

招商积余 (001914.SZ)

百年招商，助力城市生长

核心观点:

- **央企物管旗舰，定位招商局保值增值平台。**19年末，公司历时9个月的中航善达重大资产重组顺利实施，在资产重组后，招商积余制定了“12347”发展战略，同时完成了组织架构调整，设立两大事业群(物业BG、资管BG)，未来或将推进城市公司的融合。2020年是招商蛇口的资管年，根据蛇口年报，积余计划成为招商局资产保值增值平台、蛇口旗下轻资产运营服务平台以及招商蛇口产业数字化标兵。
- **融合融效，物管业务业绩高增长。**物业管理方面，上半年物管实现收入35.9亿元，合并口径收入同比下降3%，物业收入确认口径的变化导致单位面积收入的下滑以及利润率水平上升，上半年物业毛利率11.2%，较19年上升1.4个百分点，上半年共实现物管净利润2.56亿元，可比口径同比增长37%，净利润率为7.1%，其中中航、招商物业分别为7.55%、6.63%。三季度方面，根据三季度业绩公告，公司前三季度物管归母净利润同比多增2.5-3亿元，根据我们测算，约为4.3亿元，同比增长55%，增速高于上半年。其中招商物业前三季度实现扣非归母净利润1.57亿元，完成业绩承诺(20年1.82亿元)的82%。
- **聚焦城市运营，物业管理拓展新方向。**招商积余累计获取5个城市运营项目，除坪山项目外，其他4个项目每年中标金额为1.48亿元，管理总面积约1.8亿平米。实现“政府主导、社会参与、源头治理”。
- **预计20-21年EPS分别为0.49元/股、0.62元/股。**我们预计20、21年归母净利润分别为5.2亿元、6.6亿元，低基数增速分别为82%、27%，对应20年51xPE，21年40xPE。合理价值方面，参考可比公司及公司历史估值水平，给予公司21年合理估值50倍PE，对应合理价值为31.20元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**物业外拓进展不及预期；社会用工成本上升，利润率下行。

盈利预测:

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6656	6078	9389	11231	14234
增长率(%)	13%	-9%	54%	20%	27%
EBITDA(百万元)	605	679	865	1068	1291
归母净利润(百万元)	857	286	522	663	840
增长率(%)	469%	-67%	82%	27%	27%
EPS(元/股)	1.28	0.41	0.49	0.62	0.79
市盈率(P/E)	6	75	51	40	32
ROE(%)	17.7%	3.6%	6.1%	7.2%	8.4%
EV/EBITDA	12.33	33.95	32.35	26.02	20.82

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

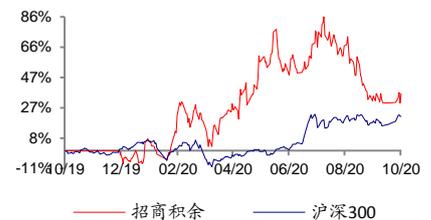
公司评级

公司评级	买入
当前价格	25.11元
合理价值	31.20元
报告日期	2020-11-10

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1060.35/666.86
总市值/流通市值(百万元)	26625.29/16744.93
一年内最高/最低(元)	37.60/18.57
30日日均成交量/成交额(百万)	8.68/224.13
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-25.09/-10.85

相对市场表现



分析师:



乐加栋

SAC 执证号: S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意, 乐加栋, 邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、央企物管旗舰，打造招商系保值增值平台	5
二、非住宅优质赛道龙头，经营指标业内领先	7
三、融合融效，物管业务业绩高增长	12
四、聚焦城市运营，助力城市生长	16
五、盈利预测与投资评级	19
六、风险提示	22

图表索引

图 1: 招商积余组织架构梳理	5
图 2: 招商积余股权结构 (2020 年 8 月)	6
图 3: 招商积余组织架构梳理 (2020H1)	7
图 4: 全国物业管理面积规模 (亿平)	8
图 5: 全国物业管理收入规模 (亿元)	8
图 6: TOP10 物管及开发房企市占率	8
图 7: TOP100 物管及开发房企市占率	8
图 8: 500 强物管企业物管收入及面积占比 (2018 年)	9
图 9: 主流国家分类设施管理收入占比 (2017 年)	9
图 10: 主要国家和地区设施管理行业收入及占 GDP 的比重 (2017 年)	9
图 11: TOP500 物管企业收入拆分 (2018 年)	10
图 12: TOP500 物管企业物业费水平 (2018 年)	10
图 13: TOP500 物管企业不同物业收缴率 (2018)	10
图 14: TOP500 物管企业不同物业布局占比 (2018)	10
图 15: 主要物管公司基础物业服务收入情况 (19 年及 20 年上半年)	11
图 16: 主要物管公司单位面积基础物管收入及住宅占比 (20 年上半年)	11
图 17: 主要物管公司单位员工贡献基础物业服务收入 (19 年)	11
图 18: 招商积余营业收入及增速	12
图 19: 招商积余归母净利润及增速	12
图 20: 招商积余分业务收入占比	12
图 21: 招商积余毛利率水平	12
图 22: 招商积余费用率水平变化	13
图 23: 招商积余利润率水平变化	13
图 24: 招商积余在管面积结构 (19 年)	14
图 25: 招商积余 (合并口径) 物管总收入	15
图 26: 招商积余 (合并口径) 物管在管面积	15
图 27: 招商积余物管单位面积收入 (元/平/月)	15
图 28: 招商积余净利润率	15
图 29: 中航和招商物业在管典型项目一览 (2020 年 8 月)	17
图 30: 招商积余城市运营项目一览	18
图 31: 即墨经开区项目报价分项占比	19
图 32: 东莞松山湖项目费用占比	19
图 33: 招商积余资管业务区域收入对比	20
图 34: 招商积余部分子公司净利润对比 (亿元)	20
图 35: 招商积余 PE Band (TTM)	22

表 1: 中航及招商系专业公司业务介绍.....	6
表 2: 招商积余物业管理部分口径经营数据	13
表 3: 招商积余（合并口径）经营数据情况	13
表 4: 中航物业及招商物业部分在管物业年均费用增幅	15
表 5: 招商积余城市运营项目一览.....	18
表 6: 招商积余盈利预测.....	20
表 7: 可比物业公司 PE 估值对比.....	22

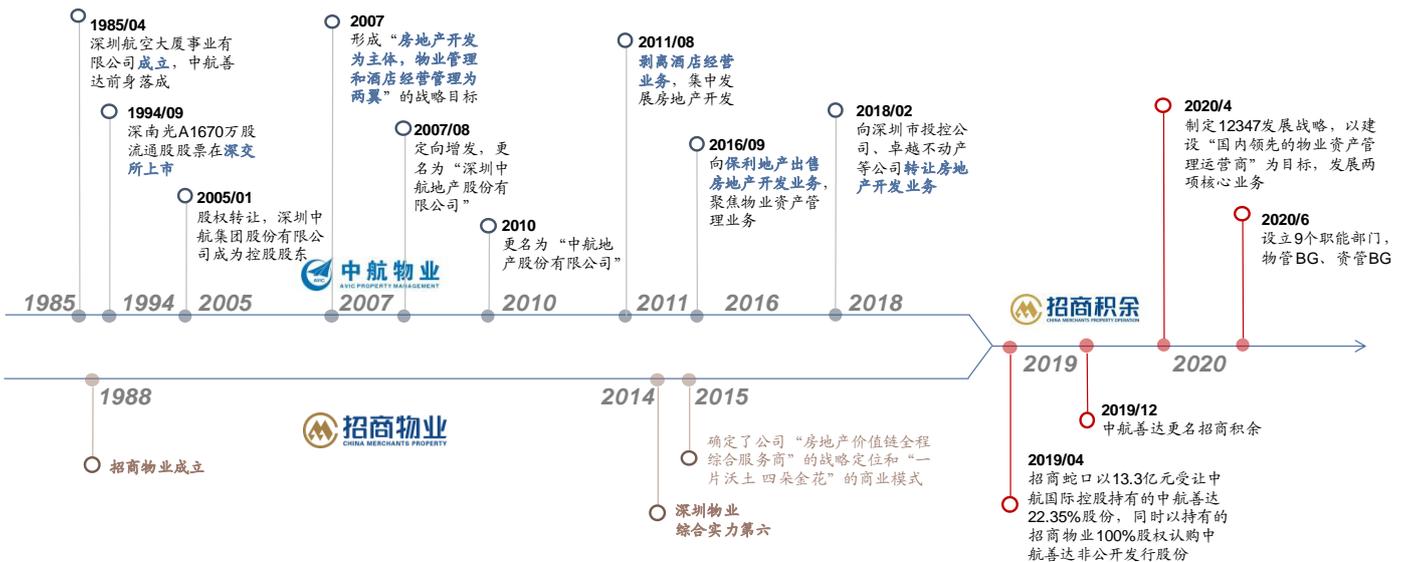
一、央企物管旗舰，打造招商系保值增值平台

19年末，公司历时9个月的中航善达重大资产重组顺利实施，发行股份购买招商物业100%股权，复牌“招商积余”，定位“国内领先的物业资产管理运营商”。招商局集团、航天工业集团响应国家关于加大推进央企深化改革和业务整合的战略部署，打造央企物管旗舰平台，实现国有资产增值保值。“积余”来源于招商局1914年2月成立的“积余产业公司”，是20世纪中国最早出现的房地产运营公司之一，“积余”意为积攒财富和资产，更名“招商积余”也体现了公司对于存量资产运营、管理、服务的战略定位。

