

“物业+资本”擦出火花 9港股公司股价创历史新高

证券时报记者 钟恬

物业上市公司业绩高速增长的趋势仍在持续:佳兆业美好、奥园健康、永升生活服务、新城悦服务4家中期归母净利润翻倍。碧桂园服务的同比增幅也超过70%，股价也在8月30日创下历史新高。事实上，7月以来，在市场景气度并不高的背景下，已经有9家物业公司的股价接力刷新历史新高。

物业行业过去被视为远离精英的行业，是“苦、累、脏”的代名词，曾经只是附属房地产开发的一个业务板块。不过，近年来大型地产开发商旗下物业公司倾向于逐步独立运营并拆分上市，使这一行业的资本化风起云涌，而一众物业公司上市之后获得比母公司更高的估值，“物业+资本”擦出了耀眼的火花。

4家公司上半年归母净利润翻倍

日前佳兆业美好发布2019年中期业绩，公司于期内实现营收为5.58亿元人民币(单位、下同)，同比增长35.4%；归属于母公司股东净利润为9066.3万元，同比激增2.89倍；每股基本盈利为0.6476元。除佳兆业美好外，奥园健康、新城悦服务、永升生活服务的上半年归属于母公司股东净利润的增幅也均超过1倍，分别为1.52倍、1.15倍和1.20倍。

8月23日，行业龙头公司碧桂园服务发布2019年中期业绩，报告期内实现收入35.16亿元，同比增长74.4%，归属于母公司股东净利润8.17亿元，同比大幅增长73.4%，若剔除2018年所得税回拨影响，则同比大幅增长97.9%，再度超过其业绩预告。

此外，同在港股上市的雅生活服务、滨江服务上半年归属于母公司股东净利润分别同比增长62.88%、37.34%。而在A股上市的南都物业中报净利润为5603.97万元，同比增长32.15%。

在强劲业绩表现的刺激下，物业上市公司的股价也水涨船高。其中，碧桂园服务在公布中报业绩之后股价持续上涨，8月30日一度上攀至23.1港元，创出历史新高。事实上，7月以来，物业上市公司开接力赛似的，一家接一家地上攀高点，除了碧桂园服务外，新城悦服务、佳兆业美好、奥园健康、永升生活服务、雅生活服务、滨江服务和和泓服务及中海物业，均有过股价创历史新高的纪录。而7月以来，资本市场的景气度并不高，恒生指数跌了9.87%，上证综指也跌了3.11%。

从全年表现来看，多家龙头物业公司今年股价也堪称“惊艳”。永升生活服务今年以来涨幅翻倍，达到1.21倍。佳兆业美好、碧桂园服务、中海物业今年以来涨幅也分别达到91.50%、84.89%和74.29%。

警惕金融过度扩张导致的基本面坍塌

陈嘉禾

如果说传统行业是建立在物质世界上，生产者把材料加工以后，制造成商品卖给消费者，那么金融行业就是建立在人们设定的规则和在这些规则之下的博弈之上。从这个角度来看，金融行业天生和传统行业是有着巨大区别的。而其中一个具体的区别，来自于金融行业的组成逻辑，会随着行业参与者的行为改变而发生变化，但传统行业则往往不会。

传统行业常常是建立在一些基础的事实之上的。一个农场主再怎么想办法，一头奶牛还是得吃那么多草；一个商家在夏天开店，顾客一定喜欢到有空调的店铺里逛。奶牛要吃一定量的草、顾客喜欢凉快，这些事实不会随着行业参与者的改变而改变。行业参与者所能做的，是在这些事实的基础上进行商业活动。但是，金融行业则不同：从业者本身的行为，会改变一个商业计划的底层基础。

体量变化改变初衷

这里，就让我们看几个例子来更好地理解这种金融行业的特性。在过去一二十年中，数字化证券投资开始取代传统投资模式，成为资

有分析人士认为，物业公司借助上市融资，实现了现金持有量的大幅增加，为后续公司的战略性扩张以及业绩的高速增长奠定了坚实的基础。

事实上，上市物业公司确实借助资本市场实现了业绩的快速增长。国信证券(香港)的统计显示，彩生活、中海物业、绿城服务分别于2014年、2015年、2016年在港股上市，从上市年到2018年末，三家公司营业收入分别增长826.7%、63.4%、80.0%，净利润分别增长232.2%、243.6%、68.7%。

