

## 海外大地產板塊

### 周報：港股物業管理上市公司估值差異探討

#### 行業動態

##### ● 行業近況

截至6月18日，在港股主板上市的物管公司一共45家，其中估值最高的華潤萬象生活、融創服務的P/E TTM倍數分別高達110倍和109倍，而估值最低的物管公司，如彩生活、中奧到家、第一服務等的P/E TTM倍數甚至低於10倍。另外，基於整體法和算術平均計算的板塊平均P/E TTM分別為43倍和30倍。

綜上，不難看出板塊內物管公司的估值分化極大。基於物管公司業務同質化較為嚴重，估值差異理應局限在一定範圍內，但為何實際分化巨大？本期周報將對此進行深入解析。

##### ● 本周觀點

我們認為：物管公司的商業模式、業績增長的確定性與持續性（比如：母公司的強大程度與支持力度、市場化外拓能力等）是影響物管公司估值的核心理因素。

**商業模式方面：**1) 首先，以購物中心為主要管理類型的物管公司估值，明顯高於以寫字樓為主或者以住宅為主的物管公司；2) 其次，對於以住宅為主的物管公司，定位高端、增值業務探索較為成功或者有其他方面特色的，也要優於純住宅類的物管公司。

當前，絕大多數物管公司仍然以住宅類物業為主要管理對象，比如碧桂園服務、融創服務、中海物業、金科服務、濱江服務等；商業類（包括以購物中心為主和以寫字樓為主）的物管公司相對較少，合計只有5家。截至目前，以購物中心為主的物管上市公司僅有3家，分別是華潤萬象生活、寶龍商業和星盛商業，對應的P/E TTM分別為110、49和43倍，遠超其他類型物管公司的平均估值水平。而以寫字樓為主的物管公司，如卓越商企服務和金融街物業，對應的P/E TTM分別為28倍和17倍，遠低於購物中心類物管公司。至於餘下的40家以住宅類為主的物管公司的算術平均P/E TTM約為30倍。由此可知，若按在管類型劃分來對其估值排序，以購物中心為主的物管公司（平均65倍）>以住宅類為主的物管公司（平均30倍）>以寫字樓為主的物管公司（平均26倍），充分體現了投資者對於不同商業模式的物管公司的偏好程度。

深究其原因，以購物中心為主的物管公司的商業模式相對最好，具體表現為輕資產運營、提價相對容易、具備抗通脹特性、以及標的相對稀缺；而住宅類物管公司的業績成長性相對最好，但物業費提價仍較為困難，因而享受的估值倍數次於以購物中心為主的物管公司；至於以寫字樓為主的物管公司，可能因為投資者擔憂寫字樓嚴重過剩、空置率較高影響物管業務的未來增長，進而導致估值相對最低。

**業績增長的確定性與持續性方面：**公司在管規模大小、母公司的強大程度與支持力度、品牌影響力、市場化外拓能力等，實質上都不同程度上體現了不同物管公司在業績增長的確定性與持續性方面的差異。其中，衡量業績增長的確定性可以用合約面積/在管面積這個指標，衡量業績增長的持續性可以用第三方外拓面積占合約面積比重這個指標。一般而言，合管比越大、第三方外拓面積占比越大的物管公司所享受到的估值倍數越高。比如合管比較大的碧桂園服務（2.18倍）與融創服務（1.95倍）的P/E TTM分別高達77倍和109倍，遠超板塊平均水平。另外，第三方外拓面積占比比較大的綠城服務的P/E TTM也達到47倍，同樣遠超平均水平。

##### ● 投資建議

維持此前的投資建議：持續看好物業管理這一長牛賽道。

##### ● 風險提示

物管費提價受阻；增值服務拓展不及預期

孫嘯天

分析師

SFC CE Ref: BPL997

[deansun@futu.hk](mailto:deansun@futu.hk)

楊金橋

連絡人

[jinqiaoyang@futunn.com](mailto:jinqiaoyang@futunn.com)



