

日本不动产管理专题研究之一

日本不动产管理概况

引言：同国内的物业管理行业相比，日本的不动产管理已经发展得相当成熟。为了更全面地了解不同物业管理体系的发展形态，克而瑞证券研究院开始了“日本不动产管理研究系列”。具体地，我们选取了日本 20 家上市的不动产管理公司，以及 14 家在香港上市的内地物业管理公司作为两组样本，并对业务、财务和估值等指标进行比对分析，旨在给国内物业管理参与方、投资方予以启示。

- **物业管理是重头。**在日本，不动产市场已经进入了存量时代。然而，之于交易日本的业主更倾向于持有物业。这主要由于日本在交易环节设置了不同的税费。根据持有时间长短，日本的不动产转让收益所得税税率在 15-30% 之间；按不动产不同的价值，继承税、赠与税税率在 10-55% 之间。相比较而言，持有物业的合计税率年化不到 2%。故而，日本的不动产课税政策使不动产持有者更倾向于持有物业，并寄托于通过优化的物业管理提升回报率，这给日本的不动产存量管理提供了刚需和发展的良好契机。
- **分工明确。**日本对于存量不动产的物业管理已经趋于成熟，形成了较明显的分工。根据不动产从投入、建设到管理的整个过程，我们将不动产管理分为 5 类，分别是提供金融支持的 AM (Asset Management)、不动产建设 CM (Construction Management)、物业管理 PM (Property Management)、不动产建成后管理期间的 BM (Building Management) 和 FM (Facility Management)。其中，PM 是物管运营的核心，所有的物管公司都有这块业务。CM 涉及不动产的建设开发，和纯做物管运营的模式不同，故而我们将日本物管公司分为包含 CM 的公司和纯物管公司，即不包含 CM 的公司。
- **日本纯物管上市公司在营收和归母净利润规模上优于在香港上市的内地物管公司，但增速低于内地物管公司。**我们的研究表明，日本纯物管上市公司 2018 年营收均值为 70.9 亿元人民币，归母净利润均值为 7.5 亿元人民币，分别为香港上市的内地物管公司的 3.5 倍和 2.8 倍。这在一定程度上体现了日本物管公司服务的丰富程度和更高的价值贡献。然而在增速上，日本物管上市公司逊于内地物管公司。2016-18 年日本纯物管上市公司营收复合增速均值和归母净利润的复合增速均值分别为 10.7% 和 31.4%，均低于内地物管公司的 35.5% 和 49.2%。
- **在估值上，内地物管公司的估值较日本同行更高。**香港上市的内地物管公司 2018、2019 年 PE 均值为 22.3x 和 19.7x，而日本纯物管上市公司的为 14.1x 和 16.5x。这可能同物管行业在我国刚刚兴起，正处于快速发展阶段有关。
- **典型公司：大东建托 (1878.T)** 是日本物管行业的标杆企业之一，其住宅租赁供应数量在日本排第一。根据日本国土交通局的数据，日本 2018 年新建住宅的套数为 94.2 万套，其中租赁住宅的套数为 39.6 万套，占 42%。大东建托提供的 6.4 万户约占租赁住宅的 15%。
- **风险提示：**宏观经济下行

分析师 李蒙, CFA

执业证号: APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

联系人 王祎馨

852-25105555

wangyixin167188@ehousechina.com

日本的不动产管理

日本不动产交易环节税负重。根据持有时间长短，日本的不动产转让收益所得税税率在 15-30% 之间；按不动产不同的价值，继承税、赠与税税率在 10-55% 之间。相比之下，不动产持有环节的课税则轻许多。每年日本的物业税的标准税率为 1.4%，都市规划税的税率上限为 0.3%。因此，对于日本不动产的所有者来说，相比于出售不动产，对不动产进行管理后出租产生稳定的收入是更经济的选择。根据不动产从投资、建设到管理的整个过程，我们将不动产管理分为 5 类，分别是提供金融支持的 AM（Asset Management）、不动产建设 CM（Construction Management）、物业管理 PM（Property Management）、不动产建成后管理期间的 BM（Building Management）和 FM（Facility Management）。

1. 交易的繁重税赋使不动产投资人更倾向于持有物业

日本房地产税涵盖了从不动产的获取、保有到转让的全过程，可以分为不动产取得类课税、不动产保有类课税和不动产转让类课税三类。

日本的地产税可以归纳成针对持有和交易两种状态下的不动产物业的课税。其中，不动产的获取和转让属于交易环节。从各环节的税率来看，不动产交易环节的课税重于持有环节。

不动产取得类课税包括不动产取得税、登记许可税、印花税、继承税和赠与税等税种。根据日本国税厅的文件，1 亿日元（约 670 万人民币）以上的不动产继承税税率在 30% 以上；超过 6 亿的继承税税率将高达 55%。而赠与税的税率则更高，超过 3,000 万日元（约 200 万人民币）的不动产赠与税就高达 55%。

表 1：日本继承税税率

根据继承法继承金额（日元）	税率	扣除金额（日元）
1,000 万及以下	10%	-
3,000 万及以下	15%	50 万
5,000 万及以下	20%	200 万
1 亿及以下	30%	700 万
2 亿及以下	40%	1,700 万
3 亿及以下	45%	2,700 万
6 亿及以下	50%	4,200 万
超过 6 亿	55%	7,200 万

数据来源：日本国税厅，克而瑞证券研究院

表 2：日本赠与税税率

扣除后的课税金额（日元）	税率	扣除金额（日元）
200 万及以下	10%	-
300 万及以下	15%	10 万
400 万及以下	20%	25 万
600 万及以下	30%	65 万
1,000 万及以下	40%	125 万
1,500 万及以下	45%	175 万
3,000 万及以下	50%	250 万
超过 3,000 万	55%	400 万

数据来源：日本国税厅，克而瑞证券研究院

不动产转让类课税是对不动产转让或出租获益部分的课税，包括所得税和居民税两种。根据日本国税厅的规定，不动产转让税的税率根据建筑物的持有年限的不同而不同：保有五年以上的房地产转让收益所得税税率为 15%，居民税税率为 5%；保有五年以下的房地产转让收益所得税税率为 30%，居民税税率为 9%。

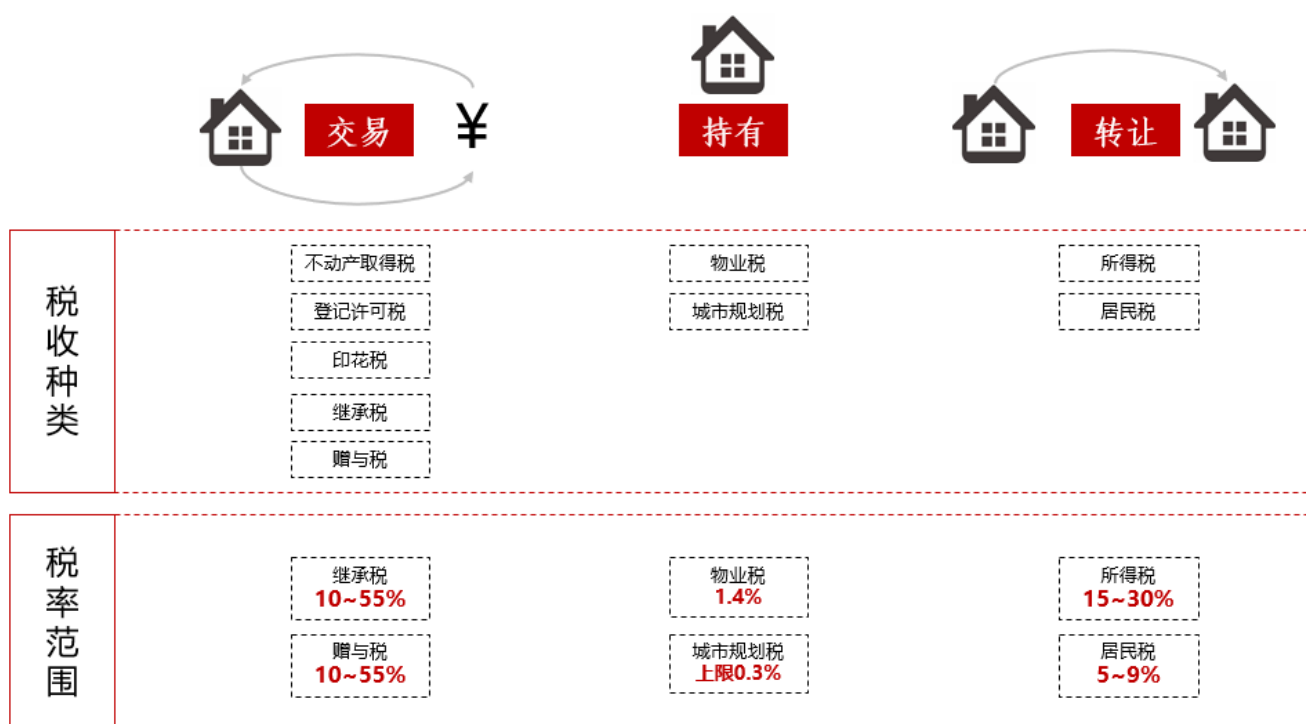
表 3：日本转让税税率

分类	所得税	居民税
保有五年以上	15%	5%
保有五年以下	30%	9%

数据来源：日本国税厅，克而瑞证券研究院

持有环节的不动产保有类税收主要由物业税和城市规划税（又称都市规划税）两部分组成。目前，每年日本的物业税的标准税率为 1.4%，都市规划税的税率上限为 0.3%，在具体执行过程中不同地区的实际税率略有差异。可以看到，持有环节的税率远低于交易环节。因此，对于不动产的持有者来说，相比于出售或者赠与他人，对不动产进行管理后出租产生稳定的收入是个更好的选择。

