

公司研究

万科物管分拆上市，开启多元化业务价值释放之路

——万科（000002.SZ、2202.HK）动态跟踪

要点

事件：11月5日，万科发布公告称，拟分拆所属子公司万物云空间科技服务股份有限公司（以下简称“万物云”）在香港联合交易所有限公司发行境外上市外资股（H股）股票并上市。本次分拆上市完成后，万科的股权结构不会发生变化，且仍将维持对万物云的控股权，截至11月5日，公司直接或间接合计持有万物云62.889%股权。

点评：我们在前期报告中提出，建议关注“隐含价值”较高的地产龙头，包括具备“多元化业务板块有一定规模性和成熟度，具备单独分拆上市条件，但目前尚未分拆”及“开发经营稳健，信用优势明显，安全边际较高”等特征的优质房企。详见外发报告《20210616 关注“隐含价值”较高的地产龙头》。

1) 此次万科分拆物管板块于港交所上市，利于公司加速向开发、经营、服务并重的“城市综合运营商”转型发展，有助于凸显公司在空间科技服务领域的发展优势，释放多元化板块的内在价值，利于提升公司估值水平；同时分拆物业板块上市，融资获得资金有利于优化公司财务，在当前房地产行业整体流动性较为紧张的情况下，为公司持续经营打下良好基础，符合公司股东的整体利益。

2) 万物云综合实力雄厚，外拓能力优异，此次分拆上市利于提升独立性及拓宽融资渠道，后续有望借助资本实现经营规模和业绩的较快提升。万物云前身为万科物业，2020年10月28日，万科物业更名为万物云，目前已形成万物梁行、朴临发展、万睿科技、第五空间、万物云城、万物成长等七大品牌。其中，万科物业、万物梁行、万物云城分别对应公司社区服务、商企服务、城市服务三大业务板块。2020年万物云实现营业收入182.0亿元，同比增长27.4%；实现营业利润17.2亿元；年末累计在管面积约5.7亿平方米。截至2021H1，万物云未经审计总资产为190.1亿元，总负债为119.3亿元；当期实现营业收入103.8亿元，同比增长33.3%；实现营业利润10.4亿元。其中，住宅物业、商业物业、智慧城市服务贡献营收占比分别为55%、30.4%、6.1%，业务类型多元；第三方项目贡献营收约55%，外拓能力强劲。

盈利预测、估值与评级：近年来，万科在物业管理、商业地产、长租公寓、物流地产等多元化板块中投入了较多资源，取得了较好发展；本次分拆物管板块上市，开启多元化业务价值释放之路，利于公司提升整体估值；且本次融资获得的资金利于公司后续经营；维持公司2021-2023年预测归母净利润为356.19亿元、367.58亿元、381.93亿元；当前A股股价对应2021-2023年预测PE估值为5.8/5.6/5.4倍，H股股价对应2021-2023年预测PE估值为4.6/4.4/4.3倍，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：上市方案尚存在一定不确定性，多元化经营业务或由于竞争激烈而不及预期，政策调控不及预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	367,894	419,112	496,252	583,784	682,244
营业收入增长率	23.59%	13.92%	18.41%	17.64%	16.87%
净利润（百万元）	38,872	41,516	35,619	36,758	38,193
净利润增长率	15.10%	6.80%	-14.20%	3.20%	3.91%
EPS（元）	3.44	3.57	3.06	3.16	3.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.67%	18.49%	14.50%	13.62%	12.94%
P/E（A股）	5.2	5.0	5.8	5.6	5.4
P/E（H股）	4.1	3.9	4.6	4.4	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2021-11-05，汇率参考1港元兑人民币0.8220元。

A股：买入（维持）

当前价：17.82元

H股：买入（维持）

当前价：17.02港元

作者

分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebcn.com

联系人：周卓君

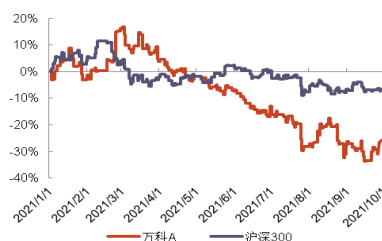
021-52523855

zhouzj@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	116.25
总市值(亿元)	2071.58
一年最低/最高(元)	18.21/33.50
近3月换手率	61.27%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.61	-6.80	-28.47
绝对	-14.13	-8.83	-32.09

资料来源：Wind

相关研报

2022：破而后立，晓喻新生——房地产（地产开发）2022年投资策略（2021-10-12）
 万科物流增资引入新投资人，资本运作可能性进一步提升——万科（000002.SZ、2202.HK）动态跟踪（2021-09-24）
 关注“隐含价值”较高的地产龙头——对近期房地产AH板块表现差异的分析及投资建议（2021-06-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	367,894	419,112	496,252	583,784	682,244
营业成本	234,550	296,541	383,797	461,735	548,177
折旧和摊销	5,633	4,548	5,239	5,898	6,551
税金及附加	32,905	27,237	27,294	31,524	36,841
销售费用	9,044	10,637	11,414	13,427	15,692
管理费用	11,018	10,288	10,918	12,843	15,009
研发费用	1,067	666	695	817	955
财务费用	5,736	5,145	6,451	7,589	8,869
投资收益	4,984	13,512	14,187	14,897	15,642
营业利润	76,613	79,959	68,921	70,095	71,792
利润总额	76,539	79,676	68,921	70,095	71,792
所得税	21,408	20,378	16,541	16,823	17,230
净利润	55,132	59,298	52,380	53,272	54,562
少数股东损益	16,260	17,783	16,762	16,514	16,369
归属母公司净利润	38,872	41,516	35,619	36,758	38,193
EPS(元)	3.44	3.57	3.06	3.16	3.29