數據來源：富途研究，Wind

證券名稱	股票代碼	核心概念	本周表現	P/E TTM	PB MRQ
融創中國	1918.HK	地產開發龍頭	-6%	3.00	0.85
中國海外發展	0688.HK	地產開發龍頭	-4%	3.96	0.55
中國恒大	3333.HK	地產開發龍頭	-10%	13.68	0.75
碧桂園服務	6098.HK	物業管理龍頭	-4%	76.95	14.19
恒大物業	6666.HK	物業管理龍頭	-8%	28.14	7.51
華潤萬象生活	1209.HK	物業管理龍頭	5%	110.42	7.24
領展房地產基金	0823.HK	REITs龍頭	2%	137.39	1.03
ESR	1821.HK	物流地產龍頭	1%	34.04	2.71
貝殼(KE)	BEKE.N	地產經紀龍頭	2%	104.57	5.65
海螺水泥	0914.HK	建築材料龍頭	-5%	5.07	1.09
中國建材	3323.HK	建築材料龍頭	-7%	4.71	0.60
華潤水泥控股	1313.HK	建築材料龍頭	-4%	5.76	1.04
中國交通建設	1800.HK	重型基建龍頭	-1%	2.95	0.20
中國鐵建	1186.HK	重型基建龍頭	-1%	2.60	0.23
中國中鐵	0390.HK	重型基建龍頭	-2%	3.10	0.31

數據來源：富途研究，Wind

# 研究報告免責聲明

## 一般聲明

本報告由富途證券國際（香港）有限公司（“富途證券”）編制。本報告之持有者透過接收及/或觀看本報告（包含任何有關附件），表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成違反有關法律。

未經富途證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式（i）複製，複印或儲存，或者（ii）直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。富途證券對因使用本報告中包含的材料而導致的任何直接或間接損失概不負責。

本報告內的資料來自富途證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤，阻礙或攔截等因素所影響。富途證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性，準確性，完整性，可靠性或公平性。因此，富途證券及其關連公司（統稱“富途集團”）均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的，間接的，隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映富途證券或其關連公司的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，富途證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供富途證券之客戶作一般閱覽之用，而非考慮任何某特定收取者的特定投資目標，財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為富途集團的任何成員作出提議，建議或徵求購入或出售任何證券，有關投資或其它金融證券。本報告所提及之產品未必適合所有投資者，閱覽本報告的人士應在作出任何投資決策時須充分考慮相關因素並尋求專業建議。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

本報告由受香港證券和期貨委員會監管的富途證券於香港提供。香港的投資者若有任何關於富途證券研究報告的問題請直接聯繫富途證券。本報告作者所持香港證監會牌照的中央編號已披露在報告首頁的作者姓名旁。

本報告中的任何內容均不得解釋為購買或出售證券的要約或邀請。任何決定購買本研究報告中所提及的證券都應考慮到現有的公開信息，包括任何有關此類證券的招股說明書等。

## 分析員保證

主要負責撰寫本報告的分析員確認（i）本報告所表達的意見都準確地反映他/她對本研究報告所評論的上市法團的個人觀點；及（ii）他/她過往，現在或將來，直接或間接，所收取之報酬沒有任何部份是與他/她在本報告所表達之特別推薦或觀點有關連的。分析員確認分析員本人及其有聯繫者均沒有在研究報告發出前 30 日內及在研究報告發出後 3 個營業日內交易報告內所述的上市法團及其相關證券。

## 利益披露聲明

報告作者為香港證監會持牌人士，分析員本人或其有聯繫者並未擔任本研究報告所評論的上市法團高級管理人員，也未持有其任何財務權益。

本報告中，富途證券並無持有該上市公司市值的 1% 或以上的任何財務權益，在過去 12 個月內與該公司並無投資銀行關係。本公司員工均非該上市公司的僱員。

## 可用性

對部分的司法管轄區或國家而言，分發，發行或使用本報告會抵觸當地法律，法則，規定，或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

此處包含的信息是基於富途證券認為之準確的來源。富途證券（或其附屬公司或員工）可能在相關投資產品中擁有頭寸及交易。富途集團及/或相關人士對投資者因使用本報告或依賴其所載資訊而引起的一切可能損失，概不承擔任何法律責任。

有關不同產品風險的詳細信息，請訪問 <http://www.futuhk.com> 上的風險披露聲明。