

中国物业服务行业

二季度看好购物中心运营商

物管板块今年二季度表现与大市持平，目前行业估值对应 27 倍 2022 年预测市盈率，我们认为已反映物管公司 2020-23 年 40-50% 复合年增长率的的目标指引。相对于住宅物管的竞争渐趋激烈和基石投资者解禁，我们建议投资者转向留意购物中心运营商，因为 1) 劳动节期间及今年首四个月零售复苏好于预期，购物中心出租率及租金收入均有所提升。我们认为这将提高购物中心运营商的收入，因为他们可以分享租金收入的 5-10%。2) 购物中心的竞争仍然有限，为龙头公司提供了通过轻资产模式进行整合的空间。**行业首选：**宝龙商业/华润万象生活/碧桂园服务。**催化剂：**2021 年上半年业绩；万达商业管理可能会宣布上市消息。

- **零售额 / 出租率 / 租金收入全面提升。**劳动节假期 (5 月 1-5 日) 期间，零售额同比大增 20% (或两年复合年增长率 10%)，超过 2021 年 3 月份的 6.3%。其中主要购物中心运营商表现优于市场，包括宝龙 (可比购物中心同比增长 44%)，万达 (同比增长 77%) 及金鹰 (同比增长 44%)。此外，根据仲量联行的数据，上海购物中心的出租率从 2020 年四季度的 89% 上升至 2021 年一季度的 90%，而租金按季度增长了 1.3%。我们认为这将提高购物中心运营商的收入，因为他们可以分享租金收入的 5-10%。
- **购物中心的竞争仍然偏小。**由于进入壁垒高，商业物管整体竞争仍然有限。根据克而瑞的数据，今年前 4 个月的新增物管外拓面积中，购物中心只占整体 1.5%，而办公室 / 住宅 / 学校则占 35% / 22% / 10%。因此，我们相信享有先发优势及运营能力的物管龙头 (首十大运营商市占率合共少于 15%) 将继续于市场中进行整合。
- **轻资产模式为龙头公司提供快速扩展的机会。**市场主要物管运营商均打算通过轻资产模式扩展，包括宝龙 (2025 年或以前开业 50 家轻资产购物中心)，万达 (2021 年签订 70 家轻资产购物中心)，CR Mixc (2025 年或以前开业 50 家轻资产购物中心)。我们认为这是可实现的目标，因为 1) 市场每年将有 500-600 家新开购物中心；2) 利用新品牌对旧商场进行改造是整合现存 6,000 多家购物中心 (75% 位于一至三线城市) 的一种方式。华润置地目前正循此方向推展业务。3) 整租然后再出租是另一种整合现有商场的方法，以赚取品牌溢价下的租金差额。宝龙目前正从事此项业务。因此，我们或看到这种商业模式持续发展，特别是在收购小型商业运营商这方面。
- **短期内禁售期届满或带来抛售压力。**2020 年四季度大量物管公司赴港上市，今年 5 至 6 月禁售期届满后或会产生短期影响。主要受影响公司包括**金科服务** (5 月 17 日期满，首次公开募股以来股价增长 23%，基石投资者总投资金额 4.27 亿美元)，**融创服务** (5 月 19 日期满，股价增长 85%，总投资金额 6.86 亿美元)，**恒大物业** (6 月 2 日期满，股价增长 47%，总投资金额 13.18 亿美元)，以及**华润万象生活** (6 月 9 日期满，股价增长 90%，总投资金额 12.35 亿美元)。

优于大市 (维持)

中国物业服务行业

曾展

(852) 3916 3727

jeffreyzeng@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3657 6239

bowenli@cmbi.com.hk

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀国际证券并未给予投资评级

招銀国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀国际证券有限公司(“招銀国际证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。