中航善达早期2007年以房地产开发、物业管理和酒店经营为战略目标，随后2011年剥离酒店业务，16年向保利转让房地产开发业务相关的资产和负债，目前仅遗留部分地产项目（昆山九方城、龙岩中航资金云熙、衡阳中航城市花园）进行尾盘销售，衡阳项目和天津九方项目已委托控股股东招商蛇口管理，从而专注物管和资管业务。

中航物业早在14年就以“打造中国最大的机构物业集成服务商”为发展愿景，经过多年的努力，目前已成为机构物业龙头企业。招商物业虽然市场化起步较晚，在15年确定了战略定位和商业模式后，发展迅猛。2020年5月中国物业协会发布的2020物业服务企业上市公司十强榜单中，招商积余位列前五，两个平台有机融合后综合实力大幅提升。

图1：招商积余组织架构梳理

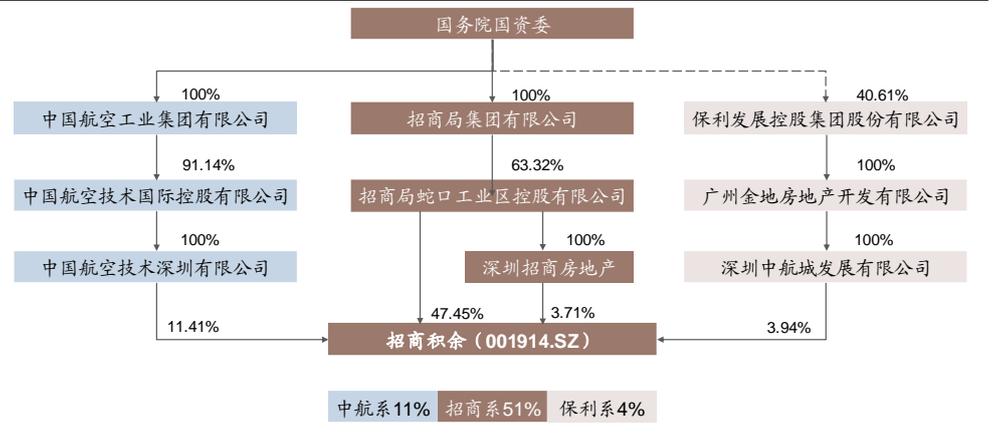


数据来源：公司中报，公司官网，广发证券发展研究中心

从招商积余股权结构来看，招商蛇口直接及间接持有公司51.16%的股权，公司控股股东为招商蛇口，实际控制人变更为招商局集团。在招商积余股权结构中，有

三大央企平台，招商系占51%、中航系11%、保利系4%，合计占比66.5%。值得注意的是，中航技深圳在20年4月发布公告，计划减持5302万股公司股份（不超过总股本的5%），截至8月13日，中航系累计减持1648万股（减持1.55%），持股比例降至11.41%。

图2：招商积余股权结构（2020年8月）



数据来源：公司中报，股东减持公告，广发证券发展研究中心

在完成资产重组后，招商积余迅速推进公司战略制定以及部门的融合，大致有以下两个方面：（1）公司4月14日发布公告，制定了“12347”发展战略，七大战略中，明确在深耕既有市场的同时，通过外部战略合作、集团资源整合、并购外延增长等方式全方位发展；（2）公司6月17日发布公告，公司已完成组织架构调整，整合了三总部职能，设立九个职能部门和两大事业群（物业BG、资管BG）。

在完成组织架构调整后，由于招商和中航在部分城市具备较高覆盖重合度，未来或将推进城市公司的融合。此外，在物管事业群下面，招商和中航都有独立的专业公司，为整体物业管理提供服务，如中航系旗下有楼宇设备管理、电梯服务、餐饮、保安、楼宇智能系统、智慧停车、超级前台、资产管理等专业公司，招商系旗下包括置业顾问、建筑科技、设施运营、社区商业等专业公司。

表1：中航及招商系专业公司业务介绍

公司	公司主营介绍
中航楼宇科技	积累十几年楼宇机电设备管理经验，有设计、安装、维护、改造能力，聚焦机电咨询顾问、机电工程、消防系统设计核心业务
中航南光电梯	深圳市首批具有电梯维护保养资质的单位，为客户提供电梯销售、安装、维护保养一条龙服务的业务能力
中航物业资产管理	成立于2002年，。公司受委托项目类型齐全，涉及各种物业，如商业、酒店、写字楼、公寓、住宅、厂房等
中航餐饮	拥有多年的机构团餐经营经验，主要为政府机关、学校、写字楼、企业等提供以工作餐为主的产品及服务
中航保安服务	组建于2006年，2015年正式取得保安服务经营资质，提供安保服务及停车场管理、科技安防等一揽子解决方案
航电建筑科技	基于移动互联网、物联网技术，通过打造集物业管控平台和设备设施平台为一体的智慧物业集成服务平台，主要经营楼宇智能控制系统、安防监控产品开发业务。
中航智泊科技	主要经营停车场管理业务，在获取公共领域停车资源后应用互联网技术和智能化设备，打造智慧停车服务平台，目前公司全国管理停车场超过500个，管理车位15万余个，范围覆盖全国二十几个大中城
超级前台公司	致力于打造多场景、跨平台的楼宇生态系统，是针对高端楼宇&机构类客户日益增长的需求而开发的面向客户服务平台
航景科创智慧科技	从事视频结构化、人工智能等领域的计算机软件开发及应用

招商置业顾问	房产经纪业务，提供包括前期顾问、营销策划、销售代理、房产经纪业务等服务，在 12 个城市开设超过 30 家门店
招商建筑科技	主要从事智能化工程设计与施工业务，包括楼宇智能化设计与施工、智能化系统及产品研发应用、建筑节能、保安监控及防盗报警系统安装、智能卡系统安装等，业务覆盖全国 30 多个主要城市
招商设施运营	从事大型综合园区和综合设施（IFM）运营管理服务的专业公司，为阿里巴巴、深圳国际会展中心等提供综合设施运营服务
招商到家汇	从事社区商业运营的公司，提供包括企业集采、社区电商、社区家政等服务，招商到家汇 APP 为招商物业线上社区运营平台

数据来源：Wind，大智慧，深圳湾公园综合管理服务招标文件，广发证券发展研究中心

2020年是招商蛇口的资管年，作为公司的股东，蛇口在20年中报中明确将战略聚焦持有运营业务，聚焦8-12万平米的商业产品打造。根据公司规划，招商积余计划成为招商局资产保值增值平台、蛇口旗下轻资产运营服务平台以及招商蛇口产业数字化标兵。期待招商积余后续融合融效的进展和表现。

图3：招商积余组织架构梳理（2020H1）



数据来源：公司中报，公司官网，广发证券发展研究中心

二、非住宅优质赛道龙头，经营指标业内领先

随着房地产开发土地红利逐步消失，开发类企业利润率下降，市场从19年开始对于能持续贡献稳定现金流的物业管理企业关注度逐步提升。本节主要讨论三个问题：物业管理行业基本情况、非住宅物管的特点以及招商积余在行业内所处位置。

根据中国物业管理协会数据，2018年全国物业管理规模279亿平，同比增长13%。

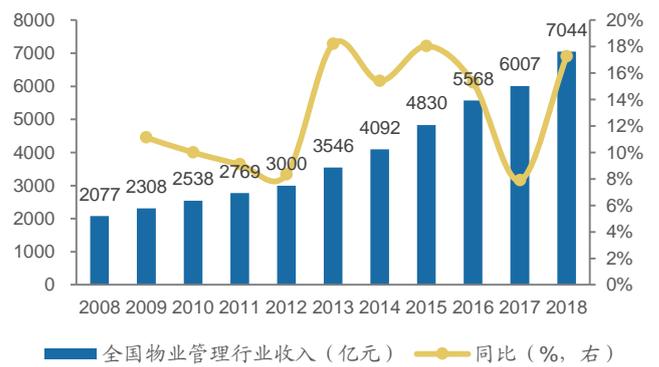
2008-2018年复合增速为8%，收入方面，18年物管协会统计的全国物管收入7044亿元，同比增长17%，2008-2018年复合增速为13%，行业规模温和增长。规模的增长主要来自于两部分，一部分是新竣工的新物业，第二部分是外拓物业规模，这里简单做一个测算，500强企业中住宅物业面积占比63%，按照总面积279亿平米计算，对应物管住宅面积为177亿平米，这个数字是要小于我们对于城镇住宅存量测算的297亿平（18年，报告来源《2020年中期策略：行业动能充足，巅峰仍在远方》）。在这两方面的作用下，物管行业规模的还将持续稳健增长。