估值远超母公司

在东吴证券分析师谭可看来，2017年以来，物业行业进入高速发展期，多元化运营带来行业整体盈利水平提升，以龙头分拆上市为标志的资本化运作助力行业集中度加速上升。

2018年物业公司的资本化进入集中爆发期，当年有6家上市，相当于2014年至2017年上市家数之和，期间，雅生活服务、碧桂园服务、新城悦、佳兆业物业和永升生活服务相继登陆港股市场，南都物业也在2018年成为首家成功登陆A股市场的物业公司。国信证券分析师张子恒表示，由于境内监管层对“炒房”同时还带有关联性的物业公司保持谨慎态度，较多企业采取港股上市的资本路线。

这使港股市场的物业管理板块持续扩容，2019年滨江生活、奥园健康和和泓服务也相继赴港上市。值得一提的是，目前中航善达公告，拟以7.60元/股发行股份购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业100%股权，交易作价约29.9亿元。本次交易将实现物业管理行业横向整合，明确中航善达未来发展的战略定位，即打开物业管理战略业务的未来发展空间，打造央企物业管理旗舰企业。

此外，目前新三板市场上以物业管理为主的房地产服务板块共有70家公司，有条件的也在策划转板，其中开元物业首次公开发行股票并在创业板上市申请已获证监会受理。已从新三板退市的蓝光嘉宝、炜星集团、保利物业也正在冲刺港股IPO。

越来越多的企业登陆资本市场是一个行业成熟的标志。”易居中国执行总裁丁祖昱认为，物业管理行业逐步成熟的过程，可以从资本市场的火热中窥见一斑。

目前来看，资本市场对这些物业公司也青睐有加。目前港股市场上有3家市值超过100亿港元的物业公司，分别为碧桂园服务、绿城服务和中海物业，市值分别为609.81亿港元、202.78亿港元和130.49亿港元。市值超过50亿的则有彩生活、永升生活服务和雅生活服务。彩生活的市值曾超

本市场的宠儿。在成熟经济体中，数字化投资已经占据了市场的很大一部分，而内地资本市场中，指数基金的数量也在不断增长。很多分析者甚至认为，数字化投资将来会取代主动投资，成为市场的绝对主流。

对于这个问题，霍华德·马克斯先生在2018年的一篇投资备忘录《私人化投资》中，就一针见血地指出，数字化投资完全取代主动投资是不可能的。因为数字化投资所依赖的根本是市场的有效性，市场的有效性来自于数量足够、定价权足够的主动投资者。数字化投资如果真的取代了主动投资者，那么市场就不会再存在有效性。也就是说，数字化投资如果真的要覆盖整个市场或者大部分市场，这种增长本身，就会摧毁让数字化投资变得有效的根基。

内地市场中大量存在的股权质押，也存在“向过多的业务扩张会损害业务根本”的可能性。简单地说，股权质押就是上市公司的大股东把手上的上市公司股权，按相对当前交易价格上一定折扣的价格，质押给资金提供方。如果上市公司大股东最后还不上钱，那么资金提供方就可以把股票卖掉，收回资金。由于质押的价格往往较当时交易价格有比较大的折扣，一般是交易价格的30%到40%左右，

港股上市的内地物业公司市值一览

证券代码	证券名称	中报归母净利润(万元)	中报归母净利润同比增长率(%)	总市值(亿港元)	市盈率(倍)	首发上市日期
6098.HK	碧桂园服务	81689.10	73.41	609.81	42.86	2018-06-19
2869.HK	绿城服务	23437.40	2.21	202.78	37.17	2016-07-12
2669.HK	中海物业	24847.30	12.52	130.49	30.37	2015-10-23
3319.HK	雅生活服务	54131.40	62.88	67.08	18.19	2018-02-09
1995.HK	永升生活服务	9050.00	119.78	60.23	35.71	2018-12-17
1778.HK	彩生活	21588.20	23.15	59.47	10.07	2014-06-30
1755.HK	新城悦服务	11724.50	115.12	49.20	20.49	2018-11-06
3662.HK	奥园健康	8994.10	151.82	34.06	22.86	2019-03-18
2168.HK	佳兆业美好	9066.30	289.11	19.60	14.30	2018-12-06
3316.HK	滨江服务	4868.40	37.34	19.40	20.79	2019-03-15
1417.HK	浦江中国	--	--	9.72	33.60	2017-12-11
6093.HK	和泓服务	--	--	6.52	33.91	2019-07-12
1538.HK	中奥到家	--	--	5.31	4.86	2015-11-25

