

买入

2021年6月28日

稀缺的全国性“物管+商管”双赛道龙头，步入内生外延双向发展快车道

- 全国性布局、全业态覆盖的行业龙头：**华润万象生活（下称“公司”）是国内领先的物业管理及商业运营服务提供商。按 2019 年的物管服务的收入计，公司在中国的物管公司中排名第五；按 2020 年上半年的购物中心的物管服务收入计，在中国购物中心运营服务提供商中排名第二；按所管理的重奢购物中心数量计，在中国的购物中心运营服务提供商中排名第一。截止 2020 年底，公司总在管面积约 1.19 亿方，均衡分布全国，住宅及商业的一二线城市占比分别为 79%及 76%。其中，住宅及其他非商业（主要为公共建筑、产业园等）在管面积约 1.06 亿方，覆盖 79 个城市；购物中心在管项目 59 个，在管面积约 643 万方，布局 56 个城市；写字楼在管项目 23 个，在管面积约 569 万方，布局 37 个城市。
- 背靠龙头央企，进入规模快速扩张期：**2017 年至 2020 年 6 月，公司的总在管面积来自于华润集团及华润置地均超过 90%。华润集团的“产产协同”及华润置地强劲的合约销售和丰富优质的土储为公司带来强有力的增量规模保证。2020 年以来，公司加快外拓步伐，公司已签约 8 个第三方购物中心的商业运营及物管服务，其中 5 个已开业，并已获取数个轻资产输出项目。城市综合运营服务方面也有所斩获，陆续中标“福州鼓楼智慧城市服务”及“深圳河湾支流运维管养”两个大型项目。
- 科技赋能内部管理及会员系统，挖掘新需求，打造大物管生态圈：**截止 2020 年底，“悦家”APP 用户达 84 万，住宅项目覆盖率为 75%；“一点万象”会员达 1340 万，全年线上交易达 12.2 亿元，日均活跃率 5%；“Officesay”拥有 6 万个会员。2020 年，“一点万象”和“悦家”重叠会员人数同比增长 53%，重叠会员的人均消费金额为 2.5 万元，同比增长 25%，消费金额超过普通会员一倍以上。科技赋能使公司获取更精准用户画像，提高运营效率的同时促进不同业态会员的相互引流，增加会员的消费和复购率。
- 目标价 68.26 港元，首予买入评级：**秉持华润集团和华润置地的强力支持以及公司逐渐步入外拓快车道，公司的管理规模有望进入物管第一梯队。而高能级城市的布局将为公司带来盈利质量的保障。在城市运营服务等非居业态的布局，亦将为公司带来新的市场空间。综上，我们预计公司 2021 年、2022 年、2023 年的归母净利润分别为 14.1 亿、20.2 亿及 29.1 亿人民币，给予公司 2023 年 45 倍市盈率，得出目标价为 68.26 港元，较现价有 30.1%的上涨空间，首次评级买入。

陈珠

852-25321539

Vicky.chen@firstshanghai.com.hk

主要资料

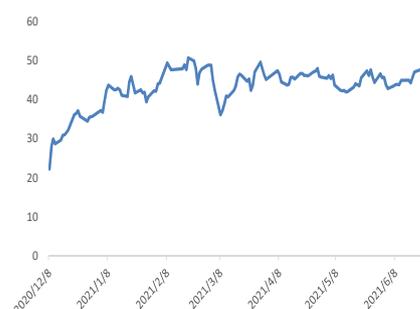
行业	物业管理
股价	52.45 港元
目标价	68.26 港元 (+30.1%)
股票代码	1209
已发行股本	22.82 亿股
总市值	1197 亿港元
52 周高/低	53.30 港元/27.25 港元
每股净资产	5.46 元人民币
主要股东	华润置地 72.3%

盈利摘要

年结日：31/12	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入(千元)	5,868,103	6,778,911	11,107,353	14,024,561	17,955,867
变动(%)	32.4%	15.5%	63.9%	26.3%	28.0%
归母净利润(千元)	364,928	817,710	1,408,882	2,018,205	2,908,453
变动(%)	-13.7%	124.1%	72.3%	43.2%	44.1%
每股盈利(元)	0.22	0.48	0.62	0.88	1.27
变动(%)	-	119.4%	27.3%	43.2%	44.1%
市盈率@52.45港元	199.4	90.9	71.4	49.8	34.6
每股股息(元)	-	0.13	0.22	0.31	0.45
息率(%)	-	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

公司简介

中国领先的全业态物业管理和商业运营服务提供商

华润万象生活（下称“公司”）是国内领先的物业管理及商业运营服务提供商，1994年起一直为华润置地（港股代码：1109.HK）所开发或拥有的物业提供物业管理服务。2000年随着第一个购物中心深圳“万象城”开业，公司开始提供商业运营管理服务。根据弗若斯特沙利文资料，按照2019年的物业管理服务的收入计算，公司在中国所有的物业管理公司中排名第五；按照2020年上半年的购物中心的物业管理服务收入计算，公司在中国所有购物中心运营服务提供商中排名第二；按照所管理的重奢购物中心数量计算，公司在所有中国的购物中心运营服务提供商中排名第一。

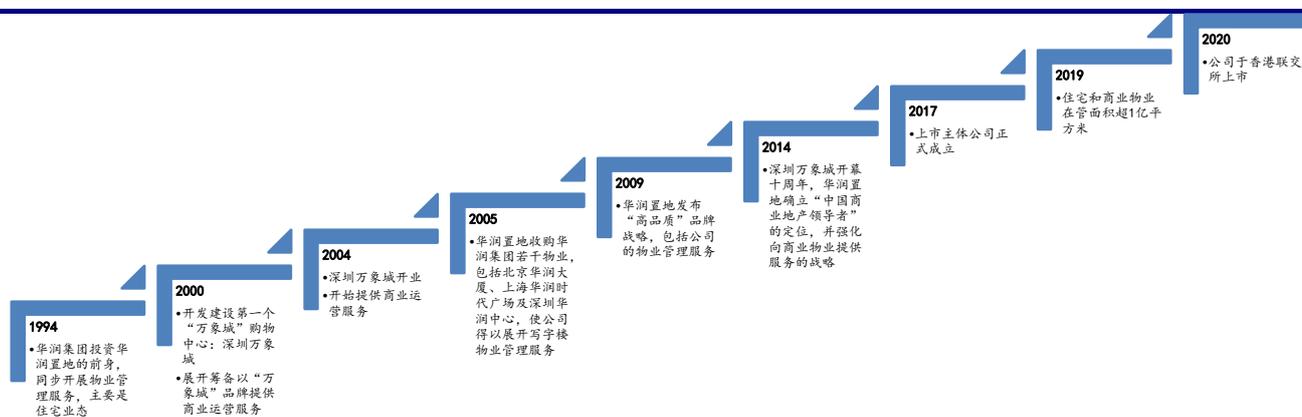
截止2020年12月31日，按照在港股上市的物业管理公司的总在管面积计算，公司在所有上市物管企业中排名第12。

图表 1：已上市同行公司在管面积（截止 2020 年 12 月 31 日）

排名	公司名称	总在管面积（亿平方米）
1	保利物业	3.80
2	碧桂园服务	3.77
3	雅生活服务	3.75
4	彩生活	3.61
5	恒大物业	3.00
6	绿城服务	2.51
7	中海物业	1.82
8	金科服务	1.56
9	世茂服务	1.46
10	融创服务	1.35
11	蓝光嘉宝	1.30
12	华润万象	1.19
13	永升	1.02
14	新城悦	1.01
15	建业新生活	1.00

资料来源：公司资料，第一上海

图表 2：公司发展历程



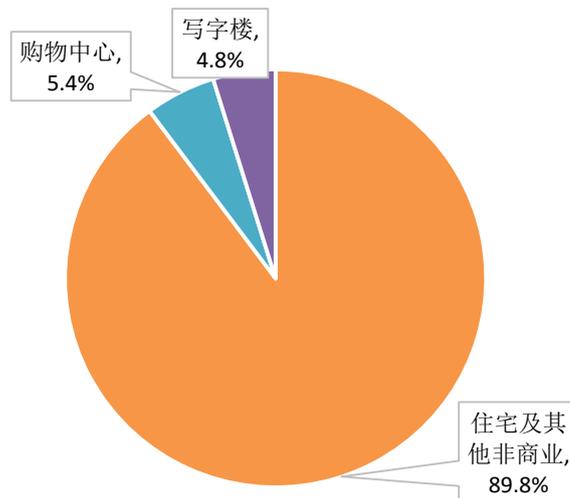
资料来源：公司资料，第一上海

截止 2020 年底，公司合约管理面积约 1.61 亿平方米，在管面积约 1.19 亿平方米，其中住宅及非商业物业在管面积约 1.07 亿平方米，占比为 89.8%；购物中心在管面积约 642 万平方米，占比为 5.4%；写字楼在管面积约 569 万平方米，占比为 4.8%。公司的物业管理及商业运营管理项目遍及全国 79 个城市，覆盖华北、华南、华西、华东、华中、东北等区域，其中 79% 的在管住宅物业及 76% 的在管商业位于一线及二线城市。

图表 3: 公司项目分布情况 (截止 2020 年底)



