

# 阳光城物业与万物云实现换股并购，物管行业整合进入新阶段



## 事件

- 2021年8月6日，阳光城公告其控股子公司上海阳光智博生活服务集团股份有限公司全体股东，拟以其持有的阳光智博100%股份战略投资万物云空间科技服务股份有限公司，获取万物云4.8%的股份，即万物云在现有股权的基础上向阳光智博全体股东增发4.8%的股份，阳光智博全体股东按照其在阳光智博的各自持股比例进行换股。

## 核心观点

- **物业行业首宗纯换股并购交易，强强联合开创行业整合新模式。**本次并购有两个显著特点，第一是并购发生在行业大中企业之间，并购标的阳光城物业2020年实现营收13.7亿元，实现净利润1.7亿元，具有上市的能力。并购方万物云2020年实现营收182.0亿元，如果按7%左右净利润估算，净利润约在13亿左右，规模均较大；第二是交易方式的改变，过去物业行业的并购主要以现金交易为主，本次交易以换股的方式进行，且阳光城在交易完成的基础上可以继续增持万物云股份，同时设立新公司承接未来新增的交付项目，为未来的合作奠定了良好的基础。
- **头部房企之间估值分化拉大，龙头企业进入对行业赋能的平台化阶段。**今年物业行业并购的特点是出现头部企业之间的合并，背后是即使上市公司之间估值差异也迅速拉大。以本宗交易为例，两者之间在利润规模上差距在8倍左右，而在换股比例上的差异在20倍以上，这意味即使同为行业头部企业，估值差异也有2-3倍左右，其背后的逻辑是行业真正龙头物管公司在组织架构、业务范围、数字化程度已经远远领先于二梯队物管公司，具备了对外输出的平台化能力。
- **物业行业的头部性和集中度，在资本助推下迅速提升。**随着资本市场的冷却和政策的不确定性，行业估值水平开始下滑，IPO不再是物业做大的唯一路径，而龙头企业的竞赛为中小物业企业提供一条退出的新道路。在新房交付下滑、增值服务发展进入深水区的背景下，突破组织和业务壁垒的头部企业的竞争优势将会继续放大，我们认为未来物业行业的集中度将迅速提升，头部企业之间的竞争和合作更加频繁，流量整合下产生的化学反应更加具有投资吸引力。

## 投资建议与投资标的

- 本次并购标致行业正式进入龙头企业对外输出和整合的新阶段，我们看好本次交易对双方母公司的正面提振作用，重点推荐万科A(000002, 买入)，看好阳光城(000671, 买入)。同时，我们继续看好物业行业增长的确定性和服务的可延展性，继续看好其他龙头物企对行业的整合和赋能，推荐碧桂园服务(06098, 买入)、融创服务(01516, 买入)、新大正(002968, 买入)、永升生活服务(01995, 买入)、宝龙商业(09909, 买入)，建议关注中海物业(02669, 未评级)、绿城服务(02869, 未评级)、世茂服务(00873, 未评级)。

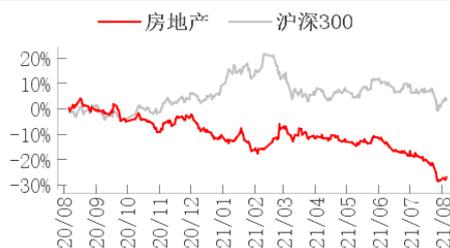
## 风险提示

- 政策带来的不确定性。新房销售大幅下降。福利政策带来的人工成本增加。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
 行业 房地产行业  
 报告发布日期 2021年08月06日

## 行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵旭翔

zhaoxuxiang@orientsec.com.cn  
 执业证书编号: S0860521070001

证券分析师 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn  
 执业证书编号: S0860520020003  
 香港证监会牌照: BQJ931

联系人 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

联系人 苏若琳

suruolin@orientsec.com.cn

## 相关报告

销售继续回落，多城发布第二轮集中供地计划：——2021年第31周地产周报 2021-08-02  
 销售继续下滑，上海楼市调控再加码：——2021年第30周地产周报 2021-07-26  
 销售回落趋势明显，共有产权房迎政策利好：——2021年第29周地产周报 2021-07-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

---

### 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有万科 A(000002)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)