



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2020年中期投资策略线上交流会

证券研究报告

2020年06月8日

# 由外望内，方知差距

行业评级：增持

姓名：谢皓宇（分析师）  
邮箱：xiehaoyu@gtjas.com  
电话：010-83939826  
证书编号：S0880518010002

姓名：白淑媛（分析师）  
邮箱：baishuyuan@gtjas.com  
电话：021-38675923  
证书编号：S0880518010004

姓名：单戈（研究助理）  
邮箱：shange@gtjas.com  
电话：010-83939827  
证书编号：S0880119110057

01

**国内市场化扩张还未成主流，低附加值的基础物业服务为主流**

停留在单纯物业管理服务，并未形成物业增值到租金提升的正循环

02

**五大行提供全周期的定制服务模式，业绩增长依赖于高利润率的增值服务**

围绕“投、融、管、退”的业务格局，其投资管理、金融服务能力也很卓越

03

**五大行商业模式的核心，就是让其管理的物业资产增值，由此就可以向业主收取更高的费用。**

物业价值的提升，直接表现在租金水平上。由五大行提供管理或提供顾问服务的物业，租金普遍高于其他物业。

04

**国内物业管理正从低效人工密集式输出迈向高效集约型现代服务模式的逐步转变**

推荐中海物业、宝龙商业，受益保利物业、招商积余、新大正。



# 目录 | CONTENTS

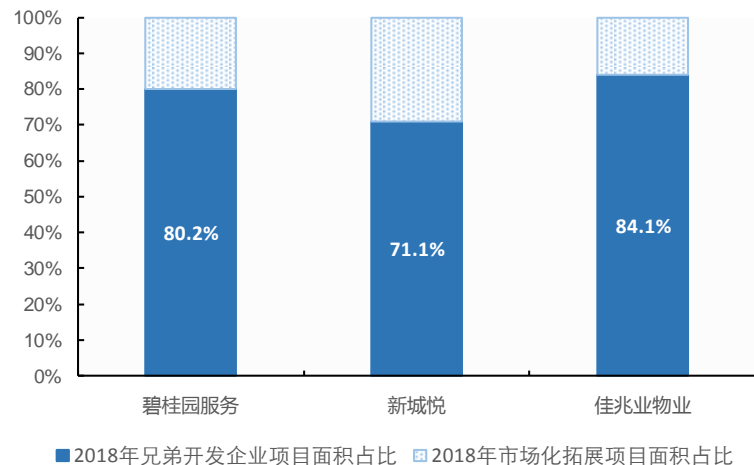
- 01/ 现状：市场化扩张还未成主流，低附加值的基础物业服务为主流
- 02/ 先见：让其管理的物业资产增值，由此收取更高的费用
- 03/ 借鉴：基础服务引流，增值服务提升业绩
- 04/ 契机：资本加速进场，物业迎来智能升级期



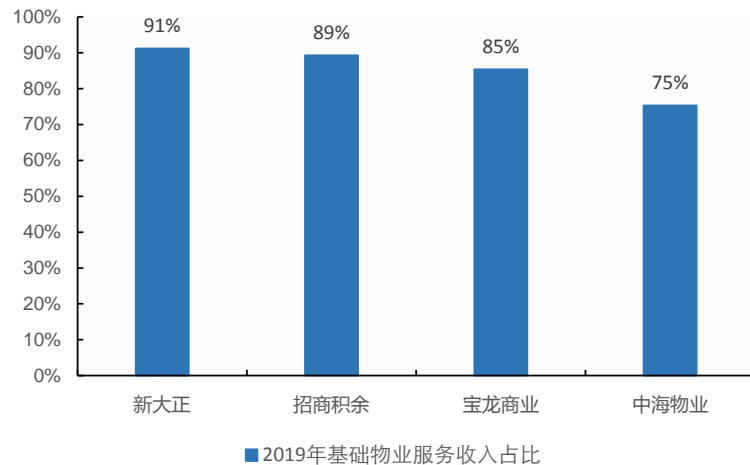
# 01 / 现状



中国的物业管理普遍存在着“谁开发，谁管理”的现状，由商品房开发商下属的物业管理公司负责经营。

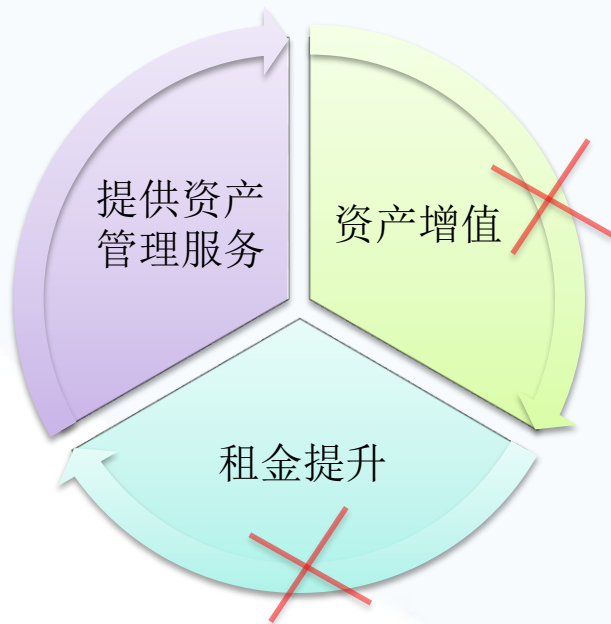


数据来源：中指研究报告，国泰君安证券研究



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

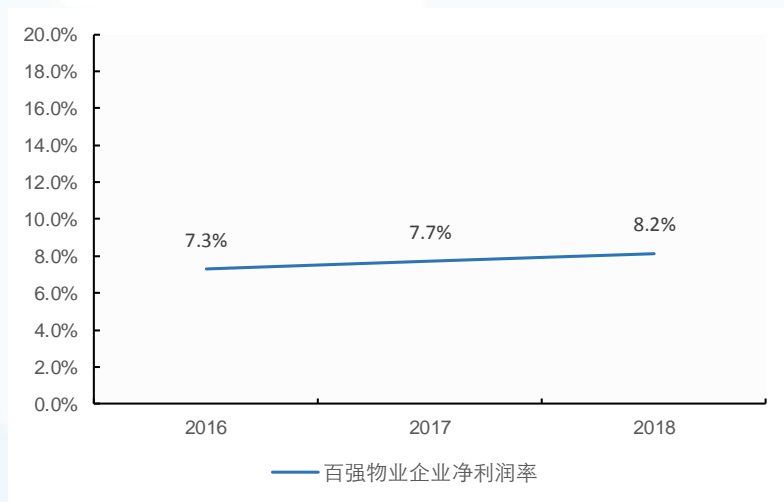
◆ 大多数物管企业主营业务还停留在物业管理价值链的低端，提供最基本的四保业务（保修、保洁、保绿和保安）





