



港交所新规，小型物管恐将拒之门外

房玲、易天宇

2021-05

克而瑞研究中心

港交所新规，小型物管恐将拒之门外

研究员 房玲、易天宇

2021年5月21日，联交所刊发咨询总结称，计划于2022年1月1日起，将上市申请人主板盈利规定调高60%，并修订盈利分布规定。此次新规出台，意味着规模不够大、盈利不够稳定的小型物管将被直接拦在资本大门之外。在物业板块分拆成潮的当下，未来小型物管还能否继续登上资本快车？新规的发布对于未来的物管行业又将有哪些新的改变？

一、盈利调高叠加借壳新规，小型物管恐将拒之门外

2021年5月21日，香港交易所公布了有关主板上市盈利规定的咨询总结，**决定从2022年1月1日起将主板的盈利规定调高60%**，并修订盈利分布规定。具体来看，新规包括主板上市申请人在三个会计年度的股东应占盈利必须符合：1、最近一个财务年度不低于3500万港币；2、前两个财务年度不低于4500万港币（**即三年累计盈利不低于8000万港币**）。而在调整前，主板的盈利要求是三年累计盈利不低于5000万港币，最近一年不低于2000万港币，前两个年度不低于3000万港币。

据港交所解释，调高主板盈利要求主要由于盈利规定从1994年推出之后就没有应经济和市场发展做过修订，而上市的最低市值要求从1989年推出至今调高了五倍（近一次为2018年，最低市值要求5亿港元）。这也造成许多仅仅符合盈利规定的最低要求的上市申请人，却以25倍的历史市盈率（5亿港元/2千万港元）上市。**此次新规出台，主要影响的是这一类市盈率较高，但盈利较低的小型企业。**

表：新规前后，港交所主板上市财务要求情况

测试类型	新规前	新规后
盈利测试	1、上市时市值不低于5亿港元； 2、三年累计盈利不低于5000万港币，其中最近一个财务年度不低于2000万港币，前两个财务年度不低于3000万港币。	1、上市时市值不低于5亿港元； 2、三年累计盈利不低于8000万港币，其中最近一个财务年度不低于3500万港币，前两个财务年度不低于4500万港币。
市值/收入测试	1、上市时市值不低于40亿港元； 2、经审计的最近一个会计年度的收益不低于5亿港元。	
市值/收入/现金流测试	1、上市时市值不低于20亿港元； 2、经审计的最近一个会计年度的收益不低于5亿港元；	

	3、前三个会计年度的现金流入不低于 1 亿港元。
--	--------------------------

数据来源：港交所

事实上，此次并非港交所第一次出台新规。2019 年 7 月，港交所修订《上市规则》关于借壳上市等规定，并于 2019 年 10 月 1 日正式生效。借壳新规修订主要涵盖对壳股公司的认定以及对上市公司控制权的关注；其中将发行人控制权变更后的限制交易时间从 24 个月延长至 36 个月；控制权变动的判定标准明确为发行人控股股东，或者对发行人有实际控制权的单一最大主要股东是否有任何变动等等。

借壳新规的出台，将借壳上市的判定标准大幅收紧。对于内地企业而言，赴港借壳上市整体借壳时间拉长，借壳交易不确定性增加，只能更多通过 IPO，接受上市审核。而叠加近期的主板上市盈利提升，意味着主板 IPO 门槛也在同时变高，而规模不够大、盈利不够稳定的小型企业将直接被拦在资本大门之外。

表：2019 年港交所借壳新规主要修订内容

借壳新规内容	借壳新规详情	针对环节
限制交易“24 转 36”	1、发行人控制权变更之后超过 24 个月注入资产通常不会被判定成借壳，而本次修改将注入一定规模资产“24 个月”期限延长为“36 个月”。 2、同时，出售一定规模旧资产的限制也延长至 36 个月，发行人不得在控制权变动之时或其后 36 个月内对原业务及资产进行处置。	壳资源资本运作空间及壳交易
控制权变动的认定收紧	将控制权变动的判定标准明确为：1、发行人控股股东是否有任何变动。2、或者对发行人有实际控制权的单一最大主要股东是否有任何转变。	壳收购环节
禁止大规模发行证券借壳上市	如上市发行人拟大规模发行新证券（包括任何股份、权证、期权或可换股证券）换取现金以收购或开展新业务，而该证券发行按本交易所的意见是规避新上市规定及达致该新业务上市的方法，本交易所可拒绝批准该等将发行股份上市。	募资收购股资产和募资开展新业务
严厉打击养壳	业务不足或资产不足或会计师出现保留意见，任何一种情况都可能导致联交所认为没有足够的业务运作，如果在 12 个月内没有改善，联交所就会在 12 个月后发出停牌通知书，勒令停牌并在 18 个月内纠正业务不足。若是 18 月后仍未成功，则将会被永久摘牌。	港股退市的后续执行

