

Lilei Tu
lilei.tu@htisec.com

Bonnie Zhou
bonnie.b.zhou@htisec.com

“向回看”系列研究 11：穿越周期，七十年 稳健前行——NIHON HOUSING，日本经济 寒冬中十倍回报物业龙头

投资要点：

- **写作目的。**日本多年前已进入房地产发展中后期阶段。市场长期面临居民老龄化、房屋老龄化、经济增长缓慢和新楼盘供给水平持续下降等诸多问题。从日本的学习研究中我们发现，日本物业管理作为以存量业务为核心的行业，具备穿越周期的抗风险能力与稳健增长能力。NIHON HOUSING 更是业绩斐然，在资本市场上创造十倍股传奇，成为日本物管行业佼佼者。本文立足宏观，探究在日本地产开发后时代，物业企业如何实现长期跑赢市场表现。
- **时代背景：后开发时代。**日本 90 年代至今，房地产市场面临基本面增速减缓和人口老龄化双重压力。尽管如此，物业管理市场整体规模和单价费用却呈现稳健增长态势。在存量房产时代，叠加政策助力，日本物业管理行业迎来新业务机遇。
- **战略层聚焦：止开发，立服务！坚定专注轻资产业务。**公司曾立足于区域型精品开发商，并积累超过 30 年行业经验。在外部环境恶化、市场竞争加剧和品牌、成本、规模等多重劣势下，公司于 2006 财年开始逐步缩减房地产业务，2008 财年做出彻底退出房地产开发业务决定。报表层面，公司采取削减库存和降低有息债务措施来优化财务状况，以轻盈组织架构迎接全新业务体系。
- **战术层深耕：四大业务板块构建核心优势。**公司专注社区住宅管理、修缮工程、建筑物管理、房地产管理四项主营业务。公司发展紧扣时代主题，面对近二十年日本新房增长有限，规模拓展以存量和并购为核心，不断提高市场占比；与此同时，企业积极布局海外新兴市场。海外板块成为业务增速重要补充。最后，公司不断提升专业水平以提高服务质量，通过业务间能力互通提高资源效率，以扩充管理底盘为基础实现正循环增长。
- **风控层慎行：财务纪律严格，流程管理明确。**公司以营业收入、经常利润、经常利润率、自有资本比率等指标为核心，对下一财年各项业务及总体综合表现做出合理计划安排。为实现利润率目标，公司通过提供优质服务赢得提价能力，并通过应用科技来降低成本和费用。即使后期行业竞争环境不断激烈，公司依然保持稳定盈利。同时，公司设置有清晰的应收账款管理流程，坏账发生较为少见。企业不断稳固资金垫并防止业绩受到不利影响。
- **对我国物管公司长期发展的启示。**1) 正确定位外部环境和自我价值，适时做出战略改变调整。目前中国地产行业也在逐步进入存量时代，同时面临人口老龄化挑战，物管公司应尽快降低自身重资产业务比重，聚焦存量资源争夺，同时密切关注海外机遇，拓展新业务机会，以获得更长期发展空间。2) 专业服务为本，科技投入为辅。物管行业根基是服务人员。优质贴心的现场服务是提高客户满意度的重要手段。科技应用是抵消人力成本提升，同时保障服务高效且贴心的核心。物管公司对科技场景应用的探索应保持积极且稳定的投入。
- **风险提示。**1) 我国与日本的政治环境、居民习惯不同，修缮工程业务未必能有类似的发展趋势；2) 当前外部局势变化迅速，毫无出海经验的物管公司应慎重开展海外业务；3) 全文部分原始资料为日文。软件翻译中或存在专业术语不当之处。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. NIHON HOUSING：日本后开发时代 10 倍股	7
1.1 企业介绍	7
1.2 发展历程	7
2. 为什么要研究 NIHON HOUSING：解决两个行业疑问？	8
2.1 日本后开发时代：物业行业依旧保持稳健增长	9
2.2 人口/建筑高龄化：增量的挑战，存量的机遇	11
2.3 个股表现：超越市场，回报丰厚	12
2.4 小结：对两个问题回答	14
3. 战略层聚焦：止开发，立服务！坚定专注轻资产业务	14
3.1 开发板块：小规模，精品开发商	14
3.2 房地产市场恶化，逐步退出开发业务	15
3.3 出清存货，压降负债	15
3.4 小结：聚焦管理业务，确立四条主线	16
4. 战术层深耕：四大业务板块构建核心优势	16
4.1 公司业务构成情况	16
4.2 社区住宅管理（住宅管理业务）	18
4.3 修缮工程（维修、更新和代建业务）	23
4.4 建筑物管理（非住社区管理）	26
4.5 房地产管理（建筑托管和经纪服务）	29
5. 风控层慎行：财务纪律严格，流程管理明确	31
5.1 财务管控逻辑：管理计划严明，严控业绩指标	31
5.2 业务管控：牢固把握提价权（涨价）和降费能力（降成本）	35
5.3 风险管控：重视应收账款管理，物业费催缴流程清晰	36
6. NIHON HOUSING 的启示：标杆引领，优势复盘	37
6.1 业务有进退，主营有聚焦	37
6.2 夯实住宅底盘，资源导流复用	38
6.3 开拓海外，因地制宜	39
7. 总结	40
8. 风险提示	41