图 1：日本不动产各个环节的税收情况



数据来源：日本国税厅，克而瑞证券研究院

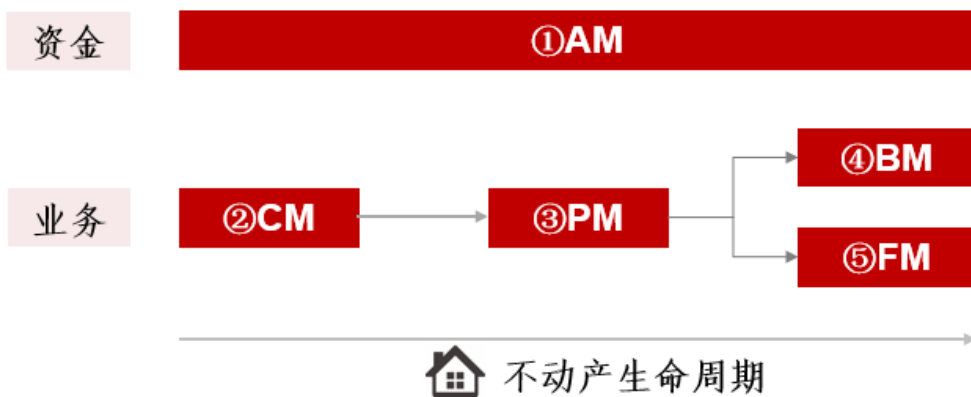
注释：上述赠与税税率是赠与财产用的一般税率，适用情况包括兄弟间赠与，夫妇间赠与，父母与孩子间且孩子为未成年人

2. 日本不动产管理分类

根据不动产从建设到管理的整个过程，我们将不动产管理分为 5 类，分别是提供金融支持的 AM (Asset Management)、不动产建设 CM (Construction Management)、物业管理 PM (Property Management)、不动产建成后管理期间的 BM (Building Management) 和 FM (Facility Management)。我们认为五类之间的关系如下图所示

示：

图 2：不动产管理各分类之间的关系图



数据来源：克而瑞证券研究院

1. AM 是 Asset Management 的简称，是指管理和开发房地产的代理人针对资产的一种管理，这里的资产不仅包括不动产，还包括股票和债券等金融资产。主要业务内容包括：1) 购买，经营和销售不动产；2) 规划运营战略，包括运营计划和退出战略等等。含有 AM 的公司通常内部也有做 BM 和 PM 业务，或者会和外部的做 BM、PM 业务的公司合作。
2. CM 是 Construction Management 的简称，一般是指从项目的开始到结束，使用专业的项目管理技术来监督项目的规划，设计和施工。
3. PM 是 Property Management 的简称，是指对不动产的经营进行全方位的运营管理。业务内容包括：1) 租客的募集和介绍；2) 签约业务，更新房屋租赁合同以及办理退租等手续；3) 房租的收取和督促；4) 处理纠纷和投诉等。主营业务是 PM 的不动产管理公司的管理流程一般如下表所示：

表 4：主营业务是 PM 的不动产管理公司的管理流程

步骤	主要内容
step1 分析租赁市场	分析市场的动向，把握地区和目标人群的特征
step2 分析物业的竞争力	比较相邻近的市场状况和竞争对手，发现当前出租物业的特点以及需要改善的地方
step3 设定租赁条件	通过公司的中介店铺收集到的数据，结合市场情况，设定合适的出租价格
step4 拟定招租方案	基于地区和目标客户的分析结果，制定有效的宣传、招租方案，制定招租的日程，尽早实现满租
step5 开始招租	通过公司的中介部门，积极招租
step6 入住审查	根据公司的审查标准，来判断租客是否符合入住标准
step7 签约	准备合同，进行签约。为了避免入住后发生纠纷，要及时收集最新的案例，完善租赁合同
step8 入住后的管理	入住后，公司会将房租及时支付给户主，并对拖欠的住户进行催收。尽力满足入住后住户的需求，解决一些突发情况

数据来源：克而瑞证券研究院

4. BM 是 Building Management 的简称，是指对建筑物的支持服务。业务内容主要包括：1) 建筑物和外部结构，植物盆栽等的清理管理；2) 建筑物和设备的定期检查和保养；3) 修缮和改建等工程事务的管理；4) 建筑物和领地内的巡逻警

备和危险防范；5）消防等防灾设备的管理。

5. FM 是 Facility Management 的简称，是指从资产的有效利用的角度出发进行的各项支持服务。主要业务内容包括：1）对利用率低或者还未利用的不动产的有效利用；2）持有资产的废弃和新建；3）为了提高收益的设备更新（导入节能设备等）；4）为了提高收益性和入住率的重新装修或重建等。

日本不动产管理上市公司

日本纯物管上市公司在营收和归母净利润规模上优于香港上市的内地物管公司，但增速低于内地物管公司。我们的研究表明，日本纯物管上市公司 2018 年¹营收均值为 70.9 亿元人民币，归母净利润均值为 7.5 亿元人民币，分别为内地物管公司的 3.5 倍和 2.8 倍。这体现了日本物管公司服务的丰富程度、和更高的价值贡献。然而在增速上日本物管上市公司逊于内地物管公司。2016-18 年日本纯物管上市公司营收复合增速均值和归母净利润的复合增速均值分别为 10.7% 和 31.4% 低于国内的物管公司的 35.5% 和 49.2%。在估值上，国内物管公司估值较日本同行更高。2018、2019 年香港上市的内地物管公司 PE 均值为 22.3x 和 19.7x，而日本纯物管上市公司的为 14.1x 和 16.5x。这可能同物管行业在我国刚刚兴起，正处于快速发展阶段有关。

1. 日本不动产管理上市公司

日本不动产管理上市公司与不动产管理相关的业务大多被划分在“房地产经纪服务”板块。我们根据房地产经纪服务板块的营收规模或其在总收入中的比重占 50% 以上两个标准最终筛选出了 20 家做不动产管理的日本上市公司²。

根据日本不动产管理公司的五个细分职能，我们将这 20 家公司的主营业务进行细化拆分，结果表明 12 家公司有 AM 业务，12 家公司从事 CM 业务，20 家公司都有 PM 业务，12 家有 BM 业务，5 家有 FM 业务。其中，三菱地所、三井不动产、大东建托、野村不动产四家公司在以上五个方面都有所布局。

CM 业务涉及到对不动产的建设，资本投入比较大。我们根据日本上市不动产管理公司是否有 CM 业务，将 20 家公司又划分为两个子类别，分别是带建设的日本不动产管理公司（下文又称“含 CM 的日本物管上市公司”）和不带建设的日本不动产管理公司（下文又称“日本纯物管上市公司”）。前者业务模式比较重，涵盖了建设环节；后者模式较轻，更类似于中国的已上市物管公司的模式。在我们的 20 家样本公司中，12 家为含 CM 的日本物管上市公司，8 家为日本纯物管上市公司。

此外，我们还选取了 14 家在香港上市的内地物业管理公司，作为研究中国上市物管公司的样本库。我们后续对中日物管公司指标的对比更多集中在日本纯物管上市公司和在香港上市的内地物管公司中。

¹ 因 20 家日本物管上市公司的财年都不同，简便起见，做如下处理：如果财年是 12 月 31 日为截止日的，则 2018 年指的是截至 2018 年 12 月 31 日的数据；如果财年是 1 月 31 日为截止日的，则 2018 年指的是截至 2019 年 1 月 31 日的数据；如果财年是 3 月 31 日为截止日的，2018 年指的是截至 2019 年 3 月 31 日的数据；如果财年是 4 月 30 日为截止日的，2018 年指的是截至 2019 年 4 月 30 日的数据；如果财年是 7 月 31 日为截止日的，18 年指的是截至 2018 年 7 月 31 日的数据。2016 年和 2017 年同理。下同。

² 20 家公司的详细信息见文末附录

图 3：20 家日本不动产管理上市公司在不动产管理方面的业务布局

	①AM	②CM	③PM	④BM	⑤FM
8802.T 三菱地所	√	√	√	√	√
8801.T 三井不动产	√	√	√	√	√
1928.T 积水建房		√	√	√	
1878.T 大东建托	√	√	√	√	√
3231.T NOMURA REAL ESTATE	√	√	√	√	√
3289.T 东急不动产控股公司	√	√	√	√	
8876.T Relo Holdings	√		√		
1808.T HASEKO	√	√	√	√	
3288.T OPEN HOUSE			√		
4321.T Kenedix	√		√		
8806.T DAIBIRU		√	√	√	
1766.T TOKEN		√	√		
9728.T 日本管财	√		√	√	√
8841.T TOC			√	√	
3244.T SAMTY	√	√	√		
8923.T Tosei		√	√	√	
8890.T RAYSUM	√		√		
4781.T Nihon Housing			√	√	
3458.T CRE	√		√		
8909.T SHINOKEN GROUP		√	√		
合计	12	12	20	12	5