图4：全国物业管理面积规模（亿平）



数据来源：中国物管协会，广发证券发展研究中心

图5：全国物业管理收入规模（亿元）



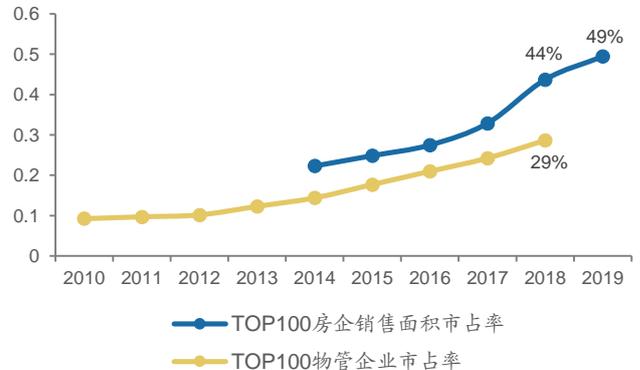
数据来源：中国物管协会，广发证券发展研究中心

图6：TOP10物管及开发房企市占率



数据来源：中国物管协会，中指院，广发证券发展研究中心

图7：TOP100物管及开发房企市占率



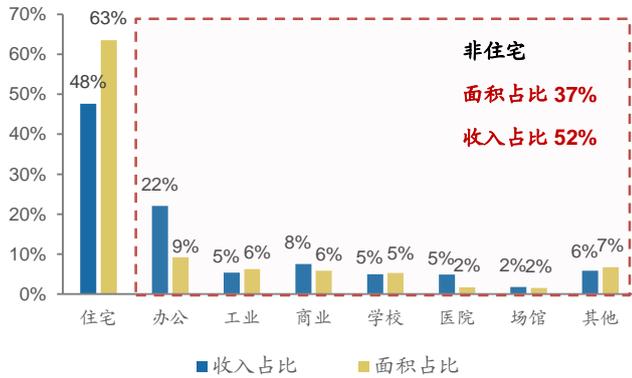
数据来源：中国物管协会，克而瑞，广发证券发展研究中心

根据中国物管协会数据，行业TOP10面积市占率为11.4%，TOP100市占率29%，同期住宅开发TOP100企业市占率为44%。物管面积中住宅占比较大，作为住宅开发的下游企业，在住宅集中度持续提升的大背景下，物管市占率有望进一步上升。

从结构来看，物业管理大致可分为住宅和非住宅两部分，由于住宅开发市场集中度较高（2020年1-7月TOP100房企销售面积集中度为54%，金额集中度为75%），住宅物业一般与开发商有较强的关联，根据中国物业协会统计，18年TOP500物管企业中合作及隶属于开发商的物管企业占比55%，17年TOP200中有关联的占比60%。由于物管公司和开发企业的绑定关系，相对而言，住宅的市场化外拓难度要高于非住宅。从非住宅的占比来看，由于单位面积管理费较高，18年TOP500企业中，非住

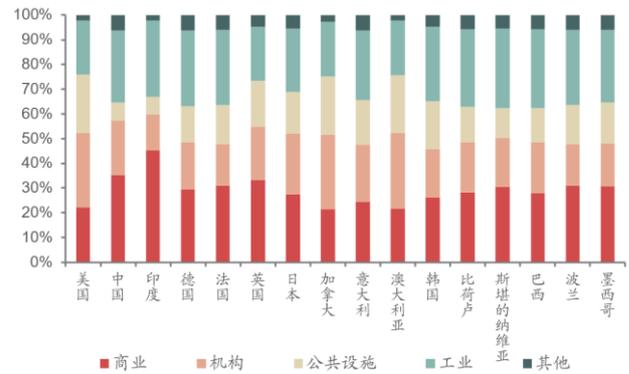
宅面积占比37%、收入占比52%。

图8: 500强物管企业物管收入及面积占比 (2018年)



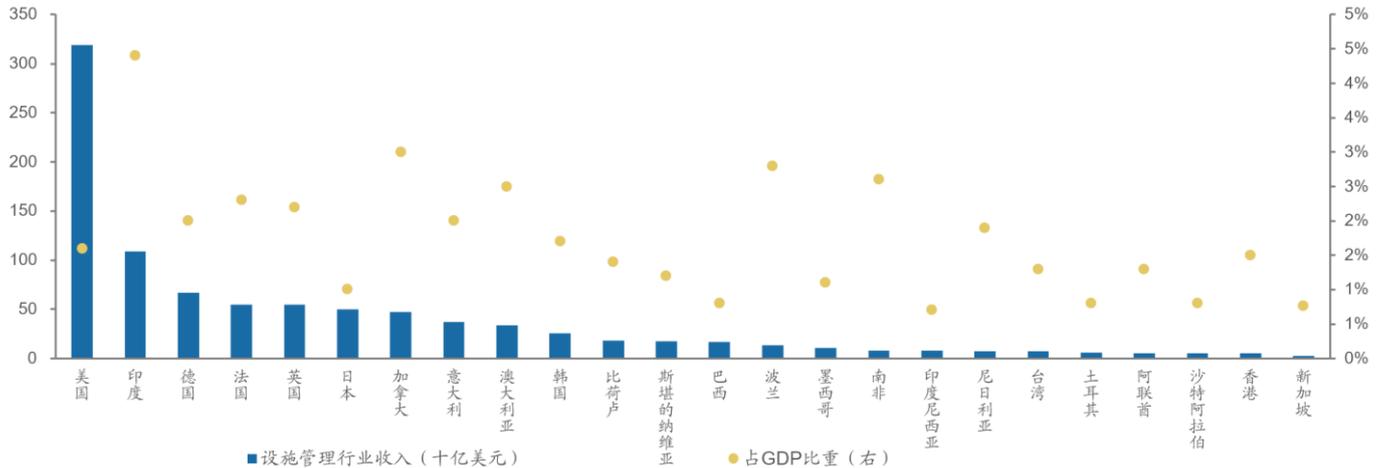
数据来源: 中国物管协会, 广发证券发展研究中心

图9: 主流国家分类设施管理收入占比 (2017年)



数据来源: Global FM, 广发证券发展研究中心

图10: 主要国家和地区设施管理行业收入及占GDP的比重 (2017年)



数据来源: Global FM, 广发证券发展研究中心

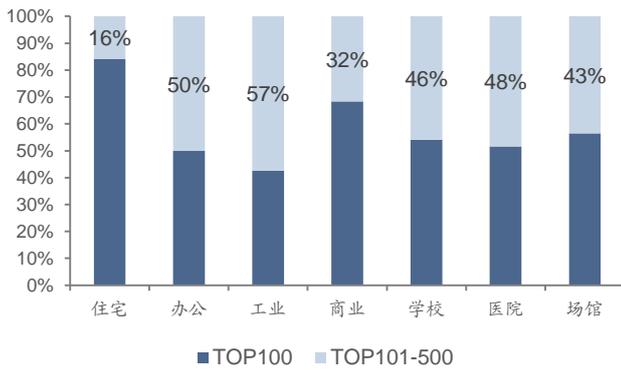
从海外国家的经验来看, 主要国家和地区的住宅形态与中国有较大的差异。以美国为例, 根据美国统计局数据, 17年美国存量住房中, 别墅占比69%, 公寓占比25%, 这两类房屋并不依赖独立的物业管理公司服务, 别墅主要由社区和个人治理, 公寓主要为管家为该栋住户提供服务, 与我国住宅以“小区”为单位进行规模化管理不同。因此海外物业管理更多的集中在商业、办公、工厂、公共设施等物业上。根据Global FM的报告, 17年全球设施管理行业总收入为1.15万亿美元 (15年0.98万亿美元), 15-17年增长18%。其中美国设施管理规模17年为3190亿美元, 占GDP的1.6%, Global FM也给出了中国的设施管理规模, 1867亿美元, 同样占GDP的1.6%, 这一数字显著高于中国物管协会的数据, 我们认为可能与测算方法有关, 但总体而言, 非住宅的设施管理依然大有可为。

我国当前非住宅物管可以概括为三个关键词, “租金高、收缴率高、集中度低”。从物管协会数据来看, TOP500物管企业结构中, TOP100企业在住宅物业的集中度最高, 达到了84%, 而非住宅TOP100占比为53%。租金方面, 住宅物业物业费水平

平均为1.2元/平/月，其中TOP100以外的企业物业费仅为0.7元/平/月，而办公、商业、医院、场馆等业态的物业费水平显著高于住宅，且TOP100以外的企业物业费并没有显著低于龙头。另外，非住宅物业整体收缴率较高，除了住宅商业外，收缴率都在98%以上。

因此整体而言，非住宅市场具备良好的经营表现，竞争激烈程度相对较小，集中度提升空间大，也是目前物管企业主要竞争的领域。

图 11: TOP500物管企业收入拆分 (2018年)



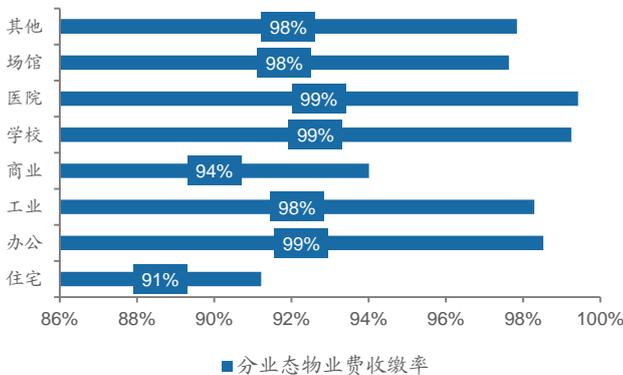
数据来源: 中国物管协会, 广发证券发展研究中心

图 12: TOP500物管企业物业费水平 (2018年)