图目录

图 1	NIHON HOUSING 主要业务结构.....	7
图 2	NIHON HOUSING 发展历程.....	8
图 3	2014-2030 年日本楼宇管理市场规模（百亿日元）	9
图 4	2022 年日本非住宅领域楼宇管理占比情况.....	9
图 5	2014-2030 年日本楼宇管理市场规模（百亿日元）	9
图 6	2011-2030 年日本公寓管理市场规模（百亿日元）	9
图 7	2015-2023 年日本新建公寓月度平均管理费	10
图 8	1989-2021 年日本住宅翻新市场规模	10
图 9	2014-2023 年日本重建改造建筑数量	11
图 10	2015-2023 年日本建筑物扩建和翻新的建筑投资	11
图 11	2000 年至今日本各年龄层人口总数及增速.....	11
图 12	2000 年至今日本各年龄层人口占比.....	11
图 13	1994-2023 年日本住宅建设数量（万个）	12
图 14	2018 年日本住房存量使用时长情况.....	12
图 15	公司 2006-2023 财年营业收入及同比增速	13
图 16	公司 2006-2023 财年营业利润及同比增速	13
图 17	公司 2006-2023 财年归母净利润及同比增速	13
图 18	公司 2006-2023 财年利润率表现情况	13
图 19	上市以来公司收盘价与市盈率表现情况.....	13
图 20	上市以来公司股票与东京日经 225 收益率比较.....	13
图 21	公司 2005-2008 财年公寓开发建设供应户数及其市场占比情况.....	15
图 22	公司 2006-2009 财年开发建设业务收入及其占比	15
图 23	公司 2006-2009 财年开发建设业务营业利润率	15
图 24	公司 2006-2009 财年存货快速出清	16
图 25	公司 2006-2009 财年有息负债快速压降	16
图 26	公司 2006-2009 财年筹资活动现金流持续流出	16
图 27	公司 2006-2009 财年自有资本比率快速提升	16
图 28	公司 2006-2023 财年各项业务收入占比情况	17
图 29	公司 2007-2023 财年各项业务收入同比增速情况.....	17
图 30	公司 2006-2023 财年各项业务营业利润率情况	18

图 31	公司 2016-2022 财年社区住宅管理分项收入占比	18
图 32	公司 2017-2022 财年社区住宅管理分项收入同比.....	18
图 33	公司 2006-2023 财年日本在管公寓规模增速优于日本新房销售增速.....	19
图 34	日本公寓理事会更换物管公司的流程.....	19
图 35	公司 2001-2020 财年公寓管理订单中存量物业占比逐步提升.....	20
图 36	公司 2006-2023 财年海外在管公寓户数规模及每年净增户数.....	21
图 37	公司私人区域服务的具体内容.....	22
图 38	公司修缮工程业务规划.....	23
图 39	公司大规模修缮工程流程.....	24
图 40	公司 2004-2022 财年修缮工程业务收入占比情况	24
图 41	公司 2004-2011 财年修缮工程业务细项毛利率情况	25
图 42	公司 2004-2022 财年大规模修缮业务营业收入	26
图 43	公司 2004-2022 财年小修工程业务营业收入	26
图 44	公司 2006-2008 财年在管非住建筑栋数按地区分布	27
图 45	日本东京 23 区办公楼空置率情况.....	27
图 46	公司 2005-2020 财年日本国内在管非住建筑物栋数及每年净增栋数.....	28
图 47	公司建筑物管理运营支持体系.....	29
图 48	公司 2005-2020 财年日本国内在管出租公寓栋数及每年净增栋数.....	30
图 49	公司共同管理租赁业务与物管业务，协同发展创造价值.....	30
图 50	日本租金水平整体保持相对平稳.....	31
图 51	日本 J-REIT 成交整体保持上升态势	31
图 52	公司提供管理建议，帮助客户更好获得证券化收益.....	31
图 53	公司 2006-2023 财年经常利润及同比增速	32
图 54	公司 2007-2023 财年营业收入计划值	32
图 55	公司 2007-2023 财年营业收入实际值-计划值	32
图 56	公司 2007-2023 财年营业利润率计划值	33
图 57	公司 2007-2023 财年营业利润率实际值-计划值	33
图 58	公司 2007-2023 财年整体财务指标计划值	33
图 59	公司 2007-2023 财年整体财务指标实际值-计划值	33
图 60	公司 2006-2023 财年经常利润率	34
图 61	公司 2006-2023 财年自有资本比率	34
图 62	公司 2006-2023 财年经营活动现金净流量	34
图 63	公司 2006-2023 财年投资活动现金净流量	34

图 64	公司 2006-2023 财年融资活动现金净流量	35
图 65	公司 2006-2023 财年持有现金等价物	35
图 66	公司 2006-2023 财年每股股息及股息支付率情况	35
图 67	公司 2006-2023 财年股息率情况	35
图 68	NIHON HOUSING 对工作方式的改革	36
图 69	公司催收物业费流程	36
图 70	公司 2006-2023 财年应收账款及坏账准备提取比例	37
图 71	公司 2006-2023 财年坏账准备转入及其收入占比	37
图 72	公司 2009 财年之后退出开发业务，形成四大主营业务格局	37
图 73	集团公司发展版图	38
图 74	公司在坚实业务底盘基础上形成合作链条	39
图 75	公司 2009-2023 财年在各个地区的营业收入情况	39
图 76	公司 2016-2023 财年在各地区的有形固定资产情况	39
图 77	NIHON HOUSING 海内外公司分布情况	40

表目录

表 1	零能耗住宅标准	12
表 2	截至 2024 年 3 月底 NIHON HOUSING 主要持股股东	14
表 3	NIHON HOUSING 公寓管理类公司主要收购情况	21
表 4	NIHON HOUSING 与合人社集团设立的合资公司情况	23
表 5	NIHON HOUSING 修缮工程类公司主要收购情况	26
表 6	NIHON HOUSING 海外布局的建筑物管理类公司	28
表 7	NIHON HOUSING 日本国内收购的建筑物管理类公司	28