数据来源：港交所

二、下半年物业股或集中闯关，未来应关注经营与盈利空间

➤ 20家排队物管中5家受影响，下半年或迎递表潮

对于地产行业而言，目前大多数的房企都已完成了赴港上市，此外由于自身重资产属性，本身规模较大，而此次修改的仅是最低上市盈利门槛，影响相对不大。**新规出台更受影响的，主要是各类轻资产业务的分拆上市。**自2018年起，物业管理分拆上市就形成浪潮。据统计2018年共有5家物管成功赴港上市、2019年有9家、2020年则达到了17家。进入2021年，先后有宋都服务、新希望服务等4家于上半年成功上市。

而此次的新规出台，对于正在排队的或正酝酿上市的小型物管，增加了较多压力。目前共有**20家物业管理企业在港交所排队上市**。根据新规，最近一个财务年度的归母净利润不低于3500万港币，20家物企中明宇商服、领悦服务、朗诗绿色生活未能达到要求。此外根据前两个财务年度归母净利润不低于4500万港币的要求，则有祥生活服务、融信服务等未能达标。

以此来看，**新规出台将直接影响到20家排队物管中的5家**。处于排队状态的企业如果年底前不能通过聆讯，在2022年1月1日后重新递表，就要受到新规的制约。在距离年底还有半年多的时间内，预计下半年会有更多中小物管集中闯关，赶在年底前递表。

表：排队上市物企历年归母净利润情况（亿港元）

证券简称	2017年	2018年	2019年	2020年
祥生活服务	/	0.12	0.30	0.46
融信服务	0.06	0.36	0.70	/
领悦服务	/	0.12	0.32	/
朗诗绿色生活	/	0.25	0.34	/
明宇商服	/	0.17	0.16	0.30

数据来源：企业招股书、CRIC整理

➤ 资本重新审视下，物业股回归经营关注盈利

此次新规的出台，预测会进一步助推物管行业的兼并收购，物业管理企业的分化趋势显现。对于大多数还未来得及上市的小型物管而言，若想上市就必须尽力达标盈利水平，而达标盈利水平的最快方式，无疑是加大兼并收购，扩大营收规模。而对于已经上市的物管而言，门槛提升从侧面也提升了其上市优势，继续通过资本加持进行收并购。

近期物管间的收并购，就包括有碧桂园服务并购蓝光嘉宝、龙湖并购亿达服务等等，而预计未来收并购的热度将只增不减。除了兼并收购扩大营收规模，要提升盈利水平，物管企业还能从第三方外拓、增加非住宅物业管理、挖掘社区增值服务等方面着手，不断挖掘企业盈利空间。

表：近期主要物管企业收并购情况

时间	详情
2021/4/6	卓越商企收购北京世纪财富中心物管公司，代价 2.25 亿元。
2021/4/16	时代邻里对成都合达联行科技有限公司展开第二次收购，以 1.94 亿元收购后者 31% 股份。
2021/4/28	和泓服务 1836 万元收购一家辽宁物管公司 51% 股权。
2021/5/7	融创服务收购彰泰服务 80% 股权代价下调为 7.3 亿元。
2021/6/1	龙湖集团旗下龙湖嘉悦以 12.37 亿收购亿达中国。
2021/6/17	碧桂园服务要约收购蓝光嘉宝 87.4% 股权获有效接纳，后者预期将于 8 月除牌。

数据来源：CRIC 整理

此外港交所的新规出台，也能看出其背后的政策引导走向，即更加关注盈利，而非高估值的概念炒作。事实上，当前资本市场对于曾经火热的物业股的态度也发生了某种转变。尤其是随着近期物业股的大量上市，同时使得这一概念股的稀缺性消失，不少物业股开盘就迎来了破发。在市场逐渐回归冷静，物业股重新受到审视的当下，迫使物管企业们更加关注未来的经营及盈利空间。

表：近期物管股开盘破发情况（亿港元、港元/股）

证券简称	首发上市日期	首发市盈率 (摊薄)	首发价格	上市首日开盘价	总市值（上市首日）	总市值 (2021/6/15)
兴业物联	2020-03-09	20.38	1.99	1.81	8.12	4.40
焯星集团	2020-03-13	14.80	1.56	1.47	6.88	2.68
第一服务控股	2020-10-22	27.81	2.40	2.00	17.60	10.90
合景悠活	2020-10-30	77.14	7.89	6.48	122.68	158.40
世茂服务	2020-10-30	90.99	16.60	15.80	390.59	502.34
远洋服务	2020-12-17	30.20	5.88	5.86	69.26	71.28
荣万家	2021-01-15	40.04	13.46	12.80	46.47	39.33
宋都服务	2021-01-18	20.39	0.25	0.23	5.12	3.46

数据来源：WIND、CRIC 整理

整体来看，港交所盈利调高新政有助于提高主板上市企业的素质，但是同时也会导致部分小型物管企业难以在主板上市。行业分化将进一步加剧，资本市场的资金更

聚集头部优质物管企业，而规模较小的物管企业或有边缘化风险。从长远来看，对于已经登陆资本平台的物管企业也并非能够松懈，在资本市场回归冷静的当下，增强盈利能力和运营效率，做强服务，才是企业企稳发展的重中之重。