数据来源：Bloomberg，各公司官网，克而瑞证券研究院

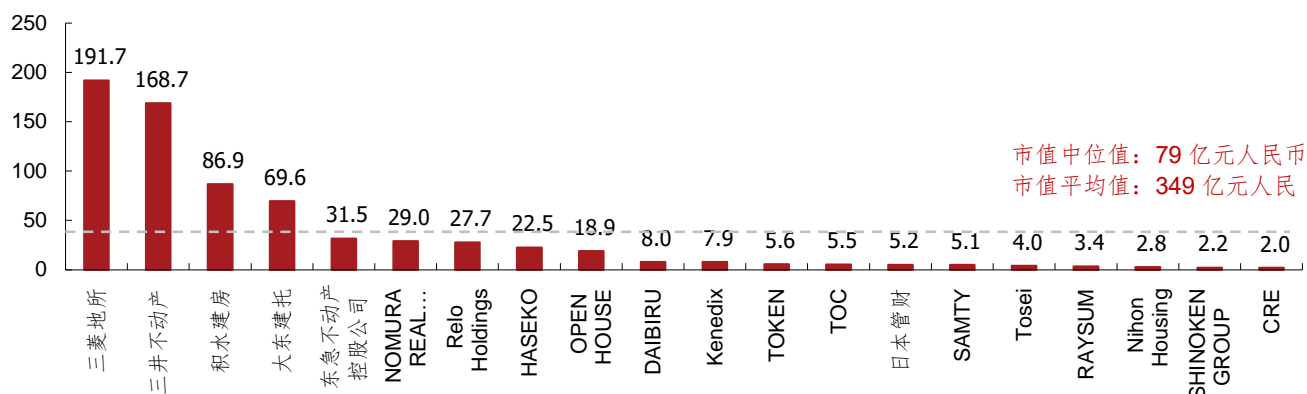
2. 市场表现

2.1. 从市值上看，日本纯物管公司和中国物管公司平均市值相当

从总市值来看，按照 2019 年 8 月 28 日的收盘价计算，20 家日本不动产管理上市公司的总市值大约为 6,980 亿元人民币，平均市值约 349 亿元人民币，中位值为 79 亿元人民币³。其中市值最高的是三菱地所，其业务线非常丰富，包括不动产建设、售卖、租赁、管理等业务线，总市值为 1,917 亿元人民币；市值最小的是 CRE Inc，为 20 亿元人民币。

³ 因为不同公司之间的市值差距较大，排名靠前的公司市值远高于排名靠后的，拉高了平均值，使其远高于中位值。

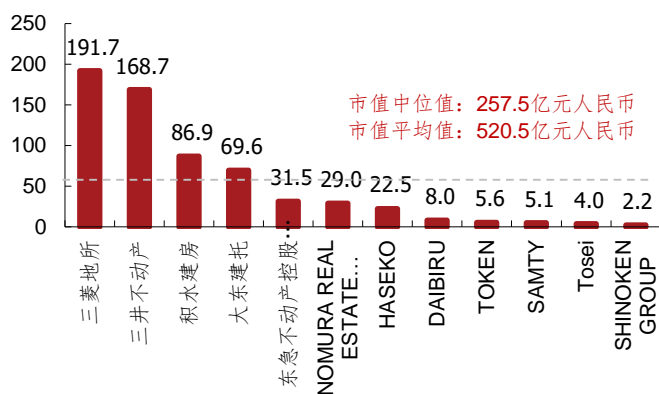
图 4：20 家日本不动产管理上市公司的市值 (bn Rmb)



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 图中灰色虚线为平均市值示意线；2) 市值按照 2019 年 8 月 28 日收盘价计算，货币单位按当天人民币汇率中间价 100 日元对人民币 6.7296 元进行转换。下文涉及 8 月 28 日货币单位转换的，也采用此汇率

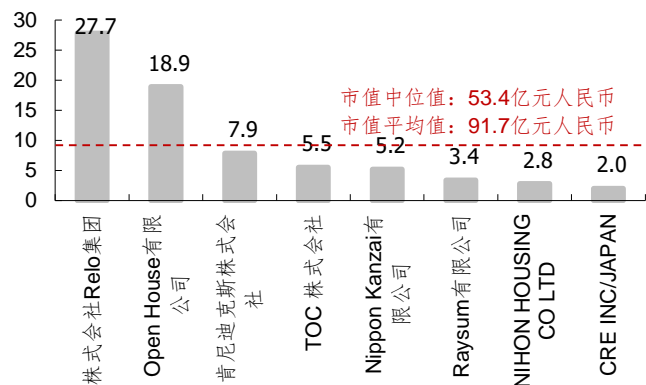
图 5：含 CM 的日本物管上市公司的市值 (bn Rmb)



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 图中灰色虚线为平均市值示意线；2) 市值按照 2019 年 8 月 28 日收盘价计算

图 6：日本纯物管上市公司的市值 (bn Rmb)

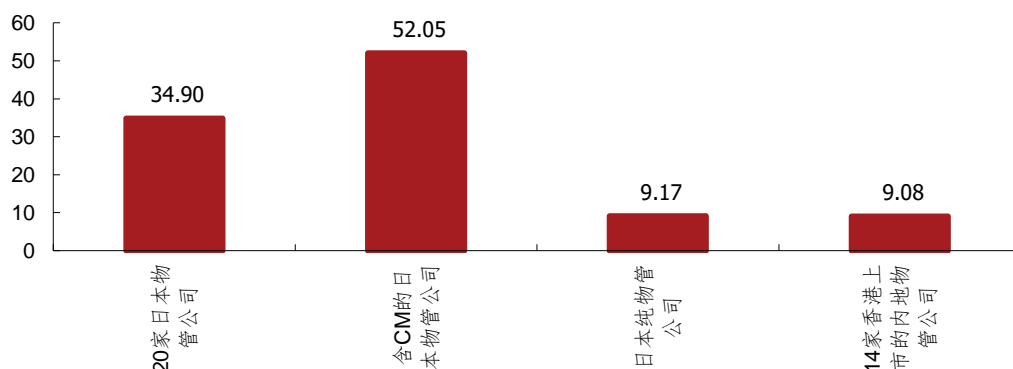


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 图中红色虚线为平均市值示意线；2) 市值按照 2019 年 8 月 28 日收盘价计算

含 CM 的日本物管上市公司的平均市值为 520.5 亿元，日本纯物管上市公司的平均市值为 91.7 亿元，前者约是后者的 6 倍。14 家在香港上市的内地物业管理公司的市值平均值是 90.8 亿元，与日本纯物管上市公司的市值均值相差无几。

图 7：中日物管公司的市值均值 (bn Rmb)



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：市值按照 2019 年 8 月 28 日的收盘价计算

2.2. 日本及中国内地物管上市公司均跑赢所在市场大盘

从股价表现上来看，日本物管上市公司和香港上市的内地物管公司的表现均优于各自所在股票市场的总体变动。20 家日本物管上市公司的近 1 个月、3 个月及 6 个月的股价涨幅都优于日经 225 指数。14 家香港上市的内地物业管理公司的近 1 个月、3 个月、6 个月及 12 个月的股价涨幅都明显优于恒生指数。

与日本物管上市公司的股价表现相比，14 家香港上市的内地物管公司的近 3 月和近 6 月的涨跌幅都明显更为优异。而在近 1 个月，由于中国近期宏观调控政策对房地产的影响传到至物管公司，14 家香港上市的内地物管公司股价涨跌幅劣于日本物管上市公司的表现。

表 5：股价表现

分类	近 1 月涨跌幅 (%)	近 3 月涨跌幅 (%)	近 6 个月涨跌幅 (%)	近 1 年涨跌幅 (%)
20 家日本物管上市公司	0.7	6.5	2.4	-10.8
含 CM 的日本物管上市公司	1.5	5.9	3.4	-9.9
日本纯物管上市公司	-0.4	7.3	1.1	-12.0
日经 225	-5.4	-2.5	-4.2	-10.2
14 家香港上市的内地物业管理公司	-2.4	12.6	26.9	16.0
恒生指数	-9.8	-5.9	-10.5	-9.4