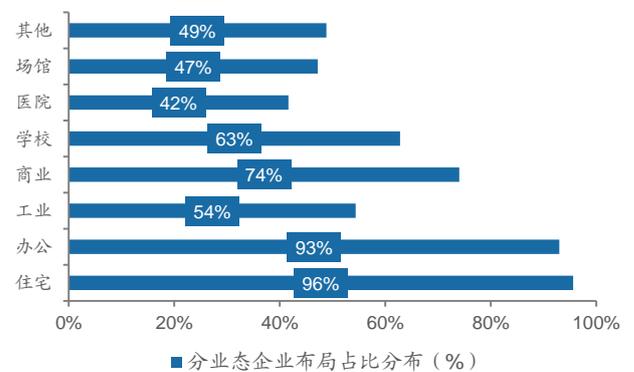
数据来源: 中国物管协会, 广发证券发展研究中心

图 13: TOP500物管企业不同物业收缴率 (2018)



数据来源: 中国物管协会, 广发证券发展研究中心

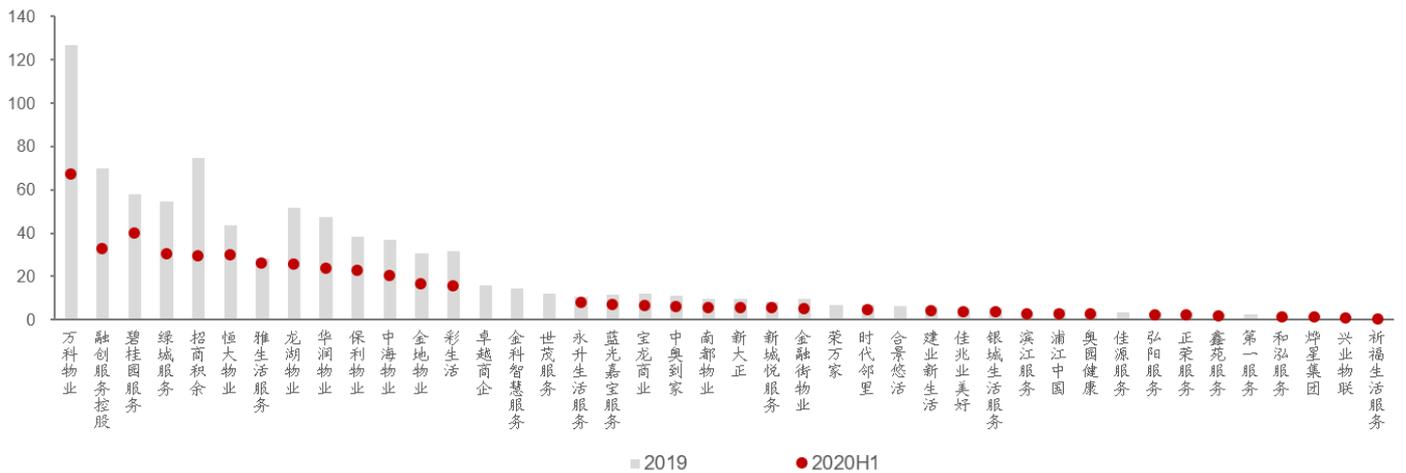
图 14: TOP500物管企业不同物业布局占比 (2018)



数据来源: 中国物管协会, 广发证券发展研究中心

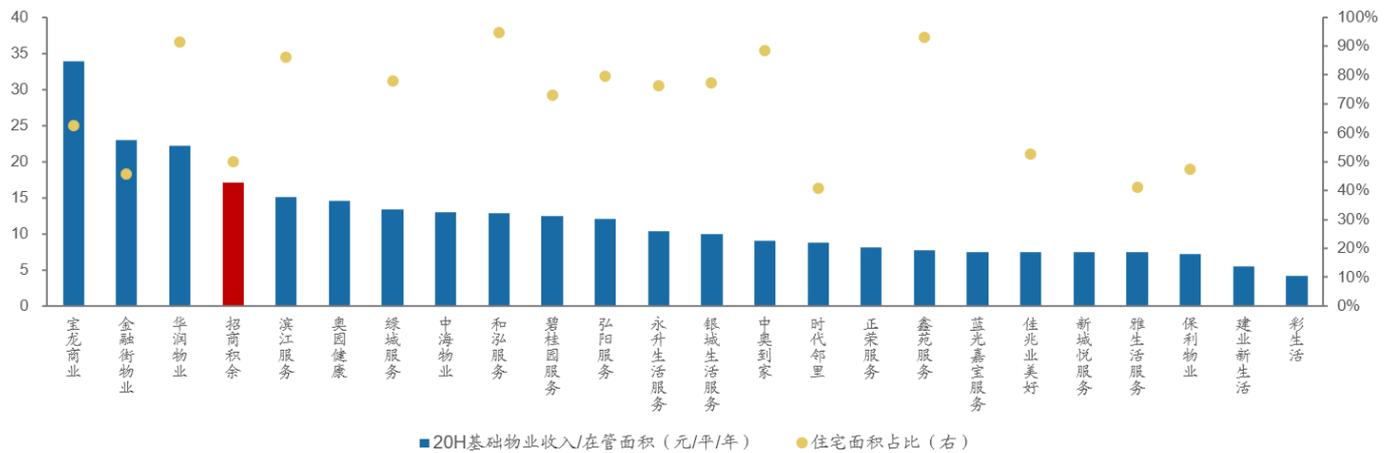
从招商积余行业所处位置来看，由于招商积余基础物业由于收入确认方式的调整，20年上半年收入规模小幅下降，但整体而言仍处于行业内第一梯队的水平，上半年基础物管收入26.19亿元，排名行业前5。头部物管企业覆盖业态基本以住宅为主，而招商积余非住宅在管面积占比达到50%，作为行业内优势赛道的物管公司龙头，从人均贡献来看，积余19年单位员工贡献的收入为21.3万元/人，排名前5，从单位面积的物管收入来看，招商积余为17.1元/平/年，排在招商积余前面的分别是宝龙、金融街、华润，均为自建商业地产的物业服务企业。招商积余在业态覆盖维度以及能效指标方面具备行业优势。

图15: 主要物管公司基础物业服务收入情况 (19年及20年上半年, 亿元)



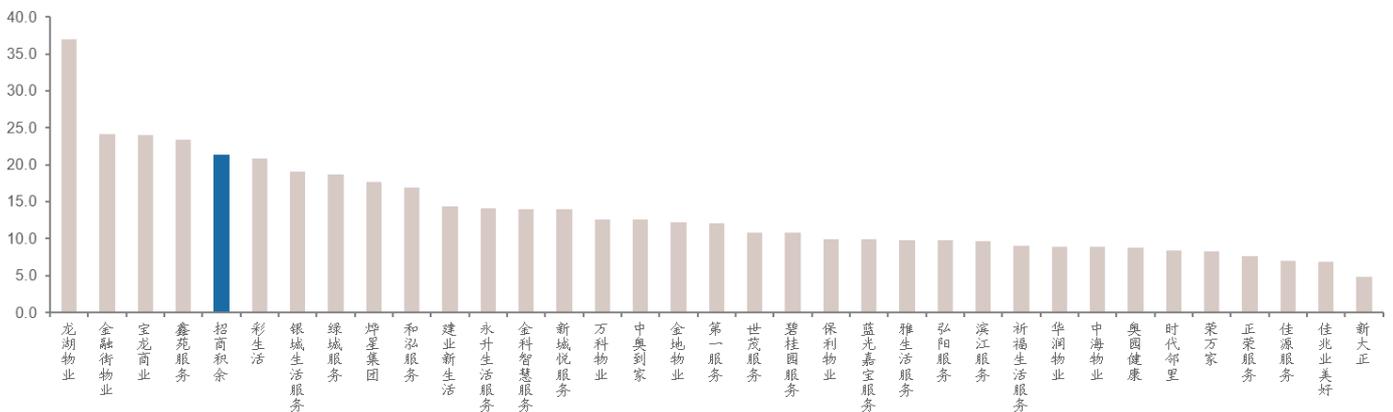
数据来源: 公司中报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图16: 主要物管公司单位面积基础物管收入及住宅占比 (20年上半年)



数据来源: 公司中报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图17: 主要物管公司单位员工贡献基础物业服务收入 (19年, 万元/人)



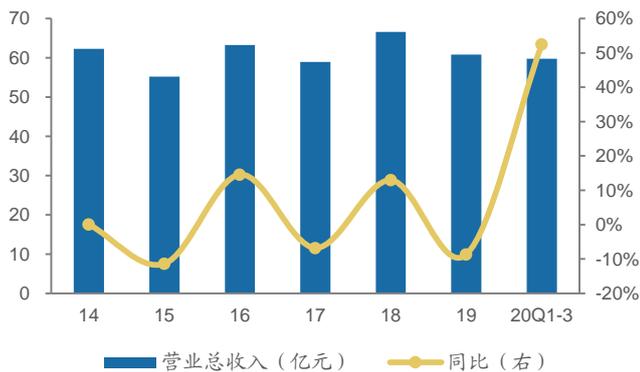
数据来源: 公司中报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

三、融合融效，物管业务业绩高增长

招商积余20年前三季度实现总收入59.74亿元，同比增长52%，实现归母净利润3.27亿元，同比增长137%，公司报告期获得政府疫情补助，扣非归母净利润3.02亿元，同比增长146%。