图表 4: 在管面积业态分布 (截止 2020 年底)



资料来源：公司资料，第一上海

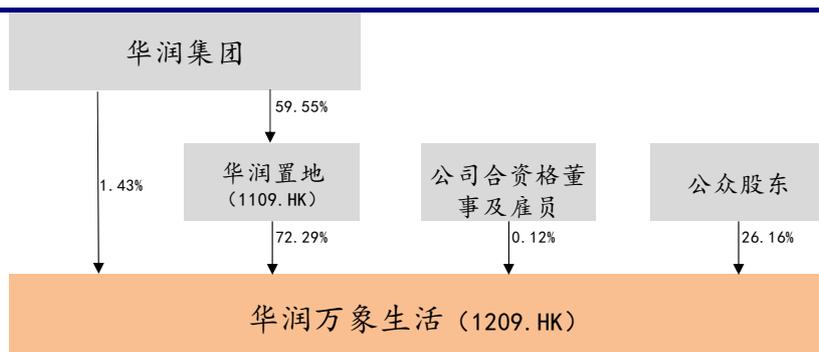
资料来源：公司资料，第一上海

股权架构

2020 年 12 月 29 日，公司从华润置地分拆于香港联交所主板上市，成为 2020 年度香港联合交易所第三大 IPO，并于 3 个月后被纳入香港恒生综合指数成份股 (共 500 只) 和恒生沪深港通大湾区综合指数成份股 (共 250 只)。

公司主要股东包括华润集团、华润置地 (1109.HK)，华润集团直接及间接持有公司 1.43% 及 43.01% 的股份，华润置地持有公司 72.29% 的股份。公司有创造性地推出上市时的员工购股计划，公司合资格董事及雇员在 IPO 中获得优先认购的权利，认购股份占比 0.12%，总共获得 200 多位合资格雇员认购，锁定期三年。余下股份为公众股东持有，占比 26.16%。

图表 5: 上市后股权架构 (截止 2021 年 5 月)



资料来源：公司资料，第一上海

公司管理团队的主要成员在地产、物业管理、商业运营管理及企业管理领域均拥有超过 15 年的经验，同时在关联公司华润集团及华润置地亦拥有多年的工作经验。

图表 6：董事及管理层介绍

姓名	职位	简介
喻森康	执行董事兼总裁	负责整体管理。1992年任职北京华润饭店，先后任职隆地企业、深圳对外贸易中心、木棉花酒店，并担任要职。2004年起任职华润置地，具备约28年的地产投资、商业运营及企业管理经验。
王海民	执行董事兼副总裁	负责整体管理及物业管理业务。先后加入中国北方航空公司、中国南方航空集团、沈阳越秀地产，并担任要职。2013年加入华润置地，具有多年的地产及企业管理经验。
魏小华	执行董事兼副总裁	负责整体管理及商业运营业务。1998年至2003年担任爱立信市场经理。2003年加入华润置地，2016年期负责商业运营服务业务管理，拥有多年地产及企业管理经验。
阳红霞	执行董事兼首席财务官	负责整体财务管理。2004年硕士毕业后加入华润置地至今，拥有财务、人力资源及运营管理多年经验。
李欣	非执行董事兼董事会主席	通过董事会参与制定业务计划、战略及重大决策。1994年加入华润集团，2001年加入华润置地，拥有多年企业管理、地产开发管理等方面经验。
郭世清	非执行董事	负责监督公司财务管理。
刘炳章、 张国正、 陈宗彝、 秦虹	独立非执行董事	监督并向董事会提供独立判断，并担任若干董事会委员会主席/委员。
郭瑞锋	助理总裁兼首席人力资源管	负责人力资源管理。2003年硕士毕业后加入华润置地至今，拥有广泛地产开发管理、商业地产运营管理、人力资源管理方面多年经验。
罗冰	助理总裁兼首席战略官	负责战略、投资、运营管理工作。2004年期任职华润深圳，2016年调入华润置地，拥有地产、金融及企业管理等方面多年经验。

资料来源：公司资料，第一上海

公司在首次公开发售中引入了七名基石投资者，分别是 GIC（新加坡政府投资基金）、高瓴资本（Hillhouse Capital）、中国平安、Cephei 基金、Matthew Funds、中国国有企业机构调整基金及 GLP 基金。截止 2021 年 6 月 24 日，该七名基石投资者持股比例分别为 2.28%、1.83%、1.52%、1.52%、1.22%、0.76% 及 0.76%，基石投资者的投资金额总共为 6.5 亿美金，约占已发行股本总数的 9.9%。

图表 7：基石投资者情况

基石投资者	投资金额	股份占比	简介
GIC	1.5亿美元	2.28%	成立于1981年的全球投资管理公司，管理新加坡的外汇储备。GIC在国际上投资于股票、固定收益、外汇、大宗商品、货币市场、其他类别的投资、不动产及私募股权。GIC当前投资组合规模超过1,000亿美元，为全球最大的基金管理公司之一。
Hillhouse Capital	1.2亿美元	1.83%	Hillhouse Capital 投资所有股权阶段的医疗保健、消费者、TMT、先进制造、金融及业务服务领域公司。Hillhouse Capital 及其集团成员公司代表机构客户（例如大学捐赠、基金会、主权财富基金及家族办公室）管理资产。
中国平安资产管理（香港）有限公司	1亿美元	1.52%	成立于2006年，为平安集团间接全资附属公司，是负责平安集团海外投资管理业务的主要实体。
Cephei 系列基金	1亿美元	1.52%	Cephei 系列基金为私募基金，主要投资在中国、香港及其他海外市场上市的中国相关公司。
Matthew Funds	8000万美元	1.22%	该基金管理人Matthews Asia 为美国注册投资公司及类似的非美国投资基金（当中部分为根据基金成立所在国家的法律注册）等机构客户及全球其他客户管理主要位于亚太区的证券组合。
中国国有企业机构调整基金	5000万美元	0.76%	一间在中国注册成立的公司，由国务院国有资产监督管理委员会间接最终拥有控制权。其主要业务包括非公开募集基金、股权投资、项目投资、资本管理、投资咨询及企业管理咨询。该公司雇佣工银瑞信基金管理有限公司（「工银瑞信」）作为资产管理人，一家经中国相关机关批准的合格境内机构投资者代表国调基金的情认购及持有相关发售股份。
GLP	5000万美元	0.76%	由普洛斯最终控制。普洛斯为全球领先的专注于物流、不动产、基础设施、金融及相关科技领域的投资管理商业创新公司。普洛斯将投资和运营的专长相结合，为客户及投资者创造价值。普洛斯的业务遍及巴西、中国、欧洲、印度、日本、美国及越南，在不动产及私募股权基金领域的资产管理规模达970亿美元。
总计	6.5亿美元	9.89%	

资料来源：公司资料，第一上海

业务概览

全业态布局的物业管理服务及商业运营服务

公司是少数具备全业态的物业管理服务及商业运营服务提供商，服务的物业类型包括住宅、公共建筑、产业园区、购物中心及写字楼等，总的合约面积及在管面积稳步快速增长，从2017年的6691万平方米及6116万平方米分别增加到2020年的1.61亿平方米及1.19亿平方米，年复合增长率分别达到33.9%及24.7%。

公司的服务具体可分为1)住宅及其他非商业物业（主要为公建类及产业园）的物业管理服务，包括基础物管服务、针对物业开发商的增值服务以及社区增值服务；2)商业运营及物业管理服务，包括物管及其他服务，以及商业运营服务。其中商业运营服务（包括购物中心及写字楼）于过往乃属华润置地业务的一部分，公司以跨部门服务的形式进行运作，分别从2020年1月及2020年7月才开始录得收入。

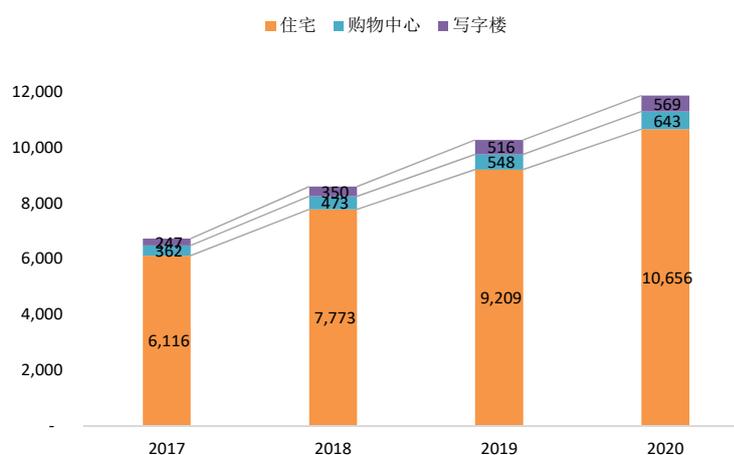
图表 8：历年合约面积及在管面积（万方）



注：2017年-2019年的总合约及在管面积不包含购物中心及写字楼

资料来源：公司资料，第一上海

图表 9：历年各业态在管面积分布及项目数（在管面积单位：万方）



在管项目数	2017	2018	2019	2020
住宅	308	399	470	553
购物中心	31	41	50	59
写字楼	34	56	72	80

资料来源：公司资料，第一上海

历年业绩表现

近年来，公司营业收入和利润均实现稳定增长，2017年-2020年，公司实现营业收入31.3亿元、44.3亿元、58.7亿元及67.8亿元，年复合增长率29.4%；毛利4.1亿元、6.7亿元、9.4亿元及18.3亿元，年复合增长率64.9%；实现归母净利润3.9亿元、4.2亿元、3.7亿元及8.2亿元，年复合增长率28.2%。