本文是“向回看”系列研究的第十一部。90 年代日本泡沫经济破灭，日本经济陷入长期衰退。但是在日本经济持续通缩、人口老龄化加深背景下，优质物业公司——NIHON HOUSING 却走出稳健持续的长期收益曲线。本文立足宏观微观，探究在日本地产开发后时代，物业企业如何实现长期跑赢市场表现。

1. NIHON HOUSING：日本后开发时代 10 倍股

1.1 企业介绍

NIHON HOUSING 是日本房地产管理业最大的独立第三方物业管理公司。企业对各品类物业拥有数十年丰富管理经验。公司服务范围分为 4 大类，即以社区住宅管理为核心，业务拓展至建筑物管理、房地产管理及修缮工程。

NIHON HOUSING 以“营造安全舒适的生活环境，为社会发展做出卓越贡献”为经营理念，用心倾听客户心声，不断进行改善和实践，满足客户所需，创造最优良的居住与办公环境。

截至 2024 年 3 月底，NIHON HOUSING 在管住宅 10478 栋，合计 499325 户；在管商业大厦 584 栋，出租类住宅 1185 栋。

图1 NIHON HOUSING 主要业务结构



资料来源：NIHON HOUSING 官网，HTI

1.2 发展历程

稳步扩张，持续发展。1958 年 12 月，公司前身富士建物工业公司成立，为一家清洁企业。1966 年 9 月，公司更名为 NIHON HOUSING，在东京都町田市成立，资本金 45 万日元。1970 年 3 月，公司开始拓展公寓管理业务。此后多年企业开始在日本各地积极扩张业务。1989 年 4 月，随着修建业务的扩大，公司将住宅改造部门分离，设立“日本社区株式会社”。

期间公司也涉足重资产开发等开发商业务，具备三十年以上住宅开发经验。通过持续发展，公司业务规模不断扩大。2000 年 8 月，公司在日本证券业协会进行场外股票登记。2002 年 2 月，公司在东证二部上市。

业务出海，外寻机遇。1994 年 9 月，公司首次开启业务出海尝试。企业在中国台湾设立合资公司“东京都保全股份有限公司”，在中国内地设立合资公司“大连日隆物业管理有限公司”（现豪之英不动产管理集团有限公司。2019 年 9 月 NIHON HOUSING 转让其全部股权）。

除成立合资公司外，公司也采取收购海外公司方式进入海外市场。2016 年，公司收购 Pan Pacific Services Company Limited（越南）和 Pan Pacific Company Limited（越南）股权，使其成为子公司。2018 年 12 月，公司追加收购使上述两家子公司成为全资子公司。2017 年 2 月，公司收购 PROPELL INTEGRATED PTE LTD（新加坡），使其成为子公司；2020 年 2 月，公司追加收购使其成为全资子公司。

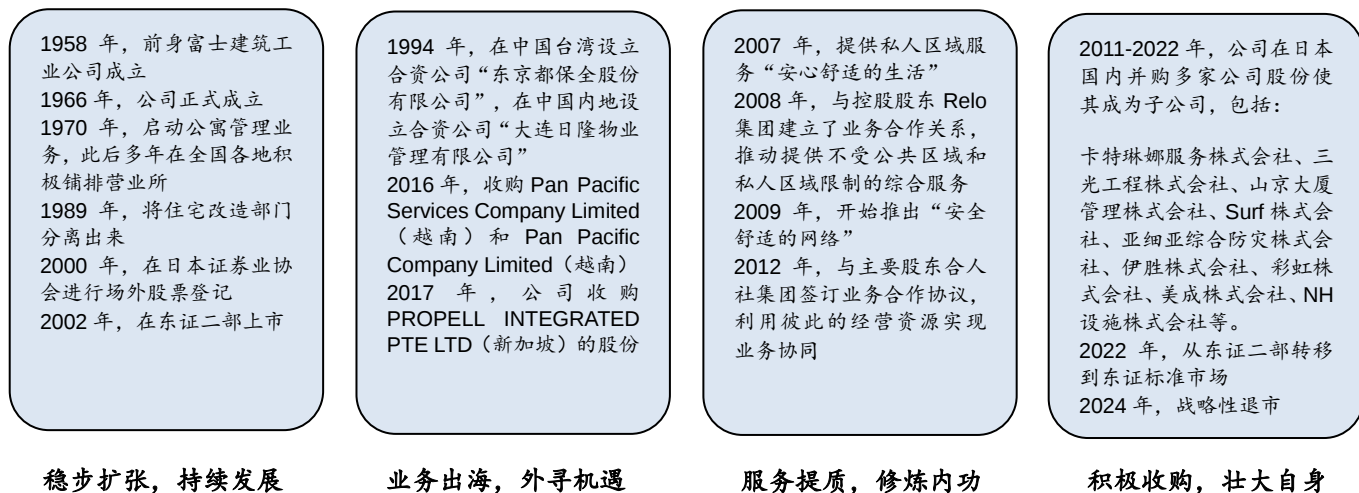
服务提质，修炼内功。2007 年 4 月，公司率先在业界开始提供专属服务，即“安心舒适的生活”（主打为公寓居民提供吻合需求的多项衍生服务）。2008 年 12 月，为最大限度地提高客户满意度，公司与控股股东 Relo 集团建立业务合作关系，深化信息合作，共同推动提供不受公共和私人区域界限限制的全面物业管理服务。2009 年 6 月，为应对公寓居住者的高龄化和永久居住意识的提高，公司开始推出“安全舒适的网络”（针对老年人需求定制的多项衍生服务）。2012 年 5 月，公司与主要股东“合人社集团”签订业务合作协议。根据协议，双方开展业务协同、联合采购、联合营销、系统开发等多方面合作。

