

### 中信证券研究部



陈聪

首席基地产业  
分析师  
S1010510120047



张全国

地产分析师  
S1010517050001



联系人：李金哲

### 核心观点

**板块迎来股票供给的小高潮，行业也面临高确定性交付资源只够支撑两年、优秀公司护城河太窄、并购市场热度过高等问题。但是，我们注意到头部公司挺进城市服务和公建蓝海，展开联盟化尝试，酝酿头部并购机会。我们坚信优秀物业管理公司的长期成长性，推荐保利物业、招商积余、绿城服务、中海物业、碧桂园服务和永升生活服务。**

■ **板块迎来股票供给小高峰。**2020年初至今，板块的IPO和增发股票已近百亿，成为板块新增股票供给最大的时期。如果考虑已公告待发行IPO，已获批未发行的增发，已发行未转股的转债，预计2020年下半年股票新供给还要明显超过上半年。

■ **板块持续壮大，结构可能分化。**大量IPO不仅带来股票供给，也带来优质可投资标的。我们认为，较晚的时间，中国最优秀的物业管理行业龙头均将登陆资本市场。这会进一步提升市场整体热情，便于投资者加深对行业的理解，但也可能对既有的存量上市公司投资形成分流。板块中活跃交易的个股预计数量有限，品牌缺乏竞争力，在管面积增长缺乏确定性的中型物管企业，面临边缘化风险。

■ **预计重点公司中期业绩增长 37.8%。**疫情对于物管行业的影响是差别化的，公建城市服务受一次性冲击可能较之住宅更大。2020年下半年，房屋交付增加，也会推动如美居、车位销售等增值服务进一步增长。我们建议投资者关注在管面积的增长和居民满意度的提升。

■ **除了新增股票供给，市场还在担心什么？**物业管理公司在最近两年交付高峰阶段性业绩增长高度确定，但增量周期业务很难持续为存量经营业务提供确定增长的在管面积。整个行业参与第三方拓展和并购的优秀物管公司越来越多，简单投资已经无法获得优秀资产。优秀品牌的护城河，也还没有宽到不可逾越的地步。

■ **虽有挑战，但行业龙头前景光明。**虽然住宅的交付高峰终会过去，但城市服务和公建的舞台广阔，我们预计即期潜在需求就达2000亿，高品质供给严重不足。我们预计，部分企业将不断增加城市服务和公建项目，也会不断丰富城市服务和公建物业管理的内涵。虽然尾部并购面临激烈竞争，全市场资金充裕，但头部并购机会仍在。万科物业并购戴德梁行物业管理业务之类的头部并购，出价并非唯一决定性因素，品牌合作空间，人才协同计划，都至关重要。虽然因为单区域密度不够，增值服务专业化水平不够，优秀品牌护城河不够宽，但已经有企业开始联盟化尝试，破解规模经济问题。

■ **看好品质龙头，拥抱持续成长。**我们相信，物业管理行业的定价，增值服务收入占比，龙头市占率，都有显著成长空间。我们推荐保利物业，招商积余，绿城服务，中海物业，碧桂园服务和永升生活服务。

■ **风险因素：**周期业务难以提供持续增长性；第三方拓展和并购竞争日趋激烈。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
绿城服务	买入	8.32	0.15	0.21	0.30	0.37	55.5	39.6	27.7	22.5
招商积余	买入	30.80	0.27	0.61	0.84	1.10	114.1	50.5	36.7	28.0
保利物业	买入	69.11	0.92	1.45	2.11	3.02	75.1	47.7	32.8	22.9
中海物业	买入	8.18	0.16	0.22	0.30	0.41	51.1	37.2	27.3	20.0
新大正	买入	60.18	0.97	1.19	1.62	2.20	62.0	50.6	37.1	27.4
永升生活服务	买入	11.27	0.13	0.24	0.36	0.53	84.1	47.6	31.0	21.4
新城悦服务	买入	19.10	0.34	0.48	0.71	0.99	56.2	39.8	26.9	19.3
碧桂园服务	买入	32.68	0.61	0.89	1.22	1.61	53.6	36.7	26.8	20.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年7月3收盘价，除中海物业外，港币已换算为人民币

最近，物业管理板块迎来了历史上首次股票供给小高峰。我们认为，股票供给增加确实会对板块的估值体系产生中长期影响，也使得投资者面临更多不同的选择。但是，股票供给高峰无关行业本身成长性，龙头企业正在迎来更广阔前景。

## ■ 物管板块股票供给持续增加

### 2020 年以来的新增股票供给

2020 年至今，板块共计有绿城服务、永升生活服务、佳兆业美好、中奥到家四家公司，总计再融资 43.5 亿人民币。总计有兴业物联、焯星集团、建业新生活完成 IPO，有金融街物业、弘阳服务等正在 IPO。年初至今 IPO 连同存量公司发行股份规模达到 83.5-88.9 亿元之间。板块融资金额总体接近百亿。

表 1：2020 年以来，物业管理板块已经完成发行股票供给情况

发行时间	代码	公司	发股类型	发行股份	募资金额
2020 年 3 月 9 日	09916.HK	兴业物联	IPO	1 亿股	1.99 亿港元
2020 年 3 月 13 日	01941.HK	焯星集团	IPO	1 亿股	1.56 亿港元
2020 年 5 月 15 日	09983.HK	建业新生活	IPO	3.45 亿股	23.63 亿港元
2020 年 6 月 3 日	02869.HK	绿城服务	再融资	2.67 亿股	27.14 亿港元
2020 年 6 月 4 日	01995.HK	永升生活服务	再融资	1.34 亿股	15.79 亿港元
2020 年 6 月 9 日	02168.HK	佳兆业美好	再融资	1400 万股	4.56 亿港元
2020 年 6 月 14 日	01538.HK	中奥到家	再融资	3692.8 万股	3619 万港元
2020 年 7 月 3 日	01502.HK	金融街物业	IPO	9000 万股	6.62 亿港元
2020 年 7 月 6 日	01971.HK	弘阳服务	IPO	1 亿股	3.3-4.3 亿港元
2020 年 7 月 9 日	06958.HK	正荣服务	IPO	2.5 亿股	9.0-11.75 亿港元
				<b>总计</b>	<b>83.5-88.9 亿人民币</b>

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 下半年新增股票供给可能超过上半年

展望未来，截止 2020 年 6 月 30 日，板块已经有共计有 10 家公司（含 1 家 A 股公司和 9 家港股公司）公告 IPO 待发行。如果我们用这些企业 2019 年归母净利润总计，参照近期发行情况，乘以 35 倍 PE，并假设发行融资规模相当于上市后市值的 20%，则认为这些 IPO 需要融资约 99 亿元。加上雅生活服务公告，收到证监会批准增发不超过 8667 万股，如实现增发，预计新增融资约 25 亿元。另外，碧桂园服务还有 38.75 亿港元的可转换债券，如按照换股价全部转股，亦会增加约 35.32 亿元供应。

这样看来，即使不考虑下半年新披露招股书和新的增发，以现有信息看，下半年板块的新增股票供给可能接近 160 亿元，要超过 2020 年上半年。

表 2: 尚待发行物业管理公司新股 (单位: 亿元)

最新公告时间	上市地点	公司	发股类型	2019 年营业收入	2019 年归母净利润
2020 年 1 月 17 日	港交所	星盛商业	IPO	3.29*	0.66*
2020 年 1 月 24 日	港交所	宋都服务	IPO	约 1.83	约 0.26
2020 年 5 月 29 日	港交所	第一服务	IPO	6.25	0.77
2020 年 5 月 31 日	港交所	卓越商企	IPO	18.36	1.79
2020 年 6 月 22 日	创业板	特发服务	IPO	8.91	0.65
2020 年 6 月 24 日	港交所	荣万家生活服务	IPO	12.51	1.10
2020 年 6 月 24 日	港交所	合景悠活	IPO	11.25	1.85
2020 年 6 月 26 日	港交所	佳源服务	IPO	4.55	0.50
2020 年 6 月 29 日	港交所	世茂服务	IPO	24.89	3.85
2020 年 6 月 29 日	港交所	金科智慧服务	IPO	23.28	3.66
2020 年 7 月 1 日	03319.HK	雅生活服务	再融资	51.30	12.31

资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部 \*为 2018 年年报

表 3: 碧桂园服务可转换债券条款简介

<b>发售时间</b>	2020 年 4 月 27 日	<b>到期日</b>	2021 年 5 月 18 日
<b>换股价</b>	39.68 港元/股 (派息后 39.53 港元)	<b>利息</b>	0%
<b>发行金额</b>	38.75 亿港元	<b>占转换股份后总股本比例</b>	3.47%
<b>全额换股股份</b>	97,656,250	<b>发行债券用途</b>	未来潜在并购、战略投资、营运资金及公司一般用途

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

## 仍有规模不小的潜在 IPO 标的

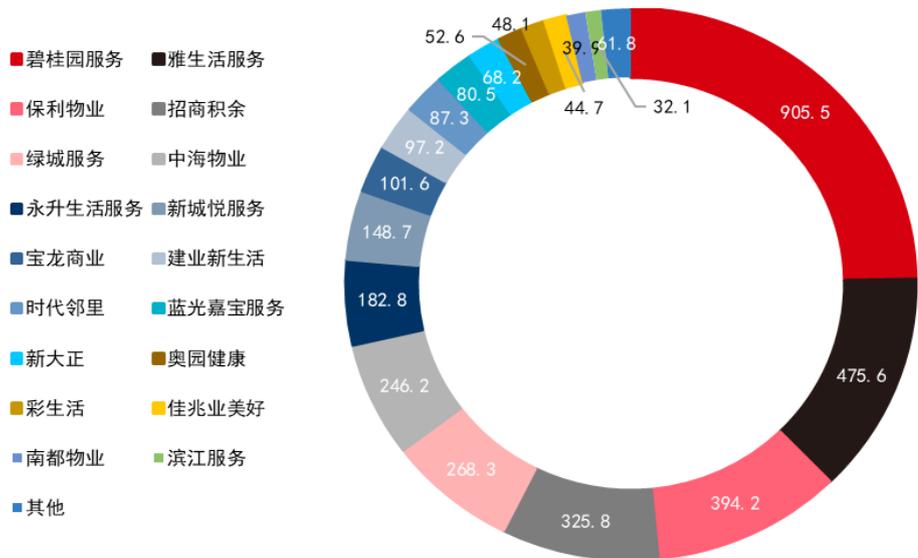
另外, 目前华润置地和融创中国的管理层已经公开表示, 有计划推进相关物业管理公司的上市工作。这两家公司的规模体量并不小。长期来看, 尚未上市的大物业管理公司, 如万科物业、龙湖智慧服务、金地物业, 也都有上市的可能性, 唯不可能形成短期的股票供给, 故而不计算在内。

表 4: 未来潜在的股票供给情况

公司	2019 年营业收入	2019 年在管面积	关联地产公司	上市计划
华润物业科技	57.8 亿	1.4 亿平	华润置地	2019 年业绩发布会, 董事局主席王祥明透露华润置地针对物业上市大的方向和策略已经基本形成, 并正在深化当中, 今年将会加快物业上市进程。
融创服务	70 亿	-	融创中国	2020 年 5 月 28 日股东会, 管理层称, 融创服务今年有安排上市的计划
万科物业	127 亿	4.5 亿平	万科 A	暂未透露
龙湖智慧服务	44 亿	合约 4.28 亿平	龙湖集团	暂未透露
益中亘泰	约 10 亿	-	无	专业的医院物业管理公司, 正在 A 股上市辅导过程中
华夏幸福物业	9.5 亿	-	华夏幸福	暂未透露

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 腾讯网, 中信证券研究部

图 1：物业板块市值构成图



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：统计截至 2020 年 6 月 30 日

## ■ 板块走向成熟，结构有分化可能

### 板块持续壮大，可投资标的增加

作为一个板块，物业管理行业不可能维持一种只有少数企业上市的现状，优质物业管理公司上市是板块走向健全的标志性事件。我们判断，如果未来万科、龙湖等一流公司相继上市，方意味着整个板块走向完全的成熟。（至于为什么万科、龙湖等一线公司会最晚上市，请参考报告《齐纨未足时人贵，自知明艳更沉吟》2019-10-9）。

图 2：资本市场住宅品质物业管理公司预期示意图



资料来源：中信证券研究部总结和预测

目前新增股票供给，主要还是来自于 IPO，而不是来自于增发。而 IPO 本身是板块成熟的必由之路。而且，当前港股市场整体流动性充裕，这也是我们预计板块估值可以维持平稳的基础。

### 新面孔增加，板块估值面临结构性压力

不过，新公司出现，增发股票，都的确会分流存量的资金。以当时内房为例，融创中国、龙湖集团等企业逐渐走向蓝筹，成交额增加，确实伴随着此前已上市公司中国海外发展成交额的增速放缓甚至萎缩。

表 5：各龙头股区间日均成交额情况（单位：亿港元）

证券代码	证券简称	2011-6-30	2012-6-30	2013-6-30	2014-6-30	2015-6-30	2016-6-30	2017-6-30	2018-6-30	2019-6-30
		至	至	至	至	至	至	至	至	至
		2012-6-30	2013-6-30	2014-6-30	2015-6-30	2016-6-30	2017-6-30	2018-6-30	2019-6-30	2020-6-30
00960.HK	龙湖集团	0.7520	1.1865	0.4706	0.5193	0.3850	0.8685	1.2592	1.6295	1.9793
01918.HK	融创中国	0.0760	0.9099	0.6387	1.5072	0.6689	1.6914	9.1160	6.6427	7.7077
0688.HK	中国海外发展	4.6531	4.8092	4.8448	6.1394	5.6412	5.2722	5.6247	4.1790	3.9072
01109.HK	华润置地	1.9550	1.9538	1.7353	3.5662	2.7295	2.8417	3.7122	3.6281	4.4053