过其母公司花样年控股。目前绿城服务的市值也仍高于母公司绿城中国，绿城中国的市值为144亿港元。

其他物业公司的市值虽然未能超越母公司，但资本市场给予的估值水平，也普遍远远高于其母公司。从动态市盈率来看，港股上市的物业公司估值偏高，多数集中在20倍至40倍之间，而对应的母公司估值多数在10倍以下。

分析认为，资本市场给物业公司比母公司更高的估值，主要是因为物业公司足够稳健，安全性和可持续性都比开发商高。海通证券分析师涂力磊表示，整体来看，物业服务行业属于轻资产管理行业，固定资产占总资产比例较低；行业处于增长期，龙头企业集中度提升明显；与房地产开发不同，行业是存量服务逻辑，周期性较弱，经营性现金流较为稳健，利润率波动较小。

增值服务是新的增长点

目前，物业管理服务依旧是营业收入的主要来源，而增值服务的占比仍较低。物业公司纷纷致力于发掘高毛利率的增值服务市场，增值服务业务占营业收入比例不断提升，成为各公司增长速度最快的业务板块。

张子恒认为，随着物业公司对母公司依赖度呈现下降趋势，盈利能力及市场化程度显著改善；部分领先企业例如绿城服务、雅生活服务、嘉宝股份等，凭借优质的基础服务、成本把控能力已获得第三方市场的认可，并开展增值服务

提升综合毛利率。

7月12日，佳兆业物业发布公告，该公司中文名称已由“佳兆业物业集团有限公司”更改为“佳兆业美好集团有限公司”，中文简称将由“佳兆业物业”更改为“佳兆业美好”，自7月18日起生效。

佳兆业美好主席兼执行董事廖传强在中期业绩发布会表示，公司名称从“物业”到“美好”的变化，代表公司将继续以“服务美丽中国”为愿景，更加重视城市配套服务升级带来的市场机会，重视信息化、智能化带来的能效提升，重视小区运营带来的美好体验及服务机会，加强建设多元化服务能力。未来佳兆业美好将努力提升在中高端物业领域的核心竞争力，以持续提升公司的规模及盈利水平。

绿城服务则率先进行智慧社区升级，布局健康、生活、教育三大增值服务。其收入包括三大板块：物业服务、咨询服务、园区服务。其中咨询服务包括物业管理咨询；园区服务包括食品生鲜零售、保养家政、空间广告、租售中心，比较超前的服务是布局高端早教，在2019年以2.43亿元收购了一家澳洲早教公司。

涂力磊认为，随着物业服务公司社区O2O平台的日趋完善，注册用户数和活跃用户数量的逐渐增加，横向服务范围扩大，纵向服务深化，长远来看增值服务收入利润占比有可能超过基础物业服务收入，进而使得物业公司在估值上向互联网企业靠拢。

单买入市场上所有股票的指数基金，就能预料到它们最后带来的问题，那么这种预见的能力，简直是匪夷所思的。

而从本质上来说，这些业务也没有和其它业务之间有绝对的区别。或者说，许多金融行业的业务，都有产生“业务扩张太大导致业务本身的基础被动摇”的基因。举例来说，当全市场都是主动投资机构的时候，它们的业绩加起来就等于市场的回报本身，并不会为投资者带来整体上的超额收益。而如果所有的投资者都使用量化程序进行交易，那么量化交易的优势也就荡然无存。所以，以上所举的几个例子，其业务本质在金融行业之中是比较常见的。问题的核心在于，它们膨胀得过于巨大了。

既然这种问题的核心是过于巨大的业务体量，而不是这种业务和其它业务有什么区别，就像癌细胞依靠自己巨大的体量压垮身体、而不是依靠自身和其它细胞完全不同来造成伤害那样，那么希望通过某些固定的判断标准就能筛选出风险，无疑是不现实的。投资者需要做的是经常检查金融行业的平衡性，对各项业务定期体检，及早发现体量膨胀过大导致的风险，这样就能在事情变得糟糕以前就有所准备。

这正如古希腊诗人阿尔凯奥斯所说的：只有勇士，才是城市最坚强的防御。(作者系信达证券首席策略分析师)



钟恬/制表 周靖宇/制图



中国股市的韧性来自何处?