截至2020年，公司实现营业收入约67.8亿元，同比增长16%，其中住宅物业管理服务占总收入43%，针对物业开发商的增值服务占8%，社区增值服务占6%，购物中心收入占27%，写字楼收入占16%。

公司实现毛利18.3亿元，毛利率约27%，比往年有了大幅增长，主要是由于公司的商业运营管理服务于2020年才开始录入收入。其中，住宅物业毛利率约15.9%（基础物业管理服务毛利率约12.3%，针对物业开发商的增值服务毛利率约23.5%，社区增值服务毛利率约31.8%），购物中心毛利率约49%，写字楼毛利率约30%。

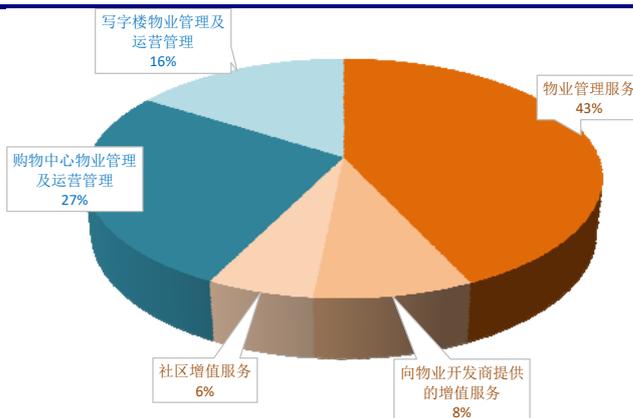
2020年公司实现归母净利润约8.2亿元，同比大增124%，净利润率约12%。净利润率得到大幅提升是由于2018年4月开业布吉万象汇的投资物业公允价值变动导致2019年的净利润较2018年大幅下降，2020年该部分公允价值趋于正常并且轻资产运营的商业运营管理服务录得收入。

图表 10: 历年收入（亿元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海

图表 11: 收入构成（截止 2020 年）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 12: 历年归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海

图表 13: 毛利率情况

	2017	2018	2019	2020
总体毛利率	13.0%	15.0%	16.1%	27.0%
住宅物业管理	12.4%	11.4%	12.1%	15.9%
物业管理服务	8.2%	7.0%	8.2%	12.3%
非业主增值服务	25.6%	21.6%	20.2%	23.5%
社区增值服务	32.2%	34.0%	33.2%	31.8%
购物中心	11.5%	21.0%	20.3%	48.8%
写字楼	20.4%	20.8%	24.5%	30.0%

资料来源：公司资料，第一上海

两大赛道之一：住宅及其他非商业物业管理

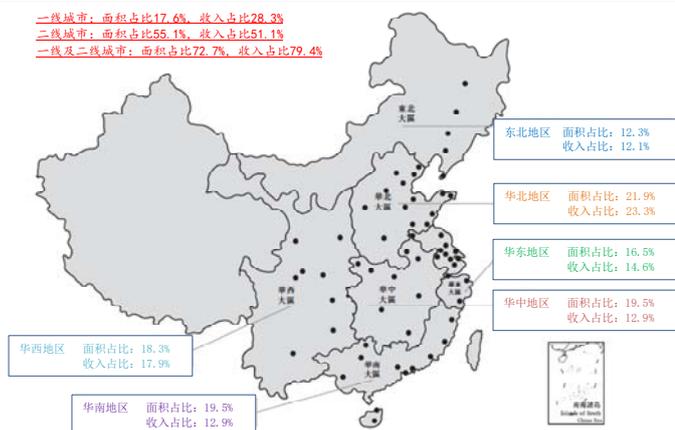
全国均匀布局，一二线城市占比高

公司为住宅及公共建筑、产业园区等其他非商业物业提供专业的物业管理服务，具体包括物业管理服务（秩序维护、清洁绿化、维修及养护等）、针对开发商的增值服务（顾问、前期筹备及交付前营销配合服务）及社区增值服务（社区生活服务及经纪及资产服务）。根据弗若斯特沙利文资料，按照 2019 年的物业管理服务的收入计算，公司在中国所有的物业管理公司中排名第五；

公司的住宅物业管理服务遍布华北、华南、华西、华东、华中及东北各个区域，且分布较均匀。截止 2020 年 12 月底，合约项目 854 个，覆盖全国 79 个城市，其中 79% 位于一线及二线城市，合约面积 1.43 亿平方米，在管面积 1.06 亿平方米。在管面积中绝大部分为住宅业态，约 8942 万平方米，占比 97%，非商业的其他业态的物业约为 45.3 万平方米，占比 3%（截止 2020 年 6 月底）。

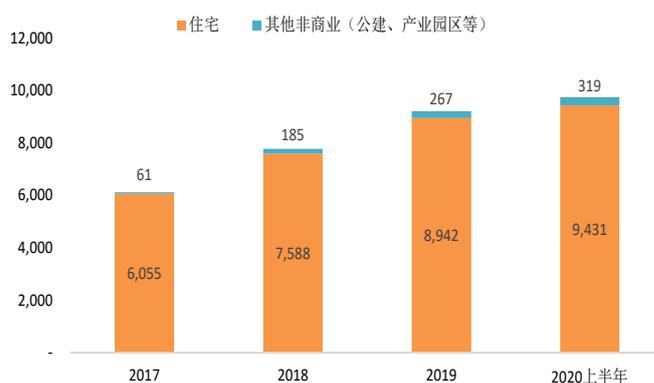
公司的住宅物业管理组合来源广泛，除了华润置地的交付面积外，还包括华润集团及第三方开发商的交付面积。截止 2020 年 12 月底，公司在管面积中，来自华润置地的在管面积为 8136 万方，占比 76%，来自华润集团及第三方的在管面积为 2521 万方，占比 24%。来源于第三方的项目包括了公司在 2017 年至 2020 年间，陆续中标的东风汽车、中国航天科工、中国航天科技、中国电子科技、中国新兴集团、及南京长江电子信息产业集团的国企改革项目，主要为这些公司的营运附属公司及员工家属区的住宅物业提供三供一业服务。国企改革项目数量为 65 个，接管面积总共约 1370 万方，占总的住宅管理面积比例约为 15.3%（截止 2020 年 6 月）。

图表 14:非商业在管面积全国布局（截止 2020H1）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 15:历年非商业在管面积及业态分布（万方）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 16: 国企改革项目详情 (截止 2021 年 6 月)

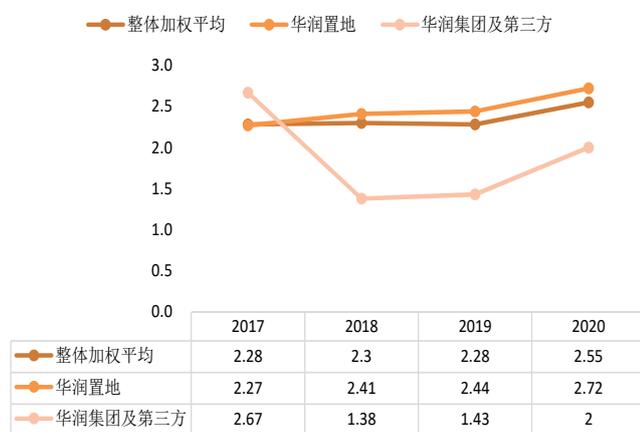
国有企业名称	主要业务	转让年份	地点	已转让物业	协定补助
东风汽车集团有限公司	汽车生产	2018年	湖北	36个物业项目, 建筑面积760万方	人民币 10090万元
中国航天科工集团有限公司、中国航天科技集团有限公司	设计及制造飞机、发射载具、飞弹系统及地面设备	2018年	北京	20个物业项目, 建筑面积370万方	人民币 9850万元
中国电子科技集团公司、中国航天科技集团有限公司	设计、研究及制造保安电子信息产品; 设计及制造飞机、发射载具、飞弹系统及地面设备	2018年、2019年	陕西	5个物业项目, 建筑面积170万方	零
中国新兴集团公司	基础设施建设服务	2020年	北京	3个物业项目, 建筑面积50万方	零
南京长江电子信息产业集团有限公司	设计及制造电子设备	2019年	江苏	1个物业项目, 建筑面积20万方	人民币 2210万元

资料来源: 公司资料, 第一上海

公司按照包干制的收入模式收取住宅物业管理费, 整体平均的物业管理费单价在2020年取得了较大的提升, 幅度达11.8%。2017年-2020年分别为2.28元、2.30元、2.28元、2.55元/月/平方米, 其中华润置地开发的住宅物业费整体高于华润集团及第三方开发的住宅物业费。

公司的住宅物业管理费的收缴率保持在较高水平, 2017年、2018年、2019年及2020年上半年分别为90.9%、91.9%、92.5%、93.1%, 处于不断提升的状态; 续约率保持在高位, 分别为99.4%、99.8%、98.5%及99.0%。