积极收购，壮大自身。2011-2022 年，公司在日本国内并购多家公司股份使其成为子公司，不断扩大市场份额，补全各项业务专业能力。期间被公司收购企业包括：乾商事株式会社（现卡特琳娜服务株式会社）、三光工程株式会社、山京大厦管理株式会社、Surf 株式会社、亚细亚综合防灾株式会社、伊胜株式会社、彩虹株式会社、美成株式会社、NH 设施株式会社等。以上公司涵盖社区住宅管理、修缮工程、建筑物管理等多个业务方向。

2022 年 4 月，根据东京证券交易所市场划分的重新评估，公司从东证二部转移到东证标准市场。为实现长期发展战略，2024 年 5 月公司决定采取管理层收购（MBO）策略并宣布高盛要约收购计划。2024 年 9 月完成退市。

经历近六十年发展，公司已形成可观管理规模。截至 2024 年 4 月公司在管公寓户数已超过 50 万户。根据 2024 年 5 月发表的《公寓管理新闻》，公司公寓综合管理受托户数位于日本第一位。

图2 NIHON HOUSING 发展历程



资料来源：NIHON HOUSING 2023 财年年报，HTI

2. 为什么要研究 NIHON HOUSING：解决两个行业疑问？

日本多年前已进入房地产发展中后期阶段。房地产行业长期面临居民老年化、房屋老龄化、经济增长缓慢和新楼盘供给水平持续下降等诸多问题。相比日本，当前中国物业市场同样面临类似潜在风险，未来中国物业行业前景到底如何？物业企业应该如何更好发展？以上两大问题长期困扰物业板块估值和投资者信心。

从日本的学习研究中我们发现，日本物业管理作为以存量业务为核心的行业，具备穿越周期的抗风险能力与稳健增长能力。其中，NIHON HOUSING 更是业绩斐然。公司在资本市场上创造二十年十倍股传奇，成为日本物管行业佼佼者。

有效研究 NIHON HOUSING 的发展历程及其社会背景，对指导中国物业企业发展以及回答以上两个行业疑问具有积极作用和借鉴意义。

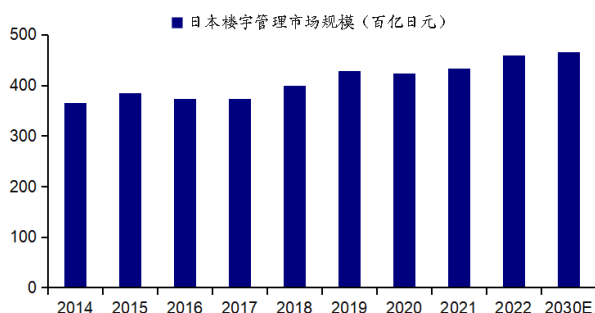
2.1 日本后开发时代：物业行业依旧保持稳健增长

虽然日本经济整体呈现较长时间弱增长，但日本房地产管理市场不仅经受了泡沫经济、全球金融危机以及疫情的考验，同时还持续展现出稳定且较好的增长势头。

近 10 年来，日本楼宇管理市场稳定增长。市场规模从 2014 年的 366 百亿日元增加到 2022 年的 459 百亿日元，年均复合增长率为 2.87%。日本楼宇管理市场预计 2030 年市场规模将达到 465 百亿日元，2022 年到 2030 年预计年均复合增长率为 0.16%。

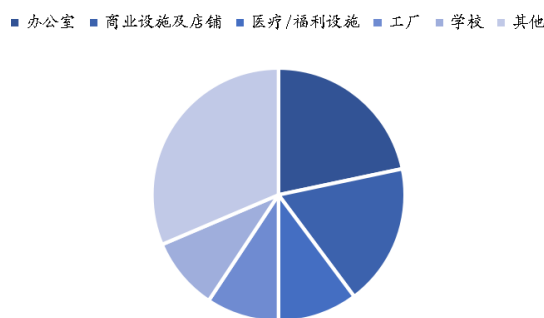
在物业管理的非住宅领域中，办公楼宇管理市场占比最大。2022 年，办公楼宇管理费约为 9.95 百亿日元，约占整个楼宇管理市场的五分之一（21.7%）；其次是商业设施及店铺，达 8.30 百亿日元（占比 18.1%）；医疗/福利设施达 4.68 百亿日元（占比 10.2%）；工厂达 4.28 百亿日元（占比 9.3%）；学校达 4.27 百亿日元（占比 9.3%）。

图3 2014-2030 年日本楼宇管理市场规模（百亿日元）



资料来源：yanoresearch, HTI

图4 2022 年日本非住宅领域楼宇管理占比情况



资料来源：yanoresearch, HTI

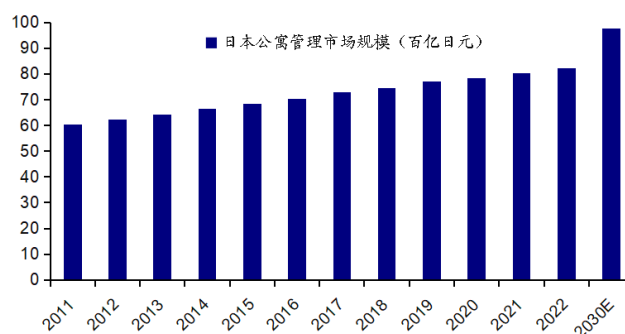
公寓管理业务在日本过去 10 年持续增长。从 2013 年到 2022 年，日本房地产出租和管理公司的平均月销售收入总体呈上升趋势，平均收入从 159.8 百亿日元增长至 186.0 百亿日元，年均复合增长率为 1.70%。公寓管理市场规模从 2011 年的 6042 亿日元增加到 2022 年的 8206 亿日元，年均复合增长率为 2.82%。日本公寓管理市场预计 2030 年市场规模将达到 9764 亿日元，2022 年到 2030 年预计年均复合增长率为 2.20%。

