

## 百舸争流上市谋发展，各显神通开启新征程

物业管理行业系列报告之一



## 核心观点

- 2018年起物业公司上市进入集中爆发期，2018年有7家物业公司上市，超过2014年至2017年上市家数之和。2018年南都物业成为首家成功登陆A股市场的物业公司；雅生活、碧桂园服务、新城悦、佳兆业物业和永升生活服务相继登陆港股市场。我们认为物业公司集中上市潮的出现主要基于两点原因：1) 对规模和市占率的诉求，希望借助资本市场进行融资进而扩大管理规模。2) 资本市场逐步认识到物业公司的价值，给予物业公司明显高于开发商的估值水平，这也给房企拆分物业公司单独上市提供了充足的动力。
- 物业公司更倾向于选择港股而非A股上市，核心原因有三点：1) A股对于申请IPO公司的盈利要求较为严格。2) A股对于分拆子公司上市的关联交易比例的要求是所有地产子公司型物业公司无法绕过的坎。3) 中国证监会对地产子公司型物业公司IPO持审慎态度，目前还没有这类物业公司在A股实现上市。
- 采用红筹模式上市，是当前房企子公司型物业公司的首选方案。其最大的优势在于全流通，对大股东而言既能实现融资也能在未来通过减持获得更多资金；此外，上市阶段只需要通过香港证监会和联交所的审批，整个上市流程的时间相对可控；上市后的融资活动也只需通过香港联交所、香港证监会的审批，更为灵活。对物业公司而言，迫切需要的是实现上市，因此对于物业公司尤其是房企子公司型物业公司而言，采用红筹模式上市以减少审批环节是其较优的选择。
- 物业公司的单独上市并不会对地产母公司的市值造成重大影响，部分公司除外。采用H股模式上市，由于物业公司仍作为并表子公司，因此物业公司的市值变化可能会对应影响到地产母公司的总市值。我们选取了6家还未正式上市的龙头物业公司，测算了它们采用H股模式上市后对母公司市值影响的弹性（弹性即指：考虑持股比例的物业公司增厚的市值/母公司总市值）。除蓝光发展本身市值较小（208亿），其物业公司嘉宝股份上市后增厚的市值占总市值比在乐观假设下（30X估值）可能会达到21%外，其他未上市龙头物业公司对地产母公司的市值占比预计都不会超过7%。

## 投资建议与投资标的

- 我们认为物业管理行业的龙头公司绝不应该是其地产开发母公司的附属甚至成本中心，而应该是拥有独立的发展战略、决策能力和融资能力的公司，因此分拆上市对于物业管理公司而言是重要且必要的一步。综合来看，1) 我们看好借资本助力有望成为行业龙头的物业公司，建议关注包括已经具备龙头气质的碧桂园服务(6098, 未评级)、绿城服务(2869, 未评级)，以及成长性最佳的永升生活服务(1995, 未评级)、新城悦(1755, 未评级)。2) 由于蓝光发展(600466, 未评级)的物业子公司嘉宝股份有望在港股上市且对其市值影响弹性较大，也建议积极关注蓝光发展的价值重估。

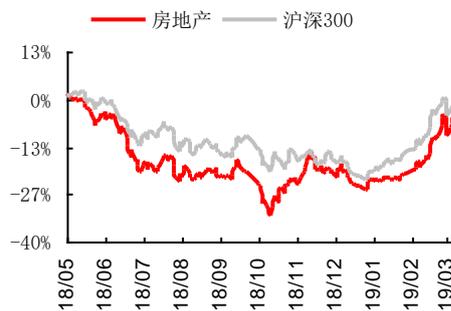
## 风险提示

- 监管机构对物业公司上市政策发生重大变化。
- 社保政策可能会对物业公司盈利能力造成影响。

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国/A股
行业	房地产
报告发布日期	2019年05月07日

## 行业表现



资料来源: WIND

证券分析师	竺劲
	021-63325888*6084 zhuqing1@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860514060003
房诚琦	021-63325888*6202
	fanchengqi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518070003

联系人	孙天一
	021-63325888-4037 suntianyi1@orientsec.com.cn
	马晓东

## 目 录

<b>1 物业公司上市沿革：从一无所知到集中爆发</b> .....	<b>4</b>
1.1 物业公司上市已由发展期进入集中爆发期.....	4
1.2 集中上市的内在逻辑仍是对规模的追求.....	5
<b>2 红筹模式成为当前主流上市方案</b> .....	<b>7</b>
2.1 上市规则导致物业公司更倾向于在港股上市.....	7
2.2 独立第三方物业公司可在 A 股 IPO.....	9
2.3 房企子公司型物业公司仍首选红筹模式.....	10
2.3.1 采用“红筹”模式上市.....	10
2.3.2 采用“H 股”模式上市.....	11
2.3.3 类借壳上市.....	13
<b>3 上市模式比较及上市后对母公司的影响测算</b> .....	<b>15</b>
3.1 红筹模式及 H 股模式比较.....	15
3.2 物业公司上市对母公司的影响测算.....	16
<b>投资建议</b> .....	<b>17</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1：2014~2017 年新三板挂牌物业公司数量 .....	4
图 2：百强物业管理企业市场份额已达 32.4% .....	6
图 3：永升生活服务 2015-18 年净利润及增速 .....	7
图 4：新城悦 2015-18 年净利润及增速 .....	7
图 5：新城悦及永升生活服务在管面积占比情况 .....	8
图 6：新城悦及永升生活服务物管收入关联交易情况 .....	8
图 7：南都物业上市历程 .....	9
图 8：南都物业股权结构 .....	9
图 9：永升物业拆分前股权结构 .....	10
图 10：永升物业拆分后股权结构 .....	10
图 11：永升物业搭建 VIE 构架 .....	11
图 12：嘉宝股份重组前股权结构 .....	12
图 13：嘉宝股份重组后股权结构 .....	12
图 14：原中航善达股权结构 .....	13
图 15：股权转让后中航善达股权结构 .....	13
图 16：原招商物业股权结构 .....	14
图 17：股权转让后招商物业股权结构 .....	14
表 1：2014 年以来物业公司上市情况 .....	5
表 2：物业公司与其地产母公司估值差距巨大 .....	6
表 3：中航善达分业务净利润情况（单位：万元） .....	14
表 4：招商物业、中航善达 2018 年财务指标对比（单位：亿元） .....	15
表 5：“H 股”模式与“红筹”模式优劣势对比 .....	15
表 6：物业公司采用 H 股模式上市对母公司市值的弹性测算（单位：亿元） .....	16

# 1 物业公司上市沿革：从一无所知到集中爆发

2014 年之前，物业管理行业作为房地产行业的细分领域之一，资本市场却对其一无所知。变局发生在 2014 年 6 月，彩生活代表物业公司正式叩开了资本市场之门。而后经历了 3 年多的发展，大量物业公司登陆资本市场，但受制于上市的规模要求，其中绝大多数的公司都选择了通过新三板挂牌。真正的爆发于 2018 年降临，属于物业公司的资本化大幕才刚刚拉开。

## 1.1 物业公司上市已由发展期进入集中爆发期

### 萌芽期：2014 年

2014 年 6 月，彩生活完成从母公司花样年的分拆，正式登陆港股资本市场，作为国内首个上市物业服务企业，公司共募集资金约 10 亿港元，上市首日交投活跃，市值达到 46 亿港元。

### 发展期：2015 年~2017 年

2015 年 1 月，中海物业成功在港交所敲钟，也是首家以“介绍上市”方式上市的物业公司；同年 11 月，中奥到家作为首家独立第三方物业公司也实现了港股上市；2016 年 7 月，绿城服务实现港股上市，行业由此迎来资本市场进驻小高潮。

但受制于规模、公司构架、关联交易占比等等各类限制，发展期中大量物业公司选择了通过新三板来挂牌实现上市融资，2015 年~2017 年新三板挂牌物业公司数量分别为 12 家、24 家和 23 家。新三板的流动性欠佳，在新三板挂牌终究只能是物业公司权宜之计，流动性更好、融资能力更强的主板市场才是其最终的目标。

图 1：2014~2017 年新三板挂牌物业公司数量



资料来源：Wind、东方证券研究所

### 爆发期：2018 年起

2018 年起物业公司资本化的节奏突然加快，2018 年起已有 7 家物业公司上市，超过 2014 年至 2017 年上市家数之和。2018 年 2 月南都物业成为首家成功登陆 A 股市场的物业公司；雅居乐旗

下的雅生活首次的 IPO 时引入其他房企作为战略合作人；2018 年 6 月，行业龙头碧桂园旗下的碧桂园服务登陆港股市场，上市首日收盘价 10 港元，市值高达 250 亿港元，成为物业公司第一股；2018 年 11~12 月，港股市场还陆续迎来了新城悦、佳兆业物业和永升生活服务。自此，物业公司所属行业分类正式变更为“房地产服务”，开始拥有独立的行业分类。

**表 1：2014 年以来物业公司上市情况**

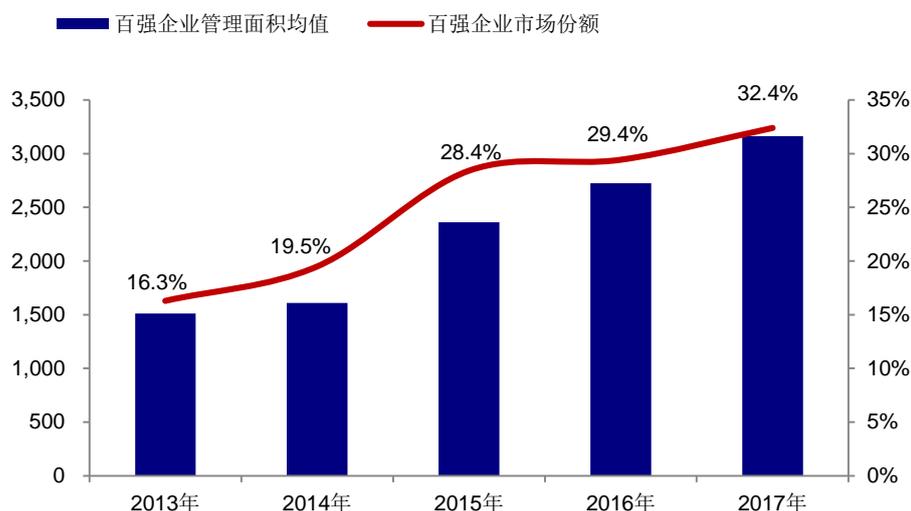
挂牌时间	公司名称	母公司	挂牌交易所
2014.6	彩生活	花样年	香港
2015.1	中海物业	中海地产	香港
2015.11	中奥到家	无	香港
2016.7	绿城服务	绿城中国	香港
2016.11	祈福生活服务	祈福集团	香港
2017.12	浦江中国	无	香港
2018.2	南都物业	无	上海
2018.2	雅生活	雅居乐	香港
2018.6	碧桂园服务	碧桂园	香港
2018.11	新城悦	新城控股	香港
2018.12	佳兆业物业	佳兆业	香港
2018.12	永升生活服务	旭辉控股集团	香港
2019.3	滨江服务	滨江集团	香港

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2 集中上市的内在逻辑仍是对规模的追求

我们认为，物业公司集中上市潮的出现主要基于两点原因：1) 首先是对规模和市占率的诉求，希望借助资本市场进行融资进而扩大管理规模。2) 资本市场逐步认识到物业公司的价值，给予物业公司明显高于房地产开发商的估值水平，这也给房企拆分其物业子公司单独上市提供了充足的动力。

近年来物业管理行业集中度提升的趋势明显，规模效应及规模诉求不断增长。根据中国指数研究院数据，2013 年百强市场份额为 16.3%，至 2017 年百强市场份额直接翻番至 32.4%。相较房地产开发，物业公司的市场更加分散，规范程度更差，仍处于“跑马圈地”的状态。龙头物业公司的规模效应逐渐显现，规模不经济的阈值却仍然较高，因此各大品牌物业公司对于管理规模的诉求都较为强烈。

**图 2：百强物业管理企业市场份额已达 32.4%**


资料来源：中指院、东方证券研究所

**存量市场空间巨大，收并购带来融资需求。**物业公司早期以内生增长为主，但随着新房销售及竣工增速的回落，品牌物管公司纷纷将目标转向存量市场的收并购。收并购能够带来规模的快速扩张，但同时物业这样传统上的轻资产行业在融资端面临较大的挑战。因此，通过上市后进行股权融资成为物管公司新的诉求。

**巨大的估值落差促使物管公司加快上市步伐。**除了融资需求之外，估值落差是物管公司集中上市的第二个重要原因，当然此条适用于拥有地产母公司的物业公司。根据我们的统计，目前已上市的物业公司中动态市盈率最高的为永升生活服务的 43 倍，其 2019 年业绩对应的 PE 为 25 倍；与之对应其地产母公司旭辉控股集团的动态市盈率和 2019 年业绩对应的 PE 分别仅为 7 倍和 6 倍。我们选取的 6 家典型物业公司平均动态市盈率为 31 倍，对应的地产母公司平均动态市盈率仅为 7 倍，两者差了 24 倍，2019 年业绩对应 PE 也相差 17 倍。

**表 2：物业公司与其地产母公司估值差距巨大**

物业公司	股票代码	PE (TTM)	PE (2019E)	地产母公司	股票代码	PE (TTM)	PE (2019E)
碧桂园服务	6098.HK	35.9	32.1	碧桂园	2007.HK	6.8	6.4
新城悦	1755.HK	33.4	27.5	新城控股	601155.SH	8.7	6.7
永升生活服务	1995.HK	42.9	24.9	旭辉控股集团	0884.HK	6.6	5.7
雅生活服务	3319.HK	18.6	17.2	雅居乐集团	3383.HK	5.8	6.1
佳兆业物业	2168.HK	22.9	11.9	佳兆业集团	1638.HK	6.5	6.6
中海物业	2669.HK	30.9	24.2	中海地产	0688.HK	7.1	6.4
<b>最大值</b>		<b>42.9</b>	<b>32.1</b>			<b>8.7</b>	<b>6.7</b>
<b>最小值</b>		<b>18.6</b>	<b>11.9</b>			<b>5.8</b>	<b>5.7</b>
<b>平均</b>		<b>30.8</b>	<b>23.0</b>			<b>6.9</b>	<b>6.3</b>

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 2 红筹模式成为当前主流上市方案

### 2.1 上市规则导致物业公司更倾向于在港股上市

物业公司上市（无特别指出，后文中所说的上市均不包含新三板）的模式与其他行业公司无太大差别，常规的途径无非是 IPO 或是借壳上市。但回顾上文表 1 的情况可以发现，无论是第三方物业公司直接上市还是地产子公司的物业公司拆分后上市，几乎所有公司都选择了前往港交所上市，成功在 A 股上市的仅南都物业一家。

物业公司选择港股而非 A 股上市，究其核心原因有三点：

#### 1) A 股对于申请 IPO 公司的盈利要求较为严格。

A 股对于申请主板上市的公司盈利要求如下：发行人最近三个会计年度净利润均为正且累计超过人民币三千万元；最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币五千万元，或者最近三个会计年度营业收入累计超过人民币三亿元。

我们以 2018 年底新上市的永升生活服务及新城悦为例，这两家公司作为地产公司的子公司型物业公司的代表，具备非常优秀的成长性。永升生活服务和新城悦 2015-18 年归母净利润的年复合增速分别达到 86% 和 89%。但根据 A 股公司上市要求，永升生活服务在递交 IPO 申请时三年的净利润分别为 0.2 亿元、0.3 亿元、0.8 亿元；新城悦为 0.2 亿元、0.4 亿元、0.7 亿元，均不符合 A 股上市的利润要求，无法在 A 股主板申请上市。

图 3：永升生活服务 2015-18 年净利润及增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 4：新城悦 2015-18 年净利润及增速

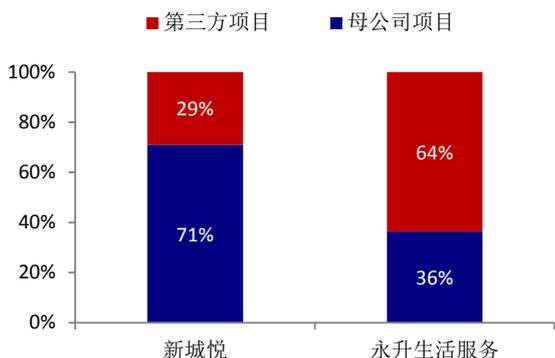


资料来源：公司年报、东方证券研究所

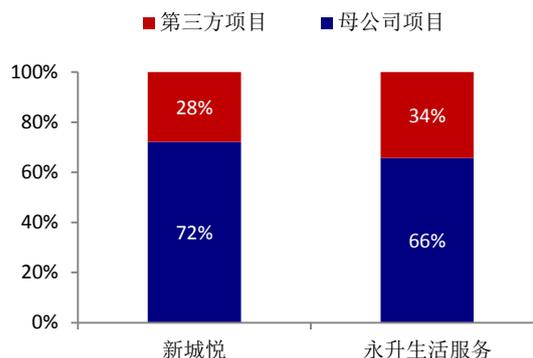
#### 2) A 股对于分拆子公司上市的关联交易比例的要求是所有地产子公司型物业公司无法绕过的坎。

此外，中国证监会要求 A 股主板上市公司及发行人的股东或实际控制人与发行人之间的关联交易占其营业收入比不得超过 30%。而这对于地产子公司型物业公司是致命的打击，地产子公司型物业公司对于母公司的依赖程度相对较高，几乎没有公司能够满足关联交易比例这项要求。

仍以永升生活服务及新城悦为例，根据 2018 年年报数据，在管面积口径下，新城悦母公司项目占比 71%；对应的物管收入口径，母公司项目的占比同样超过 70%。再看以第三方外拓为特色的永升生活服务，其第三方项目的管理面积占比已经超过母公司项目达到 64%，但在物管收入口径下，母公司项目占比又回到 66%。

**图 5：新城悦及永升生活服务在管面积占比情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 6：新城悦及永升生活服务物管收入关联交易情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

地产子公司型物业管理公司母公司项目占比过高的核心原因在于，物管公司在过去的地产开发体系中的定位更偏向于对内服务，甚至需要分摊房地产开发业务的成本，物管行业的特质又造成了其毛利率水平会显著低于房地产开发业务，这就导致了物业公司无法获得母公司更多的资源去开拓增量业务，而是只能被动地接受母公司交付的项目。因此，在物管收入结构短期无法调整的状态下，更多的物管公司只能选择前往上市要求相对宽松的港股挂牌上市。

### 3) 中国证监会对地产子公司型物业公司 IPO 持审慎态度。

自 2016 年中国证监会收紧上市房企再融资之后，上市房企的股权融资基本全部暂停，这同时也波及了涉房类企业的 IPO。作为上市房企的子公司，物业公司的 IPO 也会受到证监会的关注，目前还没有地产子公司型物业公司在 A 股实现上市。因此地产子公司型的物业公司往往不愿意承担相关政策风险，转而选择香港市场进行 IPO。

根据目前已上市以及已明确公告的拟上市物管公司情况，我们可以大致将物业公司的上市路径分为以下几种：

- 1) 直接 IPO；
- 2) 将物业公司从母公司分拆后重新搭建 VIE 构架后在港交所 IPO；
- 3) 类借壳上市；
- 4) 不从母公司剥离采用“A 控 H”模式直接在香港 IPO。

其中,独立第三方物业公司通常采用第一种模式,而地产子公司型的物业公司通常采用第二种模式,第三种和第四种模式目前仍没有成功实施的案例。

## 2.2 独立第三方物业公司可在 A 股 IPO

独立第三方物业公司不存在关联交易的制约,只需公司自身符合盈利规模等上市条件即可直接申请 IPO。目前在港股市场上成功上市的独立第三方物业公司有中奥到家、浦江中国等, A 股中唯一的标的为 2018 年成功上市的南都物业。

直接 IPO 的步骤相对简单,关键节点主要是股份制改组和证监会审核通过 IPO 申请。以南都物业为例,公司 2015 年 7 月正式启动股份制改组,同年 12 月完成。经过 1 年多的上市辅导后,于 2017 年 7 月送报了 IPO 招股说明书。之后于 2017 年 12 月通过了证监会的审核,并于 2018 年 2 月 1 日正式在上交所挂牌上市,整个过程历时 2 年半。

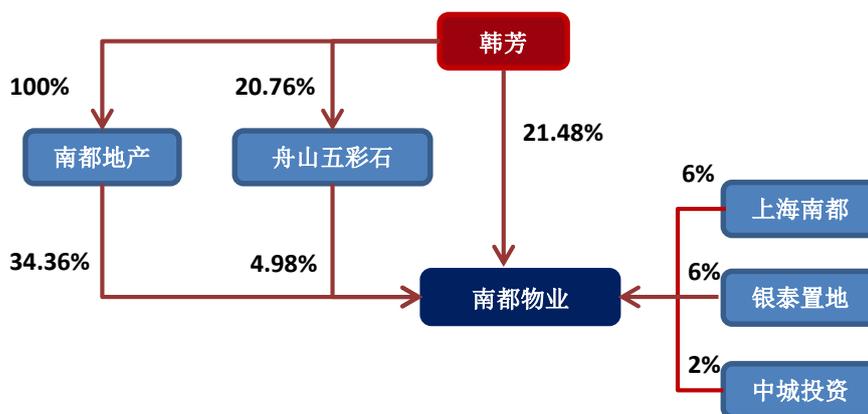
图 7：南都物业上市历程



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

股权结构上,公司董事长韩芳为实际控制人,其直接持股 21.5%,并通过南都地产及舟山五彩石间接持有 34.4%、5.0%的股权。公司在完成股份制改组后,在 2016 年进行增资扩股,引入了上海南都、中城投资等股东方。

图 8：南都物业股权结构



资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 2.3 房企子公司型物业公司仍首选红筹模式

### 2.3.1 采用“红筹”模式上市

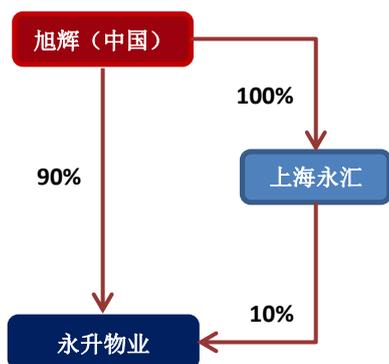
将物业公司从地产母公司中拆分后采用红筹模式上市，是当前房企子公司型物业公司的首选方案，远至首家物业上市公司彩生活，近至新近上市的新城悦、佳兆业物业、永升生活服务、滨江服务等均采用了这种模式。

这种模式的常规步骤是：1) 对物业公司进行股份制改革，将控股股东由上市公司调整为独立的法人实体；2) 搭建 VIE 构架；3) 以新的 VIE 构架作为主体在港交所申请 IPO。

以永升生活服务为例，公司前身为旭辉控股集团的全资子公司永升物业，旭辉控股直接持股 90%，另通过全资子公司上海永汇持股 10%。2006 年 8 月上海永汇将所持股份转让给旭辉控股，永升物业成为旭辉全资控股子公司。

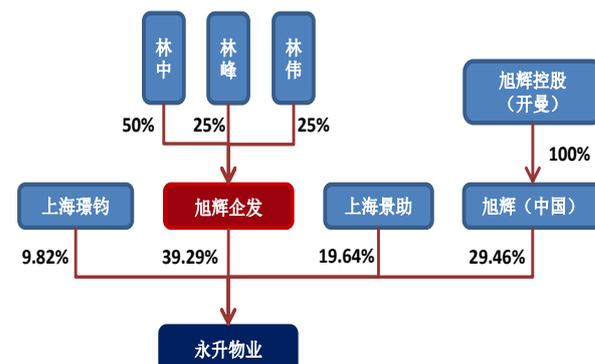
2016 年 8 月起，永升物业开始股份制改制。旭辉控股将其所持 40% 股权协议转让给上海旭辉企业发展有限公司；将 20% 股份协议转让给上海景助企业管理咨询中心；将 10% 股份协议转让给上海璟钧企业管理合伙企业。转让完成后，永升物业不再是旭辉控股的附属子公司，旭辉企发成为永升物业的控股股东，公司完成股份制改制。

图 9：永升物业拆分前股权结构



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

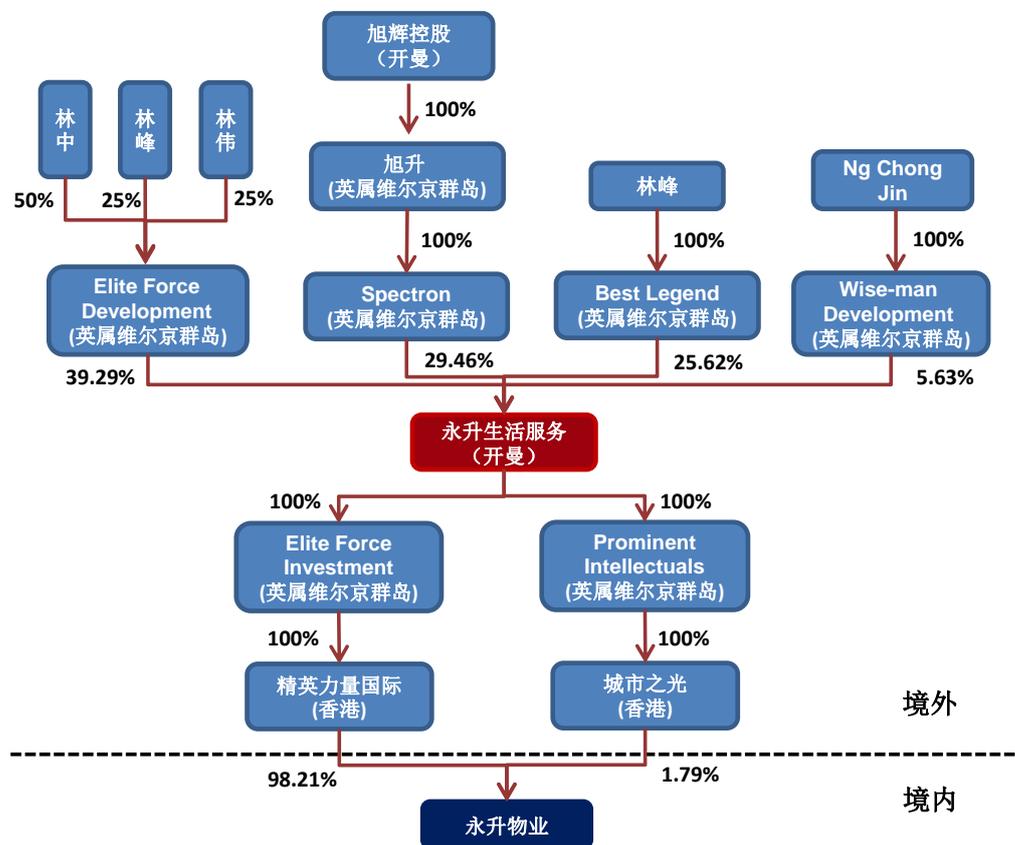
图 10：永升物业拆分后股权结构



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

永升物业于 2018 年 3 月 9 日在新三板终止挂牌，正式开始港股 IPO 之路。2018 年 4 月 16 日，永升生活服务（开曼）注册成立，之后陆续注册了 VIE 构架所需的境外公司，并完成股份的配发及收购，最终于 7 月 6 日完成了整个 VIE 构架的搭建。

图 11：永升物业搭建 VIE 构架



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

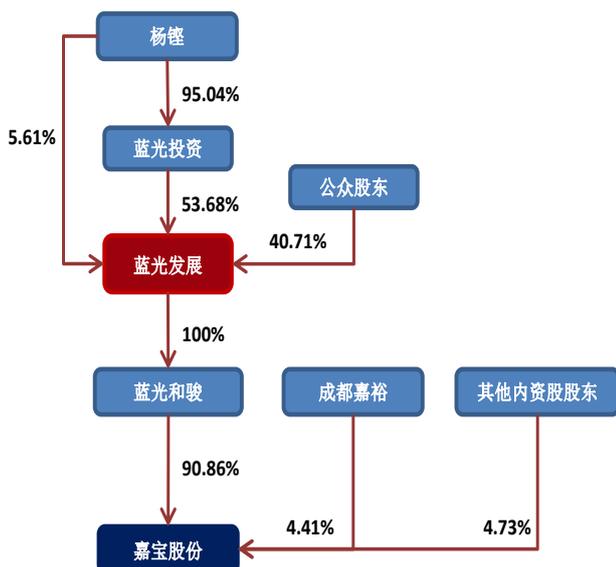
公司于 2018 年 8 月 9 日首次提交上市申请书，11 月 29 日公布招股说明书，并于 12 月 17 日正式在港交所上市，回顾整个上市过程耗时约 8 个月（红筹模式在港交所上市常规耗时 6~10 个月）。

就目前情况看，采用红筹模式上市的综合性价比较高，且审批流程简单上市时间可控，已成为当前房企子公司型物业公司上市的主流方案。

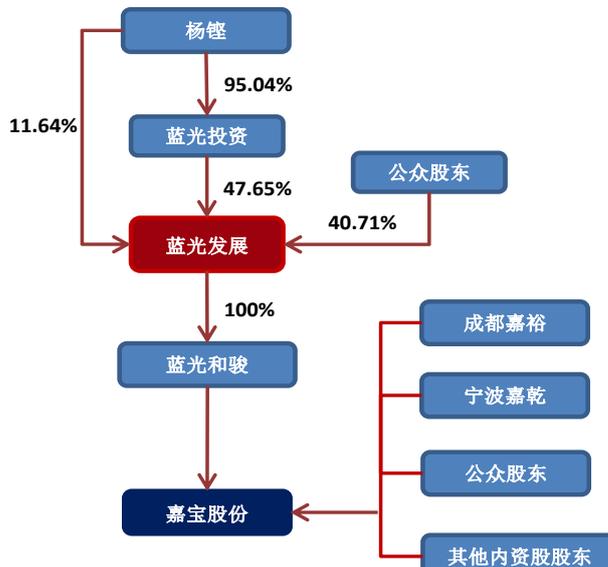
### 2.3.2 采用“H 股”模式上市

采用 H 股模式上市即上市房企重组下属境内物业公司并将其改制为股份有限公司，之后物业公司作为境内股份公司申请在香港联交所发行境外上市股份。目前已上市的物业公司中暂时没有采用 H 股模式上市的案例，但拟上市物业公司中，蓝光发展旗下的物业公司嘉宝股份采用了这种模式。

由于嘉宝股份早已在新三板挂牌，因此公司早已完成了股份制的改制。2018 年 7 月公司中止新三板挂牌后，部分少数股东将所持股份转让给了蓝光和骏；另外，宁波嘉乾有限合伙作为公司的股权激励计划平台认购了增发的股权。除此之外，公司的股权结构并未发生其他重大变化。

**图 12：嘉宝股份重组前股权结构**


资料来源：上市申请文件、东方证券研究所

**图 13：嘉宝股份重组后股权结构**


资料来源：上市申请文件、东方证券研究所

分拆境内子公司通过“H 股”方式在香港上市的主要步骤如下：

- 1) A 股上市公司召开董事会审议分拆上市事项，发布董事会决议公告并复牌。
- 2) A 股上市公司股东大会审议通过分拆上市事项。
- 3) 境内子公司向中国证监会提交 H 股上市行政许可申请文件。
- 4) 境内子公司取得中国证监会关于公司以 H 股赴港上市的受理通知（俗称“小路条”，在取得“小路条”后方可向香港联交所递交上市申请）。
- 5) 向香港联交所递交上市申请文件，同时于香港联交所网站刊发招股说明书申请版。
- 6) 境内子公司取得中国证监会关于核准其境外发行的批复（俗称“大路条”）。
- 7) 通过香港联交所上市委员会聆讯。
- 8) 进行路演、公开招股、股票定价等程序。
- 9) 公司股票于香港联交所挂牌及开始交易。

目前嘉宝股份已向香港联交所递交上市申请文件，并等待中国证监会关于核准其境外发行的批复，预计后续上市流程还需 2 个月左右。

采用 H 股模式上市最明显的问题在于上市后仅有 H 股为流通股，原股东持有的内资股并不能流通，因此对大股东而言，采用 H 股模式上市只有融资功能，没有套现功能。

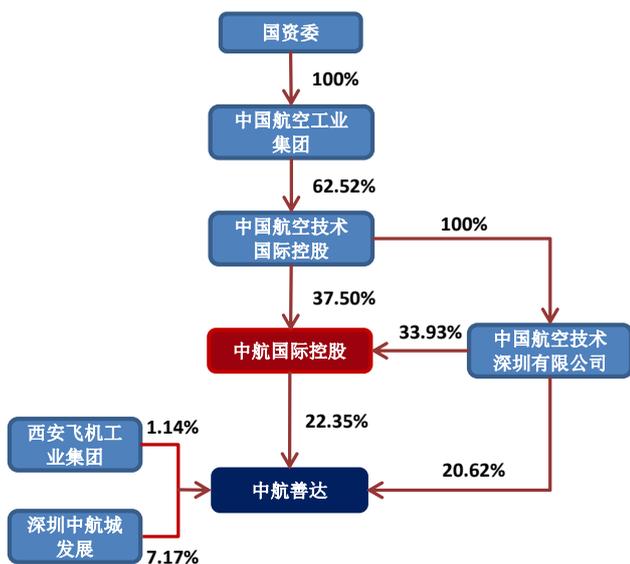
### 2.3.3 类借壳上市

**涉房类公司难以通过借壳实现上市。**由于监管政策的因素，自 2015 年 4 月蓝光发展借壳迪康药业实现上市之后，涉房类公司的借壳上市处于实质性的中止状态，物业公司作为涉房类公司也很难通过借壳实现 A 股的上市。

**招商物业拟通过中航善达重组实现类借壳上市。**2019 年 4 月 15 日，招商蛇口和中航善达同时发布公告，公布了一个较为复杂的交易方案，最终结果将使招商物业实现类借壳的 A 股上市（为何说是类借壳将在后文中详细阐述）。交易方案包含两个重要步骤：1) 股权转让及中航善达控股股东的变更；2) 中航善达发行股份购买招商物业股份。

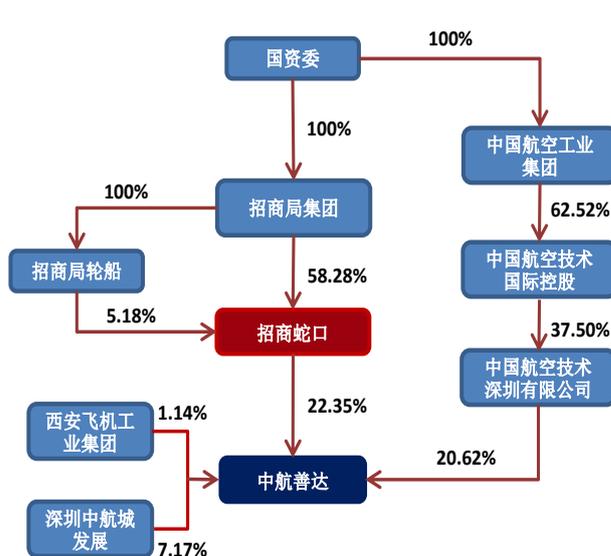
**1) 股权转让及中航善达控股股东的变更。**根据公告信息，招商蛇口拟支付现金协议受让中航善达目前控股股东“中航国际控股”持有的 22.35% 股份。股份转让完成后，招商蛇口将成为中航善达的控股股东（最终实际控制人仍为国资委）。

图 14：原中航善达股权结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

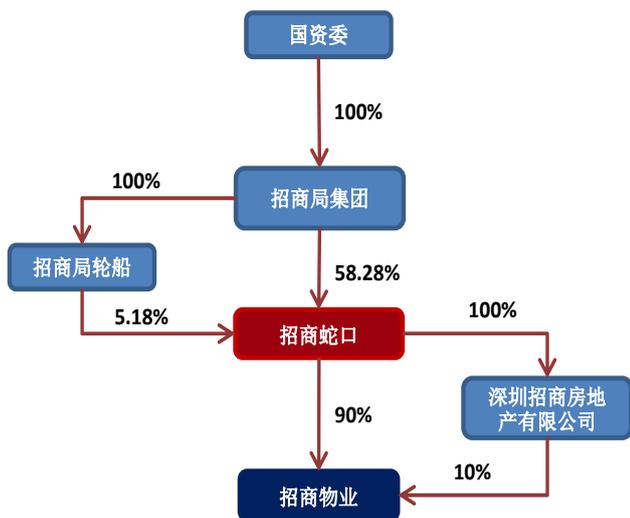
图 15：股权转让后中航善达股权结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

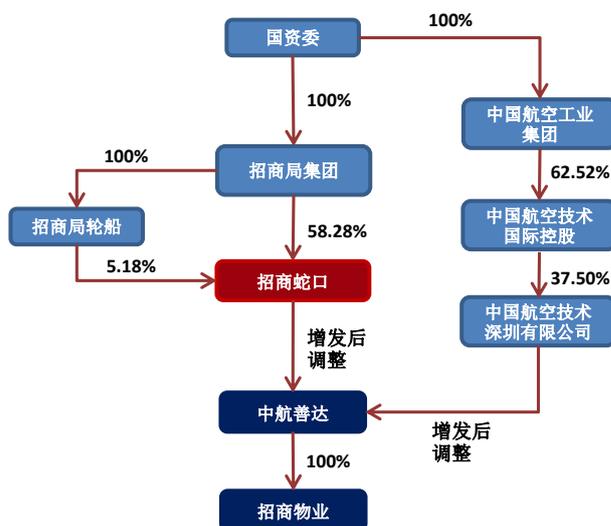
**2) 中航善达发行股份购买招商物业股份。**完成上述股份及控制权的转让后，将实施交易的第二步，中航善达拟通过发行股份方式购买招商蛇口等持有的招商物业 100% 的股权，交易完成后，招商物业将成为中航善达的全资子公司。由于截止至报告发布日，公司并没有公布交易方案的详细情况，因此交易完成后招商蛇口和中航系对于中航善达的最终持股比例还未知，但根据交易结构推测，招商蛇口最终的持股比例将有所提高，而中航系的持股比例将被稀释降至 20% 以下。

图 16：原招商物业股权结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 17：股权转让后招商物业股权结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

此次交易严格意义上来说并不能称之为借壳上市，原因在于中航善达增发置入招商物业资产的交易甚至都不构成重大资产重组，更够不上构成重组上市的标准，但通过此次交易却又实际达到了将物业子公司完成上市的目的，因此称此次交易为类借壳上市。此次交易不构成重大资产重组/重组上市的原因有二：1) 重组并未使中航善达的主要经营业务发生改变；2) 招商物业的总资产、营业收入与净利润等指标均未超过中航善达的 50%。

中航善达目前已成为中航控股旗下的物管平台，此次资产重组未改变公司主要经营业务。中航善达近年来持续剥离房地产开发业务，并于 2018 年 5 月将股票简称由“中航地产”更改为“中航善达”。根据年报数据，中航善达目前管理项目 523 个，管理面积达 5307 万方，2016~2018 年物业管理板块的净利润分别为 1.2/1.2/1.6 亿元，因此此次招商物业的置入并未使公司主要经营业务发生根本性的变化。

表 3：中航善达分业务净利润情况（单位：万元）

业务板块	2016 年	2017 年	2018 年
地产	3302	4923	68071
物业管理	11877	11965	16358
建筑业（楼宇工程）	1407	587	243
服务业	-447	-2416	989
合计	16139	15059	85661

数据来源：Wind，东方证券研究所

招商物业的总资产、营业收入与净利润等指标均未超过中航善达对应指标的 50%。根据此次的重组公告及中航善达 2018 年年报数据，招商物业 2018 年营业收入为 29.2 亿元，占中航善达 2018 年营业收入的 44%，其余指标占比均不超过 20%，因此交易并不构成重大资产重组。

**表 4：招商物业、中航善达 2018 年财务指标对比（单位：亿元）**

项目	中航善达	招商物业	占比
总资产	132.4	17.0	13%
总负债	83.5	13.0	16%
净资产	48.4	4.0	8%
营业收入	66.6	29.2	44%
利润总额	12.3	1.8	15%
净利润	8.2	1.5	18%
归母净利润	8.6	1.4	16%

数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

招商蛇口、招商物业、中航善达的系列交易存在一定的不可复制性。首先此次交易双方的最终实际控制人均为国资委，若非如此 A 股上市公司收购 A 股上市公司的控制权是不易实现的。第二，中航善达这一标的无可复制，其主营业务为物业管理，但同时房地产开发业务还未完全剥离使得公司总资产、净利润等财务指标体量远大于一般物业公司，才导致交易未触及重大资产重组和重组上市的红线，从而提高通过监管审批的可能性。

### 3 上市模式比较及上市后对母公司的影响测算

#### 3.1 红筹模式及 H 股模式比较

**H 股上市模式的本质为中国公司在香港上市向海外发行的股票。**优势在于无需进行复杂的构架重组，同时还能对未来 A 股留有余地。但 H 股上市模式的缺点也很明显，由于上市后仅有 H 股为流通股，原股东持有的内资股并不能流通，因此对大股东而言，采用 H 股模式上市只有融资功能，没有套现功能；另外无论是在上市阶段还是上市后的资本运作，仍需受到中国证监会的监管，限制条件会相对较多。

**红筹模式的本质是中资控股的海外公司在海外整体上市。**其最大的优势在于全流通，对大股东而言既能实现融资也能在未来通过减持获得更多资金；此外，上市阶段只需要通过香港证监会和联交所的审批，整个上市流程的时间相对可控；上市后的融资活动也只需通过香港联交所、香港证监会的审批，更为灵活。红筹模式的主要缺点就在于需要搭建复杂的 VIE 构架，需支付一笔额外的费用。

**表 5：“H 股”模式与“红筹”模式优劣势对比**

	H 股	红筹
本质	中国公司在香港上市向海外发行的股票	中资控股的海外公司在海外上市
上市后流通情况	只有 H 股为流通股，其他为不流通的内资股	新旧股均为流通股，大股东可以在禁售期结束后自由

		买卖股票
重组架构	无需进行复杂的架构重组	将公司的权益重组注入海外拟上市，需要搭建 VIE 构架。涉及的监管较多，资金出境需商务部审批。
上市审批机关	中国证监会、香港联交所、香港证监会；审批流程较为复杂	香港联交所、香港证监会；审批流程简单
上市后资本运作	在境外资本市场的融资活动仍需境内监管机构的审批，上市后股份转让及再融资受限	境外资本市场融资活动无需境内监管机构审批
上市地位	只限 H 股部分拥有上市地位	公司整体拥有上市地位

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

对物业公司而言，迫切需要的是实现上市，因此对于物业公司尤其是房企子公司型物业公司而言，采用红筹模式上市来减少审批环节是其较优选择。叠加红筹模式股权的全流通及上市后较为灵活的资本运作，物业公司作为一个完整的上市主体融资能力将更为出色，因此无论对大股东还是公司而言都更具有吸引力。而红筹模式带来的不足——复杂的 VIE 构架的搭建在投行等中介机构的帮助下，对物业公司的影响也仅仅是增加一笔上市费用而已。

综上所述，H 股模式上市并不符合大多数物业公司的核心诉求，而类借壳上市更是可遇不可求，而通过红筹模式上市符合当下物业公司的主要诉求，已成为主流的上市模式。

### 3.2 物业公司上市对母公司的影响测算

红筹模式拆分物业公司并不会给地产母公司本身的股价带来太大的影响。通常来说，物业公司的收入和利润规模在房企总收入和总利润中占比较低，因此若采用红筹模式拆分物业公司上市，对房企整体的利润影响并不大，对应的对地产母公司的市值影响也微乎其微。

若采用 H 股模式上市，由于物业公司仍作为并表子公司，因此物业公司的市值变化可能会对应影响到地产母公司的总市值。核心原因在于物业公司上市前共享了地产母公司的估值水平，而拆分后则回归了物业公司的高估值，对于两者的估值差异上文中已有详细阐述，根据我们选取的 6 家典型物业公司与之对应的地产母公司平均动态市盈率之差为 24 倍，2019 年业绩对应 PE 之差为 17 倍。理论上由于物业公司采用 H 股模式上市对母公司市值的影响=物业公司的净利润 x (物业公司 PE-地产母公司 PE) x 持有物业公司股权比例。

我们选取了 6 家还未正式上市的龙头物业公司，测算了他们采用 H 股模式上市后对母公司市值影响的弹性（弹性即指：考虑持股比例的物业公司增厚的市值/母公司总市值）。目前港股中物业公司的估值中枢为 20~30X，因此我们将下列物业公司按照 20X 和 30X 估值进行 2 种情景假设分析，推算其单独上市后的市值。同时，由于港交所规定一般上市公司的公众持股不少于 25%（若上市市值超过 100 亿港币，公众持股量可缩减至 15-25%之间），我们假设地产母公司对物业公司的持股比例为 70%。

表 6：物业公司采用 H 股模式上市对母公司市值的弹性测算（单位：亿元）

公司	持股比例	20X	30X
----	------	-----	-----

		市值	考虑持股比例市值	物业市值/总市值	市值	考虑持股比例市值	物业市值/总市值
万科物业	70%	101.9	71.3	2%	199.8	139.9	4%
保利物业	70%	35.1	24.6	2%	65.1	45.6	3%
融创物业	70%	92.0	64.4	4%	179.5	125.7	7%
招商物业	70%	7.8	5.5	0%	21.8	15.3	1%
金地物业	70%	20.5	14.3	3%	35.5	24.9	5%
嘉宝股份	70%	33.0	23.1	11%	61.9	43.3	21%

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

注：1、各公司营业收入及净利润数据来源为 2018 年年报。万科物业、融创物业、招商物业的净利率按 10% 估算；金地物业净利率按 7% 估算。

2、各地产母公司市值为 2019 年 4 月 30 日收盘价对应市值。

就目前各物业子公司的盈利情况对应的市值，对地产母公司整体市值的影响不大，部分公司除外。其中，由于蓝光发展本身市值较小（208 亿），中性假设下（20X 估值）其物业公司嘉宝股份上市后增厚的市值占总市值比可能将会达到 11%；乐观假设下（30X 估值）市值占比可能达到 21%，可能将会对母公司蓝光发展的市值重估形成一定影响。除蓝光以外，即使在 30X 估值的乐观假设下，物业公司增厚市值对地产母公司的市值占比预计不会超过 7%。核心原因还是在于上文中提及的，物业公司的收入和利润规模在房企总收入和总利润中占比较低，而且我们也不认为此占比会在未来出现大幅的提升。

综上所述，无论是采用红筹模式上市还是 H 股模式上市，物业公司的单独上市并不会对地产母公司的市值造成重大影响，部分公司除外。

## 投资建议

我们认为物业管理行业的龙头公司绝不应该是其地产开发母公司的附属甚至成本中心，而应该是一家拥有独立的发展战略、决策能力和融资能力的公司，因此分拆上市对于物业管理公司而言是重要且必要的一步。物业公司的分拆上市绝非单纯的为了追求较高的估值，而应该视为企业发展壮大历程中的重要节点。如此看来，通过何种途径实现上市并不十分重要，是否分拆上市才至关重要。当然，物业公司上市也需尊重企业发展阶段的客观事实，水到渠成式的上市能够推动公司快速成长和蜕变，但拔苗助长式的上市则必然面对惨淡的成交量和形同虚设的融资功能。

综合来看，1) 我们看好借资本助力有望成为行业龙头的物业公司，建议关注包括已经具备龙头气质的碧桂园服务(6098, 未评级)、绿城服务(2869, 未评级)，以及成长性最佳的永升生活服务(1995, 未评级)、新城悦(1755, 未评级)。2) 由于蓝光发展(600466, 未评级)的物业子公司嘉宝股份有望在港股上市且对其市值影响弹性较大，也建议积极关注蓝光发展的价值重估。

## 风险提示

监管机构对物业公司上市政策发生重大变化。

社保政策可能会对物业公司盈利能力造成影响。物业公司作为人员密集型行业，员工薪酬开支占营业成本的比重较高，社保缴费率的变动可能会对物业公司的盈利情况造成影响。

## 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

本研究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。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备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，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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

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

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

