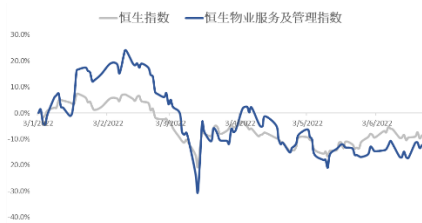


重点公司

重点公司	目标价 (港元)	评级
碧桂园服务	51.91	买入
金科服务	39.64	买入
旭辉永升服务	15.71	买入
华润万象生活	50.81	买入
保利物业	67.73	买入
越秀服务	5.22	买入

数据来源: Bloomberg、恒大证券研究中心

恒生物业服务及管理指数对比恒生指数



指数	2022年表现
恒生物业服务及管理指数	-12.4%
恒生指数	-8.6%

数据来源: Bloomberg、恒大证券研究中心

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

2022 中期物管展望

底部徘徊靠稳，成长主线不变

- **估值处于历史低位，性价比凸显。**2021年7月物业管理板块受累于房地产市场的调整，市场忧虑房地产波动会对物管板块造成负面影响，物管板块表现在去年年中开始下滑。加上2022年1H因地缘政治、疫情等种种因素令整个港股市场表现低迷，物管板块亦受其影响。恒生物业服务及管理指数年初至今跌幅12.4%，恒生物业服务及管理指数成分股截至23/6的市盈率(P/E)均值为12.8倍，大幅低于自2017年的均值(26.1倍)。物管板块估值已经到达了历史低位，凸显性价比。
- **政府政策持续发力稳住房地产，销售数据有望后续企稳，减低市场忧虑利好物管发展。**2022年1H以来中央以及地方政府频频出台房地产放松政策，包括降低首付、下调房贷利率、放宽限购等措施，释出对房地产行业的善意。429中共中央政治局会议后政策出台的速度和力度均加强，首次偏向5年期非对称降息，将5年期LPR下调15基点进一步加强释放稳地产讯号帮助行业筑底。同时，房地产数据如房地产开发投资、商品房销售额已接近近20年历史低位，5月最后一周30大中城市商品房成交面积亦环比上升15%，市场销售有望在2H探底企稳，有利物管后续发展。
- **物管企业业绩继续高增，趋向独立多元发展。**尽管2021年中开始房地产行业出现波动，各主要物企2021年业绩维持高增长，收入平均同比上升达62%，净利润平均同比上升55%，从合约面积储备和房地产竣工面积数据上看，物企未来增长还是有一定保证。而且，物管行业趋向减少对母企依赖，来自房企影响将持续减少，建议关注物企的**1) 外拓能力**：物企外拓的能力（减低母企项目依赖）成为了核心竞争力；**2) 社区增值服务发展成果**：预计社区增值服务将会逐渐成为物企核心业务；**3) 城市、商管细分赛道的布局**：中国持续城镇化、商写物业红利将带来新增长点。**4) 国/民企性质**：拥有稳健国企背景的物企信用风险为行业最低，能获得估值溢价。
- **投资建议**：物管行业推荐分为两条主线：**1) 优质民企**：看好有规模，自身经营能力高，业务积极多元化布局，母公司房企信用风险较低优质民企，推荐**碧桂园服务、金科服务、旭辉永升服务**；**2) 稳健国企**：看好会持续开拓住宅物管以外的业务、拥有国企背景的物管企业，推荐**华润万象生活、保利物业、越秀服务**。
- **风险因素**：关联房企债务问题、多元业务发展不及预期、盈利能力不及预期

## 2022 年 2H 物业管理行业投资逻辑

**1: 估值处于历史低位:** 自 2021 年年中以来, 物业管理板块主要受累于房地产大幅调整, 2021 年 7 月起股价表现一直较低迷。加上 2022 年 1H 受地缘政治、疫情、中概股等市场因素叠加影响, 现时估值已经到达历史底部区域。

**2: 政策回暖托底:** 2022 年 1H 以来, 中央、地方政府频频出台政策推动房地产市场回暖, 同时房地产板块估值一样到达了底部。配合中央政府推动房地产市场稳健发展的主线, 我们认为房地产和物管板块估值在筑底阶段下跌空间有限, 房地产数据有望在已有政策的发酵加上后续政策的发力下逐渐收窄跌幅再而企稳。后续稳健发展的房地产市场有利于稳住市场对物管的预期, 使物管行业能够继续开拓自身业务发展从而得到估值上的修复。

**3: 物企多元发展:** 尽管房地产市场在 2021 年中已经出现重大调整, 物管行业 2021 年的全年业绩表现能够维持高增长, 主要物企 2021 年平均收入增速达到 53%。同时, 物管行业以往的核心业务(物业管理业务)有占比减低的趋势, 各物企对母公司房企的依赖性持续降低, 外拓能力亦逐步加强。取而代之的是社区增值业务和其他例如城市、商管业务, 其中社区增值服务正在成为物企的新核心业务, 各物企纷纷进占社区增值赛道例如提供养老、教育、餐饮等服务, 丰富业务范围和收入来源。另外, 物企亦正在布局城市、商管这些拓展空间较大的新兴赛道例如城轨交通、购物中心管理等业务, 有望成为新增长点, 提升盈利水平并提升估值。

因此, 我们认为房地产行业筑底机会性大, 后续 2H 政策的持续推动有助房地产数据逐渐企稳, 有利稳住市场对物管行业核心业务的预期。同时, 物管行业正在加强自身营运的能力, 发展多元化业务, 对母公司房企的依赖将会持续减低, 多元赛道下市场仍有较大发展空间。中长期看, 我们认为现在市场情绪极为悲观的情况下物管行业估值处于低位, 在房地产波动忧虑逐渐减退之下有望在 2H 得到修复, 是部署的时机。

## 目录

一. 估值低廉，凸显性价比.....	5
物管板块估值降至历史低位.....	5
行业筑底交易日数近期最长.....	6
二. 政策发力托底，期望房地产企稳.....	7
物管、房地产回暖政策支持，有助行业筑底.....	7
房地产稳增长逻辑护盘，有望减少房企波动忧虑利好物管.....	9
憧憬政策力度持续加强.....	10
展望 2H 房地产数据开始转正稳健增长.....	11
三. 行业迈向多元独立发展，赛道广阔.....	14
经营稳健，业绩维持高增长.....	14
外拓能力持续上升，第三方对在管面积的贡献增强.....	17
收入结构日渐丰富，业务多元化.....	18
国央企享受较高估值.....	27
四. 投资建议.....	28
五. 风险因素.....	28

## 图表目录

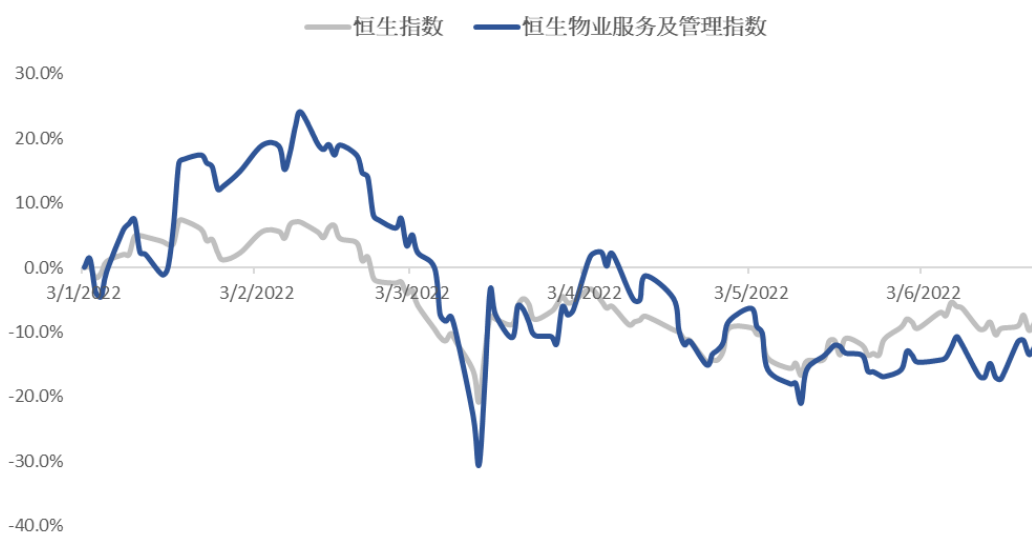
图 1: 恒生物业服务及管理指数年初至今走势.....	5
图 2: 恒生物业服务及管理指数成分市盈率(P/E) .....	6
图 3: 恒生物业服务及管理指数走势.....	7
图 4: 商品房销售额及销售面积同比增速.....	12
图 5: 房地产开发投资同比增速.....	12
图 6: 2022 年 5 月 22-29 日 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) 及增速.....	13
图 7: 2022 年按月全国房地产开发投资与商品房销售面积、销售额及其环比.....	13
图 8: 主要物企年度总收入及同比增速.....	14
图 9: 主要物企收入(左)及归母净利润(右)增速对比.....	15
图 10: 房地产新开工、销售、竣工面积 (万平方米) .....	16
图 11: 2021 年主要物企合约在管面积比.....	16
图 12: 2021 年主要物企在管面积结构.....	17
图 13: 2021 年主要物企来自第三方在管面积 (百万平方米) .....	17
图 14: 2020 及 2021 年主要物企来自第三方在管面积占比.....	18
图 15: 2021 年主要物企收入分布.....	18
图 16: 2019-2021 年物业管理行业收入分布.....	19
图 17: 2018-2021 年主要物企社区服务收入及 4 年复合增长率 (CAGR) .....	20
图 18: 2021 年主要物企分部毛利率对比.....	20
图 19: 中国城镇化率.....	23
图 20: 2019-2021 年主要物企城市服务收入 (亿元) 及占比.....	24
图 21: 越秀服务 TOD 管理服务.....	24
图 22: 2014-2024 年(预测)中国购物中心运营服务在管建筑面积.....	25
图 23: 2014-2024 年(预测)中国购物中心运营服务收入.....	25
图 24: 2021 年主要物企商管及物管(住宅)毛利率对比.....	26
图 25: 中山石岐万象汇.....	27
图 26: 2022 年主要物企预测市盈率.....	27
图 27: 重点公司一年股价表现.....	29
图 28: 重点公司公司 3 年 P/E 走势.....	30
表 1: 2022 年 1H 物管行业中央及地方政府相关政策 (部分) .....	7
表 2: 2022 年 1H 房地产行业相关政策措施 (部分) .....	10
表 3: 2022 年 1H 房地产行业中央政策 (部分) .....	10
表 4: 主要物企社区增值服务类别一览.....	21
表 5: 2021 年主要物企社区增值服务细分表现.....	21
表 6: 2021 年 Firstservice 与碧桂园服务增值服务比较.....	22
表 7: 重点公司资讯.....	28
表 8: 物管行业对比一览 .....	30

