

2019年09月30日

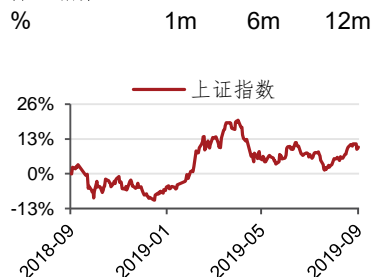
物业管理

行业评级：推荐

物业管理行业 2019年中报综述

基本面稳定，行业集中度继续提升

行业指数



投资要点

- **行业评级：推荐。**我们对 14 家香港上市的内地物管公司的 2019 中期业绩进行了汇总和梳理，认为 2019 年上半年上市物管公司总体基本面稳定。随着内地居民生活水平的提高、中国对居民美好生活的倡导，我们认为以物业管理为核心的商业模式在中长期仍具有明显的投资价值。
- **绿城服务和碧桂园服务引领物业板块业绩增长。**14 家香港上市的内地物管公司 2019H1 总收入为 173.6 亿元人民币，同比增长 38.7%；合计实现归母净利润 26.4 亿元人民币，同比增长 53.9%。其中归母净利润的增速高于收入增速，物业行业整体规模效益显现。14 家公司中有 12 家的管理及市场营销费占收入的比重较去年同期均有所下降。
- **2019H1 香港上市的内地物管公司在管面积合计约 13.6 亿平方米，较 2018 年底增长了 1.5 亿平方米。**这其中雅生活服务 and 碧桂园服务的贡献较大，分别增长了 7,307 万方和 3,530 万方。从增速上看，2019H1 在管面积相较 2018 年底增长了 12.4%，略低于合约面积 13.5% 的同期增速。这一情况在有开发商背景的物管公司的业绩上表现得更加明显。这主要是由于上半年房企竣工面积同比下滑幅度大于销售面积下滑幅度。我们认为随着下半年竣工回暖，这一情况可能得以缓解。
- **2019H1 上市物管公司合计账面净现金为 166.2 亿元。**在香港上市的内地物管公司中，除了彩生活一家为净负债外，其他 13 家物管公司皆为净现金状态。物管公司仍然保持着充足的现金流。
- **行业集中度通过并购继续提高。**2019H1 香港上市的内地物管公司并购的交易金额合计 13.3 亿元，约等于 2018 年全年的并购金额总和。2019H1 发生并购 10 笔，是 2018H1 的两倍，单笔并购金额提升为 1.3 亿元/笔，同比增长了 99.8%，环比增长了 49.7%。2019 年 9 月 26 日雅生活服务对中民物业的并购进一步加速了物管行业的集中度。
- **根据 2019 年 9 月 2 日¹收盘价计算，物业公司整体市值为 1,280.5 亿元人民币。**香港上市的内地物管公司近 3 个月、6 个月年和 12 个月的股价涨跌幅平均值分别为 13.7%、15.4% 和 19.7%，均优于同期恒生指数的表现。行业平均 2019 年 P/E 为 19.8x，高于恒生指数的 P/E² 9.3x。物业行业仍是被资本看好的行业。
- **风险提示：**物管公司关联房企竣工未及预期。

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

分析师 徐婵娟，CFA

执业证号：BOI213

sarah.xu@cricsec.com

联系人 王祎馨

wangyixin167188@ehousechina.com

联系人 丁希璞

dingxipu@cric.com

联系人 钱婉亭

qianwanting@ehousechina.com

¹ 2019 年 9 月 2 日是香港上市的内地物管公司中报全部披露完后的第一个开盘日，我们假设该日期股价充分反映了物管行业中报的情况

² 此处恒生指数的 P/E 是滚动市盈率

内容目录

业务数据点评	4
1. 在管面积和合约面积	4
1.1. 2019H1 在管面积增速差异大，增速最快的主要靠并购	4
1.2. 整体合约面积增速略高于在管面积	5
1.3. 在管面积中自营部分的增速不及合约面积增速	6
2. 增值服务	7
2.1. 多数公司增值服务收入同比增速显著	7
2.2. 增值服务收入占比提升缓慢	8
财务数据点评	9
1. 收入增长仍较依赖关联房企	9
2. 归母净利润增速高于营收增速	11
3. 2019H1 净负债仅彩生活为正	11
并购和融资点评	13
1. 单笔并购对价不断提升	13
2. 物业公司上市氛围依然火热	13
市场表现点评	15
1. 香港上市的内地物管公司市值合计逾千亿	15
2. 物管公司股价表现好于大盘	15
3. 物管公司 P/E 高于恒生指数	16

图表目录

图 1: 2019H1 在管面积及相较 2018 年底增速	4
图 2: 从上市公司整体来看，2019H1 合约面积的增速略高于在管面积	5
图 3: 2019H1 合约面积及相较 2018 年底增速	5
图 4: 2019H1 储备面积及相较 2018 年底增速	6
图 5: 2019H1 和 2018 年储备面积/在管面积	6
图 6: 2019H1 在管面积中:自营和合约面积相较 2018 年底的增速	7
图 7: 房屋竣工面积和商品房销售面积的累计值的同比增速	7
图 8: 香港上市内地物管公司的增值服务收入情况	7
图 9: 香港上市的内地物管公司 2019H1 增值服务收入及同比增速	8
图 10: 增值服务收入占比提升不大	8
图 11: 香港上市的内地物管公司整体 2019H1 总营业收入及子板块收入同比	9
图 12: 2018H1 总收入构成拆分	10

图 13: 2019H1 总收入构成拆分	10
图 14: 香港上市的内地物管公司 2019H1 总收入及同比增速	10
图 15: 香港上市的内地物管公司 2019H1 归母净利润及同比增速	11
图 16: 2018H1 和 2019H1 销售及管理费占收入比重的平均值和中位值.....	11
图 17: 香港上市的内地物管公司 2019H1 净负债中仅彩生活为正	12
图 18: 香港上市的物管公司市值合计约 1,280.5 亿元人民币	15
表 1: 并购情况整理	13
表 2: 2018 年至今上市物管公司融资情况	14
表 3: 股价表现	16
表 4: 恒生指数市场表现	16
表 5: 2018-2020 P/E 情况	17

