

金融街物业 (01502)

证券研究报告
2020年12月03日

稳健成长、资源禀赋

专注中高端商务物业的物业管理服务商

金融街物业(1502.HK)，成立于1994年5月，为中国高端商务物业服务者。自2010年首次进入北京以外的西南及华北市场以来，公司当前业务布局已覆盖“华东、华南、华北、华中、西南”，业务延伸至京津冀、长三角、珠三角、中西部、东北部等经济区域。华北区域一直为公司目前在管面积、在管收入的主要贡献区域，其中截止2019年度，在管面积占比约48.5%，在管收入占比约72.8%；西南、华东、华南作为先后拓展的区域，三者的占有率相对均衡，东北市场虽2011年便开始探索，但业务的进展相对较缓，截止2019年度，在管面积、在管收入分别为1.4%、0.8%。

我们眼中的金融街物业为何值得关注

在物业管理板块中，金融街物业的增长弹性、扩张节奏可能均不及主流物管企业的增长率及扩张速度，但是我们认为金融街物业具备其独特性及稳健性等特点。1) 金融街物业主要业态布局多元，主要为商务物业等非住宅业态领域的布局，相比于住宅细分领域，非住宅业态具备更高的物业费水平、更高的毛利率空间、更容易的提价行为，有助于更好的维持利润率水平；2) 金融街物业当前在管商务面积占高端商务面积比重约5.9%，相比于高端商务面积的市场规模，金融街物业仍具备较好的提升空间；3) 资源的稀缺性——地段禀赋：商务写字楼业态可能因为宏观经济波动使得其空置率有较大的变动，这一点市场投资者也相对关注，并担心这类波动可能使得金融街物业的表现弱于预期，我们认为物管这一担忧在金融街物业中的体现相对较小，其一金融街物业所管理项目基本为核心城市核心地段项目，地段禀赋极强；其二，根据仲量联行的分析，即使在压力最大的情况下，北京金融街区域的写字楼的空置率及租金下降幅度均较小，因而我们认为金融街物业所管理的核心商务写字楼项目，其地段禀赋极强，相比于中低端商务物业写字楼而言保障度更高。

稳健业绩、稳步拓展

金融街物业在面积、收入甚至利润的体现上，稳健是更为直观的印象。1) 金融街物业自2017年来合约面积、在管面积的增长保持相对稳定，每年面积净变动约为3-4百万平方米的规模。与规模相近的物管公司比较看，17年体量看，金融街物业并未逊色，但18-19年来，可比公司的拓展速度快于金融街物业的拓展速度。2) 金融街物业毛利率的表现在可比公司中属于较低的水平，但与卓越商企服务比较看，金融街物业毛利率保持相对稳定，好于卓越商企略有收缩的表现。另外虽然金融街物业整体毛利率的水平并未跑赢可比公司，但是金融街物业的整体净利率水平在可比公司中仍处于中上水平，且净利率整体呈现稳中略升的趋势。

投资建议：公司具备核心区域核心地段核心物业的资源价值优势，禀赋强、管控稳；且商写物业所具备的更快的科技赋能等优势也将助力于公司进一步提升人员效益，我们预计公司2020-2022年营业收入分别为12.42亿元、14.95亿元、17.86亿元，对应年度溢利为1.47亿元、1.89亿元、2.38亿元，对应PE为16.0X、12.5X、9.9X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价11.06港元。

风险提示：物业费缴纳不及预期、项目开拓不及预期、成本上行导致利润下滑

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	875	997	1,242	1,495	1,786
增长率	15.7%	13.9%	24.5%	20.4%	19.5%
除税前溢利(百万元)	125	152	197	252	317
增长率	11.1%	22.0%	30.0%	27.8%	25.6%
年度溢利(百万元)	92	113	147	189	238
增长率	10.7%	23.9%	29.7%	28.6%	25.6%
EPS(元/股)	0.23	0.28	0.36	0.47	0.59
市盈率(P/E)	25.1	20.7	16.0	12.5	9.9
市净率(P/B)	9.3	5.5	5.2	4.9	4.6

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	地产建筑业/地产
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	6.75 港元
目标价格	11.06 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	373.50
港股总市值(百万港元)	2,521.13
每股净资产(港元)	1.36
资产负债率(%)	61.60
一年内最高/最低(港元)	14.32/6.50

作者

陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001 chentiancheng@tfzq.com	
张春娥	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070001 zhangchune@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 专注中高端商务物业的物业管理服务商	4
1.1. 起步北京、布局核心城市	4
1.2. 上市引多名基石投资者、管理团队稳定	5
1.3. 管理业态多元、持续服务探索	7
2. 我们眼中的金融街物业为何值得关注?	10
2.1. 非住宅业态具备更高的物业费水平、提价相对容易	10
2.2. 金融街物业当前在管商务面积占高端商务面积约 5.9%	11
2.3. 资源的稀缺性：地段禀赋	13
3. 稳健业绩、稳步拓展	14
3.1. 面积端：稳增加	14
3.2. 利润端：平稳中略有提升	16
3.3. 成本端：成本稳管控	17
4. 盈利预测及估值	18
5. 投资建议	19
6. 财务模型表	19

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司业务布局区域	4
图 3：在管面积区域分布	5
图 4：在管收入区域分布	5
图 5：公司股权结构	6
图 6：在管面积业态分布	7
图 7：在管收入业态分布	7
图 8：公司业务内容	8
图 9：公司怡己服务系列&怡己餐饮服务系列	9
图 10：分业务类型收入及增速（物业管理服务）	10
图 11：分业务类型收入及增速（增值服务）	10
图 12：分业务类型收入及增速（租赁服务）	10
图 13：增值服务分类（亿元）	10
图 14：金融街物业各业态物业费（元/平米/月）	11
图 15：金融街物业各业态毛利率的表现	11
图 16：物业管理服务公司在管总面积	12
图 17：物业管理服务公司总收益	12
图 18：金融街甲级办公楼市场：租金变化与空置变化情况对比	14
图 19：合约面积（百万平米）	14
图 20：在管面积（百万平米）	14
图 21：合约面积（较 2017 年度增长率）	15

图 22: 在管面积 (较 2017 年度增长率)	15
图 23: 金融街物业在管面积各类型划分表现 (面积, 百万平米)	15
图 24: 整体毛利率	16
图 25: 整体净利率	16
图 26: 金融街物业各类型划分毛利率表现	17
图 27: 服务成本 (亿元) 及增速	17
图 28: 员工成本 (亿元) 及增速	17
图 29: 分包成本 (亿元) 及占营收比重	18
图 30: 行政开支 (千万元) 及占营收比重	18
图 31: 卓越商企服务 wind 一致预期	19
表 1: 管理团队	6
表 2: 餐饮服务开店情况	9
表 3: 金融街物业部分商务物业列表	13
表 4: 盈利预测表	18
表 5: 利润表-部分 (百万元)	20
表 6: 资产负债表-部分 (百万元)	20