## 一. 估值低廉，凸显性价比

### 物管板块估值降至历史低位

回顾 2022 年 1H 物业管理板块的表现，2022 年年初至约 2 月，受各个房地产及物管回暖政策出台推动，市场憧憬房地产回稳带动物管板块，恒生物业服务及管理指数最大升幅达 24.0%，同期跑赢恒生指数 16.9 个百分点（7.1%）；但是因俄乌冲突开展、中概股风波种种因素使港股市场表现低迷，物管板块跟随大市下跌，最大跌幅达 30.6%，跑输同期-20.8%的恒生指数 9.8 个百分点，后续板块开始进行估值修复。截至 23/6/2022，恒生物业服务及管理指数年初至今表现为 -12.4%，跌幅大于-8.6%的恒生指数。

图 1：恒生物业服务及管理指数年初至今走势



数据来源：Bloomberg，恒大证券研究中心，数据截至 23/6/2022

估值上看，鉴于去年开始的房地产整顿，市场担心房地产的调整不利于物管板块，恒生物业服务及管理指数自从去年 7 月便开始频频下跌，估值亦随着指数双双下跌。鉴于该指数推出时间不长，历史数据有限，我们统计了指数成分股自从 2017 年的市盈率(PE)，成分股截至 23/6/2022 的市盈率均值为 12.8 倍，2017 年起至今的市盈率历史均值为 26.1 倍，可见现时物管板块估值已经达到历史低位的水平。

图 2: 恒生物业服务及管理指数成分股市盈率(P/E)

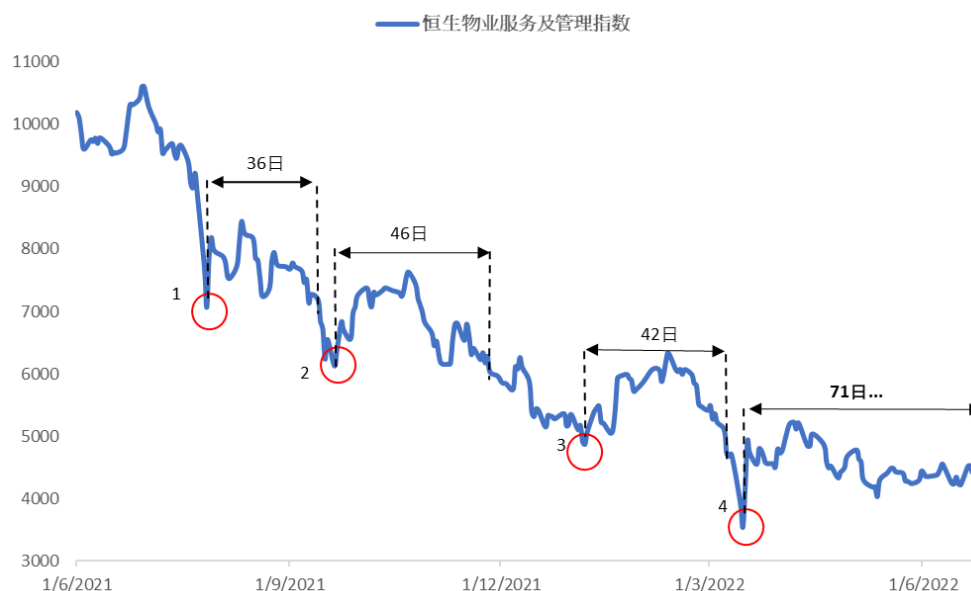


数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心, 数据截至 23/6/2022

#### 行业筑底交易日数近期最长

我们从恒生物业服务及管理指数成立至今找出了 4 个指数底部, 分别为 1) 2021 年 7 月 27 日、2) 2021 年 9 月 21 日、3) 2022 年 1 月 6 日和 4) 2022 年 3 月 16 日。据我们统计, 各个底部再次破底的时间所需为: 1) 36 个交易日, 2) 46 个交易日, 3) 42 个交易日, 4) 截至 6 月 23 日, 已经过了 71 个交易日, 没有再次破底的迹象。从前 3 次底部行走的经验来看, 本次筑底的时长比之前 3 次的久, 而且没有出现挑战底部的迹象。配合政府的政策推出和发展方向 (见下文), 推测行业在 3 月 16 日已经真正到达底部的可能性比以往高, 加上估值处于历史低位, 布局行业的下行风险相对较小。

图 3: 恒生物业服务及管理指数走势



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心, 数据截至 23/6/2022

## 二. 政策发力托底, 期望房地产企稳

### 物管、房地产回暖政策支持, 有助行业筑底

从政策上看, 2022 年 1H 政策持续推动物管行业发展的风向未变, 中央持续加强物业管理行业治理基层的作用, 频频出台各项政策规范行业标准, 确保行业有序健康发展, 并提高物企在社区养老、疫情防控、建立数字社区等方面的参与度; 地方政府亦积极地落实中央部处, 支持物管企业, 通过优质而全面的物业管理为居民营造更加良好的居住环境, 确保行业发展方向正确而符合标准, 利好行业的中长期发展。

表 1: 2022 年 1H 物管行业中央及地区政府相关政策 (部分)

日期	发布部门	文件	内容
17/1/2022	芜湖市人民政府	关于贯彻新时代群众路线, 全面提升住宅物业服务质量	力争用三年左右时间, 确保住宅物业服务水平达到长三角先进城市标准。预计“十四五”末, 芜湖物业管理的群众满意度 90% 以上; 实现物业管理全覆盖, 专业化物业管理覆盖率 90% 以上。 (…见下页)

2022-06-24

		的实施方案	
21/1/2022	国务院	关于印发“十四五”城乡社区服务体系建设的规划的通知	到 2025 年末，党建引领社区服务体系建设更加完善，服务主体和服务业态更加丰富，线上线下服务机制更加融合，精准化、精细化、智能化水平持续提升，社区吸纳就业能力不断增强，基本公共服务均等化水平明显提升，人民群众操心事、烦心事、揪心事更好解决，获得感、幸福感、安全感不断增强。
9/2/2022	国务院	关于加快推进城镇环境基础设施建设指导意见的通知	加快补齐重点地区、重点领域短板弱项，构建集污水、垃圾、固体废物、危险废物、医疗废物处理处置设施和监测监管能力于一体的环境基础设施体系。
9/2/2022	北京市民政局	关于支持开展“物业服务+养老服务”试点工作的通知	支持开展“物业服务+养老服务”试点工作有关事项，包括试点单位及范围、期限、支持措施、监管措施。
21/2/2022	国务院	关于印发“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划的通知	加快完善社会保障、养老服务、健康支撑体系为重点，把积极老龄观、健康老龄化理念融入经济社会发展全过程。
23/2/2022	镇江市人大常委会	市人大常委会召开《镇江市住宅物业管理条例》实施座谈会	《条例》共 8 章 84 条，从大的方面回答了在物业管理中党建引领作用如何发挥、物业服务企业如何规范服务；从小的方面回答了物业服务费逾期不缴纳有何惩戒办法。
5/3/2022	国务院	2022 年政府工作报告	社区养老：加大社区养老、托幼等配套设施建设力度，在规划、用地、用房等方面给予更多支持。促进家政服务业提质扩容”、“积极应对人口老龄化，优化城乡养老服务供给，支持社会力量提供日间照料、助餐助洁、康复护理等服务”、“再开工改造一批城镇老旧小区，推进无障碍环境建设和适老化改造”。 城市服务：建设数字信息基础设施，推进 5G 规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市。 乡村振兴：启动乡村建设行动，加强水电路气信邮等基础设施建设，因地制宜推进农村改厕和污水垃圾处理。
13/3/2022	芜湖市人民政府	住宅物业整治提升专题调度会召开	对全市小区进行全面摸底调查，按物业服务水平的优劣予以建档；要对服务意识和水平差、完全“躺平”的物业企业；通过物业整治为居民营造更加温馨和谐的居住环境。
			(…见下页)



2022-06-24

14/4/2022	中共北京市委办公厅、北京市人民政府办公厅	关于推进街道乡镇养老服务联合体建设的指导意见	布局老年服务设施，加快形成居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系到 2025 年底，全市联合体基本建成，实现平稳有序运行，老年人获得感不断提升；到 2035 年底，联合体全面建成，并取得良好成效。
1/5/2022	住房和城乡建设部、国家邮政局	关于做好疫情防控期间寄递服务保障工作的通知	将物业服务企业纳入当地疫情防控体系，协助解决物业服务企业在防疫工作中遇到的实际困难，指导物业服务企业做好物业管理区域内的疫情防控工作，切实保障一线物业服务从业人员必要的个人防护物品和消毒物资。鼓励有条件的地区按照政府向物业服务企业购买公共服务的方式，给予物业服务企业一定补偿。
20/5/2022	民政部、中央政法委、中央网信办、发改委等 9 部门	关于深入推进智慧社区建设的意见	到 2025 年，基本构建起网格化管理、精细化服务、信息化支撑、开放共享的智慧社区服务平台，初步打造成智慧共享、和睦共治的新型数字社区，社区治理和服务智能化水平显著提高，更好感知社会态势、畅通沟通渠道、辅助决策施政、方便群众办事。 集约建设智慧社区平台、拓展智慧社区治理场景、构筑社区数字生活新图景、推进大数据在社区应用、精简归并社区数据录入、加强智慧社区基础设施建设改造等 6 个重点任务入手。

数据来源：政府各网站，恒大证券研究中心，白色/蓝色为中央/地方政府政策

### 房地产稳增长逻辑护盘，有望减少房企波动忧虑利好物管

市场对物管行业的忧虑主要来自于担忧房地产大幅调整而影响了物企的发展，但 2022 年以来明显见到房地产政策回暖的风向，年初至今政府一直推出不同鼓励房地产回暖的政策，包括降低首付、下调房贷利率、放松公积金贷款条件、购房补贴、放宽限购以及降低交易税费等全方位措施。可见政策托底的意图明显，房地产有望筑底，利好市场逐步减退对房地产以及物企的忧虑。

而且本年的主线政策在于政府在《2022 年政府工作报告》提到的坚持房住不炒以及“三稳”（稳地价、稳房价、稳预期）原则，中共中央政治局常委、国务院总理李克强在 5 月 18 日稳增长稳市场主体保就业座谈会表明要稳地价稳房价，支持居民合理住房需求，保持房地产市场平稳健康发展。我们认为这意味着房地产平稳健康发展对于国家经济稳增长是重要的，稳地产就是稳经济，释放了房地产稳增长的讯号；后续亦公布将 5 年期 LPR 下调 15 基点至 4.45%，1 年期 LPR 维持不变在 3.70%，是首次偏向 5 年期的非对称降息，进一步加强释放稳地产讯号帮助行业筑底。

### 憧憬政策力度持续加强

我们留意到政府政策出台的速度和力度均有加强，根据我们不完全统计，4月29日中共中央政治局会议前2022年1-4月的房地产地方放松政策大约出台30个，政治局会议后短短1个月已大约有40于个政策出台；5月5年期LPR下调15个基点，比1月的多10个基点，为1月的3倍力度。我们认为在政策端上政府在2H持续按照趋势加速、加强出台房地产放松政策，有望稳住市场对房地产回暖的信心，等待房地产数据逐步恢复。