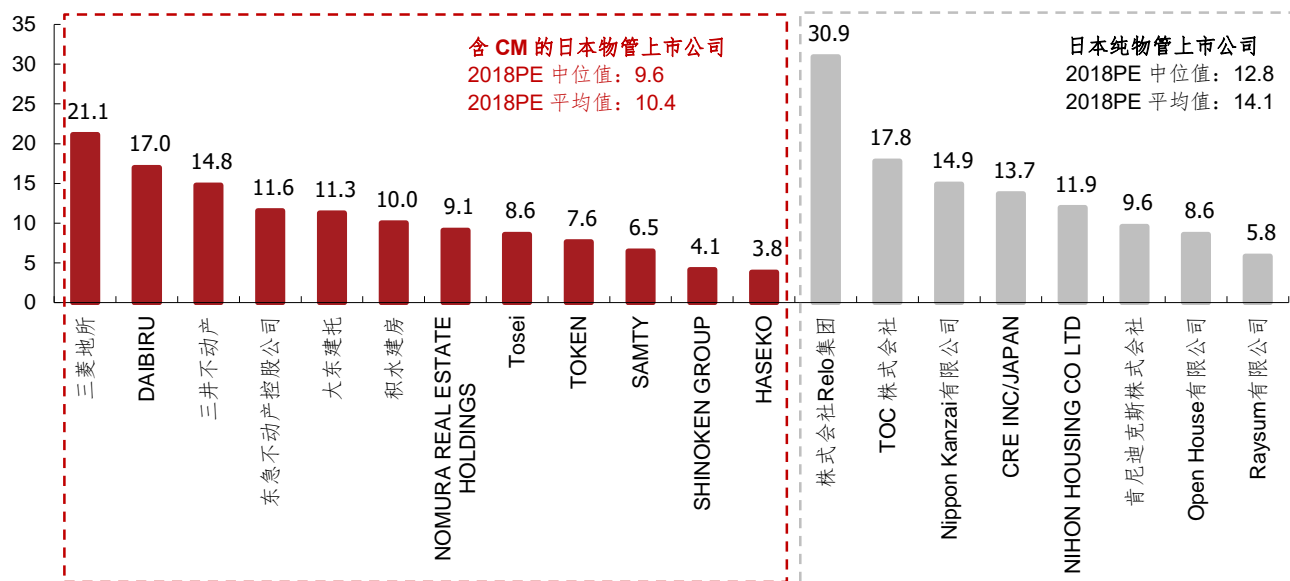
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 以上涨跌幅为各个样本的平均值，2) 涨跌幅为截至 2019 年 8 月 28 日的数据

3. 估值表现

从 PE 估值来看，日本物管上市公司 2018PE 在 3.8-30.9x 之间的水平。其中，含 CM 的日本物管上市公司的 2018PE 的最大值为 21.1x，小于日本纯物管上市公司的最大 PE30.9x。

图 8：20 家日本物管上市公司的 2018PE



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 红色虚线框内的公司为含 CM 的日本物管上市公司，灰色虚线框内的公司为日本纯物管上市公司；2) 2018PE 根据 2019 年 8 月 28 日的收盘价计算

从 PE 均值来看，含 CM 的日本物管上市公司的 2018-20 年 PE 均值分别为 10.4x、10.7x 和 10.2x，皆小于日本纯物管上市公司的 14.1x、16.5x 和 15.6x PE。这和我国地产股估值普遍低于物管公司估值的情况很相似。

和香港上市的内地物管公司相比，日本的物管上市公司估值普遍低于我国内地物管公司。随着我国物管业务的不断成熟，日本物管公司的估值可能成为中长期我国内地物管公司估值的水平。

表 6：2018-20E 平均 PE 对比

	PE 2018	PE 2019E	PE 2020E
20 家日本物管上市公司	11.9	12.9	12.0
含 CM 的日本物管上市公司	10.4	10.7	10.2
日本纯物管上市公司	14.1	16.5	15.6
14 家香港上市的内地物管公司	22.3	19.7	14.4

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 以上数据皆为均值，2) 2019PE 和 2020PE 为彭博一致预期

4. 财务表现

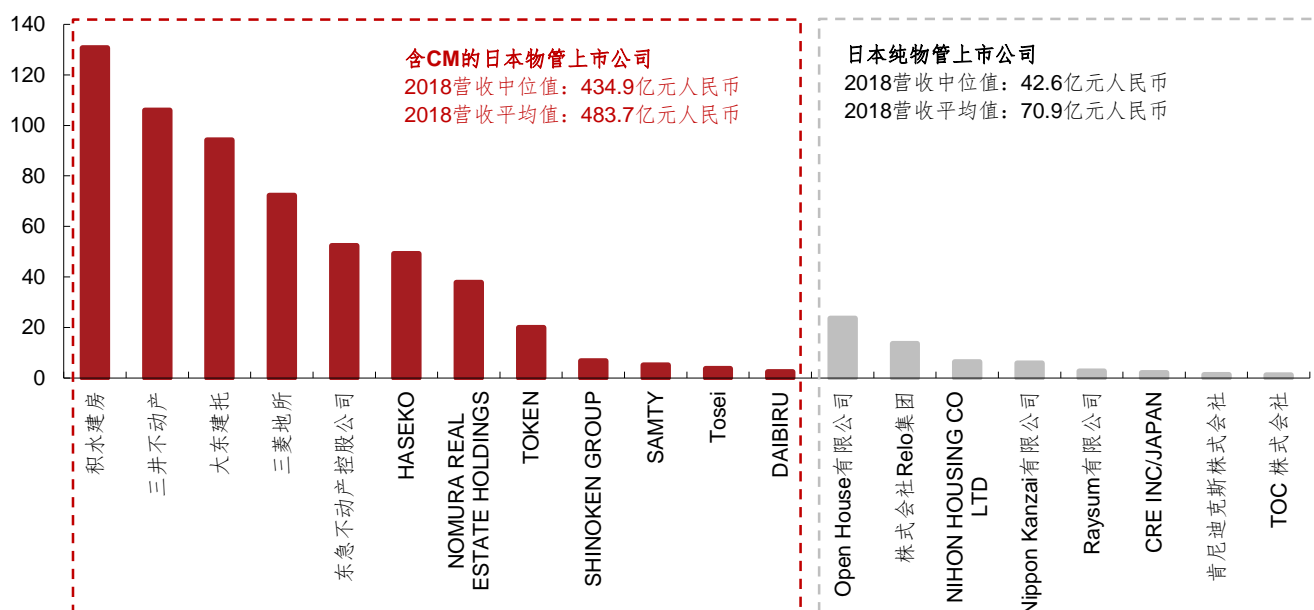
4.1. 日本物管公司营收高于内地物管公司水平，但增速逊于内地物管公司

从 2018 年的营收表现来看，含 CM 的日本物管上市公司的营收最大的是积水建房，达 1,306.95 亿元人民币⁴，最小的是 DAIBIRU，为 24.5 亿元人民币。8 家日本纯物管上市公司里营收最大的是 Open House，为 236.5 亿元人民币，最小的是 TOC 株

⁴ 日元兑人民币的汇率选用的是 2018.3.31-2019.3.31 的平均汇率 0.060524

式会社，为 11.3 亿元人民币。

图 9：日本物管上市公司 2018 年营收 (bn Rmb)

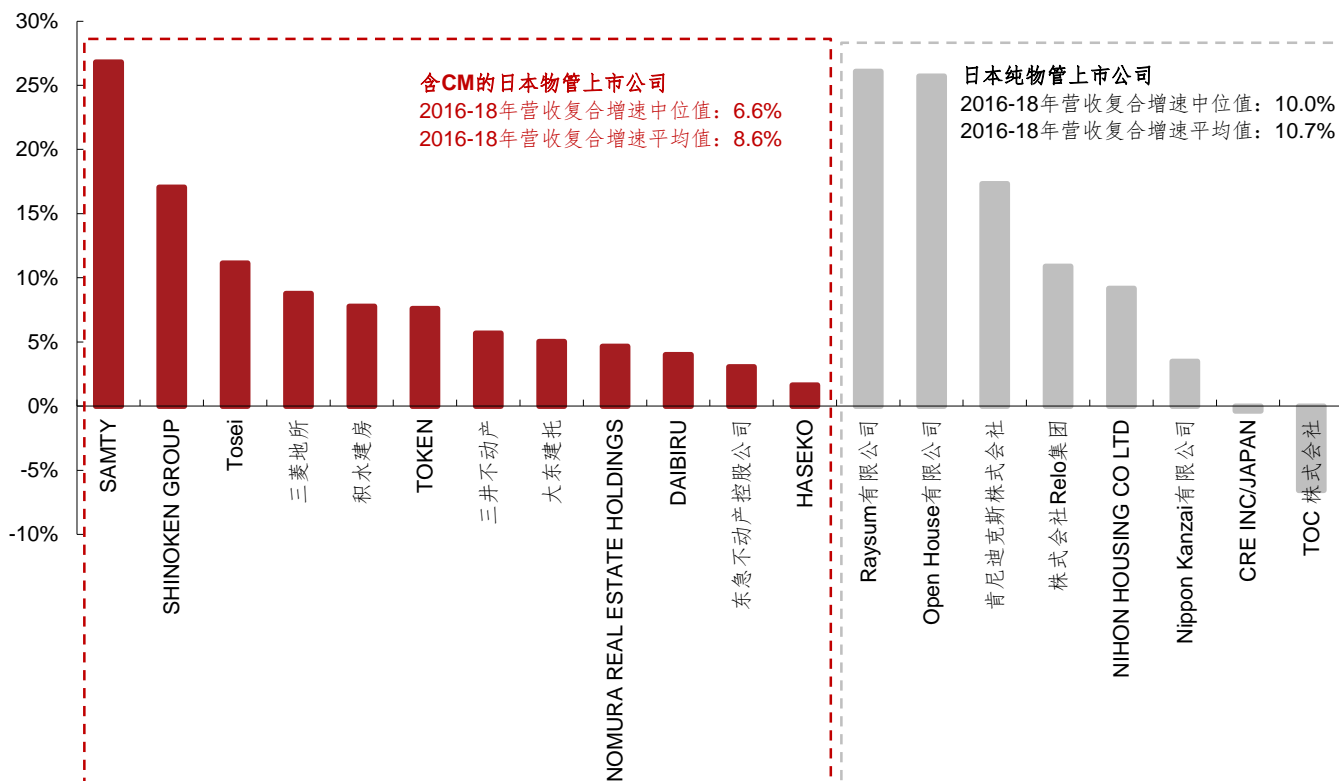


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 红色虚线框内的为含 CM 的日本物管上市公司，灰色虚线框内的为日本纯物管上市公司；2) 货币单位按 2018.3.31-2019.3.31 的汇率中间价均值 100 日元对人民币 6.0525 元进行转换。下文涉及 2018 年货币单位转换的，也采用此汇率

