

中国物业服务行业

分析师营销反馈 - 保持看涨

优于大市（维持）

最近我们与客户进行了市场营销，讨论房地产和物管行业。对于房地产行业，投资者普遍政策收紧和行业长期前景表示谨慎，因此资金配置仍然较低。对于物业管理行业，投资者仍然看好；由于估值吸引，他们会在跟进行业龙头的同时关注高增长的第二梯队标的。

- **问题一：行业增值服务平均每平米收入4元，如何才能赶上美国/日本同行（50-56元/平方米）的水平？** 我们认为这在中长期内是可以实现的，因为 1) 中国的物业管理公司可以比美国/日本的同行提供更多类型的服务。美国/日本的领先公司（First Service/Nihon housing）主要提供二手房/保险经纪和设备维修服务，而中国同行可以介入其他高利润率业务（新零售和社区广告），使增值服务收入有更高提升空间。2) 中国企业在入住率和渗透率有提高的空间。由于在管面积中新交付的比例很高，该行业的平均入住率仍然较低。我们估计行业里 39%的在管面积久于 3 年，这意味着入住率约为 55-60%。我们认为，与美国/日本的成熟市场相比，中国在这方面还有提升的空间。
- **问题二：物管公司的现有人员是否具备进行高端增值服务的能力？** 我们同意大多数物业管理公司缺乏进行高利润率业务的经验和团队。然而，根据美国/日本的经验，上游收购和整合将是物管公司转型的关键途径。像碧桂园服务这样的行业龙头已经先行在 2020 年率先收购了媒体/保险公司，我们认为这可能是未来的趋势。
- **问题三：社区零售业务中，物管公司如何与互联网巨头竞争？** 投资者喜欢社区零售的潜力，但认为物管公司与拼多多或阿里巴巴等巨头竞争存在困难。我们认为现有环境下物管公司仍有扩张零售业务的空间，因为 1) 由于总建筑面积的增长，每年居民快速有机增长；2) 目前物管平台的人均消费仅为 100-200 元/年，而行业龙头的人均消费为 5,000-9,000 元/年；3) 通过物业人员提供最后一公里快递，连接线上平台与线下零售店铺。我们认为物管公司面临的挑战主要来自 SKU 获取、物流、和价格。碧桂园服务可以利用母公司的大型连锁店“凤凰优选”解决 SKU/物流，且根据我们的比对，其平台商品价格介于拼多多和京东之间，具有竞争力。
- **问题四：当前行业估值是否合理？** 行业目前的估值为 25x 2022 P/E，市场预期净利润年复合增长率为 30-35%，估值看似合理。然而，我们认为市场预期并没有反映增值服务的潜力，即将到来的 2020 年业绩将给增值服务带来更多的市场信心。这有助于提高对行业的盈利预测，尤其是对增值服务龙头而言。
- **行业首选：** 我们偏好碧桂园服务/永升（增值服务强、增长能见度高）和华润万象城/宝龙商业（运营购物中心的商管标的）。

中国物业服务行业

曾展

(852) 3916 3727
 jeffreyzeng@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3657 6239
 bowenli@cmbi.com.hk

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。