表 2: 2022 年 1H 房地产行业相关政策措施 (部分)

政策类型	措施	城市
税费	降低交易税费	郑州
限购	放松限购	郑州、福州、南昌等
贷款	降低房贷利率	郑州、广州、佛山、徐州等
	降低商贷首付比例	郑州、佛山、重庆、南宁、温州等
	购房补贴	上海、珠海、玉林、惠州、大连、昆明等

数据来源：政府各网站，恒大证券研究中心

表 3: 2022 年 1H 房地产行业中央政策 (部分)

日期	政府部门	内容
16/1/2022	发改委	促进住房消费健康发展。加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。推进保障性住房建设，以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
24/1/2022	央行	各银行业金融机构要坚持“稳字当头、稳中求进”，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，加强预期引导，支持房地产企业合理融资需求，更好满足购房人合理住房需求，加大住房租赁金融支持，促进房地产业良性循环和健康发展。
11/2/2022	央行	要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。(…见下页)

2022-06-24

16/3/2022	财政部	综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。
16/3/2022	银保监会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展。
29/4/2022	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
18/5/2022	中共中央政治局常委、国务院总理李克强	稳地价稳房价，支持居民合理住房需求，保持房地产市场平稳健康发展。
25/5/2022	国务院	召开全国稳住经济大盘电视电话会议，中共中央政治局常委、国务院总理李克强作重要讲话。确定6方面33条稳经济一揽子政策措施5月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出。要用“放管服”改革的办法优化政策实施流程，密切跟踪实施情况，该完善的及时完善。要发挥中央和地方两个积极性，不断解决两难多难问题，防止单打一、一刀切。

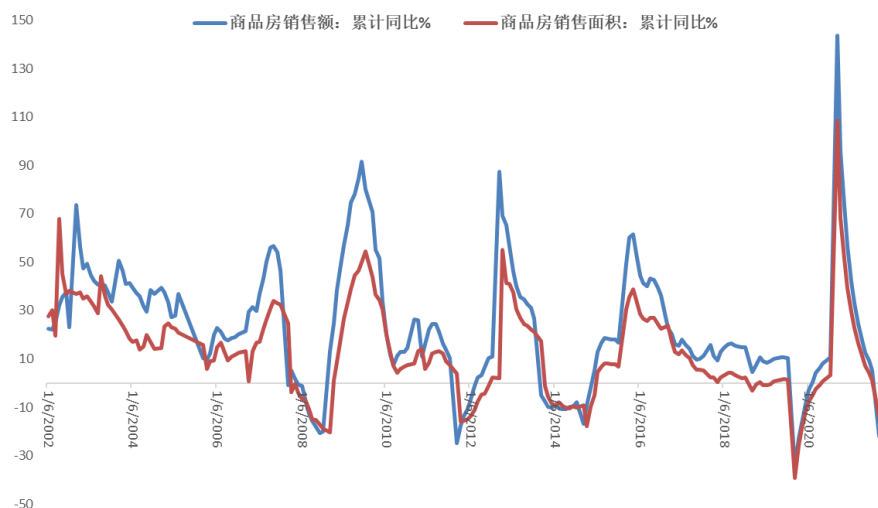
数据来源：政府各网站，恒大证券研究中心

### 展望 2H 房地产数据开始转正稳健增长

受房地产波动影响，目前房地产板块数据例如商品房销售额、面积和房地产投资额均处于历史极低的水平。根据国家统计局，2022年1-4月份，全国房地产开发投资39154亿元，同比下降2.7%；其中，住宅投资29527亿元，下降2.1%。另外，商品房销售面积39768万平方米，同比下降20.9%；商品房销售额37789亿元，同比下降29.5%。房地产行业已经完全脱离了高杠杆式拓展，而在2022年1H出现负增长符合我们之前的预期。相对地，房地产板块的估值在市场极为悲观的情况之下也跌至底部区域，而且中央、地方政府各类房地产利好政策不断推出护盘，2021年开始的大幅度估值回调估计已经完结。同时，根据克而瑞数据，2022年5月30城成交跌幅没有进一步扩大，成交面积环比增长4%；5月最后一周（5月22-29日）30大中城市商品房成交面积环比上升15%，同比跌幅亦有减少迹象；5月份房地产开发投资增加12980亿元，环比提升14.0%，同期商品房销售面积/销售额增加10970万平方米/10548亿元，环比提升25.8%/29.7%，指标出现环比拉升的迹象，房地产成交数据有望逐步企稳。我们预测在已有政策的发酵加上后续政策的发力下预计有望推动房地产筑底企稳，市场对房地产的预期转好，房地产数据有望在2022年2H低基数的情况下开始转正，并在2023年前开始稳健的

行业发展，符合国家稳增长发展大方向。稳健的房地产发展亦有利于物管行业一边受益于母企稳健发展，一边发展自身新业务、新增长点。

图 4: 商品房销售额及销售面积同比增速 - 处于历史低位



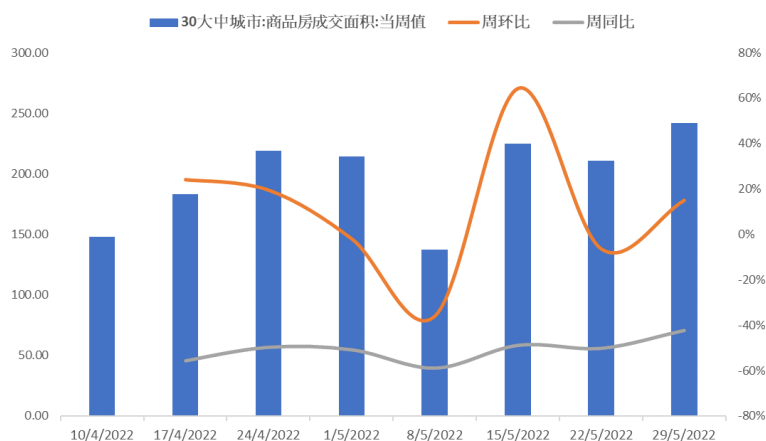
数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

图 5: 房地产开发投资同比增速 - 处于历史低位



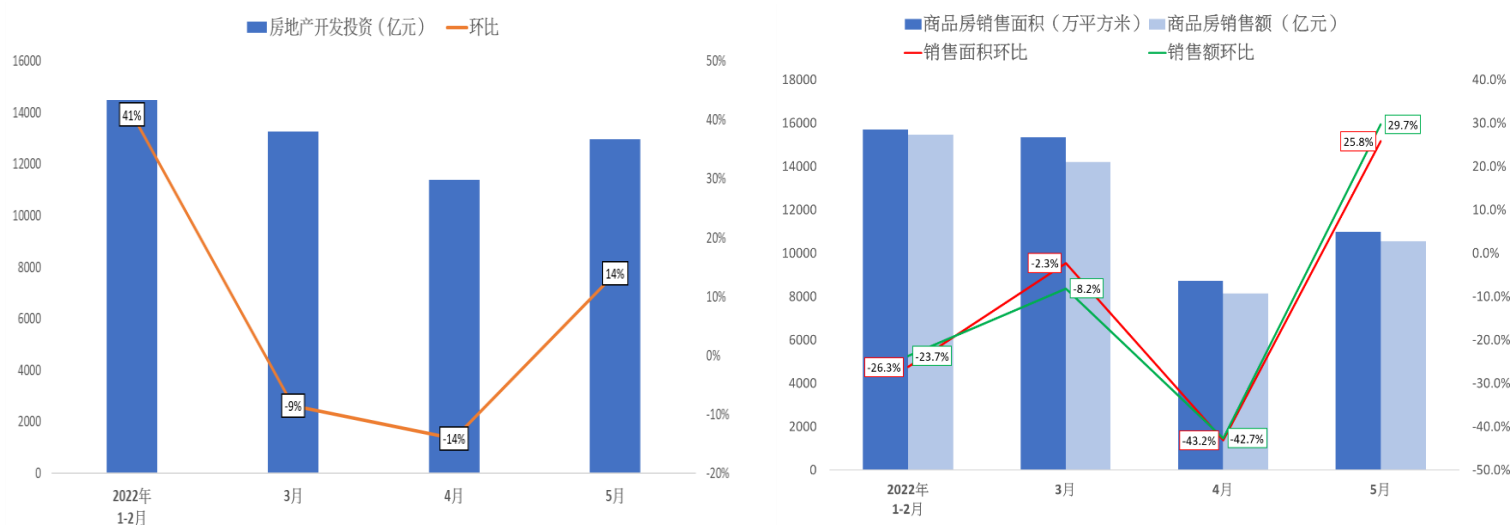
数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

图 6: 2022 年 5 月 22-29 日 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) 及增速



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

图 7: 2022 年按月全国房地产开发投资与商品房销售面积、销售额及其环比



数据来源: 国家统计局, 恒大证券研究中心

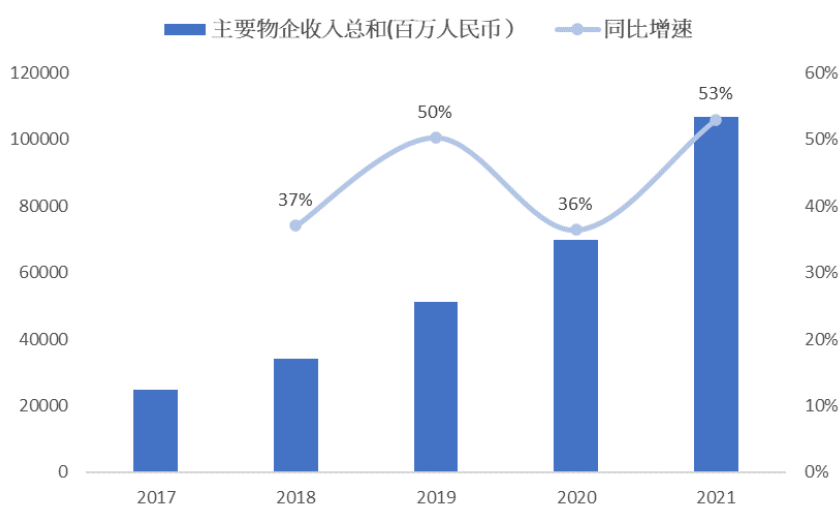
总结上文, 物管行业当前站在一个历史估值低位, 而且政府支持健康发展, 行业发挥治理基层作用; 房地产行业虽然数据暂时尚未就位, 但中央、地方政府频频出台回暖政策, 可见其促进房地产市场平稳健康发展之决心, 协助国家稳增长发展主线, 提高行业现阶段筑底之确定性, 由房地产引发的物企波动担忧有望逐渐消退, 2H 部署物企的下行风险有限。下文将分析物管行业的发展趋势, 有助在行业短期波动时从趋势中部处优质物企。