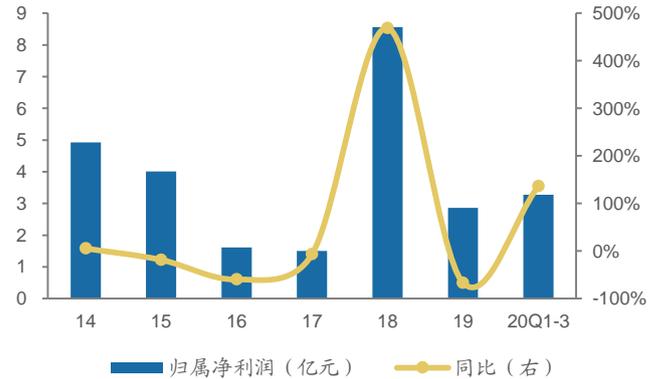
单季度来看，公司实现营业收入21.06亿元，与二季度基本持平，Q3归母净利润1.49亿元高于Q2的1.19亿元，毛利率方面，1-3单季度公司毛利率分别为12.3%、15.1%、15.6%，边际回升，但整体来说，地产业务的逐步退出，以及高毛利的资管业务占比下降，导致整体毛利率逐步贴近物业管理的毛利率水平。毛利率的改善、三费占比的下降以及所得税的下降，导致单季度净利润率的回升（从Q1-Q3分别为2.9%、4.9%、6.7%）。

图18: 招商积余营业收入及增速



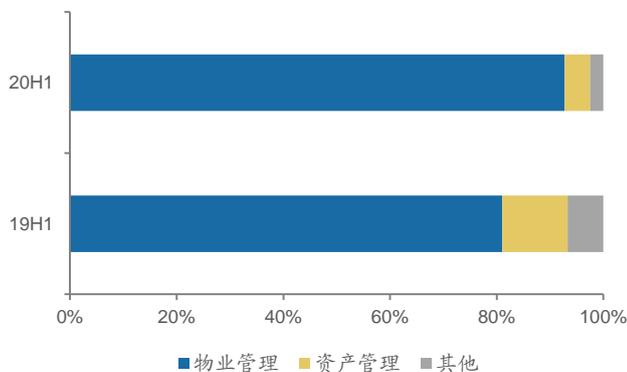
数据来源：公司年报，公司季报，广发证券发展研究中心

图19: 招商积余归母净利润及增速



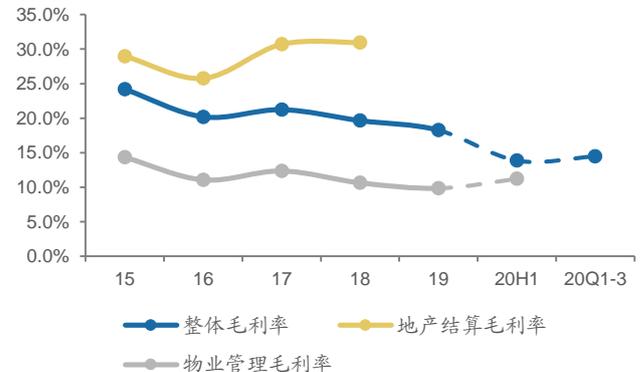
数据来源：公司年报，公司季报，广发证券发展研究中心

图20: 招商积余分业务收入占比



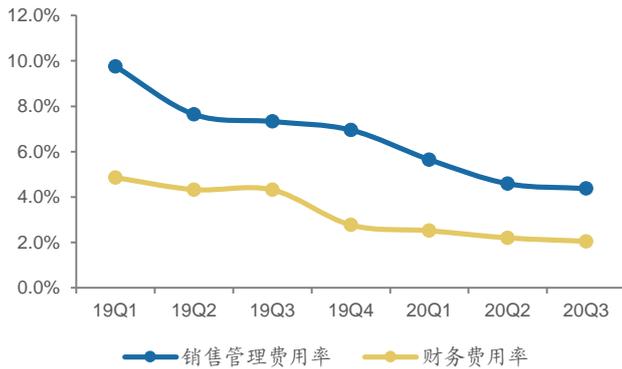
数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图21: 招商积余毛利率水平



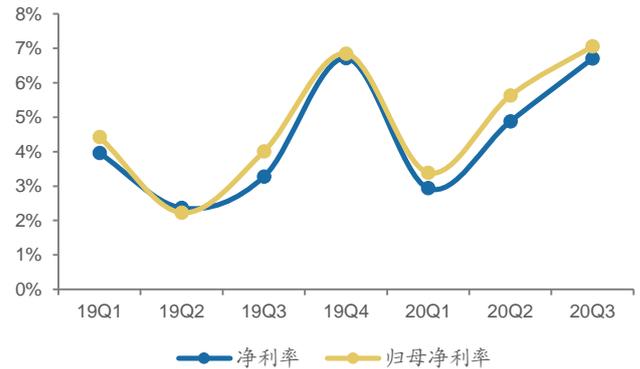
数据来源：公司年报，公司季报，广发证券发展研究中心

图22: 招商积余费用率水平变化



数据来源: 公司年报, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图23: 招商积余利润率水平变化



数据来源: 公司年报, 公司季报, 广发证券发展研究中心

物管业务方面, 首先从20年上半年来看, 可比口径(中航+招商)合计实现收入35.9亿元, 该口径下同比下降3%, 其中中航物业上涨3%, 招商物业下降11%, 合并收入的下降, 与公司部分项目收入确认方式由包干制到酬金制有关。20年上半年实现净利润2.56亿元, 同比增长39%, 其中中航、招商分别同比增长53%、20%。

三季度物管业绩方面, 根据公司三季报业绩公告, 20年前三季度归母净利润比去年同期多增2.5-3.0亿元, 根据我们测算, 20年前三季度物业归母净利润约为4.3亿元, 同比19年前三季度可比口径(中航物业+招商物业)增长约55%, 增速高于上半年。其中招商物业实现扣非归母净利润1.57亿元, 同比增长约40%, 完成业绩承诺(20年1.82亿元)的82%, 前三季度分别贡献0.24/0.61/0.71亿元, 中航物业前三季度实现净利润约2.5亿元, 同比增长77%, 较上半年增速(53%)扩大25个百分点, 中航3季度利润0.9亿元, 同比增长150%。

表2: 招商积余物业管理部分口径经营数据

公告日期	公告主体	经营数据
2019/11/27	中航物业	1-9月累计营业总收入为320,281万元, 利润总额为18,850万元, 净利润为14,085万元
2020/4/14	中航物业	2019年营业收入为450,626.63万元, 净利润为20,318.53万元。
2020/4/14	招商物业	招商物业2019年度经审计净利润为19,350.96万元, 归属母公司净利润为18,890.11万元
2020/4/14	招商物业	4-11月实现归母净利润10,897.28万元
2020/4/14	招商物业	12月实现收入59243.2万元, 净利润3875.9万元
2020/10/14	招商积余	20Q1-3物业管理归母净利润同比多增加2.5-3亿元

数据来源: 公司经营公告, 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

表3: 招商积余(合并口径)经营数据情况

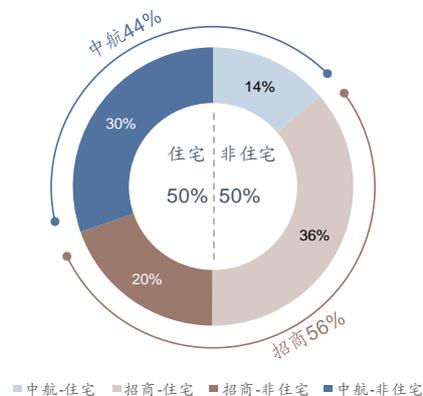
	17	18	19	19 同比	19H1	20H1	20H1 同比	19Q1-3	20Q1-3	Q1-3 同比
合并物管收入(亿元)	55.6	70.1	83.7	19%	37	35.9	-3%			
其中: 中航物业	29.8	38.8	45.1	16%	20.7	21.3	3%			
其中: 招商物业	25.8	31.3	38.7	23%	16.1	14.4	-11%			

管理面积 (万方)	10647	12220	15266	25%	14926	17,193	15%			
其中: 中航物业	5152	5307	6729	27%	7634					
其中: 招商物业	5495	6913	8,537	23%	7,292					
其中: 来自控股股东		5,384	6,244	16%		6,947				
单位面积收入 (元/平/月)	4.35	4.78	4.57	-4%	4.14	3.48	-16%			
其中: 中航物业	4.81	6.09	5.58	-8%						
其中: 招商物业	3.91	3.77	3.77	0%						
毛利率			9.83%			11.20%				
其中: 中航物业	12.30%	10.60%			10.80%					
其中: 招商物业	5.90%	7.80%								
净利润 (亿元)	2.19	3.13	3.92	25%	1.85	2.56	39%			
其中: 中航物业	1.51	1.67	2.03	22%	1.05	1.61	53%	1.41	2.50	77%
其中: 招商物业	0.71	1.50	1.94	29%	0.8	0.95	20%			
归母净利润 (亿元)								2.79	4.31	55%
其中: 中航物业								1.56		
其中: 招商物业			1.89			0.80		1.23		
招商扣非归母净利润 (亿元)	0.68	1.45	1.73	19%	0.78	0.85	9%	1.12	1.57	40%