从 2016-18 年的营收年均复合增速来看，含 CM 的日本物管上市公司里增速最快的是 SMATY，为 26.8%，最慢的是长谷工（英文名为 HASEKO），只有 1.6%。日本纯物管上市公司里增速最快的是 Raysum，为 26.1%，最慢的是 TOC 株式会社，为 -6.6%。

图 10: 日本物管上市公司 2016-18 年营收复合增速



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

注释: 1) 红色虚线框内的为含 CM 的日本物管上市公司, 灰色虚线框内的为日本纯物管上市公司; 2) 如果财年是以 12 月 31 日为截止日的, 则 2018 年指的是截至 2018 年 12 月 31 日的数据; 如果财年是以 1 月 31 日为截止日的, 则 2018 年指的是截至 2019 年 1 月 31 日的数据; 如果财年是以 3 月 31 日为截止日的, 2018 年指的是截至 2019 年 3 月 31 日的数据; 如果财年是以 4 月 30 日为截止日的, 2018 年指的是截至 2019 年 4 月 30 日的数据; 如果财年是以 7 月 31 日为截止日的, 18 年指的是截至 2018 年 7 月 31 日的数据。2016 年和 2017 年同理。下同。

从收入平均规模看, 含 CM 的日本物管公司 2018 年营收均值为 483.7 亿元人民币, 而日本纯物管上市公司收入均值为 70.9 亿元人民币, 前者约是后者的 7 倍。相比之下, 在香港上市的 14 家内地物管公司的 2018 年营收均值较小, 仅为 20.2 亿元, 约是日本纯物管上市公司均值的 28.4%。但从 2016-18 年营收的复合增速来看, 内地物管公司的复合增速的平均值高达 35.5%, 远高于日本纯物管上市公司的 10.7% 的平均增速。

表 7: 2018 营收均值和 2016-18 年营收复合增速的平均值

	2018 营收 (m Rmb)	2016-18 年营收复合增速
20 家日本物管上市公司	31,859	9.4%
含 CM 的日本物管上市公司	48,374	8.6%
日本纯物管上市公司	7,088	10.7%
14 家香港上市的内地物管公司	2,016	35.5%

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

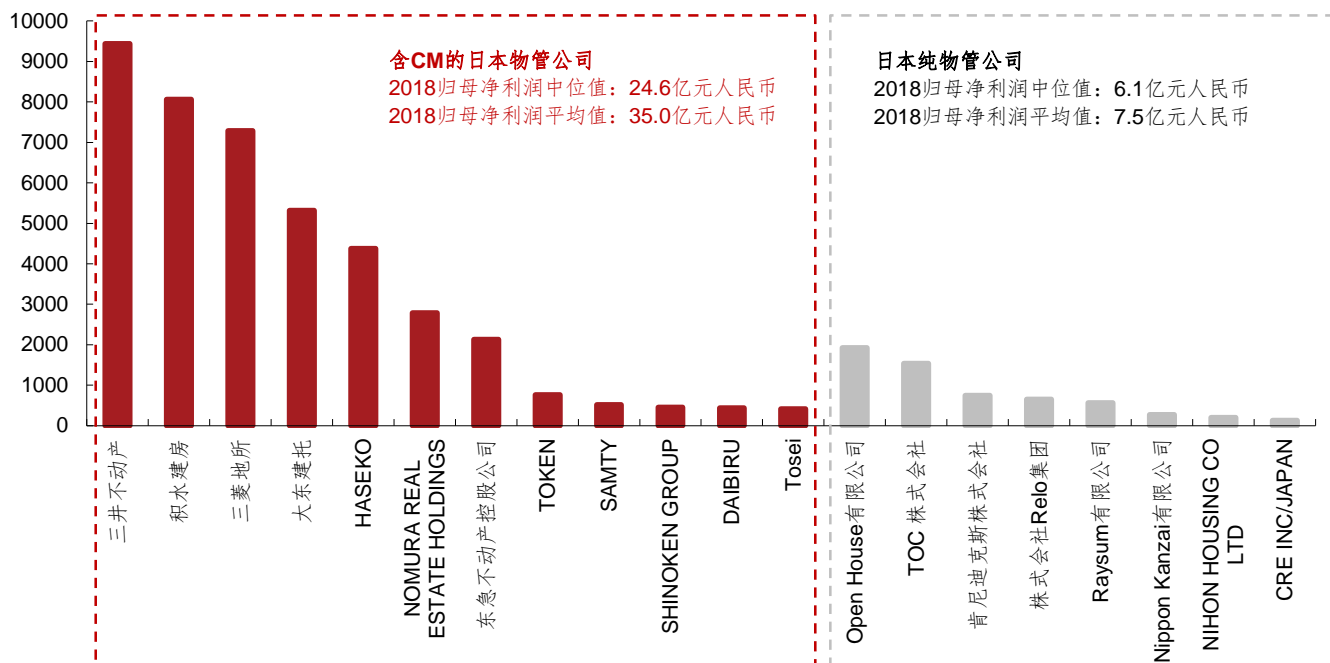
注释: 以上数据皆为均值

4.2. 日本物管上市公司的归母净利润整体高于内地物管上市公司, 但增速逊于内地物管公司

20 家日本物管上市公司中, 2018 年归母净利润最高的是三井不动产, 为 94.3 亿元

人民币，最低的是 CRE，为 1.3 亿元人民币。20 家公司 2018 年归母净利润均值为 24.0 亿元人民币。

图 11：日本物管上市公司 2018 归母净利润 (m Rmb)

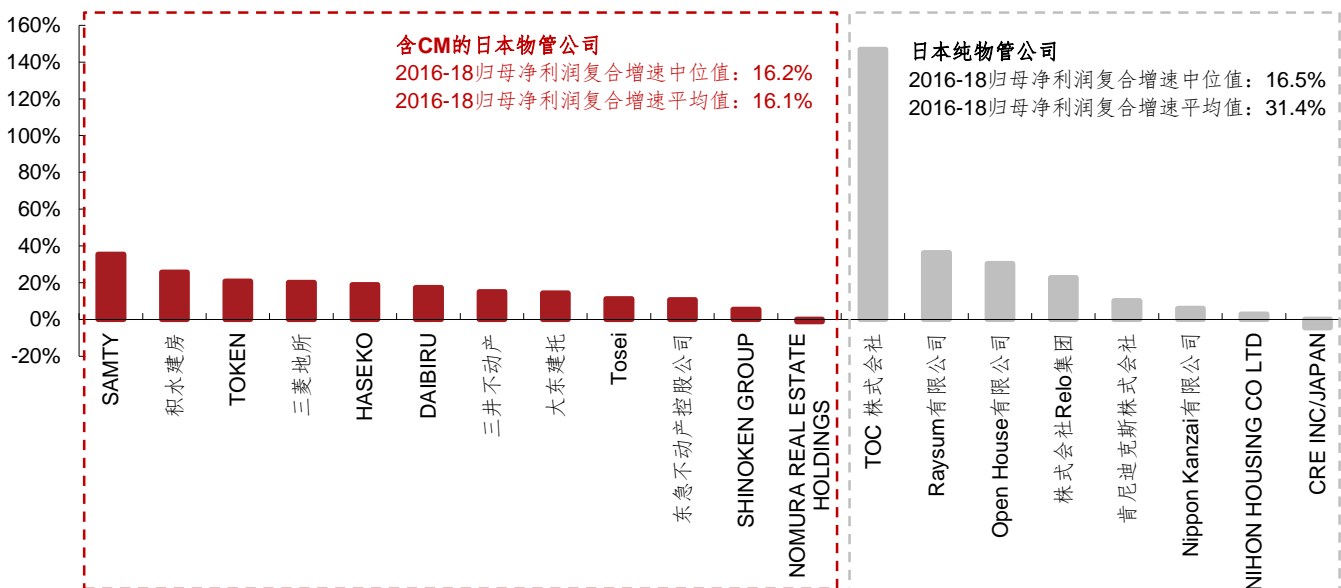


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：红色虚线框内的为含 CM 的日本物管上市公司，灰色虚线框内的为日本纯物管上市公司

20 家日本物管上市公司中，2016-18 年归母净利润复合增速最高的是 TOC 株式会社，达 146.9%，最慢的是 CRE，为-4.5%。20 家公司的归母净利润复合增速均值为 22.2%，中位值为 16.2%。

图 12：日本物管上市公司 2016-18 年归母净利润年均复合增速



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：红色虚线框内的为含 CM 的日本物管上市公司，灰色虚线框内的为日本纯物管上市公司