资料来源：Wind，中信证券研究部

我们预计，物业管理板块（尤其是港股）活跃成交企业总数是有限的。这一方面是因为港股投资者习惯于抓大放下，另一方面则是因为物业管理行业具备规模经济特征，并不会持续维持百舸争流的局面。市场既会对新公司提出规模和质量的要求，新公司的上市也可能导致部分存量物业管理公司逐渐走向边缘化。

表 6：物业管理公司 2019 年 6 月以来区间日均成交额情况与营业收入（单位：亿元）

证券代码	证券简称	区间日均成交额：2019-06-30 至今（亿港元）	2019 年营业收入
6098.HK	碧桂园服务	1.96	97
9983.HK	建业新生活	1.94	18
6049.HK	保利物业	1.85	60
3319.HK	雅生活服务	1.63	51
001914.SZ	招商积余	1.58	61
002968.SZ	新大正	0.99	11
2669.HK	中海物业	0.67	55
2869.HK	绿城服务	0.63	86
1995.HK	永升生活服务	0.60	19
以上为日均成交额超过 6000 万			
2606.HK	蓝光嘉宝服务	0.47	21
3662.HK	奥园健康	0.47	9
603506.SH	南都物业	0.46	12
1755.HK	新城悦服务	0.42	20
以上为日均成交额超过 4000 万			
2168.HK	佳兆业美好	0.17	13
1778.HK	彩生活	0.15	38
3316.HK	滨江服务	0.03	7
1538.HK	中奥到家	0.02	15
1417.HK	浦江中国	0.00	5

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：统计截至 2020 年 6 月 30 日

目前，有 8 家主流公司交易活跃（日均成交额超过 6000 万元，且上市时间较长），还有 4 家公司具备活跃交易的潜力（上市时间较短但交易活跃，或上市时间较长且日均交易超过 4000 万元）。

我们认为，如果新上市的企业在规模和品牌方面都无法超越活跃成交的下限，以永升生活服务为例，如果公司在品牌口碑上不能明显领先于旭辉永升，没有特别的赛道优势，且关联方确定的资源储备低于旭辉控股集团（5070 万平方米），在管和合同面积规模低于永升生活服务（分别为 6520 万平方米和 11060 万平方米），则大概率很难成为板块活跃交易的个股。

反之言之，目前具备活跃交易潜力的公司，也确实有被逐渐边缘化的可能性。

## ■ 即将到来的中报，应该关注什么？

物业管理行业的中报即将到来，我们认为绝大多数公司将业绩符合预期，但仍有一些注意点。

- 1、预计绝大多数物业管理公司的下半年业绩会好于上半年，原因是随着在管面积增长，下半年的收费面积要大于上半年。只有保利物业 2019 年的上半年业绩占全年比例较大，这可能导致保利物业 2020 年中期业绩增速和全年业绩增速相比更低。
- 2、疫情对于物业管理行业的影响在 2020 年上半年体现，住宅物业管理的补贴更常见，部分成本（例如部分门岗封闭）可能也有所节约。相对来说，公建服务、城市服务、商写服务的额外成本增加更多，补贴更少。因此，我们认为 2020 年上半年非住宅物业赛道的业绩受到冲击更多一些，但这种冲击也是一次性的。
- 3、2020 年下半年，房屋交付远较上半年更多，一些和交付关联的增值服务可能迎来增长，如车位销售、美居业务等。

表 7：据业绩跟踪，2020 年板块重点公司中报业绩展望

单位：亿元，中海物业为港元，其他均为人民币	2019 年上半年业绩	2019 年下半年业绩	2020 中报预测业绩	2020 全年业绩预测	2020 年中报业绩增速预测	备注
保利物业	3.2	1.7	3.9	7.7	22.0%	公司管理规模持续增长，公共服务拓展及美居等增值服务开展略受疫情影响。
招商积余	0.8	2.0	1.8	6.5	见备注	公司上半年积极拓展，也受到疫情一定程度影响，且预计新房住宅交付不多。
碧桂园服务	8.2	8.5	12.3	24.5	50.0%	公司管理面积增长，非业主增值服务持续保持较快增长。
新城悦服务	1.2	1.6	1.8	4.0	50.0%	公司管理面积增长，增值服务渗透率提升。
永升生活服务	0.9	1.3	1.4	4.0	55.0%	公司收购资产并表，管理面积提升。
绿城服务	2.3	2.4	2.7	6.4	15.0%	境内外文教业务受到冲击，物业管理基础服务部分受益于财政补贴
新大正	0.5	0.6	0.6	1.3	18.0%	公司项目开拓及入驻略受疫情影响。
中海物业	2.5	2.9	3.3	7.4	31.0%	公司管理面积增长，增值服务顺利推进。

资料来源：Wind，中信证券研究部预测，其中招商积余去年未纳入招商物业的大部分业绩，故业绩不可同比

另外，我们建议投资者在关注中期营收和业绩之外，更要关注在管面积的增长和居民满意度的提升。拓展速度决定了未来公司的业绩增长弹性。居民满意度的提升很难用一个统一的指标来衡量，但一般来说第三方拓展规模提升，存量盘拓展规模提升，增值服务自然增长，都是满意度提升的重要标志。

## 除了新增股票供给，市场还担心什么？

### 交付高峰阶段性高增长易，但周期无法持续支撑成长

物业管理行业受益于竣工和交付高峰。竣工和交付高峰是一次性的，是诸多有利因素共同积累的结果，是 2020 年-2021 年集中释放的红利。故而，物业管理的存量项目是稳定持续的，但当前主要的增量来源，即推动诸多公司规模上升的因素，则是周期性的。

表 8：关联方无法带动存量业务持续成长 单位：万平方米

假设企业不外拓第三方	关联方交付规模	企业年初在管规模	企业年底在管规模	企业在管面积增速	交付面积增速
T 年	5000	5000	10000	100%	N/A
T+1	6000	10000	16000	60%	20%
T+2	6900	16000	22900	43%	15%
T+3	7590	22900	30490	33%	10%
T+4	7970	30490	38460	26%	5%
T+5	7970	38460	46429	21%	0%
T+6	7571	46429	54000	16%	-5%
T+7	6814	54000	60814	13%	-10%
T+8	5792	60814	66606	10%	-15%
T+9	4633	66606	71239	7%	-20%

资料来源：中信证券研究部测算

即便交付持续，交付也不足以推动存量持续高增长。更何况交付高峰本身不可持续，低基数遭遇交付高峰的历史偶然性，在整个物业管理发展历史上，预计也应该只有 2020 年-2021 年而已。物业管理公司的关联方毫无疑问可以“扶上马，送一程”，但 2021 年后绝大多数公司如果没有新的增长动能，则增速都会明显放缓（哪怕关联方有交付）。

从乐观角度看，企业就算在管面积增速下降，单位在管面积的定价也可能有所提升。但这种提升也是以最近几年最大的，在一个高基数的基础上持续提升新房物业费定价也有困难（除非服务质量、业主认知有大的突破）。

### 并购和外拓的难度都在明显加大，资金投向成疑

虽然物业管理公司加速融资，募得不少资金，但物业管理公司的资金投向往往成疑。科技应用的年投入达到几亿规模已经不小，预计很难配置十亿以上的资金。以轻搏重，并购专业服务公司，至今未有特别成功的案例，这可能和物业管理公司长于连接客户，短于精进垂直服务有关。并购物业管理公司虽有成功案例，但难度也不断增加。这不仅因为一级市场估值定价水涨船高，更因为并购市场的产业竞争者数量不少。

连不花钱的外拓项目难度都越来越大，根本的原因还是物业管理越来越成为短兵相接

的竞争，试图拓展项目的企业越来越多，而高质量项目数量毕竟有限。

表 9：上市前后，物业管理公司第三方管理面积通常持续增长

	上市前时间点	收入占比	面积占比	上市后报告期	收入占比	面积占比
碧桂园服务	2017 年年中期	7%	8%	2018 年中期	9%	11%
保利物业	2018 年年底	11%	43%	2019 年年底	18%	55%
永升生活服务	2017 年底	29%	50%	2018 年底	34%	64%
新城悦服务	2017 年底	21%	28%	2018 年底	22%	29%

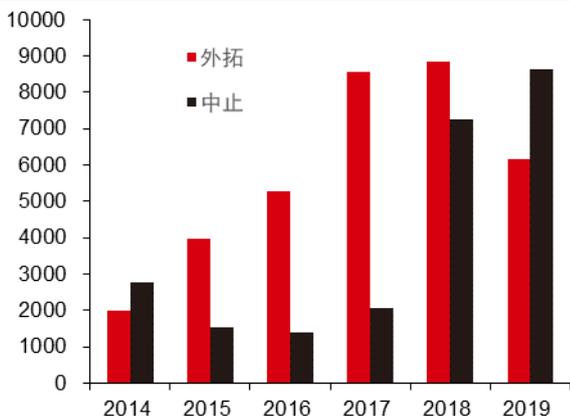
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

大多数龙头物业管理公司，在 2017 年-2019 年开始重视第三方拓展（无论是否上市），万科物业、龙湖智慧服务等大公司虽未上市，第三方项目也占到合约面积的一半左右。可是在 2017 年之前，除了绿城服务、长城物业等少数企业，物业管理公司并不在意第三方拓展，更愿意充当开发企业成本中心、品牌中心、费用中心的角色。

由于公司的转型几乎都是同时期的，这确实造成了并购市场“狼多肉少”。手握资金并不足以保证企业并购获得成功。

外拓的情况要稍好一些，因为有钱的公司更多（融资或来自母公司支持），但有品牌号召力的公司并不多。预计外拓仍然会成为企业立身之本，但企业面临的竞争压力也更大了。简而言之，绿城服务等为代表的优质公司，在 2016 年时拓展项目几乎不会遇到太多竞争，如今各全国性品牌，地方强势品牌出现，也使得拓展变得更加困难。实际上，一些原本依赖于第三方拓展的品牌如今合同面积增长愈发困难。

图 3：中奥到家的外拓明显遇到阻力（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：关于物业管理百强的市占率变化（单位：亿元）

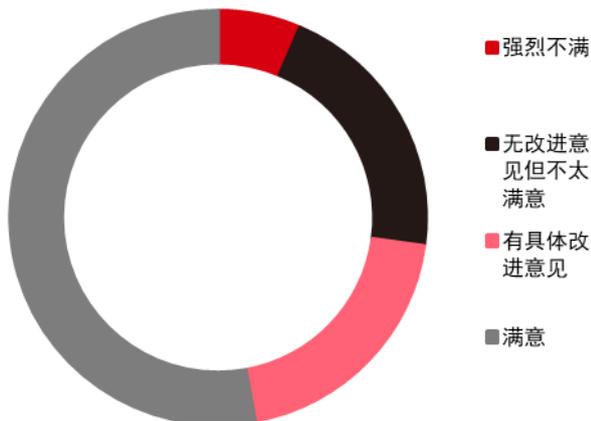


资料来源：中国物业管理协会，中信证券研究部

## 品牌根基并不牢靠

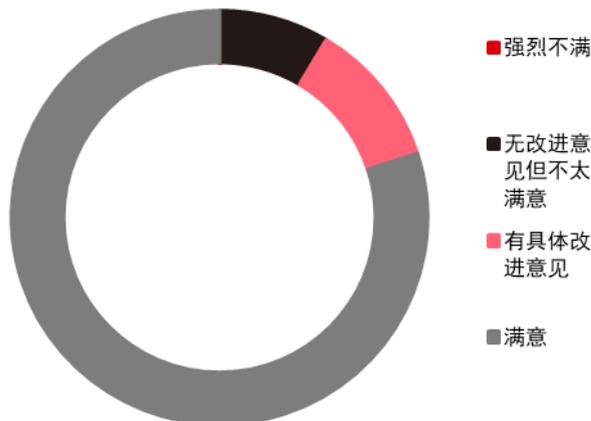
至今为止，绝大多数公司还是依靠前期物业管理合同不断增加在管面积，品牌竞争力仍没有得到过有效验证。客户对于品牌的满意度整体偏低，存量时代的竞争只是在低水平的层次展开。即便是万科、绿城等一线品牌，其基础服务内容和其它物业管理公司差距也没有达到不可逾越的程度。

图 5：全部受访者对物业管理服务日常工作满意度构成



资料来源：中信证券研究部，数据详见报告《问卷调查消费者评价》（2020-3-24）

图 6：万科物业服务业主对万科物业日常工作满意度人群构成



资料来源：中信证券研究部，数据详见报告《问卷调查消费者评价》（2020-3-24）

## 《民法典》的新规定

《民法典》便利了维修资金的使用，但也提高了更换物业管理公司的投票人数门槛。更换物业的基本门槛，从双过半，转为 75% 的居民投票 75% 的投票人同意。而且《民法典》也对公共部位的用途进一步予以规范。

我们认为，《民法典》对物业管理合同的约定，可能会减慢增值服务，尤其是公共空间利用的增值服务发展的速度，减慢存量项目拓展的速度。但在另一个层面，法律进一步明确，也客观上进一步降低了存量拓展和增值业务发展的风险，有利于优秀公司的份额上升。只有普遍赢得业主满意的企业品牌，才有可能在竞争中崛起。