业务数据点评

14 家香港上市的内地物管公司 2019H1 在管面积合计约 13.6 亿平方米，2019H1 在管面积相较 2018 年底的增速为 12.4%，略低于 2019H1 合约面积的同期增速 13.5%。这一现象在具有地产母公司背景的物管公司业绩中表现得更为明显。这主要是由于上半年房企竣工面积同比下滑幅度大于销售面积下滑幅度。我们认为随着下半年竣工回暖，这一情况可能得以缓解。增值服务方面，香港上市的内地物管公司 2019H1 合计产生增值业务收入 22.6 亿元，相较 2018H1 增长了 47.6%，高于总收入 38.7% 的同比增长水平。

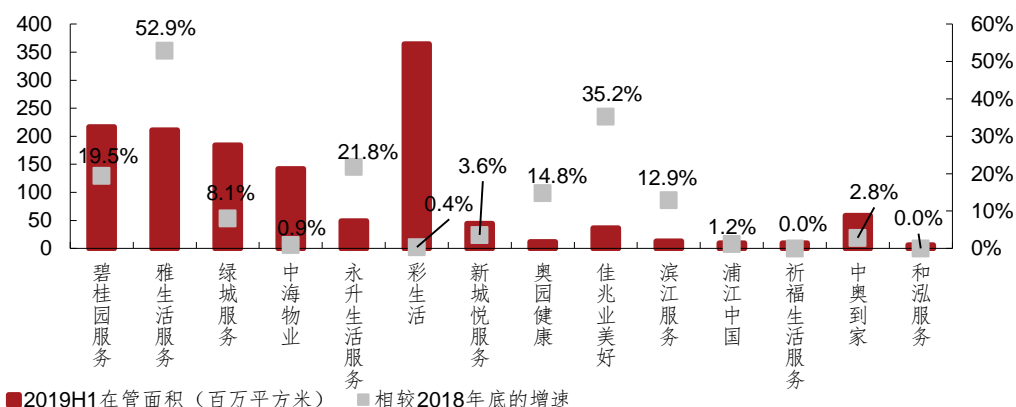
1. 在管面积和合约面积

1.1. 2019H1 在管面积增速差异大，增速最快的主要靠并购

14 家香港上市的内地物管公司 2019H1 在管面积合计约 13.6 亿平方米，相较 2018 年底增长了 12.4%。2019H1 在管面积中最大的是彩生活，达 3.6 亿平方米，最小的是和泓服务，为 635 万平方米，前者约是后者的 57 倍。

从在管面积增速来看，上市公司之间的差异较大。最快的是雅生活服务，增速达 52.9%；而祈福生活服务与和泓服务 2019H1 在管面积相较 2018 年底没有增长。雅生活服务 2019H1 在管面积快速增长主要源于并购，其 2019H1 在管面积较 2018 年年底增长了 7,307 万平方米，其中约 62% 来自并购。14 家公司的 2019H1 在管面积增速的中位值为 5.9%，远小于平均增速 12.4%。由此可见，增速较快的公司拉高了平均增速。我们预计下半年房地产竣工增速回暖，届时有关联地产公司支持的物管公司在管面积增速会进一步加快，龙头物管公司和小型物管公司的差距将进一步拉大。

图 1：2019H1 在管面积³及相较 2018 年底增速



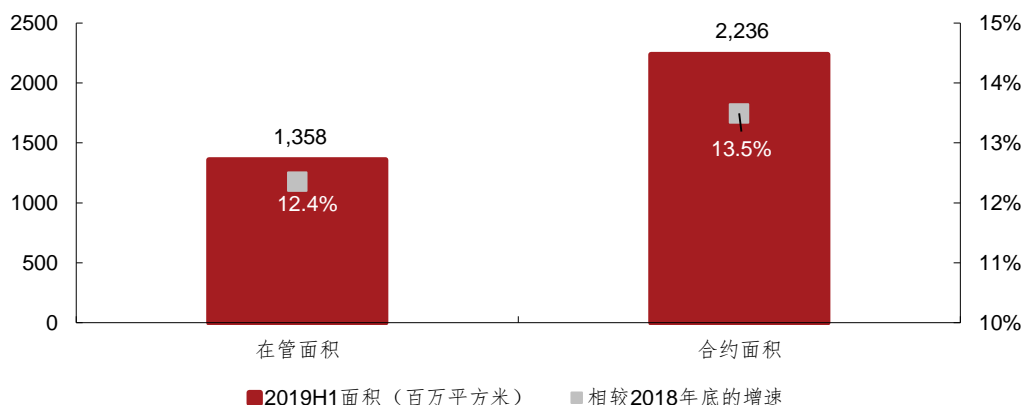
数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

³ 浦江中国于 2018 年起不再披露总在管面积，其 2019H1 和 2018 年的总在管面积为克而瑞证券研究院估计值。祈福生活服务没有单独披露在管面积，但因其合约面积约等于在管面积，此处使用合约面积代表在管面积

1.2. 整体合约面积增速略高于在管面积

14 家香港上市的内地物管公司 2019H1 合约面积⁴合计约 22.4 亿平方米, 相较 2018 年底增长了 13.5%, 略高于 2019H1 在管面积的增速。