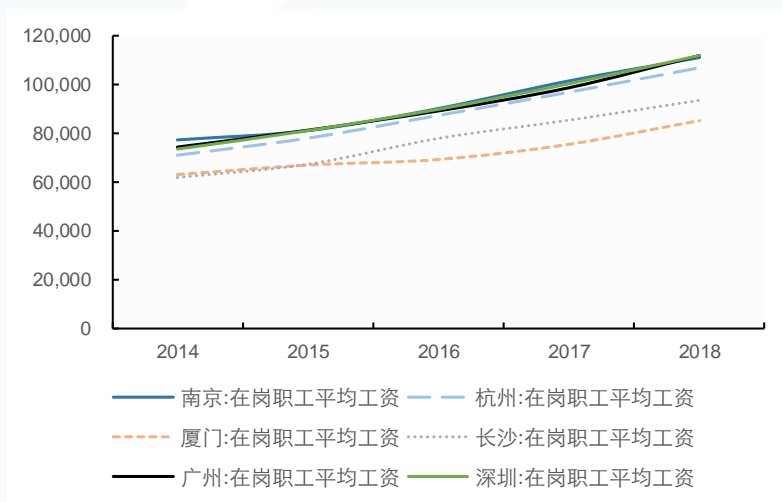
物业管理的传统业务属于劳动密集型服务，技术含量低，员工流失率高，缺乏严格的准入、培训和考核机制；同质化的服务也使得物业管理行业竞争激烈，利润水平低。

物业管理行的净利润仍然处于较低水平



数据来源：中指研究报告，国泰君安证券研究

近5年在职工资涨幅约50%（单位：元/年）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

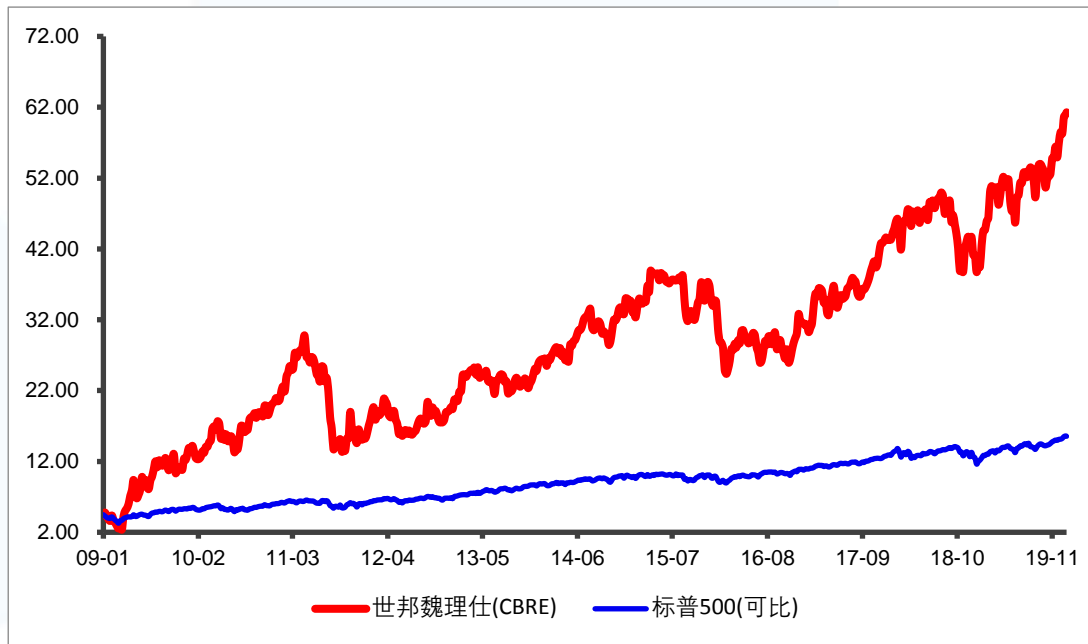


# 02 / 先见





2019年 CBRE 在《财富》500强中排名第146位，这家全球最大的商业地产服务公司，曾为世界最高的10栋大楼中的8栋提供物业管理服务。



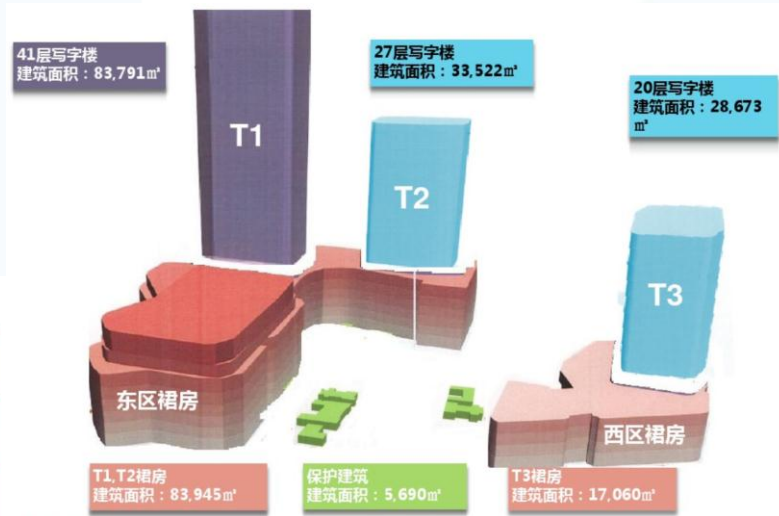
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

## 1、划分管理区域，制定人员进场

服务内容

区域	物业				工程				客服				财务			其他全部物业管理工
	保安保洁	绿化	绿植租摆	虫控	工程维修	设备维护	二装审图/手续办理	二装现场管理	招商管理及顾客服务	租户营业员管理	物业客服	大堂客服	物业费收缴	机动车收费	车位租赁管理	
广场外围																
商场																
T1、T2、T3 租赁及销售型办公楼																
地下车库																

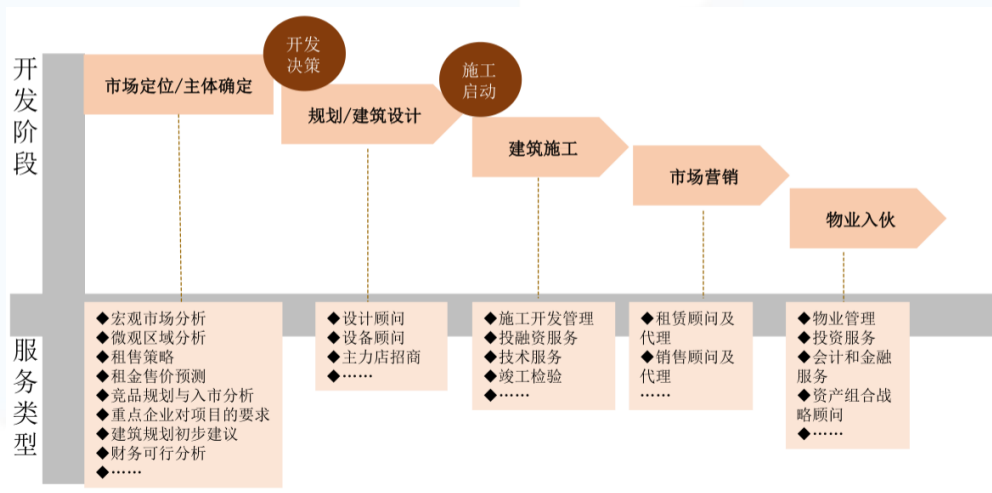
数据来源：（注：其中红色为长宁来福士世邦魏理仕物业管理中心，蓝色为甲方运营部门）CBRE 长宁来福士广场项目



以2013年的上海长宁来福士广场物业管理服务为案例

## 2、健全标准的全周期服务流程，为项目保驾护航

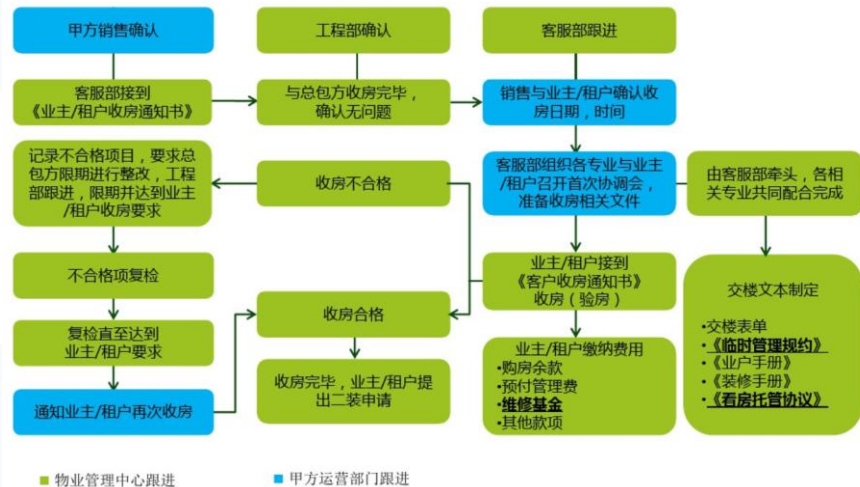
其实CBRE能做到机构物业第一，并非只是因为其单纯的物业管理业务，而是因为它在这个产业链条上做到一条龙服务。



数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目

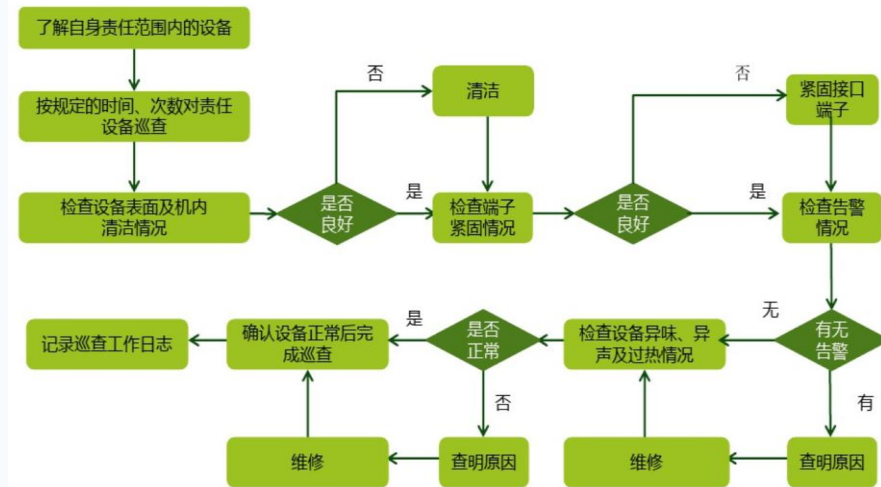
## 2、健全标准的全周期服务流程，为项目保驾护航

## 为客户提供标准的收房流程



数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目

## 为项目提供完善的设施设备巡检流程



数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目

### 3、依据调研和合理假设，测算出物业管理费收入、支出以及盈余

依据物管的支出项（管理处人员薪资及福利，酬金，保险，外判服务费，设施设备维护费，能耗，管理运作及其他开支，税费），能测算出每月的盈余。

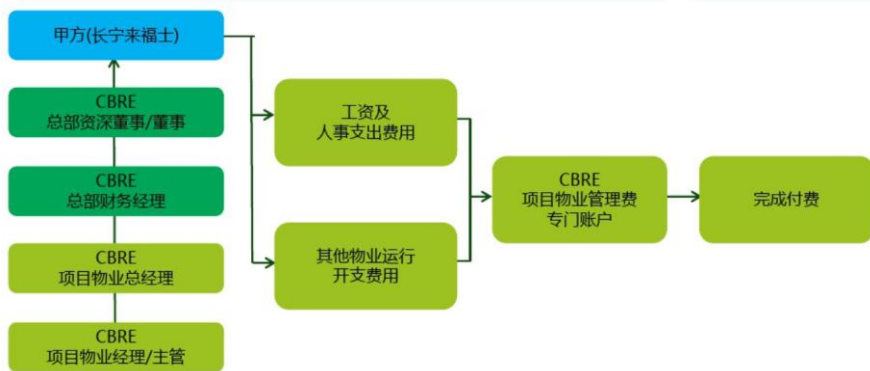
表 1：假设入住率 97%，建议的物业管理费

区域	面积（平方米）	管理费标准 元/月/平或个	每月管理费小计（元）	每月收入小计（元）	每月支出小计（元）	盈余（元）
T1 办公楼	76629	31	2304252	9375095	8520024	641269
T2 办公楼	30175	25	731744			
T3 办公楼	26288	31	790480			
西区商场	22291	43	929758			
东区商场（北）	65355	43	2725957			
东区商场（南）	34127	43	1423437			
地库	1224	350	415548			
保护建筑	5554	10	53874			

数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目

#### 4、第三方和CBRE财务、合规部门，使得财务决策机制透明高效

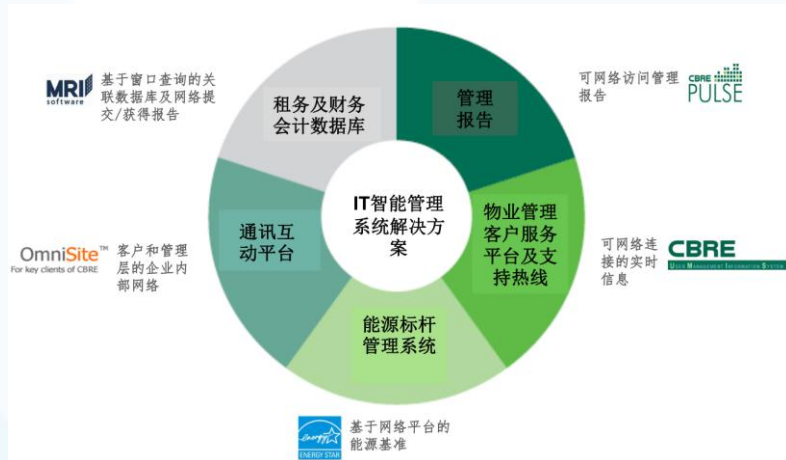
正是由于CBRE在财务上的公开和透明，赢得了业主的信任。而大部分内地物业公司往往都是暗箱操作，住户很难查证，且“包干制”下往往会采取降低各项开支的方式，暗自加大留给物业公司的费用。



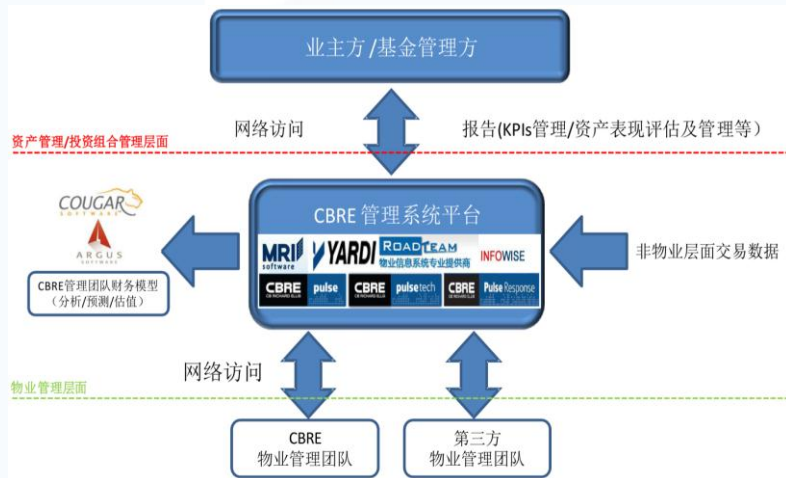
数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目

## 5、利用IT智能管理系统、解决方案

除了提供专业的资产管理服务外，CBRE还搭建了智能化平台来提质增效，利用IT智能管理系统并解决方案。



数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目



数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目

## 5、利用IT智能管理系统、解决方案

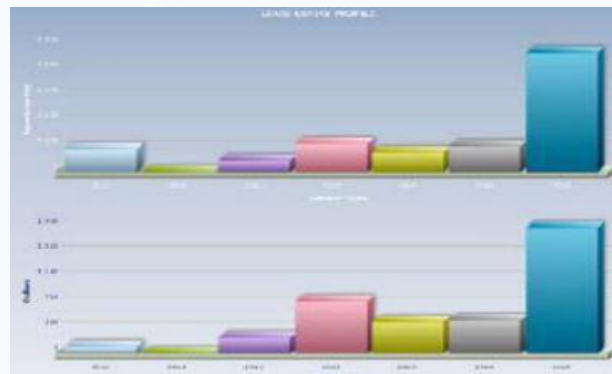
MRI是全球首例管理公司与软件公司携手打造的物业管理支持软件，其系统模块分为商业管理、供应商管理、客户管理、总账及预算四大模块。

