

剑指中国物管行业龙头地位

首次覆盖给予“增持”评级，DCF 目标价 18.50 港元；盈利能见度及社区增值服务是关键

首次覆盖给予“增持”评级；目标价 18.5 港元，隐含上行空间 54%

恒大物业是中国恒大下属的物业管理公司。截至 2020 财年末，恒大物业的在管面积达到 3 亿平方米；主要受益于母公司中国恒大的鼎力支持，2017-19 财年期间物业管理面积规模的复合年均增速（CAGR）达到 29%。

母公司的鼎力支持及强大的执行力支撑较高盈利能见度

克而瑞（CRIC）《中国房地产企业销售排行榜》显示，以销售面积（操盘口径）衡量，2020 年中国恒大位居中国第二大房地产开发商。截至 2020 财年末，中国恒大的土地储备和储备面积分别为恒大物业公司物业在管面积的 0.8 倍/0.9 倍。此外，凭借强大的执行力和品牌知名度，我们相信恒大物业能够巩固在第三方市场的领先地位并实现快速扩张，2020-23 财年管理面积规模 CAGR 有望达到 50%。

多元化发展社区增值服务

中国恒大拥有多元化的生态系统。借助与母公司的紧密合作，我们认为恒大物业的社区增值服务蕴藏巨大增长潜力。房产中介、保险经纪和家装美居等领域预计是重要发力点，我们预计公司 2020-23 财年社区增值服务收入 CAGR 将达到 47%。

2020-23 年净利润 CAGR 预计将达到 50%，位居同业前列

我们对公司 2020-23 财年净利润增速的预测主要基于以下因素：1) 鉴于母公司的大力支持，且第三方合同招标预计将贡献 2021/22 年在管面积的 33%/47%，我们预计 2023 年物业在管面积或将从 2020 年的 3 亿平方米扩大至 10.2 亿平方米，CAGR 将达到 50%；2) 尽管毛利率呈下滑趋势，但公司盈利能力仍强于同业（2023 财年营业利润率预测为 30.7%）。

估值：公司当前股价对应 2022 财年 19.2 倍 PE，而我们覆盖的其他物业公司 2022 财年 PE 为 21 倍（隐含上行空间 54%）

基于现金流折现（DCF）估值法，我们给予恒大物业 18.50 港元的目标价（假设贴现率为 10%，永续增长率为 3%），对应 2022 年 26 倍 PE 及 0.76 倍 PEG，与我们覆盖的物管公司平均隐含估值（27 倍 PE 和 0.87 倍 PEG）基本一致。基于上述假设，且考虑到公司较高的盈利能见度及社区增值服务的巨大潜力，我们认为目标估值处于合理区间。然而，公司缺乏可靠的业绩记录、公众持股比例偏低（不包括 Pre-IPO 和基石投资者），且过度依赖收并购，因此不足以享有估值溢价。

证券研究报告

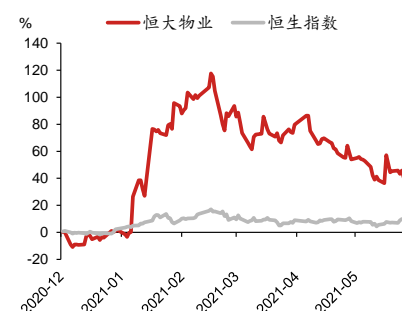
2021 年 05 月 28 日

评级（首次）	增持
目标价（首次）	HKD18.50
收盘价（2021/05/28）	HKD11.98
潜在上行空间	54.4%

基本数据

总股本（百万股）	10811
流通股本（百万股）	10811
总市值（亿港元）	1295
流通市值（亿港元）	1295
52 周最高/最低价（港元）	19.74/7.43
30 日日均成交额（百万港元）	106.3

股价走势图



分析师

消费研究团队

廖欣宇

xinyu.liao@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120003

葛幸梓 研究助理

xingzi.ge@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720120030003

王涵宜 研究助理

hanyi.wang@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720120050003

盈利预测简表

截止12月31日	2020财年	2021财年		2022财年		2023财年	
人民币	实际	旧	新	旧	新	旧	新
营业收入(百万元)	10,509		17,235		26,905		37,555
报告净利润(百万元)	2,648		4,245		6,415		8,850
经调整净利润(百万元)	2,648		4,245		6,415		8,850
经调整每股收益(摊薄)	24.49c		39.27c		59.34c		81.86c
经调整每股收益增速 (摊薄; %)	184.7		60.3		51.1		37.9
经调整P/E(摊薄; 倍)	46.5		29		19.2		13.9
EV/EBITDA(倍)	31.7	-	19.5	-	12.3	-	8.4
P/B(倍)	12.4	-	9.2	-	6.7	-	4.8
股息率(%)	-	-	0.7	-	1	-	1.4
ROE(%)	45.2		36.5		40.3		40.2
净资本负债率(%)	净现金		净现金		净现金		净现金

资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

恒大物业关键数据

Performance

(%)	1M	3M	12M		
Absolute (HKD)	-7.4	-27.0		M cap (USDmn)	19,213.0
Absolute (USD)	-7.3	-27.1		Free float (%)	4.8
Rel to Hang Seng Index	-6.1	-20.4		3-mth ADT (USDmn)	18.9

Income statement (CNYmn)

Year-end 31 Dec	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Investment properties					
Property development					
Hotels/serviced apartments					
Other Revenue	7,333	10,509	17,235	26,905	37,555
Revenue	7,333	10,509	17,235	26,905	37,555

EBIT contributions					
Investment properties					
Property development					
Hotels/serviced apartments					
Other income	1,818	4,110	6,487	9,853	13,601
Management expenses	-515	-629	-979	-1,501	-2,067
EBITDA	1,303	3,481	5,508	8,352	11,534
Dep and amort	0	0	0	0	0
EBIT	1,303	3,481	5,508	8,352	11,534
Net interest expense	-25	28	101	126	161
Associates & JCEs	0	0	0	0	0
Other income	-48	-10	0	0	0
Earnings before tax	1,229	3,499	5,609	8,478	11,695
Income tax	-299	-851	-1,365	-2,063	-2,846
Net profit after tax	931	2,647	4,244	6,415	8,849
Minority interests	0	1	1	1	1
Other items					
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Normalised NPAT	930	2,648	4,245	6,415	8,850
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported NPAT	930	2,648	4,245	6,415	8,850
Dividends	0	0	-849	-1,283	-1,770
Transfer to reserves	930	2,648	3,396	5,132	7,080

Valuations and ratios

Reported P/E (x)	132.3	46.5	29.0	19.2	13.9
Normalised P/E (x)	132.3	46.5	29.0	19.2	13.9
FD normalised P/E (x)	132.3	46.5	29.0	19.2	13.9
Dividend yield (%)	-	-	0.7	1.0	1.4
Price/cashflow (x)	-	23.8	29.4	21.0	15.2
Price/book (x)	69.9	12.4	9.2	6.7	4.8

EV/EBITDA (x)	93.9	31.7	19.5	12.3	8.4
EV/EBIT (x)	93.9	31.7	19.5	12.3	8.4
EBIT margin (%)	17.8	33.1	32.0	31.0	30.7
Effective tax rate (%)	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3
Dividend payout (%)	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
ROA (pretax %)	22.5	62.0	114.3	143.0	157.2

资料来源：公司数据、野村东方国际证券

Cashflow statement (CNYmn)

Year-end 31 Dec	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
EBITDA	1,303	3,481	5,508	8,352	11,534
Change in working capital	-1,683	3,862	-133	-649	-909
Other operating cashflow	12	-2,169	-1,195	-1,839	-2,548
Cashflow from operations	-368	5,173	4,181	5,863	8,077
Capital expenditure	-17	-29	-157	-218	-306
Free cashflow	-385	5,143	4,023	5,645	7,771
Reduction in investments	0	0	0	0	0
Net acquisitions	0	0	0	0	0
Dec in other LT assets	0	0	0	0	0
Inc in other LT liabilities	0	0	0	0	0
Adjustments	139	940	0	0	0
CF after investing acts	-246	6,083	4,023	5,645	7,771
Cash dividends	-4	-7	-849	-1,283	-1,770
Equity issue	0	5,953	0	0	0
Debt issue	-152	-3	0	0	0
Convertible debt issue	0	0	0	0	0
Others	32	-107	3	3	4
CF from financial acts	-124	5,836	-846	-1,280	-1,766
Net cashflow	-370	11,920	3,177	4,365	6,005
Beginning cash	1,054	684	12,604	15,781	20,147
Ending cash	684	12,604	15,781	20,147	26,152
Ending net debt	-681	-12,604	-15,781	-20,147	-26,152

Balance sheet (CNYmn)

As at 31 Dec	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Cash & equivalents	684	12,604	15,781	20,147	26,152
Properties held for sale	0	0	0	0	0
Accounts receivable	5,257	4,186	4,814	6,018	7,522
Other current assets	1,366	12	12	12	12
Total current assets	7,307	16,803	20,608	26,177	33,686
Investment properties	0	0	0	0	0
Other fixed assets (net)	58	182	275	401	575
Associates	92	80	74	69	65
Other LT assets					
Total assets	7,457	17,064	20,957	26,647	34,325
Short-term debt	3	0	0	0	0
Accounts payable	2,969	4,126	4,622	5,176	5,771
Other current liabilities	2,697	2,978	2,978	2,978	2,978
Total current liabilities	5,669	7,105	7,600	8,154	8,750
Long-term debt	0	0	0	0	0
Convertible debt	0	0	0	0	0
Other LT liabilities	13	26	26	26	26
Total liabilities	5,682	7,130	7,625	8,180	8,775
Minority interest	13	11	13	16	19
Preferred stock	0	0	0	0	0
Shareholders' Equity	1,762	9,923	13,319	18,451	25,531
Other equity and reserves	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	1,762	9,923	13,319	18,451	25,531
Total equity & liabilities	7,457	17,064	20,957	26,647	34,325

Leverage

Interest cover	51.50	-	-	-	-
Gross debt/prop assets (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt/EBITDA (x)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net debt/equity (%)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash

Growth (%)

Revenue	24.2	43.3	64.0	56.1	39.6
EBITDA	287.1	167.2	58.3	51.6	38.1
EBIT	287.1	167.2	58.3	51.6	38.1
Normalised EPS	289.1	184.7	60.3	51.1	37.9
Normalised FDEPS	289.1	184.7	60.3	51.1	37.9

Dupont decomposition

Net margin (%)	12.7	25.2	24.6	23.8	23.6
Asset utilisation (x)	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2
ROA (%)	14.0	21.6	22.3	27.0	29.0
Leverage (Assets/Equity x)	5.2	2.1	1.6	1.5	1.4
ROE (%)	72.36	45.23	36.49	40.35	40.21

Per share

Reported EPS (CNY)	8.60c	24.49c	39.27c	59.34c	81.86c
Norm EPS (CNY)	8.60c	24.49c	39.27c	59.34c	81.86c
FD norm EPS (CNY)	8.60c	24.49c	39.27c	59.34c	81.86c
BVPS (CNY)	0.16	0.92	1.23	1.71	2.36
DPS (CNY)	0.00	0.00	0.08	0.12	0.16

正文目录

恒大物业关键数据	3
投资前景	6
公司实力	6
公司短板	6
2020-23 年盈利预测	6
估值	6
公司分析	7
在管面积增长的驱动力	7
收入增长前景	12
经营效率分析/利润率展望	17
利润率同业比较	17
资产负债表分析	20
盈利预测	21
估值	22
下行风险	24
附录	25
股权结构	25
管理层	25