从 2016-18 年归母净利润复合增速的平均值来看，日本纯物管上市公司和 14 家香港上市的内地物管公司的均值分别为 31.4%和 49.2%，都远高于含 CM 的日本物管上市公司。从 2018 归母净利润的均值来看，日本纯物管上市公司的均值约是 14 家香港上市的内地物管公司均值的 2.8 倍。

表 8：2018 归母净利润和 2016-18 年复合增速的平均值

	2018 归母净利润 (m Rmb)	2016-18 年归母净利润 复合增速
20 家日本物管上市公司	2,399	22.2%
含 CM 的日本物管上市公司	3,498	16.1%
日本纯物管上市公司	752	31.4%
14 家香港上市的内地物管公司	265	49.2%

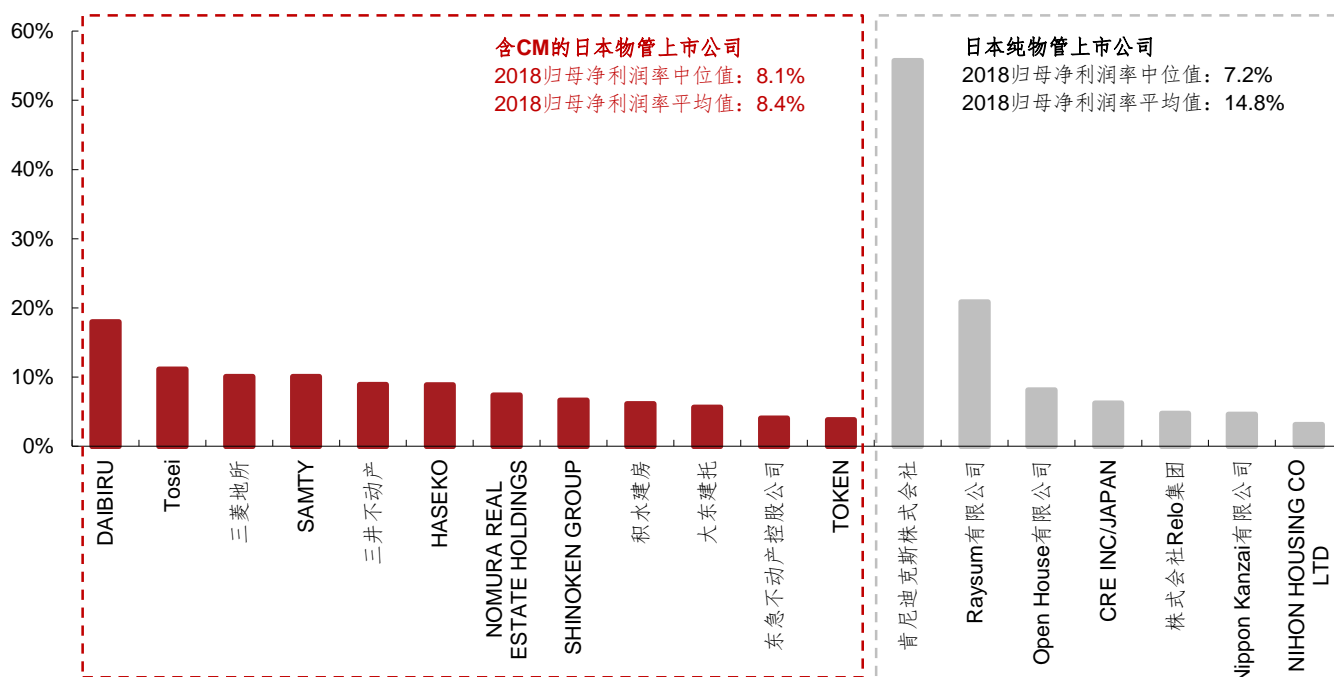
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：以上数据皆为均值

4.3. 归母净利润率

从 2018 归母净利润率的角度来看，剔除异常值后，20 家日本物管上市公司中最高的是肯尼迪克斯株式会社，为 55.7%，最低的是 Nihon Housing，为 3.1%。20 家公司的 2018 归母净利润率均值为 10.8%。

图 13：20 家日本物管公司 2018 归母净利润率



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 红色虚线框内的为含 CM 的日本物管上市公司，灰色虚线框内的为日本纯物管上市公司；2) 日本纯物管上市公司的平均值剔除了 TOC 株式会社的异常值

从归母净利润率平均值来看，日本纯物管上市公司 2016-18 年归母净利润率均值分别为 15.8%、15.6%和 14.8%，皆高于含 CM 的日本物管公司对应年份的归母净利润率均值，也高于香港上市的内地物管上市公司。

表 9：2016-18 年归母净利润率平均值对比

	归母净利润率 2016	归母净利润率 2017	归母净利润率 2018
20 家日本不动产管理上市公司	10.8%	11.0%	10.8%
含 CM 的日本物管上市公司	7.4%	8.0%	8.4%
日本纯物管上市公司	15.8%	15.6%	14.8%
14 家香港上市的内地物管公司	9.6%	12.4%	12.4%

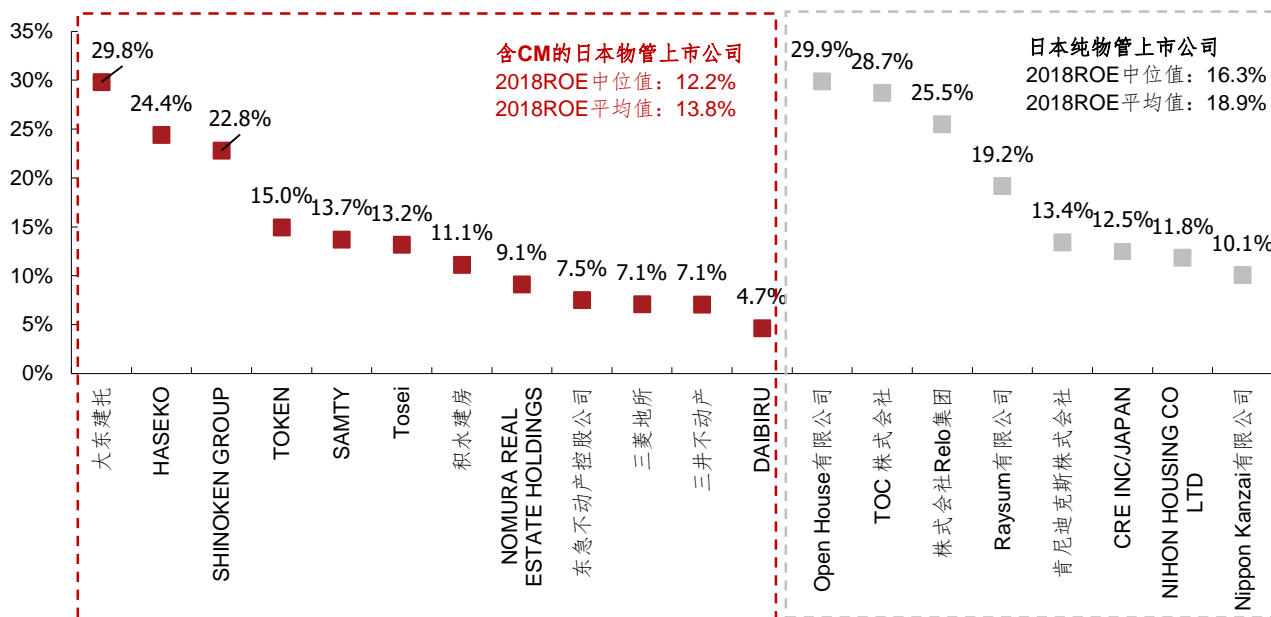
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：1) 以上数据皆为均值，2) 在计算 20 家日本不动产管理上市公司和日本纯物管上市公司的 2018 归母净利润率均值时均剔除了 TOC 株式会社的异常值

4.4. ROE 方面，中国内地物管上市公司更胜一筹

从 2018 年 ROE 来看，20 家日本物管上市公司中，2018 年 ROE 最高的是 Open House，为 29.9%，最低的是 DAIBIRU，仅为 4.7%。20 家公司的平均值为 15.8%，中位值为 13.3%。

图 14：20 家日本物管上市公司 2018 年 ROE 的情况



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：红色虚线框内的为含 CM 的日本物管上市公司，灰色虚线框内的为日本纯物管上市公司

从 ROE 均值来看，2018 年日本纯物管上市公司的 ROE 均值为 18.9%，高于含 CM 的日本物管上市公司的均值 13.8%，但低于 14 家香港上市的内地物管公司的均值 24.4%。

表 10：2016-18 年 ROE 平均值情况

	ROE 2016	ROE 2017	ROE 2018
20 家日本物管上市公司	14.9%	15.4%	15.8%
含 CM 的日本物管上市公司	14.4%	14.7%	13.8%
日本纯物管上市公司	15.7%	16.4%	18.9%
14 家香港上市的内地物管公司	31.1%	29.5%	24.4%