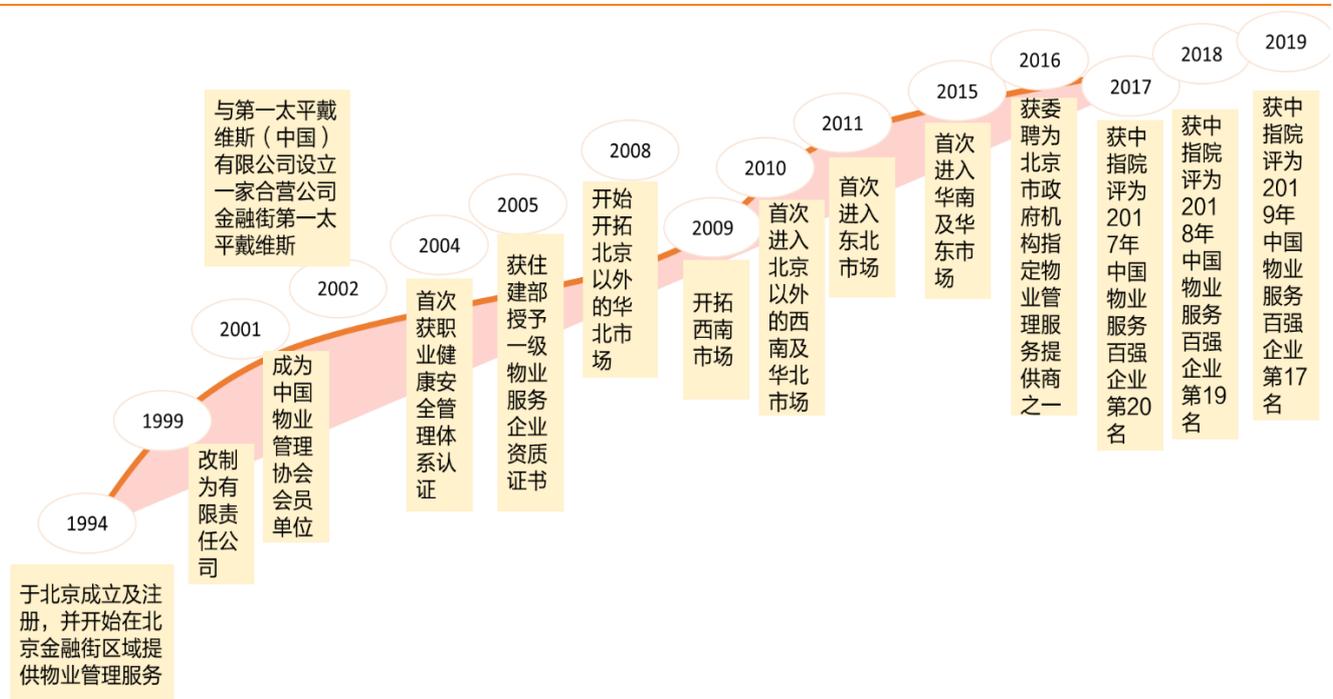
1. 专注中高端商务物业的物业管理服务商

1.1. 起步北京、布局核心城市

金融街物业（1502.HK），成立于1994年5月，为中国高端商务物业服务者。2001年公司成为中国物业管理协会会员单位，并于02年与第一太平戴维斯（中国）有限公司设立一家合营公司——金融街第一太平戴维斯；08年金融危机波动下，公司开始开拓北京以外的华北市场，09年开始开拓西南市场，但自2010年才首次进入北京以外的西南及华北市场；“走出去”首次获得战略性成绩；2011年，公司继西南及华北市场后首次进入东北市场；2015年首次进入华南及华东市场；2016年公司获委聘为北京市政府机构指定物业管理服务提供者之一；2019年公司首次获得华中市场的管理项目，自此在“华东、华南、华北、华中、西南、西北”版图中仅缺“西北”，业务也已延伸至京津冀、长三角、珠三角、中西部、东北部等经济区域。**华北区域一直为公司在管面积、在管收入的主要贡献区域**，其中截止2019年度，在管面积占比约48.5%，在管收入占比约72.8%；**西南、华东、华南作为先后拓展的区域，三者的占有率相对均衡，东北市场虽2011年便开始探索，但业务的进展相对较缓**，截止2019年度，在管面积、在管收入分别为1.4%、0.8%。

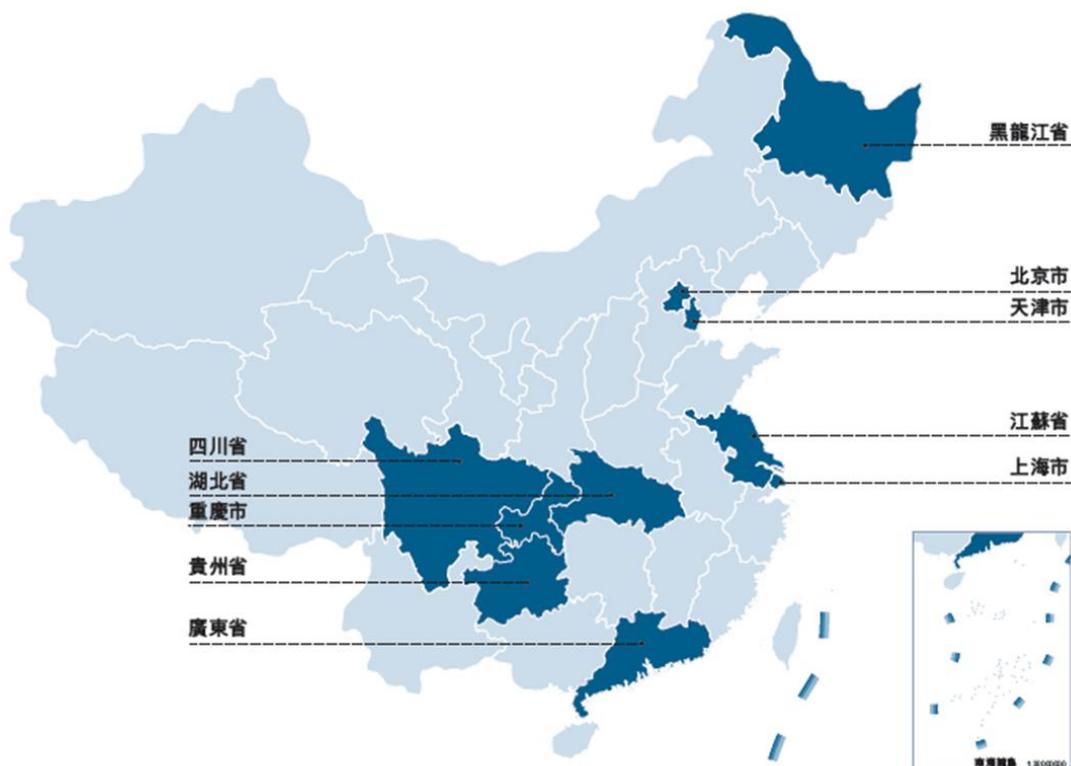
公司成立至今廿五余载，其中在深耕商务办公物业服务领域二十余载，创建了“贯标、创优、信息化”三位一体的管理模式；且紧跟科技应用发展趋势，积极践行公司数字化转型，及时了解掌握最新科技发展趋势和研究领域的前沿动态，紧紧围绕科技赋能、提质增效的管理思路，利用AI技术、大数据、云计算、万物互联等科技手段，引入企业资源管理平台、物业ERP服务系统等技术，打造高端商务服务的核心优势。根据中国指数研究院报告，公司就综合实力在2020年中国物业服务百强企业中排名第16位，相较于2019年的排位提升1名。

图 1：公司发展历程



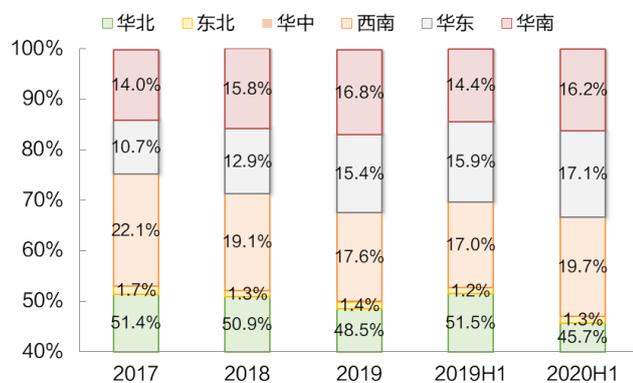
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司业务布局区域



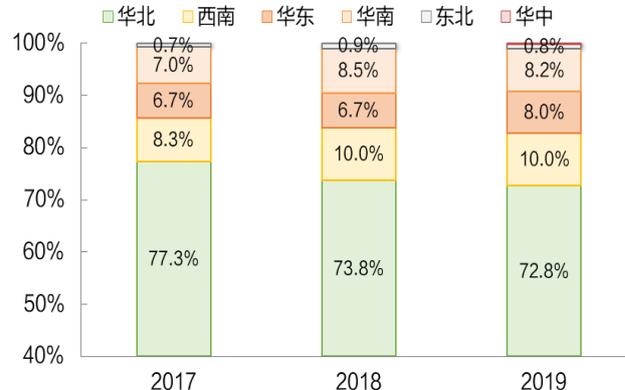
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：在管面积区域分布



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：在管收入区域分布

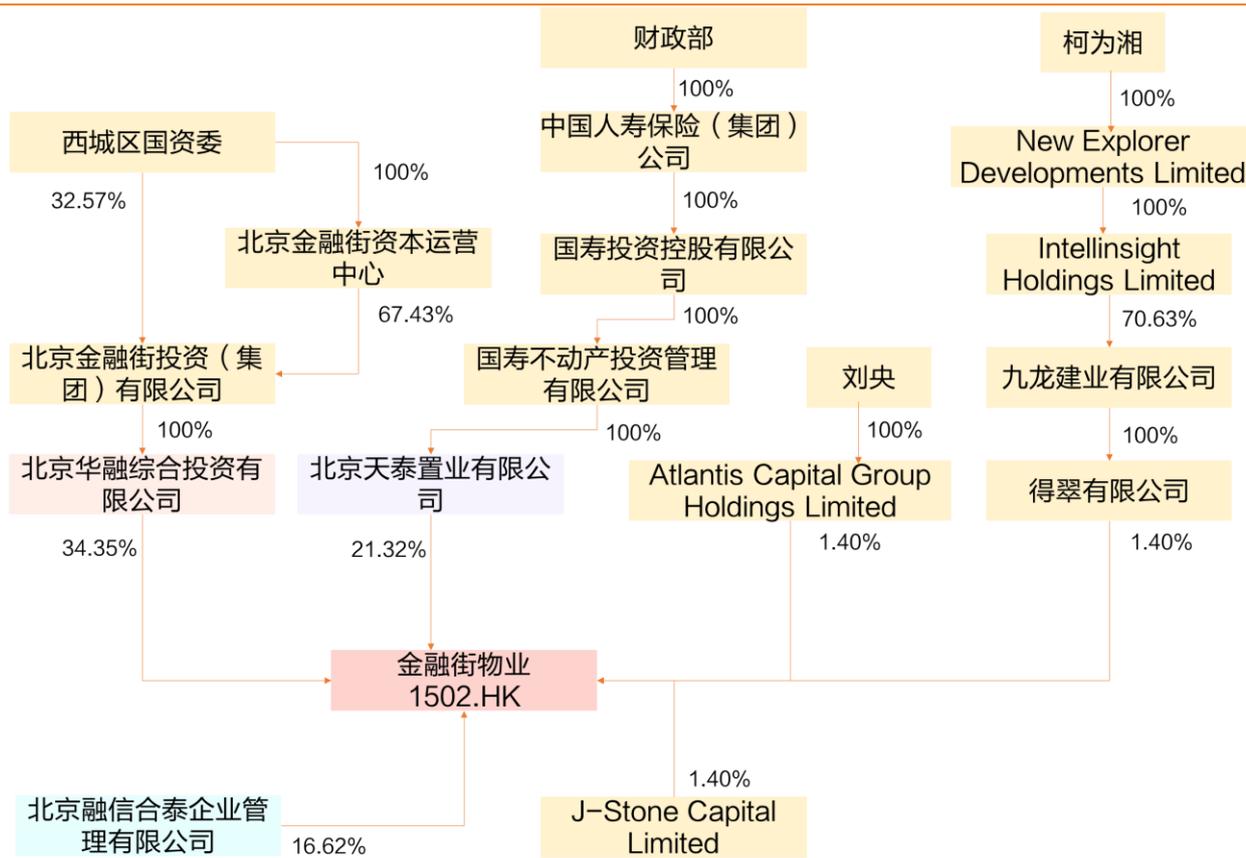


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 上市引多名基石投资者、管理团队稳定

2020年7月6日，金融街物业于港交所挂牌上市，根据公司2020年中报披露的信息，公司前三大股东为北京华融综合投资有限公司、北京天泰置业有限公司、北京融信合泰企业管理有限公司，持股比例分别为34.35%、21.32%、16.62%；剩余公众持股约为27.71%。其中包含了J-Stone、得翠有限公司等多家基石投资者。