图表 17: 历年物管费单价 (元/月/平方米)



资料来源: 公司资料, 第一上海

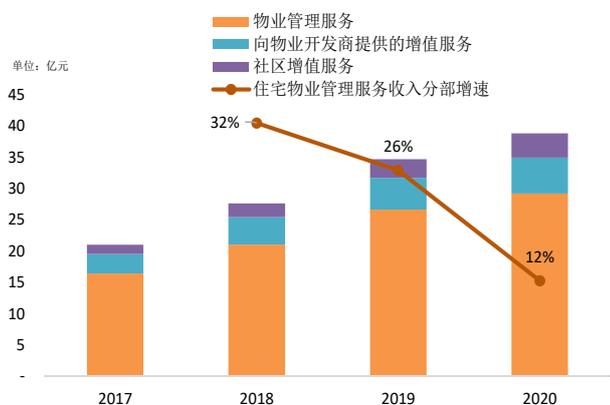
图表 18: 历年物业费收缴率



资料来源: 公司资料, 第一上海

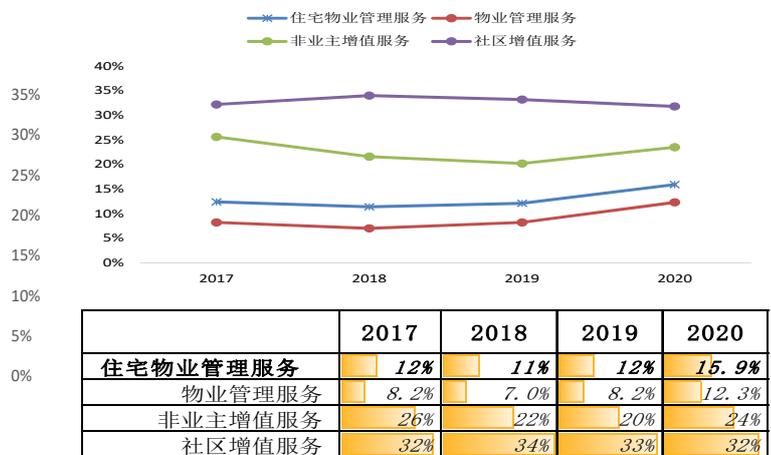
公司的住宅物业管理服务收入稳定增长。2017年-2020年, 住宅物业管理服务的收入分别为21.01亿元、27.63亿元、34.71亿元、38.84亿元。拆分来看, 物业管理服务收入分别为16.44亿元、21.06亿元、26.67亿元、29.23亿元, 占公司总收入约78.2%、76.2%、76.8%、73.2%; 针对物业开发商的增值服务收入分别为3.10亿元、4.39亿元、5.07亿元、5.73亿元, 占比约14.8%、15.9%、14.6%、14.8%; 社区增值服务收入分别为1.47亿元、2.19亿元、2.97亿元、3.88亿元, 占比约7.0%、7.9%、8.6%、10.0%。可见, 住宅的基础物业管理服务收入稳步增长的同时占比逐渐下降, 而社区增值服务收入增速较快, 占比逐渐上升, 公司住宅物业管理服务板块的收入结构不断得到优化。

图表 19: 历年住宅物业管理服务收入构成及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 20: 住宅物业管理服务分部毛利率



资料来源: 公司资料, 第一上海

两大赛道之二: 商业运营管理服务

公司提供的商业运营管理服务涵盖了商业的两大板块, 即购物中心与写字楼。商业项目遍布全国各地, 其中 79% 的项目位于一线及二线城市。

购物中心

高端定位, 重奢购物中心领导者

自 2000 年服务于第一个“万象城”购物中心深圳万象城以来, 公司一直致力于购物中心的商业运营服务。根据弗若斯特沙利文资料, 按照 2020 年上半年的购物中心的物业管理服务收入计算, 公司在中国所有购物中心运营服务提供商中排名第二。公司为购物中心提供的服务包括物业管理服务、商业运营服务及商业分租服务。

截止 2020 年底, 已签署商业运营合约的项目总共有 99 个, 总建筑面积约为 1010 万平方米。在管购物中心达 57 个, 总建筑面积为 613 万平方米, 覆盖全国 40 个城市, 均匀分布于华北、华南、华东、华西、华中及东北各个区域; 其中来自华润置地开发交付的购物中心有 43 个, 12 个为华润集团及第三方交付, 2 个为第三方商业分租项目。公司购物中心 2020 年的平均出租率为 94.3%, 处于行业领先水平。

公司运营的购物中心分为“万象城”及“万象汇”两个品牌。“万象城”定位高端及高品质(包括国际重奢品牌)品牌, 目标客群为中高端客户, 满足顾客高品位的生活追求, 一般位于一二线城市的市中心或核心区域, 并成为这些区域的核心地标。“万象汇”品牌于 2013 年推出, 定位为提供优质生活提供服务的商业中心, 一般位于一二线城市的区域中心或者三线城市的核心地段, 为顾客提供购物及社交场地。截止 2020 年底, 公司共管理 23 个“万象城”及 32 个“万象汇”。

公司的重奢购物中心有 8 个, 根据弗若斯特沙利文资料, 截止 2020 年 6 月, 按照所管理的重奢购物中心数量计算, 公司在所有中国的购物中心运营服务提供商中排名第一。这 8 个重奢项目在 2020 年的零售额逆市提升 20.3%, 其中 4 个项目在当地市场排名第一, 2 个项目排名第二。

公司的购物中心物业管理服务合同留存率在 2017 年、2018 年、2019 年及 2020 年 6 月止, 均保持在 100% 的水平, 体现了购物中心对公司服务和及管理能力的认可。

图表 21: 购物中心品牌系列——“万象城”及“万象汇”

万象城系列			
名称	深圳万象城	杭州万象城	沈阳万象城
简介	第一座万象城购物中心诞生于2004年的深圳，坐落于罗湖商业中心区，是华润置地首个都市商业综合体项目，也是中国早期购物中心的典范之一。截至2020年6月30日，深圳万象城的在管建筑面积约139千平方米，是全国最高端的购物中心之一，定位深圳及广东省的高端客户，提供优质服务和众多高端奢侈品牌。	杭州万象城位于杭州钱江新城商业核心区，于2010年开业，截至2020年6月30日在管建筑面积约140千平方米。杭州万象城定位高端，提供重奢品牌和优质服务，面向杭州以及周边城市高端客群，为客户提供奢侈高端品牌及优质服务，是杭州最高端的购物中心之一。	沈阳万象城位于沈阳“金廊”青年大街，为沈阳的核心商业区。截至2020年6月30日，在管建筑面积约166千平方米，于2011年开业，以高端客户为目标，提供众多国际与国内知名高端品牌，是沈阳市及东北大区的地标购物中心，具有很强的市场影响力及客群吸附力。
万象汇系列			
名称	沈阳铁西万象汇	杭州萧山万象汇	淄博万象汇
简介	沈阳铁西万象汇位于沈阳市铁西区核心地段，于2015年开业，截至2020年6月30日，在管建筑面积约143千平米。铁西万象汇定位中高端，面向周边社区家庭型客户，提供方便社区的购物场所，让消费者享受轻松体验。	杭州萧山万象汇位于杭州市萧山区核心区位，于2018年开业，截至2020年6月30日，在管建筑面积约92千平方米。萧山万象汇定位中高端，面向家庭型客户，提供以家庭为主导的购物体验。	淄博万象汇位于淄博市张店区核心商业区，于2015年开业，截至2020年6月30日在管建筑面积约155千平方米。淄博万象汇面向家庭型客户，提供快时尚品牌及覆盖零售、餐饮、休闲及娱乐的一站式购物体验，为淄博最受欢迎的购物中心之一。

资料来源：公司资料，第一上海

收入模式

购物中心的收入分为三大类，分别是商业运营服务、物业管理服务及商业分租服务。

商业运营服务包括开业前的管理服务（定位及设计管理服务，招商及管理服务）以及运营管理服务。开业前的管理服务为一次性收费项目，而运营管理服务则包括佣金制服务费（通常为租金收入的特定比例及/或营业利润的特定比例），以及固定费用（如品牌授权费及管理外包费等）。此项服务于2020年1月以前是华润置地综合商业物业开发及投资业务的一部分，公司以跨部门服务的形式为购物中心提供商业运营服务，于2020年1月开始商业化，并录得收入。商业运营服务合同一般为3年合约期，少数为1年合约期。