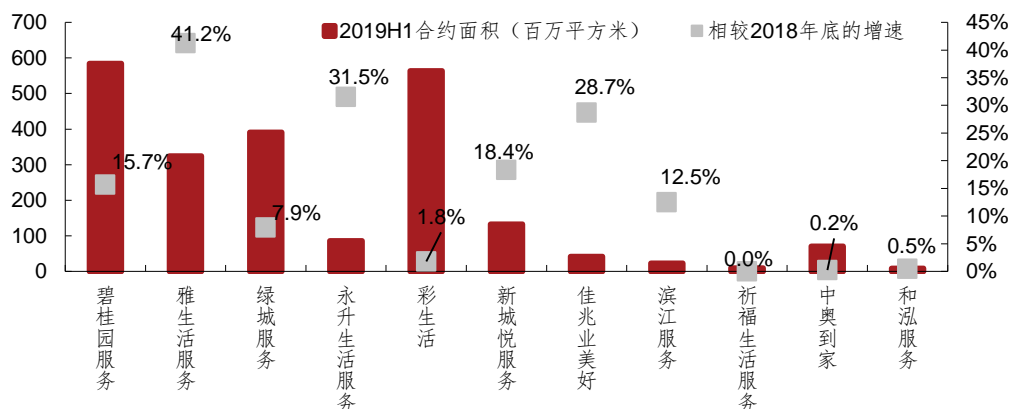
图 2: 从上市公司整体来看, 2019H1 合约面积的增速略高于在管面积



数据来源: 各公司公告, 克而瑞证券研究院

2019H1 合约面积中最大的是碧桂园服务, 达到 5.8 亿平方米; 最小的是和泓服务, 约为 820 万平方米, 前者约是后者的 71 倍。从 2019H1 合约面积增速的中位值为 12.5%, 平均值为 14.4%。

图 3: 2019H1 合约面积及相较 2018 年底增速



数据来源: 各公司公告, 克而瑞证券研究院

香港上市的内地物管公司中可以得到储备面积⁵数据的上市公司共 10 家⁶, 这 10 家公司 2019H1 储备面积合计为 10.4 亿平方米, 相较 2018 年底的增速为 12.9%。2019H1 储备面积平均值为 1.0 亿平方米, 中位值为 628 万平方米。储备面积最多的是碧桂园服务, 达 3.7 亿平方米; 最小的是和泓服务, 为 181 万平方米。从储备面积上看, 中短期内物业公司仍然依靠关联地产公司。拥有雄厚地产股东背景的物

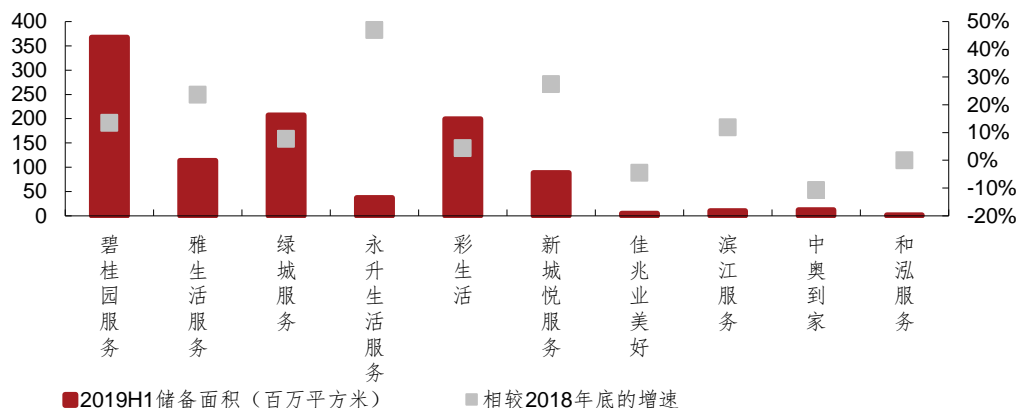
⁴ 因为中海物业、奥园健康和浦江中国没有公布合约面积, 此处合约面积的口径与在管面积不同, 只包括了 11 家公司

⁵ 储备面积=合约面积-在管面积

⁶ 这 10 家公司是: 碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务、永升生活服务、彩生活、新城悦服务、佳兆业美好、滨江服务、中奥到家、和泓服务

管公司在中短期的增速可见度高；相反，规模较小且仍通过其关联地产公司发展业务的物管企业增幅欠佳。

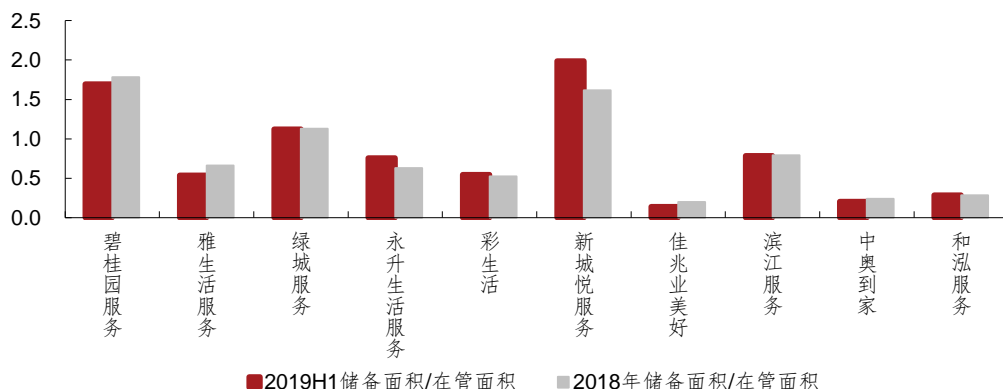
图 4：2019H1 储备面积及相较 2018 年底增速



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

储备面积⁷和在管面积的比例可以在一定程度上反映出公司当前在管面积增长的保障程度。碧桂园服务在 2019H1 在管面积体量高达 2.2 亿平方米的情况下，储备面积/在管面积高达 1.69。

图 5：2019H1 和 2018 年储备面积/在管面积



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

1.3. 在管面积中自营部分的增速不及合约面积增速

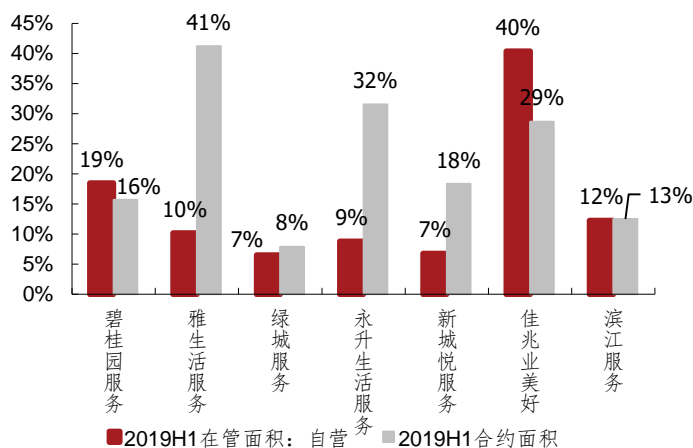
当前上市的物业管理公司大多是从房企分拆独立出来的，中短期来看，对这些有关联房企的物管公司来说，来自关联地产公司的支持十分重要。从 2019 年上半年的表现来看，多数物管公司在在管面积中来自自营部分的面积相较 2018 年底的增速不及同期的合约面积增速。除了碧桂园服务和佳兆业美好两家公司的 2019H1 在管面积中来自自营部分的面积相较 2018 年底的增速大于合约面积的增速，其他 5 家公司⁸（雅生活服务、绿城服务、永升生活服务、新城悦服务、滨江服务）在在管面积中