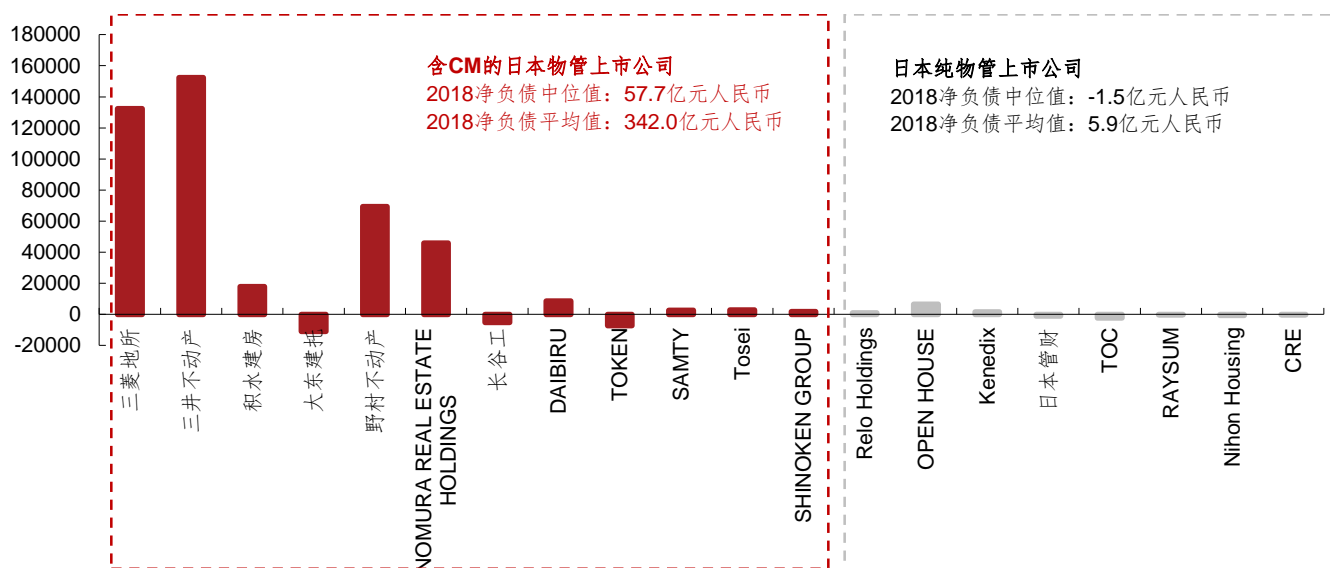
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

注释：以上数据皆为所属样本的平均值

4.5. 大部分上市的日本纯物管公司为净现金的状态

从净负债来看，12 家含 CM 的日本物管上市公司中，大部分净负债都为正，而大东建托、长谷工和 TOKEN 这三家公司 2018 年为净现金。与之相反的是，8 家日本纯物管上市公司中的大部分都是净现金的状态，这与我国 14 家香港上市的内地物业管理公司的状态一致。14 家香港上市的内地物管公司中，只有彩生活 2018 年为净负债，其余 13 家皆为净现金。

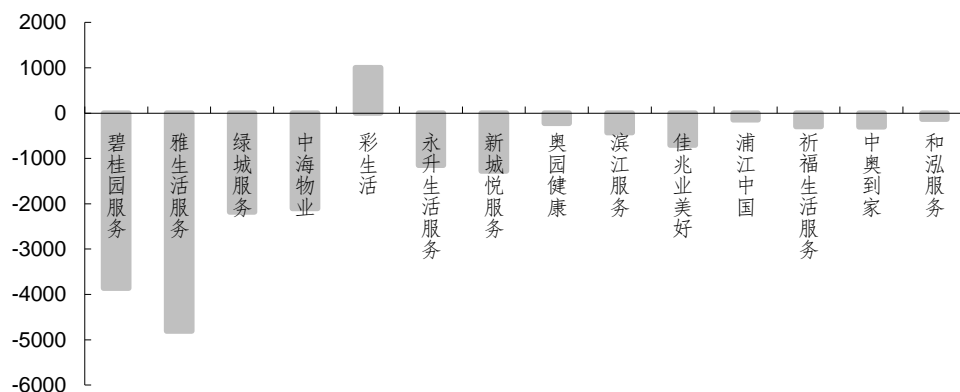
图 15: 20 家日本物管上市公司的 2018 净负债 (m Rmb)



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

注释: 红色虚线框内的为含 CM 的日本物管上市公司, 灰色虚线框内的为日本纯物管上市公司

图 16: 14 家香港上市的内地物管公司的 2018 净负债 (m Rmb)



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

典型公司研究

作为日本不动产管理的龙头企业，大东建托的业务覆盖五个主要的物管模块。大东建托 2019 年财年（截至 2019 年 3 月 31 日）的总营业收入为约 942.4 亿元人民币，归母净利润约 53.2 亿元人民币。按 2019 年 8 月 28 日的收盘价大东建托的总市值达 10,338 亿日元，相当于 696 亿元人民币。根据日本国土交通局的数据，大东建托的住宅租赁供应数量在日本排第一。我们认为大东建托是日本物管行业的标杆企业之一。

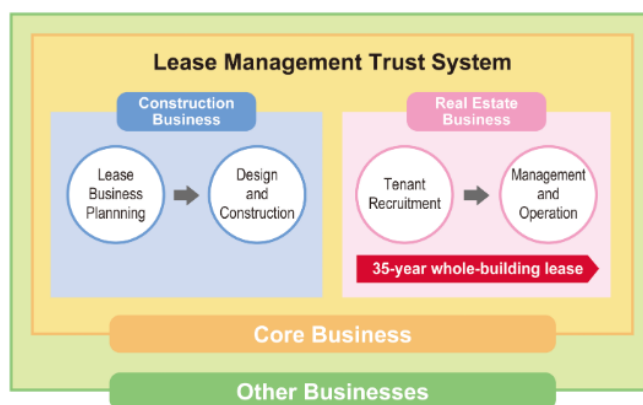
大东建托（1878.T）

大东建托（DAITO TRUST CONSTRUCTION CO.LTD.）成立于 1974 年，于 1992 年在东京证券交易所上市，主要从事于房地产相关业务，业务板块分为四个分部：建设分部、房地产板块、金融分部和其他板块：

- 1) 建设分部从事承包工程的规划，设计和施工；
- 2) 房地产板块主要从事房地产经纪、管理和租赁、房地产信息类杂志的生产和销售、房地产门户网站的运作以及承租大厦居民的担保信托；
- 3) 金融分部涉及建筑贷款业务和消防再保险业务；
- 4) 其他业务分部主要从事燃料销售，日间服务中心及酒店的运作，文件的印刷及递送，酒店公司的投资及蘑菇的种植等。

大东建托 2019 年财年（截至 2019 年 3 月 31 日）的总营业收入为 15,570.2 亿日元（约 942.4 亿元人民币），归母净利润 878.3 亿日元（约 53.2 亿元人民币）。按 2019 年 8 月 28 日的收盘价，大东建托的总市值达 10,338 亿日元（约 695.7 亿元人民币），对应的 2018PE 为 11.4x。大东建托的主要商业模式是代建+与租赁相关的全套服务。其租赁体系如下图所示：

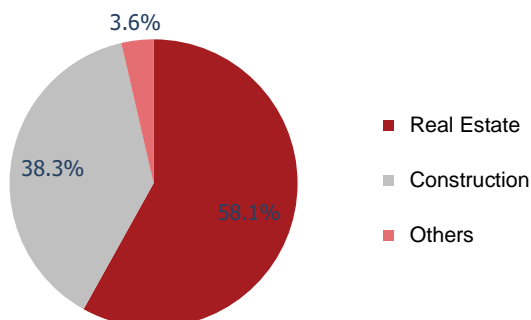
图 17：大东建托的商业模式



数据来源：大东建托公司官网，克而瑞证券研究院

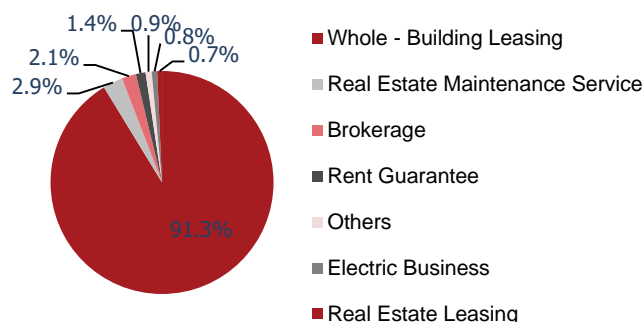
大东建托 2019 财年总营收中房地产板块营收占比为 58%；建设板块营收占比为 38%。房地产板块的营收主要分为六类，分别是：租赁、房地产维修服务、中介、出租维持、电力业务和其他。其中租赁占大头，占房地产板块营收的 91%，占公司总营收的 53%。