图5 2014-2030 年日本楼宇管理市场规模（百亿日元）



资料来源：日本总务省, HTI

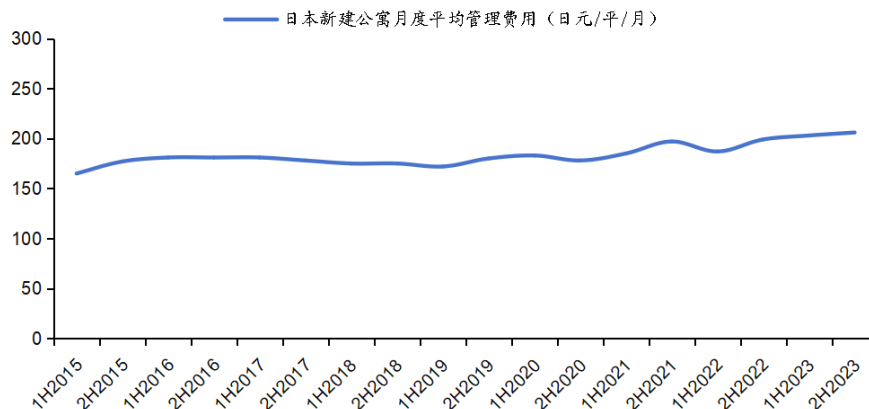
图6 2011-2030 年日本公寓管理市场规模（百亿日元）



资料来源：yanoresearch, HTI

根据 Statista，以覆盖公寓公共区域的日常维护和管理费用作为物业管理费，日本新建公寓平均物业管理费从 2015 年上半年的每月每平 165 日元上升至 2023 年下半年的每月每平 206 日元，年均复合增长率为 2.65%，高于同期 CPI 增幅。

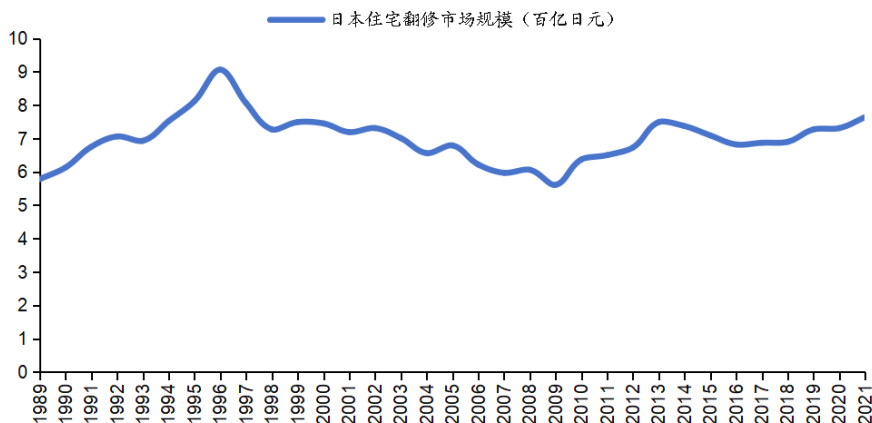
图7 2015-2023 年日本新建公寓月度平均管理费



资料来源：Statista，HTI

此外，日本物业企业布局翻新市场。该方向近年增长潜力明显。其中，1989-1995 年期间日本住宅翻修市场规模呈现上升趋势。1995-2009 年这段时间内，市场规模有所波动，但整体趋于稳定。期间日本经济泡沫破裂后经历长期停滞，经济增长放缓，房地产市场需求减弱，影响翻修市场增长。2009 年起，市场规模再次呈现上升趋势。尤其是在 2013 年后，市场规模增长显著。

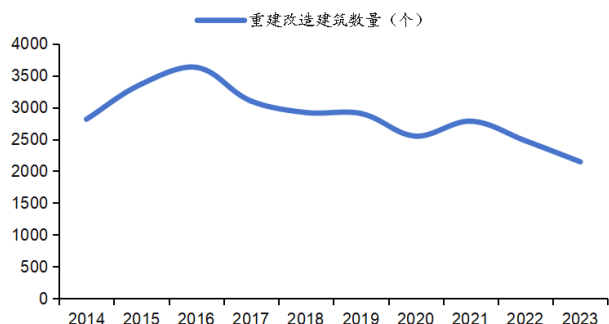
图8 1989-2021 年日本住宅翻新市场规模



资料来源：日本国土交通省，HTI

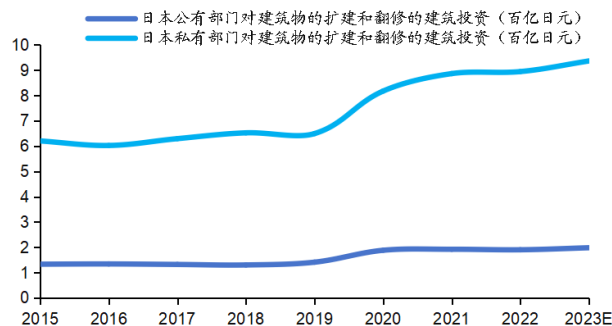
由于日本土地私有制和一户建的建筑属性，部分物业企业也参与住宅重建和改造业务（类似代建业务。土地权为业主方所有，物业企业提供更新、改造或者重建方案）。日本重建改造建筑数量在 2016 年后呈现下行趋势，但 2015 年至 2023 年期间，公有部门和私有部门对建筑物扩建和翻新投资都有所增加。尤其是 2020 年以后，公有部门投资稳步增长，私有部门投资增长显著，使得住宅翻新市场规模在 2021 年达到 7.64 百亿日元较高水平。