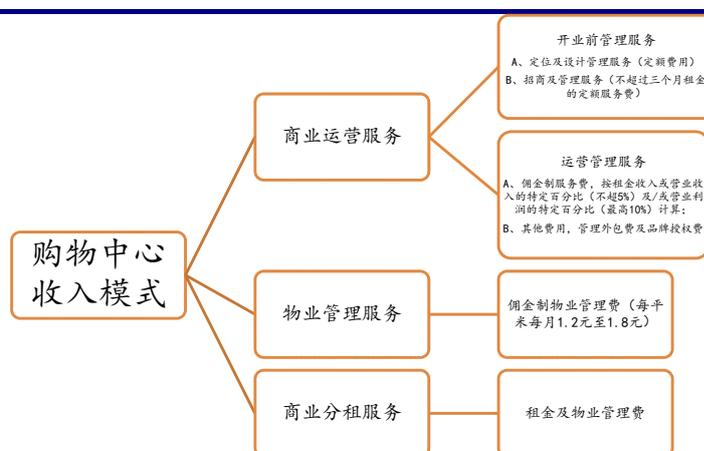
物业管理服务以往采用包干制收费模式，自2020年下半年起，公司改为酬金制收费

模式，更好地体现公司的管理能力及提升公司的利润水平。酬金制物业管理服务合同一般年限为三年。

商业分租服务采用向业主支付租金或与业主按预定比例分享该分租物业的经营收入的模式，同时向租户收入租金及物业管理费。

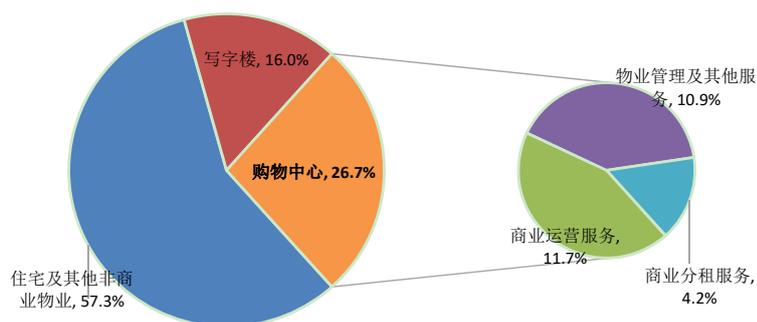
2020年公司的购物中心收入贡献为28.95亿元人民币，占公司总收入的27%，细分结构看，商业运营服务、物业管理服务及商业分租服务占购物中心的收入比例分别为47%、41%及16%，商业运营服务占比最大。由于2020年公司将购物中心的商业运营管理服务纳入收入，因此购物中心分布毛利率在2020年得到大幅提升，达到49%。

图表 22：购物中心收入模式



资料来源：公司资料，第一上海

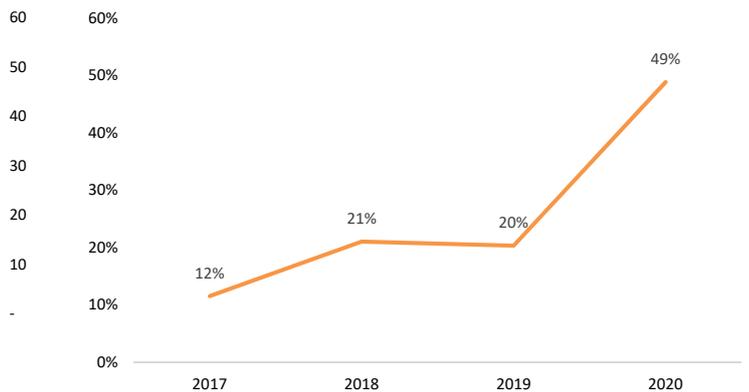
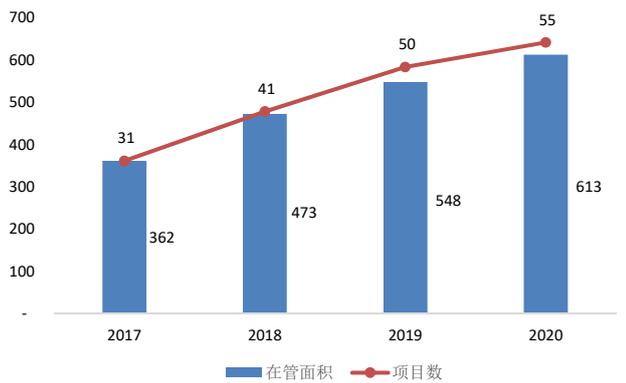
图表 23：购物中心各项收入占公司总收入占比（2020年）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 24: 历年购物中心在管面积（万方）及项目数

图表 25: 购物中心分部毛利率



资料来源：公司资料，第一上海

注：2017年-2019年不含商业运营管理服务

资料来源：公司资料，第一上海

写字楼

公司的写字楼业务分为两部分，分别是物业管理服务及商业运营服务。物业管理服务包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务（主要是面向业主的前期顾问服务、交付前服务、营销活动以及面向租户的经纪服务、装修服务及公共空间管理服务）。商业运营服务包括招商服务、资产管理与运营服务及开业筹备服务等。

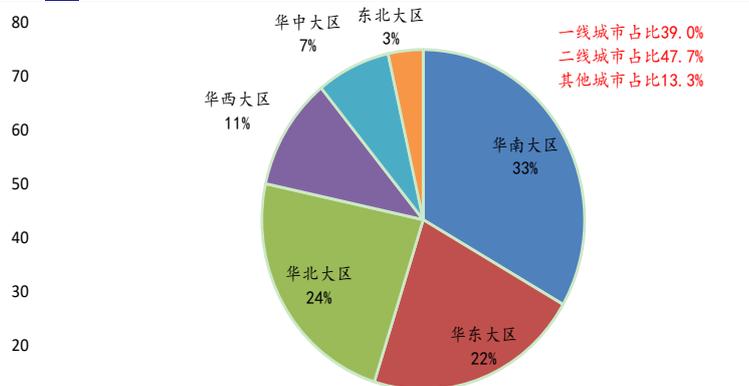
公司自 2005 年开始提供写字楼物业管理服务，截止 2020 年底，合约面积约 734 万平方米，合约项目 94 个；在管面积约 569 万平方米，在管项目 80 个，其中来自华润置地的项目 65 个，面积约 496 万平方米，占比 87.2%。

公司管理的写字楼物业分布全国各地，其中经济较发达的华南、华东及华北三个大区的在管面积占写字楼总体在管面积的比例均超 20%，三大区的在管面积占比为 78.4%，位于一线及二线城市的项目分别占总在管面积约 39.0%及 47.7%，一二线城市项目占比约 86.7%（截止 2020 年 6 月）。

2020 年下半年起，公司向写字楼提供商业运营服务，截止 2020 年底，该项服务合约面积约 177 万平方米，合约项目 29 个，在管面积约 148 万平方米，在管项目 23 个。

图表 26: 历年写字楼在管面积（万方）及项目数

图表 27: 写字楼在管面积分布（截止 2020 年 6 月）



资料来源：公司资料，第一上海

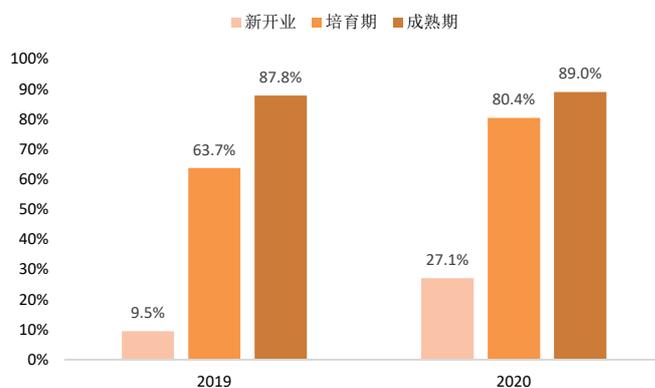
资料来源：公司资料，第一上海

公司的写字楼平均出租率近两年维持在较高位置，并得到了一定的提升。2020年处于不同时期的写字楼的平均出租率约为：新开业 27.1%、培育期 80.4%、成熟期 89.0%。

公司的写字楼物业管理费采用包干制收费模式，物管费水平不断提高，加权平均物管费从 2007 年的 12.21 元/月/平方米提升到 2020 年的 15.17 元/月/平方米，年复合增幅 5.6%。写字楼的物业管理服务合同期限一般为 2 至 5 年，续约率保持在高位，2017 年、2018 年、2019 年及截止 2020 年 6 月 30 日 6 个月分别为 100.0%、100.0%、97.3%、97.3%。写字楼的其他增值服务采用跟住宅物业增值服务一样的收费标准。

2020 年写字楼分部收入 10.83 亿元人民币，占公司总收入比例为 16%。该分部收入主要为两部分，分别是物业管理服务及商业运营服务，物业管理服务收入保持较快增长，2017 年至 2020 年复合增长率为 36.6%。2020 年下半年才开始写字楼的商业运营服务在 2020 年的收入贡献为 5688 万元人民币，占写字楼分部收入约 5%。

图表 28: 历年写字楼平均物业管理费（元/月/平方米） 图表 29: 写字楼签约口径平均出租率



资料来源：公司资料，第一上海

注：2017年-2019年不含商业运营管理服务

资料来源：公司资料，第一上海

竞争优势

高能级城市布局的“物管+商管”双轨道行业龙头

深耕一二线城市

公司的物业管理及商业运营项目遍布全国各地，其中一二线城市的项目近几年来占比一直处于较高水平。其中住宅及其他非商业物业的一二线城市项目占比均超过 70%，写字楼及购物中心的一二线城市占比均超过 80%。

高能级城市的优质生活配套和居住环境给公司的服务能力提出了更高更多的要求，公司需要不断提供更好的服务体验和更高的服务质量来满足客户需求，而公司多年来在一二线城市的耕耘使公司在这方面的服务能力得到了提升和体现。公司所管理的七个住宅物业获中国住房和城乡建设部评为国家示范小区。

