中骏商管 – IPO 点评

报告摘要

公司概览

- 中骏商管是一家综合物管运营商。植根于海西地区，并发展至长三角以至其他地区，2020年来自位于海西及长三角地区项目的收益占比分别为39.9%及39.4%。
- 公司由中骏集团（1966.HK）分拆出来，上市后中骏商管仍然是中骏集团的附属公司。中骏集团创办于 1987年，根据克而瑞数据，中骏集团于2020年全口径销售约1015亿元，全国排名41位；权益销售约670亿元，全国排名39位，属中型地产公司。
- 中骏商管截至2020年底在管面积约 1620 万平米，规模属中小型物管公司。其中，商业物业的在管面积约100万平米，占6.1%；住宅物业的在管面积约1520万平米，占93.9%。商业物业的单价较高，收入约3.7亿元，占总收入约46%；住宅物业的单价较低，收入约4.3亿元，占总收入约54%。
- 中骏商管所管理的项目主要以中骏集团为主，商业项目的关联比率（来自中骏集团及其共同开发项目）为100%；住宅项目的关联比率约96.3%。
- 公司分两大业务板块：商管及住宅。
- **商管方面主要提供三大主要服务：**

  一）基本物管服务。包括清洁、安保、维修保养等基本服务，占2020年总收入之 15.4%；

  二）开业前管理服务。包括市场研究、定位、前期咨询、规划等开业准备服务，占2020年总收入之 24.1%；

  三）商业增值服务。包括租户管理、租金收款、停车场、广告位管理等，占2020年总收入之 6.9%。
- **住宅方面主要提供三大主要服务：**

  一）基本物管服务。包括清洁、安保、园艺及维修等基本服务，占2020年总收入之 36.5%；

  二）非业主增值服务。包括售楼处清洁、安保等预售管理服务，占2020年总收入之 14.1%；

  三）社区增值服务。包括家政、清洁服务、公共区域及会所运营等增值服务，占2020年总收入之 3.1%。
- 盈利能力方面，2020年整体毛利率为 44.3%，其中，商管分部毛利率为59.0%，属行业较高水平；住宅管理服务为 31.6%，属行业中间水平。

行业状况及前景

- 随着快速城镇化及人均可支配收入的不断增长，物业服务百强企业的在管建筑面积及物业数目迅速增加。加上地产板块在投融资下的限制，进一步加速下游物管行业的整合，头部企业在资源上的比较优势将被突显。
- 行业受政策支持，于2020年10月，国家发改委及14个其他部委联合发布《近期扩内需促消费的工作方案》，为物业行业多元化提供了外部保障，有利于推进物业管理企业的智能社区和社区生活服务的建设。中国物管公司的核心业务包括物业管理服务和增值服务。其中，增值服务是利润增长的关键，物管公司享有贴近业主及住户的优势，更易于获取住户的需求信息。

股份名称：	中骏商管
股份代码：	606

IPO 专用评级：	**5.1**
-- 评级基于以下标准，最高 10 分	
1. 公司营运（30%）：	5
2. 行业前景（30%）：	8
3. 招股估值（20%）：	3
4. 市场情绪（20%）：	3

主要发售统计数字

上市日期：	7/2/2021
发行价范围(港元)	3.7 -4.6
发行股数，绿鞋前(百万股)	500
-- 香港公开发售；占比	50; 10%
-- 最高回拨后股数；占比	250; 50%
-- 发行中旧股数目；占比	0; 0%
发行后股本，绿鞋前(百万股)	2,000
集资金额，绿鞋前(亿港元)	18.5 -23.0
净集资金额，绿鞋前(亿港元)	17.7 -22.0
发行后市值，绿鞋前(亿港元)	74.0 -92.0
备考每股有形资产净值(港元)	1.20 -1.42
备考市净率(倍)	3.08 -3.24

保荐人	美银美林、瑞银
账簿管理人	美银美林、瑞银、中信里昂、汇丰
会计师	安永会计师事务所

资料来源：公司招股书

黄焯伟　行业分析师
+852-2213 1402
stevewong@eif.com.hk

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

优势与机遇

- 中骏商管除了一般住宅物业管理外，还有商业物业的管理，商管物业，业态包括购物商场、商业街、写字楼等。多元化物业组合及服务种类，让公司可为不同种类客户提供服务。在管物业类型的多元化亦带来了协同效益，有助公司创造商机及降低成本。

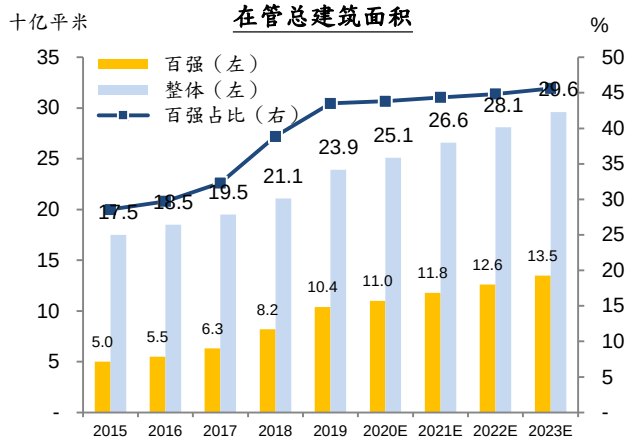
弱项与风险

- 物管行业是劳工密集的产业之一，劳工成本在销售成本及行政开支的主要部分。最低工资上涨及人工成本上升会影响未来盈利能力。
- 中骏商管在管面积及收入大部份来自关联集团，未来独立发展能力需要时间来验证。
- 公司现时毛利率较高，未来外拓比率有所上升时，可能较难维持。