图9 2014-2023 年日本重建改造建筑数量



资料来源：日本国土交通省，HTI

图10 2015-2023 年日本建筑物扩建和翻新的建筑投资

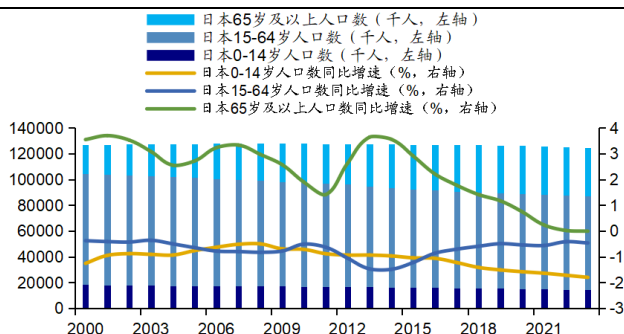


资料来源：日本国土交通省，HTI

2.2 人口/建筑高龄化：增量的挑战，存量的机遇

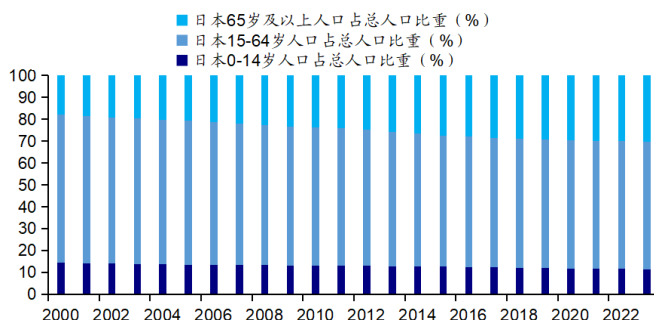
日本近三十年人口结构显著变化，老龄化趋势加剧，适老化住宅需求增加。1994 年日本老年人口比例达 14%，日本成为老龄社会。21 世纪开始，日本儿童和劳动力人口逐年减少，老年人口持续增长，整体人口数呈现下探趋势。2023 年，日本 0-14 岁人口数占比为 11.47%，15-64 岁人口占比为 58.46%，65 岁及以上人口占比为 30.07%。

图11 2000 年至今日本各年龄层人口总数及增速



资料来源：wind，HTI

图12 2000 年至今日本各年龄层人口占比



资料来源：wind，HTI

针对老年人居家服务需求，日本推行大量政策鼓励居家养老服务发展，推进物业管理行业发展。为应对老年人设施和护理人员短缺，日本政府和核心城市提出以下措施：

1) 1989 年，日本政府通过新消费税收入制定《黄金计划》。该计划目标是到 2000 年建立完善的老年人健康和福利服务基础设施，包括家庭护理员和短期住宿床位等。2000 年日本实施的“长期护理保险制度”进一步支持居家护理，要求到 2018 财年符合长期护理条件人数增至 633 万人。

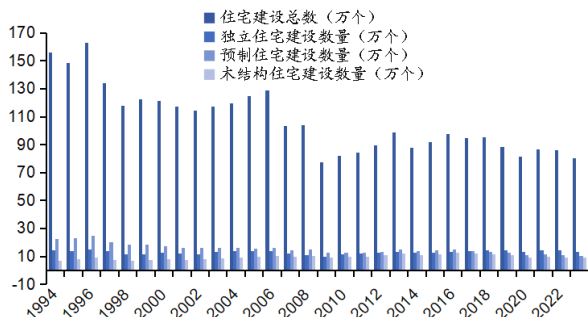
2) 地方层面，东京都政府在 2015 年发布养老战略，计划到 2025 年新增多种老年人住宅，包括重症监护、护理型医疗设施和老年痴呆症患者集体住宅，以及为老年人提供服务的住宅，总计可容纳 14 万多名老年人。

3) 此外，日本国土交通省于 2017 年 10 月启动“住房安全网系统”，为老年人、残疾人、外国人以及有幼儿的租户提供支持。同时，日本住房和城市发展部启动补贴计划，为参与补贴的房东提供部分无障碍和其他装修费用。2023 年，日本全国约 87 万套住房在住房安全网系统中登记。

我们认为，物业管理公司提供专业护理和生活支持服务，提升老年人生活质量，与政府的居家养老政策形成良好配合，推动适老化住宅市场发展，为住宅管理行业自身提供新的发展机遇。

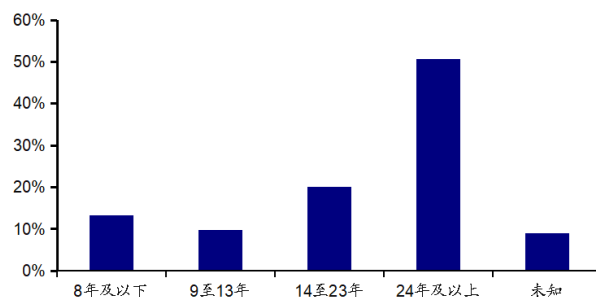
除居民养老需求外，由于日本住宅新建显著减少，住房市场的建筑高龄化趋势日益明显。日本房地产住宅建设总数呈现波动向下趋势，从 1994 年的 156.06 万套下行至 2023 年的 80.02 万套，年均复合增长率为-2.28%。2018 年，日本超过半数的住房（50.6%）已使用 24 年以上，使用时长为 14 至 23 年的住宅比例为 20.2%。以上变化下，翻新服务成为日本业主新服务需求。