⁷ 储备面积=合约面积-在管面积

⁸ 在管面积披露了自营和第三方占比且有合约面积数据的公司共 7 家

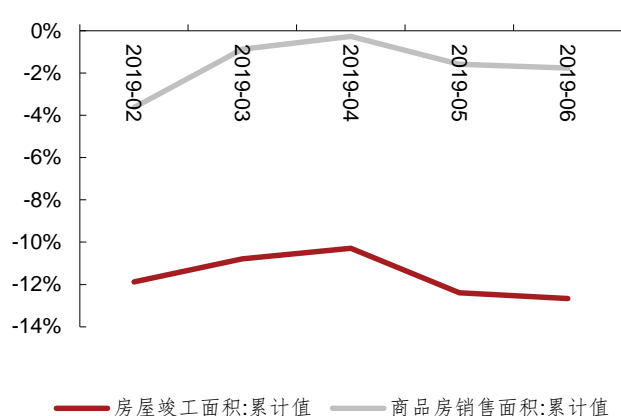
来自自营部分的面积增速都不及合约面积增速。其背后原因或与地产竣工速度下滑幅度大过销售下滑速度有关。国家统计局数据显示，2019年6月商品房销售面积累计值的同比增速为-1.8%，而房屋竣工面积累计值的同比增速为-12.7%。

图 6：2019H1 在管面积中：自营和合约面积相较 2018 年底的增速



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

图 7：房屋竣工面积和商品房销售面积的累计值的同比增速



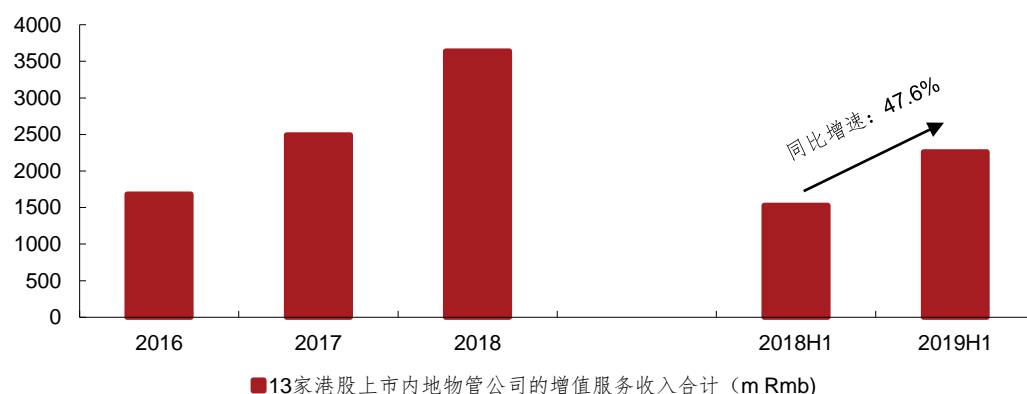
数据来源：国家统计局，克而瑞证券研究院

2. 增值服务

2.1. 多数公司增值服务收入同比增速显著

香港上市的内地物管公司⁹2019H1 增值服务¹⁰共产生收入 22.6 亿元人民币，相较于 2018H1 增长了 47.6%。增值服务收入的平均值为 1.7 亿元，中位值为 1.3 亿元。

图 8：香港上市内地物管公司的增值服务收入情况



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

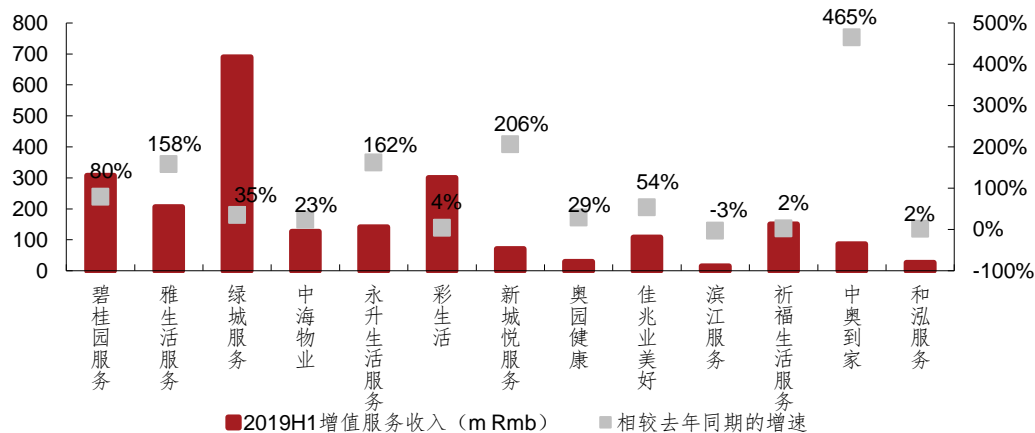
2019H1 增值服务同比增速最快的是中奥到家，增速达 465.1%，主要是因为中奥到家在 2019 年上半年并表了 4 家与增值服务相关的公司；滨江服务 2019H1 增值