## 希望大于挑战——龙头公司的主动应对

### 城市服务和公建物业的新蓝海

今年以来，万科、招商积余、新大正、永升生活服务等公司纷纷加强城市服务的布局。

表 10：近期龙头公司拓展的城市服务项目

时间	区域主体	企业	服务内容
6月23日	泗阳经济技术开发区	永升生活服务	智能城市建设的多项合同，打造城市运营管理
6月23日	青岛李沧区	新大正	智慧城市建设和运营保障服务，和青岛融源（李沧区政府资产运营管理平台）合作
5月28日	三亚崖州湾科技城	招商积余	秩序维护，内勤物业服务
5月28日	青岛即墨开发区	招商积余	城市空间秩序维护，工程，保洁，绿化，垃圾管控，设施管理。
5月11日	厦门鼓浪屿	万科物业	为全岛提供整合运营服务（市政、园林、市容、环卫、公房管理，建筑保护等）

资料来源：各公司公众号、公告

城市服务是一个新兴的细分赛道，传统的物业管理针对楼宇内部的空间，而城市服务则针对城市公共的区域；传统的物业管理是基于面积的同质服务，城市服务则是定制性质的专项服务；传统的物业管理有清晰的甲方业主，城市服务则常常和在地城投企业展开合作。

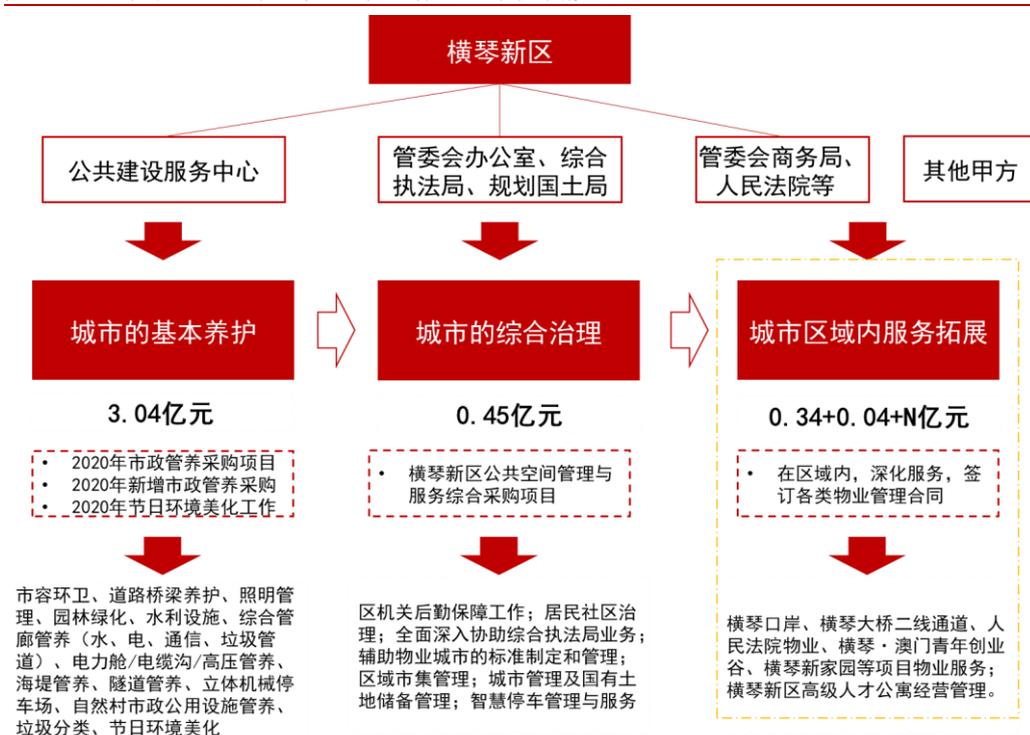
表 11：万科物业、碧桂园服务和保利物业的一些城市（镇）服务项目举例

公司名称	城市服务品牌	典型案例
万科物业	城市空间整合服务	珠海横琴新区、雄安新区、广州白云、成都高新区、青岛动车小镇、厦门鼓浪屿等
碧桂园服务	城市共生计划	遵义、衡水、西昌、大连金普新区等
保利物业	镇兴中国	浙江嘉善县天凝镇、西塘古镇、大云镇，上海宝山区罗店镇、杨行镇，重庆谭嗣镇、永城镇、羊角镇，辽宁孤山镇

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

我们测算，现阶段城市服务赛道的需求高达 2000 亿元（详见报告《城市服务灵魂三问》2020-6-25），进入新赛道的企业短期内不会面临巨大的竞争压力，又有广阔的成长空间。这种成长空间既包括在管项目数量的增加，也包括单一项目服务种类的突破。

图 7：城市服务项目具体服务内容和升级路径（以横琴新区为例）



资料来源：中国政府采购网，中信证券研究部

表 12：城市公共空间管理与服务主要内容（以横琴新区为例）

项目	具体内容
保障政府机关后勤	卫生和保洁工作、安保工作、绿化养护、设备及建筑物维保、会议服务、其他后勤服务
深入居民社区治理（自然村）	公共关系建立和维护、住户日常联系沟通、住户咨询与投诉处理、公共秩序维护、违章建筑监管、广告巡查监管、“七乱一占”市容环境卫生的巡查管理、紧急及突发事件处理
大物业、大综合、大法治城市管理服务（全面深入协助综合执法局业务）	司法所特殊保卫及法律服务中心前台接待；政法办文件撰写、社区网格员管理、宣传巡查等；综合执法局各大队的行政、特保、辅助执法、公文/文书、协调处理案件等工作；指挥中心行政、特保、业务、辅助执法；办公室保洁、日常事务；创新办辅助。辅助处理紧急情况、应急维稳、反恐等。
横琴指挥中心统筹管理采购服务（辅助物业城市的标准制定和管理）	配合执法局编制“物业城市”白皮书、实施方案，建立“物业城市”管理服务标准；负责各物业城市服务项目的对接工作，辅助综合执法局和指挥中心进行日常工作。
辅助信访矛盾调解服务	组织调解员，接待来访群众，接受调解申请。开展建设、劳动纠纷的现场巡查、调查等工作。
口岸及建筑工地疏导点管理（区域市集管理）	区域内摊贩管理、各项费用收取及核算，日常安保及管理，日常保洁。
城市管理及国有土地储备管理	重点区域“七乱一占”市容环境卫生的巡查管理和简易投诉处置，道路污染、工地文明施工、流动摊贩、占道经营、派发广告等监管巡查和简易处置，国土储备管理及日常巡查、案件处理。夜间执法。
智慧停车管理与服务	红旗村及 9 个自然村智能停车现场管理服务。

资料来源：中国政府采购网，中信证券研究部

公建物业也是蓝海市场。社会后勤保障专业化的进程，各大高校、政府机关、交通设施等都纷纷聘请物业管理企业。

总而言之，虽然开发企业的“扶上马，送一程”终究不能持续很长时间，开发企业无法伴随物业管理公司的高增长而高增长，但优秀的物管公司已经具备独立造血能力，不仅有可能拓展第三方住宅项目，更能在新的蓝海市场取得突破。

表 13：2016 年后各单位后勤保障社会化的法律法规和政府部门表述

后勤服务主体	时间	来源	具体内容
医疗卫生系统	2018 年 11 月	国家卫生健康委主任、党组书记马晓伟批示	推进医院后勤服务社会化，努力实现效益与效率的有机统一。 ——“第四届全国医院后勤改革发展大会”
政府机关	不定	各地地方政策	四川：至 2020 年，省直部门机关后勤服务社会化率达 100% 江西：2018 年 8 月 1 日，《江西省机关事务管理办法》正式施行，明确县级以上政府应当推进机关后勤服务社会化改革，鼓励和引导社会力量为机关提供专业化服务。 云南：2017 年 11 月，云南省省级机关后勤服务社会化改革全面启动。 北京：2019 年《北京市政府购买服务预算管理办法》，各部门应特别加大政府购买基本公共服务力度。
教育系统/高校	2018 年 1 月	教育部	要充分认识和发挥市场在资源配置中的决定性作用，按照推进实现后勤服务社会化的总体要求，积极探索机关后勤服务社会化保障模式。
	法规	教育部关于深化高校后勤社会化改革的若干意见	稳步开放校内后勤服务市场，逐步剥离高校后勤服务经营职能，将后勤社会化改革纳入学校办学评价体系
法院	2017 年 8 月	全国法院机关后勤服务工作经验交流座谈会	要推进机关服务社会化改革，坚持成熟一项办一项，逐步实现机关后勤部门由直接“养人办后勤”到间接“用人管后勤”的转变。
军队	2018 年 1 月	中国军网国防部网	明确加快后勤保障社会化脚步。 并早前有法规《国务院、中央军委关于推进军队后勤保障社会化有关问题的通知》。

后勤服务主体	时间	来源	具体内容
国企家属区	2016年6月	国务院国资委、财政部	《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见》。2016年开始，在全国推进国有企业（含中央企业和地方国有企业）职工家属区“三供一业”分离移交工作。

资料来源：各政府机关官网，中信证券研究部

## 尾部并购代价高昂，但头部并购机会闪现

物业管理行业的并购和地产开发行业的并购完全不同。

地产开发行业的并购，对资源的尽调，前期排除风险，资金的准备，杠杆的运用，是最为关键的内容。但地产开发行业的并购，人员的安排和磨合，双方品牌声誉的匹配性都并非关键。因为，地产开发行业的并购，就是在并购资源。土地资源在不同的开发商手中，都是价值类似的。

物业管理的并购则完全不同。以至今为止行业最为成功的并购，即万科并购戴德梁行物业管理业务为例，并购谈判不仅耗时极长，两家公司合资品牌的选择，合资公司人员的安排，才是并购得以成功的关键。相比之下，万科物业如何筹措资金，甚至不如万科商写本身的能力重要。被并购方当然会考虑并购对价，但更需要考虑品牌的协同性和新业务的发展空间。

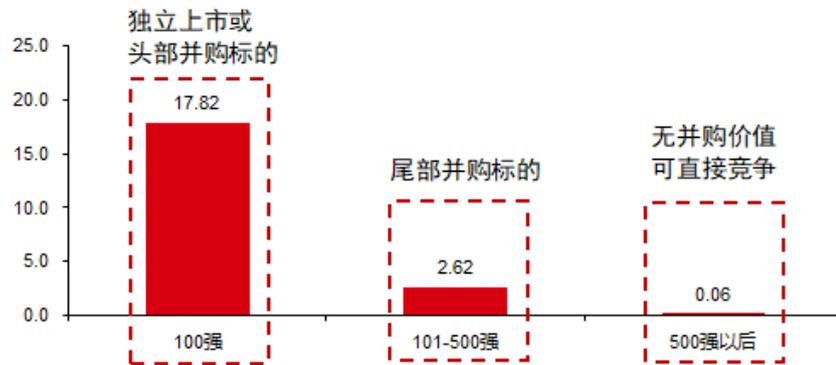
表 14：地产开发和物业管理行业并购的差异

	地产开发并购	物业管理并购
关注点	资源价值和対价的关系	成长潜力和持续稳定盈利能力
谈判时间	短，因为资金和资源急需匹配	长，因为需要文化和团队协同
尾部并购机会	多，且不乏优质土地储备的收购机会	多，但潜在买家竞争激烈，成本偏高
头部并购机会	几乎没有，不存在并购龙头地产公司的可能	存在并购龙头物业管理品牌的可能
并购的替代选择	招拍挂拿地	利用品牌外拓面积
被并购方关注点	获得足够的资金	获得持续的平台支持

资料来源：中信证券研究部

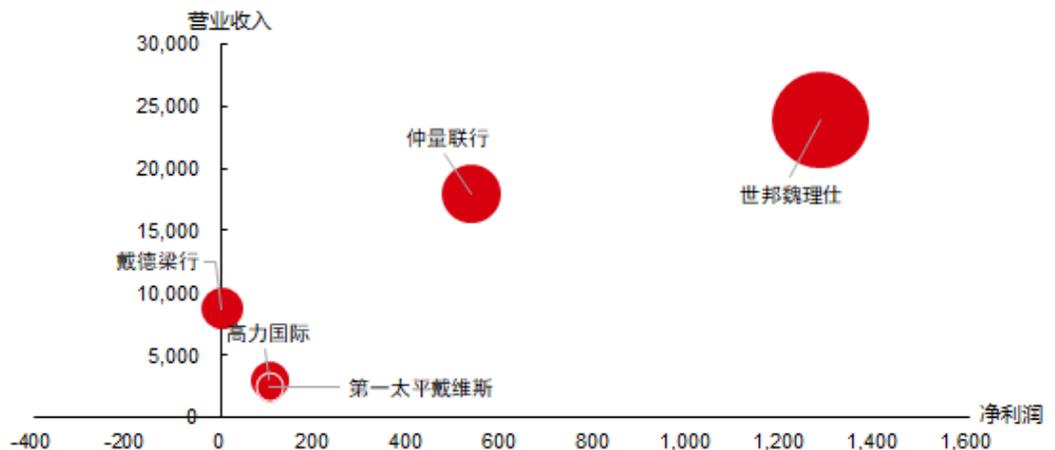
其实这不仅仅是物业管理和地产开发的差异，也是物业管理行业并购和绝大多数资源型行业并购的巨大差异。并购市场潜在买家众多，资金充裕，虽然会使得尾部并购成本抬高，却基本无损头部并购机会。

图 8：物业公司营业收入区间及构成情况（单位：亿元）



资料来源：中国物业管理协会，中信证券研究部

图 9：五大行规模及业绩情况（单位：百万美元）（点大小代表市值）



资料来源：各公司公告，Bloomberg，中信证券研究部 注：营业收入、净利润为 2019 年报数据；市值为 2020 年 7 月 2 日最新并按照实时汇率换算为美元

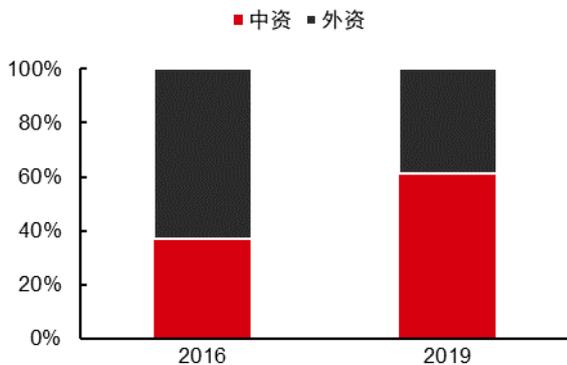
对头部品牌，例如五大行、绿城服务等公司而言，选择和哪些公司携手，或向同行出让股权，当然也会在意对价，但却更在意合作方（并购方）的业务协同空间，自身品牌形象等。因此，龙湖入股绿城服务，万科物业和戴德梁行成立合资公司，这都不只是资金说话。

我们认为，迄今为止行业最成功的头部并购是万科物业并购戴德梁行物业管理业务，成立合资公司，在大中华区提供商业物业和设施管理服务。商业物业及设施管理在戴德梁行亚太区的收入比重为 66%。根据双方披露，新的资产服务公司将会在大中华区覆盖 80 多个城市，管理物业项目超 1000 个，员工人数超过 2 万人，成为商业物业及设施管理龙头服务商。合作之后，我们认为万科物业戴德梁行已经明显处于行业领先地位。

仔细观察这一并购，我们并不认为万科的出价是唯一决定性因素。一方面，五大行需要国内有影响力的合作伙伴；另一方面，我们认为万科物业本身在商写领域的成功经验也

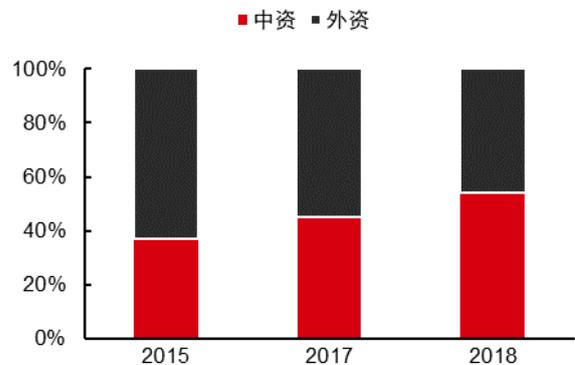
吸引了戴德梁行的注意。即使再有其他物业管理公司出价高于万科物业，我们认为也未必可以和戴德梁行牵手。也正因如此，我们认为类似此种头部并购机会，当前仍然存在。

图 10：北京甲级写字楼租户租赁面积占比：中资租户取代外资成为甲级写字楼的主导力量



资料来源：CBRE，中信证券研究部 注：2019 年为 2 季度数据

图 11：上海甲级写字楼租户租赁面积占比：中资租户的占比持续增加



资料来源：CBRE，中信证券研究部

而且，当前前列的公司上市热情高涨，但实际上港股市场不可能出现一个板块成交普遍活跃的情况。中等规模（即在管面积和关联方支持弱于永升生活服务）的公司有边缘化可能性，小公司（即在管面积或关联方支持明显弱于佳兆业美好）大概率被边缘化。我们相信，一些百强之内的公司也会逐渐意识到独立上市未必是正确出路，被并购或走向联盟化或更合理。

### 联盟化提升品牌护城河

我们曾经研究过物业管理公司的长期天花板。我们认为，在中长期来看，具备口碑的物业管理品牌并不会太多。这种口碑来自于优质的基础服务和丰富且专业的增值服务。如果由一家公司去不断丰富增值服务，优化基础服务，其人力资源扩张终究是缓慢的。但如果由一个联盟去丰富增值服务组合，增加区域密度，速度可能会更快。

所以长期来看，或许并不是哪个公司可以成长为营收 3000 亿以上，而是某一个联盟可能总计达到这一营收规模。

表 15：超级品牌物管企业联盟长期前景展望

测算	指标	单位	备注
全国城镇家庭数量	30000	万户	假定城镇人口达到 9 亿人，家庭户规模 3 人
有效市场规模占比	15%		即具备服务认同和付费意识的家庭占比估算
龙头公司有效市场市占率	40%		以目前半数以上想换物管公司的家庭试图选择万科品牌的事实，说明未来品牌公司的目标市场集中度可能很高
龙头公司服务家庭数	1800	万户	在稳定期，服务家庭规模的绝对数量不会发生大的变化，但在管组合仍会实时变动，表现为退盘和拓展并存
龙头公司服务面积	19.8	亿平米	此处假设户均住房收费面积为 110 平米
物业管理费定价	7	元/月/平方米	假设费率透过换手大幅提升，但仍远低于香港等地
龙头公司物业管理收入	1663	亿元	在达到这一收入水平之后，企业的营收增长将主要收城镇化率提升，费率稳定增长影响，基本同步于国民经济增速

测算	指标	单位	备注
增值服务/基础服务收入	100%		即假设户均物业缴费和户均增值服务收入一致，这在个别上是完全可能的
联盟总收入	3326	亿元	基础收入+综合收入
联盟综合净利润率	11%		预计为了持续拓宽护城河，维护满意度，综合净利润率将维持在理性水平。但科技赋能，组织创新，也使得这一利润率得以持续
联盟净利润	366		

资料来源：中信证券研究部预测

品牌联盟，是不同于管理输出的。品牌联盟能够充分增加区域的在管密度，也能解决增值服务的专业化水平不足问题。龙湖入股绿城服务，绿城服务入股中奥到家，让我们看到了联盟化从零到一的探索。

联盟化很可能成为拓宽品牌护城河的关键

表 16：绿城服务与中奥到家合作的主要条款

条款	具体内容
合资成立公司输出增值服务	共同组建合资生活服务公司（由中奥及绿城分别拥有 30%及 70%的权益），绿城将向其注入生活服务产品、科技、服务体系及专业资源，而其将负责中奥生活服务体系的建设及运营，并为中奥的物业服务体系及业务拓展赋能；
分类承接物业订单	就因服务定位及成本结构等原因不符合本公司承接原则的物业服务业务，本公司会优先推荐中奥予以承接；
外包服务合作	在合作协议生效之日起 6 年内，优先考虑由中奥及其关联公司承接绿城的外包业务（包括保洁、保安、维修、电梯维保等服务），服务金额于 2021 年 7 月 1 日起应不低于每年人民币 3 亿元，并于此后每年增加人民币 2 亿元。

资料来源：绿城服务公司公告，中信证券研究部

## ■ 风险因素

周期业务难以提供持续增长性，第三方拓展和并购竞争日趋激烈。

## ■ 积极布局优质成长公司

行业优秀公司的成长才刚刚开始。

城市服务的赛道在最近几年才清晰可见，随着横琴等地城市服务项目取得初步成功，我们预计城市服务将在更多城市（村镇）落地，服务内涵也会不断延展——这将成为一部分优秀物业管理公司的成长新起点。住宅物业管理行业，面对区域密度不足，增值服务专业性不足的局面，已经有龙头企业开始采取联盟化策略应对，也打开了新的希望。并购市场虽然面临激烈竞争，但头部并购的机会却客观存在。上市公司数量越来越多，虽然可能使得一部分在管面积增长乏力，服务能力和品牌缺乏积累的企业完全边缘化，但却不会影响优质企业的估值。

总体来看，我们相信物业管理行业的定价，增值服务收入占比，龙头市占率，都有显著的成长空间。我们推荐保利物业、招商积余、绿城服务、中海物业、碧桂园服务和永升生活服务。

表 17：物业管理重点公司盈利预测与估值表

公司名称	评级	股价	EPS (元)				PE			
		(元)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
绿城服务	买入	8.32	0.15	0.21	0.30	0.37	55.5	39.6	27.7	22.5
招商积余	买入	30.80	0.27	0.61	0.84	1.10	114.1	50.5	36.7	28.0
保利物业	买入	69.11	0.92	1.45	2.11	3.02	75.1	47.7	32.8	22.9
中海物业	买入	8.18	0.16	0.22	0.30	0.41	51.1	37.2	27.3	20.0
新大正	买入	60.18	0.97	1.19	1.62	2.20	62.0	50.6	37.1	27.4
永升生活服务	买入	11.27	0.13	0.24	0.36	0.53	84.1	47.6	31.0	21.4
新城悦服务	买入	19.10	0.34	0.48	0.71	0.99	56.2	39.8	26.9	19.3
碧桂园服务	买入	32.68	0.61	0.89	1.22	1.61	53.6	36.7	26.8	20.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 7 月 3 收盘价，除中海物业外，港币已换算为人民币

## ■ 相关研究

物业管理行业专题研究报告—城市服务灵魂三问	(2020-06-25)
房地产行业重大事项点评--公积金继续发挥积极作用	(2020-06-25)
物业管理行业专题报告—走出误区，寻找合适的非住宅物管研究指标	(2020-06-17)
房地产行业 2020 年 5 月运行数据点评—双向波动风险增大，唯能力可穿越周期	(2020-06-16)
中信证券 REITs 专题研究—REITs 观点交流，基础设施 REITs 破冰	(2020-06-15)
REITs 专题研究报告--坚持基础设施本位是 REITs 的生命线	(2020-06-15)
基础设施与房地产产业 2020 年下半年投资策略—REITs 破冰，平台降世（PPT）	(2020-06-10)
物业管理行业专题研究报告--走向品牌联盟时代	(2020-06-09)
房地产行业政策专题研究之三--户籍制度改革对地产市场影响	(2020-06-01)
房地产行业 2020 年 5 月销售数据点评--销售持续恢复	(2020-06-01)
物业管理行业专题研究报告--探究物管龙头的潜能营收和达产目标	(2020-05-25)
房地产行业政策专题研究之二—城乡统一建设用地的具体内涵	(2020-05-25)
房地产行业专题研究报告—地产龙头长期投资逻辑：迎接平台化	(2020-05-24)
房地产行业政策专题研究之一—公积金制度会怎么改？	(2020-05-22)
物业管理行业专题研究报告—维修资金统一会计核算，可持续运维迈出关键一步	(2020-05-10)
房地产行业 2019 年年报总评—理性的实干者	(2020-05-07)
基础设施与房地产产业专题研究报告——REITs 来了：聚焦运营价值，拉动增量投资	(2020-05-04)
物业管理行业 2019 年年报总评—成长再加速，能力更巩固	(2020-05-04)
物业管理行业专题研究报告—物管公司可能透过外延扩张走向不动产管理服务市场	(2020-04-30)
房地产行业专题研究报告—劲松模式商业思考	(2020-04-30)
基础设施与房地产行业专题研究报告--老旧小区改造带来什么需求？	(2020-04-28)
房地产行业专题研究报告--居民负债的结构性问题，存量时代的结构性机遇	(2020-04-26)
物业管理行业专题研究报告—探究物管龙头的长期天花板	(2020-04-20)
物业管理行业跟踪—来自未来的回望并购大年和政策东风	(2020-04-07)
中信证券地产行业研究—疫情直接冲击基本结束，估值优势明显	(2020-04-07)
房地产行业 3 月房企销售数据点评—销售明显恢复，产业资本入场	(2020-04-01)
房地产行业 3 月月报--疫情直接冲击基本结束	(2020-03-30)
物业管理行业重大事项点评—市场化方向明确，政策支持参与老旧小区改造	(2020-03-30)
物业管理行业专题研究报告—问卷调查消费者评价	(2020-03-24)
房地产行业专题报告—宏观不确定性如何影响购房需求？	(2020-03-20)
房地产行业重大事项点评—部分境外高收益地产债的投资窗口	(2020-03-19)
房地产行业 2020 年 1-2 月数据点评--基本面探底，产业链有望在二季度稳住	(2020-03-17)

物业管理新起点—政策、科技和管理	(2020-03-17)
房地产行业专题报告—以史为鉴：海外冲击和地产政策	(2020-03-14)
物业管理行业专题研究报告—大考之后：非住宅品牌规模弹性，住宅单盘盈利跑通	(2020-03-11)
房地产行业专题研究—预计全年政府性基金收入增速超过 15%	(2020-03-03)
房地产行业 2020 年 2 月销售数据点评—推动四月销售恢复的周期和非周期力量	(2020-03-02)
房地产行业重大事项点评--地产政策—从供给侧到需求侧	(2020-02-27)
物业管理行业专题报告--纳入基层治理，推进市场化	(2020-02-26)
物业管理行业重大事项点评—政策红利不断释放，营商环境大幅改善	(2020-02-19)
房地产行业重大事项点评--实践：决定板块走势不是销售，是政策趋势	(2020-02-17)
房地产行业专题研究专题--再复盘：决定板块走势不是销售，是政策趋势	(2020-02-13)
物业管理行业专题报告——抗击疫情，行业四大趋势强化	(2020-02-07)
物业管理行业专题报告--纳入基层治理，融入群众生活，渐成公共必需	(2020-02-06)
房地产行业专题报告--估值达到历史底部，销售预计前低后高	(2020-02-04)
房地产行业跟踪快报—短期冲击较小，中期两点期待	(2020-01-30)
物业管理行业重大事项点评—抗击疫情，物管行业全力以赴	(2020-01-28)
房地产行业重大事项点评—内房配售市场冲击历史经验回顾	(2020-01-22)
房地产行业专题报告—分拆次章—走向独立的商业地产运营管理	(2020-01-21)
房地产行业 2019 年年度运行数据点评：竣工转正开启交付高潮，给优化预示拿地机遇	(2020-01-19)
物业管理行业专题报告--从单盘模型透视品质之路的丰厚回报	(2020-01-13)
房地产行业重大事项点评—境外债供不应求，资金成本差异化下行	(2020-01-08)
房地产行业 2020 年投资策略—一年之计在于春	(2020-01-02)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia SdnBhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理。本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。