

中國物業服務行業

二季度看好購物中心運營商

物管板塊今年二季度表現與大市持平，目前行業估值對應 27 倍 2022 年預測市盈率，我們認為已反映物管公司 2020-23 年 40-50%複合年增長率的目標指引。相對於住宅物管的競爭漸趨激烈和基石投資者解禁，我們建議投資者轉向留意購物中心運營商，因為 1) 勞動節期間及今年首四個月零售復蘇好於預期，購物中心出租率及租金收入均有所提升。我們認為這將提高購物中心運營商的收入，因為他們可以分享租金收入的 5-10%。2) 購物中心的競爭仍然有限，為龍頭公司提供了通過輕資產模式進行整合的空間。**行業首選：**寶龍商業/華潤萬象生活/碧桂園服務。**催化劑：**2021 年上半年業績；萬達商業管理可能會宣佈上市消息。

- **零售額 / 出租率 / 租金收入全面提升。**勞動節假期（5 月 1-5 日）期間，零售額同比大增 20%（或兩年複合年增長率 10%），超過 2021 年 3 月份的 6.3%。其中主要購物中心運營商表現優於市場，包括寶龍（可比購物中心同比增長 44%），萬達（同比增長 77%）及金鷹（同比增長 44%）。此外，根據仲量聯行的資料，上海購物中心的出租率從 2020 年四季度的 89% 上升至 2021 年一季度的 90%，而租金按季度增長了 1.3%。我們認為這將提高購物中心運營商的收入，因為他們可以分享租金收入的 5-10%。
- **購物中心的競爭仍然偏小。**由於進入壁壘高，商業物管整體競爭仍然有限。根據克而瑞的資料，今年前 4 個月的新增物管外拓面積中，購物中心只佔整體 1.5%，而辦公室 / 住宅 / 學校則佔 35% / 22% / 10%。因此，我們相信享有先發優勢及運營能力的物管龍頭（首十大運營商市佔率合共少於 15%）將繼續於市場中進行整合。
- **輕資產模式為龍頭公司提供快速擴展的機會。**市場主要物管運營商均打算通過輕資產模式擴展，包括寶龍（2025 年或以前開業 50 家輕資產購物中心），萬達（2021 年簽訂 70 家輕資產購物中心），CR Mixc（2025 年或以前開業 50 家輕資產購物中心）。我們認為這是可實現的目標，因為 1) 市場每年將有 500-600 家新開購物中心；2) 利用新品牌對舊商場進行改造是整合現存 6,000 多家購物中心（75% 位於一至三線城市）的一種方式。華潤置地目前正循此方向推展業務。3) 整租然後再出租是另一種整合現有商場的方法，以賺取品牌溢價下的租金差額。寶龍目前正從事此項業務。因此，我們或看到這種商業模式持續發展，特別是在收購小型商業運營商這方面。
- **短期內禁售期屆滿或帶來拋售壓力。**2020 年四季度大量物管公司赴港上市，今年 5 至 6 月禁售期屆滿後或會產生短期影響。主要受影響公司包括**金科服務**（5 月 17 日期滿，首次公開募股以來股價增長 23%，基石投資者總投資金額 4.27 億美元），**融創服務**（5 月 19 日期滿，股價增長 85%，總投資金額 6.86 億美元），**恒大物業**（6 月 2 日期滿，股價增長 47%，總投資金額 13.18 億美元），以及**華潤萬象生活**（6 月 9 日期滿，股價增長 90%，總投資金額 12.35 億美元）。

優於大市（維持）

中國物業服務行業

曾展

(852) 3916 3727

jeffreyzeng@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3657 6239

bowenli@cmbi.com.hk

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。