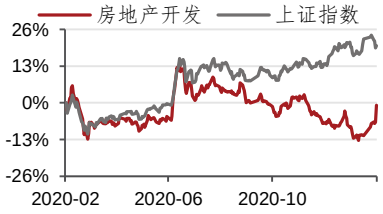
2021 年 02 月 26 日

物业管理

推荐（维持）

行业整合加速，新一轮并购潮开启

物业管理行业事件点评



相关报告

1、《政策向好，等风来：物业管理行业 2021 年投资策略》2021-01-17

2、《碧桂园服务：城市服务成新增长点，估值调整现投资机会》2020-11-30

3、《蓝光嘉宝服务：收并购驱动的西南物管龙头》2020-10-29

行业事件

- 2021 年 2 月 25 日，碧桂园服务（6098.HK）、蓝光发展（600466.SH）、蓝光嘉宝服务（2606.HK）先后发布公告称，碧桂园服务拟以人民币 48.47 亿元收购蓝光和骏（蓝光发展下属全资子公司）持有的蓝光嘉宝服务 64.62%的股份。若交易顺利完成，碧桂园服务将实现对蓝光嘉宝服务控股，而蓝光发展将不再控股蓝光嘉宝服务。

点评

- **收购对价对应蓝光嘉宝服务整体估值 75 亿元人民币，即 42.11 人民币/股，或 49.54 港元/股，较其 2021 年 2 月 22 日收盘价 38.95 港元/股，有 27.2%的溢价。**根据公司披露及克而瑞证券预测，蓝光嘉宝服务 2019/20/21 年归母净利润分别为 4.30 亿元/5.94 亿元/7.92 亿元，本次交易对价分别对应 2019/20/21 PE 为 17.5x/12.6x/9.5x。根据 2 月 22 日收盘价计算，公司 2019/20/21 PE 为 13.7x/9.9x/7.5x。此外，若本次交易顺利落地，可能将触发全面要约收购，要约价将不低于：（1）蓝光和骏最终收到的价格；（2）人民币 42.1105 元的等值港元。
- **碧桂园服务在管面积将突破 5 亿方，成渝地域实力大为增强，规模效应可期。**根据克而瑞证券的预测，截至 2020 年末，碧桂园服务和蓝光嘉宝服务的在管面积将分别达到 3.7 亿方和 1.3 亿方；本次交易落地后，碧桂园服务的控股在管面积将增厚 35%至 5 亿方，成为当前上市物管公司中规模最大的一家，后续有望更好发挥规模效应。此外，碧桂园服务此前在成渝方面的布局较少，此次并购将大大增强其在西南地区的规模。收入方面，就 2020 年数据来看，蓝光嘉宝或给碧桂园服务增厚 20%以上。根据我们原有预测，碧桂园服务 2020 年净利润率为 18.8%，蓝光嘉宝 2020 年净利润率为 20.5%；如将两家公司的净利润进行简单加总计算，碧桂园服务 2020 年净利润将小幅提升至 19.1%，净利润达到 32.5 亿元。
- **我们认为此次并购如果落地，对物业行业来说是行业进一步整合加速的标志性事件。**我们认为收购得以促成的原因主要有三点：第一，三道红线压力之下，蓝光嘉宝的控股股东蓝光发展遇到障碍，2020 年高管流失严重，资金压力或较大，此次出售物业资产或为尽快筹措资金。第二，对于碧桂园服务而言，在较高体量下持续维持高增长的压力较大，并购成熟的中大型物管公司是有效手段。第三，恒大物业等其他大型物管公司陆续上市融资，增长势头强劲，对碧桂园服务造成较大压力。大型物管公司跑马圈地的时间变得更为紧迫。我们认为此次事件过后，物管行业整合加速，新一轮并购潮开启。
- **风险提示：**行业增速不及预期；并购项目投后整合不顺。

物业及存量地产组：

分析师 徐婵娟，CFA
执业证号：BOI213
852-25105555
sarah.xu@cricsec.com

分析师 王祎馨
执业证号：BPR543
852-25105555
zoe.wang@cricsec.com

分析师 李蒙，CFA
执业证号：APQ664
852-25105555
meng.li@cricsec.com

地产组：

分析师 董浩
执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

- **对碧桂园服务整合能力提出较高要求。**蓝光嘉宝作为中型物管企业，其体量达到碧桂园服务的三分之一，对收购方碧桂园服务的整合能力提出了很高要求。蓝光嘉宝现有在管楼盘质量中等、第三方占比较高、平均物管费低于行业平均、收缴率亦相对较低等因素，是此前市场给蓝光嘉宝较低估值的原因所在，也是碧桂园服务投后整合的难点所在。此外，蓝光嘉宝 2020 年累计通过收并购获取管理面积超过 3000 万方，这些面积亦尚在整合过程中。因此，我们认为投后整合的效果与进展，需要持续观察。

- **本次交易提示新的收并购思路，上市物企将成为收并购标的。**在此次交易之前，业内的横向并购标的聚焦在尚未上市的物企，例如雅生活服务对于中民物业的并购、永升生活服务对于彰泰物业的并购、其他若干针对中小物企的并购等。此次交易开启了上市物企成为并购标的的先河，且并购标的管理规模过亿方直接达到中大型物企规模。我们认为，规模靠后的中小物企，以及母公司发展遇到障碍的物企，将逐渐成为并购标的。