桂浩明

有关中国经济的韧性，现在人们的谈论比较多，并且取得了很充分的共识。

最近有人发现，中国股市也是很有韧性的。就在8月份，连续出现过两次由于美国在中美贸易问题上对中国极限施压，导致美国股市，以及海外其它主要股市的大幅度下跌。如果这种状况发生在过去，那么通常中国股市也会跟着跌。但这次的实际情况却是，虽然中国股市也确实受到了一定的冲击，股指明显低开，但随后却能够在较短的时间内企稳，一两天后还有所上涨。如果这种状况只发生了一次，那也许可以解释为是偶然的，因为某些特殊因素所致。但是在一个不长的时间内反复出现，这就很值得关注。时下人们把这称之为是中国股市有韧性的表现，应该说是很有道理的。

分析一下，中国股市的韧性，主要是与这样几方面的因素有关：首先是经过四年多的调整，现在股市总体来说价格还是比低的，上证50指数的市盈率已经明显低于美国道琼斯工业指数，在估值以及股息率等方面已经表现出较大的优势。特别是去年年底以来，在去杠杆、挤泡沫的过程中，相当数量的股票价格大跌，在很大程度上释放了风险。在股票价格已经处于一个较低的位置时，只要企业生产活动基本正常，那么在不发生系统性风险的背景下，通常就不会再无序地下跌了。一些银行股在净资产率回落到0.85倍左右时，大盘行情再如何调整，虽然对它们也有一定的短线冲击，但只要假以时日，这种影响基本就会消退。因此，从某种角度来说，其影响是可以被忽略的。这种基于真实价值所带来的底部支撑，可以视为是股市韧性的表现。

其次，中国股市的韧性还表现在投资者结构的不断改善以及市场交易结构的变化中，虽然现在增量资金入市

分有限，但投资者结构还是在悄然出现改变。人们注意到，被动投资的交易所基金(ETF)规模在大幅度增加，这里有来自外部增量资金的购买，也有来自上市公司大股东所进行的股票换购，其实际影响就是导致那些纳入重要指数的权重股，其股票的稳定性不断提高，这也就在相当程度上稳住了市场。另外，换个角度来看，现在非热门股票的换手率已经明显下降，其流动性并不是很好，这固然使得其上涨变得较为困难，但下跌也是有相应的阻力，这也就是说，在低位的支撑还是比较明显的，这就不容易再出现下跌。

第三，实际上也是最重要的是，中国经济的韧性，客观上也是韧性韧性的最大内在因素。尽管说由于各方面的原因，中国经济面临一定的困难，下行的压力还比较大，但是，当下的中国经济对外依存度已经明显下降，国内消费成为经济增长的最主要动力，而且中国经济体系完整，门类齐全，基础设施优良，加上在信息产业等高科技领域中，也有自身的相对优势，而这些无不提升了经济的抗压能力，保证了经济能够平稳运行，并且维持了相比主要经济体快得多的增长。而中国经济的这种韧性，自然也会在股市中得到某种体现，这就是尽管要大幅度上涨很难，但在当前的位置能够基本稳住，在遭遇较大压力时，虽然也会有一定的调整，但随即就能够得到修复。这种状况在8月份已经被证明了两次，相信在以后也还是会有某种继续得到证明的可能。

股市中有句话：该跌不跌，理应看涨。几次外部因素的冲击，考验了中国股市的韧性，也提高了中国投资者的信心。当然，从拒绝下跌到持续上涨，这是需要有一个过程的。从股市的现状来看，因为不确定性的存在，现在只能走有限度的恢复性行情，要展开真正意义上的大涨，还需要时日。所以，人们在高度关注股市韧性的同时，对于其未来的发展，也应该有足够的耐心。

(作者单位:申银万国证券研究所)