数据来源: 公司经营公告, 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心; 注: 标红底色为估算数据, 19年招商物业收入按照单位面积收入不变的假设进行估算; 收入包括专业化服务在内的物业管理总收入

招商积余物业管理业态结构相对均衡。从19年在管面积来看, 中航住宅和招商的住宅占比分别为14%、36%, 中航非住宅和招商非住宅分别占比30%、20%, 因此整体住宅与非住宅的比例是50%对50%, 按品牌划分, 中航系总面积占比44%、招商系总面积占比56%。从20年上半年末的情况来看, 在管面积1.72亿平米, 同比增长15%, 较19年末净增1927万方, 其中住宅占比49%, 存量和增量中住宅占比均为一半, 与500强企业中住宅的占比(48%)比较接近, 招商积余在合并后, 对于不同类型物业的覆盖更加均衡。

图24: 招商积余在管面积结构 (19年)



数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

物管费方面, 20年上半年, 根据收入及面积计算的单位面积管理收入3.48元/平

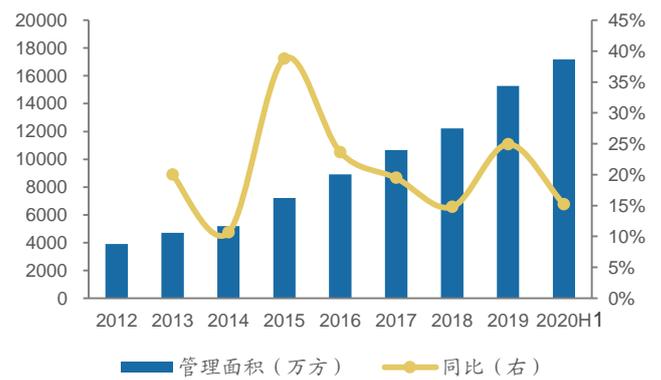
1月，同比下降16%，一般来说物业管理收入在个别年份不会发生较大的波动，2014-2018年合并口径的单位面积物管收入增速分别为7%、9%、11%、2%、10%，整体维持稳健增长。我们根据中国政府采购网，整理了招商和中航物业的典型物管项目，政府机关、学校、体育场、公共物业的平均年复合管理费分别增长5.1%、11.1%、17.8%、6.2%，也没有看到明显物业费下降的现象。因此，**20年物业收入确认口径的变化**（部分收入确认方式由包干制到酬金制），是单位面积收入下滑的主要原因。

图25: 招商积余（合并口径）物管总收入



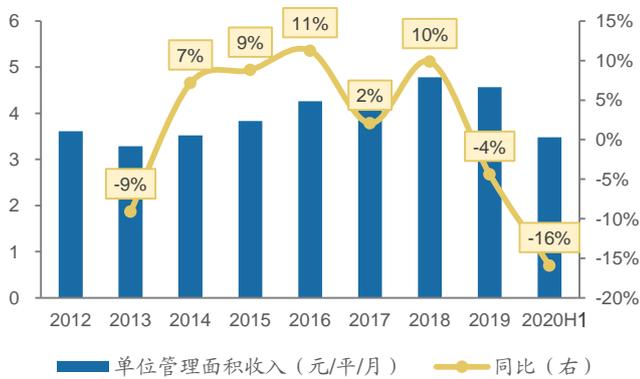
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图 26: 招商积余（合并口径）物管在管面积



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图27: 招商积余物管单位面积收入（元/平/月）



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图 28: 招商积余净利润率



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

表4: 中航物业及招商物业部分在管物业年均费用增幅

类型	物业	地区	合同平均期限 (年)	首次中标时间	最新中标时间	首次中标年均费用 (万元)	最新中标年均费用 (万元)	CAGR
政府机关	中国人民银行总行	北京	3	2011/03	2020/06	480.0	620.1	2.8%
	北京海关总关办公楼	北京	3	2015/05	2018/04	469.9	460.6	-0.7%
	北京海关十八里店档案楼及附属楼	北京	3	2016/12	2019/12	319.0	398.9	7.7%
	国家工商行政管理总局行政学院	北京	3	2014/07	2017/08	1338.8	1481.8	3.3%
	公安部禁毒情报技术中心	北京	2	2015/12	2018/12	199.9	217.5	2.9%
	人民大会堂职工食堂前厅和公共区域	北京	2	2015/12	2017/12	356.6	415.0	7.9%
	中国环境监测总站业务大楼	北京	3	2016/04	2019/05	240.2	295.0	6.9%
	珠海市委党校	广东	1	2015/12	2019/12	666.7	657.0	-0.4%

	佛山市南海区人民检察院	广东	2	2015/12	2020/05	119.8	282.6	21.4%
	珠海市机关大院(含12号楼)及市人大、市政协、市行政服务中心	广东	2	2015/09	2018/09	395.6	595.7	14.6%
	广东省体育局	广东	2	2019/06	2020/07	223.2	212.1	-4.6%
	武汉市国土资源和规划信息中心	湖北	1	2015/04	2018/05	43.5	52.7	6.4%
	湖北省公安厅(东院)	湖北	2.8	2017/12	2019/09	291.9	362.9	13.2%
	广饶县乐安大厦	山东	2	2013/01	2014/01	398.0	410.0	3.0%
	天津市委党校机关	天津	1	2017/09	2020/08	1899.6	974.9	-20.4%
	中国人民银行贵阳中心支行	贵州	2	2018/07	2020/07	501.2	626.9	11.8%
	广东省国家税务局	广东	2.5	2015/04	2018/01	792.9	1058.4	11.0%
政府机关平均			2.2			513.9	536.6	5.1%
学校	中山大学广州校区南北校园	广东	2.7	2016/02	2018/08	2454.4	3506.9	15.3%
	广东医科大学东莞校区	广东	2.5	2016/07	2018/07	841.4	940.4	5.7%
	厦门城市职业学院	福建	3	2015/08	2018/10	465.8	817.1	19.4%
	东华大学松江校区(二)及延安路校区(部分)物业管理及保洁服务	上海	3	2014/06	2017/07	530.9	622.1	5.3%
	上海民航职业技术学院	上海	2.5	2018/05	2020/08	592.1	808.9	14.8%
	天津科技大学滨海校区(西院)	天津	1	2015/12	2019/09	323.8	485.0	11.4%
	安阳工学院	河南	2.5	2015/11	2018/10	656.8	775.8	5.9%
学校平均			2.5			837.9	1136.6	11.1%
体育场	武汉光谷国际网球中心	湖北	2	2017/01	2018/03	539.9	649.8	17.3%
	湖北省奥林匹克体育中心	湖北	1	2013/05	2015/03	539.3	734.0	18.3%
体育场平均			1.5			539.6	691.9	17.8%
公共物业	国家图书馆	北京	2	2012/12	2018/04	1269.5	1496.0	3.1%
	中国科学技术馆	北京	2	2017/04	2019/04	1088.8	1302.5	9.4%
公共物业平均			2.0			1179.1	1399.2	6.2%

数据来源: 中国政府采购网, 各地招标网, 广发证券发展研究中心; 注: 标红项目首次为外部供应商, 最新一次签约为招商或中航物业

四、聚焦城市运营, 助力城市生长

公司多年深耕非住宅物业, 全业态覆盖。中航和招商物业签约的政府类项目包括人民大会堂、最高人民检察院、中国人民银行总部、最高人民法院等; 企业总部包括阿里巴巴西溪总部、京东集团总部、招商证券大厦, 公共类包括中国人大苏州校区、中山大学广州校区等学校, 以及部分体育设施和港口设施; 商业类和住宅方面主要以中航和招商系的项目为主。

图29: 中航和招商物业在管典型项目一览 (2020年8月)



注: 红色为20年新增项目



数据来源: 公司中报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

值得关注的是, 招商积余在近一年内加快拓展城市运营项目, 从19年9月三亚崖州湾科科技城项目开始, 累计获取5个城市运营项目。根据公司官网, 坪山区街道项目, 为疫情期间响应政府号召, 中航物业进驻两个街道开展防疫工作, 协助复工复产。随后在5月13日, 坪山区与中航、万科、深业三家企业签署战略合作协议, 以城市管理平台为载体, 承接政府相关职能部门的职责任务, 整合社会资源, 实现“政府主导、社会参与、源头治理”的城市治理新格局。

除坪山区项目外, 其他项目均为公开招标项目, 招商物业拓展的三亚崖州湾科科技城总面积6930万方, 其中秩序维护、内勤采购金额3年7423万元, 物业服务采购7年2.64亿元; 东莞松山湖项目占地2600万方, 3年中标金额9180万元。中航物业拓展的深圳湾公园总面积128.74万方, 1年中标金额4000万元; 青岛即墨经开区项目总面积1598万方, 3年中标金额4367万元。从中标总金额的拆分来看, 城市综合服务主要以绿化、环卫、保安为主, 其中即墨区绿化养护金额占比32%, 东莞松山湖中标费用占比最高的同样为绿化(48%)。

