

海外大地产板块

周报：港股物业管理上市公司估值差异探讨

行业动态

行业近况

截至6月18日，在港股主板上市的物管公司一共45家，其中估值最高的华润万象生活、融创服务的P/E TTM倍数分别高达110倍和109倍，而估值最低的物管公司，如彩生活、中奥到家、第一服务等P/E TTM倍数甚至低于10倍。另外，基于整体法和算术平均计算的板块平均P/E TTM分别为43倍和30倍。

综上，不难看出板块内物管公司的估值分化极大。基于物管公司业务同质化较为严重，估值差异理应局限在一定范围内，但为何实际分化巨大？本期周报将对此进行深入解析。

本周观点

我们认为：物管公司的商业模式、业绩增长的确定性与持续性（比如：母公司的强大程度与支持力度、市场化外拓能力等）是影响物管公司估值的核心因素。

商业模式方面：1) 首先，以购物中心为主要管理类型的物管公司估值，明显高于以写字楼为主或者以住宅为主的物管公司；2) 其次，对于以住宅为主的物管公司，定位高端、增值业务探索较为成功或者有其他方面特色的，也要优于纯住宅类的物管公司。

当前，绝大多数物管公司仍然以住宅类物业为主要管理对象，比如碧桂园服务、融创服务、中海物业、金科服务、滨江服务等；商业类（包括以购物中心为主和以写字楼为主）的物管公司相对较少，合计只有5家。截至目前，以购物中心为主的物管上市公司仅有3家，分别是华润万象生活、宝龙商业和星盛商业，对应的P/E TTM分别为110、49和43倍，远超其他类型物管公司的平均估值水平。而以写字楼为主的物管公司，如卓越商企服务和金融街物业，对应的P/E TTM分别为28倍和17倍，远低于购物中心类物管公司。至于余下的40家以住宅类为主的物管公司的算术平均P/E TTM约为30倍。由此可知，若按在管类型划分来对其估值排序，以购物中心为主的物管公司（平均65倍）>以住宅类为主的物管公司（平均30倍）>以写字楼为主的物管公司（平均26倍），充分体现了投资者对于不同商业模式的物管公司的偏好程度。

深究其原因，以购物中心为主的物管公司的商业模式相对最好，具体表现为轻资产运营、提价相对容易、具备抗通胀特性、以及标的相对稀缺；而住宅类物管公司的业绩成长性相对最好，但物业费提价仍较为困难，因而享受的估值倍数次于以购物中心为主的物管公司；至于以写字楼为主的物管公司，可能因为投资者担忧写字楼严重过剩、空置率较高影响物管业务的未来增长，进而导致估值相对最低。

业绩增长的确定性与持续性方面：公司在管规模大小、母公司的强大程度与支持力度、品牌影响力、市场化外拓能力等，实质上都不同程度上体现了不同物管公司在业绩增长的确定性与持续性方面的差异。其中，衡量业绩增长的确定性可以用合约面积/在管面积这个指标，衡量业绩增长的持续性可以用第三方外拓面积占合约面积比重这个指标。一般而言，合管比越大、第三方外拓面积占比越大的物管公司所享受到的估值倍数越高。比如合管比较大的碧桂园服务（2.18倍）与融创服务（1.95倍）的P/E TTM分别高达77倍和109倍，远超板块平均水平。另外，第三方外拓面积占比较大的绿城服务的P/E TTM也达到47倍，同样远超平均水平。

投资建议

维持此前的投资建议：持续看好物业管理这一长牛赛道。

风险提示

物管费提价受阻；增值服务拓展不及预期

孙啸天

分析师

SFC CE Ref: BPL997

deansun@futu.hk

杨金桥

联系人

jinqiaoyang@futunn.com



数据来源：富途研究，Wind

证券名称	股票代码	核心概念	本周表现	P/E TTM	PB MRQ
融创中国	1918.HK	地产开发龙头	-6%	3.00	0.85
中国海外发展	0688.HK	地产开发龙头	-4%	3.96	0.55
中国恒大	3333.HK	地产开发龙头	-10%	13.68	0.75
碧桂园服务	6098.HK	物业管理龙头	-4%	76.95	14.19
恒大物业	6666.HK	物业管理龙头	-8%	28.14	7.51
华润万象生活	1209.HK	物业管理龙头	5%	110.42	7.24
领展房产基金	0823.HK	REITs龙头	2%	137.39	1.03
ESR	1821.HK	物流地产龙头	1%	34.04	2.71
贝壳(KE)	BEKE.N	地产经纪龙头	2%	104.57	5.65
海螺水泥	0914.HK	建筑材料龙头	-5%	5.07	1.09
中国建材	3323.HK	建筑材料龙头	-7%	4.71	0.60
华润水泥控股	1313.HK	建筑材料龙头	-4%	5.76	1.04
中国交通建设	1800.HK	重型基建龙头	-1%	2.95	0.20
中国铁路	1186.HK	重型基建龙头	-1%	2.60	0.23
中国中铁	0390.HK	重型基建龙头	-2%	3.10	0.31

数据来源：富途研究，Wind

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递延、阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的充分性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。