### 三. 行业迈向多元独立发展，赛道广阔

#### 1 经营稳健，业绩维持高增长

尽管 2021 年整个房地产行业发生比较大的调整，但主要物企 2021 年的收入规模持续扩大达 1086 亿元，53% 的增速亦是近年最多；收入增速上看，2021 年行业收入增速前三的物企分别为合景悠活、碧桂园服务和金科服务，增速分别有 115%、85%、78%，主要物企的平均增速达 51%；归母净利润上看，2021 年行业收入增速前三的物企分别为融创服务、华润万象生活和合景悠活，增速分别有 114%、111%、109%，主要物企的平均增速达 61%。可见行业在收入和归母净利润上保持着较高的增速，行业收入规模持续扩大，整体看业绩上行业未因房地产调整受到太大的波动。

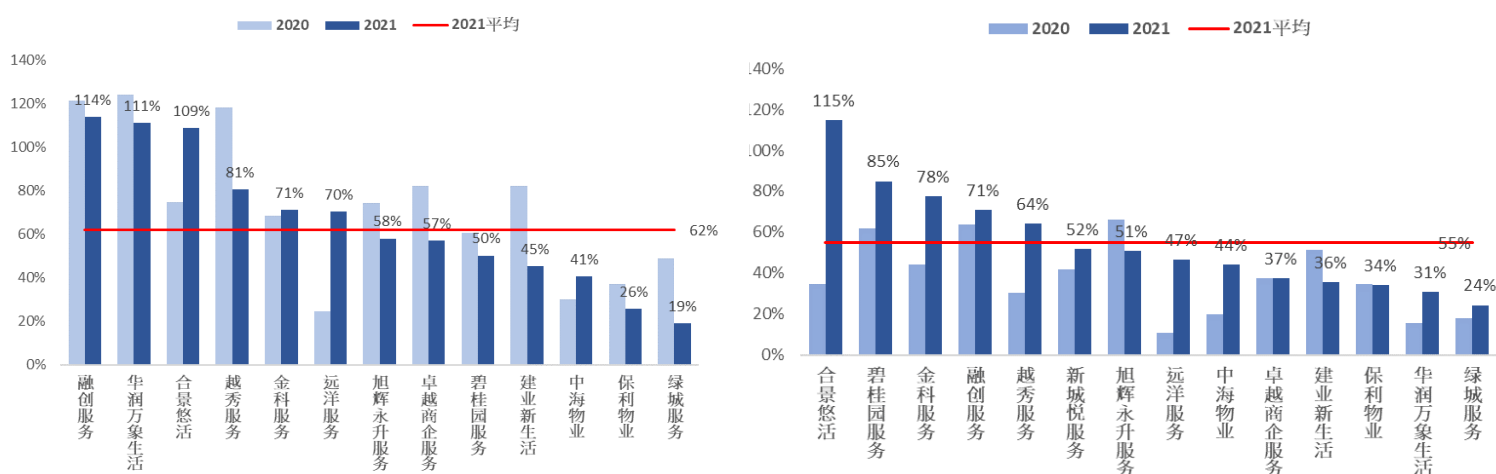
图 8: 主要物企年度总收入及同比增速



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 恒大证券研究中心

2022-06-24

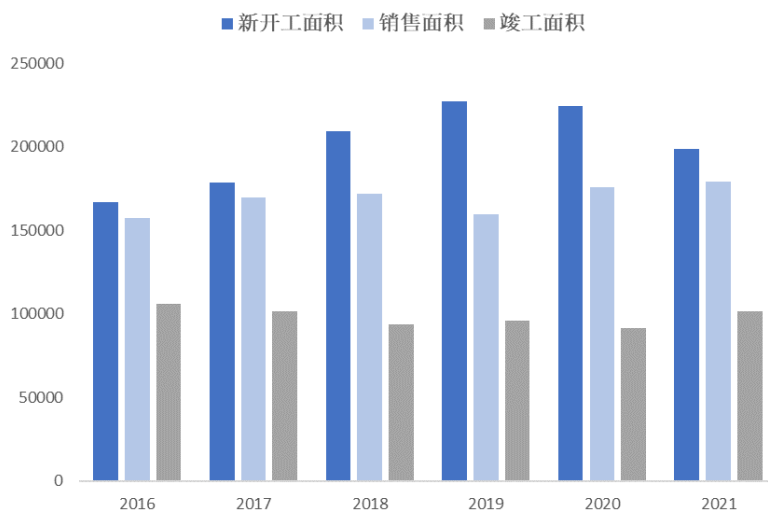
图 9: 主要物企收入(左)及归母净利润(右)增速对比



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 恒大证券研究中心

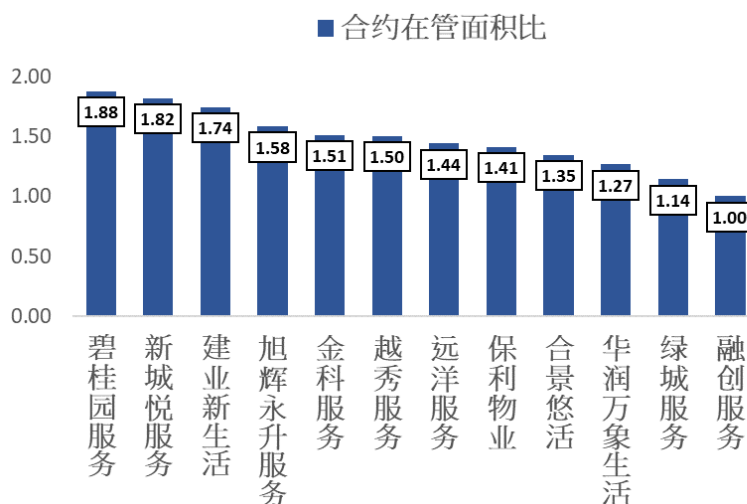
**竣工面积、合约在管面积比显示增长有保证。**在物管行业而言,我们认为竣工面积相比开工和销售面积更有代表性,因为物管费用收取的前提是建基于已完成建筑的物业上,而不是新动工、销售的物业上。我们留意到 2021 年竣工数据比开工、销售数据稳定,同比增长 11%,2022 年 1-4 月同比亦平均优于开工、销售数据 11%。稳定的竣工数据有利于物企在管面积的转化,因此我们认为物企在管面积增长有确定性。另外,物企的合约面积亦能够在一定程度上锁定未来公司的在管规模,代表着物企未来的增长空间。虽然房地产在 2021 年经历了较重大的调整,影响到交付量令市场担心物企的成长性,但从合约在管面积比上看,2021 年度主要物企的合约在管面积比普遍高于 1 倍,显示物企增长仍然有保证,尤其是接近 2 倍的碧桂园服务。

图 10: 房地产新开工、销售、竣工面积 (万平方米)



数据来源: 国家统计局, 恒大证券研究中心

图 11: 2021 年主要物企合约在管面积比



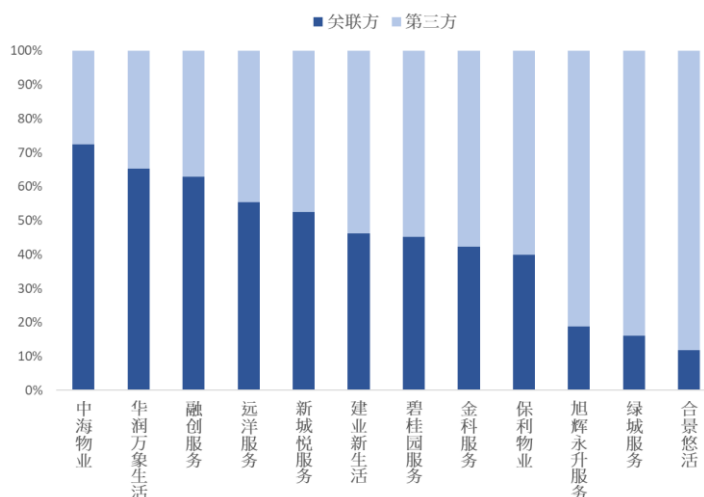
数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心



## 2 外拓能力持续上升，第三方对在管面积的贡献增强

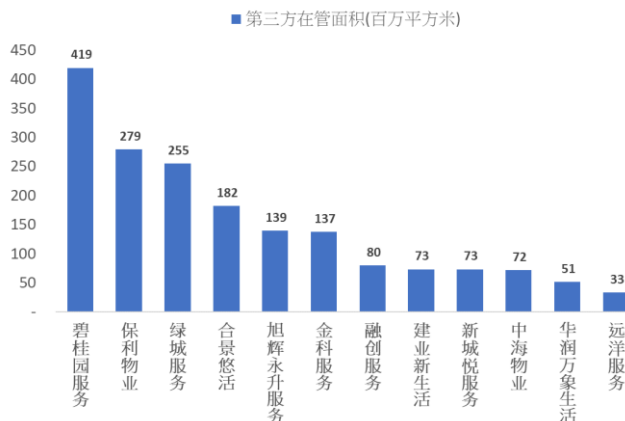
根据年报数据,2021年各物企继续扩大市场拓展力度,从第三方在管面积占比看,合景悠活、绿城服务和旭辉永升服务第三方在管面积占比为88%、84%、81%,在主要物企中排名前三;按绝对数字看,2021年来自第三方在管面积前三分别为碧桂园服务、保利物业、绿城服务(419、279、255百万平方米)。2020年主要物企平均第三方在管面积占比为39%,到2021年增加17个百分点上升至56%,第三方贡献比例超过一半,超越了关联母企的占比,物管行业对于关联母企的依赖程度持续降低。我们认为随着关联房企由高杠杆转成稳步发展的模式,母企项目将不再是物企的业绩增长点,物企外拓的能力成为了核心竞争力,外拓能力较强的物企能够脱离母企项目的依赖,持续有效独立经营,并增强市场份额。

图 12: 2021 年主要物企在管面积结构



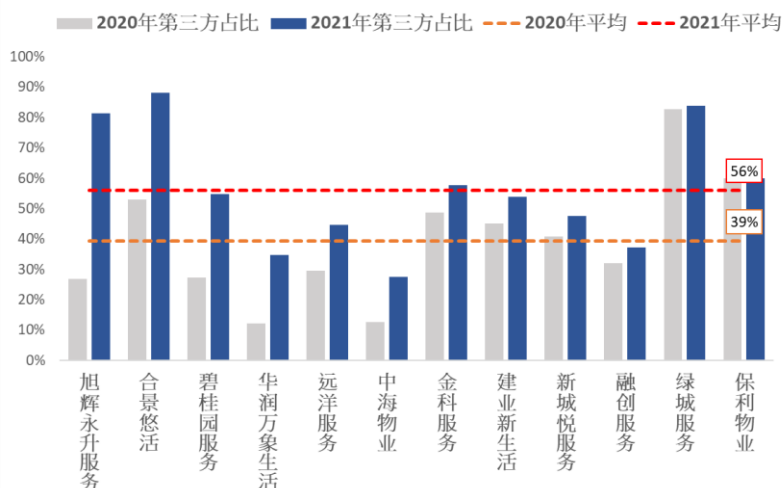
数据来源: 公司年报, 公司招股书、公开资料、恒大证券研究中心

图 13: 2021 年主要物企来自第三方在管面积 (百万平方米)