城市运营项目模式对于物业管理企业来说是一种全新的业务模式, 仍处于探索阶段, 为公司乃至行业规模的拓展带来了新的增长点。

图30: 招商积余城市运营项目一览



数据来源: 公司中报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

表5: 招商积余城市运营项目一览

公司	时间	项目名称	面积 (万方)	期限 (年)	中标金额 (万元)	服务要求
招商物业	2019/9/26	三亚崖州湾科技城(深海科技城和大学城)物业服务项目	6930	7	26357	科技城综合城市服务及深海科技城、大学城物业服务, 为崖州湾科技城提供城市运营服务、城市公共设施运营管理服务, 城市空间、海面、海滩运营与具体项目的物业管理等服务, 协助甲方将三亚崖州湾科技城打造成全国领先智慧科技城区。
中航物业	2020/2/17	深圳坪山区碧岭、马峦街道项目				坪山区城中村项目有连片的厂房、住宅、商业街等, 由多个城中村、社区组成, 超出了传统意义上的社区, 我们可称之为“城区”, 疫情时期探索城区综合治理新模式的实践, 疫情过后也将会持续探索新模式下的日常运营
中航物业	2020/3/1	深圳湾公园	128.74	1	4000	公园管理更加智能化, 多渠道探索公园运营模式
招商物业	2020/5/8	三亚崖州湾科技城秩序维护、内勤等物业服务采购	6930	3	7423	三亚市崖州区崖州湾: 秩序维护: 园区秩序维护、治安管理服务、城市管理服务、消防系统管理、突发事件的应急管理; 内勤服务: 前台接待、会议服务、档案管理、保密管理
中航物业	2020/5/19	青岛即墨经济开发区城市空间项目	1598.17	3	4367	中航物业将为青岛即墨经济开发区城市空间区域所辖公园、市民广场、会展中心、市政道路提供秩序维护、

						工程维护、保洁服务、绿化服务、垃圾管控及相关设施设备管理等专业物业综合服务。
招商物业	2020/6/10	东莞松山湖生态园东区城市综合服务项目	2600	3	9180	招商设施运营将为项目提供市政设施维修管理，绿化养护，环卫保洁，河道、排渠、水面保洁，公厕管养，安保，垃圾分类收集清运等服务。

数据来源：公司经营公告，公司官网，广发证券发展研究中心

图31：即墨经开区项目报价分项占比

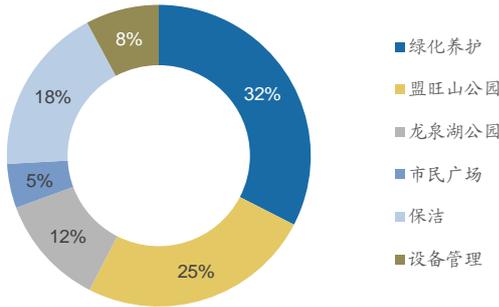
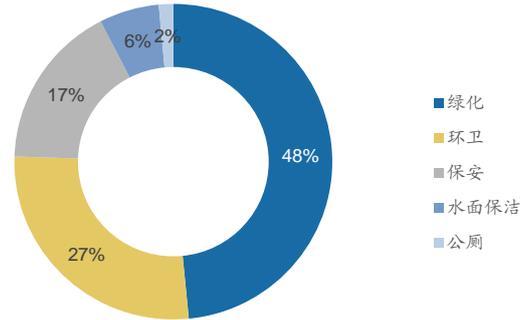


图32：东莞松山湖项目费用占比



数据来源：政府采购网，公司官网，广发证券发展研究中心

数据来源：政府采购网，公司官网，广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资评级

我们认为招商积余定位清晰，以“大物业+大资管”为主线。

物业管理方面，招商积余经过多年沉淀，已成为国内机构物业绝对龙头，中航物业和招商物业两大品牌在全国范围内覆盖包括政府、学校、企业、住宅、街道等多种业态，管理经验丰富，被评为“2020物业服务企上市公司十强”。未来拓展方面，一方面招商蛇口每年竣工的住宅项目将为公司贡献稳定的住宅拓展面积，另一方面中航物业在非住宅类物业拓展能力极强（19年中航管理面积增长27%），我们看好招商积余在两个物业平台整合后的规模增长潜力。**资产管理方面**，公司目前主要管理原中航物业旗下的九方资产项目，未来将承载招商局集团资产运营项目，实现稳健发展。

我们对公司主要业务的营收预测如下：

（1）物业管理。首先在面积方面，中航物业12-19年管理面积复合增速为19%，19年加速拓展，面积增长27%，我们预计20、21、22年增速分别为15%、10%、10%。招商物业根据蛇口结算竣工比例以及并表结算与招商物业新增面积的比例进行预测。预计招商积余整体20-22年管理面积分别为1.8亿平、2.1亿平、2.4亿平。单位面积收入方面，由于20年上半年单位管理收入同比下滑，我们预计全年单位收入水平下降10%，21、22年稳健增长3%。利润率表现方面，收入口径影响上半年物业管理利润

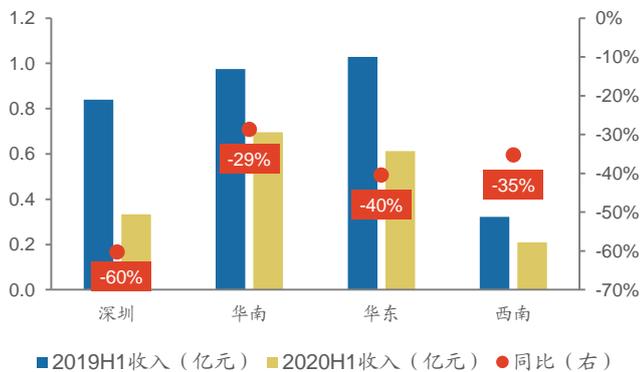
率水平较高，我们预计20-22年招商积余平均利润率为6%。

(2) 资产管理。20年上半年资管业务实现营收1.85亿元，疫情影响下，因减租政策收入同比下降42%。其中深圳、华东区域下降60%、40%，西南及华南区域收入同比下降35%、29%。公司整体可出租面积59.3万方，与19年末一致，九方购物中心13个（含筹备2个），较19年轻资产管理项目减少了3个，报告期公司新签约安义商业项目的委托管理服务。疫情影响下20年6月底客流恢复至上年的80%，平均出租率95%（较19年下降1个百分点）。

从盈利情况来看，5家主营商业的子公司（收入占比80%）上半年合计净亏损0.21亿元。资管业务整体呈现亏损的状态，根据公司业绩预告，资管业务20年上半年归母净利润同比下降0.6-0.8亿元，前三季度预计归母净利润同比下降0.8-1亿元，单季度比去年同期少约0.2亿元，业绩下滑幅度有所收窄。

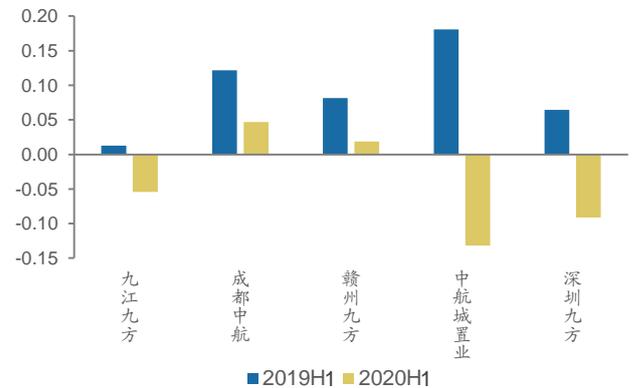
由于前三季度资管收入及利润的下降，我们预计20年资管业务收入同比下降25%，净利率水平为-3%，21年逐步恢复至疫情前水平，预计收入较20年增长30%，预计21年在规模不变的情况下，收入小幅增长3%（租金上涨），预计21-22年净利率水平为4%。

图33: 招商积余资管业务区域收入对比



数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

图34: 招商积余部分子公司净利润对比 (亿元)



数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

综合物管和资管业务，我们预计20、21、22年归母净利润分别为5.2亿元、6.6亿元、8.4亿元，增速分别为82%、27%、27%，对应20年51xPE，21年40xPE，22年32xPE。

表6: 招商积余盈利预测

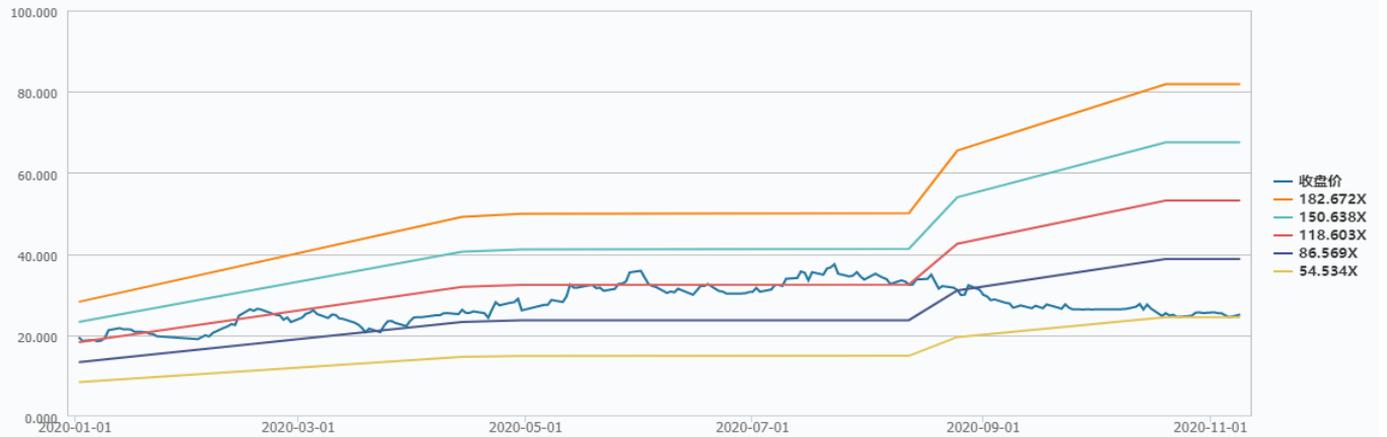
主要指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总管理面积 (万方)	10647	12220	15266	18200	21249	24801
中航物业管理面积 (万方)	5152	5307	6729	7738	8512	9789
同比	13%	3%	27%	15%	10%	15%