图表目录

图表 1: 在管面积构成	7
图表 2: 新增在管面积构成	7
图表 3: 合约面积构成	7
图表 4: 新增合约面积构成	7
图表 5: 2020 年中国恒大位居中国第二大房地产开发商 (按销售面积 (操盘口径) 衡量)	8
图表 6: 中国恒大关键经营数据	9
图表 7: 母公司关键经营数据 (2020 财年末)	9
图表 8: 储备面积占在管面积比重 (2020 财年末)	9
图表 9: 母公司土地储备占在管面积比重 (2020 财年末)	9
图表 10: 截至 2020 年底中国恒大处于“三道红线”新规的“红档”	10
图表 11: 2023 年第三方在管面积预计将占总量的 14%	10
图表 12: 2020-23 财年第三方新增合约面积	10
图表 13: 2019 年以来主要收并购交易	11
图表 14: 2019-23 财年收并购贡献的同业比较	11
图表 15: 在管面积细分 (按物业类型)	12
图表 16: 物业管理收入细分 (按物业类型)	12
图表 17: 宁波亚太酒店物业: 主要非住宅项目	12
图表 18: 收入细分及增长前景	13
图表 19: 收入细分 (同业比较; 截至 2020 财年末)	13
图表 20: 2023 年第三方业务收入占比预计将达 48%	14
图表 21: 恒大物业平均物业管理费	14
图表 22: 恒大物业社区增值服务细分	14
图表 23: 住宅物业社区增值服务收入	15
图表 24: 社区增值服务渗透率 vs 管理费 (截至 2020 财年末)	15
图表 25: 开发商增值服务收入细分	16

图表 26: 关联交易占总收入比重比较 (2020 财年)	16
图表 27: 恒大物业关联交易占收入比重	16
图表 28: 恒大物业毛利润细分及增速	17
图表 29: 恒大物业毛利率细分及走势	17
图表 30: 毛利润细分 (同业比较; 截至 2020 财年末)	17
图表 31: 单项目平均管理面积比较 (截至 2020 财年末)	18
图表 32: 城市项目数量同业比较 (截至 2020 财年末)	18
图表 33: 毛利率同业比较 (截至 2020 财年末)	18
图表 34: 营业利润率同业比较 (截至 2020 财年末)	19
图表 35: 净利率同业比较 (截至 2020 财年末)	19
图表 36: 恒大物业毛利率/营业利润率/净利率走势	19
图表 37: 管理费收缴率	20
图表 38: 应收账款周转天数同业比较 (2020 年)	20
图表 39: 净利润及经营现金流	20
图表 40: 销售及管理费用占收入比重	21
图表 41: 恒大物业净利润预测	21
图表 42: 恒大物业 DCF 估值法	23
图表 43: 中国物业管理行业估值表	23
图表 44: 恒大物业 Pre-IPO 投资者	24
图表 45: 恒大物业 IPO 基石投资者	24
图表 46: 恒大物业股权结构	25
图表 47: 管理层背景	25

投资前景

我们首次覆盖恒大物业，给予“增持”评级。我们给予公司 18.50 港元的目标价，隐含上行空间 54%。当前股价对应 2022 年 19 倍 PE，低于同业平均水平（21 倍）。恒大物业是中国发展最快的大型物业管理公司之一。截至 2020 财年末，恒大物业在管面积达 3 亿平方米，合约储备面积 2.65 亿平方米。

公司实力

母公司的鼎力支持及强大的执行力支撑较高盈利能见度

鉴于盈利能见度较高，我们认为 2020-23 财年恒大物业的净利润 CAGR 将位居同业前列，主要支撑因素包括两点。1) 母公司的大力支持。截至 2020 财年末，中国恒大的土地储备和储备面积分别为在管面积的 0.8 倍/0.9 倍。2) 公司强大的执行力和品牌知名度。恒大设有严格的绩效考核机制，以确保员工具备高效执行力。因此，管理层有信心在未来三年内达成宏伟的扩张目标。

多元化发展社区增值服务

中国恒大拥有多元化的生态系统。借助与母公司的紧密合作，我们认为恒大物业的社区增值服务蕴藏巨大潜力。公司应围绕房产中介、保险经纪和家装美居等领域发力。2020-23 财年社区增值服务收入 CAGR 预计将达到 47%。

公司短板

我们的主要担忧在于：1) 公司在第三方业务拓展方面尚缺业绩实证，市场担忧公司或难实现宏伟目标；2) 公众持股比例偏低（不包括 Pre-IPO 和基石投资者），仅为 5% 左右；以及 3) 2021-23 财年公司严重依赖收并购交易，我们估计收并购对公司管理面积规模总增量的贡献可达到 40-70%。

2020-23 年盈利预测

我们预计 2023 年恒大物业收入有望从 2020 年的 105 亿元增至 376 亿元人民币，期间收入 CAGR 或达 53%；2021/22/23 年在管面积或分别增加 3/2.25/1.95 亿平方米，总在管面积从 2020 年的 3 亿平方米扩大至 2023 年的 10.2 亿平方米，CAGR 达 50%。据我们测算，2020-23 年公司毛利润 CAGR 或将达到 50%。由于公司借助大型收并购交易实现快速扩张，或压低物业管理业务的利润空间，2023 年毛利率预计将从 2020 年的 38.1% 小幅降至 36.1%。预计 2023 年公司营业费用率将从 2020 年的 6.0% 回落至 5.5%，这得益于管理系统升级后效率得到提升，抵消毛利率的下滑，营业利润率仅从 2020 年的 33.1% 小幅降至 2023 年的 30.7%。我们预计 2023 年公司净利率将从 2020 年的 25.2% 微降至 23.6%。据此，2020-23 年恒大物业净利润 CAGR 或达 50%，2023 年净利润将从 2020 年的 26.48 亿元人民币跃升至 88.5 亿元人民币。

估值

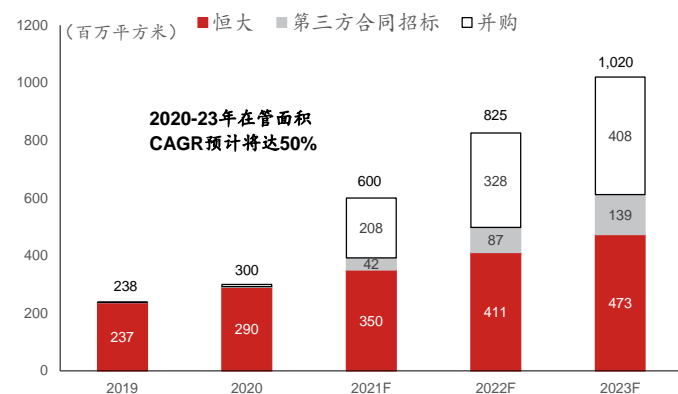
基于 DCF 估值法，我们给予恒大物业 18.5 港元的目标价，隐含上行空间 54%。目标价对应 2022 财年 26 倍 PE 及 0.76 倍 PEG，与我们覆盖的物管公司平均隐含估值（27 倍 PE 和 0.87 倍 PEG）基本一致。

公司分析

在管面积增长的驱动力

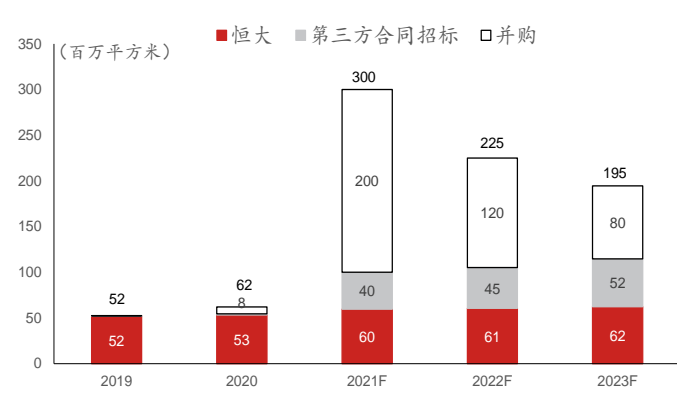
我们预计 2020-23 年恒大物业在管面积 CAGR 将达到 50%，2021/22/23 年将分别新增 3 亿/2.25 亿/1.95 亿平方米，带动总在管面积从 2020 年的 3 亿平方米扩大至 2023 年的 10.2 亿平方米。我们认为，在此期间增长动力结构或将渐趋平衡。根据我们的假设，2021-23 年来自母公司的新增管理面积对恒大物业管理面积规模增量的贡献或达到 20-30%。我们认为第三方合同招标大概率将迅速增长，2023 年对新增在管面积的贡献有望达到 27%，并购贡献占比应达到 41%。随着公司加速拓展第三方业务（合同招标及收并购），在管面积的构成会更加多元化。基于我们的假设，2023 年来自恒大系的在管面积占公司总在管面积的比重有望从 2020 年的 97% 降至 46%。

图表 1：在管面积构成



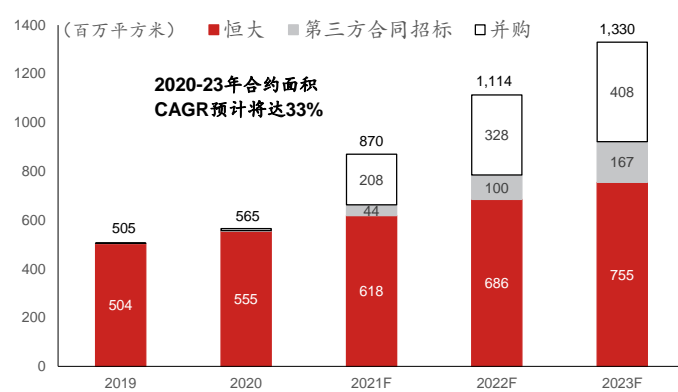
资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 2：新增在管面积构成



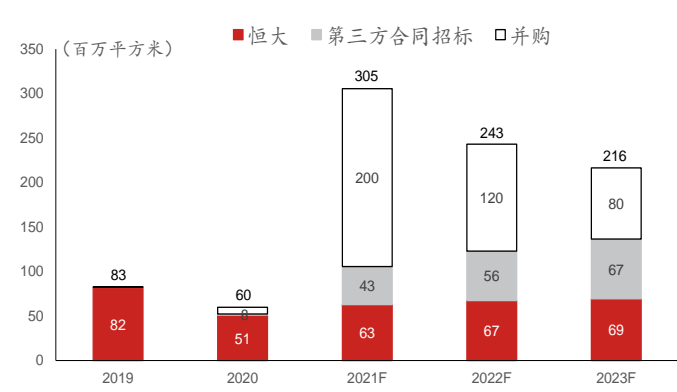
资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 3：合约面积构成



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 4：新增合约面积构成



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

1. 母公司的鼎力支持

克而瑞《中国房地产企业销售排行榜》显示，按销售面积（操盘口径）衡量，2020 年中国恒大位居中国第二大房地产开发商。受惠于母公司每年有大量、多元化的项目持续交付，我们认为恒大物业在管面积的增长能见度较高。

图表 5：2020 年中国恒大位居中国第二大房地产开发商（按销售面积（操盘口径）衡量）

排名	房地产开发商	销售面积（操盘口径） （百万平方米）	相关物管公司	排名	房地产开发商	销售面积（操盘口径） （百万平方米）	相关物管公司
1	碧桂园	86.1	碧桂园服务	11	建业地产	14.9	建业物业
2	中国恒大	77.7	恒大物业	12	绿城中国	14.2	绿城服务
3	万科地产	46.2	万物云*	13	华润置地	14	华润万象生活
4	融创中国	39.4	融创服务	14	世茂集团	13.7	世茂服务
5	保利发展	31.3	保利物业	15	阳光城	13.5	阳光城物业*
6	绿地控股	26.6	绿地物业	16	旭辉集团	13.3	永升物业
7	新城控股	18.6	新城悦	17	龙湖集团	13	龙湖物业*
8	中海地产	18.4	中海物业	18	荣盛发展	11.8	荣盛物业
9	金科集团	17.8	金科服务	19	金地集团	11.7	金地物业*
10	中南置地	15.7	中南物业*	20	富力地产	11.5	富力物业*

注：*未上市

资料来源：克而瑞、野村东方国际证券

储备量大：截至 2020 财年末，恒大物业储备面积为在管面积的 0.9 倍，处于同业较高水平。有人认为，恒大杠杆水平高企或限制恒大物业的未来发展。

然而，我们并不认同上述观点，原因在于：

恒大力图通过加快销售和回笼资金来实现去杠杆。我们预计未来几年恒大合约销售增速将保持在 3-5% 的水平。假定平均售价保持稳定，那么合约销售面积将保持在每年 8000-8500 万平方米的范围内。

拿地节奏或将放缓但不会暂停。预计恒大拿地预算将维持在每年 1200-1500 亿元人民币的水平，意味着建筑总面积增量将达到 6000-7500 万平方米（假设土地单价为 2000 元/平方米）。我们相信这将对未来合同销售以及物业管理面积的增长形成支撑。

恒大集团倾向于通过多元化业务分拆上市来实现去杠杆，而非出售物业项目。据管理层透露，房车宝、恒大旅游预计将于 2021 年底上市，而恒大冰泉、恒大童世界则有望于 2021 财年上市。我们估计集团通过分拆上市可回笼资金 1000-2000 亿元人民币。预计 2021 财年末恒大将达到“三道红线”的“黄档”，并于 2022 财年末改善至“绿档”（2020 财年为“红档”）。

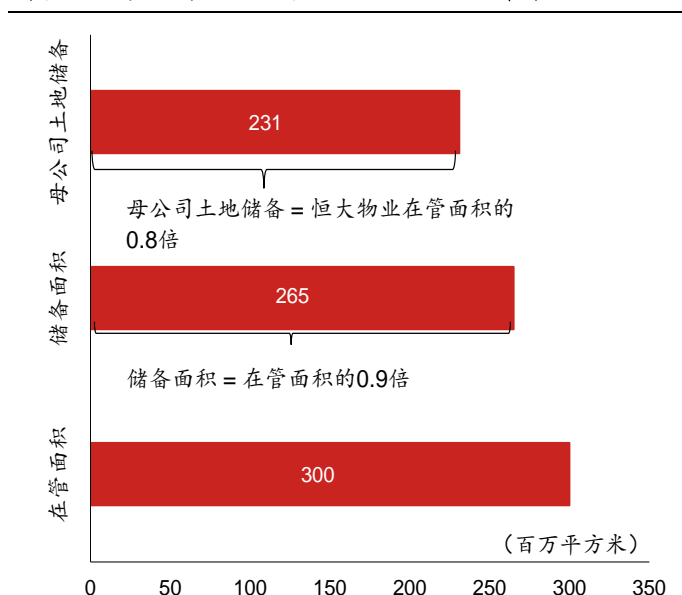
多元化项目管线：恒大集团不仅是房地产开发商，而且还涉足文旅和医疗保健等领域，拳头产品包括恒大童世界、恒大水世界、恒大海花岛和恒大养生谷，为恒大物业提供多元化的项目组合。我们认为大部分旅游项目或将于 2022 财年交付。根据现有管线计算，物业管理面积总规模预计可达到 600-800 万平方米。

图表 6: 中国恒大关键经营数据

百万平方米	2017	2018	2019	2020	2021F
新房开工面积	96.3	75.7	65.1	82.4	81.0
同比		-21%	-14%	26%	-2%
房屋竣工面积	45.1	72.3	77.0	73.9	71.7
同比		60%	7%	-4%	-3%
合约销售总面积	50.3	52.4	58.5	80.9	83.9
同比		4%	12%	38%	4%
新增拿地面积	126.0	49.9	67.0	68.9	60.0
同比		-60%	34%	3%	-13%

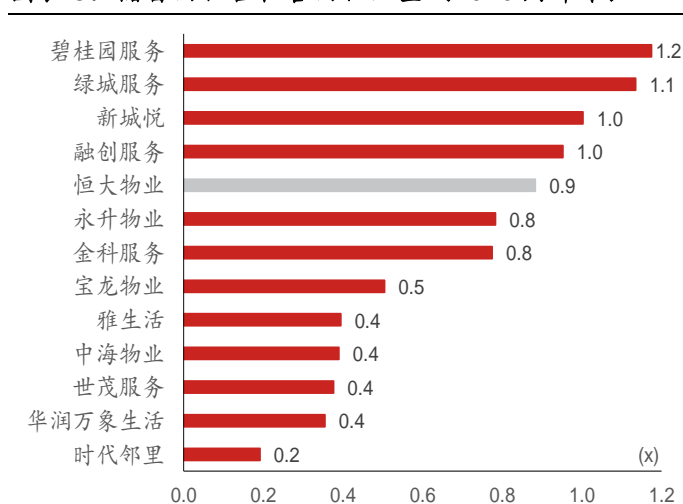
资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 7: 母公司关键经营数据 (2020 财年末)



资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

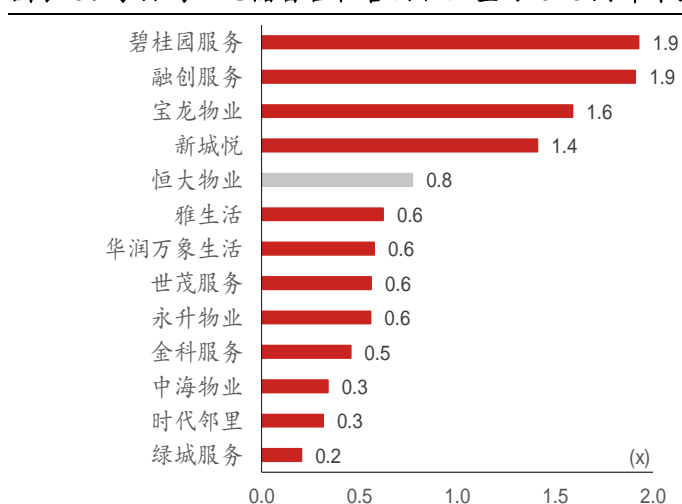
图表 8: 储备面积占在管面积比重 (2020 财年末)



注: 假设碧桂园土地储备股权为 70%。

资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 9: 母公司土地储备占在管面积比重 (2020 财年末)



注: 假设碧桂园土地储备股权为 70%。

资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 10: 截至 2020 年底中国恒大处于“三道红线”新规的“红档”

	资产负债率	净负债率	短期债务 覆盖率	档位 2020财年	债务增速
雅居乐	72%	61%	109%	黄色	10%
中国奥园	78%	83%	100%	黄色	10%
旭辉集团	72%	64%	273%	黄色	10%
中海地产	52%	31%	246%	绿色	15%
碧桂园	79%	56%	174%	黄色	10%
华润置地	58%	29%	228%	绿色	15%
中国恒大	83%	153%	47%	红色	0%
新城控股	75%	51%	189%	黄色	10%
富力地产	76%	130%	40%	红色	0%
中国金茂	66%	45%	156%	绿色	15%
合景泰富	73%	62%	161%	黄色	10%
龙光集团	69%	61%	158%	绿色	15%
龙湖集团	66%	46%	414%	绿色	15%
世茂集团	68%	50%	167%	绿色	15%
远洋集团	69%	55%	151%	绿色	15%
融创中国	78%	96%	108%	黄色	10%
万科	70%	18%	221%	黄色	10%

资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

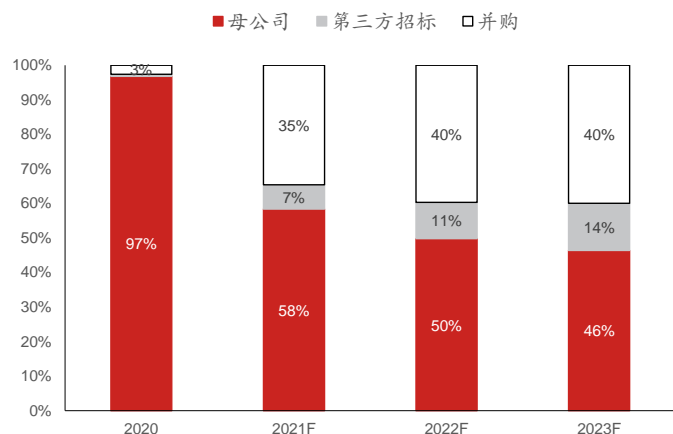
2. 第三方业务

恒大物业组建了 300 人的投资拓展团队, 覆盖全国六大地区。

我们预计 2023 年第三方项目的在管面积将占公司总在管面积的 14%

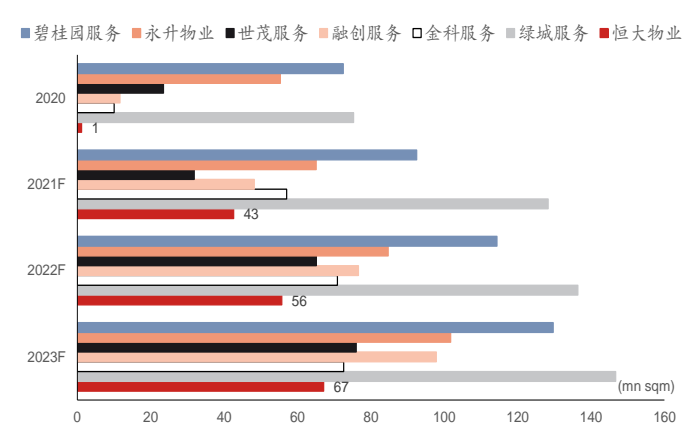
(2020 年: 1%)。我们估计 2023 年第三方新增合约面积将从 2020 年的仅约 100 万平方米激增至 6700 万平方米。

图表 11: 2023 年第三方在管面积预计将占总量的 14%



资料来源: 野村东方国际证券

图表 12: 2020-23 财年第三方新增合约面积



资料来源: 野村东方国际证券

3. 收并购交易

自 2020 年 6 月成立外部业务开发团队以来, 恒大物业已完成 5 笔小型收并购交易, 对象均为区域物业管理公司, 总在管面积达 772 万平方米。最大的一笔交易是 2021 年 1 月收购宁波市亚太酒店物业服务有限公司, 这笔收购帮助恒大物业将业务拓展至公共物业管理和城市公共服务领域, 同时也锻炼了公司的市场开拓能力。截至 2021 年 1 月, 宁波亚太酒店物业在管项目达 940 个, 在管面积超 8000 万平方米。恒大物业将在管面积超 1000 万平方米、且盈利能力良好 (毛利率>20%, 净利率>10%) 的物业管理公司视作收购目标。目前, 恒

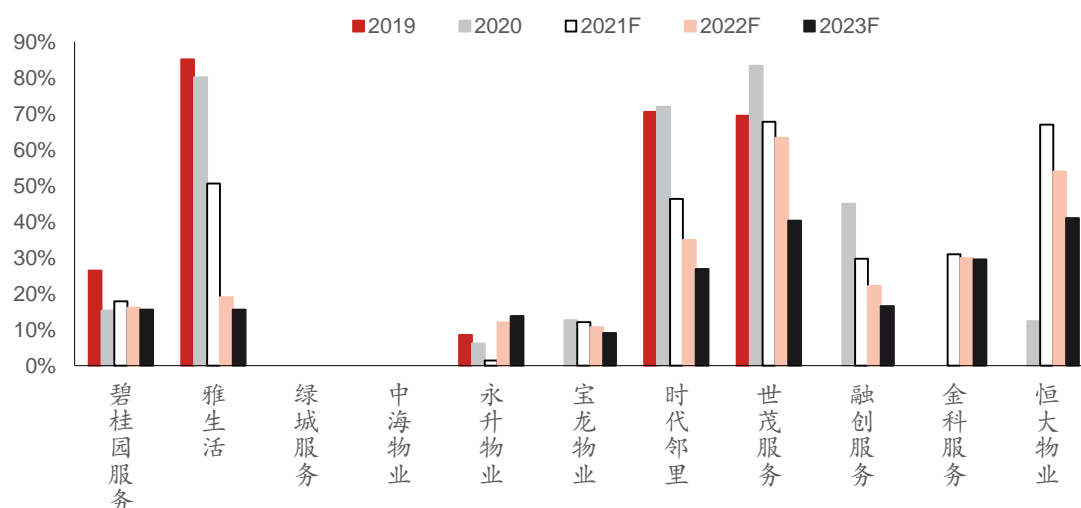
大物业拥有 10 亿平方米的储备池。然而，市场对公司严重依赖收并购交易颇感担忧。尽管我们也认为过于依赖收并购是公司的一大短板，但根据我们的测算，2023 财年收并购对公司管理面积增量的贡献有望达到 41%，处于同业最高水准。

图表 13: 2019 年以来主要收并购交易

收购日期	收购对象	对价 (百万元人民币)	收购股权	动态 P/E (x)	在管面积 (百万平方米)
2020年9月	南昌馨雅	33.0	100%		1.63
2020年9月	成都韦尔斯普	39.0	100%		1.31
2020年9月	遵义中信	14.5	100%		1.25
2020年9月	湖北冠博	12.2	51%		2.00
2020年9月	永康嘉华	20.0	100%		1.53
2021年1月	宁波亚太酒店物业	1,500.0	100%	12.5	80.00

资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 14: 2019-23 财年收并购贡献的同业比较

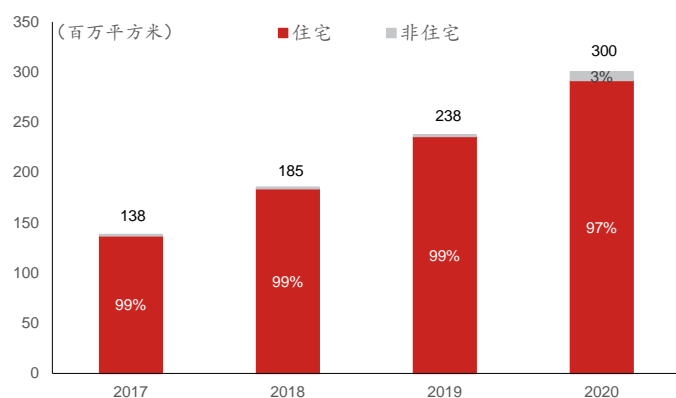


资料来源：公司数据、野村东方国际证券

非住宅物业管理增速

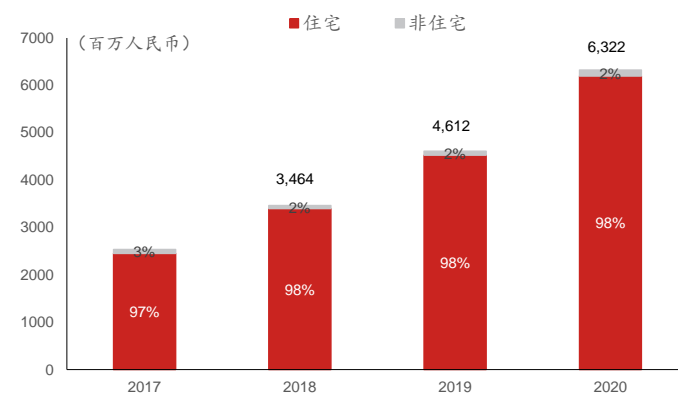
截至 2020 年底，公司非住宅在管面积达到 880 万平方米，占公司总在管面积的 3%。继 2021 年 1 月收购宁波亚太酒店物业后，恒大物业将业务扩展至多元化的非住宅板块，包括政府办公楼、景区、公共场所、地铁高铁、机场、学校、医院、产业园区、购物中心、城市综合体和城市公共服务。在完成对宁波亚太酒店物业的收购后，公司非住宅在管面积占总在管面积的比重升至 20%。

图表 15: 在管面积细分 (按物业类型)



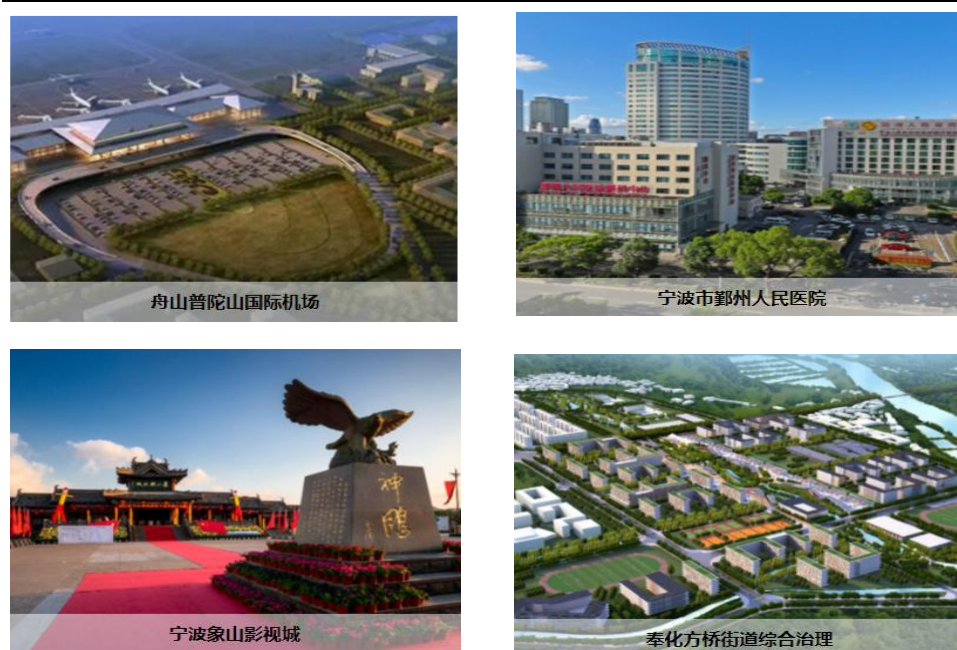
资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 16: 物业管理收入细分 (按物业类型)



资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 17: 宁波亚太酒店物业: 主要非住宅项目

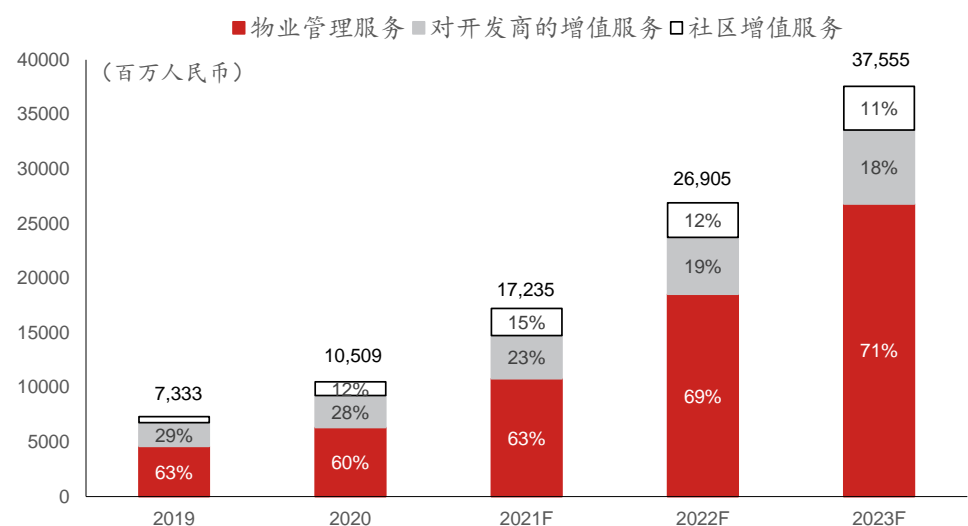


资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

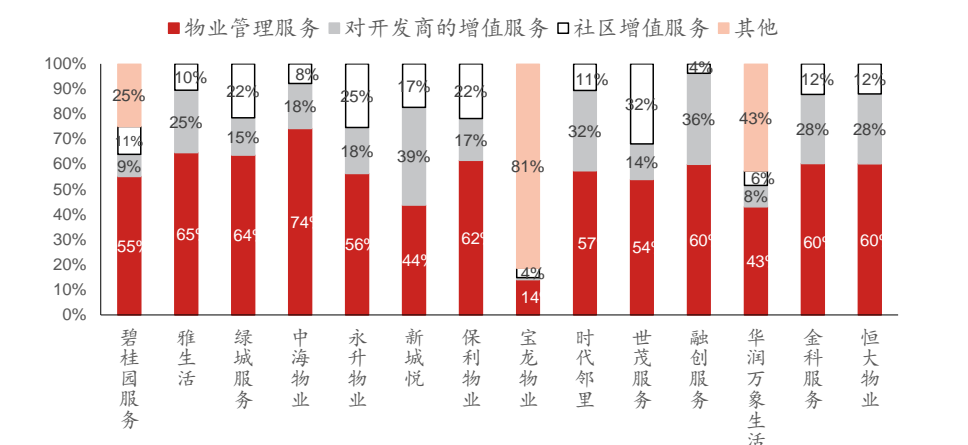
收入增长前景

我们预计 2020-23 年公司收入 CAGR 将达到 53%，主要受物业管理收入（同期 CAGR 为 62%，基于我们对在管面积 CAGR 将达 50%的预期）以及社区增值服务（CAGR: +47%）的带动。基于上述假设，我们认为恒大物业收入组合将保持稳定，2023 年对开发商的增值服务贡献（主要是与母公司的关联交易）预计将从 2020 年的 28%降至 18%。

图表 18: 收入细分及增长前景



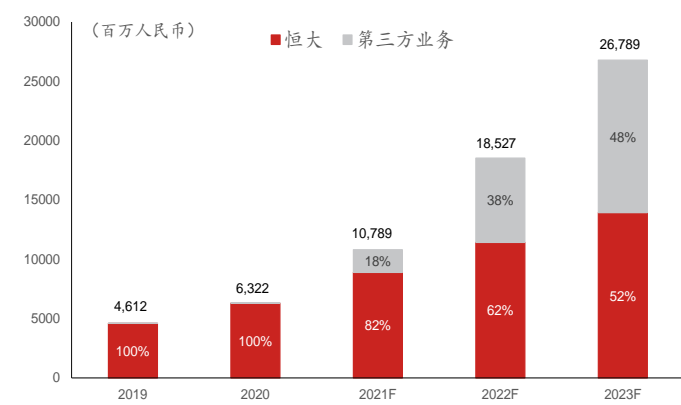
图表 19: 收入细分 (同业比较; 截至 2020 财年末)



1. 物业管理收入

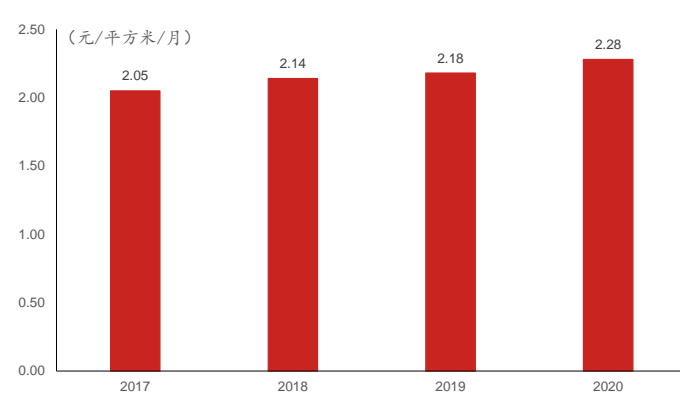
基于我们对 2020-23 年公司在管面积 CAGR 将达 50% 的预期, 我们估计同期物业管理费 CAGR 将达到 62%。预计 2023 年来自第三方业务 (收并购和合同招标) 的收入占公司物业管理总收入比重将从 2021 年的 18% 跃升至 48%, 主要受潜在大规模收并购交易的驱动。

图表 20: 2023 年第三方业务收入占比预计将达 48%



资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 21: 恒大物业平均物业管理费

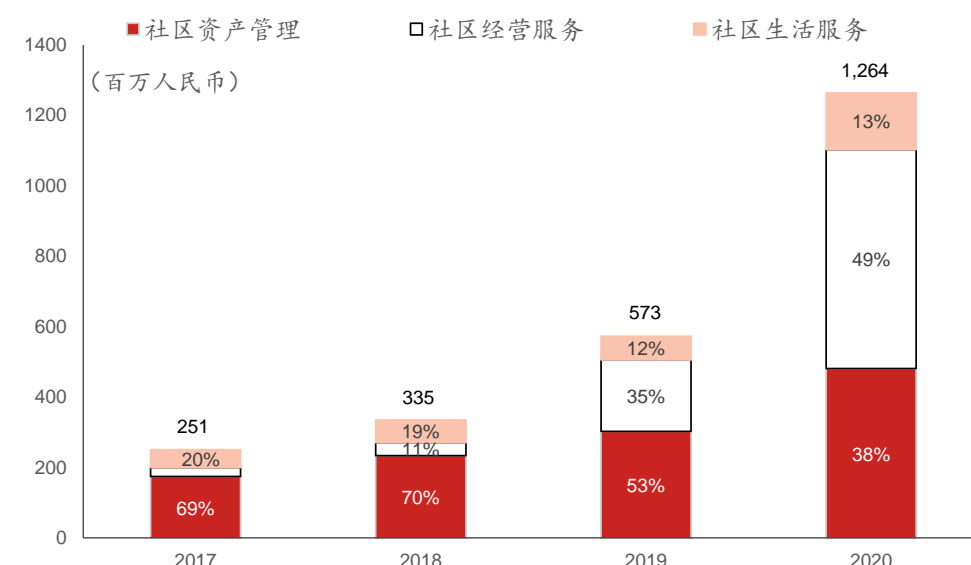


资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

2. 社区增值服务

2020 财年社区增值服务占公司总收入比重达 12%，处于行业末位（同业平均占比：14%）。

图表 22: 恒大物业社区增值服务细分



资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

不过，在恒大商业生态系统的支持下，我们看到未来几年社区增值服务市场蕴含巨大潜力。我们认为公司可围绕以下方面重点突破：

1) 房产中介：恒大拥有自己的房产和汽车服务平台——房车宝。2020 财年房车宝实现交易总额 1.2 万亿元人民币，管理层预计 2021 财年交易额将扩大至 2 万亿元人民币。2021 财年恒大物业与房车宝建立合作关系，即恒大物业向房车宝提供房产信息的整合与推介，拓客引流，可赚取 20% 的佣金。

2) 保险经纪：2021 年 4 月恒大物业以 3920 万元人民币的总对价，收购恒大保险经纪有限公司 100% 股权，借此在现有社区发展保险业务。作为回报，公司可收取保单金额的 10% 作为佣金。

3) 家装美居：公司与 24 家一站式家居装修服务提供商展开合作，涵盖了装修咨询、室内设计、现场施工及售后保修等业务。2020 财年该细分行业录得 3500 万元人民币的收入。

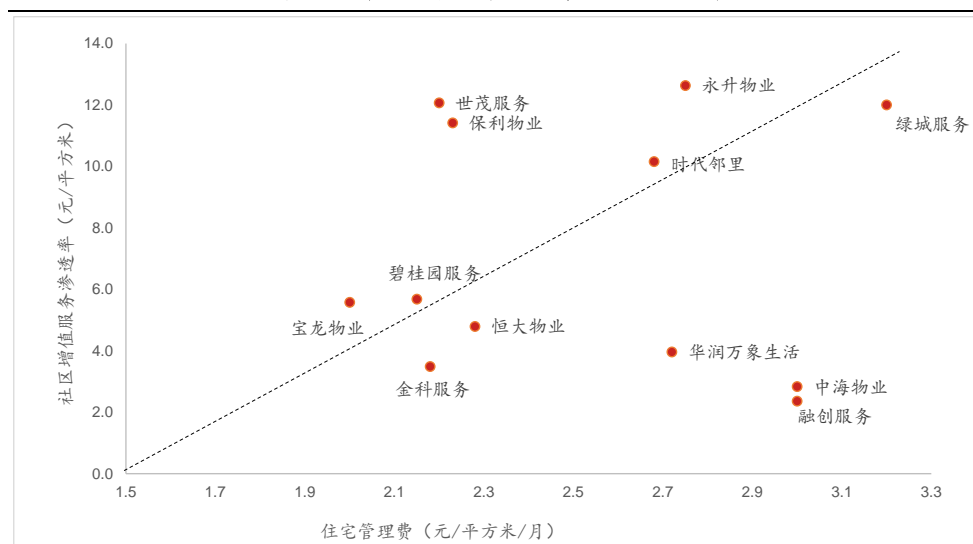
图表 23: 住宅物业社区增值服务收入

(元/平方米)	2018	2019	2020	2019年 同比增速	2020年 同比增速
永升物业	7.21	11.31	12.63	57%	12%
世茂服务	2.25	11.03	12.07	389%	9%
绿城服务	10.83	12.74	12.00	18%	-6%
保利物业	6.00	9.07	11.41	51%	26%
时代邻里	5.97	6.31	10.16	6%	61%
雅生活	5.79	5.95	6.39	3%	8%
碧桂园服务	2.92	4.07	5.68	39%	40%
宝龙物业	3.91	4.61	5.58	18%	21%
恒大物业	2.09	2.73	4.79	31%	76%
华润万象生活	3.21	3.60	3.96	12%	10%
金科服务	1.80	2.56	3.49	42%	36%
中海物业	2.12	2.76	2.83	30%	3%
融创服务	2.43	3.03	2.36	25%	-22%

注: 雅生活不包括非业主增值服务收入; 世茂服务不包括智能社区解决方案收入及校园增值服务收入。

资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 24: 社区增值服务渗透率 vs 管理费 (截至 2020 财年末)

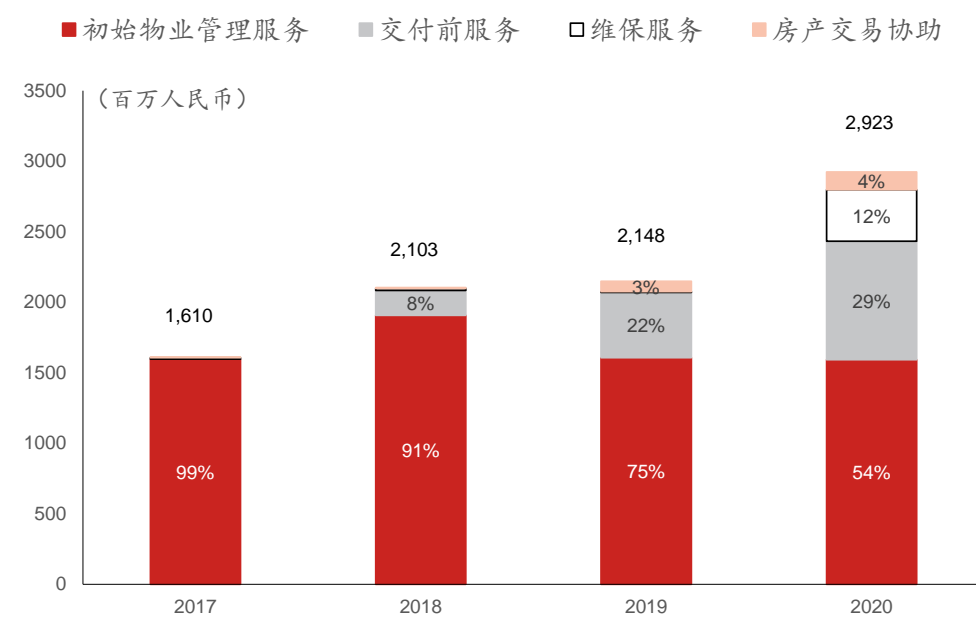


资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

3. 开发商增值服务

我们预计 2020-23 年开发商增值服务收入 CAGR 将达到 32%，2023 年收入贡献将从 2020 年的 28% 回落至 18%。由于新房销售市场增长疲软，我们预计细分市场或减缓母公司未来销售增速。

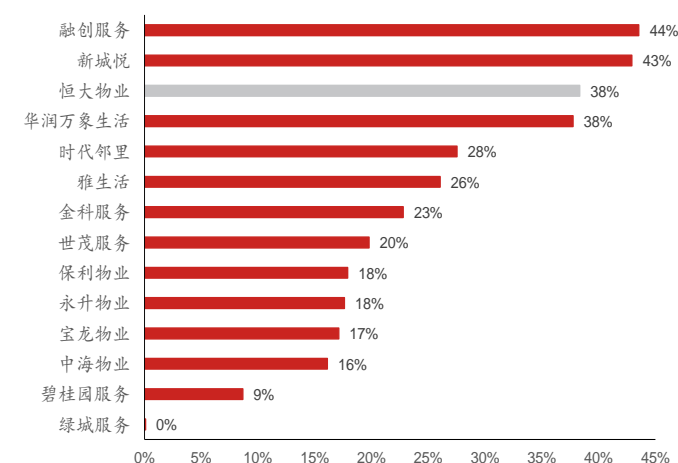
图表 25: 开发商增值服务收入细分



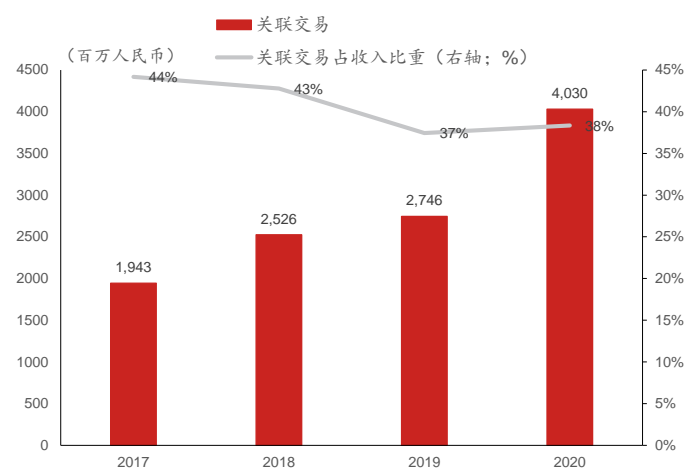
关联交易

关联交易对恒大物业收入的贡献率处于同业较高水平。截至 2020 财年末, 该贡献率达到 38%, 高于同业均值 (23%)。随着开发商增值服务增长放缓, 我们预计未来几年关联交易对收入的贡献力度将减弱。

图表 26: 关联交易占总收入比重比较 (2020 财年)



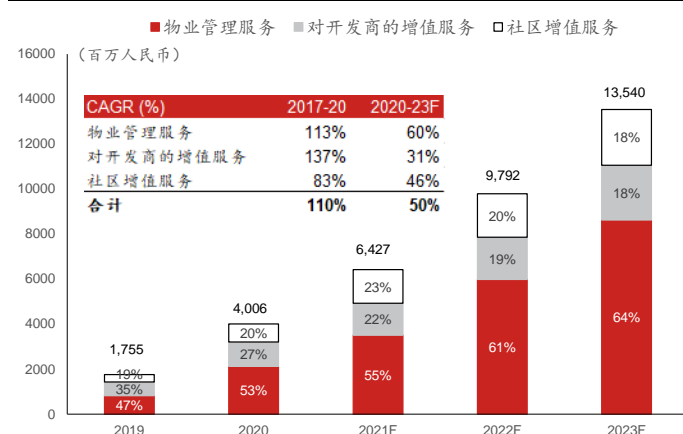
图表 27: 恒大物业关联交易占收入比重



经营效率分析/利润率展望

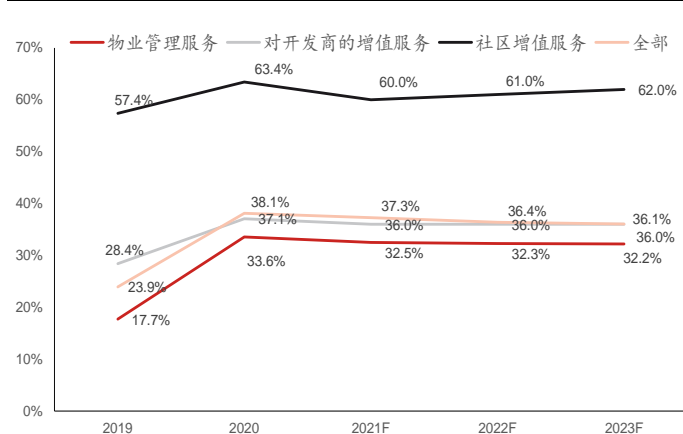
我们预计 2020-23 年恒大物业收入 CAGR 将达到 53%，带动同期毛利润 CAGR 达到 50%，而毛利率将小幅回落（预计 2023 年毛利率将从 2020 年的 38.1% 降至 36.1%）。我们预计物业管理将成为拉动毛利润增长的主驱力，2023 年该业务对毛利润的贡献率有望从 2020 年的 53% 升至 64%。我们估计 2023 年社区增值服务对毛利润的贡献率将稳定在 18% 的水平（2020 年：20%）。在我们看来，尽管公司经营效率得到改善，但潜在的收并购交易或对物业管理业务的毛利率构成拖累，因此 2021-23 财年公司毛利率预计将小幅下滑。

图表 28：恒大物业毛利润细分及增速



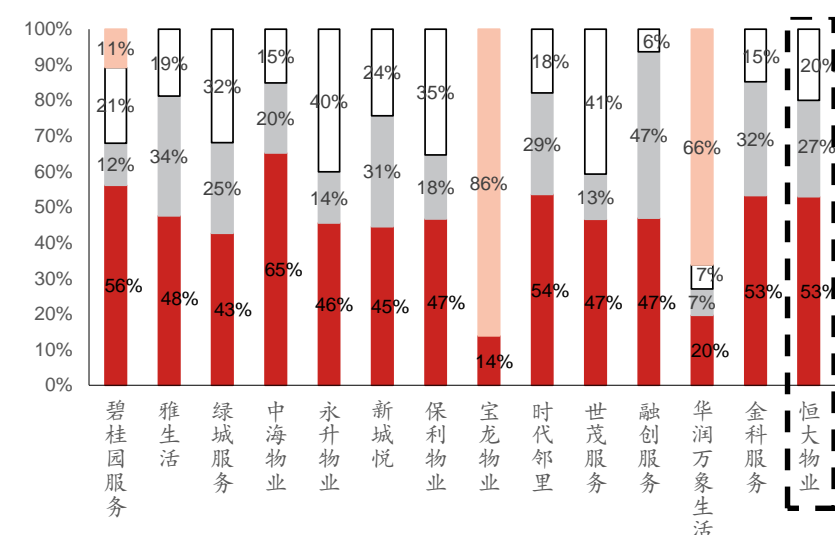
资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 29：恒大物业毛利率细分及走势



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 30：毛利润细分（同业比较；截至 2020 财年末）



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

利润率同业比较

2020 财年恒大物业的物业管理业务毛利率为 33.6%，高于同业中值（23.1%），但我们认为公司物业管理业务的毛利率未来应呈下滑趋势，原因如下：

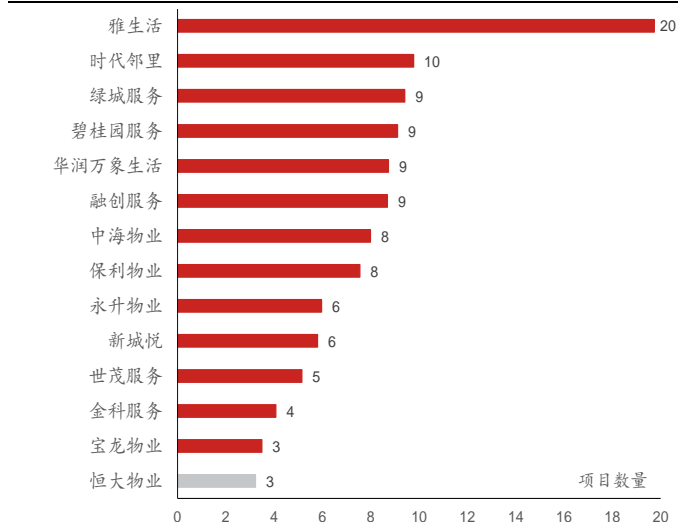
- 每个项目的在管面积都相当大，处于同业最高水平（32 万平方米；同业均值：18.1 万平方米）。因此，我们认为公司发挥规模经济的空间有限。
- 公司项目分布较分散，项目密度低（一个城市平均 3 个项目，而同业平均 8 个项目），我们认为这会使得公司难以提升物业管理效率。
- 管理层预计未来几年公司将通过收并购交易实现快速扩张。但我们认为，收并购可能会压低公司物业管理业务的毛利率。收并购目标企业的盈利标准是毛利率不得低于 20%，明显低于当前公司物业管理的毛利率水平（33.6%）。

图表 31：单项目平均管理面积比较（截至 2020 财年末）



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 32：城市项目数量同业比较（截至 2020 财年末）



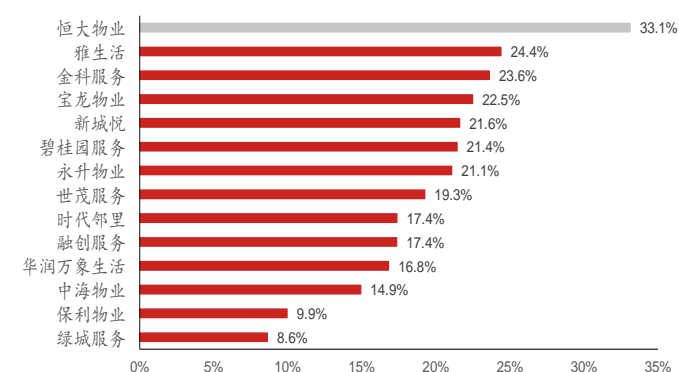
资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 33：毛利率同业比较（截至 2020 财年末）

	物业管理服务	对开发商的增值服务	社区增值服务	总体
碧桂园服务	34.6%	45.5%	65.1%	34.0%
雅生活	21.8%	40.1%	53.2%	29.7%
绿城服务	12.8%	32.6%	28.2%	19.1%
中海物业	16.1%	20.1%	34.9%	18.3%
永升物业	25.4%	24.6%	49.6%	31.4%
新城悦	31.3%	24.6%	43.0%	30.7%
保利物业	14.2%	20.1%	30.3%	18.7%
时代邻里	28.2%	26.9%	51.0%	30.2%
世茂服务	27.1%	28.1%	40.1%	31.4%
融创服务	21.6%	35.6%	46.3%	27.6%
华润万象生活	12.3%	23.5%	31.8%	27.0%
金科服务	26.3%	34.4%	35.9%	29.7%
恒大物业	33.6%	37.1%	63.4%	38.1%

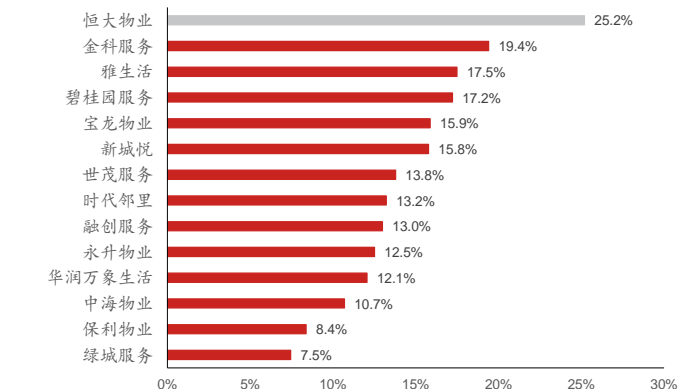
资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 34: 营业利润率同业比较 (截至 2020 财年末)



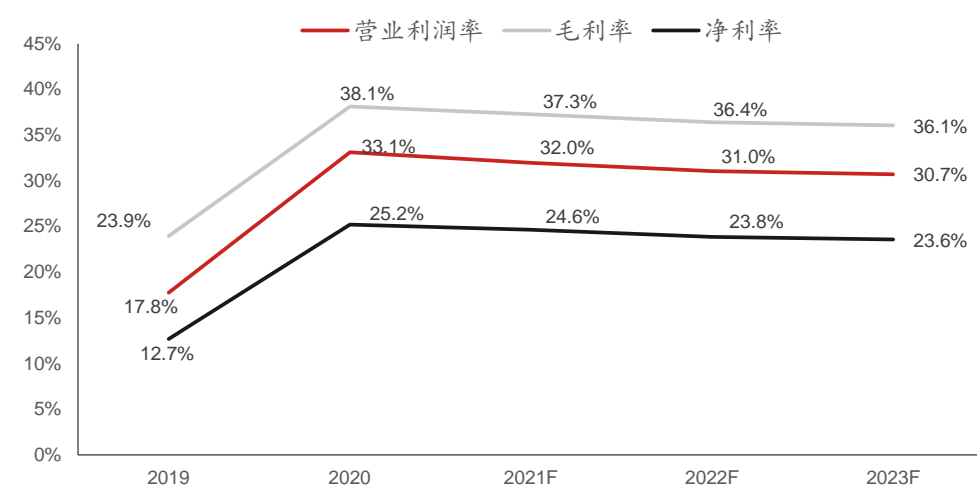
资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 35: 净利率同业比较 (截至 2020 财年末)



资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

图表 36: 恒大物业毛利率/营业利润率/净利率走势

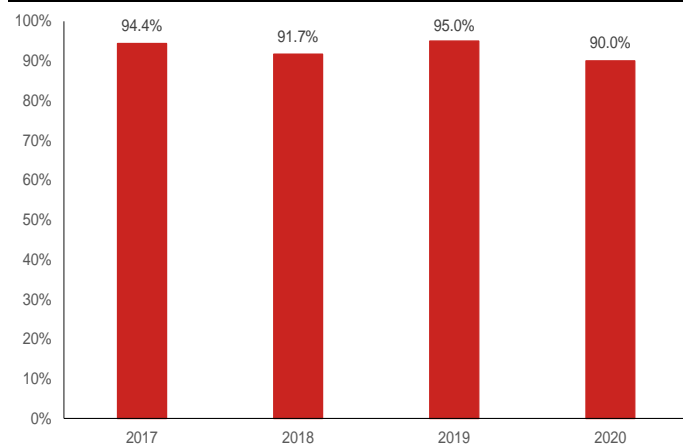


资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

资产负债表分析

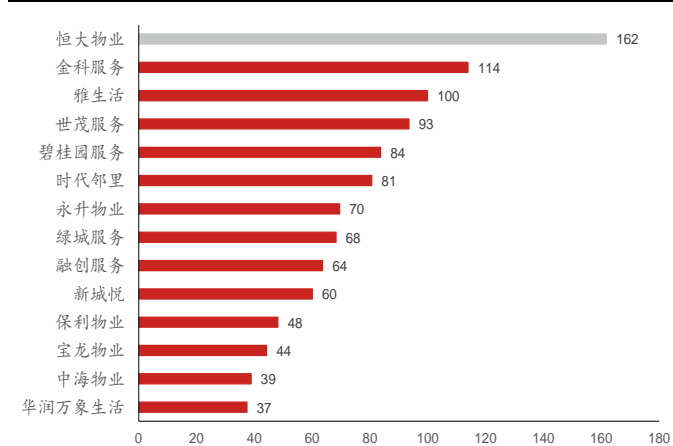
恒大物业的应收账款周转天数处于同业最高水平，截至 2020 年底已达到 162 天，而同业中值为 68 天。公司的应收账款主要来自于母公司，占比在 60-70% 左右。管理层预计母公司将在今年上半年之前结清应收账款，我们认为这将带动应收账款周转天数随之缩短。

图表 37：管理费收缴率



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

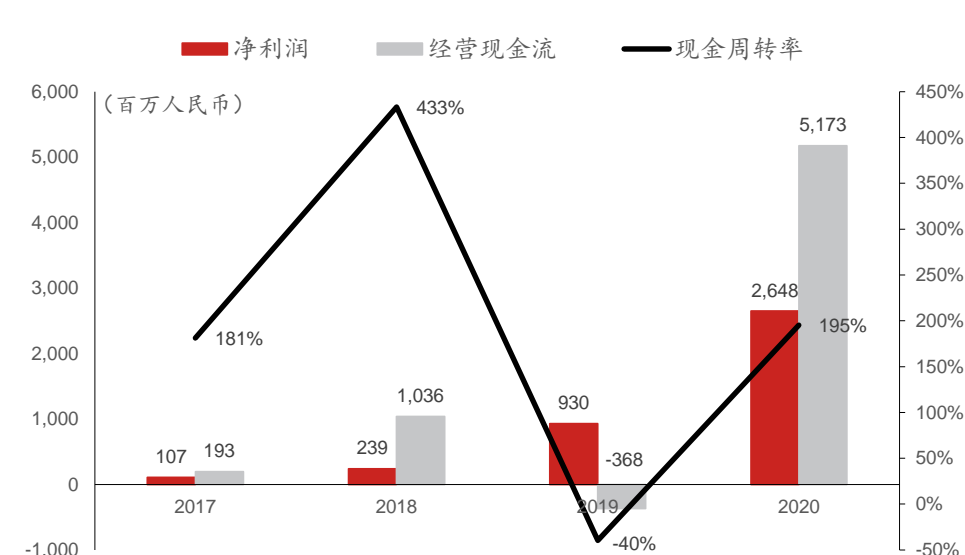
图表 38：应收账款周转天数同业比较（2020 年）



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

截至 2020 财年末，恒大物业现金余额达到 126 亿元人民币。鉴于公司手握巨额现金储备，我们预计公司将开展大型收并购交易，以推动在管面积的快速扩张。此外，据我们测算，未来三年公司每年将派发 20% 的股息。由于目前公司尚无派息记录，我们对公司派息比率的预期较为保守。但我们预计，未来几年公司派息比率有望持续提升。

图表 39：净利润及经营现金流

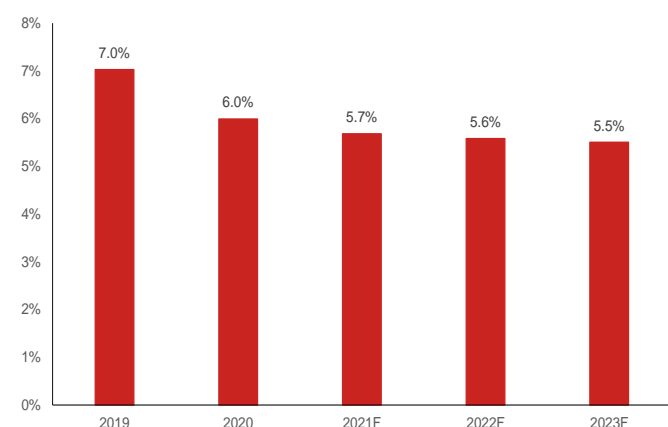


资料来源：公司数据、野村东方国际证券

盈利预测

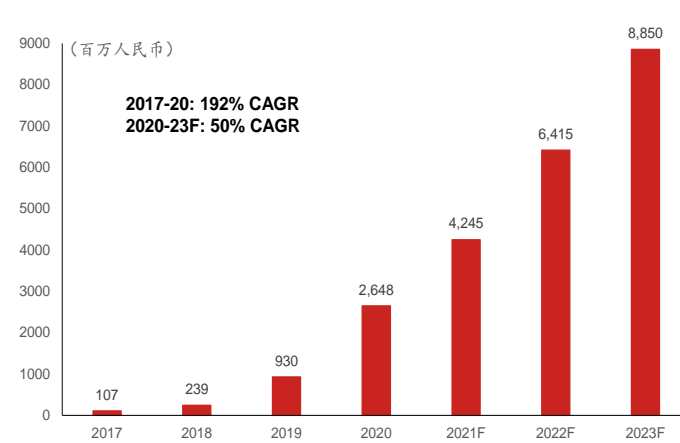
如前所述，我们预计 2020-23 年恒大物业收入 CAGR 将达到 53%，带动同期毛利润 CAGR 达到 50%，而毛利率将小幅回落（预计 2023 年毛利率将从 2020 年的 38.1% 降至 36.1%）。我们预计 2023 年公司营业费用率将从 2020 年的 6.0% 回落至 5.5%。但由于利润率呈下滑趋势，我们预计 2023 年公司营业利润率将从 2020 年的 33.1% 小幅降至 30.7%。此外，我们预计 2023 年公司净利率将从 2020 年的 25.2% 降至 23.6%。据此，我们预计 2020-23 年恒大物业净利润 CAGR 将达到 50%，2023 年净利润将从 2020 年的 26.48 亿元人民币增至 88.5 亿元人民币。

图表 40：销售及管理费用占收入比重



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 41：恒大物业净利润预测



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

估值

以 DCF 估值法为主

我们主要采用 DCF 估值法，并以 PE 作为估值基准。股权价值=企业价值+现金-债务-少数股东权益。企业价值是指未来无杠杆自由现金流的折现值。无杠杆自由现金流=息税前利润+折旧摊销+营运资本变动-税金-资本支出。我们假设贴现率为 10%，永续增长率为 3%。基于 DCF 估值法，我们给予恒大物业 18.50 港元的目标价，隐含上行空间 54%。公司当前股价对应 2022 财年 19 倍 PE，而同业均值为 21 倍。

估值处于合理区间

我们给予的目标价对应 2022 财年 26 倍 PE。隐含 PE 估值与我们覆盖的物业管理公司平均隐含估值（2022 财年 27 倍 PE）基本一致。隐含 0.76 倍 PEG 也与我们覆盖的物管公司平均隐含 PEG 倍数基本一致（0.87 倍），我们认为估值相对合理。

1. 母公司的鼎力支持及强大的执行力支撑较高盈利能见度：以销售面积（操盘口径）衡量，2020 年中国恒大位居中国第二大房地产开发商；我们预计 2021-23 财年母公司每年将向恒大物业交付 6000-6500 万平方米的管理面积。此外，恒大物业虽严重依赖母公司的支持，且前几年第三方业务进展有限，但凭借强大的执行力和品牌知名度，我们相信公司能够巩固其在第三方市场的领先地位并实现快速扩张。

2. 与母公司紧密合作，社区增值服务释放更大增长空间：我们注意到，恒大物业比其他物业管理公司更看重低线城市（发展社区增值服务的潜力相对有限）。然而，母公司中国恒大除房地产开发以外的多元化业务布局已经成型。在母公司的鼎力支持下，我们相信恒大物业可重点围绕房产中介、保险经纪、家装美居等领域发展社区增值服务。

3. 目标价隐含 0.87 倍 PEG 与我们覆盖的物业管理公司平均 PEG 一致。然而，目标价对应的 PEG 要低于部分物业管理行业领先企业，如碧桂园服务（06098.HK，增持；1.24 倍）、永升生活服务（01995.HK；1.09 倍）、融创服务（01516.HK；1.09 倍）和绿城服务（02869.HK；1.04 倍）。我们认为恒大物业低于行业领先企业的估值是合理的。首先，当前恒大物业缺乏可靠的业绩实证（2020 年 12 月上市），且由于高基数和激烈的市场竞争，市场担忧公司难以实现未来三年在管面积 CAGR 达到 50% 的指引。其次，公众持股比例偏低（不包括 Pre-IPO 和基石投资者），仅为 5% 左右。我们认为短期内公司公众持股量难以增加。

图表 42：恒大物业 DCF 估值法

假设条件																	终值
税率	25%																
贴现率	10.0%																
永续增长率	3%																
折旧摊销增长率	10%																
港元/人民币	1.21																
百万人民币	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F T0	2022F T1	2023F T2	2024F T3	2025F T4	2026F T5	2027F T6	2028F T7	2029F T8	2030F T9	
收入			4,399	5,903	7,333	10,509	17,235	26,905	37,555	44,076	50,047	56,042	61,451	66,496	71,514	76,516	
同比				34%	24%	43%	64%	56%	40%	17%	14%	12%	10%	8%	8%	7%	
物业管理			2,538	3,464	4,612	6,322	10,789	18,527	26,789	32,061	36,836	41,612	46,068	50,205	54,313	58,447	
同比				36%	33%	37%	71%	72%	45%	20%	15%	13%	11%	9%	8%	8%	
物业管理服务			2,538	3,464	4,612	6,322	10,789	18,527	26,789	32,061	36,836	41,612	46,068	50,205	54,313	58,447	
同比				36%	33%	37%	71%	72%	45%	20%	15%	13%	11%	9%	8%	8%	
在管面积		138	185	238	300	600	825	1,020	1,178	1,335	1,489	1,623	1,753	1,883	2,013		
同比				34%	28%	26%	100%	38%	24%	15%	13%	12%	9%	8%	7%	7%	
平均售价		1.53	1.78	1.82	1.96	2.00	2.17	2.42	2.43	2.44	2.46	2.47	2.48	2.49	2.50		
同比				17%	2%	8%	2%	8%	12%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	
对开发商的增值服务		1,610	2,103	2,148	2,923	3,946	5,209	6,772	7,314	7,899	8,531	8,957	9,405	9,875	9,875	10,320	
同比				31%	2%	36%	35%	32%	30%	8%	8%	5%	5%	5%	5%	5%	
社区增值服务		251	335	573	1,264	2,499	3,169	3,994	4,701	5,312	5,900	6,425	6,886	7,325	7,750		
同比				34%	71%	121%	98%	27%	26%	18%	13%	11%	9%	7%	6%	6%	
社区增值服务/平方米		1.81	2.07	2.71	4.70	5.55	4.45	4.33	4.28	4.23	4.18	4.13	4.08	4.03	3.98		
变动			0.26	0.64	1.99	0.85	(1.11)	(0.12)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	
息税前利润		187	336	1,303	3,481	5,508	8,352	11,534	12,644	14,329	16,016	17,259	18,651	20,029	21,399		
同比				80%	287%	167%	58%	52%	38%	10%	13%	12%	8%	8%	7%	7%	
息税前利润率			4.2%	5.7%	17.8%	33.1%	32.0%	31.0%	30.7%	28.7%	28.6%	28.6%	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%	
物业管理毛利率			8.7%	9.1%	17.7%	33.6%	32.5%	32.3%	32.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
对开发商的增值服务毛利率			5.0%	11.1%	28.4%	37.1%	36.0%	36.0%	36.0%	35.0%	35.0%	35.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	
社区增值服务毛利率			52.1%	52.2%	57.4%	63.4%	60.0%	61.0%	62.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	
整体毛利率			9.8%	12.2%	23.9%	38.1%	37.3%	36.4%	36.1%	34.0%	34.0%	33.9%	33.4%	33.4%	33.3%	33.3%	
变动			4.2%	1.5%	12.1%	15.4%	-1.2%	-0.9%	-0.3%	-2.0%	-0.1%	-0.1%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	
减：税金			47	84	326	870	1,377	2,088	2,884	3,161	3,582	4,004	4,315	4,663	5,007	5,350	
加：折旧摊销			19	31	38	42	63	92	132	146	160	176	194	213	235	258	
减：资本支出						29	157	218	306	383	478	598	747	934	1,167	1,459	
同比							433%	39%	40%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
新增并购面积（百万平方米）																	
并购单位成本																	
加：营运资本变动			(17)	666	(1,683)	2,669	(133)	(649)	(909)	(912)	(1,036)	(1,160)	(1,272)	(1,376)	(1,480)	(1,584)	
无杠杆自由现金流	-	-	142	949	(668)	5,292	3,905	5,489	7,568	8,334	9,393	10,430	11,119	11,891	12,609	13,264	195,172
内在价值	2022F																
企业价值	145,272																
加：现金	20,147																
减：债务	-																
减：少数股东权益	16																
股权价值	165,403																
股权价值/股份（港元）	18.50																
当前股价（港元）	11.98																
隐含上行空间	54%																