### 深入挖掘所选物业的财务和运营资料



数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目

### 向用户提供关于所选择的物业组合数据“实时汇总”



数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目



◆ 针对项目进展状态，CBRE将管理服务分为三个不同的时期：“前期”、“筹备期”、“运营管理期”，通过时间节点的划分，使工作更加系统。

	服务	时间要求	服务内容
前期	前期物业顾问服务	自合同期开始——项目竣工前3-6个月	<p>针对本项目公共区域的设备、设施及运营方式提供专业的物业管理顾问建议。通过顾问管理模式使整个项目的设备设施及运营模式更具国际化水平，提高项目的销售或租赁条件。</p> <p>审核项目规划方案及图纸，与设计方、承建方进行交流配合，从日后物业使用者和管理者的角度提出优化方案，增加项目在日后使用和管理上的合理性，提升项目整体品质。</p>
筹备期	筹备期物业管理服务	项目竣工前3-6个月—项目竣工	<p>竣工前的一系列筹备管理服务及接管验收的各项工作，包括：设备设施安装调试运行阶段的质量控制，物业各项交接验收计划的制定等。另将重新审核管理预算、制定各项规章制度、管理人员入职培训、选聘外判单位、设备设施的调研、完成物业接管验收和制订物业管理运营方案等重要的管理服务内容，以达到项目正式运营后的良性运转。</p>
全面运营管理期	全面运营管理期管理	自项目竣工—竣工后3年	<p>全面运营管理是针对项目的不同特性、客户需求提供全方位的专业经验、服务、管理和运行的服务。</p> <p>通过全面运营管理服务使整个项目的运营管理达到国际化标准及市场需求，完成物业增值保值的管理理念。</p>

数据来源：CBRE写字楼项目物业管理服务建议书，国泰君安证券研究



◆ 针对项目进展状态，CBRE将管理服务分为三个不同的时期：“前期”、“筹备期”、“运营管理期”，通过时间节点的划分，使工作更加系统。

表 2：CBRE 在上海地区的案例服务模式

案例	所在地	服务模式	物业类型
上海万象城	上海闵行区	前期顾问	商业、写字楼、博览馆等
上海中心	上海浦东新区	前期及运营区驻场顾问	5A 办公楼、五星级酒店、商业、 观光厅
世纪商贸广场	上海长宁区	全权委托	办公楼、配套商业
长泰广场	上海浦东新区	前期顾问及全权委托	5A 级写字楼 开放式商业广场

数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目，国泰君安证券研究

◆ CBRE为业主提供的物业管理服务，从介入较少的“顾问服务”到介入较深的“全权委托管理”，收费标准依次提高。

商业模式	收费模式	收费标准	具体标准
顾问服务	顾问服务费	工作时间预期而收取	酬金制-按月收费
顾问+驻场经理服务	顾问服务费	工作时间预期而收取	酬金制-按月收费
全权委托管理	管理服务费	工作时间预期而收取	酬金制-按月收费

数据来源：国泰君安证券研究

eg. 酬金制模式为长宁来福士广场项目提供的全权委托管理服务

服务阶段	建议服务期	酬金（每月/元）	备注
前期顾问（如需）	按实际月度支付	35000	待定
筹备期	3个月	35000	
分期交付期	预计21个月	50000	自2015年1月至2016年9月
整体交付运营期	12个月	60000	

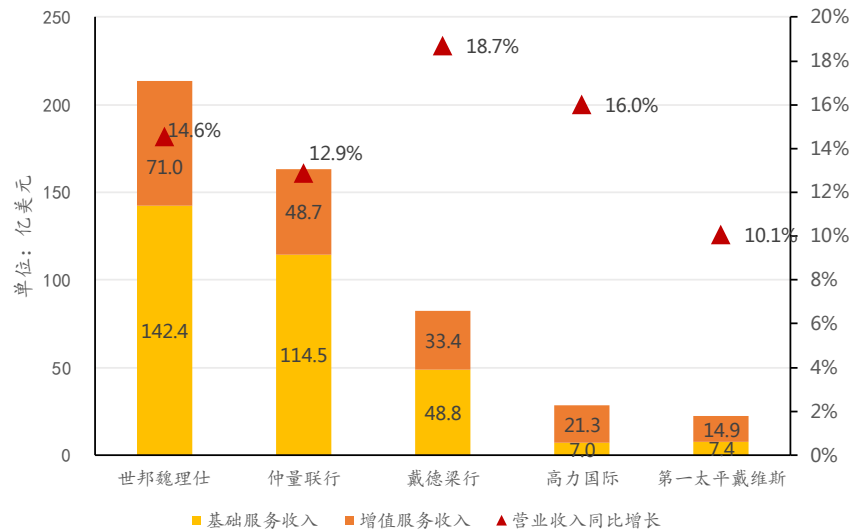
数据来源：CBRE 长宁来福士广场项目，国泰君安证券研究

# 03

## 借鉴

海外成熟物业增值服务是大头，且这一占比还在提升。2018年高力国际、第一太平戴维斯和戴德梁行的增值服务收入占比总营收分别达到了75%、67%、41%。

五大行营业收入占比及同比增长

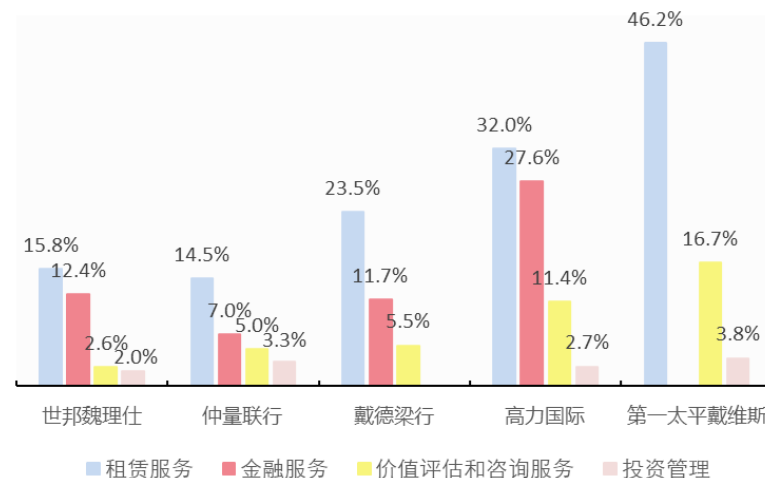


数据来源：五大行年报，国泰君安证券研究

对于增值服务，五大行都会涉及的是租赁服务、金融服务、价值评估和咨询服务，以及投资管理。

表 3: 五大行主要增值服务业务构成

企业名称	业务板块	营业收入 (亿美元)	收入占比	2018 年总营业收入 (亿美元)
世邦魏理仕	租赁服务	33.8	15.8%	213.4
	金融服务	26.4	12.4%	
	价值评估和咨询服务	5.6	2.6%	
	投资管理	4.3	2.0%	
仲量联行	租赁服务	23.7	14.5%	163.2
	金融服务	11.5	7.0%	
	价值评估和咨询服务	8.2	5.0%	
	投资管理	5.3	3.3%	
戴德梁行	租赁服务	19.3	23.5%	82.2
	金融服务	9.6	11.7%	
	价值评估和咨询服务	4.5	5.5%	
高力国际	租赁服务	9.0	32.0%	28.3
	金融服务	7.8	27.6%	
	价值评估和咨询服务	3.2	11.4%	
	投资管理	0.7	2.7%	
第一太平戴维斯	租赁服务	10.33	46.18%	22.4
	价值评估和咨询服务	3.74	16.71%	
	投资管理	0.85	3.79%	



数据来源：五大行年报，国泰君安证券研究

数据来源：五大行年报，国泰君安证券研究

## 五大行的业绩增长依赖于高利润率的增值服务

表 4: 三大行的业绩增长主要来源于增值服务 (单位: 亿美元)

		2018 Fee Revenue	占比	2017 Fee Revenue	占比	2016 Fee Revenue	占比
世邦魏理仕	基础服务	37.3	34.4%	31.4	33.4%	28.4	32.6%
	租赁服务	33.8	31.1%	28.6	30.4%	26.5	30.4%
	金融服务	26.4	24.4%	24.1	25.7%	22.7	26.0%
	价值评估和咨询服务	5.6	5.2%	5.3	5.6%	5.0	5.8%
	投资管理	4.3	4.0%	3.8	4.0%	3.7	4.2%
仲量联行	基础服务	19.6	30.2%	17.4	30.3%	15.4	30.3%
	租赁服务	23.0	35.5%	20.0	34.9%	17.5	34.6%
	金融服务	10.9	16.9%	11.1	19.3%	9.4	18.4%
	价值评估和咨询服务	6.2	9.5%	5.5	9.7%	4.7	9.2%
	投资管理	5.1	7.9%	3.3	5.8%	3.8	7.5%
戴德梁行	基础服务	26.2	44.1%	24.9	46.8%	21.9	45.3%
	租赁服务	19.2	32.3%	16.5	31.0%	15.0	31.0%
	金融服务	9.6	16.1%	7.4	13.9%	7.3	15.1%
	价值评估和咨询服务	4.5	7.5%	4.4	8.3%	4.2	8.7%

数据来源：五大行年报，国泰君安证券研究

- ◆ 五大行商业模式的核心，就是让其管理的物业资产增值，由此就可以向业主收取更高的费用；
- ◆ 物业价值的提升，直接表现在租金水平上，由五大行提供管理或提供顾问服务的物业，租金普遍高于其他物业。

五大行的物管租金普遍高于其他物业

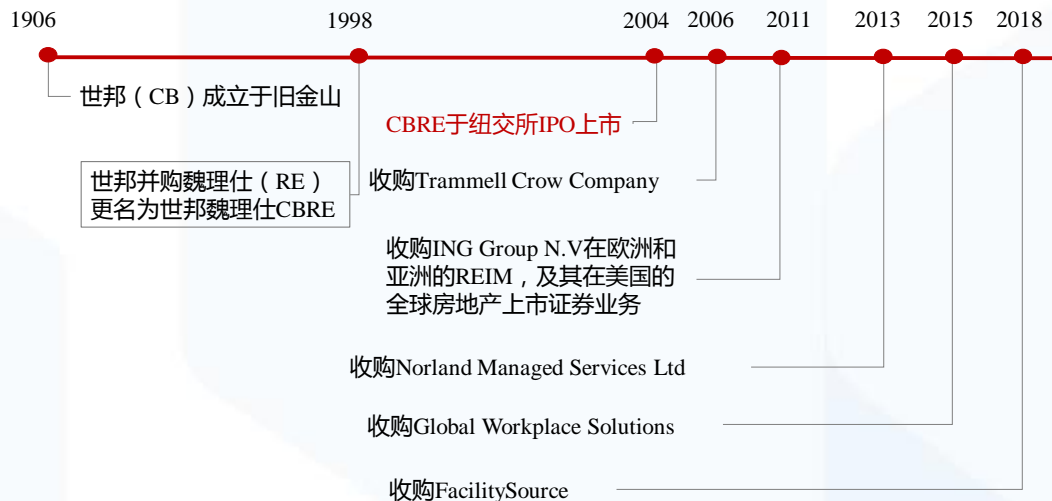
写字楼	日租金(元/平/天)	等级	物业公司
上海中心	16.5	甲级写字楼	CBRE
金茂大厦	10.6	甲级写字楼	金茂物业
环球金融中心	16.6	甲级写字楼	CBRE
金砖大厦	11.8	甲级写字楼	JLL
上海银行大厦	14.0	甲级写字楼	东湖物业
太平金融大厦	11.5	甲级写字楼	JLL

数据来源：一百楼佳，国泰君安证券研究





CBRE通过内生增长和一系列战略收购已发展成为全球规模最大的商业房地产服务和投资公司。



数据来源：CBRE年报，国泰君安证券研究

# 04

## 契机

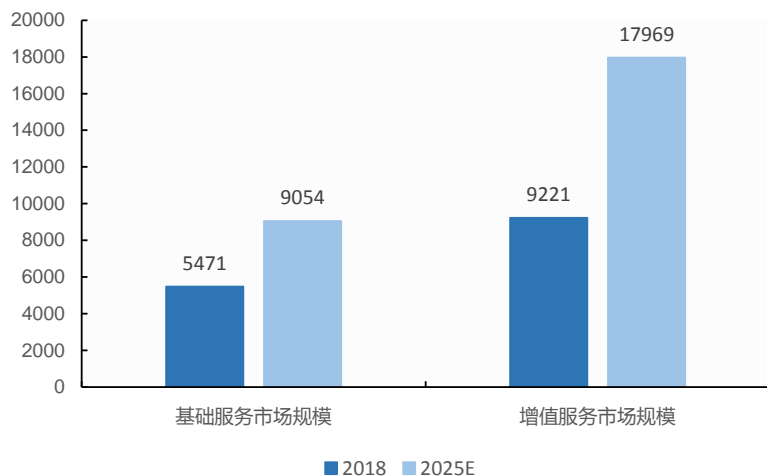
住宅物业基础服务收入 = 2025年住宅销售面积 (238亿平)  $\times$  住宅物业费均值 (2.25元/月/平米) = 6426 (亿元)



机构物业基础服务收入 = 2025年非住宅销售面积 (37亿平)  $\times$  非住宅物业费均值 (5.92元/月/平米) = 2628 (亿元)

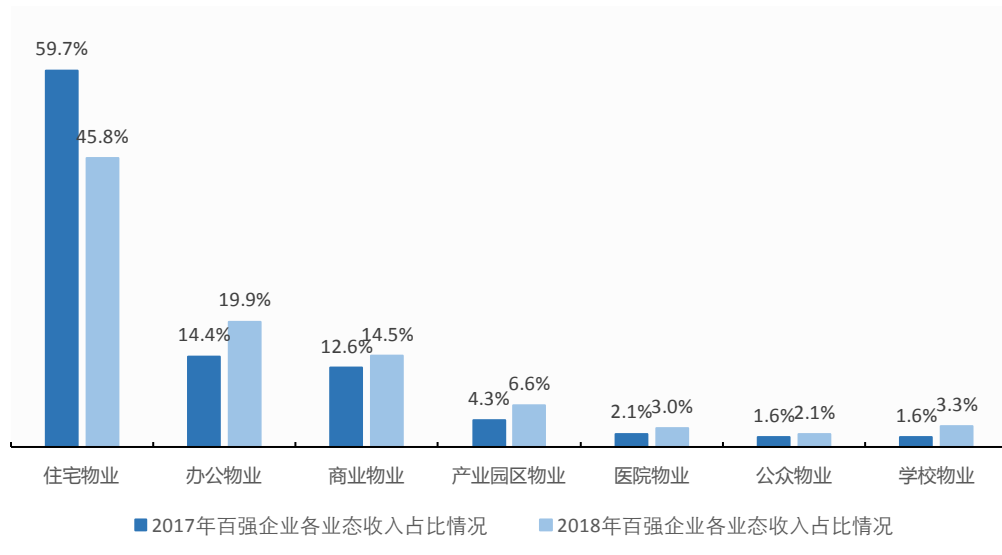


增值服务收入 = 2018年中国社区增值服务市场规模 (9221亿元)  $\times (1+10\%)^7 = 1.80$  (万亿元)