图 1：上市物企及其关联房企经营数据与“三条红线”情况表

物企股票代码	物企名称	在管面积（万方）	对应地产股票代码	对应地产企业名称	2020年全口径销售额排名	2020年全口径销售面积（万方）	剔除预售款资产负债率	净负债率	现金短债比	触及红线个数
1778.HK	彩生活	36,370	1777.HK	花样年控股	72	335	74.62%	91.78%	1.51	1
3319.HK	雅生活服务	35,340	3383.HK	雅居乐集团	26	1,027	72.79%	84.67%	0.95	2
6098.HK	碧桂园服务	31,950	2007.HK	碧桂园	1	9,067	81.60%	65.22%	1.78	1
6049.HK	保利物业	31,684	600048.SH	保利地产	5	3,387	67.42%	72.07%	1.96	0
6666.HK	恒大物业	25,402	3333.HK	中国恒大	2	7,853	85.28%	219.53%	0.36	3
2869.HK	绿城服务	22,590	3900.HK	绿城中国	19	843	74.21%	72.02%	1.63	1
2669.HK	中海物业	17,332	0688.HK	中国海外发展	6	1,942	53.80%	31.63%	3.33	0
001914.SZ	招商积余	17,190	001979.SZ	招商蛇口	10	1,242	58.60%	40.06%	0.97	1
9666.HK	金科服务	12,053	000656.SZ	金科股份	16	2,230	74.11%	124.62%	1.01	2
1209.HK	华润万象生活	10,659	1109.HK	华润置地	9	1,500	59.73%	45.93%	1.47	0
1516.HK	融创服务	10,540	1918.HK	融创中国	4	4,144	82.22%	175.61%	0.61	3
2606.HK	蓝光嘉宝服务	8,988	600466.SH	蓝光发展	38	1,174	72.46%	105.63%	0.79	3
0873.HK	世茂服务	8,572	0813.HK	世茂集团	8	1,713	70.81%	59.88%	1.57	1
1995.HK	永升生活服务	7,720	0884.HK	旭辉控股集团	14	1,524	74.24%	63.32%	2.35	1
1755.HK	新城悦服务	7,122	601155.SH	新城控股	12	2,353	77.49%	21.86%	2.22	1
9983.HK	建业新生活	7,013	0832.HK	建业地产	57	933	86.32%	82.26%	1.32	1
2146.HK	荣万家	5,241	002146.SZ	荣盛发展	28	1,281	75.01%	101.03%	0.97	3
2168.HK	佳兆业美好	4,877	1638.HK	佳兆业集团	25	1,132	74.61%	143.93%	1.02	2
9928.HK	时代邻里	4,835	1233.HK	时代中国控股	43	673	77.63%	84.47%	1.23	1
6677.HK	远洋服务控股	4,230	3377.HK	远洋集团	36	617	70.61%	67.77%	1.90	1
1922.HK	银城生活服务	3,372	1902.HK	银城国际控股	113	115	81.48%	100.90%	1.28	2
6958.HK	正荣服务	2,777	6158.HK	正荣地产	22	960	77.22%	90.18%	1.76	1
1153.HK	佳源服务	2,611	2768.HK	佳源国际控股	87	279	71.64%	86.71%	0.99	2
2156.HK	建发物业	2,165	1908.HK	建发国际集团	31	681	79.24%	70.60%	5.60	1
3913.HK	合景悠活	2,161	1813.HK	合景泰富集团	39	610	79.16%	72.03%	1.45	1
1502.HK	金融街物业	2,160	000402.SZ	金融街	81	161	74.40%	202.31%	0.55	3
1971.HK	弘阳服务	1,870	1996.HK	弘阳地产	49	604	74.19%	68.71%	1.54	1
9909.HK	宝龙商业	1,860	1238.HK	宝龙地产	55	527	73.24%	89.77%	0.99	2
3316.HK	滨江服务	1,680	002244.SZ	滨江集团	27	386	72.30%	83.77%	2.62	1
3662.HK	奥园健康	1,605	3883.HK	中国奥园	29	1,288	80.85%	118.83%	1.12	2
9608.HK	宋都服务	636	600077.SH	宋都股份	126	101	77.14%	25.98%	3.55	1

数据来源：公司公告，克而瑞，克而瑞证券研究院

- **中小物企上市逻辑遭遇挑战，上市步伐或放缓。**本次交易对应蓝光嘉宝服务 9.5x 的 2021 年 PE，尚未达到一级市场 10-15x PE 的价格。与此同时，已上市物企中，不乏 PE 低于 10x 的公司。这些都将对中小物企上市逻辑提出挑战，我们认为未来将有更多中小物企重新评估上市必要性，或寻求更多的战略合作或一级市场交易。

- **投资建议：**看好蓝光嘉宝服务短期内股价表现。建议长期重点关注在管面积过 2 亿方的龙头物企，如碧桂园服务、恒大物业、雅生活服务、保利物业、绿城服务，以及尚未上市的万科物业和龙湖物业。

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。