公司的住宅物管费处于行业较高水平，住宅的整体平均的物业管理费单价在 2020 年取得了较大的提升，幅度达 11.8%。2017 年-2020 年分别为 2.28 元、2.30 元、

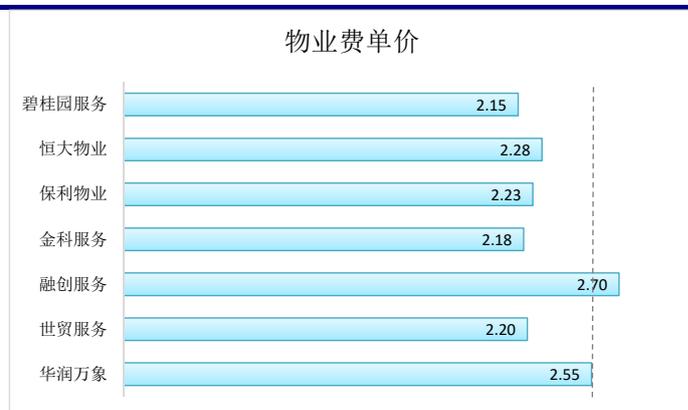
2.28元、2.55元/月/平方米。

根据弗若斯特沙利文的资料，2019年公司来自一二线城市的物业管理服务收入于中国所有物业管理公司中位列第三。

图表 30:各业态一二线城市占比



图表 31:同行住宅物业管理费对比 (2020年)



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

客户满意度高，留存率高

公司的客户满意度逐年提升，从 2017 年的 72 分提升至 88 分，位列行业第一梯队，得益于公司良好的服务品质和管理能力。良好的客户满意度带来了高的续约率，2017 年、2018 年、2019 年及截止 2020 年 6 月 30 日 6 个月，公司的物业管理服务合同续约率均达到或者接近达到 100%，其中住宅及其他非商业物业续约率分别为 99.4%、99.8%、98.5%及 99.0%；购物中心的续约率均为 100%；写字楼物业分别为 100.0%、100.0%、97.3%、97.3%。

“万象城”“万象汇”品牌深入人心

根据弗若斯特沙利文的资料，按中国 2019 年所管理重奢购物中心数目计算，公司在中国购物中心营运服务提供商中排名第一；按 2020 年上半年购物中心运营服务市场收入计算，我们在全国所有购物中心运营服务提供商中位居第二。公司专注打造地标性购物中心项目，深圳万象城项目为深圳首家现代化高端购物中心，也成为了中国典范性购物中心之一。

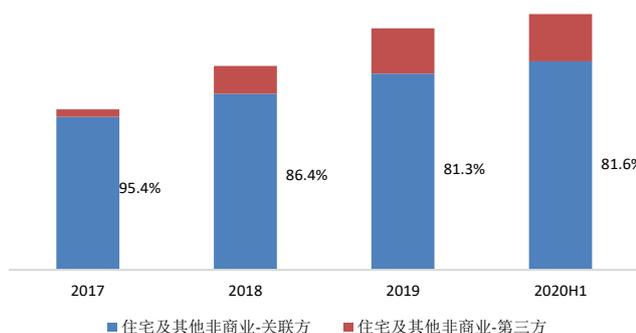
公司的商管团队具备端到端为客户提供从策划、设计、招商、品牌授权、运营管理及其他服务等贯穿商业地产开发运营全流程所需的一揽子服务的能力。公司与约 5000 个全球及中国零售品牌的租户资源，涵盖奢侈品、快时尚、餐饮、教育及娱乐等各个行业，有利于公司在稳定主要租户、优化租户组合并进行营销活动，提高租户满意度及留存率。

公司“万象城”、“万象天地”、“万象汇”三大商业产品线以及公司强大的商业运营管理能力在全国范围内有高度的知名度和品牌认可度。“万象城”更是成为所在城市或区域的地标性建筑和购物中心标杆项目，成为“重奢”的代名词。数次获评《观点》中国商业地产 TOP100 第一名及多项商业影响力大奖。万象城系列也斩获“亚太区史蒂夫商业大奖”、“国货之光”等国内外大奖。

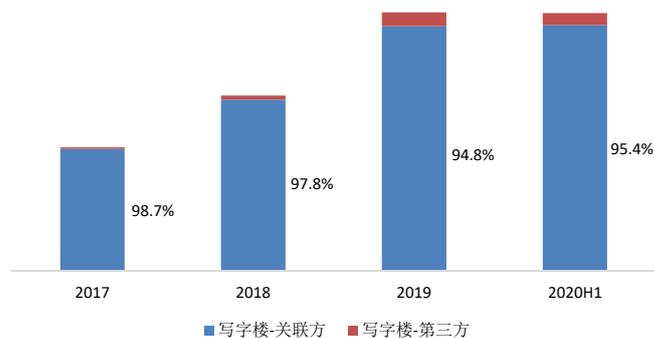
华润集团及华润置地双加持带来强劲的内生及外延双向规模扩张

截止 2020 年底，公司大部分的在管面积均来自于公司的控股股东华润置地及间接股东华润集团。2017 年至 2020 年 6 月，公司的在管面积来自于华润置地及华润集团均超过 90%，其中购物中心的在管项目均来自华润置地及华润集团

图表 32:住宅及其他非商业在管面积（按来源）



图表 33:写字楼在管面积（按来源）



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

与华润集团各业务板块合作，推进华润集团产 产协同

作为世界 500 强及实力雄厚的央企，华润集团的业务领域涵盖了大消费、大健康、城市建设与运营、能源服务、科技与金融五大领域，下设 7 大战略业务单元、19 家一级利润中心，1 家直属机构，实体企业近 2000 家，在职员工 37.1 万人。作为华润集团旗下第八家上市公司，公司拥有天然的优势，华润集团业务涉及了公司客户生活的方方面面，与公司的客户不断增长的需求高度契合，为公司业务的扩展提供基础和便捷。公司在上市后，迅速开展与华润集团各业务板块的合作，探索产业园、工厂等特色业务。2021 年开年以来，华润万象生活成功签约接管成都雪花啤酒产业园、湖北黄石雪花啤酒厂、深圳三九产业园、福州华润燃气大厦等全委项目，并持续洽谈水泥、电力等业务版块，推进了华润集团的产协同，与华润集团实现了双向互赢。

华润置地强劲的合约销售 和丰富土储保障公司 未来发展

华润置地于 1994 年改组成立，是华润集团旗下负责城市建设与运营的战略业务单元，是中国领先的城市投资开发运营商。华润置地常年保持房地产销售前十强，近年来销售规模保持稳健增长。华润置地构建了“开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务”三大主营业务与生态圈要素型业务的“3+1”业务联动模式。开发销售型业务包括住宅、可售公建等；经营性不动产业务包括持有购物中心、写字楼、酒店等；轻资产运营业务包括商业运营管理、物业管理业务等；生态圈要素型业务包括代建代运营、城市更新、长租、产业、康养、影业、教育等。2020 年，其实现合约销售面积 1418.7 万平方米，同比增长 7.1%。期内华润置地新获取 69 个项目，新增土地权益面积 1148 万平米房；累计土储面积为 6809 万平方米，权益土储面积为 4801 万平方米，可保障其未来 3~5 年发展。其中开发销售型土地储备达 5821 万平方米，经营性不动产业务的土地储备中，购物中心的土地储备约 583 万平方米，写字楼的土地储备约 158 万平方米。

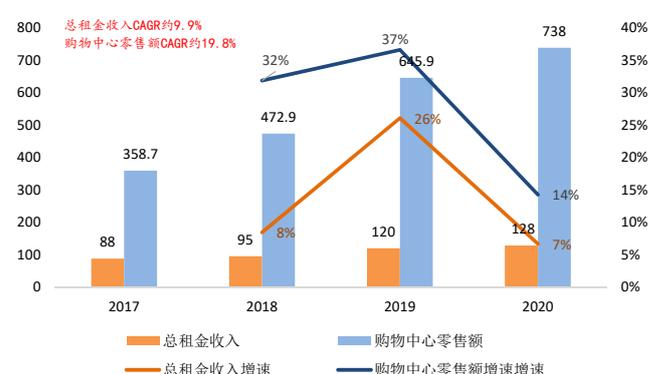
2017 年-2020 年，华润置地的合约销售面积稳步发展，年复合增速为 10.4%，为公司的物业管理服务业务带来稳定的交付面积来源。另外，写字楼及购物中心的租金总收入年复合增速为 9.9%，购物中心的零售额年复合增速为 19.8%，这些商用物业大部分均由公司进行运营及管理，体现了公司优秀的物业管理及商业运营能力，也为公司带来了稳定的收入来源。

图表 34: 华润置地合约销售面积（万方）及增速



资料来源：公司资料，第一上海

图表 35: 华润置地自持购物中心租金收入（亿元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海

华润系的背书以及多年的物管及商管经验，公司的外延拓展逐步展开，并在上市后进一步加快。公司的住宅及其他非商业物业来自第三方的在管面积逐年增加，总在管面积占比由2017年的4.6%稳步增加到2020年6月的18.4%。商业物业方面，上市之前，公司绝大部分商业项目均来自华润系，自2020年开始，公司加快第三方拓展力度，公司已经签约8个第三方购物中心的商业运营及物业管理服务，其中5个已开业，并已获得数个轻资产输出项目。