图 5：公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司董事长兼总经理为孙杰先生，孙杰先生于 1997 年加入集团，在物业管理及酒店管理领域拥有逾 22 年的经验；公司核心干部如薛蕊执行董事、陈曦先生、王占虎先生等加入公司均有超 10 年经验；管理团队相对稳定且管理团队在相关领域均有较为丰富的行业经验。

表 1：管理团队

姓名	职位	职责
孙杰	执行董事、董事长 兼总经理	负责主持公司的整体运营并做出重大决定，主持董事会日常工作，督促董事会决议及集团发展战略执行；于 1997 年加入集团，在物业管理及酒店管理领域拥有逾 22 年的经验，历任本集团及母公司集团内部多项职务
薛蕊	执行董事兼常务副 总经理	协助董事长经营公司，并协助总经理管理公司整体运营；于 2014 年加入本公司，在酒店业积逾 12 年管理经验
沈明松	非执行董事	负责提供有关本集团战略发展、政策制定及主要运营决定的意见
周鹏	非执行董事	负责提供有关本集团战略发展、政策制定及主要运营决定的意见
梁建平	非执行董事	负责提供有关本集团战略发展、政策制定及主要运营决定的意见
姜锐	非执行董事	负责提供有关本集团战略发展、政策制定及主要运营决定的意见
陈曦	副总经理、董事会 秘书	负责公司企业管治及若干分公司的整体管理和日常运营；于 2000 年加入本公司，并先后担任多项职务，在物业管理领域拥有逾 19 年经验
赵文成	副总经理	负责本公司若干分公司的整体管理及日常运营
唐晓	副总经理	负责本公司若干分公司的整体管理及日常运营
吕彬	副总经理	负责本公司若干分公司的整体管理及日常运营
张军龄	副总经理	负责本公司若干分公司的整体管理及日常运营

王占虎	总经理助理兼德胜区区域总监	负责公司安全运营管理及若干分公司和项目运营管理；于 2001 年加入本公司，担任多个职位，包括房管中心经理、平安物管中心经理以及德胜国际项目中心经理
项峥	财务总监	负责公司财务管理及会计事宜；在会计领域拥有逾 14 年经验，曾任职于多间公司，负责财务相关工作
江欣	人力资源总监	负责人力资源管理、人才队伍建设培养；任中国物业管理协会人力资源发展委员会委员

资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

1.3. 管理业态多元、持续服务探索

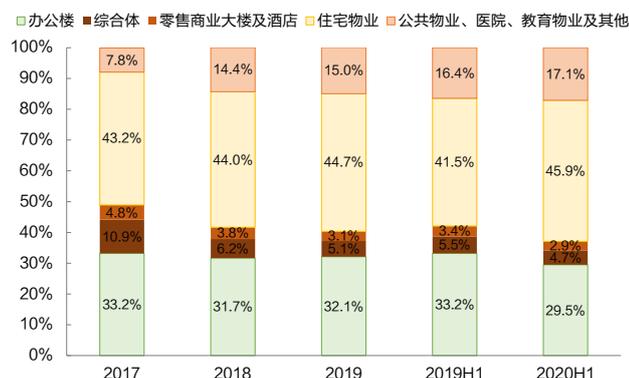
公司将自身战略定位聚焦于高端商务物业的运营方向，秉承“服务精英、福泽大众”的企业使命，为客户提供优质、专业的物业服务；同时依托于高端商务物业管理经验与核心优势，**公司当前管理业态涉及广泛**，以“商务物业”及“非商务物业”两大块区分看，商务物业涵盖写字楼、商业大厦、商务综合体、低密度办公园区、零售商业大楼及酒店等业态；非商务物业涵盖住宅物业、公共物业、医院、院校物业等多业态。其中商务物业中客户云集了中国的主要金融监管机构，以及大型银行、证券、保险、外资等金融机构和国企总部，管理着包括北京金融街、重庆江北嘴金融城、南京金融城、淮安金融中心、天津环球金融中心等成片区金融、商务街区，已经形成了公司自有的独特的商务街区运营管理模式。

截止 2019 年度，公司商务物业在管面积约 801 万方，占总在管面积比重约 40.3%；其中办公楼、综合体、零售商业大楼及酒店的在管面积分别为 638 万方、101 万方、63 万方，占总在管面积比重分别为 32.1%、5.1%、3.1%。非商务物业在管面积约 1185 万方，占总在管面积比重约 59.7%，其中住宅物业约 888 万方，公共物业、医院、教育物业及其他合计 297 万方，占总在管面积比重分别为 44.7%、15.0%。

以在管收入的表现看，截止 2019 年度，公司在商务物业的在管收入比重约 64.8%，其中办公楼、综合体、零售商业大楼及酒店的在管收入占总在管收入比重约 51.1%、8.2%、5.5%；非商务物业在管收入比重约 33.4%，其中住宅物业、公共物业&医院&教育物业及其他在管收入占比分别为 22.3%、11.1%。

住宅物业虽具备较大的在管面积比重，但对于在管收入的贡献比重仅为 22.3%；办公楼虽在管面积比重低于住宅物业，但对于在管收入的贡献比重高达 51.1%。从近年来各业态的比重表现看，综合体在管面积比重自 17 年来逐步下降，17 年综合体在管面积比重占总在管面积比重约 10.9%，18-19 年分别下降至 6.2%、5.1%；公共物业、医院、教育物业及其他公建类物业项目的拓展比重自 17 年来逐步提升，2017 年这一类物业业态在管面积比重仅 7.8%，但 18-19 年逐步提升至 15.0%的比重。

图 6：在管面积业态分布



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：在管收入业态分布



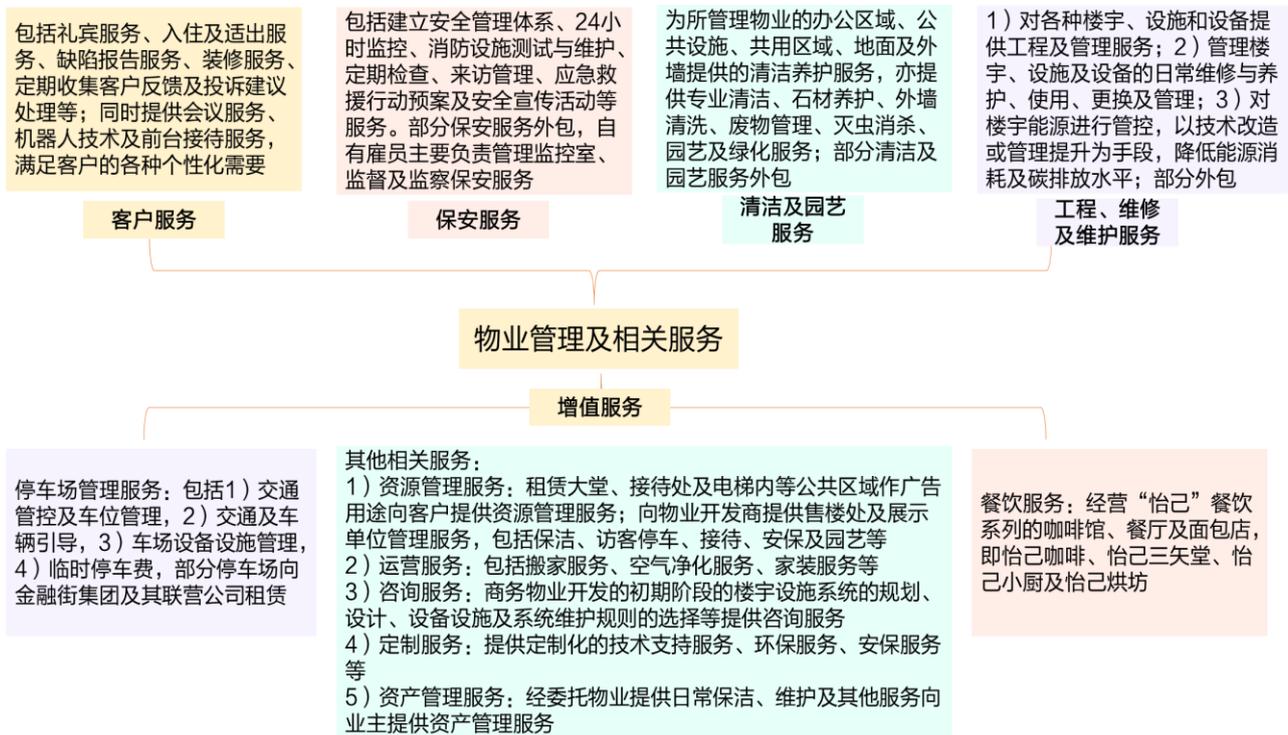
资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司除业态布局的多元化外，更在完善物业管理服务的基础上，积极开拓现代物业管理新领域，针对区域市场、所管物业和客户的特点和需求进行管理服务设计，不断补充完善服务项目，优化服务环境，提供多元化的专项服务和特约服务，并在物业管理过程中不断进行管理服务创新，实施“一业为主、多种经营”的经营发展策略，最大限度的满足客户的需要。