⁹ 因为浦江中国没有披露增值服务，此处内地物管公司不包括浦江中国

¹⁰ 本文所提及的增值服务指的是与业主相关的增值服务，不包括协销等与关联地产公司关系较大的增值服务

服务相较去年同期减少了 3.2%，主要是因为其家居软装业务的收入有所下降。

图 9：香港上市的内地物管公司 2019H1 增值服务收入及同比增速

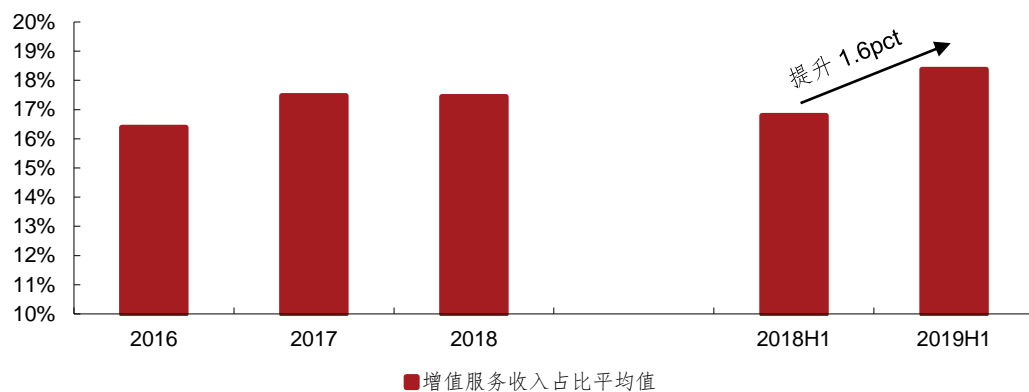


数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

2.2. 增值服务收入占比提升缓慢

2019H1 增值服务收入占比的平均值为 18.4%，相较去年同期增长了 1.6 个百分点。我们认为在增值服务领域，物业公司仍处于探索期。

图 10：增值服务收入占比提升不大



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

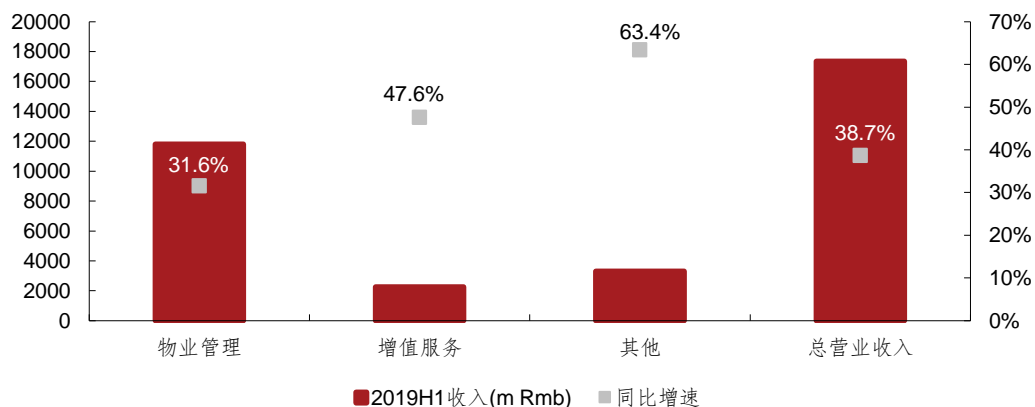
财务数据点评

香港上市的内地物管公司 2019H1 营收合计约 173.6 亿元人民币，相较去年同期增长了 38.7%，其中，增值服务和主要包括车位销售和尾盘协销的其他业务收入分别同比增长了 63.4%，为收入增长的主要动力。2019H1 归母净利润合计约 26.4 亿元人民币，同比增长 53.9%，增速高于营收增速。这主要是因为物业公司的规模效应初步体现，管理及营销费用占收入比重相较去年同期普遍有所下降。14 家公司中只有彩生活一家表现为净负债，其余物管公司都为净现金状态。物管公司资金仍然充裕。

1. 收入增长仍较依赖关联房企

香港上市的内地物管公司 2019H1 总营业收入合计约 173.6 亿元人民币，相较去年同期增长 38.7%。将总营业收入拆分成物业管理、增值服务¹¹和其他三个板块后，可以发现总营业收入的增长主要是由增值服务和其他收入拉动的。物业管理、增值服务和三个板块 2019H1 收入同比增速分别为 31.6%、47.6%和 63.4%。如果将 14 家香港上市的内地物管公司看成一家公司，则该公司的 2019H1 收入中，物业管理收入和增值服务的收入占比相较去年同期都有所下降，而其他收入的占比则有所提升。在我们的定义里，其他这个版块的业务包含的是与关联房企相关较大的一些服务，比如车位销售和尾盘协销等。由此可见，当前物管公司的高速成长还是较为依赖关联房企。