图 18：大东建托 2019 财年营收构成



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

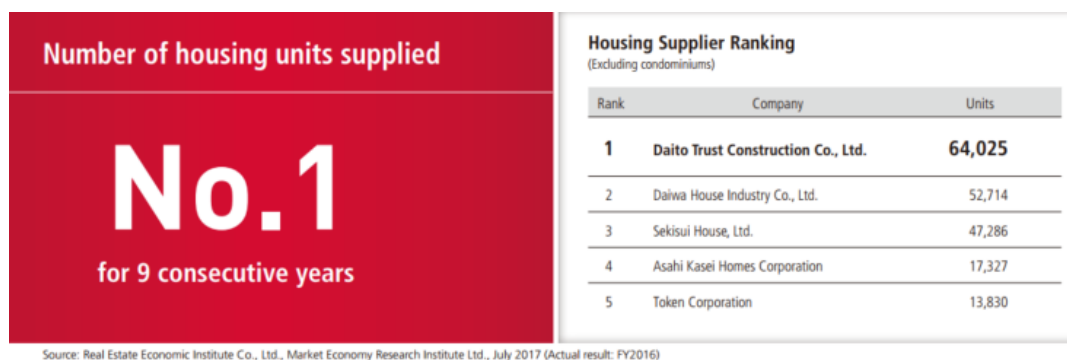
图 19：大东建托 2019 财年房地产板块营收构成



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

大东建托的住宅租赁供应数量在日本排第一。根据日本国土交通局的数据，日本 2018 年新建住宅的套数为 94.2 万套，其中租赁住宅的套数为 39.6 万套，占 42%。大东建托提供的 6.4 万户占租赁住宅的 15%。

图 20：大东建托出租住宅套数提供量连续 9 年位居日本第一



数据来源：大东建托公告，克而瑞证券研究院

附录：20 家日本不动产管理上市公司列表

表 11：20 家含有不动产管理业务的日本上市公司

Ticker	公司简称	公司简介	上市日期	市值 (bn Rmb)
8802.T	三菱地所	三菱地所从事房地产开发，包括办公楼，住宅物业和商业物业。建筑业务部门从事办公楼的开发，租赁和物业管理。生活方式物业部门经营着 PREMIUM OUTLETS, MARK IS 等零售设施。住宅业务部门提供服务，如开发，营销和租赁。公司在超过 10 个州，包括分销设施和家庭进行约 30 个开发项目。投资管理部门为个人和机构投资者提供服务。建筑设计和工程部门从事建筑和土木工程项目的管理和设计。酒店业务部门拥有超过八家酒店的网络。房地产服务部门为个人和公司提供一系列解决方案。	1953/5/11	191.7
8801.T	三井不动产	三井不动产株式会社提供全面房地产服务，如：租赁、分售、工程、销售以及办公楼与居民楼的维修。该公司还生产建筑材料、经营酒店与高尔夫球场等商业设施并提供物业证券化等金融服务。	1949/5/30	168.7
1928.T	积水建房	积水建房有限公司建造并销售钢结构及木结构的房屋。该公司承建别墅式住宅、分户式产权公寓以及公寓大楼等。积水建房还经营房地产中介及租赁业务。此外，该公司还销售建筑材料。	1970/8/1	86.9
1878.T	大东建托	大东建托株式会社经营房屋建筑和房地产业务。该公司主要为土地所有者计划和建造公寓以及商业楼盘。大东建托株式会社还提供经纪服务和维修服务。	1992/2/5	69.6
3289.T	东急不动产控股公司	东急不动产控股公司是由东急不动产有限公司、东急社区基团以及东急宜居公司合并后成立的控股公司。它管理旗下子公司的运营。	2013/10/1	31.5
3231.T	NOMURA REAL ESTATE	NOMURA REAL ESTATE（野村不动产控股株式会社）从事公寓、住宅房以及办公楼的销售与租赁。该公司还管理房地产投资信托、房地产开发以及咨询服务。	2006/10/3	29.0
8876.T	Relo Holdings	Relo Group 有限公司，之前为 Relo 控股公司是一家日本公司主要从事企业福利外包服务的提供。国内部分从事企业住房制度相关的完整的外包业务，提供与企业福利相关的扶持服务和其他一般的外包服务，出租房地产管理机构，为企业客户提供休闲生活的支持和其他福利，以及酒店运营服务。海外分部为受让人提供空房的管理服务，机构的签证收购和海外移动的安排，以及其他服务中的服务性公寓。其他分部从事保险业务。	2010/6/14	27.7
1808.T	HASEKO	长谷工株式会社建造民用住宅、商业楼房和机构大楼（如公寓和办公楼）。该公司还从事房地产经纪、租赁及管理业务。	1962/3/5	22.5

3288.T	OPEN HOUSE	Open House 有限公司提供房地产服务。该公司提供包括出租、购买、出售和评估房地产在内的服务。	2013/9/20	18.9
8806.T	DAIBIRU	DAIBIRU 株式会社租赁包括公寓和酒店在内的办公楼宇。该公司还通过其相关公司提供商业清洁和管理服务。	1983/12/12	8.0
4321.T	Kenedix	Kenedix 公司是一家位于日本的投资服务提供商。资产管理板块通过为房地产投资者提供房地产和房地产抵押贷款的投资交易和运营服务给房地产投资者提供回报。房地产投资板块从事房地产投资业务。房地产租赁板块租赁用于长期持有的土地固定资产和建筑物。公司还从事建筑工程，防水加固工作以及电气施工作业。	2003/12/12	7.9
1766.T	TOKEN	东建株式会社建造公寓、套房、单户住宅和商店。该公司向建筑物所有者和土地拥有者提供房地产管理规划。该公司还提供房地产经纪及租赁服务。该公司通过多媒体提供房屋信息。	2002/3/20	5.6
8841.T	TOC	TOC 有限公司是一家总部位于日本的房地产公司，从事三个业务部门。房地产分部租赁楼宇、展览厅、停车场、工厂用地及商业设施。亚麻供应和洗衣分部从事提供亚麻供应和洗衣服务。其他部门参与消化药品和保健食品的生产和销售；食品和饮料业务的经营；体育俱乐部和温泉设施管理；建筑管理相关的服务，如自动售货机的提供；信息处理系统的规划和发展，以及电子商务业务。	1983/12/19	5.5
9728.T	日本管财	Nippon Kanzai 有限公司为公共和商业建筑提供综合建筑管理服务。该公司还推进 PFI 项目，为排水系统等公众设施提供运营管理服务。Nippon Kanzai 有限公司担当共管式公寓的管理协会角色，并为房地产基金提供资产管理服务。	2002/2/12	5.2
3244.T	SAMTY	Samty Co.,Ltd.是一家总部位于日本的房地产公司，业务分为三个部分。房地产业务部门从事营利性房地产的规划，开发，更新和销售，以家庭为对象的公寓和投资性公寓的规划，开发和销售以及资产管理业务。房地产租赁分部从事公寓，写字楼，商业及物流设施，酒店及停车场的租赁及管理。其他业务分部以东京中心酒店和大阪中心酒店为名，涉及两家商务酒店的所有权和经营权。	2013/7/16	5.1
8923.T	Tosei	TOSEI 公司是一家不动产公司。不动产活化部门负责通过执行增值计划销售和活化不动产市场。不动产发展部门负责发展和销售写字楼、公寓及独立式住宅。租赁部门负责办公楼、公寓、店铺和停车场的租赁工作。不动产基金部门负责保障信托受益人的权利、为不动产投资基金提供资产管理服务。不动产管理部门为建筑物和公寓提供管理、清洁、维修、翻新以及安全保障服务。多项投	2006/11/22	4.0

		资部门负责不动产抵押物的收集工作、不动产相关公司的兼并和融合工作。		
8890.T	RAYSUM	<p>Raysum 株式会社是一家房地产管理公司。资产管理部的业务涉及为净值高的个人、商业公司和投资者提供采购、改造、开发和销售资产服务。物业管理部提供租赁和管理服务。服务部提供采购、管理和回笼贷款。其他部门运营高尔夫球场和其他附属住宿设施。</p>	2013/7/16	3.4
4781.T	Nihon Housing	<p>NIHON HOUSING CO.,LTD 主要从事房地产业务。其公寓管理部门提供公寓管理、清洁和设施管理,维护以及综合管理,如管理协会会计,公寓的运营助理服务。建筑管理部门提供清洁、安全、接待、设施管理和维修服务,以及建筑物的综合管理业务。房地产管理部门涉及提供楼宇管理,租赁管理机构,转租服务和房地产的购买、销售、经纪和租赁业务。维修部门包括房屋及设施的维修工程、外墙油漆工程以及其他的翻新工程。截至 2014 年 3 月 31 日,公司有 23 个子公司,一个联营公司和一个相关公司。</p>	2002/2/25	2.8
8909.T	SHINOKEN GROUP	<p>Shinoken 股份有限公司是一家控股公司。公司公寓销售部门经营房屋租赁业务计划的方案,公寓用地出售给个人投资者。公寓建筑销售部门以投资为目的规划和出售公寓大楼以及向售楼公司出售大块公寓大厦。房地产租赁和管理部分为向租客提供房屋租赁服务提供支持,包括租客邀请、收缴租金以及租住屋的维护服务。金融证券相关部门为购买属性和房租担保业务筹资。其他部门向房屋租户销售液化石油气(LP)。</p>	2013/7/16	2.2
3458.T	CRE	<p>CRE 公司是一家主营房地产租赁、管理和开发以及资产管理业务的日资公司。它有四个商业板块。其中房地产管理部门负责大宗租赁、财产管理和物流设施的建设工作,以及房地产租赁业务。物流投资部门负责市场调研、土地信息采集、规划、征购土地、建造工作安排、招商引资以及销售工作。资产管理部负责自主研发物流设施管理和运行工作。其他部门负责投资财产的获取工作。</p>	2015/4/21	2.0

数据来源: Bloomberg, Wind, 克而瑞证券研究院

注释: 总市值按照 2019 年 8 月 28 日收盘价计算

评级指南及免责声明

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。