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45,687	53,188	110,953	64,133	83,334
净利润	38,872	41,516	35,619	36,758	38,193
折旧摊销	5,633	4,548	5,239	5,898	6,551
净营运资金增加	63,993	54,172	-30,722	22,617	10,678
其他	-62,811	-47,047	100,818	-1,140	27,912
投资活动产生现金流	-28,627	5,797	-10,622	-10,060	-9,480
净资本支出	-6,148	-7,146	-7,000	-7,000	-7,000
长期投资变化	-948	-11,419	-7,675	-7,959	-8,257
其他资产变化	-21,531	24,362	4,053	4,899	5,777
融资活动现金流	-33,338	-32,504	-25,077	9,944	18,266
股本变化	263	316	8	0	0
债务净变化	12,758	1,210	-4,112	30,000	40,000
无息负债变化	153,633	58,773	351,538	242,682	260,693
净现金流	-15,930	25,924	75,254	64,018	92,120

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.2%	29.2%	22.7%	20.9%	19.7%
EBITDA 率	22.7%	18.7%	13.7%	12.0%	10.6%
EBIT 率	22.0%	18.1%	12.7%	11.0%	9.7%
税前净利润率	20.8%	19.0%	13.9%	12.0%	10.5%
归母净利润率	10.6%	9.9%	7.2%	6.3%	5.6%
ROA	3.2%	3.2%	2.3%	2.1%	1.9%
ROE (摊薄)	20.7%	18.5%	14.5%	13.6%	12.9%
经营性 ROIC	19.2%	15.3%	13.8%	12.8%	12.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	84%	81%	83%	83%	84%
流动比率	1.13	1.17	1.16	1.16	1.16
速动比率	0.43	0.41	0.42	0.43	0.46
归母权益/有息债务	0.72	0.86	0.96	0.94	0.90
有形资产/有息债务	6.52	6.99	8.60	8.79	8.76

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,729,929	1,869,177	2,254,470	2,567,957	2,910,347
货币资金	166,195	195,231	270,485	334,502	426,622
交易性金融资产	11,735	170	170	170	170
应收账款	1,988	2,992	3,515	4,114	4,794
应收票据	29	10	11	13	16
其他应收款 (合计)	235,465	249,499	295,660	348,053	406,999
存货	897,019	1,002,063	1,223,165	1,379,720	1,529,010
其他流动资产	20,733	22,663	22,663	22,663	22,663
流动资产合计	1,438,989	1,547,387	1,908,744	2,198,671	2,517,855
其他权益工具	2,250	1,601	1,601	1,601	1,601
长期股权投资	130,476	141,895	149,570	157,529	165,786
固定资产	12,400	12,577	14,749	17,337	20,172
在建工程	4,180	3,237	5,578	7,333	8,650
无形资产	5,270	6,088	6,758	7,395	8,001
商誉	221	206	206	206	206
其他非流动资产	31,243	39,050	39,050	39,050	39,050
非流动资产合计	290,940	321,790	345,726	369,286	392,492
总负债	1,459,350	1,519,333	1,866,759	2,139,442	2,440,134
短期借款	15,365	25,112	0	0	0
应付账款	267,281	295,685	382,689	460,402	546,594
应付票据	941	607	786	945	1,122
预收账款	771	912	1,080	1,271	1,485
其他流动负债	47,705	53,771	53,771	53,771	53,771
流动负债合计	1,272,610	1,317,493	1,646,919	1,895,601	2,166,294
长期借款	114,320	132,037	147,037	165,037	185,037
应付债券	49,646	43,576	46,576	52,576	62,576
其他非流动负债	22,492	25,995	25,995	25,995	25,995
非流动负债合计	186,740	201,840	219,840	243,840	273,840
股东权益	270,579	349,844	387,710	428,516	470,213
股本	11,302	11,618	11,625	11,625	11,625
公积金	83,211	116,021	116,021	116,021	116,021
未分配利润	95,352	98,417	119,513	143,805	169,133
归属母公司权益	188,058	224,511	245,615	269,906	295,235
少数股东权益	82,521	125,334	142,095	158,610	174,978

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.46%	2.54%	2.30%	2.30%	2.30%
管理费用率	2.99%	2.45%	2.20%	2.20%	2.20%
财务费用率	1.56%	1.23%	1.30%	1.30%	1.30%
研发费用率	0.29%	0.16%	0.14%	0.14%	0.14%
所得税率	28%	26%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.02	1.25	1.07	1.11	1.15
每股经营现金流	4.04	4.58	9.54	5.52	7.17
每股净资产	16.64	19.32	21.13	23.22	25.40
每股销售收入	32.55	36.08	42.69	50.22	58.69

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A)	5.2	5.0	5.8	5.6	5.4
PB (A)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.8	6.2	6.9	7.1	7.0
股息率	5.6%	6.9%	5.9%	6.1%	6.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE