

证券研究报告—深度报告

地产服务 II

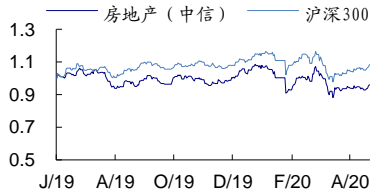
物业管理行业专题报告（二）

超配

（维持评级）

2020 年 06 月 10 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告：

《物业管理行业专题报告（一）：“类收租”模式奠定高估值基础，潜在业绩有力支撑静态 PE》——2020-06-02
《海外市场研究：彩生活 2014 年年报点评：平台价值凸显，成长空间广阔》——2015-03-04

证券分析师：任鹤

电话：010-88005315

E-MAIL: renhe@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040006

证券分析师：王粤雷

电话：0755-81981019

E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001

行业专题

长期逻辑、并购分析与估值差异探讨

● 物管行业高估值的三大支撑

我们认为当前物业管理行业的高估值有三大支撑：一是高续约率下物管的商业模式类似“坐地收租”，本质上锚定了较高估值水平，二是中短期高度确定的业绩增长，充分拉低动态 PE，对应地产增量，三是长期丰富的想象空间，核心是单盘 NOI 提升，对应地产存量。本篇报告在上篇的基础上，进一步讨论了物管行业中长期的发展逻辑，试图解释当前物管公司较大估值差异的原因，并深入分析了物管公司并购行为的真实意义。

● 未来十年行业规模有望达到 3.2 万亿

增量开发、基础物业费提升和业主增值服务深化，将在未来十年共同驱动物管行业规模提升，预计 2030 年行业规模有望达到 3.2 万亿。

● 单位面积 NOI 不下降是长期逻辑走通的关键

随着地产开发与物业管理相对规模的变化，未来十年增量面积注入，对盈利的支撑将明显减弱，这与过去十年的情况截然不同。物管公司客服人力成本上升，维持单位面积 NOI 稳定，是长逻辑走通的关键。具体途径包括更强的“收租”能力和更低的“收租”成本。

● 并购的意义：牺牲短期投资效率，换取长期“效率杠杆”

并购行为的本质是股东的再投资，本身会提升 EPS，但会拉低短期经营效率。物管公司并购的意义是牺牲短期投资效率，为未来“收租”能力的提升，留足发挥空间，本身可以看做一种“隐性效率杠杆”。

● 不同物管公司的潜在估值差异分析

基于长、中、短期分析，我们认为开发商背景较强、非业主增值服务占比较低、短期 EPS 对并购的依赖较低的物管公司，应当给予较高估值。三大指标可以较好的解释样本物管公司估值的悬殊。

● 投资建议

我们认为，当前物管公司较高的估值水平由三方面导致，一是高续约率下物管的商业模式类似“坐地收租”，本质上锚定了较高估值水平，二是中短期高度确定的业绩增长，充分拉低动态 PE，三是长期丰富的想象空间，核心是单盘 NOI 提升，对应地产存量。

综合来看，我们认为当前主流物管公司整体估值水平合理。推荐碧桂园服务、保利物业，建议关注新城悦服务、永升生活服务、雅生活服务及蓝光嘉宝服务。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

1. 增量开发、基础物业费提升和业主增值服务深化,将在未来十年共同驱动物管行业规模提升,预计**2030年行业规模有望达到3.2万亿**;
2. 物管行业长期逻辑走通的关键是,**单位面积 NOI 能够克服人力成本的上升保持稳定**。未来十年增量注入对盈利的支撑将明显减弱,而单位面积 NOI 的提升包括更强的“收租”能力和更低的“收租”成本;
3. 并购行为的本质是股东的再投资,**本身会提升 EPS,但会拉低短期经营效率**。物管公司并购的意义是牺牲短期投资效率,为未来“收租”能力的提升,留足发挥空间,**本身可以看做一种“隐性效率杠杆”**;
4. 基于长、中、短期分析,我们认为**开发商背景较强、非业主增值服务占比较低、短期 EPS 对并购的依赖较低的物管公司,应当给予较高估值**。

综合来看,我们认为当前主流物管公司整体估值水平合理。推荐碧桂园服务、保利物业,建议关注新城悦服务、永升生活服务、雅生活服务和蓝光嘉宝服务。

核心假设或逻辑

第一,我们认为新房开发仍将维持相当规模,基础物业费能够保持与工资增速和 CPI 接近的增速,非业主增值服务存在继续深化的空间。

第二,我们认为物管公司可以通过各种措施,克服人力成本的上涨,实现单位面积 NOI 的稳定甚至上升。

与市场预期不同之处

1. 市场认为当前多数物管公司估值水平较高,已经透支了未来的业绩增长。我们认为“类收租”的商业模式,奠定了物管公司高估值的基础。短期内物管公司将享受在管数量和质的双重提升,长期行业空间广阔,当前物管公司的高估值整体合理。
2. 我们分析了物管公司并购行为的财务表现和真实意义,认为并购行为本身提升 EPS,但会导致短期经营效率的下降。并购的真实意义是牺牲短期投资效率,为“收租”能力的提升留足发挥空间。
3. 我们基于长、中、短期分析,我们认为开发商背景较强、非业主增值服务占比较低、短期 EPS 对并购的依赖较低的物管公司,应当给予较高估值。

股价变化的催化因素

第一,宏观不确定性下,物管公司持续高增长的业绩数据,有望提升公司的确定性溢价。

第二,行业商业模式的“类收租”本质逐步得到市场认可,稳步提升估值水平。

第三,基础物管服务价格限制政策的松动。

核心假设或逻辑的主要风险

第一,地产销售大幅下降,物管公司无法获取足够的增量新盘,同时非业主增值服务面临下降压力。

第二,经济下行之下物管费收缴率可能面临下降,进而影响物管公司现金流。

内容目录

前言	5
未来十年行业规模有望达到 3.2 万亿	5
在管面积：未来 10 年增长近 50%	5
基础物业费：增速参考工资增速与 CPI	7
业主增值服务：有望达到基础服务的 27.4%	7
未来十年行业空间接近 3.2 万亿	8
单位面积 NOI 不下降是长期逻辑走通的关键	8
增量面积支撑减弱，单位面积 NOI 有下降压力	8
持续“收租”的关键是单位面积 NOI 稳定	9
单位面积 NOI 提升的途径：更强的“收租”能力、更低的“收租成本”	10
并购的意义：牺牲短期投资效率，换取长期“效率杠杆”	12
并购的本质是股东的再投资，本身提升 EPS	13
并购的真实意义：为“收租”能力提升留足发挥空间	14
潜在估值差异分析	15
开发商背景强弱	16
非业主增值服务占比差异	16
短期 EPS 对并购的依赖	17
三大指标可以较好解释物管公司估值差异	17
投资建议	18
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 百强房企在管面积及市占率 (单位: 亿平方米)	6
图 2: 住宅竣工面积 vs 房屋竣工面积 (单位: 万平方米)	6
图 3: 百强房企在管面积均值及增速 (单位: 万平方米)	6
图 4: TOP10 管理面积均值及占比 (单位: 万平方米)	6
图 5: 居民服务业平均工资 (单位: 元/年)	7
图 6: CPI 同比增速 (单位: %)	7
图 7: 百强物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)	8
图 8: 代表性物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)	8
图 9: 增量面积支撑盈利能力模式示意图	9
图 10: 存量面积 NOI 稳定情况下的单位面积 NOI 示意图	10
图 11: 更强的“收租”能力 Vs. 更低的“收租”成本	11
图 12: 百强物管“收租”能力 (单位: 元/平方米)	11
图 13: 代表性物管“收租”能力 (单位: 元/平方米)	11
图 14: 代表性物管基础物管服务“收租”能力 (单位: 元/平方米)	12
图 15: 代表性物管“收租”能力变化 (单位: 元/平方米)	12
图 16: 百强物管“收租”成本 (单位: 元/平方米)	12
图 17: 代表性物管“收租”成本 (单位: 元/平方米)	12
图 18: 样本物管公司年末股本溢价均值 (单位: 亿元)	14
图 19: 样本物管公司年末留存收益均值 (单位: 亿元)	14
图 20: 样本物管 ROE 与 EPS 趋势背离 (单位: %, 元)	14
图 21: ROE 与 EPS 趋势背离的原因	14
图 22: 样本物管外拓面积占比	15
图 23: 样本物管外拓收入占比	15
图 24: 样本物管非业主增值服务收入占比	17
图 25: 样本物管非业主增值服务毛利占比	17
表 1: 2030 年末全业态存量面积测算 (单位: 亿平方米)	6
表 2: 2020 年至 2030 年商品住宅需求测算	7
表 3: 未来十年物管行业空间测算 (不含非业主增值服务)	8
表 4: 物管行业近年部分并购案例	12
表 5: 近年部分物管公司 IPO 募资收购情况	13
表 6: 单位面积 NOI 提升后, 当前微利项目可额外贡献 NOI	14
表 7: 保守假设下样本物管公司潜在 PE 上限测算	15
表 8: 中性假设下样本物管公司潜在 PE 测算	15
表 9: 样本物管公司关联开发商规模与动态 PE	16
表 10: 样本物管公司非业主增值服务占比与动态 PE	16
表 11: 样本物管公司储备/权益与动态 PE	17
表 12: 三大指标可以较好解释物管公司估值差异	18

前言

近年物业管理行业越发受到资本市场关注和认可，2015 年以来多家物管公司进入资本市场，并受到市场追捧，主流物管公司平均 PE (TTM) 接近 50 倍。我们认为当前物业管理行业的高估值有三大支撑：一是高续约率下物管的商业模式类似“坐地收租”，本质上锚定了较高估值水平，二是中短期高度确定的业绩增长，充分拉低动态 PE，对应地产增量，三是长期丰富的想象空间，核心是单盘 NOI 提升，对应地产存量。

本篇报告作为我们物业行业系列报告的第二篇，在上篇探讨物管行业商业模式的本质和物管公司短期“潜在业绩下限”的基础上，进一步讨论了物管行业中长期的发展逻辑，试图解释当前物管公司较大估值差异的原因，并深入分析了物管公司并购行为的真实意义。主要结论有：

- ◆ 增量开发、基础物业费提升和业主增值服务深化，将在未来十年共同驱动物管行业规模提升，预计 2030 年行业规模有望达到 3.2 万亿；
- ◆ 物管行业长期逻辑走通的关键是，单位面积 NOI 能够克服人力成本的上升保持稳定。未来十年增量注入对盈利的支撑将明显减弱，而单位面积 NOI 的提升包括更强的“收租”能力和更低的“收租”成本；
- ◆ 并购行为的本质是股东的再投资，本身会提升 EPS，但会拉低短期经营效率。物管公司并购的意义是牺牲短期投资效率，为未来“收租”能力的提升，留足发挥空间，本身可以看做一种“隐性效率杠杆”；
- ◆ 基于长、中、短期分析，我们认为开发商背景较强、非业主增值服务占比较低、短期 EPS 对并购的依赖较低的物管公司，应当给予较高估值。

未来十年行业规模有望达到 3.2 万亿

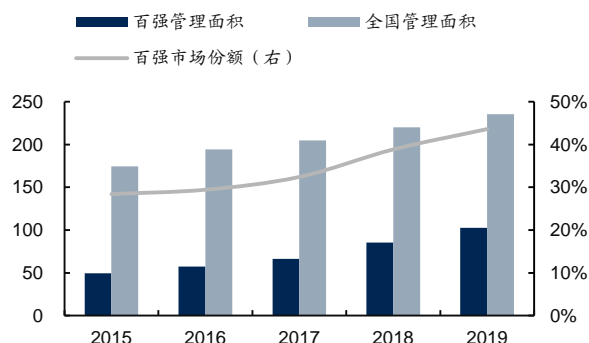
在管面积：未来 10 年增长近 50%

范围的限定

我们在限定的范围内测算未来 10 年的物管在管面积，即新增在管面积仅来自于增量开发，暂不考虑存量无物业项目的“从无到有”（可作为安全边际），原因是：

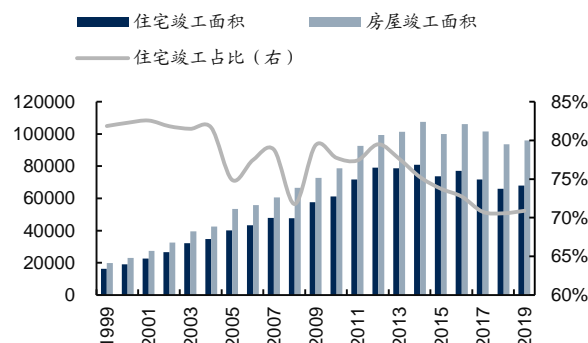
- ◆ 盈利能力不高：存量无物业住宅区大多比较老旧，对物管公司而言很可能是较为低效的，实际上很少看到物管公司对存量无业务小区的拓展（不包括收并购，因为收并购仅是已有物业项目的重新分布）；
- ◆ 面积相对有限：据中指院相关数据，2019 年百强物管公司总在管面积为 103 亿平方米，百强市占率为 43.6%，对应全国物管行业在管面积为 235 亿平方米。我们估算 2019 年末全国住宅存量为 218 亿平方米，由于 1998 年至今住宅竣工面积在全部业态中的占比为 76.7%，可估算出全国全业态存量面积为 284 亿平方米，则存量无物业面积为 49 亿平方米，占比 17.3%，面积相对有限。

图 1：百强房企在管面积及市占率（单位：亿平方米）



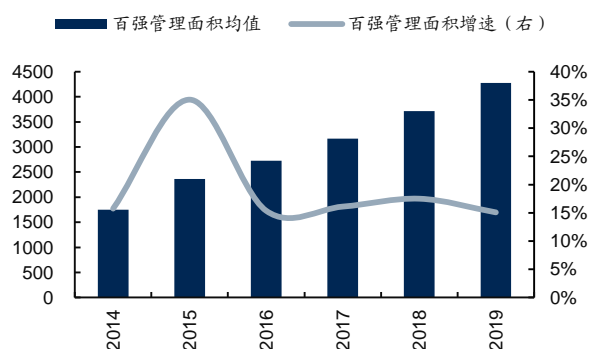
资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

图 2：住宅竣工面积 vs 房屋竣工面积（单位：万平方米）



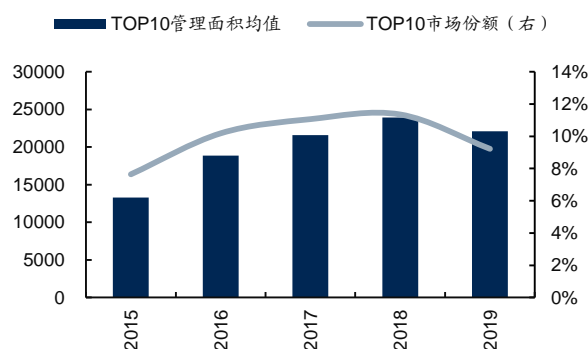
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 3：百强房企在管面积均值及增速（单位：万平方米）



资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

图 4：TOP10 管理面积均值及占比（单位：万平方米）



资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

未来十年在管面积将达到 348 亿平方米

在本系列的第一篇报告中，我们测算至 2030 年住宅总需求面积为 131 亿平方米（口径为可售面积，约等于计容面积），对应的建筑面积为 164 亿平方米。假设各业态比例维持不变，则未来十年全业态新增总建筑面积为 213 亿平方米。覆盖率方面，我们认为其物管覆盖率不会低于 2019 年末存量面积的覆盖率，即不低于 82.7%。

同时，考虑到存量项目存在折旧，我们根据一般住宅项目的 50 年设计使用年限进行年化 2% 的折旧，即每年存量折旧为上一年末存量的 2%。

据此可以计算得出 2030 年末各业态存量面积为 421 亿平方米，假设存量面积的物管覆盖率达到 83%，可得 2030 年末行业总在管面积为 348 亿平方米，相对 2019 年末提升 48.1%。

表 1：2030 年末全业态存量面积测算（单位：亿平方米）

年份	存量	新增	折旧
2019	284.0	-	-
2020	297.7	19.4	5.7
2021	311.2	19.4	6.0
2022	324.3	19.4	6.2
2023	337.3	19.4	6.5
2024	349.9	19.4	6.7
2025	362.3	19.4	7.0
2026	374.5	19.4	7.2

2027	386.4	19.4	7.5
2028	398.0	19.4	7.7
2029	409.5	19.4	8.0
2030	420.7	19.4	8.2

资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理测算

表 2: 2020 年至 2030 年商品住宅需求测算

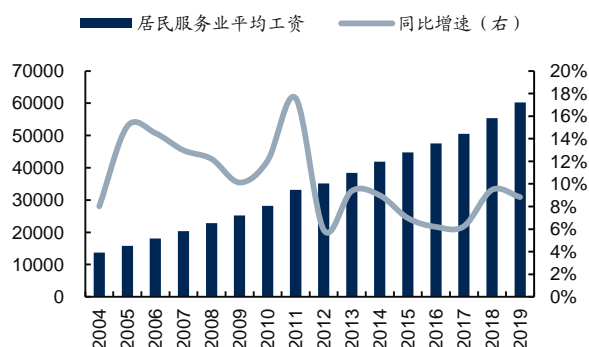
年份	出生率: ‰	死亡率: ‰	自然增长率: ‰	总人口: 亿	城镇化率: %	城镇人口: 亿	人均商品住宅面积: 平方米	商品住宅存量: 亿平方米	商品住宅年折旧: 亿平方米	98 前住宅年折旧: 亿平方米
2018	10.9	7.1	3.8	14.0	59.2	8.3	25.0	207.2	4.1	3.4
2019	10.5	7.1	3.3	14.0	60.1	8.4	26.3	222.2	4.4	3.4
2020	10.3	7.2	3.1	14.1	61.0	8.6	26.7	229.1	4.6	3.4
2021	10.0	7.2	2.8	14.1	61.9	8.7	27.0	236.2	4.7	3.4
2022	9.8	7.2	2.6	14.2	62.8	8.9	27.3	243.2	4.9	3.4
2023	9.6	7.3	2.3	14.2	63.7	9.0	27.7	250.3	5.0	3.4
2024	9.3	7.3	2.0	14.2	64.6	9.2	28.0	257.5	5.2	3.4
2025	9.1	7.4	1.8	14.3	65.5	9.3	28.4	264.7	5.3	3.4
2026	8.9	7.4	1.5	14.3	66.4	9.5	28.7	272.0	5.4	3.4
2027	8.7	7.4	1.2	14.3	67.3	9.6	29.0	279.3	5.6	3.4
2028	8.4	7.5	1.0	14.3	68.2	9.8	29.4	286.6	5.7	3.4
2029	8.2	7.5	0.7	14.3	69.1	9.9	29.7	294.0	5.9	3.4
2030	8.0	7.5	0.4	14.3	70.0	10.0	30.0	300.7	6.0	3.4
2020-2030 需求合计	商品住宅存量增加+商品住宅累计折旧+98 前住宅累计折旧=164 亿平方米 (建筑面积), 对应销售面积约 131 亿平方米。									

资料来源:wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所计算整理

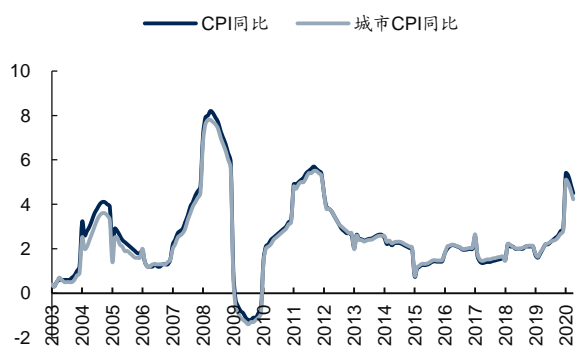
基础物业费: 增速参考工资增速与 CPI

我们认为未来十年基础物业费增速, 可以参考居民服务业平均工资增速与 CPI 增速。因为本身物管行业人力成本占比在 60% 以上 (直接占比, 若考虑分包可能更多), 长期来看物业费增速与平均工资增速应该具有较强的相关性。同时, 居住服务作为居民消费的构成部分, CPI 增速应该也具有较强的指导意义。综合来看, 我们预计未来十年物业费年均增速为 4%。

我们估算 2019 年末平均基础物业费为 4.06 元/平方米/月 (全业态), 则 2030 年平均基础物业费为 6 元/平方米/月。

图 5: 居民服务业平均工资 (单位: 元/年)


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 6: CPI 同比增速 (单位: %)


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

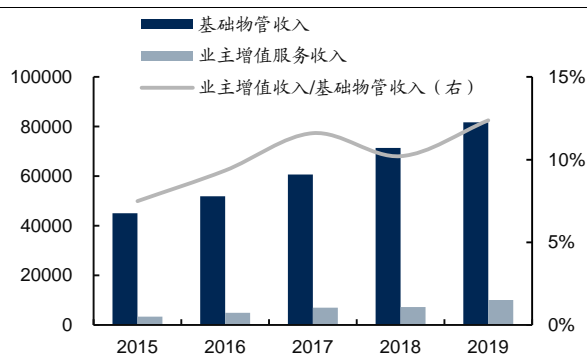
业主增值服务: 有望达到基础服务的 27.4%

由于无法准确估计业主增值服务的内容和渗透率, 我们参考过去几年业主增值

服务在收入的占比的变化来推测未来 5 年和 10 年的变化情况,进而推算业主增值服务的空间。如我们上篇报告中所述,业主增值服务不可能脱离基础物管服务存在(二者对人员、设备等的占用具有很高的重合度),其占比也会受到基础物管服务“产能”的限制,因此我们认为这样的估算是合理的。

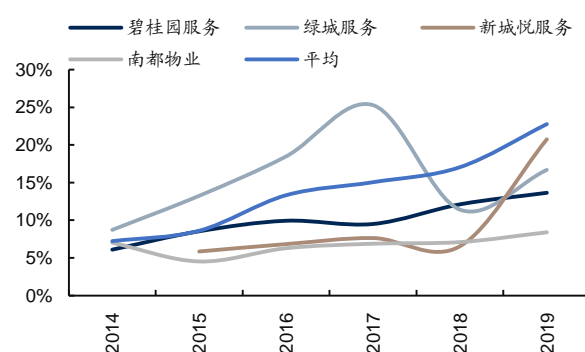
百强物管 2019 年平均业主增值服务收入为 10111 万元,达到基础物管收入的 12.4%,相对 2015 年提升 4.9pct,年均提升 1pct。8 家上市物管公司业主增值服务收入达到基础物管收入的 22.8%,相对 2015 年提升 14.2pct,年均提升 2.8pct。综合来看,我们认为未来十年内,业主增值服务收入与基础物管收入的比例年均提升 1.5pct,2030 年此比例有望达到 27.4%。

图 7: 百强物管核心收入构成(单位: 元/平方米/元)



资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

图 8: 代表性物管核心收入构成(单位: 元/平方米/元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

未来十年行业空间接近 3.2 万亿

根据以上分析,可以测算出 2030 年物管行业市场规模为 34765 亿元(不含非业主增值服务,原因详见上篇专题报告),相对 2019 年增长 168%。增长的主要驱动有在管面积提升(+48.1%)、平均物业费提升(+46.3%)和业主增值服务规模增加(+378.9%)。

表 3: 未来十年物管行业空间测算(不含非业主增值服务)

	在管面积: 亿平方米	平均物业费: 元/平方米/月	基础物管收入规模: 亿元	业主增值服务/基础物管收入	业主增值服务规模: 亿元	合计: 亿元
2019	235	4.1	11562	12.4%	1434	12996
2030	348	6.0	25056	27.4%	6865	31921
同比: %	48.1%	46.3%	116.7%	/	378.9%	145.6%

资料来源: 国信证券经济研究所整理测算

单位面积 NOI 不下降是长期逻辑走通的关键

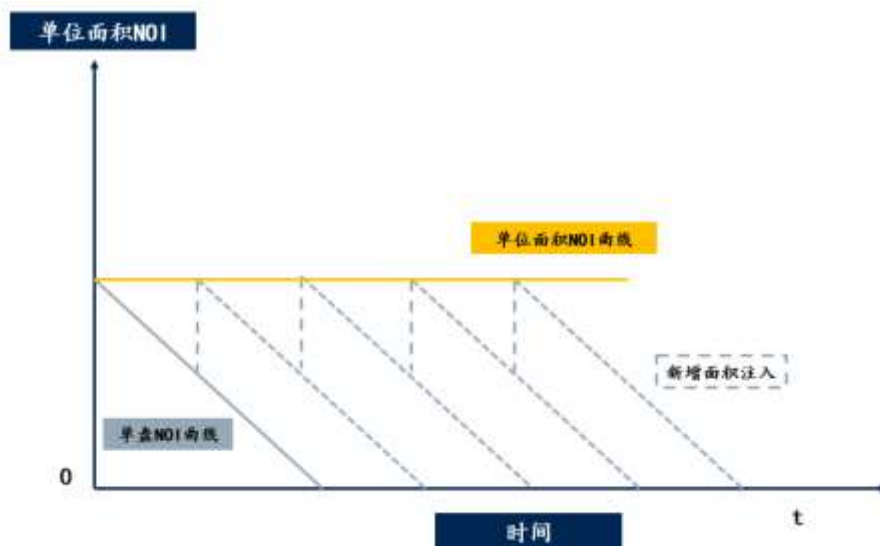
增量面积支撑减弱, 单位面积 NOI 有下降压力

前已述及,在存量项目物业费“锁死”的情况下,单位面积 NOI 将持续下降,而过去 5 年物管公司核心业务毛利率上升的主要原因是新盘的持续交付,初始高盈利的新盘持续注入“在管面积池”,较好的对冲掉了存量面积盈利能力的下降。那么,未来十年,增量面积能否继续支撑存量面积的盈利下降呢?

从数据上看,我们认为比较难。2015 年至 2019 年,全国住宅竣工面积共计 35.7 亿平方米(实际上竣工面积存在系统低估,实际竣工面积应该在 55.3 亿平方米),

按照 77% 的住宅占比、83% 的物业覆盖率、百强物管 35% 左右的平均市场份额，粗略估计百强物管新增在管面积为 23.8 亿平方米，占 2019 年末百强物管总在管面积的 23.1%。与之形成对比的是，2030 年末五年内新增面积占比预计将下降至 16.2%，下降 6.9pct。

图 9：增量面积支撑盈利能力模式示意图



资料来源:国信证券经济研究所整理

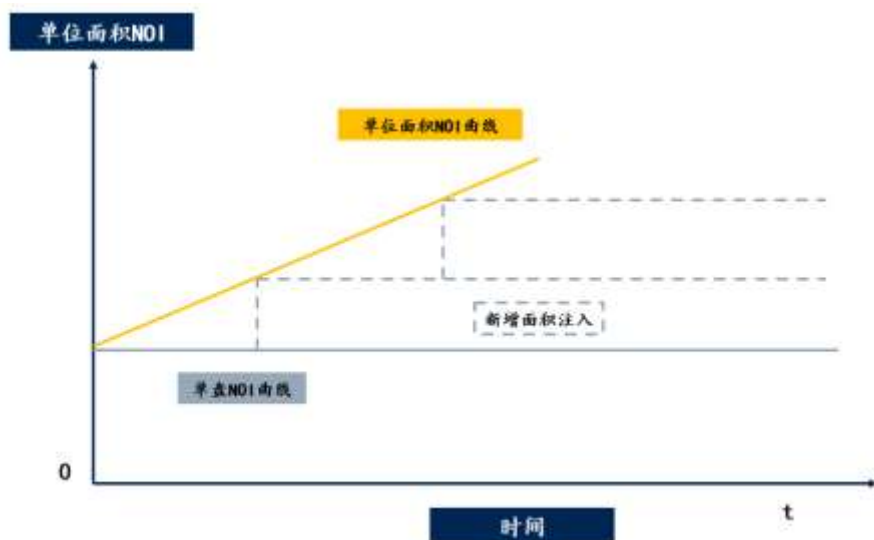
持续“收租”的关键是单位面积 NOI 稳定

虽然未来十年内，地产开发仍将维持相对高的规模，物管行业的“收租权”也将维持较高的自发增长，在相对长的周期中，“增量支撑存量”的逻辑都能够继续演绎，但我们仍然认为单位面积 NOI 的稳定或提升，是行业匹配较高估值水平的根本逻辑基础。

原因是，如果仅靠新盘注入来支撑盈利，那么行业的核心逻辑仍然是地产开发增量，这与房地产开发以及部分后周期行业没有本质区别。一旦地产开发增速大幅下降，那么物管行业无法得到足量的新盘来支撑存量项目盈利的下滑，整个行业的价值也将受到很大程度的侵蚀。同时，随着在管面积的单向增加，支撑存量盈利下滑需要的新增面积会越来越多，而当前地产开发能够带来的增量显然不满足这一要求。

因此，长期来看，单位面积 NOI 的稳定是物管行业持续“收租”的必备基础，也是当前高估值蕴含的核心假设。只有单位面积 NOI 能够维持在较为合理的水平，而不是持续下降（如我们上篇报告中的单位面积模型），物管公司才具有超越房企的价值。

图 10: 存量面积 NOI 稳定情况下的单位面积 NOI 示意图



资料来源: 国信证券经济研究所整理

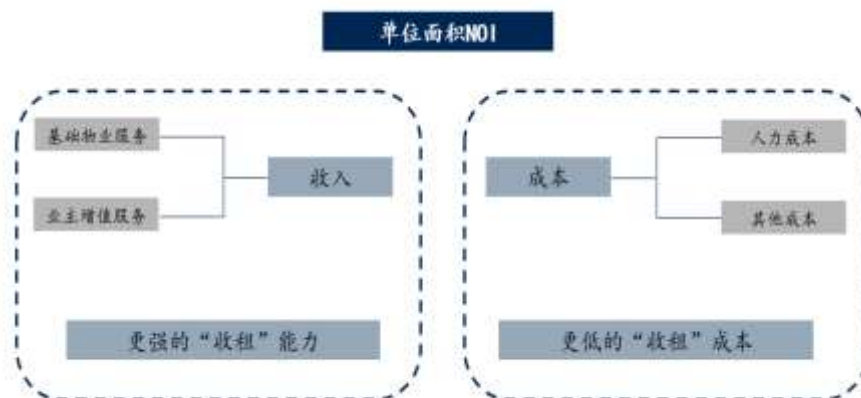
单位面积 NOI 提升的途径: 更强的“收租”能力、更低的“收租成本” 物管行业具备规模经济吗?

物业管理与地产开发有两个共同点: 一是固定成本占比非常低, 二是基础模型都是“单盘线性叠加”, 公司的总体业绩几乎等于每个项目公司的简单叠加。理论上, 这种模式的规模经济效应应该是不明显的。与地产开发一样, 集中度提升必然是某些结果的结果, 但不一定能够成为某些结果的原因。

我们认为, 物管行业与地产开发行业在共同点之外, 还有两项不同点, 使得物管行业可能具备更强的规模经济效应:

- ◆ **一是成本构成的弹性不同:** 房企成本以土地、建安等变动成本为主 (一般 70% 左右), 且压缩空间很小。而物管最大成本为人力成本 (同样是 70% 左右), 存在较大的弹性空间。长期来看, 通过标准化、科技赋能等, 相同的人力成本可能创造不同的价值量;
- ◆ **二是品牌溢价的作用不同:** 楼盘价格影响因素众多, 但最关键的是区位 (或称地段), 而区位又是房企很难通过自身经营能够改善的, 导致房企品牌溢价有限, 而物管公司则具有较为明显的品牌溢价效应。

图 11: 更强的“收租”能力 Vs. 更低的“收租”成本



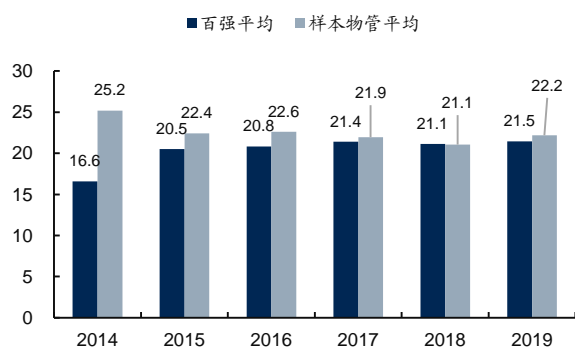
资料来源:国信证券经济研究所整理

单位面积 NOI 提升的途径

如前所述,对物管公司来说,长逻辑走通的核心是单位面积 NOI 能够至少保持稳定。在人力成本确定性上涨的背景下,保持 NOI 稳定无非两点:一是更强的“收租”能力,二是更低的“收租”成本。

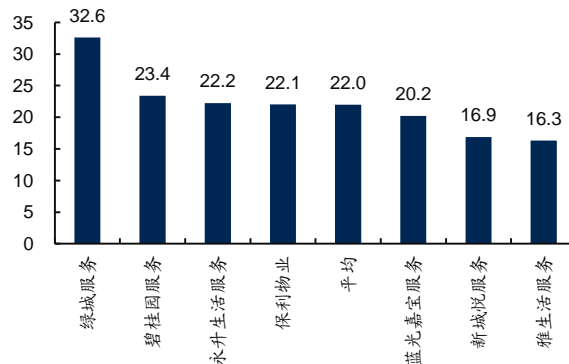
- ◆ **更强的“收租”能力**,即单位在管面积获取更多的收入。以更好的服务和品牌提升基础物业服务收费,深挖增值服务潜力,以及丰富物管产品线,充分匹配不同项目需求等,有望持续提升物管公司“收租能力”。
- ◆ **更低的“收租”成本**:即单位在管面积付出更低的成本。加大科技投入、打造标准化流程等可以降低人力成本,对冲人力成本上升影响。

图 12: 百强物管“收租”能力(单位:元/平方米)



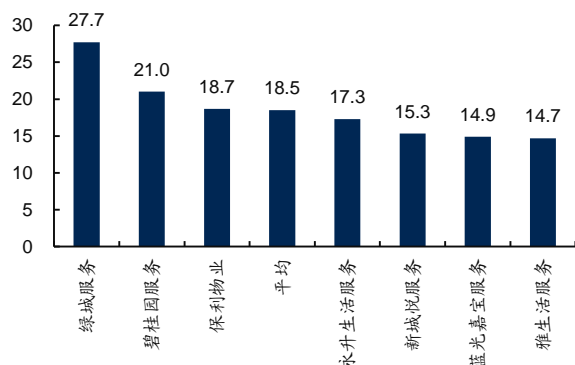
资料来源:中指院,国信证券经济研究所整理

图 13: 代表性物管“收租”能力(单位:元/平方米)



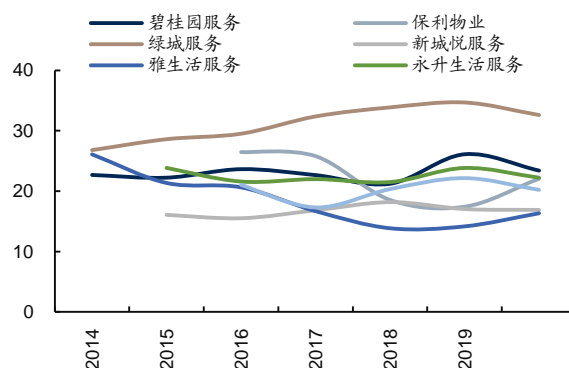
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 14：代表性物管基础物管服务“收租”能力（单位：元/平方米）



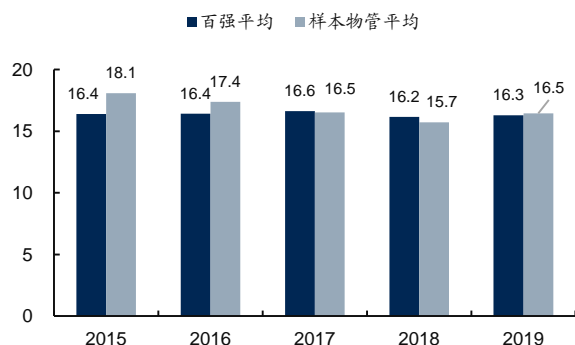
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 15：代表性物管“收租”能力变化（单位：元/平方米）



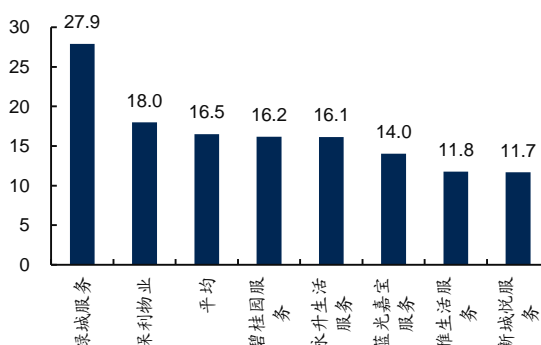
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16：百强物管“收租”成本（单位：元/平方米）



资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

图 17：代表性物管“收租”成本（单位：元/平方米）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

并购的意义：牺牲短期投资效率，换取长期“效率杠杆”

近年物管公司收并购案例迅速增加，诸多物管公司在承接新项目的时候，加大外拓力度，积极进行收并购，在管面积随之迅速提升。市场对并购的关注一般聚焦于扩大在管面积、增加市场份额，进而提升物管公司的盈利能力。——但实际上这条逻辑并不严密，也很难得到已有数据的支持。

- ◆ 一是并购项目的盈利能力与新盘有差距。由于并购项目多为老盘，盈利能力自然较弱（这与我们的单盘模型是相符的）。即单纯扩大在管面积，并不必然实现营收的相同幅度增长。
- ◆ 二是短期内规模经济效应不明显。由于物管行业固定成本占比非常低，以及短期内仍然是“单盘线性叠加”的商业模式，短期内规模经济效应并不明显。即单纯扩大营收规模，并不必然实现盈利能力的提升。

那么，物管公司积极进行并购的意义是什么呢？

表 4：物管行业近年部分并购案例

公司	并购对象	交易金额：万元	管理面积：万平方米	收购股权比例
碧桂园服务	港联不动产服务	37500	1347	100%
	嘉凯城物业	19000	/	100%

	北京盛世物业	9000	/	100%
	联源物业	13600	/	100%
	元海资产物业	10000	/	100%
	中民物业	206000	2000	60%
	广州粤华物业	19534	3000	51%
雅生活服务	哈尔滨景阳物业	11388	980	60%
	青岛华仁物业	13358	910	90%
	南京紫竹物业	20481	2426	51%
	兰州城关物业	14790	2490	51%
永升生活服务	青岛银盛泰	864	/	50%
	青岛雅园物业	46200	/	55%
	浙江中能物业	4800	/	60%
蓝光嘉宝服务	成都东景物业	5200	700	65%
	泸州天立物业	3500	400	70%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 5: 近年部分物管公司 IPO 募资收购情况

公司	IPO 募资金额: 亿港元	用于收购金额: 亿港元	用于收购比例
保利物业	45.8	26.1	57%
雅生活服务	39.8	25.9	65%
永升生活服务	6.4	3.5	55%
新城悦服务	6.3	3.0	48%
奥园健康	6.2	3.8	62%
滨江服务	3.4	1.2	35%
中奥到家	3.0	1.8	60%
佳兆业美好	2.8	1.4	50%
浦江中国	1.5	0.5	34%
合计	115.2	67.3	58%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

并购的本质是股东的再投资, 本身提升 EPS

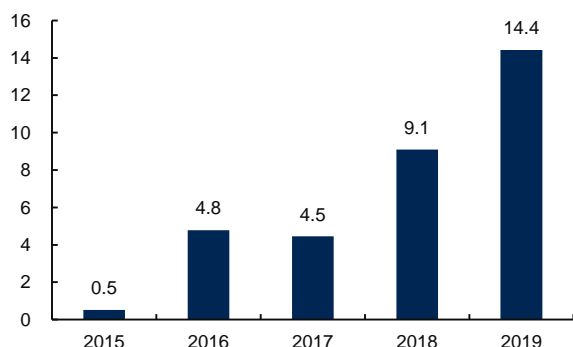
物管公司并购资金的来源主要是增发和自有资金积累, 本质都是股东的再投资, 前者体现为溢价发行带来的资本公积 (股本溢价), 主要来自新增股东, 后者体现为现金分红比率低于 100% 时的留存收益, 主要来自原有股东。

财务上看, 无论公司再投资的标的物是何种资产, 只要其收益率不低于 0, 都能够提升计算出的 EPS。从物管公司的角度看, 只要并购的对象仍有盈利能力, 即使远远低于公司已有在管项目, 其 EPS 依然能够得到提升。也就是说, 并购行为本身在财务上可以提升 EPS, EPS 的提升并不能够反映投资的效率。

从本质上看, 并购项目一般盈利能力低于自有项目 (这一点在开发商背景物管公司的表现尤为明显), 而低盈利盘的注入, 短期内必然会拉低公司在管面积的平均质量, 短期投资效率一般。通过并购迅速做大在管规模, 进而提升盈利能力和经营效率的逻辑, 在短期内并不成立。

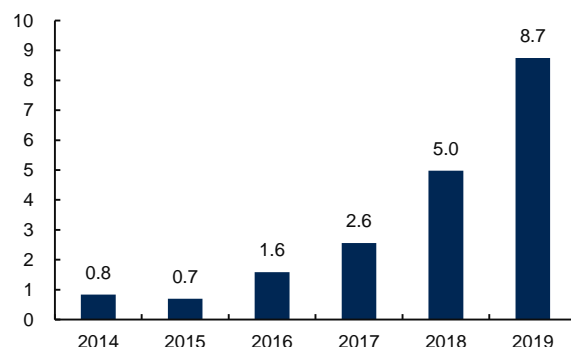
以 9 家样本物管公司为例, 其平均 ROE 由 2016 年的 39% 逐年下降至 2019 年的 21.9%, 主要原因就是对第三方物管公司进行收并购, 引入低盈利盘导致的经营效率降低。而与此同时 EPS 多数有所提升, 原因就是股东的再投资增厚了权益, 抵消了 ROE 下降对 EPS 的影响, 代价则是权益结构的变化。

图 18: 样本物管公司年末股本溢价均值 (单位: 亿元)



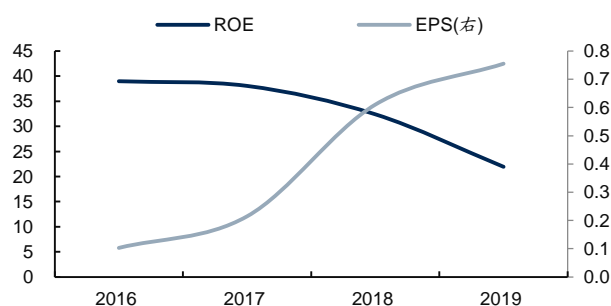
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 样本物管公司年末留存收益均值 (单位: 亿元)



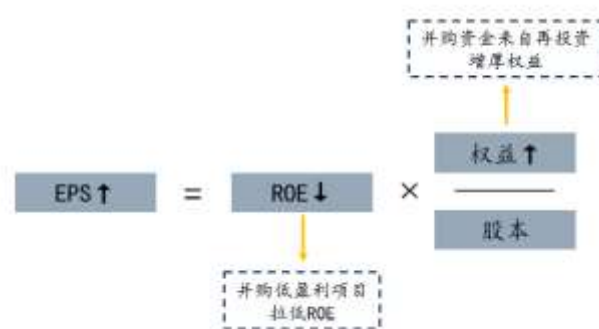
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 样本物管 ROE 与 EPS 趋势背离 (单位: %, 元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: ROE 与 EPS 趋势背离的原因



资料来源: 国信证券经济研究所整理

并购的真实意义: 为“收租”能力提升留足发挥空间

如前所述, 单位面积 NOI 提升 (“收租”能力提升) 是物管行业脱离地产增量逻辑束缚的关键。我们认为, 收并购的长期意义就在于为不断提升的 “收租” 能力提供足够的发挥空间。

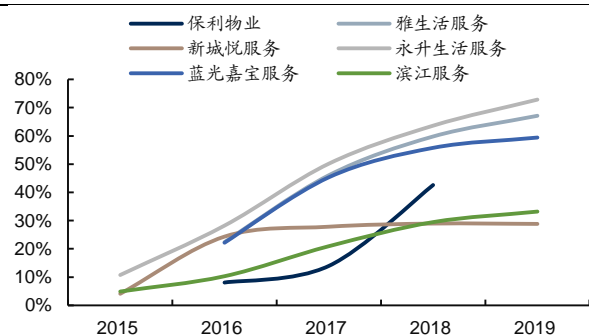
直观上讲, 并购项目短期看可存在物业费较低、设施较老、盈利能力较低的种种缺陷, 收不了多少 “租金”, 但未来 “收租” 能力提升后, 这些地存在从 “贫瘠” 变 “肥沃” 的可能性。因此, 收并购来的微利盘可以看做是物管公司的一种 “隐形效率杠杆”, 可以放大单位面积 NOI 对公司盈利的贡献。

表 6: 单位面积 NOI 提升后, 当前微利项目可额外贡献 NOI

	盈利面积	微利面积	当前 NOI	提升后 NOI	提升幅度
公司 A	100	K	500	600+K	100+K
公司 B	100	0	500	600	100

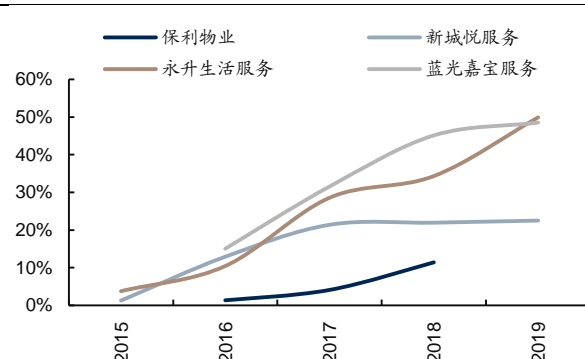
资料来源: 国信证券经济研究所整理测算

图 22: 样本物管外拓面积占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 23: 样本物管外拓收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

潜在估值差异分析

在本系列的上篇报告中, 我们基于中短期相对悲观的假设, 计算了当前样本物管公司的潜在业绩和潜在估值, 一定程度上解释了当前物管板块较高的静态估值水平。本部分我们将进一步探讨不同物管公司的潜在估值差异, 即考虑潜在业绩之后, 不同物管公司估值较大差异的来源。

由于我们已经将潜在业绩考虑进了潜在动态 PE 的计算中, 因此不同物管公司的估值差异主要反映了各自中长期逻辑的差异。按照我们之前的分析: 1. 物管公司中期仍然依靠增量高盈利项目的持续注入; 2. 长期必须依靠单位面积 NOI 的提升; 3. 收并购行为本质上是牺牲短期投资效率, 换取长期更大的成长空间。我们延续以上逻辑, 分析上述物管公司潜在估值差异的原因。

表 7: 保守假设下样本物管公司潜在 PE 上限测算

公司	2019 核心业务毛利: 万元	2019 非业主增值业务毛利: 万元	2019 合约/在管	潜在核心毛利下限: 万元	预期非业主增值服务毛利: 万元	潜在毛利下限: 万元	潜在毛利/2019 毛利	2019 年静态 PE	潜在 PE 上限
碧桂园服务	211847	58297	248%	525589	101465	627055	232%	52	23
保利物业	101418	19654	174%	176053	26886	202939	168%	82	49
绿城服务	100493	40896	110%	110335	42898	153233	108%	55	51
新城悦服务	35553	24435	254%	90304	43250	133554	223%	49	22
雅生活服务	97967	90319	170%	166225	121784	288009	153%	40	26
永升生活服务	48386	7110	152%	73666	8967	82633	149%	71	48
蓝光嘉宝服务	48471	27552	163%	79027	36236	115264	152%	21	14

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

表 8: 中性假设下样本物管公司潜在 PE 测算

公司	2019 核心业务毛利: 万元	2019 非业主增值业务毛利: 万元	2019 在管面积: 万平方米	2019 合约/在管	2017 至 2019 年均新增合约面积: 万平方米	潜在核心毛利下限: 万元	预期非业主增值服务毛利: 万元	潜在毛利下限: 万元	潜在毛利/2019 毛利	2019 年静态 PE	潜在 PE
碧桂园服务	211847	58297	27610	248%	9797	619492	144634	764126	283%	52	18
保利物业	101418	19654	28695	174%	5254	203871	34118	237989	197%	82	42
绿城服务	100493	40896	21240	110%	220	121941	44901	166841	118%	55	47
新城悦服务	35553	24435	6015	254%	2415	107185	62064	169250	282%	49	17
雅生活服务	97967	90319	23399	170%	3297	190440	153248	343688	183%	40	22
永升生活服务	48386	7110	6516	152%	1296	86325	10825	97150	175%	71	41
蓝光嘉宝服务	48471	27552	7172	163%	1324	91852	44921	136772	180%	21	12

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

开发商背景强弱

由于物管公司中期仍然依靠增量高盈利项目的持续注入，**开发商背景理论上会提升公司的估值水平**。强大的开发商背景至少可以保证在未来 5 年内源源不断的新盘注入，对冲人力成本上升对盈利的影响，具备更强的业绩确定性。

从数据来看，上述逻辑一定程度上可以解释蓝光嘉宝服务和雅生活服务的较低估值，但单一开发商因素无法解释保利物业和永升生活服务的较高估值。

表 9：样本物管公司关联开发商规模与动态 PE

物管公司	关联开发商	2019 销售额：亿元	2019 销售面积： 万平方米	动态 PE
碧桂园服务	碧桂园	5522（权益）	6237（权益）	23
保利物业	保利地产	4618	3123	49
绿城服务	绿城中国	2018	1027	51
新城悦服务	新城控股	2708	2432	22
雅生活服务	雅居乐	1180	891	26
永升生活服务	旭辉控股集团	2006	1203	48
蓝光嘉宝服务	蓝光发展	1015	1095	14

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

非业主增值服务占比差异

我们认为，非业主增值服务本质上主要是开发商的销售费用，**本身无法脱离地产增量逻辑**，与基础物管服务和业主增值服务具备的“收租”属性有明显差异。此外，非业主增值服务无明确定价标准，在物业管理与房地产开发估值差异巨大的背景下，**可能存在开发商向物管公司转移利润**。因此，我们认为**非业主增值服务占比较高的物管公司，理论上估值水平应当较低**。

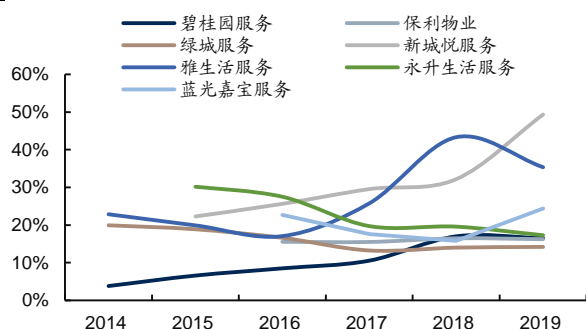
数据上看，7 家样本物管公司大体呈现了非业主增值服务占比越低，估值越高的规律。比如，保利物业非业主增值服务毛利占比为 16%，明显低于碧桂园服务的 28%，在开发商背景强弱相近的情况下，保利物业的动态 PE 高于碧桂园服务；绿城服务、新城悦服务与永升生活服务也呈现相同规律。

表 10：样本物管公司非业主增值服务占比与动态 PE

物管公司	非业主增值服务收入占比：%	非业主增值服务毛利占比：%	动态 PE
碧桂园服务	16%	28%	23
保利物业	16%	16%	49
绿城服务	14%	29%	51
新城悦服务	49%	41%	22
雅生活服务	35%	48%	26
永升生活服务	17%	13%	48
蓝光嘉宝服务	24%	36%	14

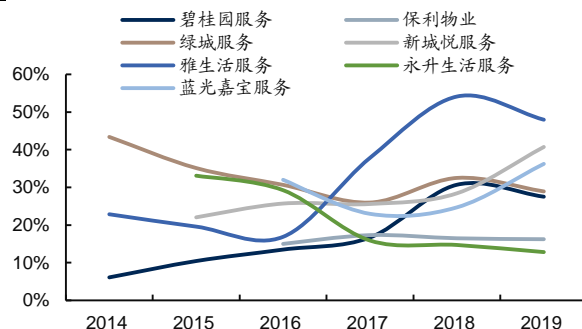
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 24: 样本物管非业主增值服务收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 25: 样本物管非业主增值服务毛利占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

短期 EPS 对并购的依赖

前已述及, 短期来看并购行为 (更准确地说, 是再投资行为) 本身降低经营效率, 但从财务上会提升 EPS, 而 EPS 直接影响计算出的估值水平。因此, 理论上可以将 EPS 分为两部分, 一部分是经营产生的“经营性”EPS, 一部分是并购产生的“财务性”EPS, 前者对应真实的估值水平。但实际上, 二者很难精确的区分出来。

由于并购的资金无论来自于增发, 还是来自于公司现金积累, 都会增大公司资产负债表中的“储备”科目 (股本溢价+留存收益), 我们以储备与股东权益之比, 大致衡量 EPS 对收并购的依赖。储备/权益之比越高, 对应公司 EPS 中来自并购行为的“财务性”EPS 越高。

从数据上看, 7 家样本物管公司大体呈现了储备/权益之比越低, 估值越高的规律。比如, 保利物业储备/权益之比为 88%, 明显低于碧桂园服务的 95%, 在开发商背景强弱相近的情况下, 保利物业的动态 PE 高于碧桂园服务; 绿城服务与雅生活服务也呈现相同规律。

表 11: 样本物管公司储备/权益与动态 PE

证券简称	2019 年末储备: 亿元	2019 年末权益: 亿元	储备占比	动态 PE
碧桂园服务	53.7	56.8	95%	23
保利物业	45.2	51.2	88%	49
绿城服务	27.3	29.5	93%	51
新城悦服务	8.7	9.7	90%	22
雅生活服务	48.6	65.1	75%	26
永升生活服务	11.3	12.3	92%	48
蓝光嘉宝服务	20.2	22.5	90%	14

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

三大指标可以较好解释物管公司估值差异

我们以三大指标: 开发商背景强弱、非业主增值服务占比、EPS 对并购的依赖为基础, 对 7 家物管公司进行综合评价, 我们认为可以较好的解释其估值差异。即, 开发商背景较强、非业主增值服务毛利占比低、短期 EPS 对并购的依赖程度低的物管公司, 应该给予较高估值。

- 以碧桂园服务与保利物业对比, 二者均具有较强的开发商背景, 但碧桂园服务非业主增值占比, 以及短期 EPS 对并购的依赖程度较高, 因此动态 PE 低于保利物业;
- 以绿城服务、新城悦服务和永升生活服务对比, 三者开发商背景中等, 且短期 EPS 对并购依赖程度均较高。在此基础上, 三者非业主增值服务占比

- 较高的新城悦服务，动态 PE 明显低于绿城服务和永升生活服务；
- ◆ 蓝光嘉宝服务三大指标均不占优，因此估值明显低于平均水平。

表 12：三大指标可以较好解释物管公司估值差异

公司	开发商背景	非业主增值占比	短期 EPS 对并购的依赖	动态 PE
碧桂园服务	强	中	高	23
保利物业	强	低	中	49
绿城服务	中	中	高	51
新城悦服务	中	高	高	22
雅生活服务	弱	高	低	26
永升生活服务	中	低	高	48
蓝光嘉宝服务	弱	高	高	14

资料来源：国信证券经济研究所整理

投资建议

本篇报告作为我们物业行业系列报告的第二篇，在上篇探讨物管行业商业模式的本质和物管公司短期“潜在业绩下限”的基础上，进一步讨论了物管行业中长期的发展逻辑，试图解释当前物管公司较大估值差异的原因，并深入分析了物管公司并购行为的真实意义。主要结论有：

- ◆ 增量开发、基础物业费提升和业主增值服务深化，将在未来十年共同驱动物管行业规模提升，**预计 2030 年行业规模有望达到 3.2 万亿**；
- ◆ 物管行业长期逻辑走通的关键是，**单位面积 NOI 能够克服人力成本的上升保持稳定**。未来十年增量注入对盈利的支撑将明显减弱，而单位面积 NOI 的提升包括更强的“收租”能力和更低的“收租”成本；
- ◆ 并购行为的本质是股东的再投资，**本身会提升 EPS，但会拉低短期经营效率**。物管公司并购的意义是牺牲短期投资效率，为未来“收租”能力的提升，留足发挥空间，本身可以看做一种“**隐性效率杠杆**”；
- ◆ 基于长、中、短期分析，我们认为**开发商背景较强、非业主增值服务占比**较低、**短期 EPS 对并购的依赖**较低的物管公司，应当给予较高估值。

我们认为，当前物管公司较高的估值水平由三方面导致，一是高续约率下物管的商业模式类似“**坐地收租**”，本质上锚定了较高估值水平，二是中短期高度确定的业绩增长，充分拉低动态 PE，三是长期丰富的想象空间，核心是单盘 NOI 提升，对应**地产存量**。综合来看，我们认为当前主流物管公司**整体估值水平合理**。推荐碧桂园服务、保利物业，建议关注新城悦服务、永升生活服务、雅生活服务 and 蓝光嘉宝服务。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032