此外公司结合自身物业管理的经验，深入分析业主的内在需求，为广大业主量身打造全生命周期的产品及服务，提供更加便捷的生活方式，进一步优化业主和住户的生活品质。金融街物业在不断提升基础物业服务品质的同时，努力拓展商务楼宇配套服务，创立“怡己”品牌系列服务体系，包含了咖啡、餐饮、收发平台、智能新零售集合平台、汽车服务等多项便民服务业务，打造了商务生活服务链。

目前公司业务模式可分为两大块，一为“基础物管”，二为“增值服务”。其中基础物管主要包含：客户服务、保安服务、清洁及园艺服务、工程维修及维护服务；增值服务主要有三大块，停车场管理服务、资源管理等其他相关服务，以及餐饮服务。其中怡己品牌下分怡己餐饮系列，包括怡己小厨、怡己三矢堂、怡己烘坊、怡己咖啡，分别对应办公楼宇人员用餐问题、日式面馆、面包单、咖啡店等多品类餐饮系列；怡己服务系列包括怡己车坊、怡己铺仔、怡己收发，分别对应一站式汽车服务平台、多元化生活配套服务平台、集约化楼宇入口物流平台。

图 8：公司业务内容



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：公司怡己服务系列&怡己餐饮服务系列

怡己餐饮系列	
怡己小厨	致力于解决楼宇办公人员的用餐问题，迎合商务办公需求，打造健康营养的白领餐厅
怡己三矢	日式面馆，是金融街物业与日本麵元祖日本三矢堂制面的跨界合作，提供多种日式麵面、丼饭、小食和清爽可口的日式酒水
怡己烘坊	面包店，主要中西融合、方便快捷、新鲜出炉的对品类烘焙面包、糕点以及特色三明治，以冷热、荤素、甜咸近五六十种百搭品类，自由搭配
怡己咖啡	咖啡店，定位为具有标志性的线下连锁咖啡店，主要配套在高端商务楼宇与商业综合体中，为商务精英与高端客群提供优质的咖啡与美食体验，以及高端商务与文化社交的平台
怡己服务系列	
怡己车坊	一站式汽车服务平台，为楼宇内广大业主提供爱车服务，主要提供车辆保养、装饰、美容、汽车相关物品销售
怡己铺仔	多元化生活配套服务平台，利用物业闲置场地资源，整合多品牌、多品类的优质服务供方，建立智能化24小时无人售卖新零售服务平台。提供各式饮料、奶制品、水果生鲜、包装小食、轻食简餐及娱乐服务等
怡己收发	集约化楼宇入口物流平台，提供方便快捷的快递服务，解决了快递收发和楼宇周边环境问题，提升楼宇外来人员管控力度，提高写字楼安全管理系数。主要提供快递代收、代发、临时保管，延伸业务包括搬家、物流、空气治理等服务。



怡己车坊



怡己铺仔



怡己收发



怡己小厨



怡己三矢堂



怡己烘坊



怡己咖啡

资料来源：公司公告、公司官网、天风证券研究所

表 2：餐饮服务开店情况

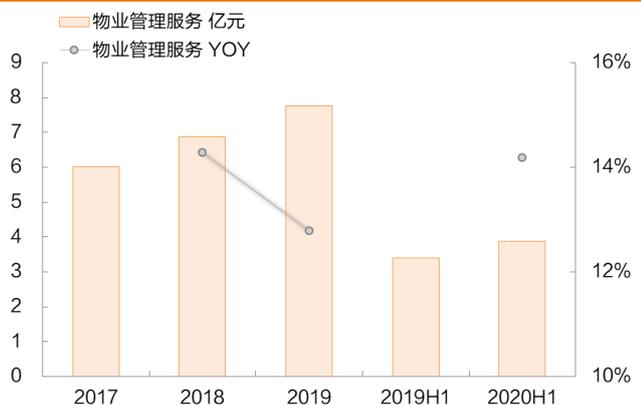
餐饮服务		2017 年	2018 年	2019 年
怡己咖啡	个	4	7	7
	现有	3	4	7
	新开设	1	4	2
	关闭	0	1	2
怡己三矢堂	个	0	0	1
	现有	0	0	0
	新开设	0	0	1
	关闭	0	0	0
怡己烘坊	个	0	0	1
	现有	0	0	0
	新开设	0	0	1
	关闭	0	0	0
怡己咖啡+九刻牛排	个	0	1	1
	现有	0	0	1
	新开设	0	1	0
	关闭	0	0	0

资料来源：公司公告、天风证券研究所

截至 2019 年度，公司分业务模式分别实现物业管理服务收入 7.77 亿元，YOY+12.8%；增值服务 1.96 亿元，YOY+17.9%，其中增值服务中来自停车场管理服务收入约 0.68 亿元，来自其他各种相关服务的收入约 1.28 亿元；实现租赁服务收入约 0.06 亿元，YOY-88.8%。截

止 2020 年上半年，物业管理服务、增值服务、租赁服务的收入分别为 3.89 亿元、1.09 亿元、0.03 亿元，对应增速分别为+14.2%、+40.1%、+20.9%。以三大业务的收入占比看，物业管理服务占比较高，其次为增值服务，租赁服务较低；趋势的变化看，近年来基础物业服务的占比虽较高，但占比有所萎缩，2017 年占比约 81.1%，2019 年占比为 79.3%，2020 年上半年占比为 77.5%；增值服务的规模虽仍较小，但近年来比重提升趋势已现，2017 年占比约 18.4%，2019 年占比约 20.1%，2020 年上半年占比进一步提升至 21.8%。

图 10：分业务类型收入及增速（物业管理服务）



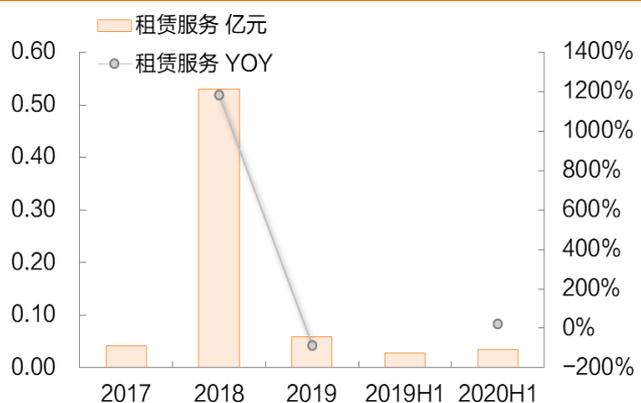
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：分业务类型收入及增速（增值服务）



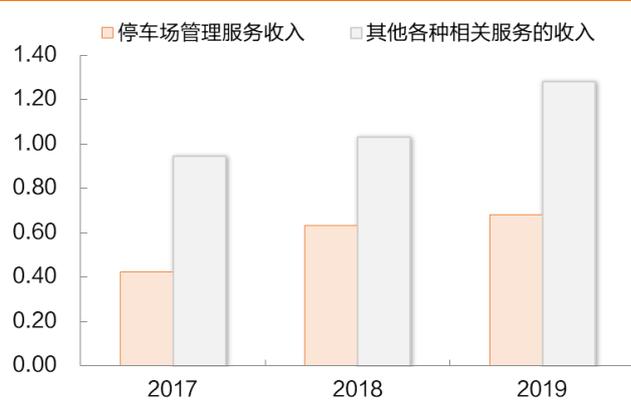
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：分业务类型收入及增速（租赁服务）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 13：增值服务分类（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 我们眼中的金融街物业为何值得关注？

在物业管理板块中，金融街物业的增长弹性、扩张节奏可能均不及主流物管企业的增长率及扩张速度，但是我们认为金融街物业具备其独特性及稳健性等特点。

2.1. 非住宅业态具备更高的物业费水平、提价相对容易

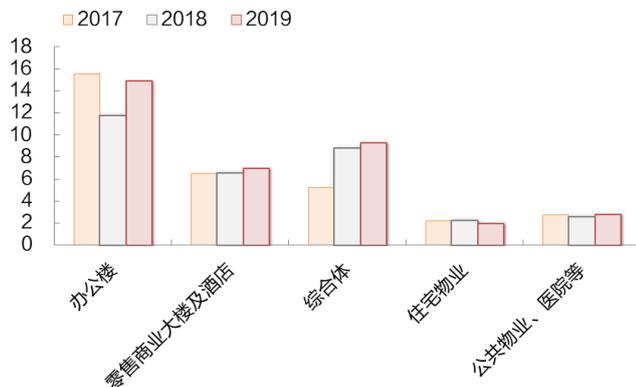
办公楼等作为非住宅物业管理的细分业态，与住宅细分领域不同的点在于，非住宅物管各业态的服务内容、专业性要求和盈利水平都有比较大的差距。住宅物管在提价难度上更大，可溢价空间相对较小，在假定物业费提升空间有限的情形下，伴随着人力成本的增长，住宅物业管理项目所对应的利润率水平将伴随项目年限的增长逐步下行。而非住宅细分领域在提价上相对容易，且具备更高的物业费水平，伴随着人力成本增长，非住宅细分领域的项目可较好缓冲成本增长的冲击，并维持较好的利润率水平。

以百强物业整体的月均物业费表现看，截止 2019 年度，百强物业整体月均物业费 3.26 元/平米/月，其中办公楼、零售商业大楼及酒店、住宅物业、公共物业及医院等整体月均物业费分别为 6.71 元/平米/月、6.26 元/平米/月、2.10 元/平米/月、3.53 元/平米/月；在细分业态中，办公楼、零售商业大楼及酒店的平均物业费最高，住宅物业费最低，未到 2.5 元/平米/月的水平。

同时，我们将这一类比放至金融街物业进行分析，可发现，金融街物业各业态的物业费表现上，住宅物业，公共物业、医院等业态物业费较低，分别为 1.93 元/平米/月、2.78 元/平米/月，其中住宅物业费在 2017-2018 年相对稳定，2019 年略有回落，公共物业 2019 年物业费已提升至 2017 年略高的位置。商务物业中，办公楼、零售商业大楼及酒店、综合体的物业费分别为 14.91 元/平米/月、7.00 元/平米/月、9.31 元/平米/月，且从趋势表现上，物业费均价有逐步提升的趋势，2018 年因为新项目较多，有一定幅度的回落。

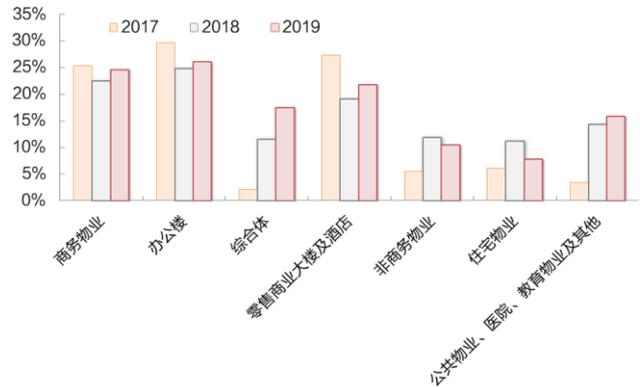
从各业态毛利率的表现上，商务物业及非商务物业的毛利率分别为 24.6%、10.5%，商务物业具备更高的毛利率水平；其中商务物业中的办公楼、综合体、零售商业大楼及酒店的毛利率分别为 26.1%、17.5%、21.7%，非商务物业中的住宅物业、公共物业分别为 7.8%、15.9%，以毛利率的表现上看，住宅物业毛利率最低，2019 年毛利率不到 10%。

图 14：金融街物业各业态物业费（元/平米/月）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15：金融街物业各业态毛利率的表现



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 金融街物业当前在管商务面积占高端商务面积约 5.9%

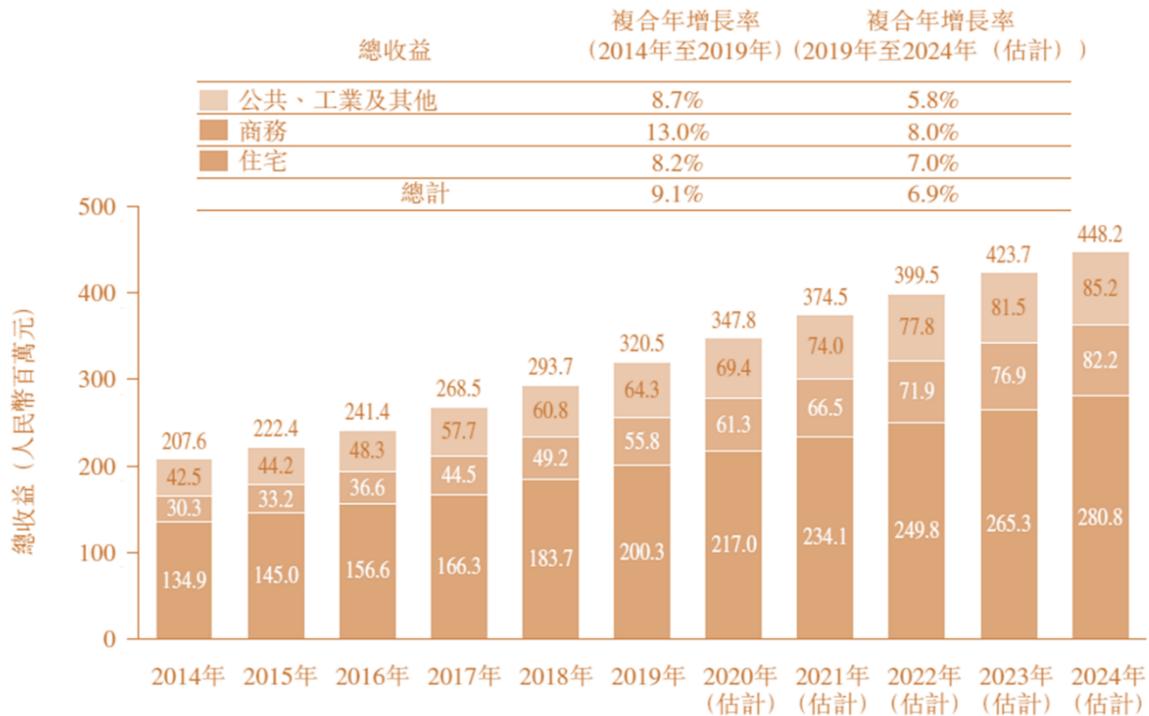
根据招股书相关资料显示，中国物业管理服务公司在商务业态的在管总面积自 2014-2019 年复合增长约 9.5%，且预计 2019-2024 年年复合增长为 5.2%；公共、工业及其他物业业态在管总面积自 2014-2019 年年复合增长率约为 5.4%，且预计 2019-2024 年年复合增长率为 2.3%；住宅在管总面积年复合增长率为 4.2%，且预计未来（2019-2024 年）年复合增长率为 3.1%；从三大分类看，商务业态在未来具备更高的复合增长率。其中商务业态以高端商务物业、中低端商务物业划分看，高端商务物业截止 2019 年度约为 136 百万平方米，2014-2019 年年复合增长率为 13.0%，预计 2019-2024 年复合增长率为 7.5%；中低端商务物业截止 2019 年度约为 682.9 百万平方米，2014-2019 年年复合增长率为 8.9%，预计 2019-2024 年复合增长率为 4.7%。当前高端商务物业管理面积 136 百万平方米中，金融街物业的占比为 5.9%，考虑到未来金融街物业在品牌价值、品牌资源、品牌口碑等多方位因素推动下，第三方项目稳步拓展，有望逐步提升其在高端商务物业在管面积中的市占率。

图 16：物业管理服务公司在管总面积



资料来源：卓越商企服务招股书、天风证券研究所

图 17：物业管理服务公司总收益



资料来源：卓越商企服务招股书、天风证券研究所

高端商务物业虽然在管面积与住宅物业在管面积体量相差较大，但对于金融街物业这类专业从事于高端商务物业管理服务的物业管理公司而言，这一规模足以满足金融街物业未来

的发展需求。

2.3. 资源的稀缺性：地段禀赋

商务写字楼业态可能因为宏观经济波动使得其空置率有较大的变动，这一点市场投资者也相对关注，并担心这类波动可能使得金融街物业的表现弱于预期，我们认为这一影响在金融街物业里相对较小。