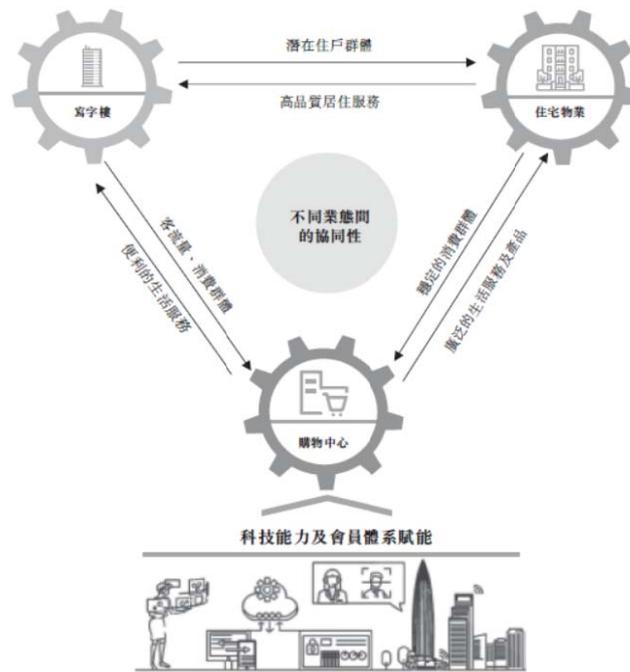
另外，公司大力发展城市空间运营服务，从传统的对社区空间的服务跨越到对城市公共空间运营服务。2020年以来，公司在粤港澳大湾区已新增城市空间运营项目7个，包括南山大沙河生态长廊、深圳湾滨海休闲带西段、深圳茅洲河干流下游段、深圳河湾支流（九河两岸）、深圳建设国际一流口岸顾问服务、深圳南山区中心公园管理所公园、坪山大工业区体育中心，涵盖公园、河道、碧道、体育馆、口岸等多元化城市业态。公司亦中标了“福州鼓楼智慧城市运营项目”，为鼓楼区提供城市管理和运营，包括片区式物业改造与管理、楼宇物业管理、城市增值服务等。

全业态覆盖+科技赋能，打造大物管生态圈

截止目前，公司已经覆盖了住宅、写字楼、购物中心、公共建筑（包括体育馆、公园及工业园等）等丰富的业态，为客户提供居住、购物、工作全方位的服务，为生活在大型商业综合体乃至城市空间的家庭和住户引入其衣、食、住、行等生活场景所需要的各种服务。

公司全业态物业的能力来自于其管理大型商业综合体的资源及经验，住宅、写字楼、购物中心三种不同的业态有着天然及商业的联系。体现在：购物中心能为周围的居民带来购物、娱乐、社交、教育等服务，而住宅为购物中心提供客户来源；购物中心能为写字楼提供各种便捷服务，写字楼可以吸引更多的租户，同时购物中心也享受写字楼带来的高质量的零售客户；住宅可以为写字楼办公用户提供舒适的居住服务，也帮助写字楼留住租户，而写字楼的租户则是住宅的潜在住户。

图表 36：住宅、写字楼与购物中心的联动效应



资料来源：公司资料，第一上海

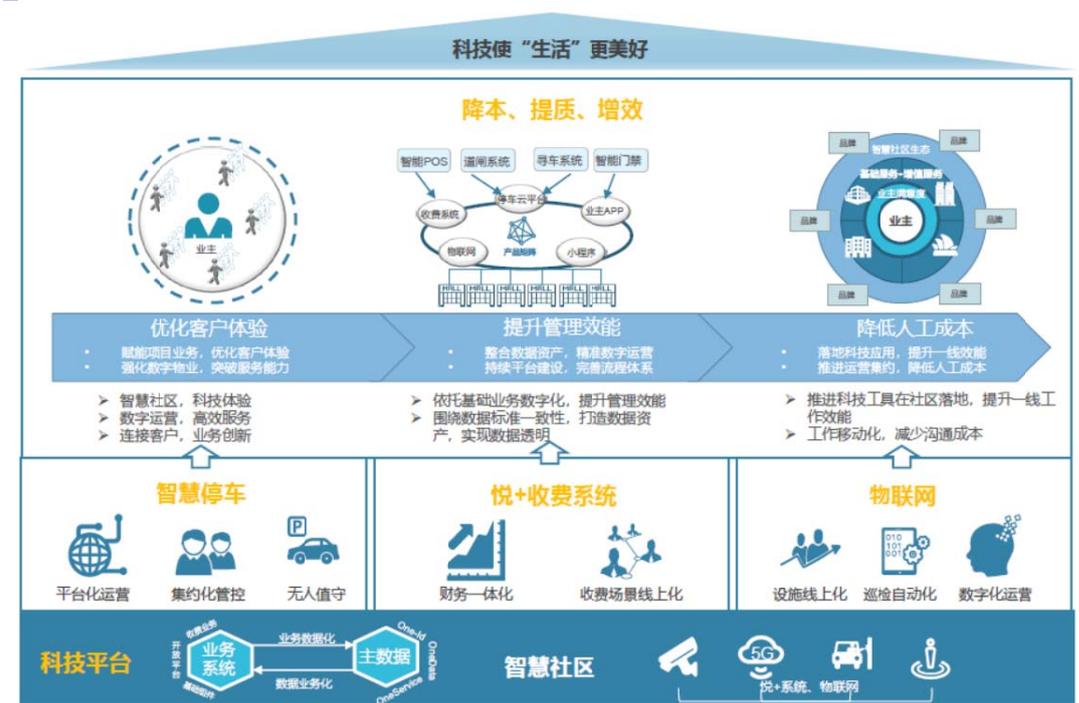
公司针对住宅、购物中心、写字楼三种业态分别推出了“悦家”会员计划、“一点万象”会员计划、“Officeasy”会员计划。截止 2020 年底，“悦家”APP 用户达 84 万，住宅项目覆盖率为 75%；“一点万象”会员达 1340 万，全年线上交易达 12.2 亿元，日均活跃率 5%；“Officesay”拥有 6 万个会员。2020 年，“一点万象”和“悦家”重叠会员人数同比增长 53%，达 19.5 万人，重叠会员的人均消费金额为 2.5 万元，同比增长 25%，消费金额超过普通会员一倍以上。

三种业态覆盖用户日常生活的三种场景，再加上会员系统的赋能，公司打造了一个“生活→工作→休闲购物”的有效闭环，有利于公司为客户提供跨平台、高效、便捷的体验，获取更精准的用户信息和用户画像，挖掘更多的用户需求，不同业态会员的相互引流，同时提高会员的复购率和消费金额。

公司中标的深圳河道养护项目，主要工作内容除了传统河道维养之外，还新增了智慧巡查、水环境公益宣传等项目，是深圳河道首次引入物管企业，将物业行业的高标准、精细化的管理模式运用提升河道管理水平，借助高科技手段（如自动机器人、无人船等）提升养护水平，并打造亲水社区等，从一个角度证明了公司在城市智慧运营服务方面的能力。

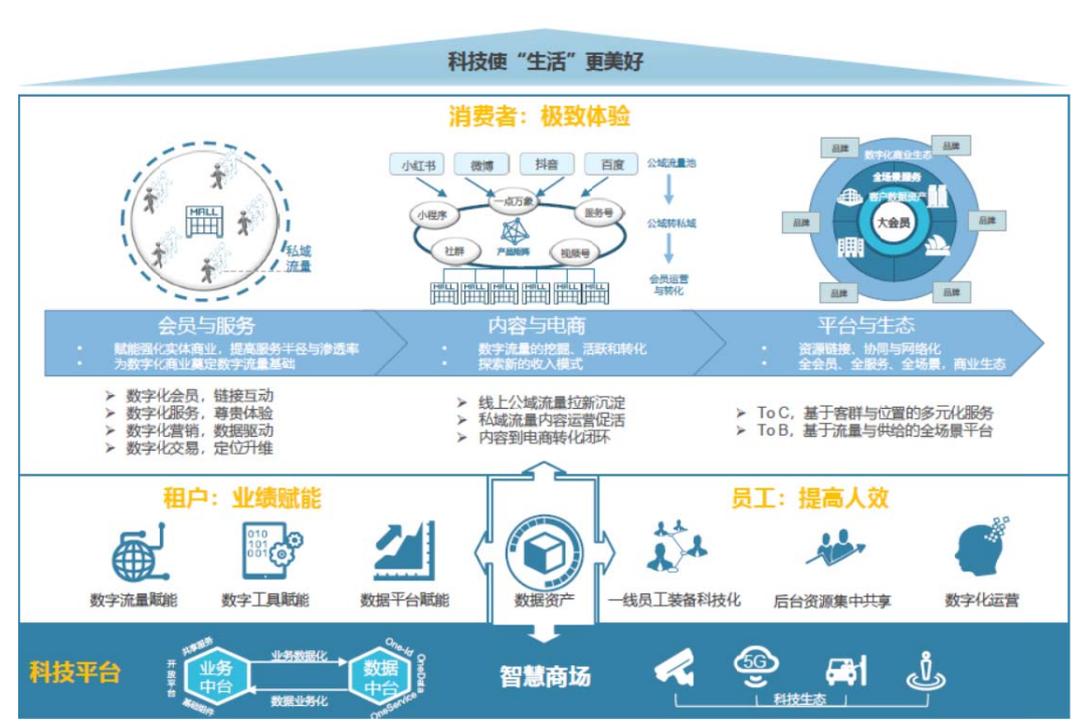
公司在招股书中也披露，公司全球发售所得净额的 15%会用于投资信息技术系统及智慧社区的投资。相信公司未来会加大投资科技能力，为公司全业态覆盖赋能，挖掘业态间交互场景，打通各业态的会员系统及协同效应，扩大用户规模和管理规模，打造强大的大物管平台及生态圈。