投资估值

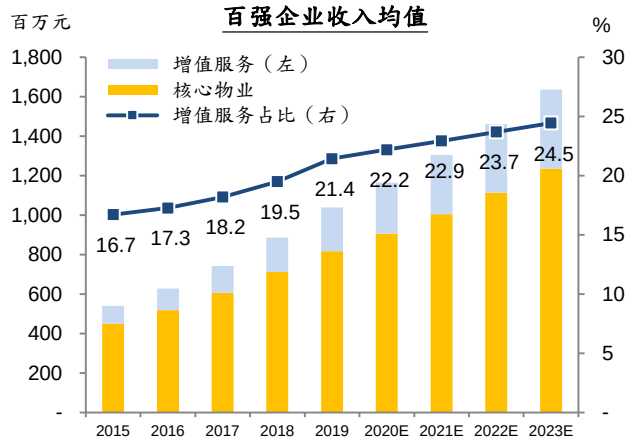
- 我们预计行业并购加速，物业管理行业正在重复地产行业的发展过程，集中度不断提升，行业整合将会加速，然而公司规模仍然较小，而且关联比率较高，外拓能力需要时间来验证。另外，公司现时增值服务的占比较少，社区增值服务收入只占到住宅分部中的5.8%；商业增值服务只占到商管分部中的13.2%，公司的中长期发展需时验证。公司2020年市盈率约40-50倍，估值仍远高于其他中小物管公司。综合以上考虑，我们给予公司IPO专用评级：5.1分。
- 基石投资者中，看到有不少星级名字，包括安踏的丁世家、恒安的许清流等，可起一定的背书作用。

图 1：百强企业按收费管理面积的市场份额



资料来源：中指院、安信国际

图 2：物业服务百强企业收入均值



资料来源：中指院、安信国际

图 3：公司财务情况

（千元）	2018 年	2019 年	2020 年	2018-20 年复合增长	注解
收入	**396,507**	**574,517**	**805,284**	**42.5%**	
商业管理及运营服务	**152,262**	**241,116**	**373,036**	**56.5%**	
基本商业物业管理服务	108,058	119,584	123,662	7.0%	
开业前管理服务	-	57,739	193,891	NA	2019 年才开始的业务，跟踪记录有限
其他增值服务	44,204	63,793	55,483	12.0%	
住宅物业管理服务	**244,245**	**333,401**	**432,248**	**33.0%**	
基本住宅物业管理服务	215,000	244,716	294,230	17.0%	
非业主增值服务	14,510	73,094	113,178	179.3%	
社区增值服务	14,735	15,591	24,840	29.8%	增值服务占比较少
毛利	**136,995**	**212,290**	**356,577**	**61.3%**	
商业管理及运营服务	**72,509**	**123,748**	**220,089**	**74.2%**	
基本商业物业管理服务	55,949	56,230	57,937	1.8%	
开业前管理服务	-	35,859	133,020	NA	中长期增长能力有待观察
其他增值服务	16,560	31,659	29,132	32.6%	
住宅物业管理服务	**64,486**	**88,542**	**136,488**	**45.5%**	
基本住宅物业管理服务	54,993	64,558	93,014	30.1%	
非业主增值服务	5,576	18,691	35,615	152.7%	非业主增值服务的可持续性的不确定性高
社区增值服务	3,917	5,293	7,859	41.6%	
毛利率 (%)	***34.6%***	***37.0%***	***44.3%***		*整体毛利率较同业高，主要靠商管分部*
商业管理及运营服务	***47.6%***	***51.3%***	***59.0%***		*商管毛利率略高于同业*
基本商业物业管理服务	*51.8%*	*47.0%*	*46.9%*		
开业前管理服务		*62.1%*	*68.6%*		
其他增值服务	*37.5%*	*49.6%*	*52.5%*		
住宅物业管理服务	***26.4%***	***26.6%***	***31.6%***		*住宅管理毛利率与同业平均相若*
基本住宅物业管理服务	*25.6%*	*26.4%*	*31.6%*		
非业主增值服务	*38.4%*	*25.6%*	*31.5%*		
社区增值服务	*26.6%*	*33.9%*	*31.6%*		社区增值服务毛利率略低
销售费用	(12,426)	(12,222)	(5,351)	-34.4%	
管理费用	(76,174)	(98,533)	(135,295)	33.3%	
营业利润	**48,395**	**101,535**	**215,931**	**111.2%**	
营业利率 (%)	***12.2%***	***17.7%***	***26.8%***		
净利润	34,820	77,298	162,510	116.0%	
其中，归属公司拥有人	**27,407**	**70,049**	**155,729**	**138.4%**	
净利润率 (%)	***6.9%***	***12.2%***	***19.3%***		
商管规模（百万平米）					
总签约面积	0.75	1.57	4.37	141.6%	
待转化合同管理面积	0.05	0.88	3.38	720.1%	
收费面积	**0.70**	**0.70**	**0.99**	**19.0%**	
总关联方收费面积	0.70	0.70	0.99	19.0%	基本上是本自母公司及合作项目公司
住宅规模（百万平米）					
总签约面积			32.21		
待转化合同管理面积			16.96		
收费面积	**9.88**	**11.07**	**15.25**	**24.2%**	
总关联方收费面积	9.80	10.89	14.70	22.5%	外拓比率较少，独立发展能力有待观察

资料来源：公司资料、安信国际

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

客户服务热线

香港：2213 1888　　国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。 此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。（5）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼　　电话：+852-2213 1000　　传真：+852-2213 1010