	5.19
0960.HK	龙湖集团	2137	183	211	251	295	3.07	3.48	4.14	4.87	10.14	8.53	7.24
0813.HK	世茂集团	670	109	134	162	193	3.31	3.78	4.59	5.45	7.85	6.46	5.44
	最高值										10.14	8.53	7.24
	最低值										6.28	5.46	4.66
	平均值										7.55	6.35	5.46

数据来源：Wind，西南证券整理 (以 2021.02.22 数据为准)

## 6 风险提示

- 1) 房地产政策调控风险；
- 2) 销售及回款不及预期的风险；
- 3) 多元化业务发展不及预期的风险；
- 4) 竣工交付低于预期等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	367893.88	439984.03	522250.57	621122.07	净利润	55131.61	66452.53	73756.76	82954.89
营业成本	234550.33	285633.13	344878.32	416233.30	折旧与摊销	4119.52	2114.53	2121.66	2129.26
营业税金及附加	32905.22	37653.85	45366.56	53688.73	财务费用	5735.94	4331.83	4112.78	5043.29
销售费用	9044.50	11898.48	14123.21	16796.99	资产减值损失	-1648.76	-1813.63	-1450.91	-1596.00
管理费用	11018.41	14495.25	17205.52	20462.84	经营营运资本变动	-35294.79	-413826.13	-111369.35	-125164.81
财务费用	5735.94	4331.83	4112.78	5043.29	其他	17643.29	-3471.84	-2467.97	-2596.57
资产减值损失	-1648.76	-1813.63	-1450.91	-1596.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>45686.81</b>	<b>-346212.71</b>	<b>-35297.02</b>	<b>-39229.93</b>
投资收益	4984.13	4186.67	4228.53	4439.96	资本支出	-7022.60	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	-68.52	-82.22	-98.67	-118.40	其他	-21604.14	-6245.02	-6955.25	-7572.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-28626.73</b>	<b>-6345.02</b>	<b>-7085.25</b>	<b>-7702.77</b>
<b>营业利润</b>	<b>76613.14</b>	<b>91889.57</b>	<b>102144.95</b>	<b>114814.48</b>	短期借款	5263.31	213697.67	38256.00	46553.57
其他非经营损益	-73.85	-62.03	-65.97	-64.66	长期借款	-6609.28	23900.00	23900.00	23900.00
<b>利润总额</b>	<b>76539.29</b>	<b>91827.53</b>	<b>102078.98</b>	<b>114749.82</b>	股权融资	4641.85	315.59	0.00	0.00
所得税	21407.67	25375.01	28322.22	31794.93	支付股利	-11811.89	-11661.63	-13925.69	-15504.66
净利润	55131.61	66452.53	73756.76	82954.89	其他	-24822.20	4109.91	2378.62	1870.94
少数股东损益	16259.53	20033.56	22074.55	24887.82	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-33338.21</b>	<b>230361.54</b>	<b>50608.93</b>	<b>56819.85</b>
归属母公司股东净利润	38872.09	46418.97	51682.21	58067.08	<b>现金流量净额</b>	<b>-15929.51</b>	<b>-122196.19</b>	<b>8226.65</b>	<b>9887.15</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	166194.60	43998.40	52225.06	62112.21	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	99812.88	121507.11	146660.45	176954.01	销售收入增长率	23.59%	19.60%	18.70%	18.93%
存货	897019.04	1076022.13	1323685.18	1596800.84	营业利润增长率	13.50%	19.94%	11.16%	12.40%
其他流动资产	275962.85	36530.52	41166.64	46738.54	净利润增长率	11.89%	20.53%	10.99%	12.47%
长期股权投资	130475.77	130475.77	130475.77	130475.77	EBITDA 增长率	13.15%	13.72%	10.21%	12.56%
投资性房地产	73564.68	80921.15	89013.26	97914.59	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	16579.68	15888.72	15213.49	14533.51	毛利率	36.25%	35.08%	33.96%	32.99%
无形资产和开发支出	5490.57	4890.51	4297.61	3701.85	三费率	7.01%	6.98%	6.79%	6.81%
其他非流动资产	64829.40	67098.88	69368.36	71637.84	净利率	14.99%	15.10%	14.12%	13.36%
<b>资产总计</b>	<b>1729929.45</b>	<b>1577333.19</b>	<b>1872105.82</b>	<b>2200869.16</b>	ROE	20.38%	20.26%	19.02%	18.22%
短期借款	15365.23	229062.91	267318.91	313872.47	ROA	3.19%	4.21%	3.94%	3.77%
应付和预收款项	300998.92	363492.06	439381.09	529599.97	ROIC	51.53%	20.60%	12.65%	11.83%
长期借款	114319.78	138219.78	162119.78	186019.78	EBITDA/销售收入	23.50%	22.35%	20.75%	19.64%
其他负债	1028666.41	518527.35	615423.88	716064.53	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1459350.33</b>	<b>1249302.09</b>	<b>1484243.65</b>	<b>1745556.75</b>	总资产周转率	0.23	0.27	0.30	0.30
股本	11302.14	11617.73	11617.73	11617.73	固定资产周转率	30.74	36.50	45.93	58.08
资本公积	12384.48	12384.48	12384.48	12384.48	应收账款周转率	205.86	201.56	200.87	201.05
留存收益	166178.29	200935.63	238692.15	281254.57	存货周转率	0.28	0.29	0.29	0.28
归属母公司股东权益	188058.49	225476.92	263233.44	305795.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.63%	—	—	—
少数股东权益	82520.62	102554.18	124628.73	149516.55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>270579.12</b>	<b>328031.10</b>	<b>387862.17</b>	<b>455312.40</b>	资产负债率	84.36%	79.20%	79.28%	79.31%
负债和股东权益合计	1729929.45	1577333.19	1872105.82	2200869.16	带息债务/总负债	12.29%	33.37%	32.28%	31.48%
					流动比率	1.13	1.23	1.25	1.27
					速动比率	0.43	0.19	0.19	0.19
					股利支付率	30.39%	25.12%	26.94%	26.70%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	86468.59	98335.93	108379.39	121987.03	每股收益	3.35	4.00	4.45	5.00
PE	8.87	7.43	6.68	5.95	每股净资产	23.29	28.24	33.39	39.19
PB	1.28	1.05	0.89	0.76	每股经营现金	3.93	-29.80	-3.04	-3.38
PS	0.88	0.73	0.62	0.52	每股股利	1.02	1.00	1.20	1.33
EV/EBITDA	1.36	4.74	4.61	4.40					
股息率	3.67%	3.62%	4.32%	4.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn