

非住宅物业管理行业深度报告

物管从小区走向城市，非住宅蓝海疆域无边

推荐（维持）

我们认为，非住宅物业管理行业潜力巨大，但目前格局分散。估算2030年全国非住宅物业管理面积将达113亿平，对应基础服务收入规模1.1万亿元，分别较18年+81%、+129%。随着我国消费升级、产业升级等因素将推动品质型商办物管增量需求增加，并存量改造后有望成为新的服务对象。近几年国家大力提倡后勤社会化，并对地方审计加强监管等措施，促使政府机关后勤服务逐步市场化，有望推动机构类物管业务的快速发展。非住宅物业面对单一大业主，重定价能力强，中长期利润率更稳定，并且机构类物业的定义有望扩围至城市市政服务等更为广义的概念，将物业管理的边界从小区拓展至社区乃至城市。我们维持物业管理行业“推荐”评级，考虑我国物管行业的高成长性对于高估值的快速消化，我们认为物管公司合理估值PE20-40倍、PEG0.7-1倍，并且业绩增速越高应享受更高估值，维持推荐：中航善达(000043.SZ)；并建议关注：保利物业(H01245.HK)、新大正(002968.SZ)、碧桂园服务(6098.HK)、雅生活服务(3319.HK)、永升生活服务(1995.HK)、中海物业(2669.HK)、新城悦服务(1755.HK)、绿城服务(2869.HK)。

支撑评级的要点

□ 非住宅物管：预计30年规模较目前+80%、收入+130%，中长期潜力巨大

我们估算2018年全国物管面积为219亿平、对应基础服务收入规模为0.94万亿元，预计2030年将分别达395亿平、2.2万亿元，较18年分别+81%、+129%，CAGR分别为5.1%、7.2%；其中，我们假设物管面积中各业态占比稳定，住宅、非住宅管理面积将分别为282、113亿平，均较18年+81%，CAGR均为+5.1%，对应基础服务收入规模将分别为1.0、1.1万亿元，均较18年+129%，CAGR均为+7.2%。值得注意的是，上述测算中我们并未将非住宅物管较强的重定价能力因素考虑进去。实际上，中长期非住宅物管空间料将更为广阔。

□ 商办物管：消费升级、三产就业占比提升，激发品质型商办物业管理需求

我们估算2018年我国商业、办公管理面积分别为14、19亿平。虽然商业地产总量有所过剩，但品质型商业地产仍有较大提升空间：1)据赢商网数据，18年我国品质型购物中心存量约3.6亿平，对应人均购物中心GFA为0.25平，较10年美国人均购物中心GLA2.2平有7.8倍提升空间；2)估算目前我国人均品质型办公面积2.8平，对比美、日分别11.2、6.6平，分别有3、1.4倍提升空间。增量来看，消费、产业升级，对应商办物管的服务对象更多是品质型商业地产；而过剩的存量商业地产经过重组、调整后，也有望成为商办物管新的服务对象。我们估算2030年全国商业、办公管理面积分别提升至24、34亿平，均较18年+81%，CAGR均为+5.1%，其中品质型购物中心和品质型办公的CAGR更高达+12%、+11%，将赋予商办物管更大的成长空间。

□ 机构物管：单一大业主、重定价能力强，服务范围逐步由小区扩围至城市

随着国家大力提倡后勤社会化，并对地方审计的加强监管等措施，促使政府机关后勤服务逐步市场化，推动机构类物管业务的快速发展。估算2030年机构类物管面积有望达55亿平，较18年+81%，CAGR+5.1%，基础服务收入4,316亿元，较18年+129%，CAGR+7.2%。机构类物业面对单一大业主，重定价能力强，而收缴率方面也有更强保障。由于机构类物业对于管理服务能力要求较高，门槛较高，并参与者较少，具备央企背景的物管公司和优质服务类第三方物管公司在资源获取方面优势更为突出，由此推动呈现更高集中度。此外，随着物管公司运营服务能力的提升，机构类物业的定义有望扩围至城市市政服务等更为广义的概念，将物业管理的边界从小区拓展至社区乃至城市。

□ 非住宅三大特色：盈利能力稳定、格局分散并望加速集中、潜在空间巨大

非住宅物管具备三大特色：1)盈利能力稳定，面对单一大业主，重定价能力更强，新大正毛利率和净利率分别为21.3%、9.7%，证明机构物业在没有母公司背景下，依靠优质的服务同样能够实现较高利润率水平，确保其利润率中长期稳定，若考虑增值服务拓展有望更高；2)格局分散并望加速集中，估算目前机构物业面积和收入规模分别为30亿平、1884亿元，中航善达、保利物业、新大正面积市占率分别达2.5%、2.3%、1.7%，后期具备央企背景的物管公司和优质服务类第三方物管公司在资源获取方面优势更为突出，由此推动呈现更高集中度；3)潜在空间巨大，目前大多国内高端商办由海外五大行管理，后续随着国内物管公司管理规模、服务品质提升，有望逐步接管高端商办业态，并后勤社会化推动高校、航空、机关等多种业态的渗透。

□ 风险提示：社保改革降低行业盈利能力，企业并购存在商誉减值等风险。

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	131	3.51
总市值(亿元)	21,446.96	3.45
流通市值(亿元)	19,289.22	4.22

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.11	-5.94	-0.94
相对表现	-4.12	-14.11	-20.74



相关研究报告

《物业管理行业深度报告：朝阳行业，黄金时代》
2019-05-16

《中航善达(000043)深度研究报告：央企物管强强联合，非住宅龙头扬帆起航》

2019-06-20

《物管行业专题报告：三大独有特色，修筑护城河、造就蓝海市场》

2019-07-14

目 录

前言&投资概要	5
一、行业概况：非住宅物管空间巨大、增速较高、并格局分散.....	5
二、非住宅物业：消费升级推动优质购物中心需求增长，三产占比提升或推动办公楼需求释放.....	10
（一）商业物业：存量过剩一定程度源于结构问题，中产爆发、消费升级，狭义购物中心或潜力巨大.....	10
1、存量情况：15年起新开工持续为负，一定程度反映类住宅过剩，品质型购物中心仍有提升空间.....	10
2、消费能力：人均可支配收入提升，中产占比增长，居民消费能力提升	11
3、消费意愿：社零稳步提升，人均购物中心面积仍有较大空间，潜在消费升级需求大	12
（二）办公物业：城镇化推动三产就业人员占比提升、人均办公面积趋向国际化，推动办公物业发展.....	15
1、存量改善：新开工、竣工低位，销售不弱，办公楼存量过剩情况有所改善，品质办公楼仍有潜在需求..	15
2、需求释放：第三产业就业人员占比提升，人均办公面积趋向国际化，推动办公物业发展	18
（三）机构类物业：面对单一大业主、重定价能力强，服务范围望逐步由小区扩围至社区乃至城市.....	21
三、非住宅物管：重定价赋予盈利能力更强、或呈现更高集中度、孕育优秀品牌有望替代海外物管	23
（一）盈利能力：短期住宅靠新盘叠加，非住宅重定价能力更强，长期看人均效能提升、增值服务爆发.....	23
1、住宅物管：成本端驱动，短期依靠新交付项目占比提升对冲，长期靠社区增值服务高毛利平滑.....	23
2、非住宅物管：收入端驱动，单一大业主提价相对容易，核心在于重定价能力较强，毛利率或更为稳定..	24
（二）行业格局：目前格局较分散，进入门槛高、央企资源优势得以突出，或呈现更高集中度	26
1、格局分散：非住宅物管龙头市占率较低，行业格局处于较分散状态	26
2、集中度提升：面对单一大业主、进入门槛高、央企资源与优质服务类公司优势突出，集中度或更高.....	28
（三）国产替代：开发继承叠加资本赋能有望孕育优秀物管公司，低成本优势望接管国内蓝海市场.....	31
1、服务能力：过去能力与品牌较弱，开发继承叠加资本赋能有望孕育优秀公司，逐步接管国内商办物管..	31
2、成本较低：8家AH物管公司SG&A占比营收11.8%vs8家海外32.2%，成本及费用端更具优势.....	32
四、投资建议：物管从小区走向城市，非住宅蓝海疆域无边，维持“推荐”评级.....	33
五、风险提示：社保改革降低行业盈利能力，企业并购存在商誉减值等风险.....	33

图表目录

图表 1、房屋新开工面积及同比	6
图表 2、房屋竣工面积及同比	6
图表 3、新开工面积各业态占比	6
图表 4、竣工面积各业态占比	6
图表 5、商业及办公楼新开工面积占比	7
图表 6、商业及办公楼竣工面积占比	7
图表 7、各业态物业管理面积占比	7
图表 8、百强企业分业态物业费单价	8
图表 9、2015-2030 年全国物业管理面积及基础物业收入预测汇总	8
图表 10、全国住宅管理面积预测及同比	9
图表 11、全国非住宅管理面积预测及同比	9
图表 12、全国住宅物管基础收入预测及同比	10
图表 13、全国非住宅物管基础收入预测及同比	10
图表 14、商业营业用房新开工面积及同比	10
图表 15、商业营业用房竣工面积及同比	10
图表 16、GDP 第一、第二、第三产业占比	11
图表 17、全国居民人均可支配收入及同比	11
图表 18、我国中产阶级占比及消费支出大幅提升	11
图表 19、我国人均 GDP 及同比	12
图表 20、我国城镇及农村居民家庭恩格尔系数	12
图表 21、中国 vs 美国人均购物中心面积	13
图表 22、我国购物中心存量及同比	13
图表 23、2003 年 vs.2017 年人口结构变化	13
图表 24、我国社会消费品零售总额及同比	14
图表 25、2018 年主流一二线城市人均可支配收入及同比	14
图表 26、2019 年前 9 月主流一二线城市社零总额及同比	15
图表 27、办公楼新开工面积及同比	16
图表 28、办公楼竣工面积及同比	16
图表 29、办公楼销售面积及同比	16
图表 30、办公楼待售面积及同比	16
图表 31、办公楼待售面积及去化月数	17
图表 32、国内外主流城市办公楼存量及就业人数情况	18

图表 33、我国第三产业就业人员占比持续提升	19
图表 34、各国第三产业就业人员占比情况	19
图表 35、中国城镇化率 vs 第三产业就业人数占比	20
图表 36、美国城市化率 vs 第三产业就业人数占比	20
图表 37、日本城市化率 vs 第三产业就业人数占比	20
图表 38、韩国城市化率 vs 第三产业就业人数占比	20
图表 39、中国与美国、日本存量办公楼对比	20
图表 40、各国第三产业人均办公面积情况	21
图表 41、机构类物业细分领域及代表项目	22
图表 42、百强人均管理面积及同比	23
图表 43、百强经营成本及营业成本率	23
图表 44、百强物业营业成本构成情况	24
图表 45、住宅毛利率影响因素	24
图表 46、非住宅物业毛利率影响因素	25
图表 47、百强企业分业态物业费单价	26
图表 48、CBRE 调整后净利率	26
图表 49、主流 AH 物管公司非住宅在管面积占比情况	27
图表 50、各公司部分机构类物业项目情况	28
图表 51、中航善达历年管理面积及增速	29
图表 52、保利物业历年在管面积及增速	29
图表 53、上市物管公司 IPO 及配股募资资金用途说明	29
图表 54、上市与非上市品牌企业品牌价值均值及增速对比	32
图表 55、AH 物管公司与海外物管公司费用对比	32
图表 56、主流物业管理公司估值表	33

前言&投资概要

在我们第一篇行业深度报告《物业管理行业深度报告：朝阳行业，黄金时代》中曾提出，继承我国房地产行业特色，我国物业管理行业将注定呈现出一个规模大、增速高的蓝海市场，预计2030年末行业市场规模将高达2万亿元，远高于美日两国，并较目前规模有望翻番；近年来住宅销售高位稳定、竣工交付加速、物管渗透率提升等积极因素将综合推动行业进入规模爆发期，而在这大行业、小公司的格局中，房企集中度跳增和物管证券化加速等有利因素则将大幅推升物管集中度，预示着物管龙头将拥有巨大的成长空间；此外，物管行业的弱波动式稳定增长也将奠定其穿越周期的能力。

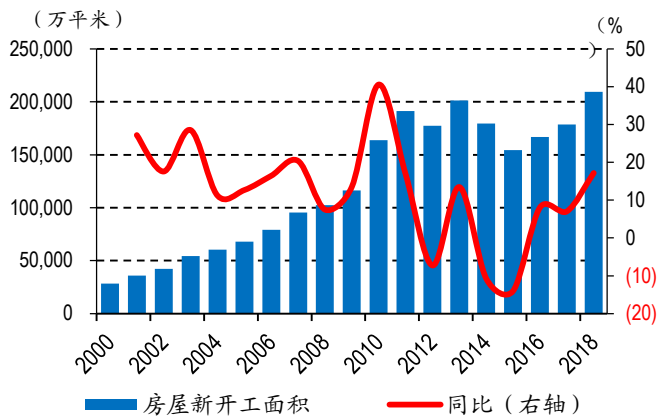
在我们第二篇行业深度报告《物业管理行业专题报告：三大独有特色，修筑护城河、造就蓝海市场》中曾总结出，我国物业管理行业拥有三大独有特色：1) 空间巨大：目前我国住宅存量分别是美日的1.7倍和5.6倍，且住宅增量(新房成交、新开工)也远超美日，预计2030年我国住宅存量将达355亿平，届时将是美日的2.4倍和7.9倍，预示我国物管行业较海外空间更大、增速更高；2) 围墙属性：我国独有“围墙+高层多独栋少”特色，赋予物管用户流量锁定性更强、流量密度更高的优势，便于后续物管增值服务高效率变现，打造物管行业天然护城河；3) 集中度继承：我国“一对多”的土地供应制度以及“小区”的独特形式，推动我国房企大多配套自己的物管公司，形成了我国物管行业独有的集中度继承优势，推动部分物管公司实现低成本扩张、兼顾规模与利润，加速行业集中度提升。

本文中，我们进一步探讨非住宅物管领域的空间和格局。我们认为，非住宅物业管理行业潜力巨大，但目前格局分散。估算2030年全国非住宅物业管理面积将达113亿平，对应基础服务收入规模1.1万亿元，分别较18年+81%、+129%。随着我国消费升级、产业升级等因素将推动品质型商办物管增量需求增加，并存量改造后有望成为新的服务对象。近几年国家大力提倡后勤社会化，并对地方审计的加强监管等措施，促使政府机关后勤服务逐步市场化，有望推动机构类物管业务的快速发展。非住宅物业面对单一大业主，重定价能力强，中长期利润率更稳定，并且机构类物业的定义有望扩围至城市市政服务等更为广义的概念，将物业管理的边界从小区拓展至社区乃至城市。我们维持物业管理行业“推荐”评级，考虑我国物管行业的高成长性对于高估值的快速消化，我们认为物管公司合理估值PE20-40倍、PEG0.7-1倍，并且业绩增速越高应享受更高估值，维持推荐：中航善达(000043.SZ)；并建议关注：保利物业(H01245.HK)、新大正(002968.SZ)、碧桂园服务(6098.HK)、雅生活服务(3319.HK)、永升生活服务(1995.HK)、中海物业(2669.HK)、新城悦服务(1755.HK)、绿城服务(2869.HK)。

一、行业概况：非住宅物管空间巨大、增速较高、并格局分散

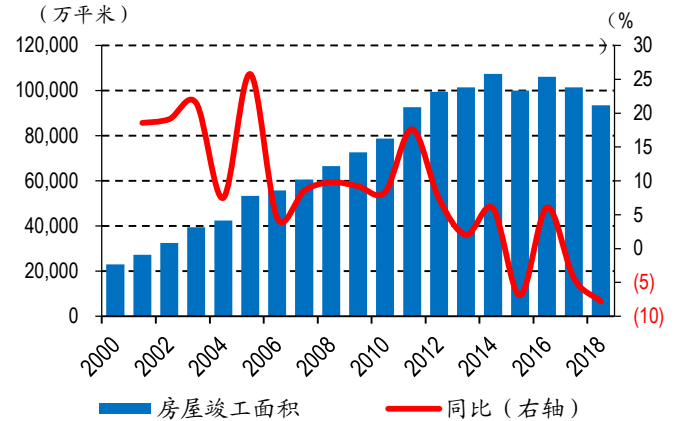
在我们2019年5月16日出版的《物业管理行业深度报告：朝阳行业，黄金时代》中曾提出，受益于城镇化率提升、人口总量高，我国物业管理行业料将呈现空间大、增速高的局面，并且目前行业龙头市占率较低，CR10仅11.2%，行业格局较分散。2000-2018年，我国商业营业用房、办公楼新开工面积分别平均占比11.5%、3.0%，竣工面积分别平均占比10.6%、2.9%；据中指院数据，2018年全国物业管理面积中，商业、办公分别占比6.0%、7.1%，相对住宅物业管理，我们认为商业物业、办公物业及机构类物业等非住宅物业管理同样潜力巨大，并格局更为分散。

图表 1、房屋新开工面积及同比



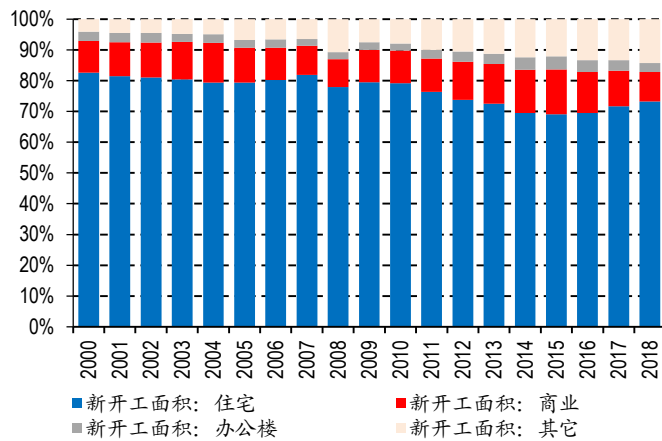
资料来源: Wind, 华创证券

图表 2、房屋竣工面积及同比



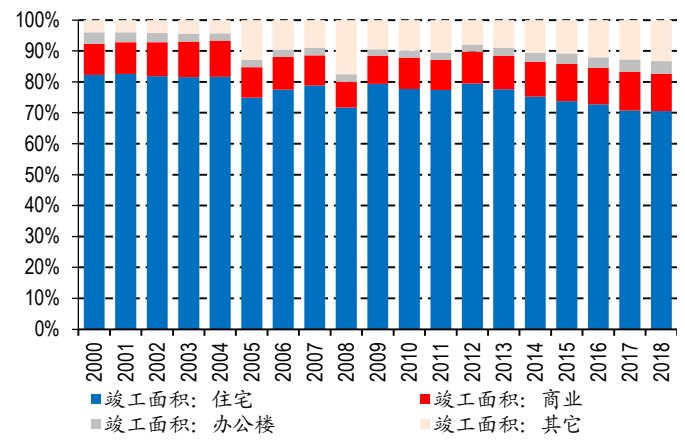
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3、新开工面积各业态占比



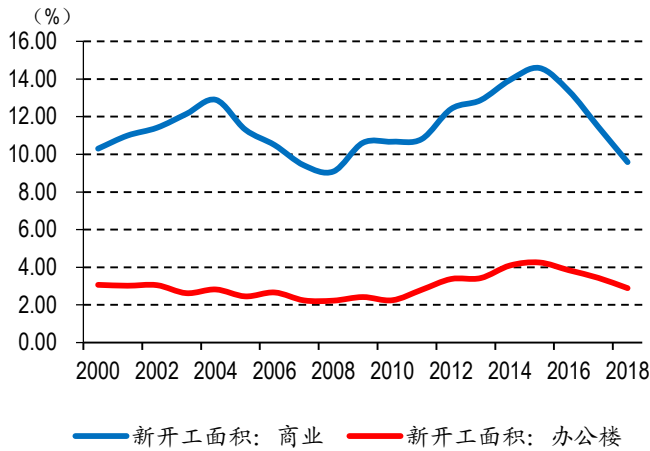
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4、竣工面积各业态占比



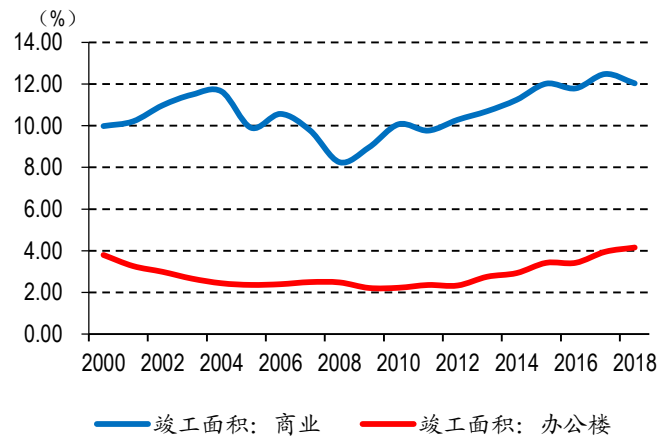
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5、商业及办公楼新开工面积占比



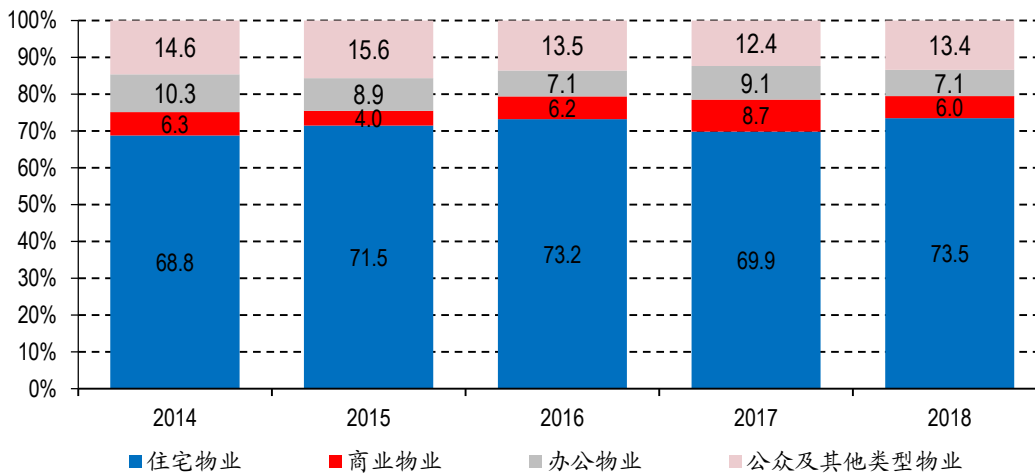
资料来源: Wind, 华创证券

图表 6、商业及办公楼竣工面积占比

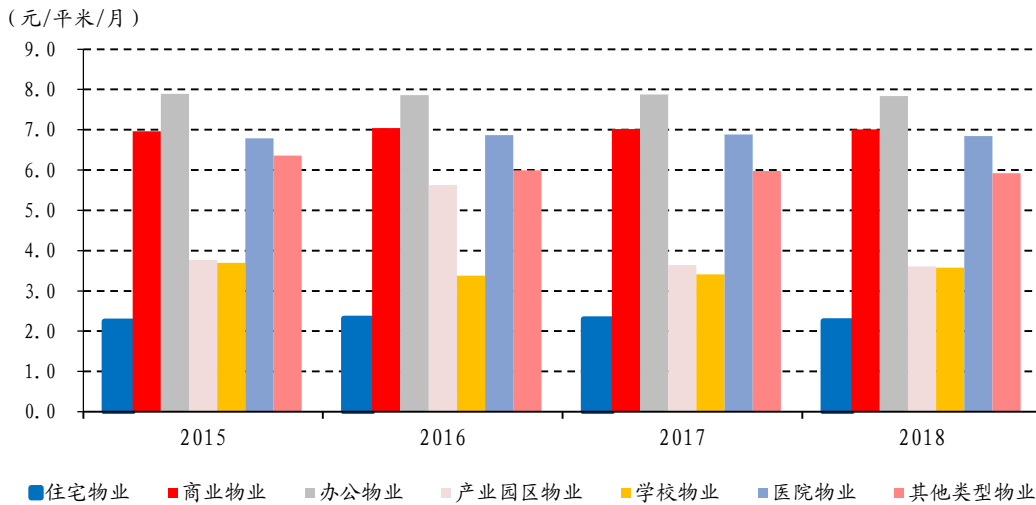


资料来源: Wind, 华创证券

图表 7、各业态物业管理面积占比



资料来源: 中国指数研究院, 华创证券

图表 8、百强企业分业态物业费单价


资料来源：中国指数研究院、华创证券

2015年，全国住宅存量228亿平米，物业管理面积175亿平米，并按2014-2018年住宅物业管理面积占比平均约71.4%，我们估算，2018年我国物业管理面积达219亿平米，其中，住宅、商业、办公、其他物业分别达156、14、16、30亿平；2020年，全国物业管理面积将达到248亿平米，较2018年+13.4%，对应基础物业服务收入规模为11,117亿元，较2018年+18.0%；其中住宅、非住宅物业管理面积将分别为177、71亿平米；2030年，全国物业管理面积将达到395亿平米，较2018年+80.6%，对应基础物业服务收入规模为21,578亿元，较2018年+129.1%；其中住宅、非住宅物业管理面积将分别为282、113亿平米。

据中指院数据，2014-2018年全国百强企业住宅物业、商业物业、办公物业、其他物业管理面积平均占比分别为71.4%、6.2%、8.5%、13.9%，短期来看，我们假设各业态面积占比维持不变，估算2020年住宅物业、商业物业、办公物业、其他物业的基础物业服务收入规模将分别为5,277、1,428、2,189、2,223亿元；中长期来看，估算2030年全国住宅物业、商办物业、办公物业、其他物业的基础物业服务收入规模将分别为10,243、2,771、4,249、4,316亿元。

图表 9、2015-2030年全国物业管理面积及基础物业收入预测汇总

年份	住宅管理面积 (亿平米)	非住宅管理面积 (亿平米)	全国物业管理面积 (亿平米)	收入规模 (亿元)	住宅 (亿元)	商业 (亿元)	办公 (亿元)	其他 (亿元)
2015	124.5	50.0	174.5	7,087	3,364	910	1,395	1,417
2016	135.0	54.2	189.2	7,837	3,720	1,006	1,543	1,567
2017	145.5	58.4	203.9	8,614	4,089	1,106	1,696	1,723
2018	156.0	62.6	218.6	9,419	4,471	1,210	1,855	1,884
2019E	166.5	66.8	233.2	10,253	4,867	1,317	2,019	2,051
2020E	176.9	71.0	247.9	11,117	5,277	1,428	2,189	2,223
2021E	187.4	75.2	262.6	12,011	5,701	1,542	2,365	2,402
2022E	197.9	79.4	277.3	12,936	6,141	1,661	2,547	2,587

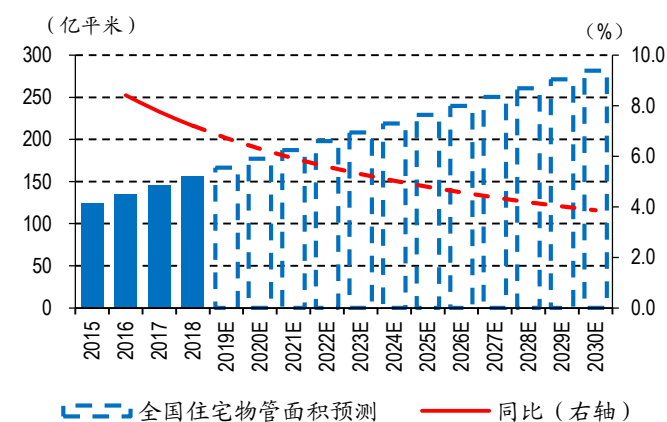
年份	住宅管理面积 (亿平米)	非住宅管理面积 (亿平米)	全国物业管理面积 (亿平米)	收入规模 (亿元)	住宅 (亿元)	商业 (亿元)	办公 (亿元)	其他 (亿元)
2023E	208.4	83.6	292.0	13,894	6,595	1,784	2,736	2,779
2024E	218.9	87.8	306.7	14,884	7,065	1,911	2,931	2,977
2025E	229.4	92.0	321.4	15,909	7,552	2,043	3,133	3,182
2026E	239.8	96.2	336.0	16,969	8,055	2,179	3,341	3,394
2027E	250.3	100.4	350.7	18,065	8,575	2,320	3,557	3,613
2028E	260.8	104.6	365.4	19,197	9,113	2,465	3,780	3,839
2029E	271.3	108.8	380.1	20,368	9,668	2,616	4,011	4,074
2030E	281.8	113.0	394.8	21,578	10,243	2,771	4,249	4,316

资料来源：国家统计局、中国指数研究院，华创证券预测

注：1）由2015年全国住宅存量228亿平米、物业管理面积175亿平米及住宅物业管理面积占比71%得出2015年全国存量物业覆盖率约55%；2）假设自2015年起住宅增量部分（新交付）物业覆盖率为100%，住宅存量部分（15年之前存量）物业覆盖率保守预计维持在55%；3）假设各业态新交付物业单价年均涨幅2%（人工成本年均涨幅3%*人工成本占比60%的刚性上涨，另考虑其他成本小幅提升），存量老物业保守假设不涨价；4）2014-2018年住宅物业管理占比平均为71.4%，我们假设住宅与非住宅占比相对稳定，并按平均占比6.2%、8.5%、13.9%分别估算商业、办公、公众及其他业态的管理面积。

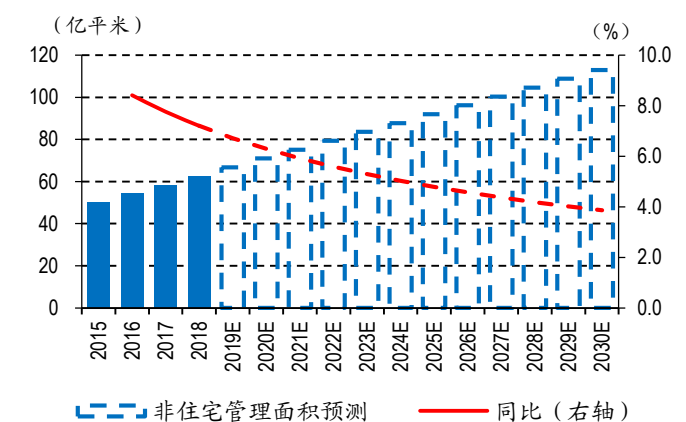
综上，我们估算2018年全国物管面积为219亿平、对应基础服务收入规模为0.94万亿元，预计2030年将分别达395亿平、2.2万亿元，较18年分别+81%、+129%，CAGR分别为+5.1%、+7.2%；其中，住宅、非住宅管理面积将分别为282、113亿平，分别较18年+81%、+81%，CAGR分别为+5.1%、+5.1%，对应基础服务收入规模将分别为1.0、1.1万亿元，分别较18年+129%、+129%，CAGR分别为+7.2%、+7.2%。值得注意的是，在上述估算中我们并未将非住宅物业较强的重定价能力因素考虑进去，因此，如果考虑的话，预计中长期非住宅物管的的空间将更为广阔，并且我们在后文中也将对此进行详细分析。

图表 10、全国住宅管理面积预测及同比



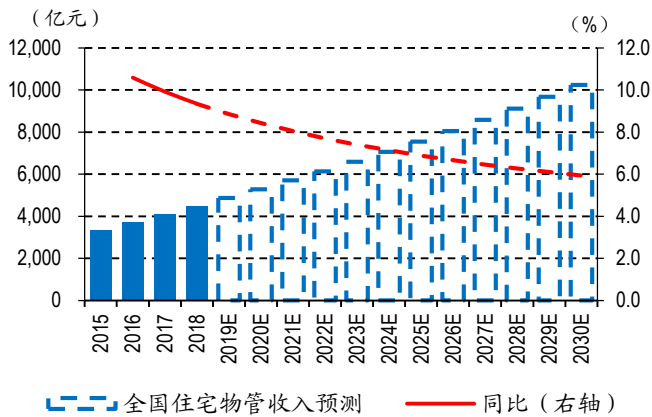
资料来源：Wind，华创证券

图表 11、全国非住宅管理面积预测及同比



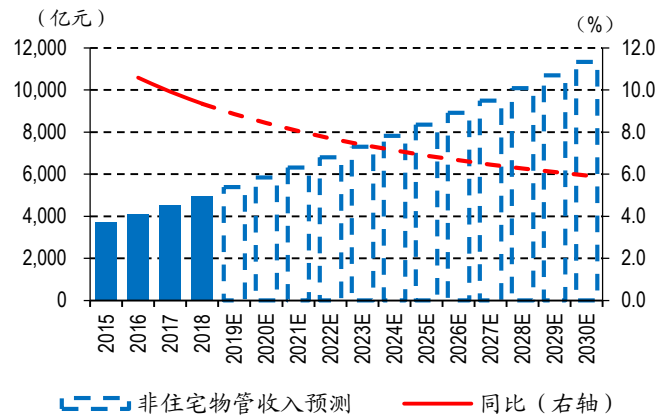
资料来源：Wind，华创证券

图表 12、全国住宅物管基础收入预测及同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13、全国非住宅物管基础收入预测及同比



资料来源: Wind, 华创证券

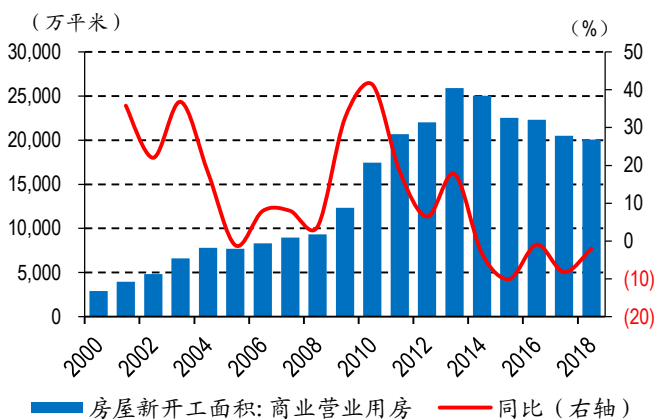
二、非住宅物业：消费升级推动优质购物中心需求增长，三产占比提升或推动办公楼需求释放

(一) 商业物业：存量过剩一定程度源于结构问题，中产爆发、消费升级，狭义购物中心或潜力巨大

1、存量情况：15年起新开工持续为负，一定程度反映类住宅过剩，品质型购物中心仍有提升空间

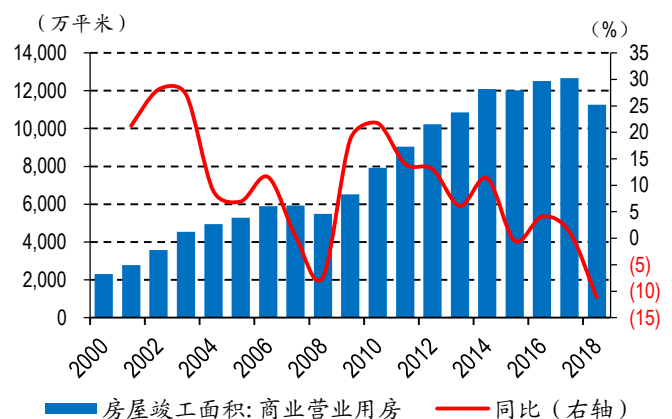
2018年,我国商业营业用房新开工面积 2.0 亿平方米,同比-2.0%;商业营业用房竣工面积 1.1 亿平方米,同比-11.1%。新开工同比自 2014 年起持续为负,竣工面积同比也相应呈下行趋势,一定程度上说明我国商业地产的确存在过剩情况。但需要注意的是,统计局统计的数据为广义的商业营业用房,其概念范畴不仅包括零售商业,还包括娱乐业、餐饮业、旅游业所使用的房地产,盈利性的展览馆厅、体育场所、浴室,以及银行、证券等营业性的有建筑物实物存在的经营交易场所。我们认为,这部分数据持续偏弱状态一定程度反映了类住宅(公寓等)的情况,而狭义的商业地产(大型购物中心等)需求或仍有提升空间,源于消费能力的提升叠加消费意愿的切换。

图表 14、商业营业用房新开工面积及同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15、商业营业用房竣工面积及同比

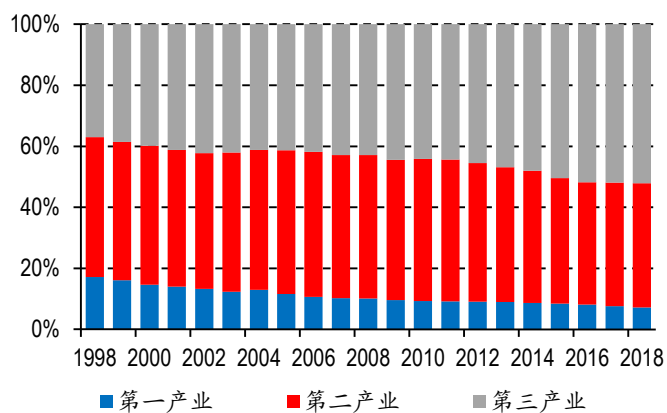


资料来源: Wind, 华创证券

2、消费能力：人均可支配收入提升，中产占比增长，居民消费能力提升

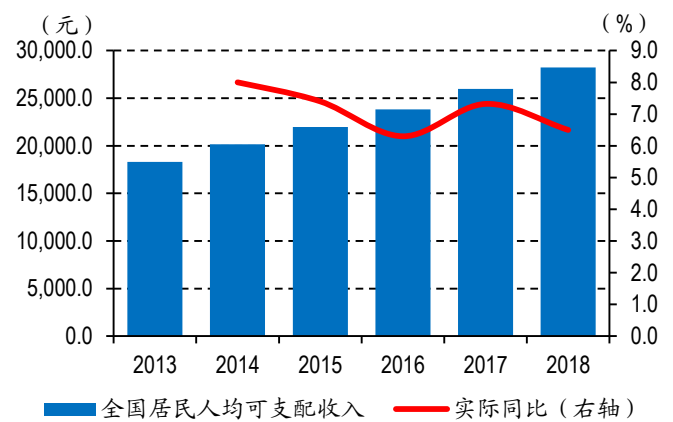
2018年，我国GDP同比+6.6%。其中，三产GDP现价占比为52.2%，较2017年+0.3pct。经济逐步向三产倾斜，产业结构由重工业主导向三产协调发展。2018年，全国居民人均可支配收入28,228元，同比+6.5%。同时，据麦肯锡调查报告，我国中产阶级在过去20年出现爆发式增长，2000年，中产阶级占比中国城镇家庭仅4%，2012年占比迅速提升至68%，并且预计到2022年，中产阶级占比将进一步提升至75%。2018年，我国人均GDP达9,771美元，同比+12%。我们认为，随着我国人均可支配收入、中产阶级占比、人均GDP的持续提升，我国消费能力仍处于持续提升阶段，对应商业物业的消费需求也在提升，而商业物业管理作为服务行业，理应受益消费升级红利。

图表 16、GDP 第一、第二、第三产业占比



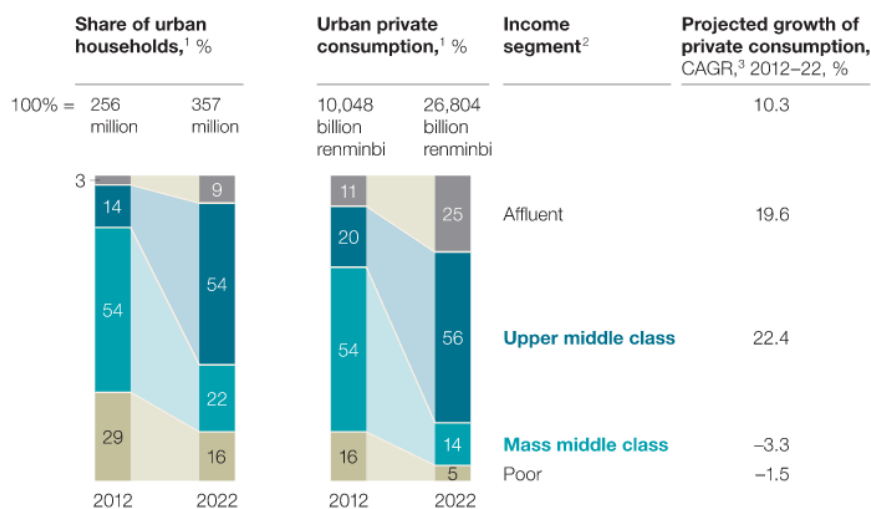
资料来源：Wind，华创证券

图表 17、全国居民人均可支配收入及同比



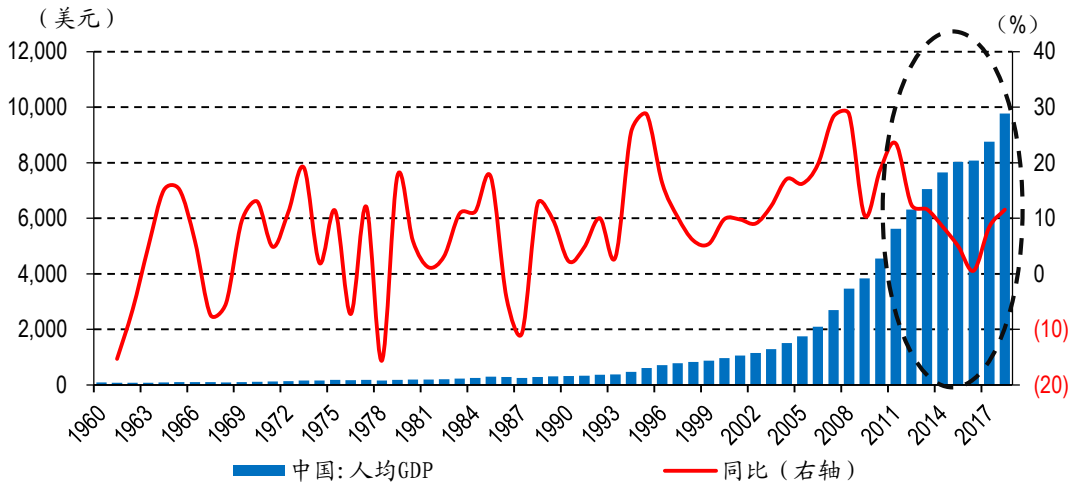
资料来源：Wind，华创证券

图表 18、我国中产阶级占比及消费支出大幅提升



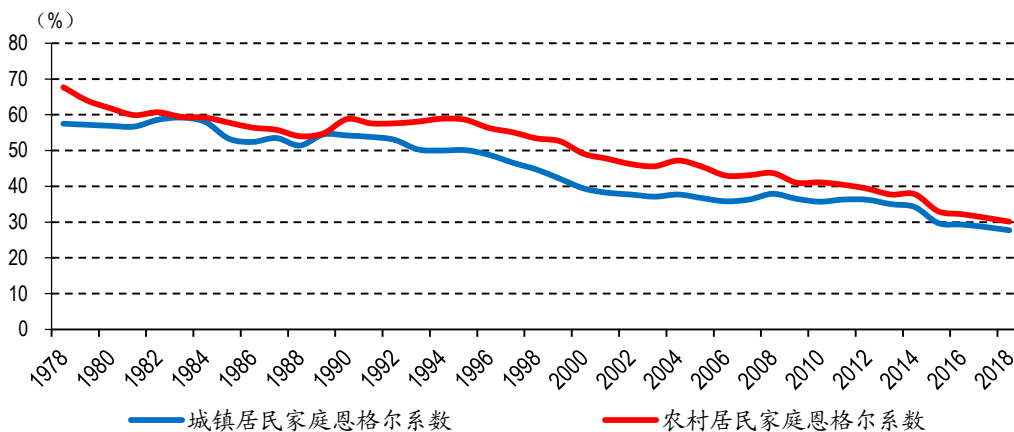
资料来源：Mckinsey，华创证券

图表 19、我国人均 GDP 及同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20、我国城镇及农村居民家庭恩格尔系数



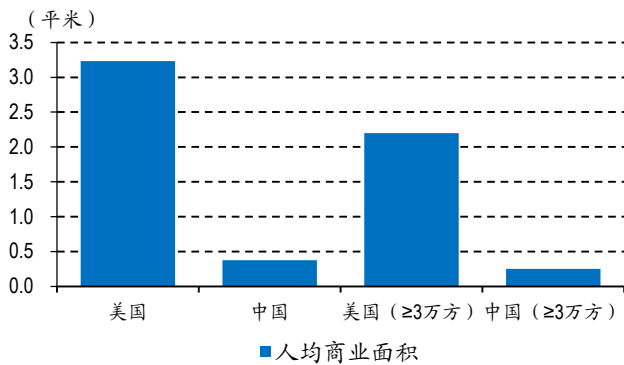
资料来源: Wind, 华创证券

3、消费意愿：社零稳步提升，人均购物中心面积仍有较大空间，潜在消费升级需求大

需求来看，2019 年前三季度，我国社会消费品零售总额达 29.7 万亿元，同比+8.2%。随着减税降费、“放管服”改革、发展流通促进商业消费等政策措施的进一步贯彻落实，预计后期消费将保持平稳增长态势。从年龄结构来看，80、90 后逐步成为消费主力，消费意愿相对更强。供给来看，据赢商网数据，2018 年，我国一二三四线城市 3 万平方米以上购物中心总存量达 35,496.8 万方，同比+15.5%，对应人均品质型购物中心 GFA 为 0.25 平方米，按美国 3 万平方米以上购物中心占比 68% 估算，2018 年末我国包含 3 万平方米以下的购物中心总存量约 52,330 万平方米，对应我国人均购物中心 GFA 为 0.38 平方米，而对比 2010 年美国 3 万平方米以上人均购物中心 GLA 2.2 平方米、包含 3 万平方米以下人均购物中心 GLA 3.2 平方米，仍有较大空间。此外，考虑到建筑面积（GFA）= 套内面积（GLA）+ 公摊面积，GFA 口径较 GLA 更大，因而我国人均 GLA 较美国空间更大。

我们认为，随着经济向第三产业倾斜、中产阶级占比、人均可支配收入、人均 GDP 的提升，居民消费能力逐步提升；同时，随着人口结构变化，80、90 后逐步成为消费主力，居民的消费观念也将在一定程度上发生变化，并综合推动我国消费升级。消费升级背景下，尤其对于商业物业的需求日益增长，也将一定程度上推动商业物管发展。

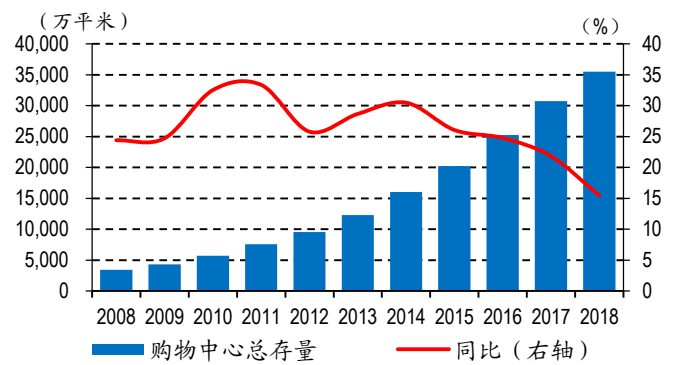
图表 21、中国 vs 美国人均购物中心面积



资料来源：赢商网，US Census Bureau，华创证券

注：美国为人均购物中心 GLA，中国为人均购物中心 GFA。含 3 万方以下购物中心面积按美国 3 万方以上购物中心占比 68% 估算。

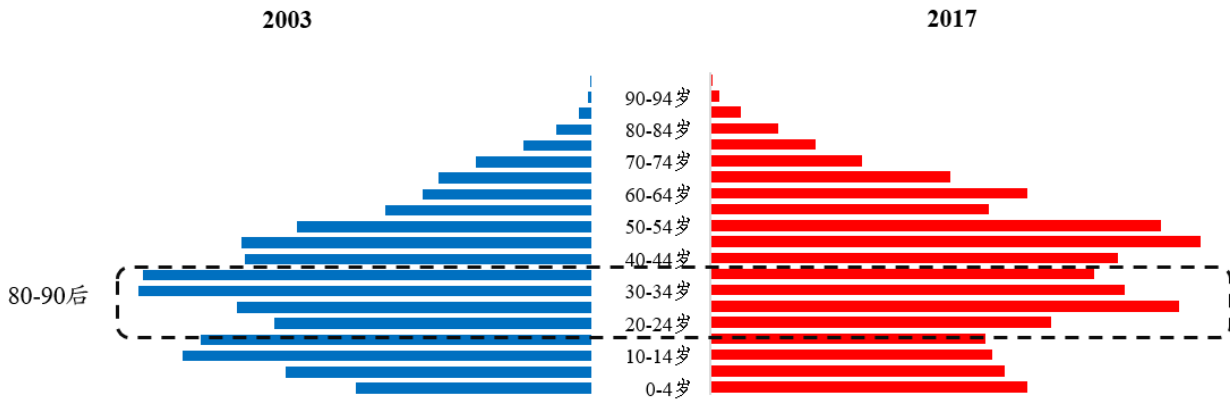
图表 22、我国购物中心存量及同比



资料来源：赢商网，华创证券

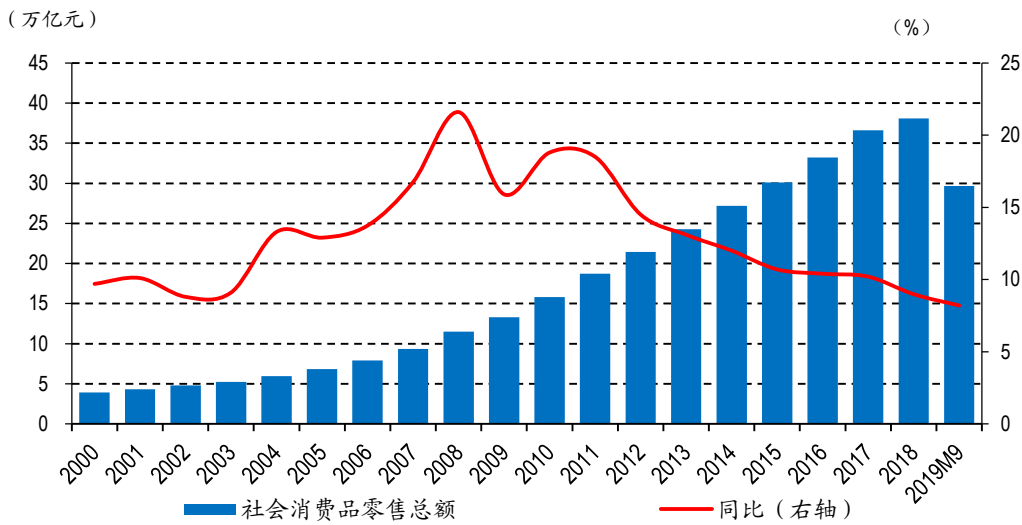
注：统计口径为商业建筑面积≥3 万平方米的购物中心

图表 23、2003 年 vs.2017 年人口结构变化



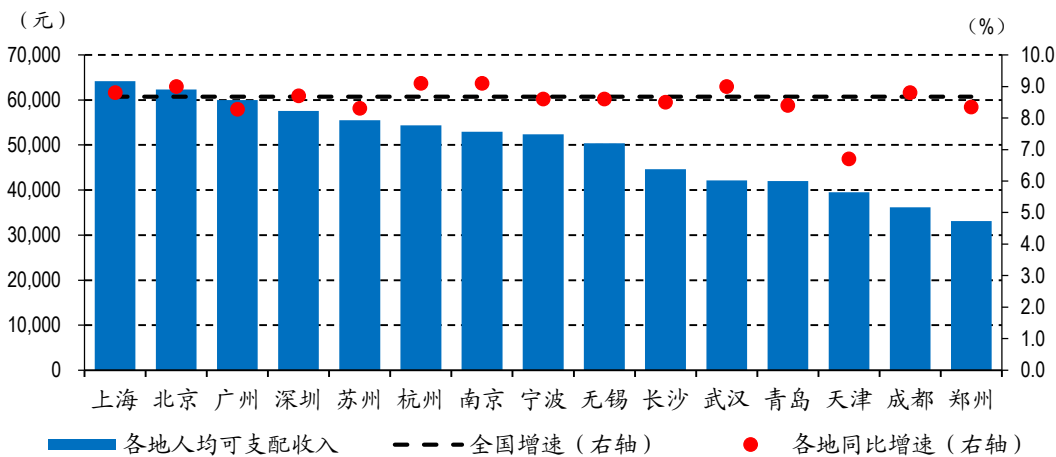
资料来源：Wind，华创证券

图表 24、我国社会消费品零售总额及同比



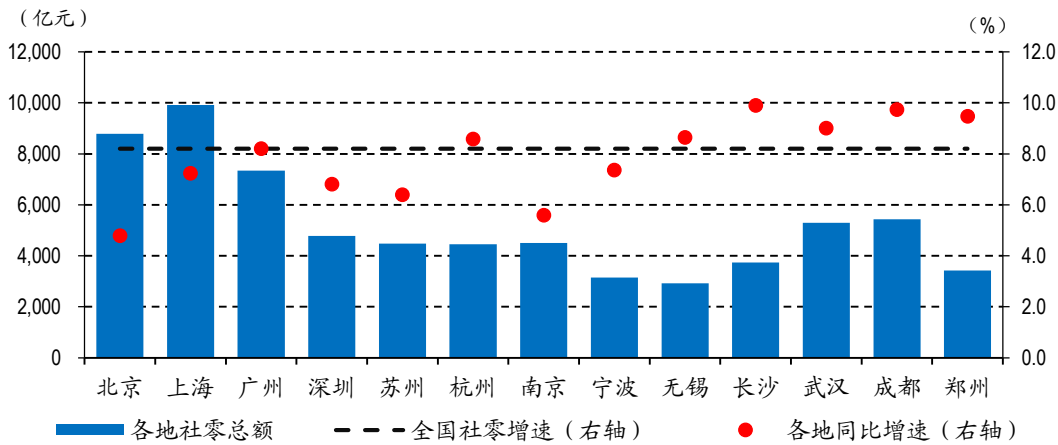
资料来源: Wind, 华创证券

图表 25、2018 年主流一二线城市人均可支配收入及同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 26、2019 年前 9 月主流一二线城市社零总额及同比



资料来源: Wind, 华创证券

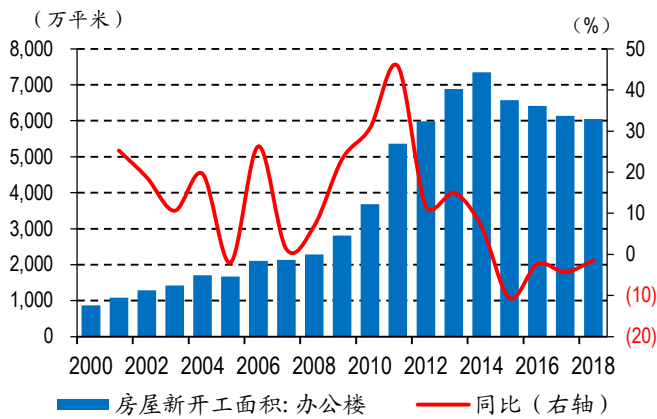
我们认为,虽然商业地产总量可能有所过剩,但目前我国人均3万方以上品质型购物中心面积仅0.25平方米,对比美国人均3万方以上购物中心面积为2.2平方米,品质型商业地产仍有较大的提升空间。从增量的角度来看,随着消费升级带来的需求,商业物业管理行业的服务对象也更多是品质型的商业地产;而从存量的角度来讲,原来过剩的存量商业地产中在经过重组、调整、重新经营后,也有可能成为商业物业管理行业的另外一部分的服务对象。据赢商网数据,2008-2018年我国3万平方米以上品质型购物中心存量面积CAGR达+26.3%,2018年同比+15.5%,我们保守按CAGR为+12%估算,2030年全国3万平方米以上购物中心存量面积有望达13.8亿平方米,对应人均品质购物中心GFA达0.99平方米,较2018年末+290%;如果计入3万平方米以下,那么商业地产存量有望达24亿平方米,较18年末+81%。

(二) 办公物业: 城镇化推动三产就业人员占比提升、人均办公面积趋向国际化, 推动办公物业发展

1、存量改善: 新开工、竣工低位, 销售不弱, 办公楼存量过剩情况有所改善, 品质办公楼仍有潜在需求

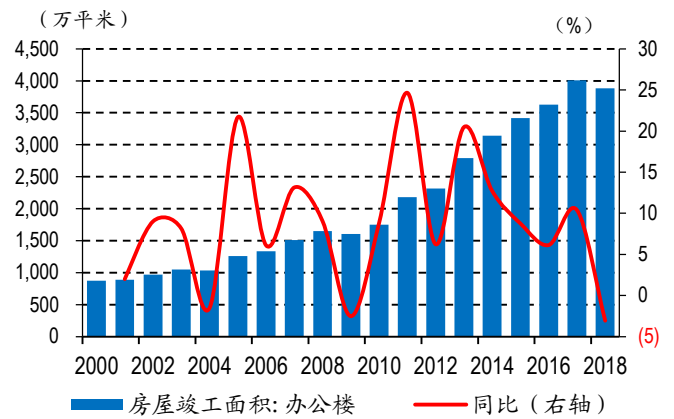
2016-2018年,办公楼销售面积同比增速分别为31%、24%、-8%;新开工面积同比增速分别为-2%、-4%、-1%;竣工面积同比增速分别为6%、10%、-3%,销售情况好于新开工和竣工,截至2019年9月末,商品房办公楼待售面积3,671万方,同比+3.5%,同比增速自2015年中开始持续放缓,而去化月数也由2015年的高点19个月下行至目前12.7个月,表明办公楼存量过剩情况有所改善。同样,我们认为办公楼过程也存在结构差异,品质办公楼的需求或仍处于提升中,源于第三产业就业人员占比提升,以及人均办公面积的提升。

图表 27、办公楼新开工面积及同比



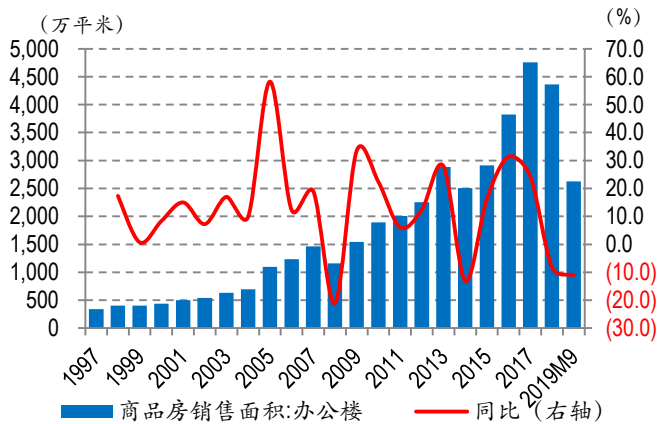
资料来源: Wind, 华创证券

图表 28、办公楼竣工面积及同比



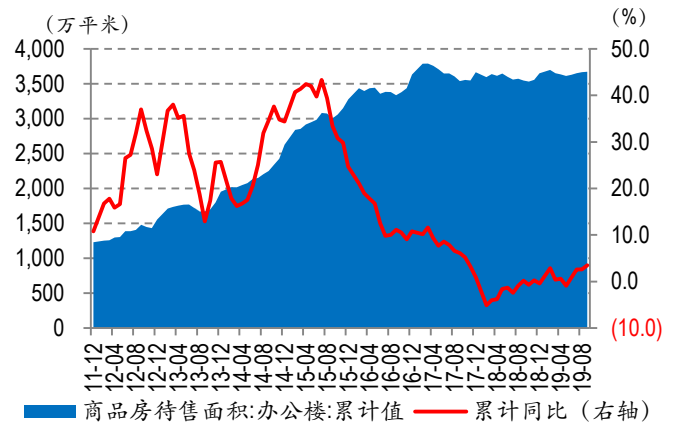
资料来源: Wind, 华创证券

图表 29、办公楼销售面积及同比



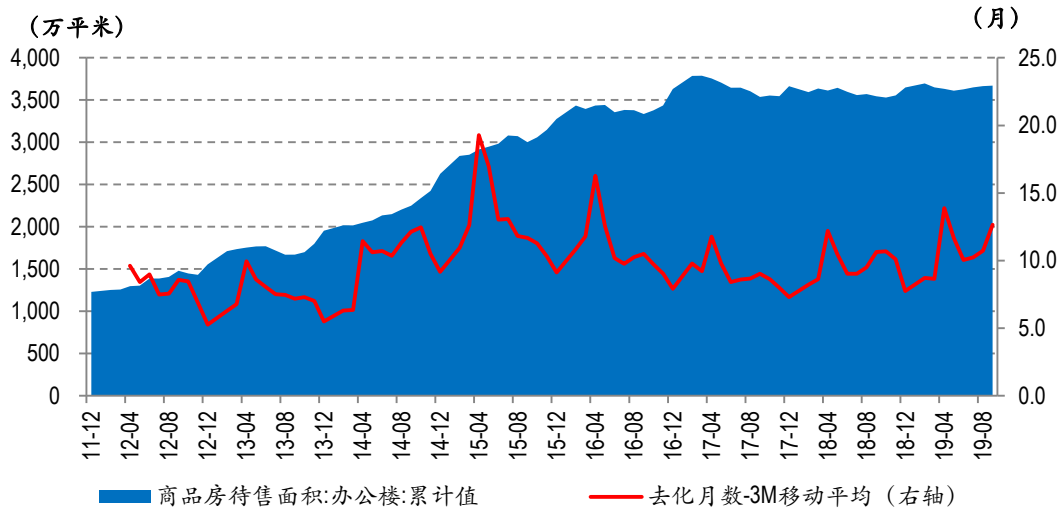
资料来源: Wind, 华创证券

图表 30、办公楼待售面积及同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31、办公楼待售面积及去化月数

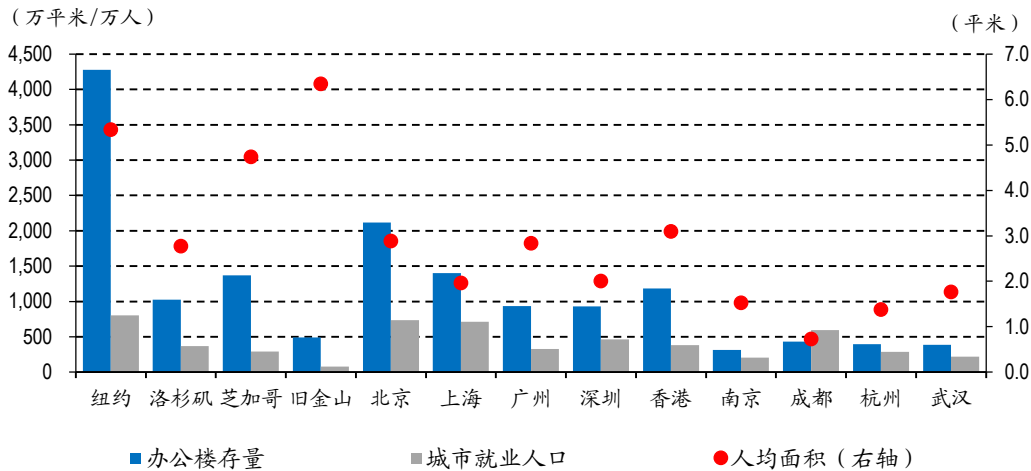


资料来源: Wind, 华创证券

对比国内外主流城市, 据资料显示, 1990年, 纽约、洛杉矶、芝加哥、旧金山办公楼存量面积分别达 4,275、1027、1371、493 万平方米, 2000年, 城市就业人口分别为 802、370、290、78 万人, 估算人均办公面积分别为 5.33、2.77、4.73、6.34 平米; 而根据国际五大行数据估算, 2018年, 北京、上海、广州、深圳、香港五个城市平均人均办公面积 2.56 平米, 南京、成都、杭州、武汉四个城市平均人均办公面积仅 1.35 平米, 较海外城市仍有较大空间。

注: 由于海外城市 1990 年的城市就业人口数据缺失, 我们用 2000 年数据代替进行估算, 考虑到主流城市 2000 年就业人口预计较 1990 年有一定增加, 因而估算人均办公面积相对偏保守。

图表 32、国内外主流城市办公楼存量及就业人数情况



资料来源: Wind, Bloomberg, 戴德梁行《2018 大中华区写字楼需求核心趋势》, 黄富厢等《现代化国际大都市及 CBD 建设的若干探讨》, 华创证券

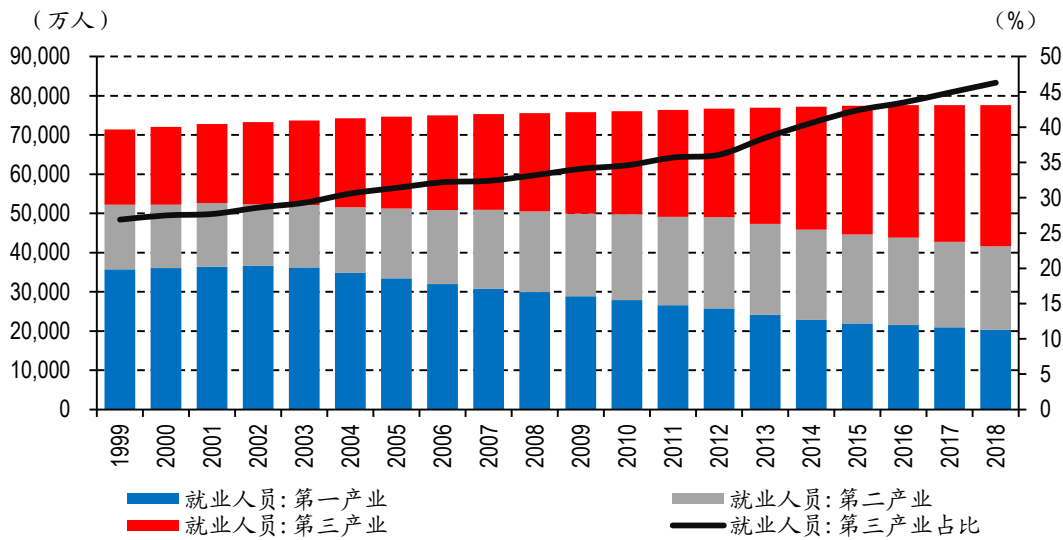
注: 由于海外城市 1990 年的城市就业人口数据缺失, 我们用 2000 年数据代替进行估算, 考虑到主流城市 2000 年就业人口预计较 1990 年有一定增加, 因而估算人均办公面积相对偏保守。

2、需求释放: 第三产业就业人员占比提升, 人均办公面积趋向国际化, 推动办公物业发展

1) 18 年我国第三产业就业人员占比 46%, 海外 7 国平均占比 76%, 城镇化率提升有望推动其提升

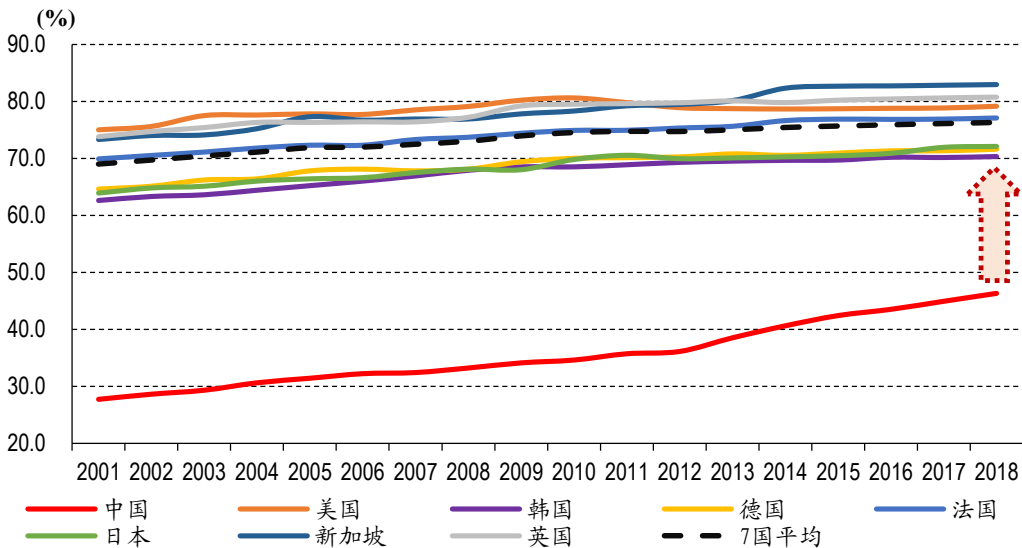
截至 2018 年末, 我国就业人数达 7.76 亿人, 其中, 第三产业就业人员占比 46.3%, 同比+1.4pct; 2018 年, 美国、韩国、德国、法国、日本、新加坡、英国 7 国平均第三产业就业人员占比达 76.3%, 我国与海外相比仍有较大提升空间。我们认为, 随着城市人口的持续流入, 服务业的就业需求将逐步提升, 因此第三产业就业人员占比提升, 与城镇化率提升有较强相关性, 而随着我国城镇化率提升的进程, 也有望出现第三产业就业人员占比的快速提升。

图表 33、我国第三产业就业人员占比持续提升



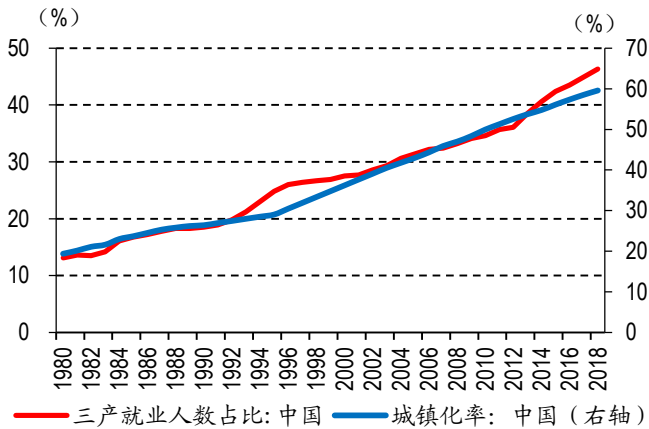
资料来源: Wind, 华创证券

图表 34、各国第三产业就业人员占比情况



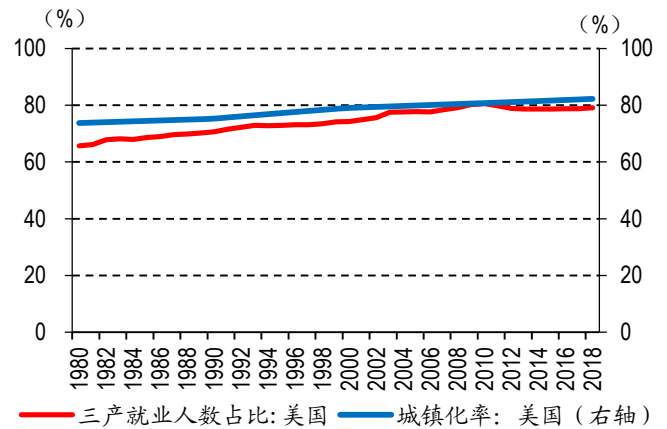
资料来源: Wind, 华创证券

图表 35、中国城镇化率 vs 第三产业就业人数占比



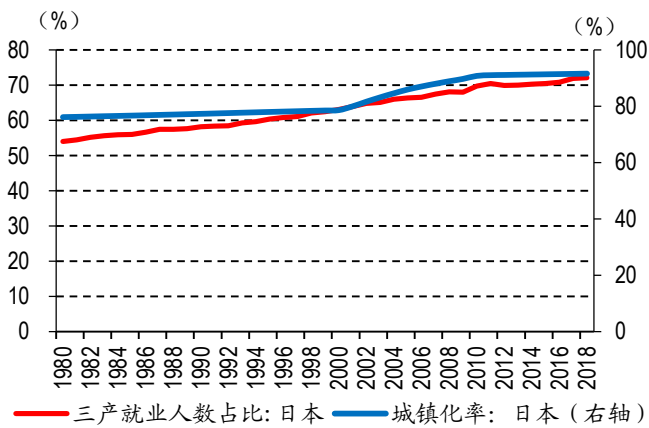
资料来源: Wind, 华创证券

图表 36、美国城市化率 vs 第三产业就业人数占比



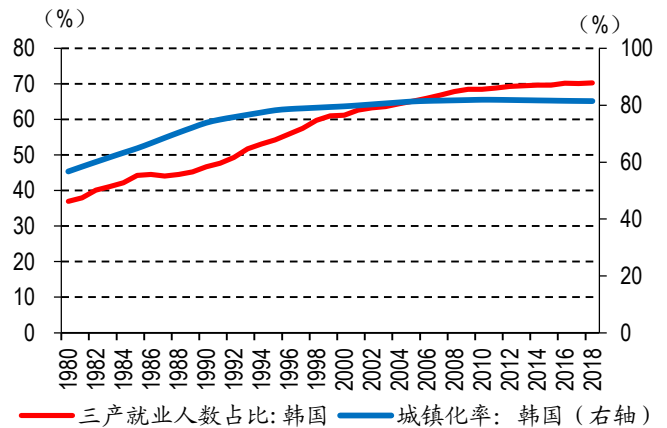
资料来源: Wind, 华创证券

图表 37、日本城市化率 vs 第三产业就业人数占比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38、韩国城市化率 vs 第三产业就业人数占比



资料来源: Wind, 华创证券

2) 估算我国三产人均品质型办公面积 2.8 平米, 较海外仍有提升空间

我们估算目前我国第三产业就业人员人均品质型办公面积约 2.8 平米, 对比美国、日本分别为 11.2 平米、6.6 平米, 仍有较大空间。考虑到我国城镇化率仍处于提升阶段, 并且随着第三产业就业人员占比提升、人均办公面积趋向国际化, 有望推动我国存量办公楼面积的进一步提升, 并推动办公物业管理的需求相应提升。

图表 39、中国与美国、日本存量办公楼对比

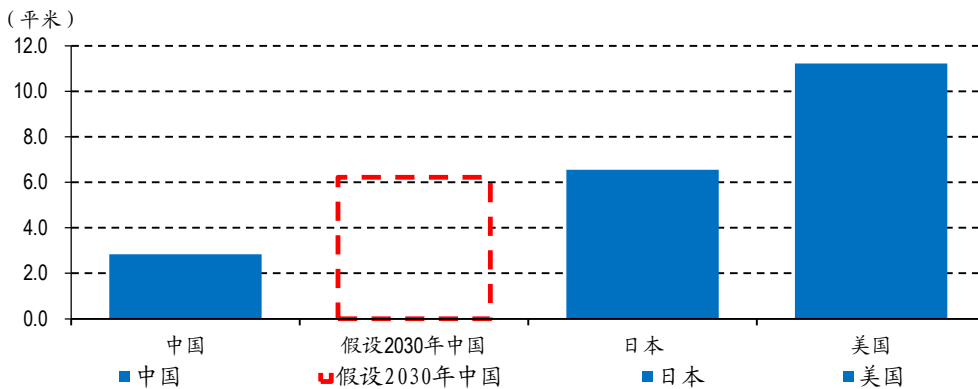
国家	办公楼存量* (亿平米)	就业人口 (万人)	第三产业就业人口占比 (%)	第三产业就业人口 (万人)	人均办公面积 (平米)	三产就业人员人均办公面积 (平米)
中国	10.20	77,586	46.30	35,922	1.3	2.8
美国	11.19	13,435	74.20	9,969	8.3	11.2

国家	办公楼存量* (亿平米)	就业人口 (万人)	第三产业就业人口 占比 (%)	第三产业就业人口 (万人)	人均办公面积 (平米)	三产就业人员人均办公 面积 (平米)
日本	3.15	6,664	72.09	4,804	4.7	6.6

资料来源: Wind, US Census Bureau, 华创证券

注: 1) 中国办公楼存量为 2000 年以来办公楼累计竣工/新开工面积按住宅累计竣工/新开工面积分别对应住宅存量等比例放大估算, 并理解为品质型办公楼存量; 2) 日本办公楼存量为 1988 年以来办公楼累计新屋开工建筑面积估算; 3) 美国为 1999 年数据。

图表 40、各国第三产业人均办公面积情况



资料来源: Wind, US Census Bureau, 华创证券估算

我们认为, 虽然商业地产总量可能有所过剩, 但品质型办公地产仍有较大的提升空间。从增量来看, 目前办公物业管理行业的服务对象也更多是甲级、优质写字楼等品质型的办公地产, 背后反映的是产业结构的逐步升级, 第三产业就业人口的占比逐步提升。从存量来看, 原来过剩的老旧存量办公楼宇经过重组、调整、翻新、重新经营后, 也有可能成为办公物业管理行业的另外一部分的服务对象。我们按美日平均第三产业人均办公面积的 70% 估算, 并预计第三产业就业人员占比提升至 70%, 2030 年我国第三产业人均办公面积有望达 6.2 平米, 对应存量办公楼面积将提升至 34 亿平米, 较 18 年提升 81%。

(三) 机构类物业: 面对单一大业主、重定价能力强, 服务范围逐步由小区扩围至社区乃至城市

除了住宅、商业中心和办公楼之外, 政府、企业总部、学校、医院等机构类物业同样委托专业化、市场化的物管公司进行物业管理, 截至 2018 年末, 公众及其他类型 (机构类) 物业占比行业管理面积 13.4%, 对应管理面积 28.3 亿平米。近期发改委《产业结构调整指导目录 (2019 年本, 征求意见稿)》中, 把物业管理作为鼓励行业放入目录; 同时, 国家大力提倡后勤社会化, 并且由于国家对地方审计的加强监管等措施, 促使地方政府机关后勤服务的进一步市场化, 为市场化物业管理公司带来巨大的发展空间。

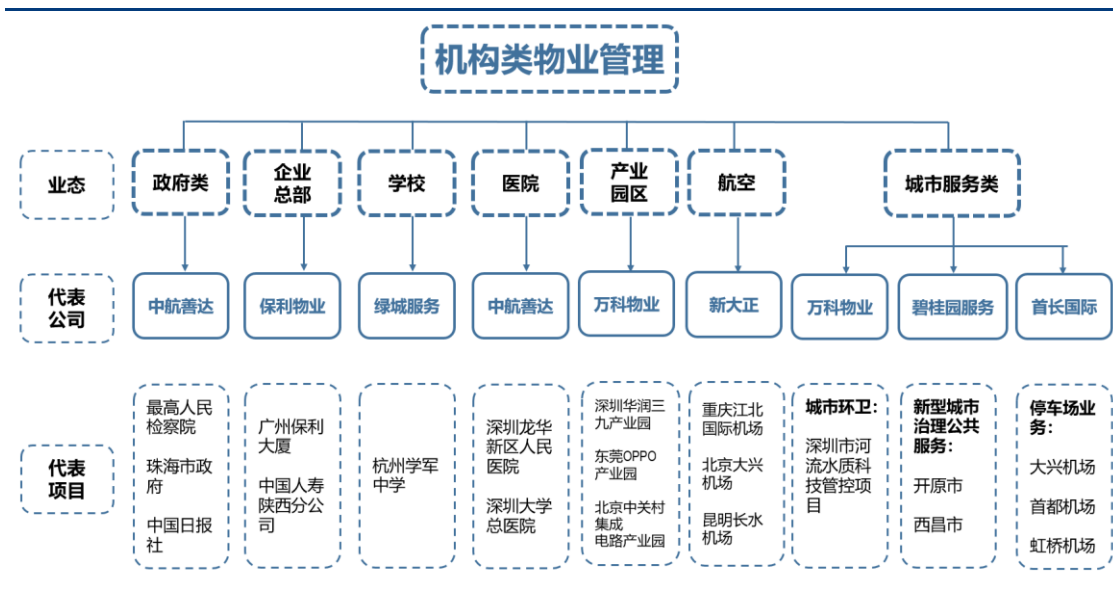
我们认为, 机构类物业由于面对单一大业主, 不需要成立业委会等较繁琐流程, 提价方面相比住宅会更容易, 同时收缴率方面也有更强保障。但另一方面, 单一大业主也隐含议价权可能较强, 机构类物业利润率相对难以出现较高水平。同时, 机构类物业对于物管公司的管理能力要求较高, 因此进入门槛更高, 市场有竞争力的参与者也较少, 而如中航善达、保利物业等具备央企背景实力的物管公司和如新大正等优质服务类第三方物管公司在资源获取

方面的优势更为突出，因此我们认为机构类物业后期有望呈现更高的集中度。

随着物管行业发展，甚至部分城市服务功能都将交由物业管理公司进行运营，例如碧桂园服务目前已与开原市、西昌市、辽宁交投等客户签订战略框架协议，承接新型城市治理公共服务；万科物业近期中标“深圳市河流水质科技管控项目”，项目的主要内容包括建设 122 个微型水质自动监测站点(简称微站)、布设 132 台摄像头、对深圳市五大干流及一级支流、重要入海河流、黑臭水体等开展一日一巡一监测，并对数据进行分析。此外，万科物业成为珠海市横琴新区城市空间与资源的全流程管理、服务于运营方，并有望参与雄安新区的城市物业管理服务当中，将物业管理的边界从小区拓展至社区，甚至逐步拓展至城市。我们认为，随着物管公司运营服务能力的提升，机构类物业的定义有望逐步由政府办公楼、学校、医院等业态再进一步扩围至城市市政服务等更为广义的概念，机构类物业的潜在空间同样值得期待。

此外，机构类物业由于其更高的管理、服务要求，其收费单价也较住宅更高。据中指院数据，2018 年公众物业、产业园区物业、学校物业、医院物业服务费单价分别为 3.72 元/平米/月、3.61 元/平米/月、3.58 元/平米/月和 6.84 元/平米/月，相对于住宅物业服务费单价 2.25 元/平米/月更高。2019H1，新大正综合物业平均单价 2.02 元/平米/月，其中，公共、学校、园区、商业、住宅单价分别为 4.30、1.28、1.51、3.68、1.34 元/平米/月；新大正毛利率和净利率分别为 21.3%、9.7%，而考虑到新大正为纯第三方市场化物管公司，证明机构类物业在没有母公司背景、关联交易较低情况下，依靠优质的服务同样能够实现 10%的净利率水平，预计后续中航善达和保利物业的机构类物业也有望提升。

图表 41、机构类物业细分领域及代表项目



资料来源：各公司官网，华创证券整理

2014-2018 年，机构类（公众及其他类型物业）物业平均占比行业管理面积 13.9%，2018 年末管理面积 30.4 亿平米。我们估算 2030 年全国物业管理面积有望达 395 亿平米，假设机构类占比维持 13.9%，则机构类物业管理面积有望达 55 亿平米，较 2018 年末+81%，CAGR+5.1%。并且随着物管公司运营服务能力的提升，机构类物业的定义有望逐步由政府办公楼、学校、医院等业态再进一步扩围至城市市政服务等更为广义的概念，并且其收费单价也较住宅更高，机构类物业的潜在空间有望更大。

三、非住宅物管：重定价赋予盈利能力更强、或呈现更高集中度、孕育优秀品牌有望替代海外物管

（一）盈利能力：短期住宅靠新盘叠加，非住宅重定价能力更强，长期看人均效能提升、增值服务爆发

我们认为，住宅物业管理由于人工成本刚性上涨、提价较难等因素，现阶段其毛利率受成本端驱动；非住宅物业管理由于管控难度高、单一大业主提价相对容易等因素，现阶段其毛利率受收入端驱动。

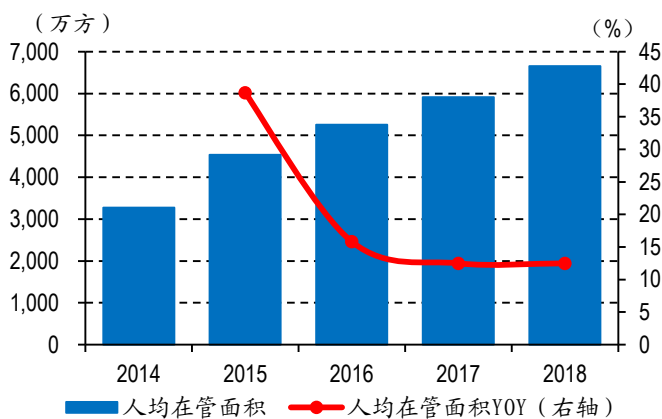
1、住宅物管：成本端驱动，短期依靠新交付项目占比提升对冲，长期靠社区增值服务高毛利平滑

据中指院数据，2018年百强物管公司经营成本中，人工成本占比57.8%，是物业管理经营成本的最大组成部分。而受到每年人工工资上调的影响，人工成本也相应逐年刚性上涨，但现阶段住宅物管的收费单价较难每年进行提升，因此理论上来说，不考虑增值服务的情况下，单个存量住宅项目的利润率会随时间推移而逐步下行。

降本：一方面，2014年，百强物管公司人均管理面积仅3,273万方；2017年，人均管理面积提升至5,913万方，2018年估算超6,600万方。2018年，营业成本率76.4%，较2017年下降1.3pct，2015-2018年呈逐年下降的趋势，因此人均效能的提升一定程度上对冲了存量项目毛利率下行的趋势。

增收：另一方面，1)短期来看，2016-2018年的销售高峰期预示2019-2021年为竣工交付的高峰期，这会推动未来3年主流物管公司的管理面积中新盘（新交付5年内项目）占比逐步提升，从而短期对冲存量项目毛利率下降的趋势，甚至部分物管公司由于新盘占比的快速提升有望带动整体毛利率的进一步上升；2)而长期来看，由于边际人工成本的小幅提升可带来大量增值收入，通常园区增值服务的毛利率远高于基础服务，未来依靠园区增值服务进行流量变现也有望维持中长期毛利率的稳定。

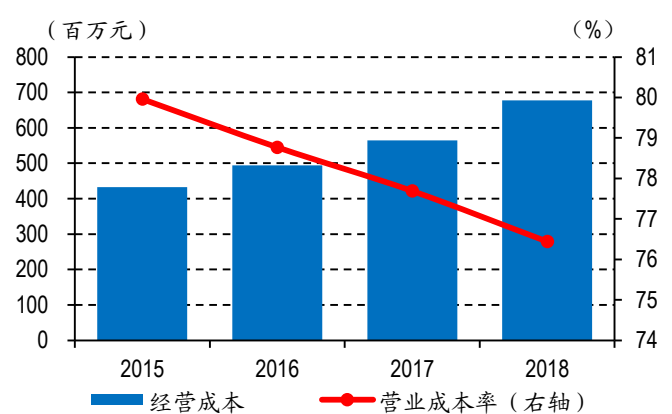
图表 42、百强人均管理面积及同比



资料来源：中国指数研究院，华创证券

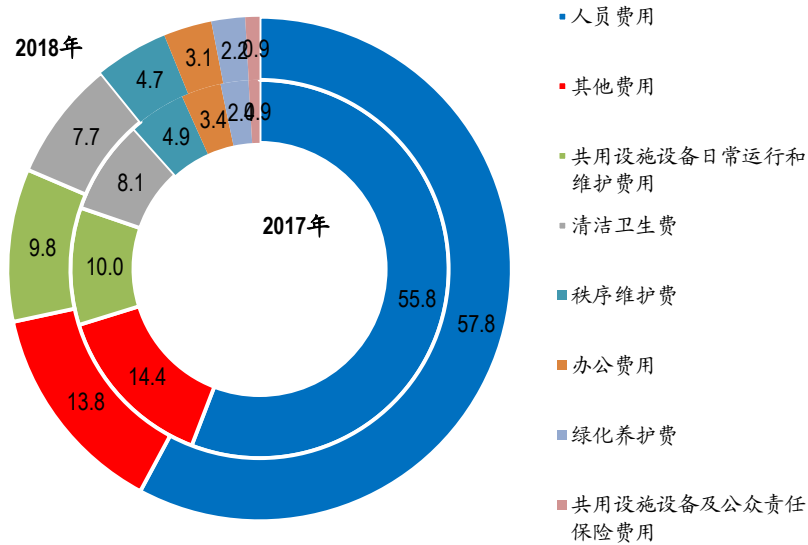
注：2018年在管面积按2017年增速估算。

图表 43、百强经营成本及营业成本率



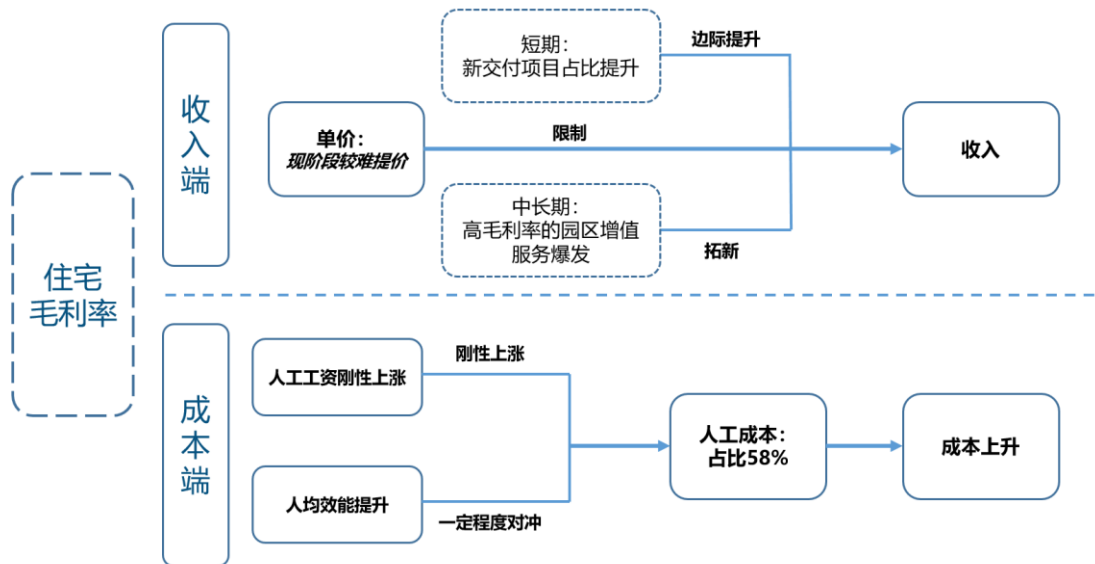
资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 44、百强物业营业成本构成情况



资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 45、住宅毛利率影响因素



资料来源：华创证券整理

2、非住宅物管：收入端驱动，单一大业主提价相对容易，核心在于重定价能力较强，毛利率或更为稳定

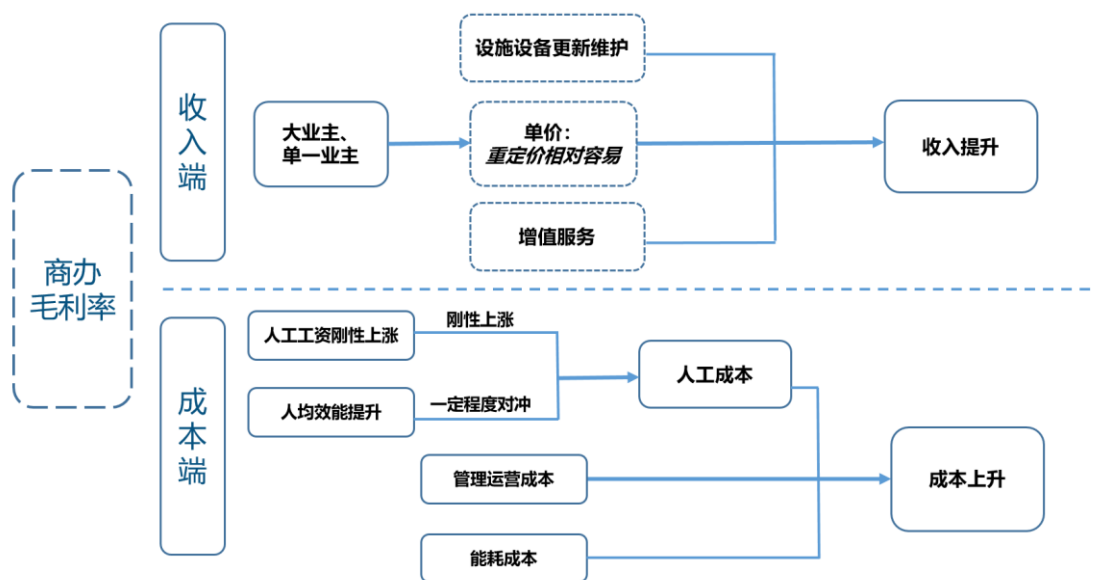
成本端来看，商办、机构类物业管理同样收到人工成本刚性上涨的影响，同时由于非住宅物业的管理运营难度较住宅物业更高，同样受到管理运营和能耗等成本影响，但非住宅物业管理也可以通过技术创新、科技赋能来提升

管理效率，从而提升人均效能实现降本。

收入端来看，我们认为，商办物业和机构类物业由于面对单一业主或大业主，通常不需要成立业委会等较繁琐流程，重定价能力更强，因而在成本刚性上涨情况下，物管公司提价相比住宅可能会更容易，从而非住宅物业的毛利率更为稳定，同时收缴率方面也有更强保障；另一方面，设施的更新维护也会带来增收的效果；并且未来增值服务的拓展不仅针对住宅物业，对于非住宅物业同样适用。综合来看，由于较强的重定价能力、智能化赋能提升管理效率、高毛利率的增值服务等因素，非住宅物业的毛利率或更为稳定。

2019H1，新大正综合物业平均单价 2.02 元/平米/月，其中，公共、学校、园区、商业、住宅单价分别为 4.30、1.28、1.51、3.68、1.34 元/平米/月；新大正毛利率和净利率分别为 21.3%、9.7%，而考虑到新大正为纯第三方市场化物管公司，证明机构物业在没有母公司背景、关联交易较低情况下，依靠优质的服务同样能够实现 10%的净利率水平，预计后续中航善达和保利物业的机构物业也有望提升。

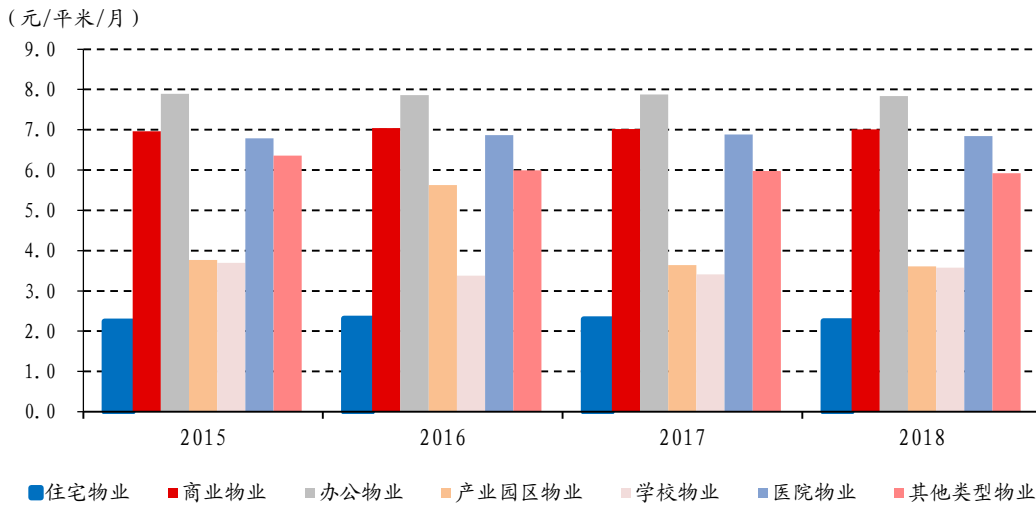
图表 46、非住宅物业毛利率影响因素



资料来源：华创证券整理

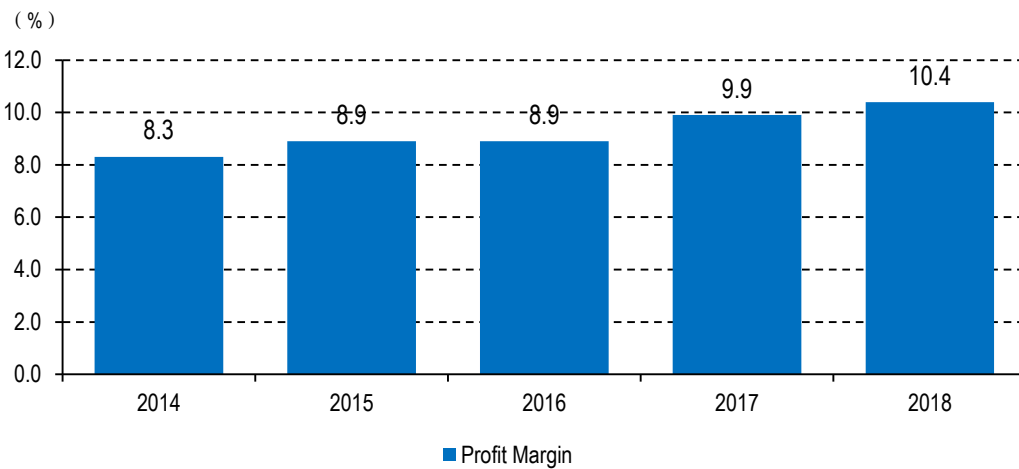
单价方面，2018 年，百强企业全国平均物业费单价为 4.22 元/平米/月；其中，办公物业、商业物业服务费分别达 7.84 元/平米/月、7.01 元/平米/月；住宅物业服务费为 2.25 元/平米/月；机构类物业方面，公众物业、产业园区物业、学校物业、医院物业和其他类型物业服务费分别为 3.72 元/平米/月、3.61 元/平米/月、3.58 元/平米/月、6.84 元/平米/月和 5.92 元/平米/月。分业态来看，商办、机构类物业费单价较住宅更高，隐含其盈利能力或更强。

图表 47、百强企业分业态物业费单价



资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 48、CBRE 调整后净利率



资料来源：公司官网、华创证券

注：调整后净利率为调整后净利润/收费收入 (profit margin=adjusted net income/fee revenue)。

(二) 行业格局：目前格局较分散，进入门槛高、央企资源优势得以突出，或呈现更高集中度

1、格局分散：非住宅物管龙头市占率较低，行业格局处于较分散状态

过去物业本身格局较分散，2018年，全国物业管理面积CR10达11.35%，较2017年+0.29pct，但仍处于较低水平，而商办物业的行业格局则显得更为分散。以目前行业内非住宅体量较大的物管公司为例，中航善达2019H1在管面积7,634万方，参考其2018年物业收入中非住宅物业占比85%，由于非住宅单价较高，我们按70%估算中航善达非住宅物业约5,300万方，招商物业非住宅管理面积2,303万方，合计约7,603万方；截至2019年4月30日，保

利物业在管面积 19,788 万方，其中非住宅 7,763 万方（其中商业及写字楼 697 万方，公共及其他物业 7,066 万方）；截至 19H1 末，新大正在管面积 5,838 万方，其中非住宅 5,047 万方（其中包括专项物业项目，保安、保洁合计 2,382 万方）。按 2018 年全国非住宅（商办+公众等其他类型）物业合计 62.5 亿平米、机构（公众等其他类型）物业 30.4 亿平米分别估算，中航善达、保利物业、新大正非住宅市占率分别为 1.2%、1.2%、0.8%，而机构物业市占率分别为 2.5%、2.3%、1.7%，目前非住宅物管龙头市占率较低，行业格局处于较分散状态。

我们认为，随着国家大力提倡后勤社会化，推动高校、医院、航空、政府机关等多种业态逐步打开后勤物业管理市场化招投标道路，并且由于国家对地方审计的加强监管等措施，促使地方政府机关后勤服务的进一步市场化，推动了机构类物管业务的快速发展，并有望为市场化物业管理公司带来巨大的发展空间。

图表 49、主流 AH 物管公司非住宅在管面积占比情况

公司	在管面积（万方）	非住宅在管面积（万方）	非住宅占比（%）
新大正	5,838	5,047	86.5%
浦江中国	557	412	74.1%
新中航善达*	14,926	7,603	50.9%
雅生活服务	21,120	8,723	41.3%
保利物业	19,778	7,763	39.3%
祈福生活服务	962	297	30.9%
绿城服务	18,420	3,960	21.5%
永升生活服务	4,902	796	16.2%
滨江服务	1,310	169	12.9%
佳兆业物业	3,634	462	12.7%
中奥到家	5,850	647	11.1%
蓝光嘉宝	6,331	335	5.3%
新城悦	4,443	NA	NA
碧桂园服务	21,681	NA	NA
南都物业	6,002	NA	NA
中海物业	14,220	NA	NA
彩生活	56,350	NA	NA

资料来源：各公司公告，华创证券

注：新中航善达为中航善达与招商物业合并后数据。

图表 50、各公司部分机构类物业项目情况

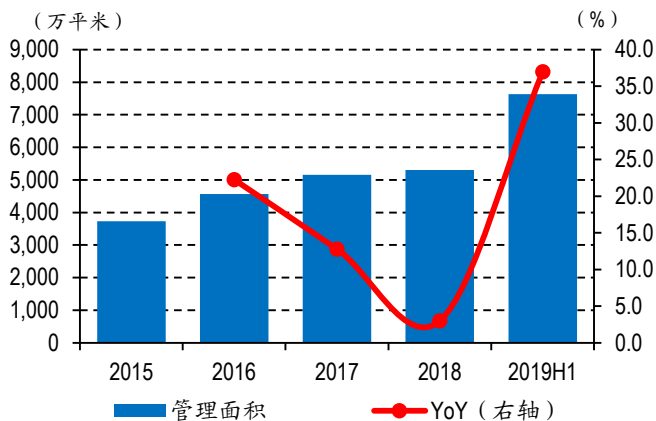
中航善达	绿城服务	中海物业	新大正
中国人民银行总行 腾讯研发中心 人民大会堂 南开大学	杭州地铁1号线 杭州市民中心 杭州学军中学 杭州图书馆	腾讯云计算数据中心 香港海关总部大楼 港珠澳大桥口岸 西九龙地铁站	重庆江北机场 北京大兴机场 重庆邮电大学 重庆市公安局
南都物业	永升生活服务	佳兆业物业	浦江中国
浙江财富金融中心 互联网金融大厦 望京商务中心 钛合国际	福清市文化艺术中心 中共福建省委党校 福清侨乡博物馆 福清市体育馆 太阳能小镇	柳州河东综合服务楼 上海国际金融广场 中石化大厦 中博大厦	十六铺综合项目 久事西郊名墅 世博展览馆 久事大厦

资料来源：各公司官网，华创证券

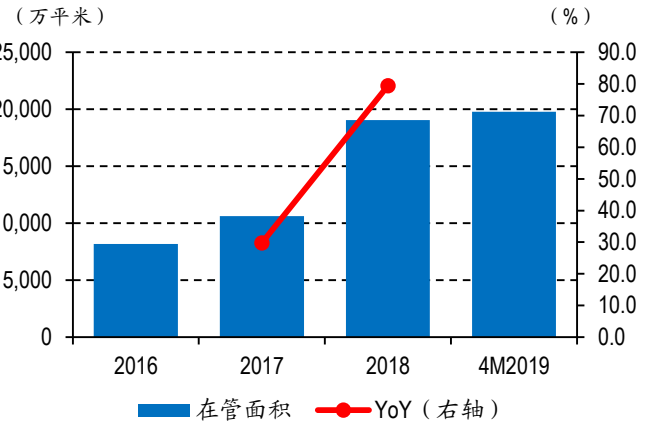
2、集中度提升：面对单一大业主、进入门槛高、央企资源与优质服务类公司优势突出，集中度或更高

非住宅物管没有住宅物管可以获得母公司交付面积从而实现集中度继承的逻辑，因而目前市场集中度较低；一方面，2018 年开始，进入物管公司上市密集期，2018 年 2 月南都物业于 A 股上市，随后碧桂园服务、新城悦服务、永升生活服务 7 家 H 股物管公司密集上市。后续仍有保利物业、招商物业等存在分拆上市的可能，物管行业正处于加速资产证券化时期，资本介入或将推动行业收并购加剧，有望帮助行业龙头进一步扩张，驱动行业集中度提升。另一方面，我们发现，中航善达和保利物业在进行机构类物业拓展时，管理面积增速呈现出非线性特征，例如保利物业 2018 年机构类物业管理面积达 6,842 万平米，同比+796.1%，我们认为原因或在于机构类物业对于物管公司的管理能力要求较高，因此进入门槛更高，市场有竞争力的参与者也更少，而如中航善达、保利物业等具备央企背景实力的物管公司和如新大正等优质服务类第三方物管公司在资源获取方面的优势更为突出，因此我们认为机构类物业后期有望呈现更高的集中度。

此外，我们注意到，作为完全独立第三方物管公司的新大正，其规模扩张同样稳定。对于第三方物管公司来说，住宅一定程度上是一个伪市场，因为大部分房企都有自己的物管公司，因而住宅的市场化拓展相对较难。而新大正将更多的业务拓展聚焦到非住宅业态，而早期非住宅业态的市场化物业管理相对较少，在新大正做出一定的品牌效应后在项目招投标占据优势，帮助其更快速的获取政府机关等机构类项目。这也证明了早期在非住宅市场尚不成熟阶段，积极投入研究、拓展项目资源、并具有较优质服务品质的第三方物管公司，同样具备较强的市场化拓展优势。

图表 51、中航善达历年管理面积及增速


资料来源：公司公告，华创证券

图表 52、保利物业历年在管面积及增速


资料来源：公司公告，华创证券

图表 53、上市物管公司 IPO 及配股募资资金用途说明

公司	上市时间	IPO/配股募资净额 (万元)	发行方式	募资用途	用途占比
彩生活	2014/6/30	72,805	发售以供认购,发售以供配售	1) 分配至收购地区物业管理公司;	60%
				2) 分配至购买硬件设备之用,用于提升工程服务业务下的小区;	20%
				3) 分配至销售及市场推广活动,以及投资于信息科技软件之用,以进一步发展我们的小区租赁、销售及其他服务平台;	10%
				4) 分配至营运资金及一般企业用途。	10%
中奥到家	2015/10/25	25,418	发售以供认购,发售以供配售	1) 用于收购物业管理公司;	60%
				2) 用于开发 O2O 平台。我们拟将指定用于 O2O 发展的此部分所得款项净额投资于杭州壹到;	25%
				3) 用于实行培训及招聘计划;	5%
				4) 用于营运资金及一般企业用途。	10%
绿城服务	2016/7/12	123,565	发售以供认购,发售以供配售	1) 用作收购物业服务公司及提供增值服务的公司。	49%
				(a) 用作收购具备富有吸引力的物业服务组合的物业服务公司。	38%
				(b) 用作收购提供旅游、家居生活、文化、教育及其他增值服务的公司。	11%
				2) 用作开发及推广「智能园区」项目及园区产品及服务。	22%
				3) 用作偿还贷款。	19%
				4) 用作补充运营资金及其他一般企业用途。	10%
浦江中国	2017/12/11	10,379	发售以供认购,发售以供配售	1) 用作本集团的横向扩展,包括(i)并购;(ii)投资;(iii)成立合营企业公司;及(iv)与物业管理公司进行业务合作;	34%
				2) 用作向物业发展商及业主提供咨询服务及资料及数据收集及分析服务及我们的资讯科技系统,及透过供应链扩展,及	24%

公司	上市时间	IPO/配股募资净额 (万元)	发行方式	募资用途	用途占比
				透过扩大服务范围, 进行物业管理行业的产业链及供应链纵向扩展;	
				3) 用作开发我们于数据库及应用层面的资讯科技系统;	16%
				4) 用作招聘更多人才;	13%
				5) 用作偿还银行借款;	4%
				6) 用作一般营运资金。	10%
南都物业	2018/2/1	28,748	发售以供认购,发售以供配售	1) 物业管理智能化系统项目	24%
				2) 全国物业服务业务拓展项目	21%
				3) 社区 O2O 平台建设项目	10%
				4) 公寓租赁服务项目	38%
				5) 人力资源建设项目	7%
雅生活	2018/2/9	336,441	发售以供认购,发售以供配售	1) 用于选择性地把握战略投资及收购机会以及进一步发展战略联盟。	65%
				2) 用于进一步开发我们的一站式服务平台。	10%
				3) 用于发展我们的「管理数字化、服务专业化、流程标准化及操作机械化」。	15%
				4) 用作营运资金及一般公司用途。	10%
新城悦	2018/11/6	45,515	发售以供认购,发售以供配售	1) 用于扩大物业管理服务, 以扩大业务规模及扩展我们在全中国的业务地区;	48%
				2) 用于于不同地区获取/取得多元化物业管理项目;	12%
				3) 用于扩张增值服务业务系列, 包括新橙社 APP 及与本公司业务互补的第三方供应商的投资;	15%
				4) 用于投资于先进技术及雇员以为住户提供更高效的服务, 从而全面提升内部信息管理系统效率及标准化服务质量;	15%
				5) 用作营运资金及一般企业用途。	10%
佳兆业物业	2018/12/6	22,268	发售以供认购,发售以供配售	1) 将用于收购或投资其他在市场地位上与本公司相若的物业管理公司;	50%
				2) 将用于收购或投资从事物业管理相关业务的公司, 例如秩序维护、清洁、园艺及保养服务供应商; 以及提供与本公司互补的社区增值产品及服务的公司, 其中包括从事社区零售业务、社区金融、社区长者护理 (例如日间护理及保健) 以及社区教育 (例如学前教育) 的公司;	20%
				3) 将用于开发及推广本公司的 K 生活移动应用程序及社区增值产品及服务。此外, 本公司于 2019 年及 2020 年, 计划分别拨支发售所得款项净额约 1175.26 万元购买及研发 K 生活硬件及 1046.58 万元在其营运及推广方面;	10%
				4) 用于推进本公司「管理数码化、服务集中化、程序规范化及营运自动化」;	10%
				5) 将用作本公司的营运资金及为其他一般公司用途提供资	10%

公司	上市时间	IPO/配股募资净额 (万元)	发行方式	募资用途	用途占比
				金。	
永升生活服务	2018/12/17	53,206	发售以供认购,发售以供配售	1) 预期将用于寻求战略性收购及投资机会;	55%
				2) 将用于利用最新的互联网及信息技术以及建立智能社区,从而为本公司客户提高服务质量;	26%
				3) 预期将用于开发一站式服务社区平台及本公司「悦生活」在线服务平台;	9%
				4) 预期将用作我们的一般业务运营及营运资金。	10%
碧桂园服务	2018/6/19	195,932	配售	1) 用于扩张地域或服务范畴之与本公司核心或相连业务有关的合并收购项目;	70%
				2) 用于科技与智能化投资、城市服务及增值服务新业务。	30%
新大正	2019/12/3	43,467	发售以供认购,发售以供配售	1) 企业信息化建设;	21%
				2) 物业业务拓展;	14%
				3) 人力资源及企业文化建设;	8%
				4) 市政环卫业务拓展;	24%
				5) 停车场改造及投资建设;	26%
				6) 偿还银行贷款。	7%

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 国产替代: 开发继承叠加资本赋能有望孕育优秀物管公司, 低成本优势望接管国内蓝海市场

1、服务能力: 过去能力与品牌较弱, 开发继承叠加资本赋能有望孕育优秀公司, 逐步接管国内商办物管

商办物业涵盖顾问咨询、出租和经纪、物业及资产管理等多维度的服务内容, 其管理运营的难度远超住宅, 对于物管公司的服务能力要求较高。我们认为, 一定程度上, 住宅是相对被动式的管理, 因为业主购房后更换频率相对较低; 办公物业则是半主动式的管理, 大部分业主都是承租的形式, 因而物管公司管理、运营、服务的差异可能会对办公楼的出租率、租金水平产生一定影响; 而商业中心的物业管理则是相对主动式的管理, 物管公司运营、服务的好坏可能会直接影响商场的运营情况。

一方面, 过去国内物管公司对于商办物业的管理服务能力确实较海外物管公司有较大差距, 因而许多一二线城市的甲级写字楼和高端商业中心交由海外五大行进行物业管理。另一方面, 过去国内的商办物管公司缺乏明星品牌效应, 对于持有型物业的资产价值难以产生正向影响。我们认为, 随着我国城镇化率提升, 继承地产开发后周期的红利, 国内物管行业正处于快速发展的黄金时代, 同时物管公司密集上市并获得资本市场的加持, 并政策面在“放管服”、“乡村振兴”等国家级战略支持下, 空间巨大的蓝海市场理应能孕育出一批优秀的物管企业, 而规模快速扩张的同时也将逐步打造出国内物管公司的品牌效应, 未来将有能力对标海外五大行, 有望逐步接管国内商办物业管理。

图表 54、上市与非上市品牌企业品牌价值均值及增速对比

品牌企业	2018 (亿元)	2019 (亿元)	同比增速 (%)
非上市	22.2	28.4	27.8
上市	37.7	53.0	40.3

资料来源：中国指数研究院，华创证券

2、成本较低：8家AH物管公司SG&A占比营收11.8%vs8家海外32.2%，成本及费用端更具优势

此外，国内物管公司在成本端较海外物管公司更加具有优势。2018年，主流8家AH股物管公司的销售、行政及一般费用占比营收平均为11.8%，而同期海外8家物管公司销售、行政及一般费用占比营收平均为32.2%，我们认为主要原因或在于国内物管公司的人员薪酬较海外更低。因此，若国内物管公司能够提供和海外物管公司相匹配的物业管理和服务，那么在提供相同质量的服务下，国内物管公司低成本的优势在项目招标过程中将更有优势。

图表 55、AH物管公司与海外物管公司费用对比

公司	代码	销售、行政及一般费用 (亿元)	总营收 (亿元)	SG&A 占比营收 (%)
AH 物管公司				
中航善达	000043.SZ	4.9	64.2	7.7%
南都物业	603506.SH	1.2	10.5	11.6%
保利物业	H01245.HK	4.0	42.3	9.4%
绿城服务	2869.HK	6.6	67.1	9.8%
永升生活服务	1995.HK	1.9	10.8	17.8%
碧桂园服务	6098.HK	7.9	46.8	16.8%
中海物业	2669.HK	3.0	36.4	8.1%
新城悦服务	1755.HK	1.5	11.5	13.2%
AH 物管公司平均		3.9	36.2	11.8%
海外物管公司				
世邦魏理仕	CBRE.N	262.0	1,464.6	17.9%
戴维斯	SVS.L	103.3	153.1	67.5%
仲量联行	JLL.N	572.7	1,120.0	51.1%
戴德梁行	SWK.N	215.8	959.6	22.5%
SERVICE MASTER	SERV.N	39.7	130.4	30.4%
FIRST SERVICE	FSV.O	32.9	132.6	24.8%
索迪斯	0J3F.L	179.0	1,813.2	9.9%
日本永旺集团	8267.T	1,736.2	5,138.3	33.8%
AH 物管公司平均		392.7	1,364.0	32.2%

资料来源：Wind，华创证券

四、投资建议：物管从小区走向城市，非住宅蓝海疆域无边，维持“推荐”评级

我们认为，非住宅物业管理行业潜力巨大，但目前格局分散。估算 2030 年全国非住宅物业管理面积将达 113 亿平，对应基础服务收入规模 1.1 万亿元，分别较 18 年+81%、+129%。随着我国消费升级、产业升级等因素将推动品质型商办物管增量需求增加，并存量改造后有望成为新的服务对象。近几年国家大力提倡后勤社会化，并对地方审计的加强监管等措施，促使政府机关后勤服务逐步市场化，有望推动机构类物管业务的快速发展。非住宅物业面对单一大业主，重定价能力强，中长期利润率更稳定，并且机构类物业的定义有望扩围至城市市政服务等更为广义的概念，将物业管理的边界从小区拓展至社区乃至城市。我们维持物业管理行业“推荐”评级，考虑我国物管行业的高成长性对于高估值的快速消化，我们认为物管公司合理估值 PE20-40 倍、PEG0.7-1 倍，并且业绩增速越高应享受更高估值，维持推荐：中航善达（000043.SZ）；并建议关注：保利物业（H01245.HK）、新大正（002968.SZ）、碧桂园服务（6098.HK）、雅生活服务（3319.HK）、永升生活服务（1995.HK）、中海物业（2669.HK）、新城悦服务（1755.HK）、绿城服务（2869.HK）。

图表 56、主流物业管理公司估值表

公司	代码	股价(元/港元)	毛利率(%)	净利率(%)	市值(亿元)	PE-19	PE-20
新中航善达*	000043.SZ	22.50	NA	4.5	205.0	47.0	32.7
永升生活服务	1995.HK	5.10	28.7	9.3	70.1	33.9	21.8
新城悦	1755.HK	11.68	29.5	13.1	85.5	37.5	25.5
碧桂园服务	6098.HK	27.50	37.7	19.7	666.9	44.8	34.4
绿城服务	2869.HK	9.05	17.8	7.2	225.6	41.1	31.7
南都物业	603506.SH	22.37	22.1	8.7	30.0	27.4	21.8
中海物业	2669.HK	5.20	20.4	9.7	152.9	33.2	26.6
蓝光嘉宝服务	2606.HK	53.05	33.2	19.7	84.5	19.7	13.1
雅生活服务	3319.HK	26.95	38.2	23.7	321.5	28.4	20.8
彩生活	1778.HK	4.67	35.5	13.4	59.4	10.4	8.9
中奥到家	1538.HK	0.66	27.6	9.3	4.8	4.5	NA
佳兆业物业	2168.HK	21.60	30.9	6.0	27.1	18.6	13.5
滨江服务	3316.HK	7.10	26.5	13.8	17.6	NA	NA
祈福生活服务	3686.HK	0.59	48.7	21.3	5.4	NA	NA
浦江中国	1417.HK	2.00	17.2	6.5	7.2	NA	NA
奥园健康	3662.HK	6.47	33.7	12.6	42.0	28.4	17.6
新大正	002968.SZ	NA	21.2	9.9	NA	33.2	26.6

资料来源：各公司公告，Wind，华创证券预测

注：新中航善达数据仅考虑物业管理业务部分，增发股份后市值约 239 亿元，剔除我们估算其他业务对应市值 34 亿元，物业管理业务对应市值 205 亿元。

五、风险提示：社保改革降低行业盈利能力，企业并购存在商誉减值等风险

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500