1) 金融街物业所管理项目基本为核心城市核心区域核心地段写字楼，地段禀赋极强。

表 3：金融街物业部分商务物业列表

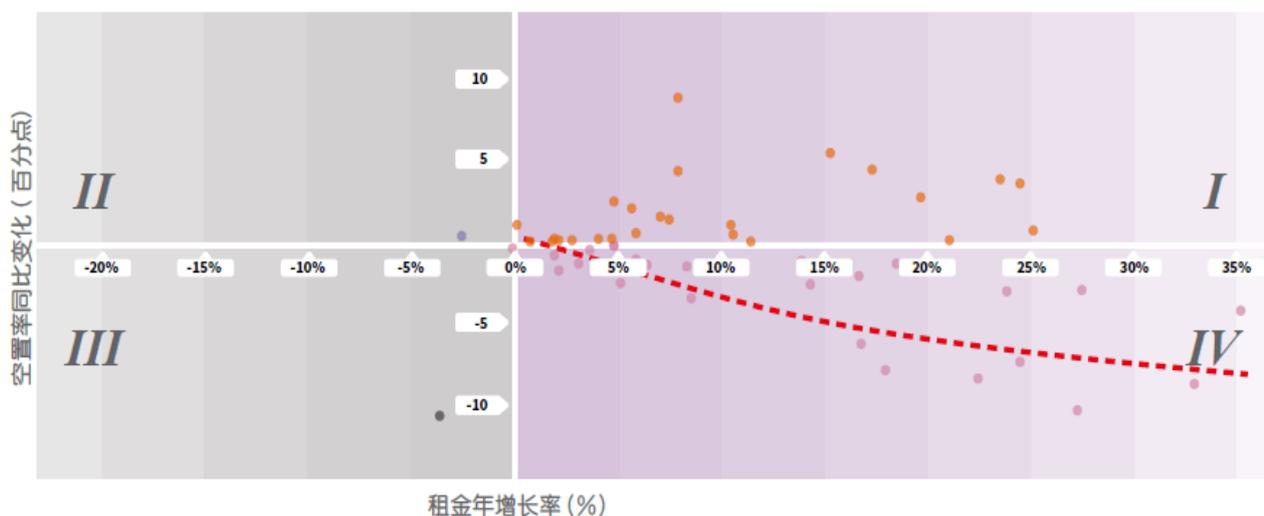
地点	建筑	物业功能	总建筑面积:万方	入驻企业
北京	通泰大厦	高档智能写字楼	11.7	中央国债登记结算有限责任公司、金谷投资公司、北京控股公司、中国人民银行等 63 余家客户
北京	金阳大厦	高档智能写字楼	-	中国银行监督管理委员会北京监管局
北京	富凯大厦	高档智能写字楼	12	中国证券监督管理委员会、中国长江三峡工程开发总公司
北京	鑫茂大厦	高档智能写字楼	13	中国银监会、中国保监会
北京	月坛金融街中心	高档智能写字楼	39.56	中债信用增进投资股份有限公司
北京	G2	高档智能写字楼	3.3	金融街街道办事处、药监局
北京	新盛大厦	高档智能写字楼	12	中国工商银行股份有限公司
北京	金益大厦	高档智能写字楼	2	中国工商银行、中证信息
北京	德胜国际中心	商务写字楼	23	中国交通建设集团、中国工商银行股份有限公司
北京	金融街中心	高档智能写字楼	14	亚洲基础设施投资银行
北京	元亨大厦	商业	4	北京农商银行
北京	西环广场	商业	26	新加坡凯德置地集团、北京嘉茂西直门商用置业有限公司花旗银行基金公司
北京	德胜凯旋广场	商业	8	中国建筑研究院、中国林业产权交易会
北京	金融街公寓	商务写字楼、服务式公寓、休闲餐饮街	14	金融街控股
北京	中垦广场	商业	1	
北京	空港办公区	商业	2	北京农商银行
北京	通州金融街园中园		33	北京物资学院、国家法官大学
北京	天桥艺术大厦	商业	2	
天津	环球金融中心	写字楼、商业区	30	中信银行、中国进出口银行
天津	旺海国际	商业	37	天津第五频道、永辉超市
上海	金融街上海(海伦)中心	商业	17	
南京	金融城项目	顶级商务写字楼	73	工商银行等
重庆	金融中心	高端写字楼	23	中国平安保险(集团)股份有限公司
重庆	金融街·融景中心	商务写字楼	15	观音桥商圈、解放碑商圈

资料来源：公司官网、天风证券研究所

2) 根据仲量联行的研究，在极端情况下，北京金融街区域租金降幅也仅在 5%以内，且空置率基本控制在 10%以内；表明核心区域核心地段的商业写字楼在经济波动下，其租金、

空置率均有较高的抗风险能力。进一步体现在物业管理公司的服务上，其物业费的收缴也将得到相应的保障；因此我们认为对于金融街物业所管理的核心商务写字楼项目，其地段禀赋极强，相比于中低端商务物业写字楼而言保障度更高。

图 18：金融街甲级办公楼市场：租金变化与空置变化情况对比



资料来源：仲量联行、天风证券研究所

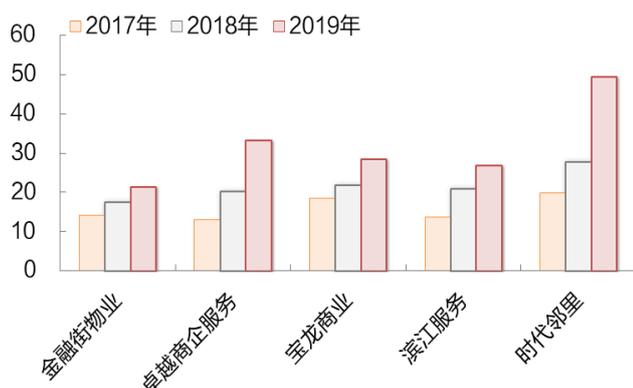
备注：第一象限市场上行阶段、第二象限，需求疲软或新增供应的冲击；第三象限为租金持续下调、空置率下降；第四象限，需求强劲、去化加速

3. 稳健业绩、稳步拓展

3.1. 面积端：稳增加

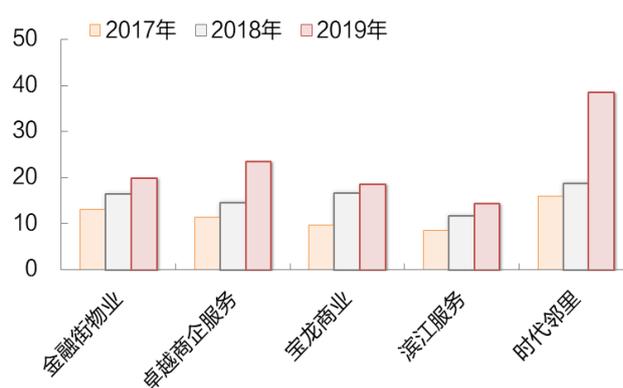
金融街物业自 2017 年来合约面积、在管面积的增长保持相对稳定，每年面积净变动约为 3-4 百万平米的规模。与规模相近的物管公司比较看，17 年体量看，金融街物业并未逊色，但 18-19 年来，可比公司的拓展速度快于金融街物业的拓展速度。其中截止 2019 年度，金融街物业合约面积 21.37 百万方，较 2017 年增长 51.1%，卓越商企服务合约面积 33.20 百万方，较 2017 年度增长 153.4%，宝龙商业合约面积 28.40 百万方，较 2017 年度增长 54.1%，滨江服务及时代邻里合约面积分别为 26.80 百万平米、49.29 百万平米，较 2017 年度分别增长 96.0%、增长 148.7%。从在管面积的绝对规模看，在五家可比公司中，金融街物业居第三位，为 19.90 百万平米，较 2017 年度增长 50.9%；其中卓越商企服务为 23.53 百万平米，较 2017 年度增长 107.0%；宝龙商业在管面积为 18.49 百万平米，增长率为 90.4%；滨江服务在管面积为 14.37 百万平米，增长率为 67.0%；时代邻里在管面积为 38.43 百万平米，增长率为 139.5%。

图 19：合约面积（百万平米）



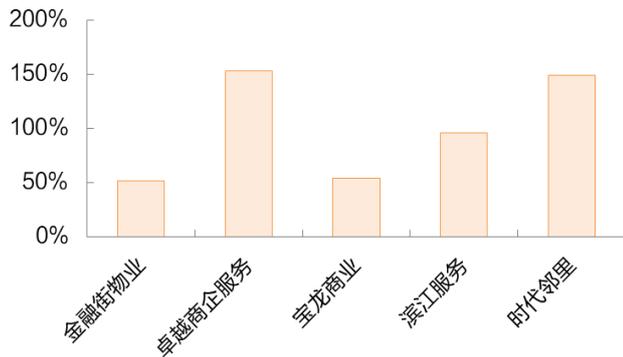
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：在管面积（百万平米）



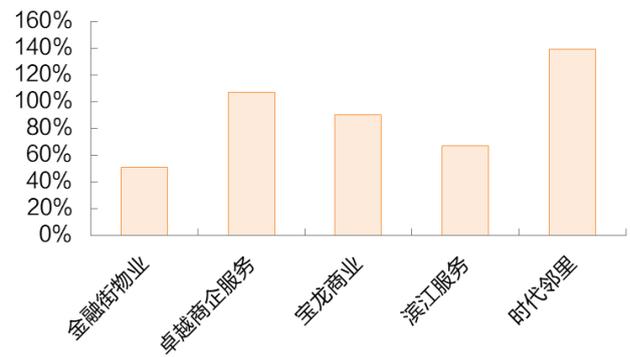
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21: 合约面积 (较 2017 年度增长率)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 22: 在管面积 (较 2017 年度增长率)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

以金融街物业在管面积各类渠道分类表现看, 截止 2019 年度

1) 金融街物业在管面积中约 66%来自金融街附属集团, 剩余约 34%来自独立第三方; 且来自金融街附属集团的比重自 2017 年来逐步下滑, 独立第三方比重逐年提升。

2) 金融街物业在管面积中约 40%来自商务物业, 剩余约 60%来自非商务物业; 其中商务物业的占比有所减少、而非商务物业的占比提升。细拆至各业态表现看, 办公楼在管面积整体稳定, 保持在 32%-33%的区间内, 综合体的在管面积比重有所下滑, 零售商业大楼及酒店也有近 2 个 pct 的收缩 (2019 年相对 2017 年); 住宅物业的比重保持相对稳定, 约为 44%-45%的占比; 而公共物业、医院、教育物业及其他的占比近两年逐步提升, 截止 2019 年度接近 15%的占比。

3) 金融街物业在管面积中约 48.5%的比重来自华北区域, 其中华北区域中北京的占比约为 83.8% (占总面积的 40.8%), 非北京区域占比约 16.2%; 剩余的约 51.5%的在管面积比重分布于西南、华东、华南、东北、华中五大区域, 其中西南、华东、华南各自占比分别为 17.6%、15.4%、16.8%; 华北区域占比为 1.4%; 华中仅 0.02%的占比。

4) 金融街物业在管面积中约 82.8%来自包干制, 剩余 17.2%的比重来自酬金制。从包干制与酬金制的历年比重变化趋势看, 这两者之间并无明显的上升或下降的显性趋势。

图 23: 金融街物业在管面积各类型划分表现 (面积, 百万平米)

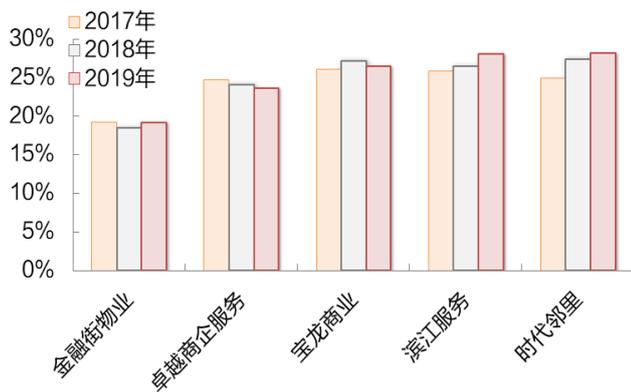


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3.2. 利润端：平稳中略有提升

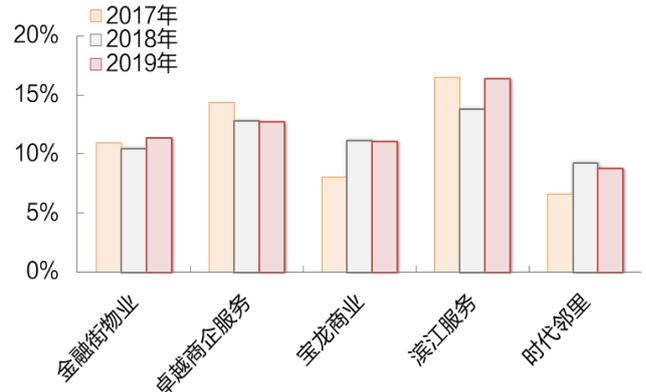
金融街物业毛利率的表现可在可比公司中属于较低的水平，但与卓越商企服务比较看，金融街物业毛利率保持相对稳定，好于卓越商企略有收缩的表现。另外虽然金融街物业整体毛利率的水平并未跑赢可比公司，但是金融街物业的整体净利率水平在可比公司中仍处于中上水平，且净利率整体呈现稳中略升的趋势。截止 2019 年度，金融街物业实现整体毛利率水平 19.2%，较上年末提升 0.7pct；可比公司中卓越商企服务、宝龙商业、滨江服务、时代邻里整体毛利率分别为 23.6%、26.4%、28.1%、28.2%，分别较上年末收缩 0.4pct、收缩 0.7pct、提升 1.6pct、提升 0.9pct；整体净利率的表现上，金融街物业、卓越商企服务、宝龙商业、滨江服务、时代邻里分别为 11.4%、12.7%、11.0%、16.4%、8.8%，分别较上年末提升 0.9pct、收缩 0.1pct、收缩 0.1pct、提升 2.6pct、收缩 0.4pct。

图 24：整体毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：整体净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

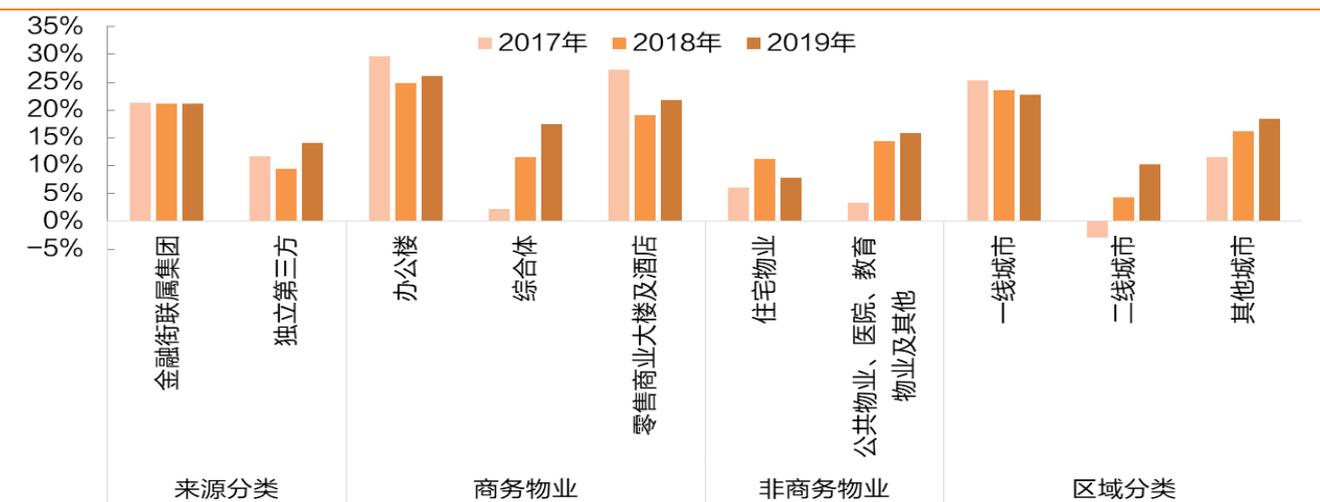
以金融街物业各类渠道的毛利率表现看，截止 2019 年度

1) 金融街物业以物业项目来源分类看，来自金融街联属集团的项目整体平均毛利率为 21.2%，且三年来基本保持在 21.2% 的水平，稳定性极高；来自独立第三方的项目整体平均毛利率为 14.1%，来自独立第三方的项目整体毛利率的波动性较大，主要在于前期新接管第三方物业项目存在占用率较少、折扣等现象，随着项目逐步进入稳态经营状态下，整体毛利率的回升较为明显，2019 年度第三方项目平均毛利率较 2018 年度提升约 4.7pct。

2) 金融街物业以物业业态划分看，商务物业中，办公楼、综合体、零售商业大楼及酒店的整体毛利率分别为 26.1%、17.5%、21.7%，较上年末分别提升 1.3pct、6.0pct、2.6pct；非商务物业中，住宅物业、公共物业等毛利率分别为 7.8%、15.9%，较上年末分别收缩 3.3pct、提升 1.5pct。不同业态的毛利率虽有所区别，但均有波动性，或于项目的增减、运营周期等相关。

3) 金融街物业以城市类型划分看，一线城市、二线城市、其他城市的毛利率分别为 22.7%、10.3%、18.5%，分别较上年末收缩 0.9pct、提升 5.9pct、提升 2.3pct；从毛利率的变化趋势看，一线城市整体毛利率维持高位，但略有下行，主要源于金融街联属集团项目毛利率有所收缩推动，一般为低毛利率业态增加所致；二线城市及其他城市整体项目平均毛利率呈现较为明显的上升趋势，且对于金融街物业而言，其他城市毛利率表现优于二线城市的表现。

图 26：金融街物业各类型划分毛利率表现



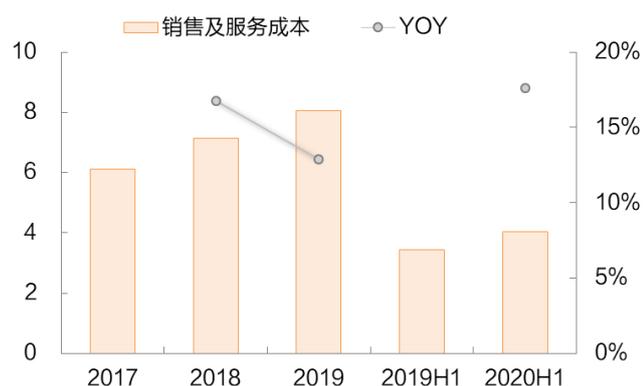
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.3. 成本端：成本稳管控

金融街物业成本端的表现我们主要从服务成本、员工成本、分包成本、行政开支的情况进行分析。其中截止 2020 年上半年，金融街物业销售及服务成本为 4.04 亿元，YOY+17.6%，从服务成本增速的表现看，基本与营收增速贴近。员工成本计入服务成本的比重居多，计入行政开支的比重较低，以员工成本的变化看，每年基本保持相对稳定的变化。

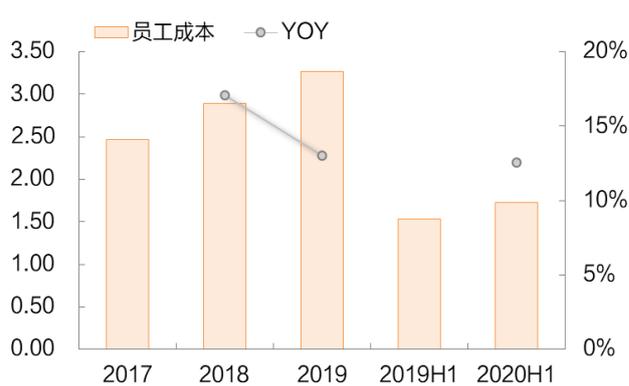
分包成本截止 2019 年度为 3.68 亿元，占营收比重约 36.9%，分包成本占营收比重的提升趋势较为明显，2017 年该比重为 33.0%。除却分包成本外，行政开支在公司的运营中占比较低，截止 2019 年度，行政开支为 0.54 亿元，占营业收入比重为 5.5%；从行政开支的历年变化看，整体上行政开支/营业收入的比重维持在 5%-5.5%的区间内，近三年每年略微提升 0.1pct。

图 27：服务成本（亿元）及增速



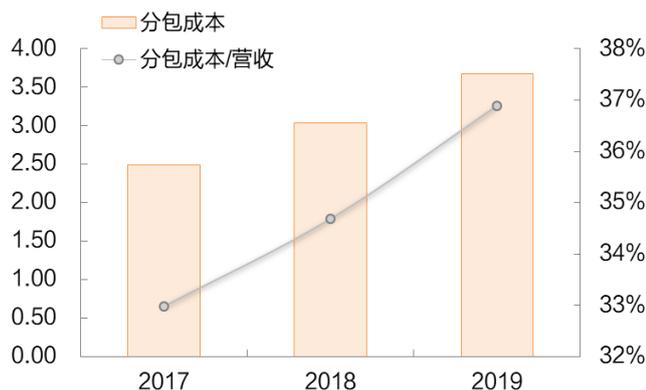
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 28：员工成本（亿元）及增速



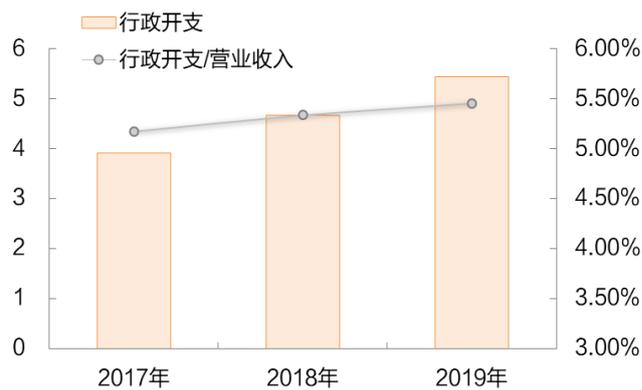
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 29：分包成本（亿元）及占营收比重



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 30：行政开支（千万元）及占营收比重



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

盈利预测

1) 我们认为公司每年的拓展基本维持稳定，合约面积新增拓展 2020-2022 年分别假设为 4、4.5、5 百万平米，且每年终止的项目面积约 0.05 百万平米；由此可得 2020-2022 年合约面积分别为 25.32 百万平米、29.77 百万平米、34.72 百万平米。

2) 2020-2022 年储备面积/在管面积的比重会维持近三年的稳定水平，约为 7%。

3) 我们对商务物业、非商务物业的在管面积比重做了预测，并且我们认为商务物业的在管面积比重将呈现每年缓慢提升的趋势。同时，我们假设了商务物业、非商务物业的物业费的变动情况，由此得到商务物业 2020-2022 年的在管收入分别为 7.81 亿元、9.46 亿元、11.36 亿元，非商务物业 2020-2022 年的在管收入分别为 4.39 亿元、5.20 亿元、6.12 亿元。

4) 我们对餐饮服务做了以下假设，我们假设怡己餐厅的开业店数维持不变，并且假设怡己餐厅在现有开店规模下，每年运营效率提升，给予餐饮服务 2020-2022 年营收预测为 0.21 亿元、0.29 亿元、0.39 亿元。

表 4：盈利预测表

	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
业务分拆							
收入	亿元	7.57	8.75	9.97	12.42	14.95	17.86
	YOY		15.7%	13.9%	24.5%	20.4%	19.5%
商务物业	亿元	5.32	5.91	6.47	7.81	9.46	11.36
	YOY		11.2%	9.4%	20.7%	21.1%	20.1%
非商务物业	亿元	2.12	2.69	3.32	4.39	5.20	6.12
	YOY		27.2%	23.4%	32.2%	18.5%	17.5%
餐饮服务	亿元	0.13	0.15	0.18	0.21	0.29	0.39
	YOY		11.1%	21.9%	20.0%	35.0%	35.0%
毛利	亿元	1.46	1.62	1.91	2.49	3.12	3.86
	YOY		11.0%	18.4%	30.0%	25.2%	23.8%
商务物业	亿元	1.35	1.33	1.59	1.99	2.46	3.01
	YOY		-1.0%	19.6%	24.9%	23.5%	22.4%
非商务物业	亿元	0.12	0.32	0.35	0.53	0.65	0.83
	YOY		175.9%	9.1%	51.7%	22.9%	26.9%
餐饮服务	亿元	(0.01)	(0.04)	(0.03)	(0.03)	0.01	0.02
	YOY		428.6%	-21.6%		-118.0%	237.5%

毛利率	19.2%	18.5%	19.2%	20.0%	20.8%	21.6%
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告、天风证券研究所

估值

1) PEG 计算：我们认为物管行业当前成长期阶段，PEG 的估值方式适应于当前优质物管公司的估值方法，以我们的估算模型看，2020-2022 年金融街物业的年复合增长率为 27%，我们以 25%的增速作为测算基础，以 PEG 看，合理估值为 25X。

2) DCF 测算：通过计算加权平均资本成本（为 4.67%的水平），并假设自 2023 年增长率 15%、2024 年增长率 10%、2025-2030 年增长率 5%、2030 年后每年增长率为 5%，在这个假设下，15 年内的经营期下，公司合理市值为 34.95 亿元；20 年内的经营期下合理市值为 44.24 亿元；对应港股的股价分别为 11.06 港元、14.00 港元，对应 2021 年的 PE 分别为 20X、25X。

3) 可比公司估值法：目前物业管理板块非住宅物业公司标的较少，在非住宅标的中再寻找核心商务物业管理标的，我们以卓越商企服务作为一个可比标的参考，当前卓越商企服务的管理业态、管理规模等均与金融街物业有较大的相似点。以 wind 一致预期看，2021 年卓越商企服务按照当前市值测算的 PE 为 20X；而当前金融街物业在我们测算模型下 2021 年 PE 仅为 12X。

在上述三种方式下，我们认为可以合理地给予金融街物业 2021 年 20X 的估值，对应 21 年的 EPS，目标价为 11.06 港元。

图 31：卓越商企服务 wind 一致预期

关键指标	2016A	2017A	2018A	2019A	2021E	2022E	趋势图
营业总收入(百万)	--	947.29	1,223.19	1,836.02	3,837.00	4,867.00	
增长率(%)	--	--	29.13	50.10	108.98	26.84	
归母净利润(百万)	--	109.08	125.77	178.51	511.00	721.00	
增长率(%)	--	--	15.31	41.93	186.26	41.10	
EPS(稀释)	--	--	--	--	0.42	0.59	
ROE(摊薄)(%)	--	66.35	44.51	45.71	17.90	20.80	
ROA(%)	--	18.48	17.87	17.05	10.50	12.60	
PE	--	--	--	--	20.03	14.20	

资料来源：wind、天风证券研究所

5. 投资建议

公司具备核心区域核心地段核心物业的资源价值优势，禀赋强、管控稳；且商写物业所具备的更快的科技赋能等优势也将助力于公司进一步提升人员效益，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 12.42 亿元、14.95 亿元、17.86 亿元，对应年度溢利为 1.47 亿元、1.89 亿元、2.38 亿元，对应 PE 为 16.0X、12.5X、9.9X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 11.06 港元。

风险提示：物业费缴纳不及预期、项目开拓不及预期、成本上行导致利润下滑

1) **物业费缴纳不及预期：**公司未能按期自客户收回物业管理费，因而可能产生应收款项减值亏损，影响公司整体业绩。

2) **项目开拓不及预期：**公司无法保证能够按计划或按合适进度或价格获得新物业管理服务合同，业务扩张进程可能受阻。同时，公司大量物业的物业管理服务合同终止或不获重续可能会对业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。

3) **成本上行导致利润下滑：**公司维持或提高当前盈利水平的能力取决于其能否控制运营成本，因此公司利润率及经营业绩可能会受到劳动力或其他运营成本增加的重大不利影响。

6. 财务模型表

本部分展示财务模型部分数据，仅供参考。

表 5: 利润表-部分 (百万元)

利润表

	2018Y	2019Y	2020E	2021E	2022E
收入	875	997	1242	1495	1786
销售成本	(714)	(806)	(993)	(1184)	(1401)
毛利	162	191	249	312	386
行政开支	(47)	(54)	(68)	(79)	(94)
融资成本	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
除税前溢利	125	152	197	252	317
所得税开支	(33)	(38)	(50)	(63)	(79)
年度溢利	92	113	147	189	238
以下应占溢利					
本公司拥有人	87	105	136	175	220
非控制权益	4	8	11	14	18

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 6: 资产负债表-部分 (百万元)

资产负债表

	2018Y	2019Y	2020E	2021E	2022E
资产					
非流动资产	81	107	112	113	115
物业、厂房及设备	14	19	19	20	20
无形资产	1	1	2	3	3
其他应收款项	-	3	3	3	3
流动资产	673	873	946	1,029	1,116
存货	113	116	129	137	151
贸易应收款、应收票据、其他应收款及预付款	5	11	12	14	15
受限现金	11	-	-	-	-
现金及现金等价物	110	16	20	20	20
资产总值	754	980	1,058	1,143	1,231
权益					
拥有人应占权益	229	393	411	436	467
实收资本	53	270	270	270	270
其他储备	53	22	27	35	44
保留盈利	123	100	114	131	153
非控股权益	5	7	7	8	8
权益总额	234	400	418	444	475
负债					
非流动负债	20	43	44	47	50

借款	14	36	36	38	41
流动负债	500	537	596	652	706
借款	396	434	474	518	557
贸易应付款项及应付票据以及其他应付款项	27	24	28	26	26
合约负债	12	12	12	13	14
负债总额	521	580	640	698	756
权益及负债总额	754	980	1,058	1,143	1,231

资料来源：公司公告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com