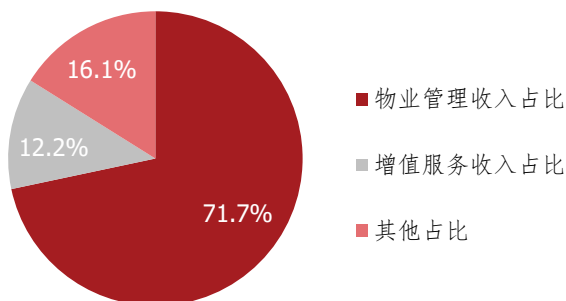
图 11：香港上市的内地物管公司整体 2019H1 总营业收入及子板块收入同比



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

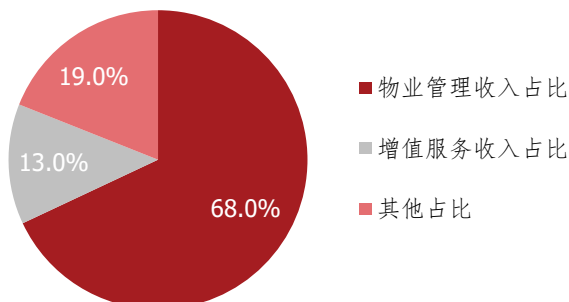
¹¹ 增值服务的定义同上一小节所述，下同

图 12: 2018H1 总收入构成拆分



数据来源: 各公司公告, 克而瑞证券研究院

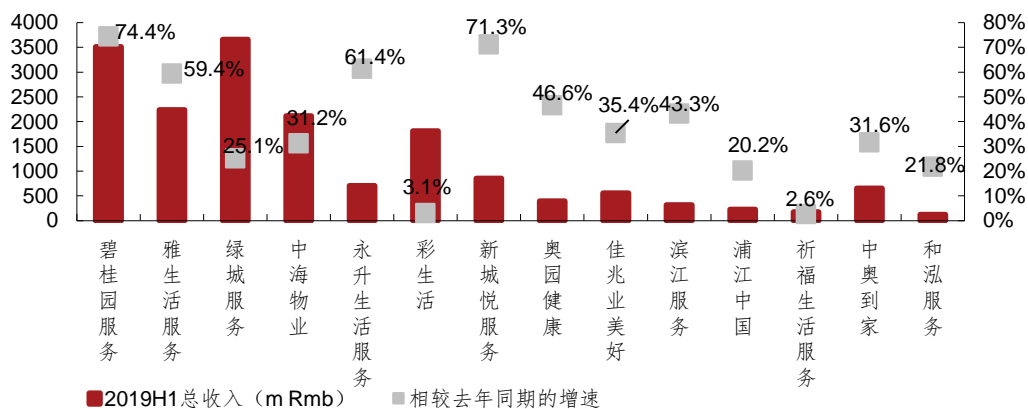
图 13: 2019H1 总收入构成拆分



数据来源: 各公司公告, 克而瑞证券研究院

从各个公司的营收绝对值来看, 2019H1 营收最大的是绿城服务, 达 36.6 亿元, 最小的是和泓服务, 为 1.2 亿元人民币。14 家公司的营收平均值为 12.4 亿元, 中位值为 6.8 亿元人民币。从各个公司的营收同比增速来看, 增速最快的是碧桂园服务, 2019H1 营收同比增速达 74.4%, 增速最慢的是祈福生活服务, 仅为 2.6%。14 家公司的营收增速的平均值为 37.7%, 中位值为 33.5%。营收增速在 50% 以上的公司有碧桂园服务、雅生活服务、永升生活服务、新城悦服务四家。

图 14: 香港上市的内地物管公司 2019H1 总收入及同比增速



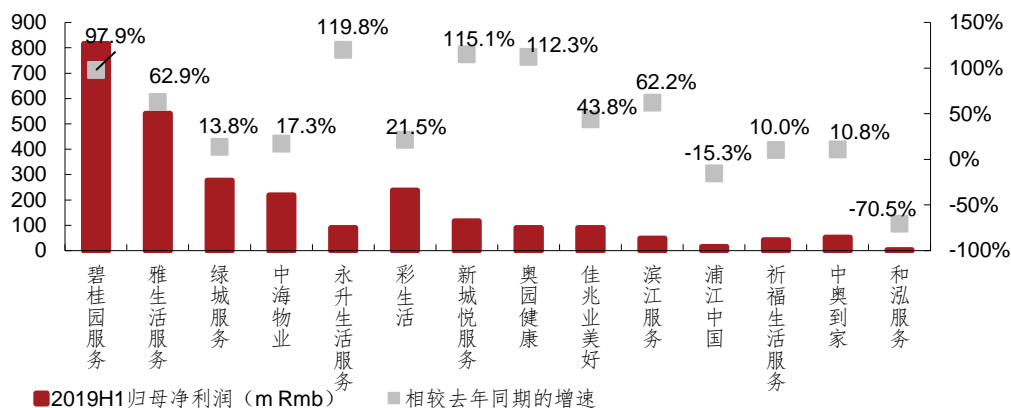
数据来源: 各公司公告, 克而瑞证券研究院

碧桂园服务营收的高增长主要是因为两方面, 其一是在管面积的增长带来的物业管理服务收入的增长, 其二是增值服务方面在社区传媒和家政等业务上进行新探索带来的收入高增长。雅生活服务营收的高增速主要受益于收并购。公司在 2019 上半年完成了对青岛华仁、哈尔滨景阳、广州粤华和兰州城关的收购, 推动了收入高增长。永升生活服务的营收高增长主要受益于增值服务收入快速增长, 其 2019H1 增值服务收入同比增速高达 162%。新城悦服务的营收高增速主要是由车位尾盘销售和新房的智能化工程业务大幅增长所推动的, 该块业务主要来自其关联房企新城控股。

2. 归母净利润增速高于营收增速

香港上市的内地物管公司 2019H1 的归母净利润合计约 26.4 亿元人民币，同比增长 53.9%。其中归母净利润最大的是碧桂园服务，2019H1 归母净利润达 8.2 亿元，最小的是和泓服务，为 301 万元。14 家公司的归母净利润平均值为 1.9 亿元人民币，中位值为 0.9 亿元人民币。

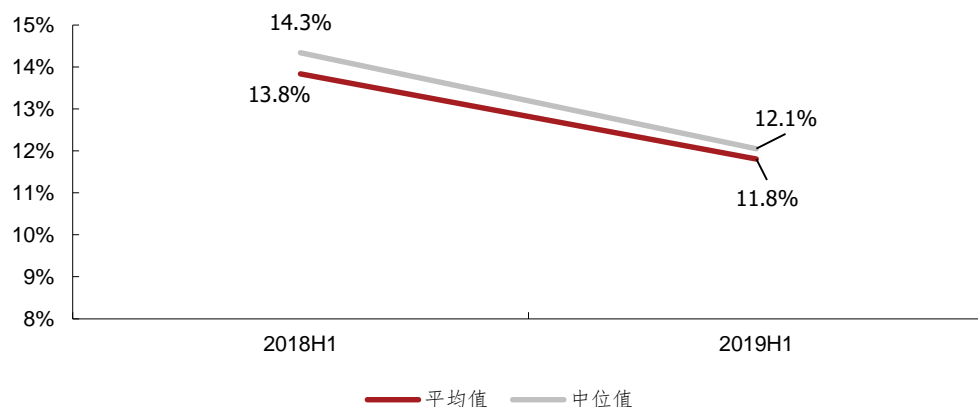
图 15：香港上市的内地物管公司 2019H1 归母净利润及同比增速¹²



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

从 2019H1 同比增速来看，归母净利润增速高于总营收。这主要是因为物业公司的规模效应初步体现，销售及管理费占收入比重相较于去年同期普遍有所下降。14 家香港上市的内地物管公司 2019H1 该比重平均值为 11.8%，相较于去年同期下降了 2 个百分点。从中位值来看，2019H1 为 12.1%，相较于 2018H1 的 14.3% 也有所下降。