招商物业管理面积 (万方)	5495	6913	8537	10462	12737	15012
招商物业新增管理面积 (万方)	1150	1418	1624	1925	2275	2275
招商蛇口竣工面积 (万方)	453	499	1021	1100	1300	1300
结算/竣工	95%	100%	70%	70%	70%	70%
招商蛇口结算面积 (万方)	429	497	712	770	910	910
招商蛇口结算面积/招商物业新增管理面积	37%	35%	44%	40%	40%	40%
总物管收入 (亿元)	55.6	70.1	83.7	89.3	106.3	136.2
同比	22%	26%	19%	7%	19%	28%
中航物管收入 (亿元)	29.8	38.8	45.1	46.6	52.8	66.8
招商物管收入 (亿元)	25.8	31.3	38.7	42.6	53.5	69.3
单位面积物管收入 (元/平/月)	4.3	4.8	4.6	4.1	4.2	4.6
中航单位物管收入 (元/平/月)	4.8	6.1	5.6	5.0	5.2	5.7
同比	12%	26%	-8%	-10%	3%	10%
招商单位物管收入 (元/平/月)	3.9	3.8	3.8	3.4	3.5	3.8
同比	-7%	-4%	0%	-10%	3%	10%
归母净利润 (亿元)	2.2	3.1	3.9	5.4	6.4	8.2
同比		43%	25%	37%	19%	28%
中航归母净利润 (亿元)	1.5	1.7	2.0	2.9	3.3	4.1
招商归母净利润 (亿元)	0.7	1.5	1.9	2.5	3.1	4.0
归母净利润率	3.95%	4.47%	4.68%	6.01%	6.00%	6.00%
中航归母净利润率	5.09%	4.31%	4.51%	6.20%	6.20%	6.20%
招商归母净利润率	2.63%	4.66%	4.89%	5.80%	5.80%	5.80%
资产管理收入 (亿元)		6.32	6.17	4.63	6.01	6.19
收入同比				-25%	30%	3%
资管净利率				-3%	4%	4%
资管归母净利润 (亿元)				(0.1)	0.2	0.2
总收入 (亿元)	58.9	66.6	60.8	93.9	112.3	142.3
	-7%	13%	-9%	54%	20%	27%
总归母净利润 (亿元)	1.5	8.6	2.9	5.2	6.6	8.4
	-7%	469%	-67%	83%	27%	27%
EPS	0.23	1.28	0.41	0.49	0.62	0.79
PE				51	40	32

数据来源：公司经营公告，公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心；橙色底色为预测数字

合理价值方面，物业管理行业龙头可比公司主要在港股上市，且可比公司主要以母公司住宅的拓展为主，公司除了招商蛇口的住宅以外，还具备较强的非住宅增量拓展能力，在规模拓展方面具备领先优势。多数物业公司由于关联交易的限制而选择H股上市，公司作为A股稀缺龙头标的，具备一定估值溢价。我们参考可比公司及公司历史估值水平，给予公司21年合理估值50倍PE，对应合理价值为31.20元/股，给予“买入”评级。

图35: 招商积余PE Band (TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表7: 可比物业公司PE估值对比

股票简称	代码	总市值(人民币)	总股本(亿股)	最新 收盘价	货币	EPS		PE (X)	
						2020E	2021E	2020E	2021E
保利物业	06049.HK	272.1	5.5	49.17	人民币	1.3	1.8	37.4	27.0
碧桂园服务	06098.HK	1,173.1	27.6	42.51	人民币	0.9	1.3	47.7	33.9
新城悦服务	01755.HK	145.1	8.2	17.70	人民币	0.5	0.8	34.3	22.8
永升生活服务	01995.HK	202.3	16.7	12.11	人民币	0.2	0.4	53.9	34.6
绿城服务	02869.HK	234.4	32.2	7.28	人民币	0.2	0.3	34.9	26.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心;

注: A股及港股标的EPS货币单位均为人民币, 盈利预测为最新Wind一致预期

六、风险提示

物业规模外拓进展不及预期; 单位管理费提升难度加大; 社会用工成本上升, 利润率下行; 资管业务资源整合不及预期。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,212	5,915	7,947	9,991	12,875
货币资金	2,207	2,405	2,509	3,445	4,455
应收及预付	637	1,200	1,847	2,251	2,921
存货	1,779	1,658	2,665	3,155	4,018
其他流动资产	590	652	927	1,140	1,481
非流动资产	8,023	10,586	10,565	10,553	10,553
长期股权投资	164	139	139	139	139
固定资产	601	601	602	602	603
在建工程	0	0	-30	-50	-60
无形资产	11	25	33	40	50
其他长期资产	7,248	9,822	9,822	9,822	9,822
资产总计	13,236	16,502	18,512	20,544	23,428
流动负债	3,447	4,139	5,657	6,564	8,357
短期借款	545	350	250	500	300
应付及预收	917	1,310	1,247	1,353	1,811
其他流动负债	1,985	2,479	4,160	4,712	6,246
非流动负债	4,903	4,361	4,361	4,861	5,161
长期借款	2,574	1,971	1,971	2,471	2,771
应付债券	1,540	1,466	1,466	1,466	1,466
其他非流动负债	789	924	924	924	924
负债合计	8,350	8,500	10,018	11,425	13,517
股本	667	1,060	1,060	1,060	1,060
资本公积	421	3,085	3,085	3,085	3,085
留存收益	3,754	3,838	4,360	5,023	5,863
归属母公司股东权益	4,842	7,984	8,506	9,168	10,009
少数股东权益	43	19	-12	-50	-98
负债和股东权益	13,236	16,502	18,512	20,544	23,428

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,656	6,078	9,389	11,231	14,234
营业成本	5,348	4,968	8,039	9,517	12,121
营业税金及附加	240	16	56	73	85
销售费用	111	75	75	112	142
管理费用	384	379	375	472	598
研发费用	15	18	19	28	36
财务费用	280	236	217	253	272
资产减值损失	-325	8	0	0	0
公允价值变动收益	12	-13	0	0	0
投资净收益	1,250	-3	19	34	43
营业利润	1,220	402	720	920	1,164
营业外收支	5	7	25	25	35
利润总额	1,225	408	745	945	1,199
所得税	401	139	253	321	407
净利润	824	270	492	624	792
少数股东损益	-33	-17	-30	-38	-48
归属母公司净利润	857	286	522	663	840
EBITDA	605	679	865	1,068	1,291
EPS (元)	1.28	0.41	0.49	0.62	0.79

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,281	359	419	437	1,182
净利润	824	270	492	624	792
折旧摊销	47	57	40	38	39
营运资金变动	999	-284	-310	-450	118
其它	-589	316	197	224	234
投资活动现金流	1,378	1,215	24	31	37
资本支出	-143	-44	5	-3	-5
投资变动	1,520	-3	0	0	0
其他	1	1,261	19	34	43
筹资活动现金流	-2,474	-1,388	-340	469	-210
银行借款	1,416	760	-100	750	100
股权融资	0	5	0	0	0
其他	-3,889	-2,153	-240	-281	-310
现金净增加额	186	186	103	937	1,009
期初现金余额	1,996	2,182	2,405	2,509	3,445
期末现金余额	2,182	2,367	2,509	3,445	4,455

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	12.9%	-8.7%	54.5%	19.6%	26.7%
营业利润增长	305.0%	-67.1%	79.3%	27.8%	26.4%
归母净利润增长	468.8%	-66.6%	82.4%	26.9%	26.8%
获利能力					
毛利率	19.6%	18.3%	14.4%	15.3%	14.8%
净利率	12.4%	4.4%	5.2%	5.6%	5.6%
ROE	17.7%	3.6%	6.1%	7.2%	8.4%
ROIC	3.9%	3.4%	4.4%	5.0%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	63.1%	51.5%	54.1%	55.6%	57.7%
净负债比率	170.9%	106.2%	117.9%	125.3%	136.4%
流动比率	1.51	1.43	1.40	1.52	1.54
速动比率	0.99	1.01	0.91	1.02	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.37	0.51	0.55	0.61
应收账款周转率	10.99	5.55	5.53	5.45	5.37
存货周转率	3.74	3.67	3.52	3.56	3.54
每股指标 (元)					
每股收益	1.28	0.41	0.49	0.62	0.79
每股经营现金流	1.92	0.34	0.39	0.41	1.11
每股净资产	7.26	7.53	8.02	8.65	9.44
估值比率					
P/E	5.64	75.17	50.99	40.18	31.69
P/B	1.00	2.69	3.13	2.90	2.66
EV/EBITDA	12.33	33.95	32.35	26.02	20.82

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：高级研究员，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：研究助理，上海交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 郑日诚：财政部财政科学研究所硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与保利物业(06049)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。