数据来源: 公司年报, 公司招股书、公开资料、恒大证券研究中心

图 14: 2020 及 2021 年主要物企来自第三方在管面积占比

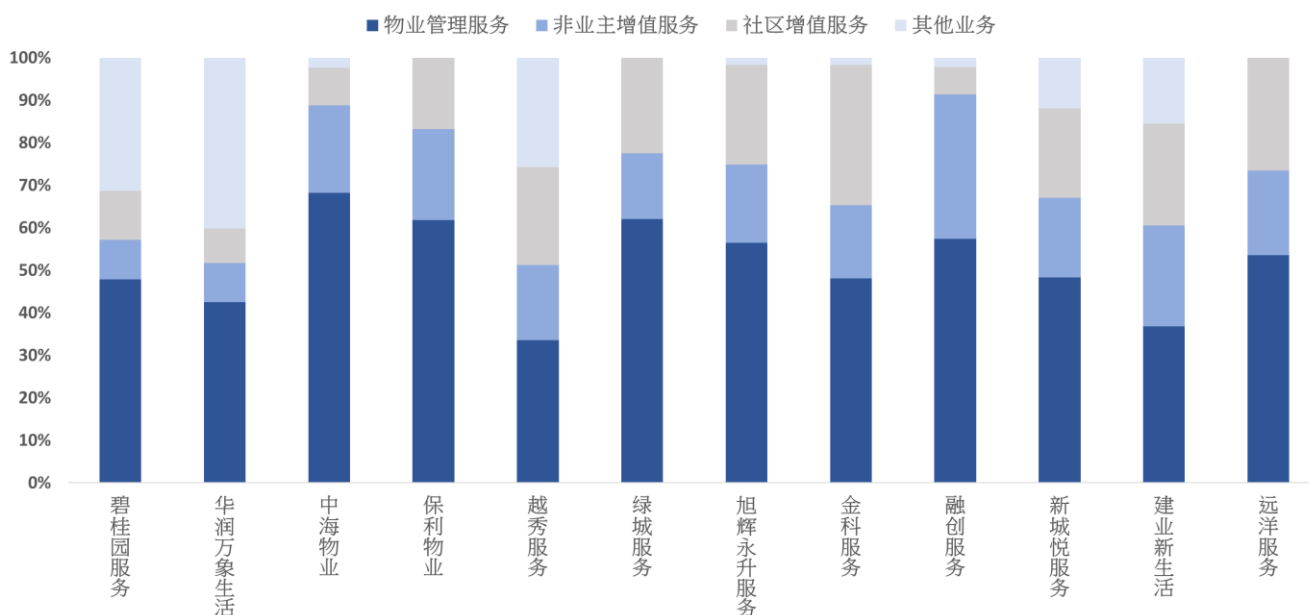


数据来源: 公司年报, 公司招股书, 公开资料, 恒大证券研究中心

### 3 收入结构日渐丰富, 业务多元化

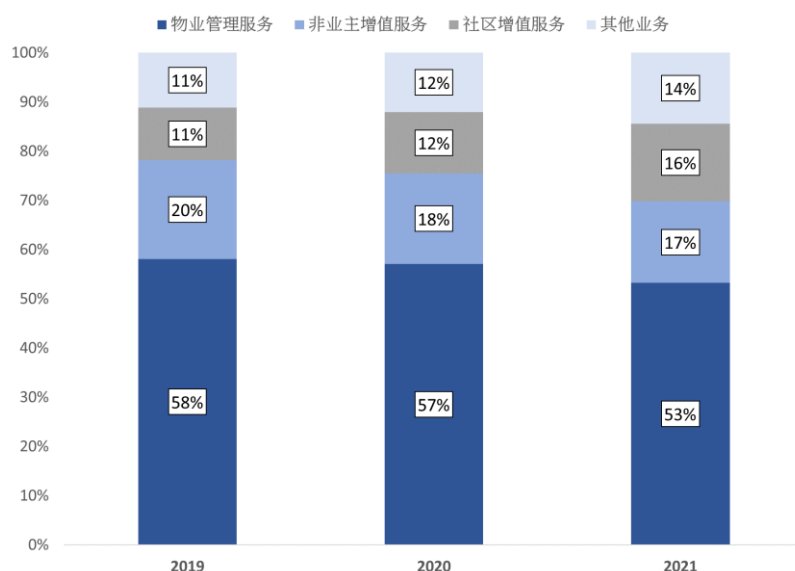
物业管理行业对过往核心业务(物业管理业务)的依赖度逐渐减少, 与关联房企销售相关性高的非业主增值服务占比亦有下跌的趋势, 皆因物企积极发展社区增值服务、城市、商管等专业服务。按收入结构上看, 2021年主要物企物业关联服务、非业主增值服务、社区增值服务、其他服务分别占比 53%、17%、16%、14%, 同比增加-4、-1、+4、+2 个百分点, 其中物业管理和非业主增值服务占比有连续下跌的趋势, 社区增值和其他服务则有连续上升的趋势。

图 15: 2021 年主要物企收入分布



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

图 16: 2019-2021 年物业管理行业收入分布



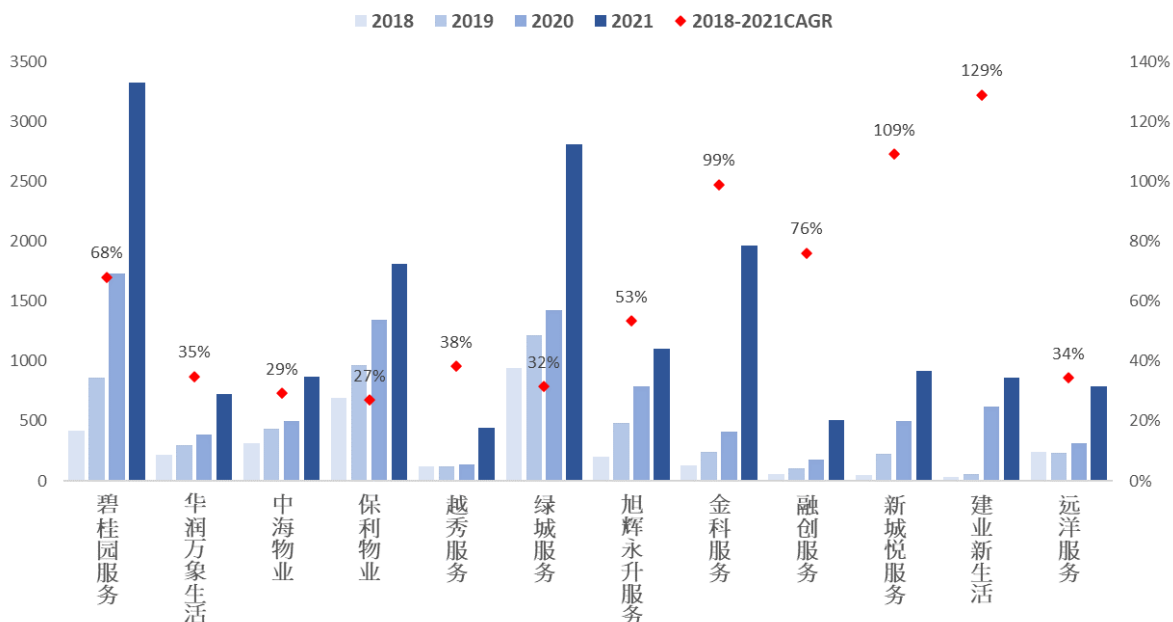
数据来源: Bloomberg、恒大证券研究中心

#### i) 社区增值服务

##### 社区增值服务高增，提升毛利率

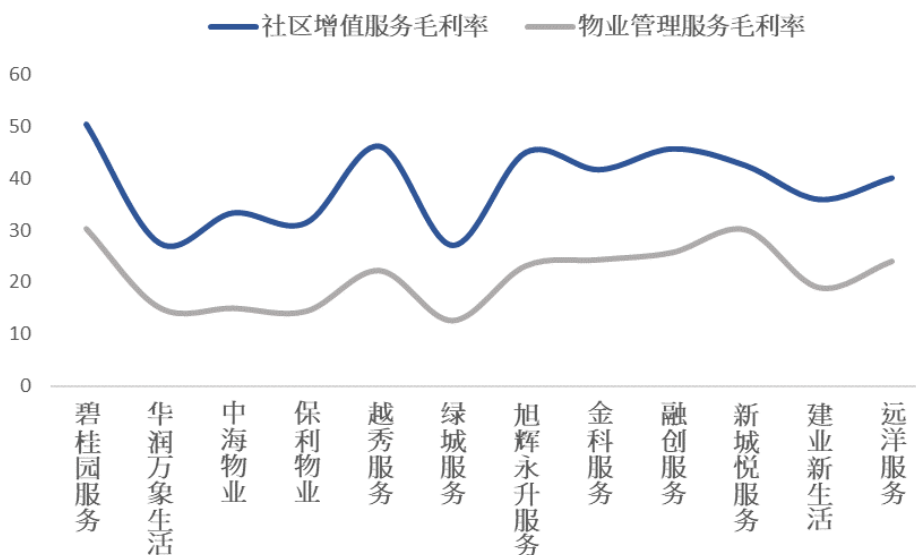
2021 年主要物企来自社区增值服务的收入达 161 亿元，同比增长 124%，持续保持高增长，2018-2021 年的复合增长率达 48%，对收入的贡献度均持续提升。以碧桂园服务/金科服务/保利物业/旭辉永升服务为例，各物企在 2021 年社区增值服务收入占比为 12%/33%/17%/23%，分别较 2018 年增长 3/1/25/5 个百分点。目前物业管理行业最主要的社区增值服务包括车场管理、美居（如拎包入住、家装等服务）、房产经纪等服务，其中增长较快的有美居（例如：金科服务家庭生活服务同比增长 556%；远洋服务社区生活服务同比增长 567%）、空间营运&社区传媒（例如：碧桂园服务社区传媒服务同比增长 179%；保利物业空间营运服务同比增长 71%）等社区增值服务。而且随着政策的指引，物企积极探索社区增值服务多元化发展，例如三孩政策和物业+社区养老试点推动物企拓展托儿教育和养老等服务。另外，毛利率上看，根据 2021 年业绩，各物企社区增值服务的毛利率均高于物业管理服务的毛利率，社区增值服务毛利率均值为 38.8%，而物业管理服务毛利率均值为 21.3%。随着社区增值服务收入对公司贡献增加，可预料各物企的毛利率亦会随之提升。

图 17: 2018-2021 年主要物企社区服务收入及 4 年复合增长率 (CAGR)