图13 1994-2023 年日本住宅建设数量（万个）



资料来源：日本国土交通省，HTI

图14 2018 年日本住房存量使用时长情况



资料来源：日本总务省，HTI

日本政府为促进住宅翻新，实施多种支援措施，包括简化流程、重点补助、金融创新等。内容包括：1) 依法设立多种改造方式以满足多样化需求，包括土地出让型、自主更新型、综合配套型、修缮提升型等；2) 日本通过“防灾街区整備事业”、“住宅地区改良事业”、“优良建筑物整備补助”等政策手段，对“防灾整備地区”、“不良住宅地区”以及不符合抗震标准的住宅建筑物等急需更新改造对象的关键节点进行补助；3) 开发多种新型贷款模式，如“长期低息房贷”、“老年贷”、“买房装修一体贷”等；4) 日本政府为住宅生态翻新推进项目提供补助金支持节能诊断、设计和改造（或重建）的费用。2023 财年中，根据节能标准，可获得 30 万日元（最高覆盖费用的 40%）的补助金，符合零能耗住宅标准则可获得 70 万日元（最高覆盖费用的 80%）的补助金。

表 1 零能耗住宅标准

	内容	备注
标准一	满足加强外墙和 UA 值的标准。	UA 值=通过地板、外墙、屋顶和窗户从室内到室外的热量/外表面积
标准二	将不包括可再生能源在内的一次能源消费量在标准一次能源消费量（供暖、制冷、通风、热水供应、照明等能源消费量）基础上降低 20% 以上。	
标准三	将包括可再生能源在内的一次能源消耗量在标准一次能源消耗量的基础上减少 100% 或更多。	

资料来源：日本经济产业省，HTI

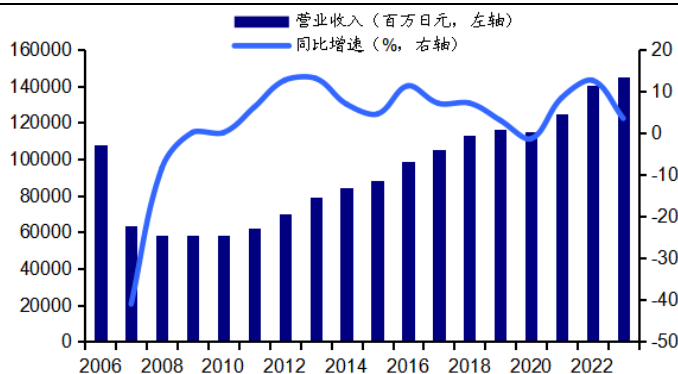
在日本政府引导下，虽然人口与建筑老龄对新增物业管理面积构成压力，但同时为物业行业积极拓展适老化服务、建筑改造和房屋修缮等业务带来持续空间。

2.3 个股表现：超越市场，回报丰厚

从资本市场表现看，NIHON HOUSING 在低温商业环境下，经营业绩与投资回报都实现靓丽表现。2023 财年，由于海外子公司业绩扰动及应收款大量减值，部分财报科目存在波动。因此我们主要采取 2006-2022 财年经营业绩变化作为长期观测依据。从财务指标对比来看：

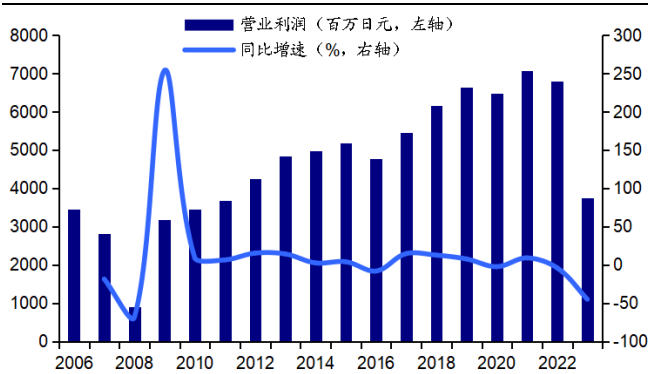
公司营业收入从 2006 财年 1081.36 亿日元增长至 2022 财年 1404.24 亿日元，年均复合增长率为 1.65%。公司营业利润从 2006 财年的 34.57 亿日元增长至 2022 财年的 67.99 亿日元，年均复合增长率为 4.32%。

图15 公司 2006-2023 财年营业收入及同比增速



资料来源：wind，HTI

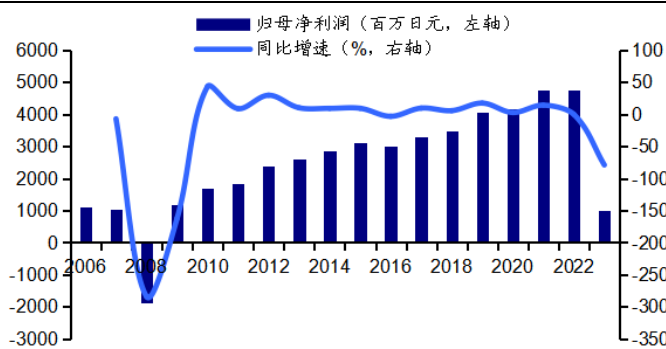
图16 公司 2006-2023 财年营业利润及同比增速



资料来源：wind，HTI

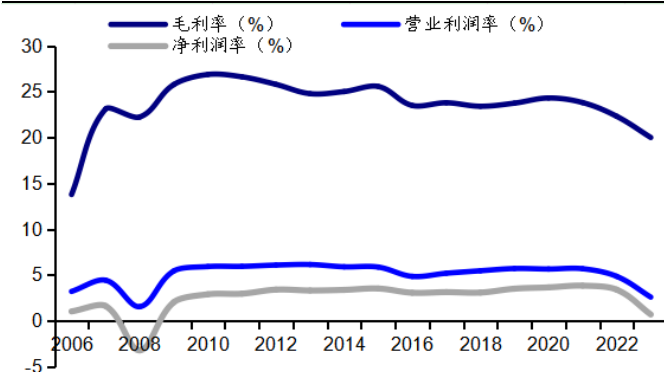
公司归母净利润从2006财年11.02亿日元增长至2022财年47.61亿日元，年均复合增长率为9.58%。公司各项利润率常年保持在稳定区间，毛利率基本在20%-25%间波动，营业利润率在5%附近波动，净利润率在3%附近波动。