资料来源：野村东方国际证券

图表 43：中国物业管理行业估值表

	股票代码	股价 (LC\$)	评级	当前市值 (百万美元)	日均交易量 (3个月均值) (百万美元)	P/E			PEG			2020-22财年		股价变动		
						2020财年	2021财年	2022财年	2020财年	2021财年	2022财年	EPS CAGR		1W (%)	1M (%)	YTD (%)
碧桂园服务	6098.HK	77.75	增持	30,303	79	70	47.7	33.4	2.14	1.49	1.12	45%		3	1	48
恒大物业	6666.HK	13.8	增持	19,214	19	46.5	29	19.2	0.72	0.77	0.57	56%		11	-7	54
华润万象生活	1209.HK	44.2	未予评级	12,993	20	101.8	57	41.1	1.84	1.29	1.48	57%		4	-3	23
融创服务	1516.HK	22.9	未予评级	9,153	26	97.6	46.8	29	1.77	0.9	0.77	83%		7	-6	33
世茂服务	873.HK	19.7	未予评级	5,998	13	55.4	29.9	16.5	1.25	0.65	0.37	83%		3	-2	65
雅生活	3319.HK	37.3	未予评级	6,405	20	23.4	15.8	11.8	0.78	0.49	0.46	41%		7	13	8
金科服务	9666.HK	60.35	未予评级	5,074	31	49.8	28.8	18.8	1.14	0.68	0.55	63%		9	-3	-3
绿城服务	2869.HK	11.9	未予评级	4,970	15	42	31	22.1	2.14	1.19	0.78	38%		-1	0	24
永升物业	1995.HK	19.68	未予评级	4,234	17	69.5	40.4	25.8	1.84	0.97	0.72	64%		10	9	16
保利物业	6049.HK	60.75	未予评级	4,329	18	41.1	31.3	24.1	1.67	1.31	1.05	31%		-5	15	-1
中海物业	2669.HK	8.25	未予评级	3,492	13	32	25.2	20	1.38	1.2	0.97	26%		4	14	104
新城悦	1755.HK	23.7	未予评级	2,662	13	35.5	23.9	16.7	0.95	0.73	0.55	46%		3	-9	33
宝龙物业	9909.HK	29	未予评级	2,405	6	50.5	34.3	24.9	1.36	1.07	0.9	43%		1	7	17
合景泰富	3913.HK	7.62	未予评级	1,980	8	39.3	18.9	12	0.92	0.37	0.33	81%		5	0	21
卓越物业	6989.HK	10	未予评级	1,574	3	31	19.5	14	0.69	0.52	0.5	49%		0	8	-2
建业新生活	9983.HK	6.87	未予评级	1,112	3	14.9	11.9	8.8	0.29	0.59	0.33	30%		16	1	7
蓝光嘉宝服务	2606.HK	51.8	未予评级	1,188	18	14.3	10.2	7.8	0.74	0.36	0.33	35%		0	-	47
时代邻里	9928.HK	5.63	未予评级	715	4	19.7	10.8	7.2	0.45	0.24	0.21	66%		7	-4	-22
彩生活物业	1778.HK	3.27	未予评级	613	0	7.7	6.6	6	-0.98	0.44	0.73	13%		1	-4	-6
奥园健康生活	3662.HK	5.19	未予评级	485	2	12.6	8.5	6.7	0.39	0.26	0.31	37%		5	4	4
佳兆业美好集团	2168.HK	25.95	未予评级	515	2	13.9	10.2	7.4	0.58	0.38	0.27	37%		13	2	36
中国大中型物管公司						53.9	32.9	22.5	1.42	0.94	0.76	54%		4	2	32
中国物管公司						41.3	25.6	17.8	1.05	0.76	0.63	34%		5	2	24

注：股价为 5 月 18 日数据。

资料来源：彭博、野村东方国际证券

下行风险

恒大物业 IPO 股份锁定期将于 2021 年 6 月 2 日解除。短期来看，我们预计公司股票将面临抛售压力。另一方面，鉴于 Pre-IPO 投资者和基石投资者或将减持公司股票，我们认为公众持股量可能会因此增加。

图表 44：恒大物业 Pre-IPO 投资者

Pre-IPO 投资者	认购股份	持股比例	投资者类型
陈凯韵	537,297,307	4.97%	个人
华泰国际大湾区投资有限公司	477,621,630	4.42%	金融机构
SCC Growth VI 2020 B, L.P.	412,000,007	3.81%	金融机构
CC Eagle Investments Limited	358,270,277	3.31%	金融机构
YF Evergreat Property Limited	179,135,138	1.66%	金融机构
意像架构投资有限公司及 Golden Fortune Holding Limited	143,243,246	1.33%	科技公司
China Dragon Limited	119,459,462	1.11%	个人
Tisé Opportunity Fund I LP	119,459,462	1.11%	金融机构
ABCI Global Opportunities SPC – ABCI China Rising Private Equity 3 Segregated Portfolio	119,459,462	1.11%	金融机构
Elite Explorer Limited	95,567,569	0.88%	金融机构
Advance Power International Limited	65,621,623	0.61%	个人
超智投资有限公司	59,675,677	0.55%	个人
Well Smart Developments Limited	59,675,677	0.55%	珠宝公司
Treasure Pitcher Limited	59,675,677	0.55%	开发商
合计	2,806,162,214	25.96%	

资料来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 45：恒大物业 IPO 基石投资者

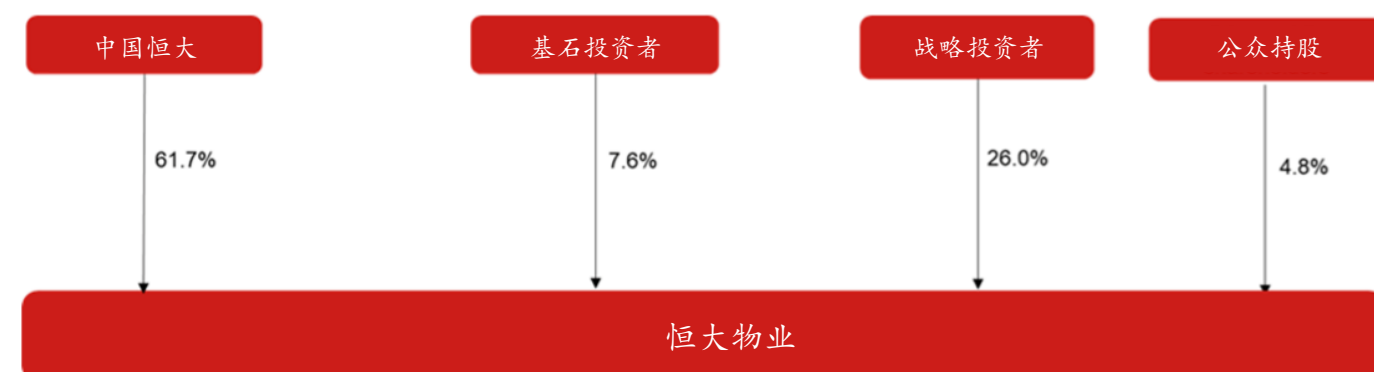
基石投资者	认购股份	持股比例	投资者背景
深圳凯尔	113,636,000	1.05%	制造企业
SensePower Management Limited	88,068,000	0.81%	科技公司
江西兴美	67,045,000	0.62%	零售企业
千惠莱莉基金及李要	67,045,000	0.62%	制造企业
达安	56,818,000	0.53%	金融机构
海峡财务及卓协	56,251,000	0.52%	能源公司
番禺海怡房地产	53,636,000	0.50%	开发商
共青城可传	40,203,500	0.37%	制造企业
国调招商并购基金	39,502,500	0.37%	金融机构
广东兴辉	26,818,000	0.25%	制造企业
京基集团	26,818,000	0.25%	开发商
中国联塑	22,727,000	0.21%	制造企业
Wuthelam Holdings	22,727,000	0.21%	制造企业
深圳中洲	22,727,000	0.21%	开发商
鸿晖投资	22,727,000	0.21%	开发商
南通三建	22,727,000	0.21%	建筑企业
合生电子商贸	17,613,500	0.16%	开发商
广东科顺	13,409,000	0.12%	制造企业
元亨投资	13,409,000	0.12%	制造企业
广州安盈	13,409,000	0.12%	制造企业
天赋环球	11,363,500	0.11%	制造企业
合计	818,680,000	7.57%	

资料来源：公司数据、野村东方国际证券

附录

股权结构

图表 46：恒大物业股权结构



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

管理层

图表 47：管理层背景

中文名	职务	职责	个人经历
董事会			
赵长龙	执行董事兼董事长	负责集团的整体管理及战略规划	赵先生在物业开发及物业管理行业拥有超20年的经验，于2003年9月加入恒大集团。
胡亮	执行董事兼总经理	负责集团政策的制定及日常业务运营	胡先生于2008年7月加入恒大集团，自2020年3月起担任金碧物业总经理。
王震	执行董事兼副总经理	负责集团的人力资源及行政管理	王先生于2015年1月加入恒大集团，自2020年3月起担任金碧物业副总经理。
安丽红	执行董事兼副总经理	负责集团财务及成本管理	安女士于2015年4月加入恒大集团，自2020年3月起担任金碧物业副总经理。
高级管理层			
方舜	副总经理	负责采购、房主增值服务以及综合业务监督及管理	方先生于2011年7月加入恒大集团，自2020年3月起担任金碧物业副总经理。
陈相	副总经理	负责投资与对外业务拓展	陈先生于2012年8月加入恒大集团，自2020年3月起担任金碧物业副总经理。
葛晓	副总经理	负责珠三角地区的物业管理业务	葛先生于2009年7月加入恒大集团，自2020年8月起担任金碧物业副总经理，并自2020年3月起担任金碧物业广州分公司董事长。
韩超	总经理助理	负责物业管理服务的质量管理	韩先生于2015年1月加入恒大集团，自2020年3月起担任金碧物业总经理助理。

资料来源：公司数据、野村东方国际证券

附录

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraai-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraai-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraai-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraai-sec.com	王彧 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraai-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraai-sec.com
庞舒然 +86 10 56329370 shuran.pang@nomuraai-sec.com	朱研 +86 21 66199057 yan.zhu@nomuraai-sec.com	
沈云霞 +86 21 66199080 yunxia.shen@nomuraai-sec.com		

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 12 个月内公司股价跑赢同期指数基准。
	中性	预期未来 12 个月内公司股价表现与同期指数基准一致。
	减持	预期未来 12 个月内公司股价跑输同期指数基准。
行业评级	强于大市	预期未来 12 个月内行业指数超越同期股市指数基准。
	中性	预期未来 12 个月内行业指数基本与同期股市指数基准持平。
	弱于大市	预期未来 12 个月内行业指数明显弱于同期股市指数基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询职业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。特别的，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息

不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。