图 16：2018H1 和 2019H1 销售及管理费占收入比重的平均值和中位值



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

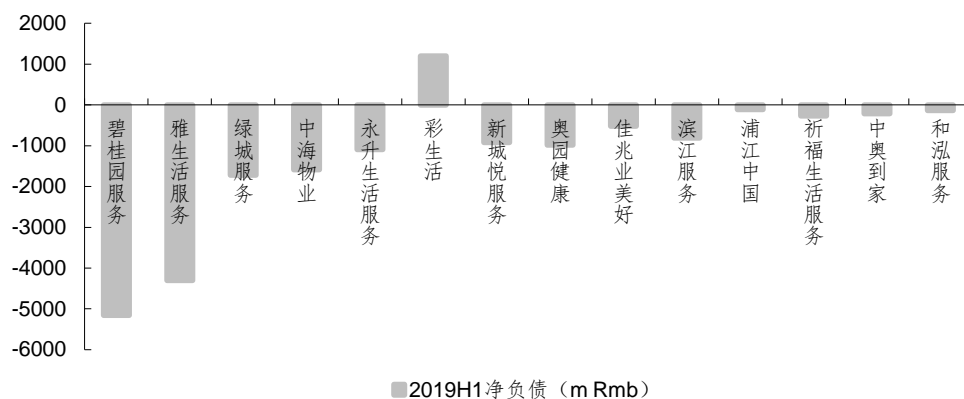
3. 2019H1 净负债仅彩生活为正

总体来看，物管公司仍然保持着充足的现金流。14 家香港上市的内地物管公司

¹² 计算同比增速时，碧桂园服务、奥园健康和佳兆业美好采用的是调整后的 2018H1 归母净利润

2019H1 净负债的平均值为-12.9 亿元，中位值为-9.5 亿元。14 家公司中只有彩生活一家为净负债，其余物管公司都为净现金状态。这主要是因为彩生活前期进行的一系列收购已经促使其启动杠杆。

图 17：香港上市的内地物管公司 2019H1 净负债中仅彩生活为正



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

并购和融资点评

2019H1 物业行业的并购总金额为 13.3 亿元人民币，同比增长 299.6%，环比增长 36.1%。值得关注的是，单笔并购金额提升显著，2019H1 单笔收购交易额达到 1.3 亿元/笔，同比增长 99.8%，环比增长 49.7%，单笔交易金额的增长印证了我们之前关于行业会继续通过并购提升集中度的观点。2014 年至今，14 家香港上市的内地物管公司通过 IPO 和增资合计获得融资 97.3 亿元。

1. 单笔并购对价不断提升

从上市公司公告披露的并购情况来看，2019 年上半年的并购笔数共 10 笔，并购金额合计约 13.3 亿元人民币，笔数和金额都超过 2018 年同期水平。从平均单笔并购的对价来看，2019H1 平均单笔并购交易对价为 1.3 亿元，同比增长 99.8%，相对 2018H2 提升 49.7%。2019H1 并购总金额大过 2018 年全年的并购金额，这印证我们之前关于行业会继续通过并购提升集中度的观点。单笔金额的提升则在一定程度上反应了并购市场上的竞争正在加剧，因为大多数上市物管公司都在试图通过并购好的物管公司来支撑自身业绩高速增长。

2019 年 9 月 26 日，雅生活服务发布公告，已签订协议收购中民物业 60% 股权及新中民物业 60% 股权，总对价约 20.6 亿人民币。该笔并购将为雅生活服务带来 1.9 亿平方米的在管面积。并购完成后，雅生活服务的总在管面积将超过 4 亿平方米，成为当前上市的物管公司中在管面积最大的公司。雅生活的并购进一步提升了行业的集中度。

表 1：并购情况整理

时间	2019H1	2018H1	2018H2	2019H1 同比增速	2019H1 环比增速	2019 年初至今
并购笔数	10	5	11	100.0%	-9.1%	15
收购交易金额 (m Rmb)	1,330.3	332.9	977.7	299.6%	36.1%	3,889.6
平均单笔金额 (m Rmb)	133.0	66.6	88.9	99.8%	49.7%	259.3

数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

2. 物业公司上市氛围依然火热

根据克而瑞证券研究院的统计，2014 年至今，14 家香港上市的内地物管公司通过 IPO 和增资合计获得融资 97.3 亿元。截至目前，14 家香港上市的内地物管公司中，碧桂园服务和彩生活通过增发融过资，其余公司主要通过 IPO 融资。当前物业公司的上市氛围依然火热，包括保利物业、蓝光嘉宝、银城生活服务和烨星集团在内的多家物业公司都已经向港交所递交了招股书。鑫苑服务已通过港交所聆讯，于 2019 年 9 月 25 日启动全球发售。

表 2：2018 年至今上市物管公司融资情况

年份	公司简称	融资方式	融资总金额 (m Rmb)
2014 年	彩生活	IPO	750.1
2015 年	和泓服务	IPO	67.9
2016 年	绿城服务	IPO	1,335.7
2017 年	浦江中国	IPO	104.9
	雅生活服务	IPO	3,292.1
	新城悦服务	IPO	445.4
2018 年	永升生活服务	IPO	520.6
	佳兆业美好	IPO	217.9
	碧桂园服务	增发	1,724.2
2019 年	奥园健康	IPO	507.8
	滨江服务	IPO	335.2
	彩生活	增发	432.3
	合计		9,734.0