数据来源: 彭博、公司年报、恒大证券研究中心

图 18: 2021 年主要物企分部毛利率对比



数据来源: 彭博、公司年报、恒大证券研究中心

2022-06-24

表 4: 主要物企社区增值服务类别一览

	车场管理	餐饮	美居	社区传媒	房产经纪	社区零售	教育	旅游	空间运营
碧桂园服务			√	√	√	√			√
华润万象生活					√				
中海物业					√				
保利物业	√		√	√	√	√	√		√
越秀服务			√			√			√
绿城服务	√			√	√	√	√		√
旭辉永升服务	√		√		√	√			√
金科服务		√	√	√	√	√	√	√	√
融创服务	√		√	√	√	√			√
新城悦服务	√	√	√	√	√	√			√
建业新生活		√		√		√			√
远洋服务	√		√		√				√

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

表 5: 2021 年主要物企社区增值服务细分表现

公司	社区增值服务类别	同比 增长	公司	社区增值服务类别	同比 增长
碧桂园服务	到家服务	22%	旭辉永升服务	居家生活服务	25%
	家装服务	54%		停车位管理及租赁服务	19%
	社区传媒服务	179%		物业经纪人服务	68%
	本地生活服务	107%		公共区域增值服务	111%
	房地产经纪服务	44%	金科服务	家庭生活服务	556%
	园区空间服务	69%		园区经营服务	576%
中海物业	社区资产经营服务及商业服务运营	35%		家居焕新服务	89%
	居家生活服务	116%		旅居综合服务	1048%
保利物业	美居服务	-1%		本地生活服务	117%
	社区零售	25%	融创服务	便民服务	596%
	车场管理服务	26%		空间运营服务	86%
	社区便民及其他服务	49%		房地产经纪服务	175%
绿城服务	园区产品和服务	46%		美居服务	142%

2022-06-24

	居家生活服务	31%	<b>远洋服务</b>	社区资产增值服务	33%
	园区空间服务	15%		社区生活服务	567%
	物业资产管理服务	10%		物业经纪服务	533%
	文化教育服务	45%			

数据来源：公司年报、恒大证券研究中心

### 借鉴北美龙头 Firstservice，国内物企社区增值服务提升空间庞大

以北美地区的物业管理行业龙头 Firstservice 为例，与国内龙头碧桂园服务比较下，虽 Firstservice 2021 年收入较碧桂园服务少 70 亿元，但来自社区增值的收入多 78 亿元，占总收入 51%，相反社区增值服务只占碧桂园服务收入的 11%。由于 Firstservice 当前已经发展成物管公司的成熟形态，有一定的借鉴意义，而因为人口基数和密度有异，中国物业管理行业覆盖率比北美广，在管户数较多，参考 Firstservice 目前增值服务收入比例（51%）为天花板，当前中国物企增值服务占比可以提升 30-40%，可见发展空间庞大。我们认为社区增值服务有成为中国物企核心收入来源的趋势，而且升幅空间较大，有望成为物企未来潜在的增长引擎。

表 6: 2021 年 Firstservice 与碧桂园服务增值服务比较

2021 年	Firstservice	碧桂园服务
总收入（亿元）	218	288
来自社区增值收入（亿元）	111	33
<b>来自社区增值收入占比</b>	<b>51%</b>	<b>11%</b>
在管户数（万户）	170	742

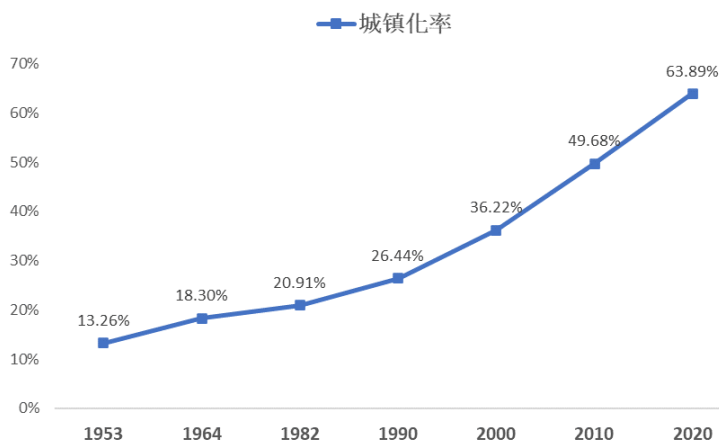
数据来源：公司年报、恒大证券研究中心，汇率：1 美元 = 6.7 人民币

## ii) 其他服务

### a) 城市服务

**中国快速城镇化，“放管服”下为物企带来城市服务发展机会。**中国正在经历快速城镇化，根据第七次人口普查数据，中国居住在城镇的人口为9亿人，占63.89%（城镇化率）；与上一次第六次全国人口普查相比，城镇人口增加2.3亿人，乡村人口减少1.6亿人，城镇人口比重上升了14.21个百分点，我们预计中国城镇化趋势将会继续。随着中国快速城镇化，大量人口前往城市居住，政府对于大城市的治理压力加大，例如交通负担加剧、城镇设施未完善等，导致城镇服务效率低下，急速的城镇化发展凸显了城市治理能力提升的需要。而且，中央政府早已在2017年提出“要像绣花一样精细治理”的城管精细化指示，其后亦陆续出台推动提升城镇化发展质量精细化和智能化水平等相关政策。由于城市服务和社区服务有互相连接的关系，各主要物企在社区的布局亦有一定规模，在如此的背景之下地方政府会把更多的城镇服务外包给各个物企，持续执行“放管服”（政府更大放权创造条件给予市场，配合适当监管从而优化服务），为物企带来了潜在的城市服务市场发展空间。

图 19: 中国城镇化率

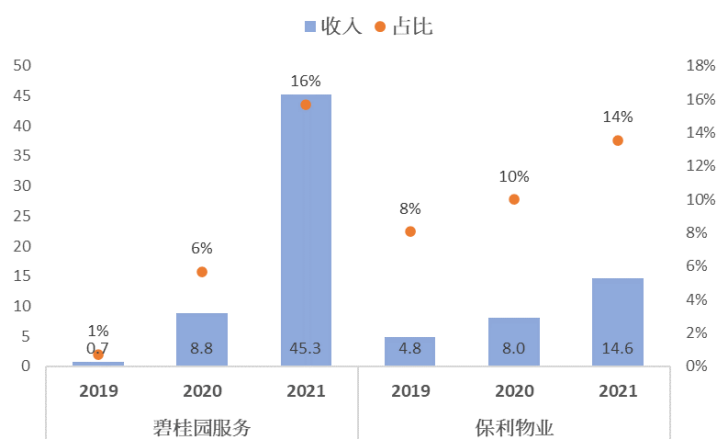


数据来源：国家统计局、恒大证券研究中心

**物企逐渐布局城市服务赛道，提升收入占比。**一些物企已在城市服务赛道上布局，例如碧桂园服务在2020年收购了满国康洁、福建东飞加速城市服务的布局，2021年成立城市服务集团，重点聚焦于市政、空间运营、产业园区、校园、医院五大核心赛道，已发布包括城市智慧全局停车、产业园区运营服务等产品体系。2021年公司城市服务的收入达45亿元，占比收入16%，相比2019年提升15个百分点；保利物业推出“镇兴中国”品牌，构建了以政府为主导、保利物业为主体、服务对象积极参与的新型公共服务管理模式，推出公共服务产品：2021年重点项目包括上海轨道交通15号线、西南政法大学渝北校区、北京医院、成都大学附属医院等；2021年公司城市服务的收入达15亿元，占比收入14%，相比2019年提

升 6 个百分点；越秀服务独特以公共交通为导向（「TOD」）的物业管理也值得留意，提供包括对地铁站设施、站内空间及地铁列车的消毒杀菌工作等服务。公司除了在 2021 年新增广州地铁站点外，2022 年 1H 亦成功中标福州地铁 2 号线物业管理服务项目。目前城市服务赛道较为新兴，而政府将城市服务放权给物企管理的趋势将会持续，各物企将会积极把握中国持续城镇化的人口红利，打破原有业务范围尝试探索，按照各地区所需推出服务，提升城市治理的效率。

图 20: 2019-2021 年主要物企城市服务收入（亿元）及占比



数据来源：公司年报、恒大证券研究中心

图 21: 越秀服务 TOD 管理服务



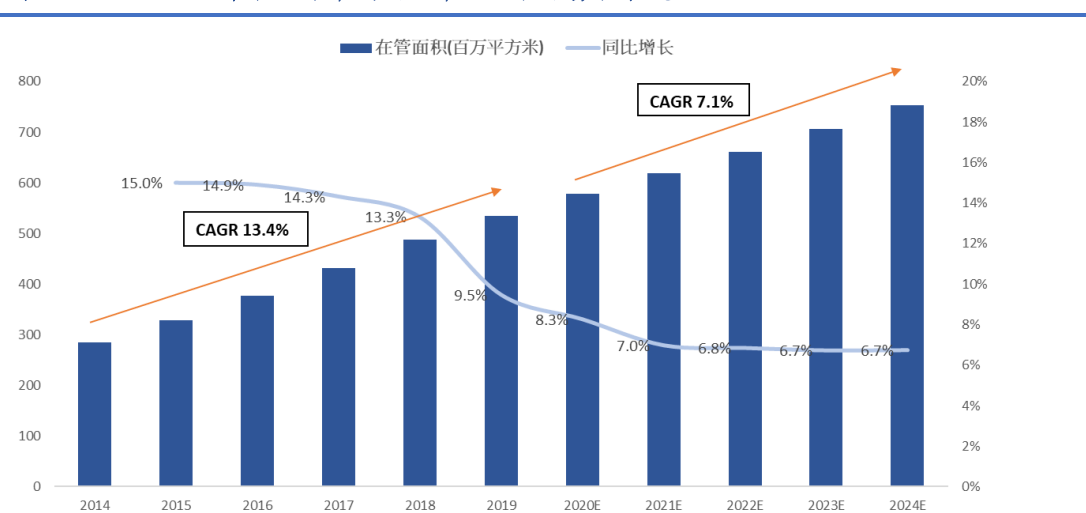
数据来源：公开资料



## b) 商管服务

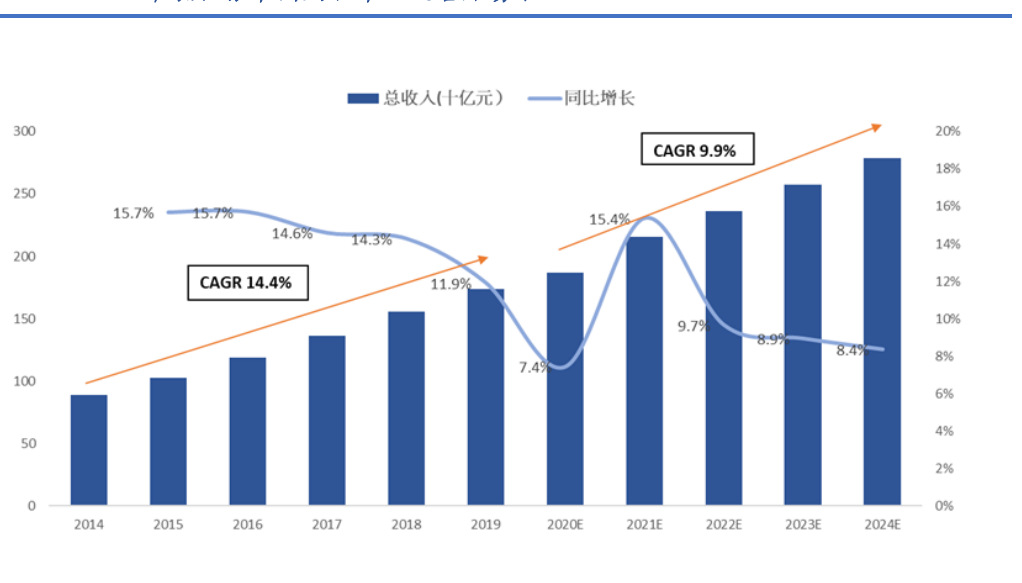
商管行业近年在管面积和收益均发展较快。商业管理（商写物管）是另一个物企正在逐步布局的业务，例如碧桂园服务收购碧桂园4家商管子公司及投资万达商管；融创服务收购融创文旅旗下商业运营板块公司。根据Frost & Sullivan计算，中国购物中心运营服务市场的在管总建筑面积由2014年的285.2百万平方米增至2019年的534.6百万平方米，6年复合年增长率为13.4%，预计2024将达到753.7百万平方米；中国购物中心运营服务供货商的总收入由2014年的人民币887亿元增至2019年的人民币1739亿元，6年复合年增长率为14.4%。随着政府进一步出台促进零售消费的政策，预计2024年能够达到人民币2789亿元。