目前国内物业主要以住宅物业为主，与此同时其他物业空间在逐步打开。

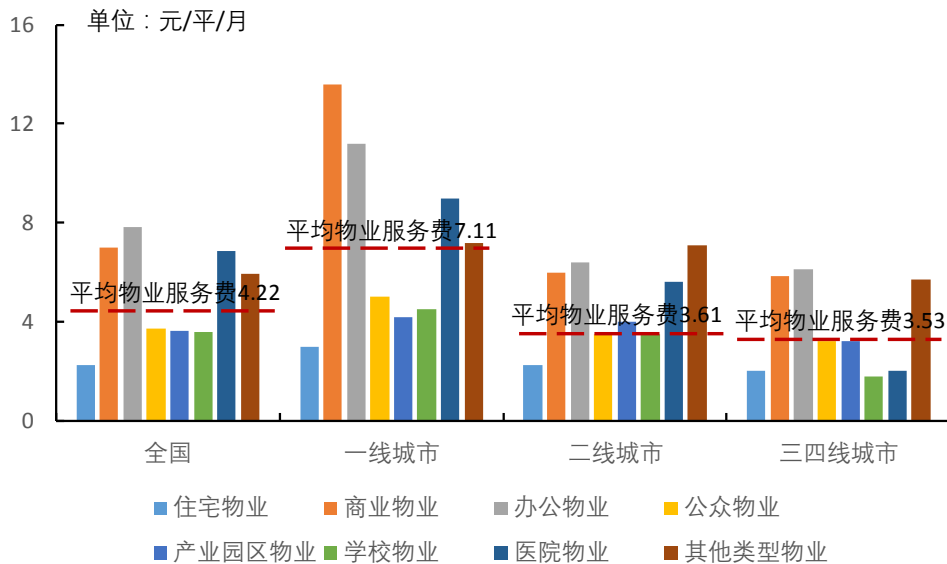


数据来源：中指研究报告，国泰君安证券研究





非住宅物业平均服务费高于住宅物业，例如前三的办公物业费、商业物业服务费、医院物业



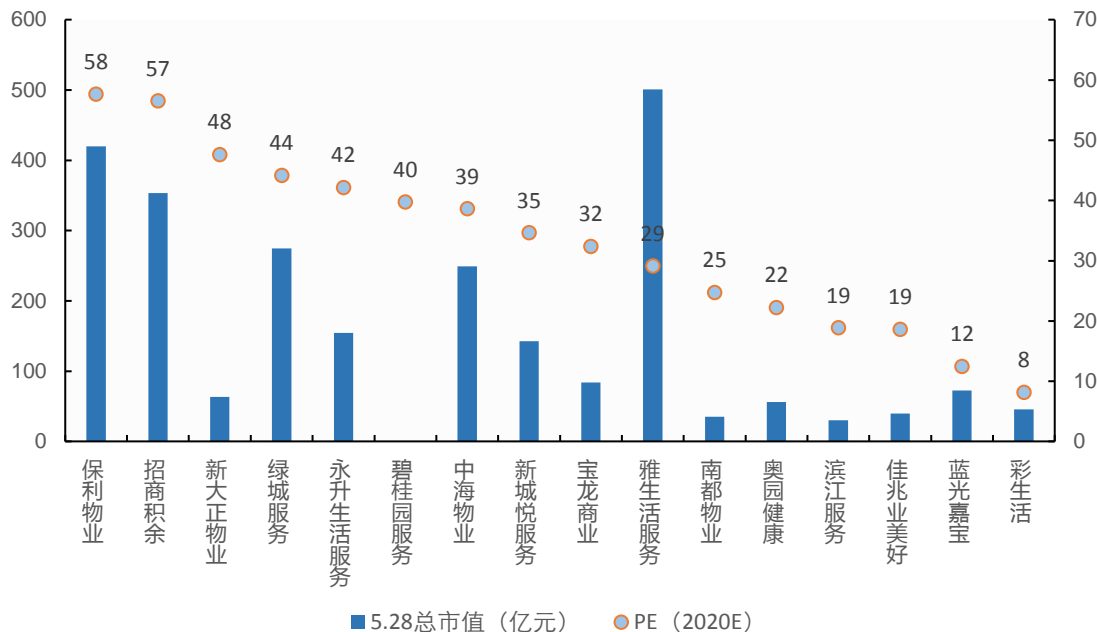
数据来源：中指研究报告



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

◆ 物业服务企业加速上市，2018年上市6家，全是住宅物业，而2019年上市6家（有3家是机构物业）。

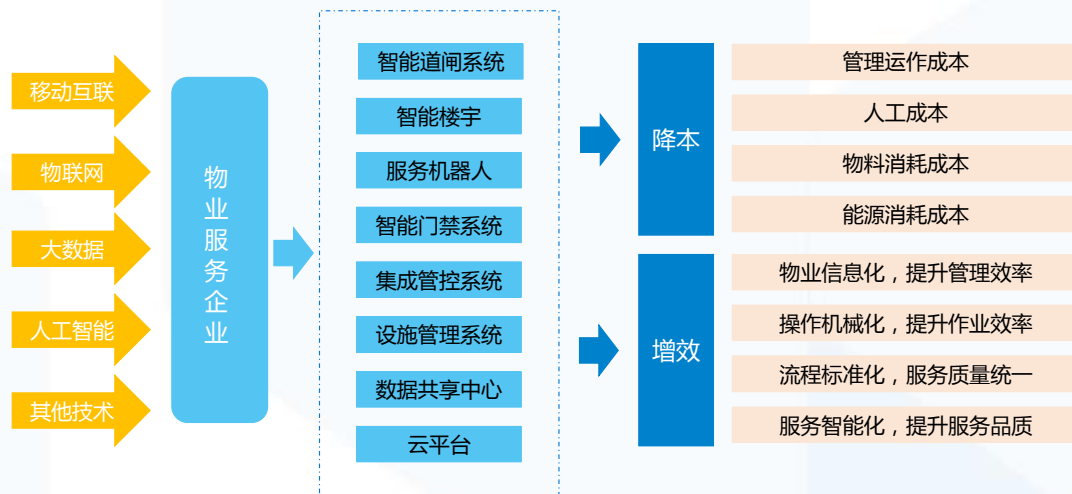


- ◆ 目前AT整体的路线还是开放平台，聚合生态各方的力量抢占社区流量，而物业企业只有借助互联网转型进行互联网化运营，才能抢占智慧社区流量入口



数据来源：中指研究报告，国泰君安证券研究

从低效人工密集式动输出迈向高效集约型现代服务模式的逐步转变



数据来源：中指研究报告，国泰君安证券研究



①单看利润率，目前物业还不是特别好的商业模式，未来业绩增长还需要靠增值服务；②但是行业空间万亿级，而且短期增速很快，远期稳定；③因此我们给行业进入稳定状态后的估值15X（比公用事业稍高），然后依据预期增长年份（3年、5年、10年）贴现算出估值，推荐中海物业、宝龙商业，受益保利物业、招商积余、新大正。

	预期业绩增长率	预计进入稳定状态后的估值	预计3年之后进入稳定状态	预计5年之后进入稳定状态	预计10年之后进入稳定状态	2020/6/5 PE
招商积余	20%	15	26	37	93	78
新大正	16%	15	23	32	66	31
中海物业	18%	15	25	34	79	52
保利物业	19%	15	25	36	85	67
宝龙商业	13%	15	22	28	51	34

公司名称	代码	6.5 股价（元）	EPS			PE			评级
			2017A	2018A	2019A	2017A	2018A	2019A	
招商积余	001914.SZ	32.0	0.23	1.28	0.41	141.7	24.9	78.2	-
保利物业	6049.HK	80.2		0.82	1.21		94.8	64.3	-
新大正	002968.SZ	58.4	1.35	1.64	1.89	43.2	35.6	30.9	-
中海物业	2669.HK	7.5	0.08	0.11	0.15	96.3	70.1	51.2	增持
宝龙商业	9909.HK	15.1	0.13	0.22	0.44	116.5	68.8	34.4	谨慎增持
兴业物联	9916.HK	1.2	0.05	0.09	0.12	23.4	13.0	9.8	谨慎增持

数据来源：WIND（注：港股以人民币计价），国泰君安证券研究

国内的物业企业大多依赖兄弟企业，兄弟企业的经营或其开发新物业的能力如有任何不利的发展情况，可能会影响公司取得新物业管理协议或物业工程协议的能力。倘若公司无法独立获取物业，其增长前景可能会受到影响。

国内的物业企业停留在单纯物业管理服务，并未形成资产增值到租金提升的正循环。且大多数物管企业主营业务还停留在物业管理价值链的低端，即基础的物业管理服务，属于劳动密集型业务，进入门槛低，运营毛利低，易于复制。

# 免责声明

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

# 国泰君安房地产团队

Thank you for listening