数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

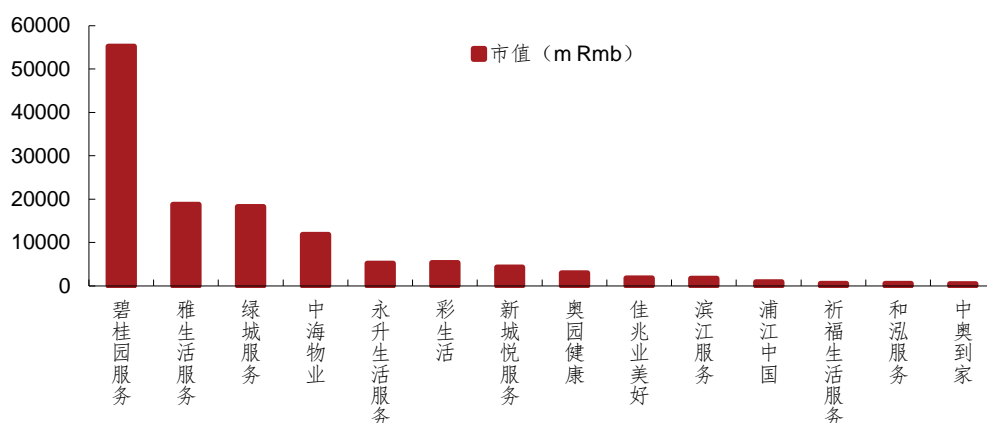
市场表现点评

香港上市的内地物管公司全部公布 2019 中报后，我们根据 2019 年 9 月 2 日的收盘价计算，香港上市的内地物管公司市值合计约 1,280.5 亿元人民币，平均市值为 91.5 亿元，中位市值为 36.6 亿元。市值最大的是碧桂园服务，达 552.5 亿元，最小的是中奥到家，为 5.0 亿元。从股价涨跌幅来看，物管公司的表现优于大盘。香港上市的内地物管公司的 2019 P/E 的平均值为 19.8x，中位值为 17.5x，高于当天的恒生指数动态市盈率 9.3x。物业行业仍被普遍看好。

1. 香港上市的内地物管公司市值合计逾千亿

以 2019 年 9 月 2 日的收盘价计算，香港上市的内地物管公司市值合计约 1,280.5 亿元人民币，约占港股主板上市公司总市值 56.4 万亿元的 0.23%。14 家物管公司的平均市值为 91.5 亿元，中位市值为 36.6 亿元。其中市值最大的是碧桂园服务，达 552.5 亿元，最小的是中奥到家，为 5.0 亿元。

图 18：香港上市的物管公司市值合计约 1,280.5 亿元人民币



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

注：市值以 2019 年 9 月 2 日的收盘价计算

2. 物管公司股价表现好于大盘

从股价涨跌幅来看，物管公司的表现优于大盘。香港上市的内地物管公司最近 1 个月、3 个月、6 个月年和 12 个月的股价涨跌幅平均值分别为 3.3%、13.7%、15.4% 和 19.7%，均优于恒生指数的 4.8%、4.7%、11.5% 和 8.1%。最近一个月物管板块的涨幅有所下降，主要是因为受房地产板块调控的影响。

表 3: 股价表现

公司名称	1M 涨跌幅 (%)	3M 涨跌幅 (%)	6M 涨跌幅 (%)	12M 涨跌幅 (%)
碧桂园服务	26.5	41.2	76.2	71.5
雅生活服务	7.4	32.0	28.2	19.6
绿城服务	14.7	21.4	2.1	18.6
中海物业	4.5	9.6	35.6	60.2
永升生活服务	-3.6	27.9	25.9	-
彩生活	-18.2	-8.5	-12.5	-18.5
新城悦服务	-5.8	-15.1	-8.7	-
奥园健康	0.2	17.3	-	-
佳兆业美好	1.7	40.2	77.2	-
滨江服务	1.6	-0.8	-	-
浦江中国	24.0	-6.8	-21.3	36.3
祈福生活服务	-4.8	15.2	-11.1	-4.3
中奥到家	-8.2	4.7	-22.7	-26.0
和泓服务	6.0	-	-	-
平均值	3.3	13.7	15.4	19.7
中位值	1.6	15.2	2.1	19.1

数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

注: 1) 涨跌幅以 2019 年 9 月 2 日收盘价计算, 2) 表格中的红色数字表示最大值, 绿色数字表示最小值

表 4: 恒生指数市场表现

指数名称	1M 涨跌幅 (%)	3M 涨跌幅 (%)	6M 涨跌幅 (%)	12M 涨跌幅 (%)
恒生指数	-4.8	-4.7	-11.5	-8.1
恒生中国企业指数	-2.4	-3.1	-12.8	-7.1
恒生香港中资企业指数	-1.3	-3.8	-8.7	-3.8

数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

注: 涨跌幅以 2019 年 9 月 2 日收盘价计算

3. 物管公司 P/E 高于恒生指数

根据 2019 年 9 月 2 日的收盘价计算, 香港上市的内地物管公司的 2019 P/E 的平均值为 19.8x, 中位值为 17.5x, 高于当天的恒生指数的滚动市盈率 9.3x。

表 5: 2018-2020 P/E 情况

股票名称	P/E 2018	P/E 2019E	P/E 2020E
碧桂园服务	66.2	38.2	29.3
雅生活服务	25.9	16.7	12.7
绿城服务	41.7	30.9	23.5
中海物业	38.5	25.7	20.3
永升生活服务	57.5	26.1	15.7
彩生活	12.3	8.8	7.5
新城悦服务	31.9	16.4	11.2
奥园健康	n.a.	18.3	13.0
佳兆业美好	37.3	12.3	9.9
滨江服务	n.a.	n.a.	n.a.
浦江中国	39.5	n.a.	n.a.
祈福生活服务	8.4	n.a.	n.a.
中奥到家	5.7	4.7	4.2
和泓服务	n.a.	n.a.	n.a.
平均值	33.2	19.8	14.7
中位值	37.3	17.5	12.9

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

注: 1) 用 2019 年 9 月 2 日收盘价计算; 2) 奥园健康和中奥到家的 2019 和 2020 预测值采用克而瑞证券预测, 其余公司采用彭博预测均值

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人士，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。