图 22: 2014-2024 年(预测) 中国购物中心运营服务在管建筑面积



数据来源: Frost & Sullivan, 恒大证券研究中心

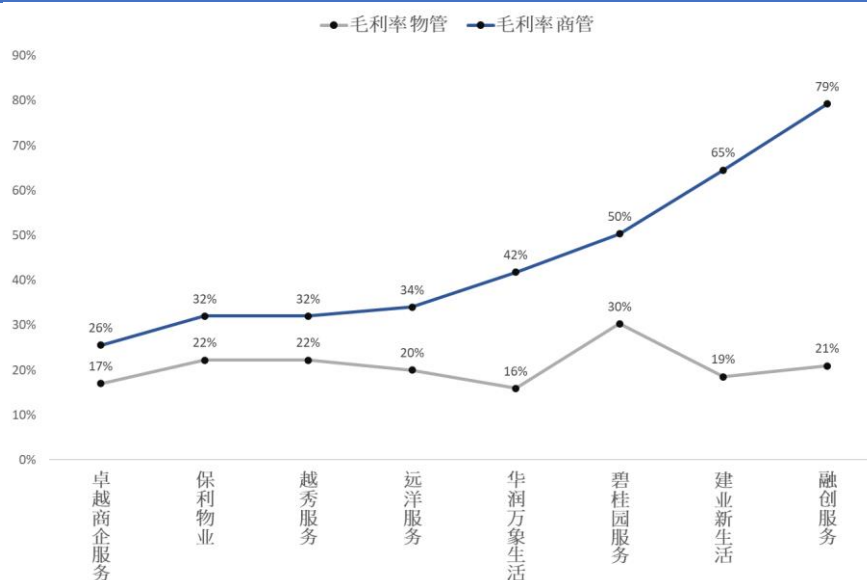
图 23: 2014-2024 年(预测) 中国购物中心运营服务收入



数据来源: Frost & Sullivan, 恒大证券研究中心

**商管轻资产高效营运，有望日后提升物企盈利水平。**近年商管业务趋向轻资产经营，以商业物业为目标提供运营管理服务。在轻资产模式下，由于商管者不是物业的持有人，商管公司只为为物业业主（如购物中心、写字楼）提供商业营运、物管服务从而收取服务费用，不用承担物业的成本，因此风险承受较小，并能够实现快速扩张。例如华润万象生活 2021 年底与完美金鹰广场合作，金鹰广场将正式更名为中山石岐万象汇，由华润万象生活负责整体运营与管理；碧桂园服务 2021 年签约拓展多个项目加速发展轻资产战略，包括成都北城 8 号、成都航利广场、无锡乐都汇等。而且商管项目比传统物管更有盈利优势，其一：商管的平均单位物业管理费较住宅物管的高，以保利物业/越秀服务作参考，两物企 2021 年每月每平方米的商管管理费分别为 7.39/29.55 元，而住宅物管管理费仅为 2.24/2.8 元，远低于商管，而且商管管理费价格不受政府限制，提价难度较住宅物业低，能够提升物企的收入能力；其二：商管的毛利率水平比传统物管高，据统计，主要物企 2021 年商管的平均毛利率为 45%，高于物管业务的 21%，其中碧桂园服务、建业新生活、融创服务商管毛利率高于 50%，可见能够带动公司的盈利水平提升。与城市服务一样，商管业务是传统物企较新赛道，能够推动物企提升企业管理能力，并增强盈利水平。长期看，优秀的商管能力可以为物企带来协同效应，例如有效运营的购物中心为住宅物业的住户提供购物、餐饮、娱乐等各生活服务与产品，有利于提升周边在管物业住户的整体满意度及忠诚度。

**图 24：2021 年主要物企商管及物管（住宅）毛利率对比**



数据来源：公司年报，恒大证券研究中心

图 25: 中山石岐万象汇



数据来源: 公开资料

#### 4 国央企享受较高估值

根据彭博一致预期, 主流物企 2022 年预测市盈率均在 20 倍以下, 其中市场给予较高估值的民企有着较接近 20 倍的估值, 例如早前被监管机构选定为示范房企的碧桂园/旭辉旗下的碧桂园服务(14.54 倍)/旭辉永升服务(15.26 倍); 而我们发现国央企能够享受较高的估值, 例如华润万象生活(33.52 倍)和中海物业(22.37 倍)。我们认为这归功于国央企背景雄厚, 在拿地、融资等方面较民企优胜, 凸显资金、信用、项目上的优势, 财政及业务较稳健, 属于较安全的投资选择。

图 26: 2022 年主要物企预测市盈率



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

## 四. 投资建议

我们认为在稳增长的大环境下，房地产行业将有比以往良好的稳健发展机会，销售数据有望回暖。房地产行业在脱离高杠杆发展后减低信用波动风险，市场将会重新关注赛道广阔、成长能力较强的物业管理板块。我们给予物业管理板块“买入”评级，当中推荐**优质民企**和**稳健国企**两大主线。

**优质民企：**我们看好物管行业龙头，社区增值服务布局完善，自身经营能力高，业务积极多元化布局，母公司房企信用风险较低优质民企，**推荐：碧桂园服务、金科服务、旭辉永升服务**

**稳健国企：**我们看好会持续开拓住宅物管以外的业务、拥有国企背景的物管企业，能够在行业最低信用风险水平下稳健发展，从而获得估值溢价，属较安全的投资选择。**推荐：华润万象生活、保利物业、越秀服务。**

## 五. 风险因素

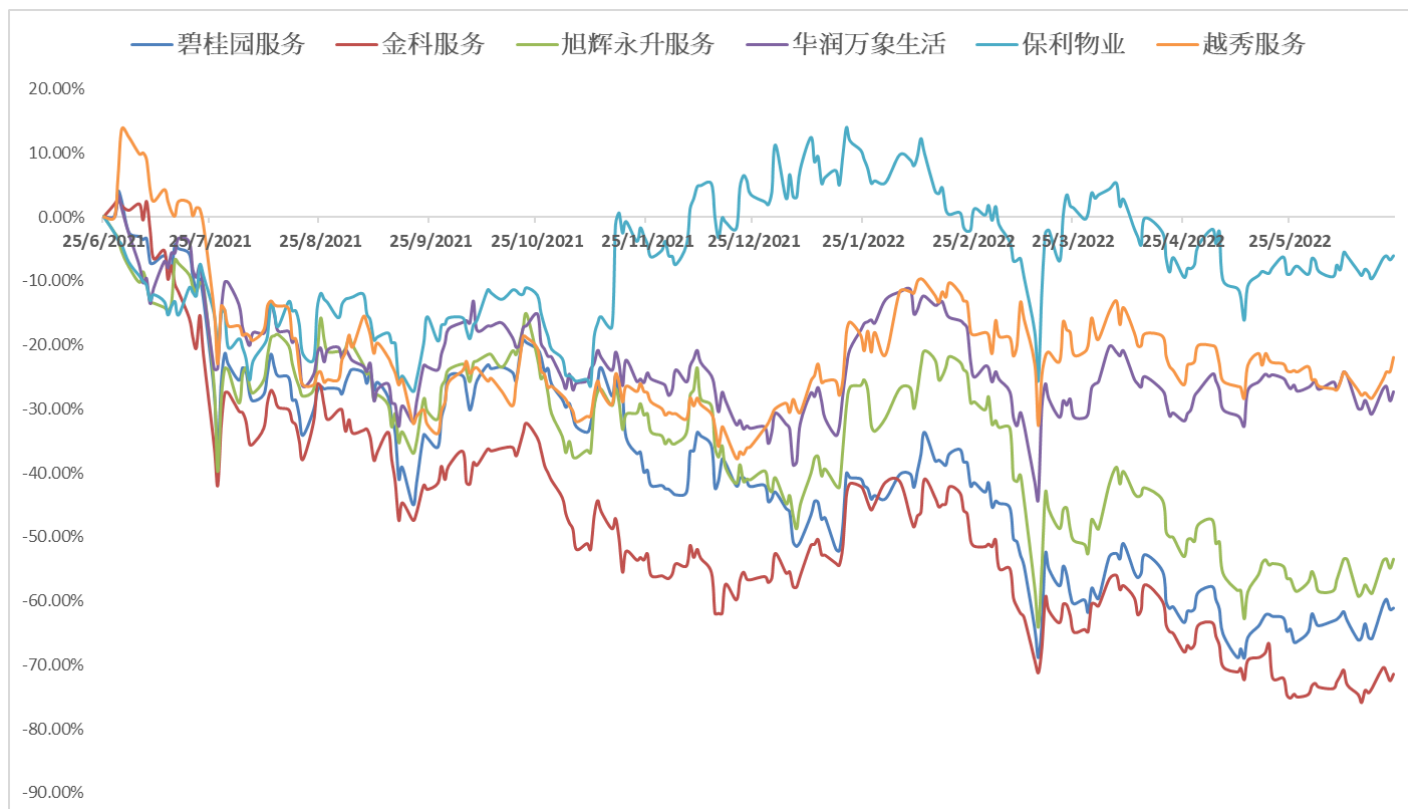
关联房企债务问题、多元业务发展不及预期、盈利能力不及预期

表 7: 重点公司资讯

代码	公司名称	市值	股价	EPS (元)				PE (倍)				ROE (%)	目标价
		亿港元	港元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	港元
<b>恒大证券预测</b>													
6098HK	碧桂园服务	1073.09	31.85	1.18	1.77	2.48	3.45	23.96	15.89	11.35	8.18	14.54	51.91
9666HK	金科服务	133.51	20.45	1.62	2.18	2.94	3.98	10.54	7.82	5.80	4.29	14.13	39.64
<b>彭博一致预期</b>													
1995HK	旭辉永升服务	166.32	9.49	0.37	0.53	0.70	0.90	26.88	15.50	11.60	9.01	16.82	15.71
1209HK	华润万象生活	869.63	38.10	0.76	1.00	1.33	1.70	39.19	32.14	24.41	19.15	13.10	50.81
6049HK	保利物业	286.35	51.75	1.53	1.98	2.49	3.13	32.66	22.29	17.75	14.09	13.06	67.73
6626HK	越秀服务	57.66	3.81	0.27	0.42	0.65	0.96	10.33	7.72	5.09	3.58	20.28	5.22
<b>平均</b>								23.92	16.89	12.67	9.72	15.32	