图表 37：智慧化社区



资料来源：公司资料，第一上海

图表 38：商业数字化战略



资料来源：公司资料，第一上海

盈利预测和估值

关键假设：

1) 截止 2020 年底，公司控股股东华润置地的开发销售型土地储备达 5821 万平方米，2021 年至 2023 年可结算面积分别将达到 1900 万平方米、2130 万平方米及 1750 万平方米。经营性不动产的土地储备中，购物中心的土地储备约 583 万平方米，写字楼的土地储备约 158 万平方米。华润置地的丰富土储的逐年交付将成为公司在管面积增长的主要驱动力。间接控股股东华润集团的产产协同也将逐渐为公司带来产业园等新项目的管理规模增加。而公司在上市后逐步开展了第三方外拓，并在业态上更加丰富，进入具有广阔市场空间的城市运营服务领域，将为公司带来强劲的外拓面积扩张。考虑到华润系的稳定丰富的管理规模来源以及公司潜在的外拓能力，我们预计公司在管面积将会以 28%左右的年复合增长率进行增长；

2) 公司收入分为两大部分：

A、一部分是住宅及非商业部分。考虑到公司的住宅项目一二线的城市布局，物业管理费提价难度低，提价幅度较高以及新项目的不断交付，我们给予住宅的物管费 5%-7%的年复合增长率。

B、另一部分是商业运营及管理及物业管理部分。购物中心方面，考虑到公司存量购物中心的轻奢、高端、品质的定位，租金水平高，销售额在当地名列前茅；而增量将会并集中九个中心城市进行，同时聚焦 30 个一二线及强三线城市，在省会城市布局“一城多汇”。通常新项目在 1-3 年内是培育期，3-5 年是成熟期，因此新增购物中心收入增速将是前低后高，综合考虑存量及增量项目，我们预计公司未来 5 年该部分的收入增速年复合增长率在 25%左右。综合来看，考虑到公司的商业物业的高能级城市定位，物业管理费水平高，市场化程度高，商业物业分部收入在公司的总收入占比将逐渐提升。

3) 毛利率和费用率方面。考虑到公司 2020 年开始将有较高毛利率的商业运营服务纳入收入中，以及公司在物业及商业方面数字化的战略带来的降本、提质、增效，公司的物管和商管的毛利率都将稳步提升，从而为带来公司整体毛利率和净利润率的大幅提高。

综上，我们预计公司 2021 年、2022 年、2023 年的收入将达到 111.1 亿、140.2 亿及 179.6 亿人民币，年复合增长率为 38.4%，净利润将达到 14.1 亿、20.2 亿及 29.1 亿人民币，年复合增长率为 55.2%。

我们预计公司 2021 年、2022 年、2023 年的归母净利润分别为 14.1 亿、20.2 亿及 29.1 亿人民币，基于公司未来受益于来自华润置地和华润集团的有力支持，以及公司强大的“物管+商管”双赛道的专业能力，给公司带来的市场拓展能力，能为公司带来内生及外延的双向规模扩张，加上公司在如城市综合运营服务等非居业态的新布局，也将为公司带来新的市场空间。我们给予公司 2023 年 45 倍市盈率，得出目标价为 68.26 港元，较现价有 30.1%的上涨空间，首次评级买入。

主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	5,868,103	6,778,911	11,107,353	14,024,561	17,955,867	增长率 (%)					
住宅及其他非商业物业	3,471,568	3,883,819	7,966,069	9,781,949	12,321,106	收入	32.4%	15.5%	63.9%	26.3%	28.0%
商业运营及物业管理服务	2,396,535	2,895,092	3,141,284	4,242,611	5,634,760	毛利	41.6%	93.9%	59.3%	35.6%	34.5%
服务成本	-4,925,797	-4,951,878	-8,196,061	-10,077,618	-12,647,874	税前利润	-13.2%	128.6%	70.1%	43.2%	44.1%
毛利	942,306	1,827,033	2,911,292	3,946,942	5,307,993	归母净利润	-13.7%	124.1%	72.3%	43.2%	44.1%
投资物业公允价值变动的收益	47,691	1,704	2,045	2,454	2,945	盈利分析 (%)					
其他收入及收益	77,150	180,368	92,580	111,096	133,315	综合毛利率	16.1%	27.0%	26.2%	28.1%	29.6%
市场推广支出	-71,325	-50,287	-50,400	-63,000	-88,200	住宅及其他非商业物业毛利率	12.1%	15.9%	17.4%	19.0%	20.0%
行政开支	-432,201	-747,125	-948,894	-1,156,181	-1,295,224	商业运营及物业管理服务毛利率	21.8%	41.8%	48.6%	49.2%	50.5%
财务费用	-64,241	-72,129	-72,129	-72,129	-72,129	费用率	8.6%	11.8%	9.0%	8.7%	7.7%
税前利润	496,508	1,134,926	1,929,976	2,764,664	3,984,182	净利润率	6.2%	12.1%	12.7%	14.4%	16.2%
所得税开支	-131,580	-317,216	-521,093	-746,459	-1,075,729	回报率 (%)					
净利润	364,928	817,710	1,408,882	2,018,205	2,908,453	ROA	6%	6%	7%	10%	13%
少数股东权益	-	-	-	-	-	ROE	43%	12%	11%	14%	18%
归属股东利润	364,928	817,710	1,408,882	2,018,205	2,908,453	派息率	-	37%	35%	35%	35%
派息	-	301,290	493,109	706,372	1,017,958	偿付能力					
未分配利润	364,928	516,420	915,774	1,311,833	1,890,494	流动比率(倍)	1.0	3.2	3.7	3.8	4.0
每股盈利 (元)	0.22	0.48	0.62	0.88	1.27	资产负债率	85%	35%	31%	30%	28%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	605,489	10,312,459	11,294,242	12,692,736	14,678,336
受限制现金	723,968	366,955	374,294	381,780	389,416
贸易及其他应收款	3,187,639	1,608,413	1,688,834	1,773,275	1,861,939
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-	3,847,810	3,847,810	3,847,810	3,847,810
物业及设备	202,867	259,928	311,914	374,296	449,156
投资物业	2,217,800	2,234,000	2,345,700	2,462,985	2,586,134
使用权资产	46,545	114,257	114,257	114,257	114,257
预付款项	4,416	86,065	90,368	94,887	99,631
总资产	7,101,278	19,075,954	20,321,869	22,007,699	24,304,108
贸易及其他应付款项	3,738,556	3,365,600	3,533,880	3,710,574	3,896,103
租赁负债	1,304,555	1,382,372	1,411,911	1,442,135	1,473,062
合约负债	798,154	1,006,947	1,057,294	1,110,159	1,165,667
应付税项	18,589	97,927	99,886	101,883	103,921
递延税负债	201,930	225,709	230,223	234,828	239,524
总负债	6,069,694	6,612,922	6,333,194	6,599,579	6,878,277
控股股东权益	1,031,584	12,463,032	13,934,148	15,335,435	17,342,137
少数股东权益	-	-	54,528	72,685	83,694
权益合计	1,031,584	12,463,032	13,988,676	15,408,121	17,425,830

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	496,508	1,134,926	1,929,976	2,764,664	3,984,182
折旧及摊销	52,757	82,989	87,043	99,193	113,510
其他调整	-559,169	-1,047,502	-1,901,171	-2,729,037	-3,956,131
营运资金变动	547,412	1,186,920	1,934,721	2,781,150	4,014,494
支付税项	-82,414	-254,435	-524,700	-750,138	-1,079,482
经营活动现金流净额	455,094	1,102,898	1,525,869	2,165,832	3,076,574
固定资产投资	-75,959	-206,621	-51,986	-62,383	-74,859
合营联营公司投资	-	-	-	-	-
其他	-1,008,385	-1,724,261	8,155	8,563	8,991
投资活动现金流	-1,084,344	-1,930,882	-43,830	-53,820	-65,868
借贷变化	-	542,345	-	-	-
已付股息	-	-667,597	-493,109	-706,372	-1,017,958
上市所得净额	-	11,851,990	-	-	-
其他	98,502	-1,182,593	-7,147	-7,147	-7,147
融资活动现金流	98,502	10,544,145	-500,256	-713,519	-1,025,105
现金变动	-530,748	9,716,161	981,783	1,398,494	1,985,600
初期现金	1,136,237	605,489	10,312,459	11,294,242	12,692,736
末期现金	605,489	10,312,459	11,294,242	12,692,736	14,678,336

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。