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心, 数据截至 23/6/2022

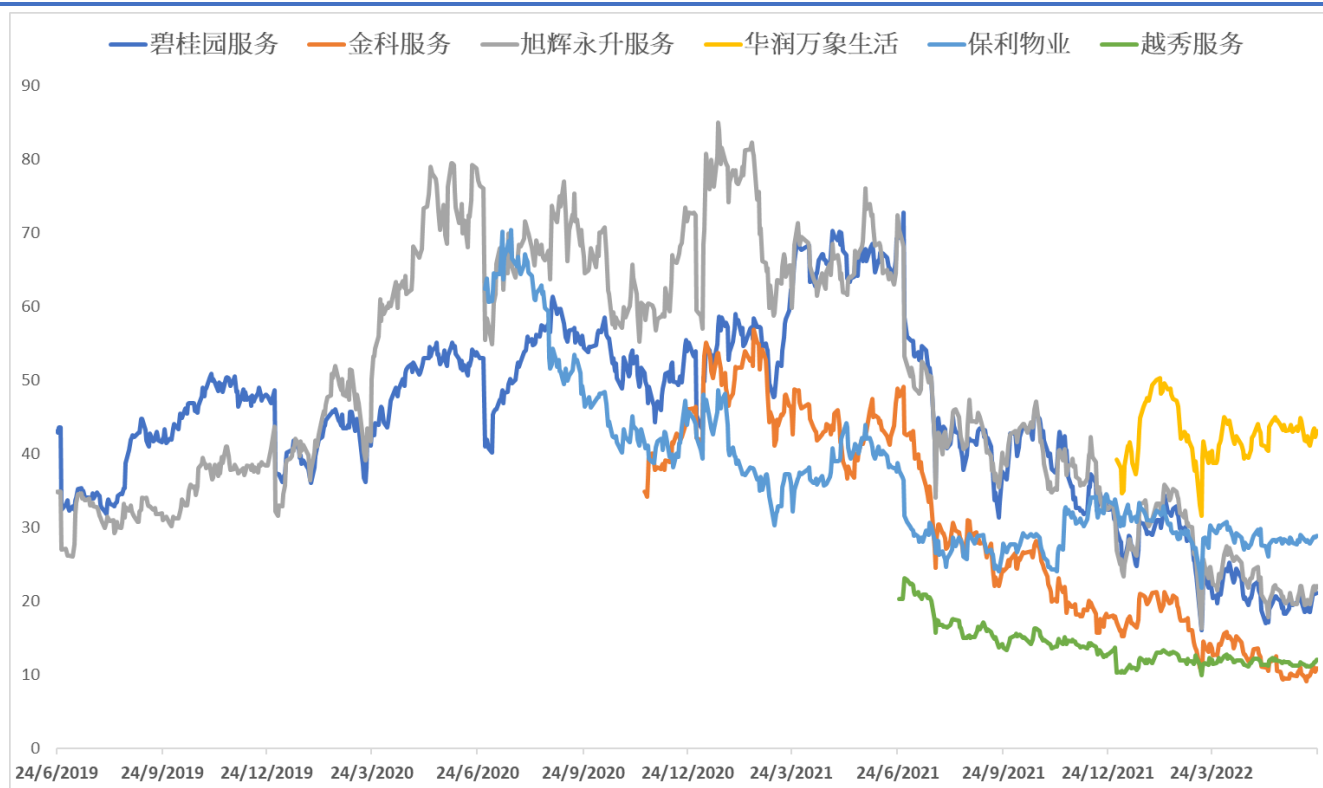
图 27: 重点公司一年股价表现



日期	碧桂园服务	金科服务	旭辉永升服务	华润万象生活	保利物业	越秀服务	恒生指数
25/6/2021	81.95	71.60	20.40	52.45	55.10	4.88	29288.22
3/1/2022	44.60	31.75	11.26	35.45	56.70	3.46	23274.75
23/6/2022	31.85	20.45	9.49	38.1	51.75	3.81	21273.87
表现	-61.13%	-71.44%	-53.48%	-27.36%	-6.08%	-21.93%	-27.36%

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心, 数据截至 23/6/2022

图 28: 重点公司 3 年 P/E 走势



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心, 数据截至 23/6/2022

## 行业比较

表 8: 物管行业对比一览

公司名称	代码	市值 (亿港元)	股价 (港元)	P/E	P/B	P/S	股息率 (%)	ROE (%)
碧桂园服务	6098	1,073.09	31.85	21.13	2.53	2.98	1.10	15.89
华润万象生活	1209	869.63	38.10	43.10	5.35	8.38	0.85	13.09
中海物业	2669	277.74	8.45	28.23	9.26	2.94	1.07	38.22
保利物业	6049	286.35	51.75	28.89	3.61	2.27	1.01	13.05
绿城服务	2869	277.97	8.56	27.90	3.38	1.89	2.34	12.23
雅生活服务	3319	173.81	12.24	6.26	1.33	1.03	3.93	24.89
旭辉永升服务	1995	166.32	9.49	22.12	3.20	2.91	1.37	16.82
融创服务	1516	140.00	4.58	9.57	1.42	1.53	3.15	14.04
金科服务	9666	133.51	20.45	10.81	1.49	1.91	3.70	14.22
绿城管理控股	9979	106.93	5.32	15.50	2.66	3.90	4.40	17.62

公司名称	代码	市值(亿港元)	股价(港元)	P/E	P/B	P/S	股息率(%)	ROE(%)
世茂服务	873	101.44	4.11	7.48	1.02	0.99	2.68	15.09
新城悦服务	1755	76.09	8.74	12.07	2.85	1.46	3.78	29.47
滨江服务	3316	62.47	22.60	13.48	5.67	3.19	3.77	36.09
越秀服务	6626	57.99	3.81	12.06	1.69	2.22	2.68	20.28
建发物业	2156	53.32	3.99	25.40	4.51	2.57	1.50	22.52
合景悠活	3913	48.21	2.39	6.19	1.19	1.27	5.84	21.01
建业新生活	9983	49.37	3.89	6.74	1.43	1.17	12.39	21.95
卓越商企服务	6989	46.62	3.82	7.83	1.16	1.15	9.42	15.39
宝龙商业	9909	41.53	6.46	7.97	1.45	1.42	6.97	19.01
金茂服务	816	44.31	4.90	19.04	19.38	2.21	N/A	145.57
中骏商管	606	35.48	1.71	7.81	1.25	1.78	N/A	19.00
远洋服务	6677	37.89	3.20	7.39	1.35	1.09	3.40	19.82
德信服务集团	2215	29.29	2.88	19.98	3.00	2.40	N/A	11.75
融信服务	2207	24.29	4.78	0.01	3.02	0.00	N/A	16.32
星盛商业	6668	21.52	2.11	10.67	8.47	3.06	4.76	131.67
力高健康生活	2370	23.00	11.50	58.50	14.48	N/A	N/A	28.60
和泓服务	6093	21.34	3.81	20.93	3.48	2.36	N/A	20.75
康桥悦生活	2205	23.52	3.36	19.76	2.51	2.18	N/A	12.56
新希望服务	3658	18.64	2.29	8.51	1.67	1.54	N/A	30.21
时代邻里	9928	16.66	1.69	4.54	0.78	0.52	3.28	17.38
易居企业控股	2048	20.64	1.18	N/A	1.21	0.20	N/A	N/A
荣万家	2146	14.89	3.96	2.74	0.70	0.47	4.55	33.49
奥园健康	3662	13.51	1.86	3.64	1.03	0.62	9.15	31.59
弘阳服务	1971	12.95	3.12	8.77	1.42	0.98	1.99	17.40
朗诗绿色生活	1965	12.53	3.05	15.80	2.96	1.16	N/A	16.14
华发物业服务	982	12.07	0.12	6.42	N/A	0.78	N/A	N/A
合富辉煌	733	11.19	1.66	N/A	0.38	0.16	1.81	N/A
金融街物业	1502	10.35	2.77	6.42	0.77	0.67	9.31	12.47
鑫苑服务	1895	10.67	1.88	7.03	0.95	1.12	12.77	14.36
第一服务控股	2107	8.90	0.89	21.37	1.19	0.68	7.61	5.50
彩生活	1778	9.22	0.62	1.49	0.18	0.21	17.12	12.31
银城生活服务	1922	8.68	3.25	8.38	3.06	0.55	3.88	42.62
正荣服务	6958	8.20	0.79	3.95	0.48	0.52	10.62	12.40
佳兆业美好	2168	6.72	4.36	10.03	0.46	0.22	N/A	4.57
京城佳业	2210	6.47	4.41	5.24	0.20	0.35	4.22	15.43

公司名称	代码	市值(亿港元)	股价(港元)	P/E	P/B	P/S	股息率(%)	ROE(%)
佳源服務	1153	5.02	0.82	4.22	0.71	0.52	7.80	18.14
浦江中国	1417	6.22	1.54	14.88	1.87	0.59	2.28	14.50
宋都服务	9608	3.90	0.12	6.05	1.08	1.04	N/A	25.74
祈福生活服务	3686	4.37	0.43	4.60	0.66	0.87	6.28	15.21
中奥到家	1538	4.14	0.49	3.33	0.39	0.19	5.15	12.40
兴业物联	9916	3.16	0.79	4.95	0.73	0.96	N/A	15.88
领悦服务集团	2165	2.31	0.81	2.35	0.48	0.31	N/A	19.80
方圆生活服务	9978	1.40	0.35	5.93	0.75	0.21	2.86	13.48
雅居投资控股	8426	1.14	0.14	4.46	0.78	0.24	10.56	18.35
时时服务	8181	1.03	0.09	N/A	0.29	0.18	N/A	N/A
焯星集团	1941	1.11	0.28	3.10	0.36	0.28	N/A	12.36
市场中位数		81.06		12.17	2.50	1.39	5.16	23.44

数据来源: Bloomberg, Wind, 恒大证券研究中心, 数据截至 23/6/2022



## 免责声明

### 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

### 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

### 免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；  
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；  
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+852 3550 6934

传真：+852 3550 6999