图17 公司 2006-2023 财年归母净利润及同比增速



资料来源：wind，HTI

图18 公司 2006-2023 财年利润率表现情况

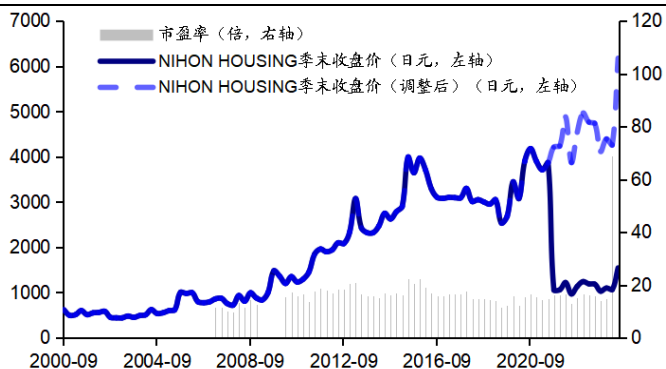


资料来源：wind，HTI

东京日经225指数从2000年9月底15747.26点增长至2024年6月底39583.08点；不考虑股息因素，期间该指数年化收益率为3.96%。

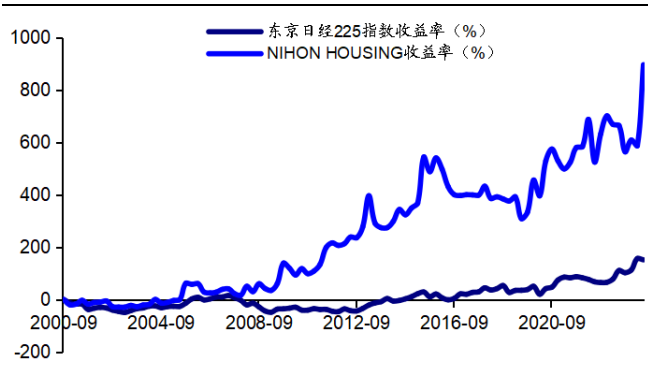
由于自2021年10月1日起公司以每股普通股4股的比例进行股份分割，我们对公司股价表现略作调整。公司股价从2000年9月底620日元增长至2024年6月底1544日元（考虑公司进行股份分割，股价调整后为6176日元）；不考虑股息因素，期间公司股票年化收益率为10.16%，20年长期持有可获得10倍收益，收益跑赢大盘。排除特殊年份，公司市盈率水平平常年在15X左右波动。

图19 上市以来公司收盘价与市盈率表现情况



资料来源：wind、公司2023财年年报，HTI

图20 上市以来公司股票与东京日经225收益率比较



资料来源：wind，HTI

截至 2024 年 3 月底，公司主要持股股东为 Relo 集团、卡特琳娜金融、合人社集团、三菱信托银行等，持股比例分别为 33.44%、22.56%、15.01%、4.98%。不同于国内物管公司主要由地产公司控股，NIHON HOUSING 主要股东背景与物业、金融等相关。

表 2 截至 2024 年 3 月底 NIHON HOUSING 主要持股股东

股东	股东身份/从事业务	持股比例
Relo 集团	主要从事业务包括租赁公司住房管理、租赁管理、海外外派支持、福利、旅游等	33.44%
卡特琳娜金融	小佐野家族控制的实体	22.56%
合人社集团	主要从事业务包括公寓管理、楼宇与设施管理、修缮改造工程和设备工程、大楼维护等	15.01%
三菱信托银行	日本最大的信托银行，三菱企业集团的重要成员，主要从事业务包括贷放信托、存款、金钱信托等	4.98%
小佐野台	NIHON HOUSING 董事长兼首席执行官	3.00%
永井枝美	/	2.12%
NIHON HOUSING 员工持股	NIHON HOUSING 员工	1.91%
小佐野弹	NIHON HOUSING 董事	1.35%
吉野具美	/	1.27%
菱进都市开发	主要从事业务包括房地产的获取、处置以及租赁管理等	0.94%

资料来源：wind、NIHON HOUSING 各股东集团官网、NIHON HOUSING 2023 财年年报，HTI

2024 年 5 月公司决定采取管理层收购(MBO)策略。2024 年 9 月 2 日, NIHON HOUSING 完成私有化退市。公司退市的主要原因在于：公司计划扩大业务基础和数字化转型，通过并购和全球扩展来推动增长。公司认为以上长期战略会短期内影响财务表现，继续上市可能导致股价下跌对股东不利。为免受股票市场短期波动，影响管理层独立决策体系，公司决定引入高盛集团，同时保持原有管理层领导能力，共同开启业务发展的新篇章。

2.4 小结：对两个问题回答

日本经济发展后期的房地产市场面临基本面增速减缓和人口老龄化的双重压力。尽管如此，物业管理市场整体规模和单价费用却呈现出稳健增长态势。另外，存量房产时代到来叠加政策助力，为物业管理行业带来新业务机遇。

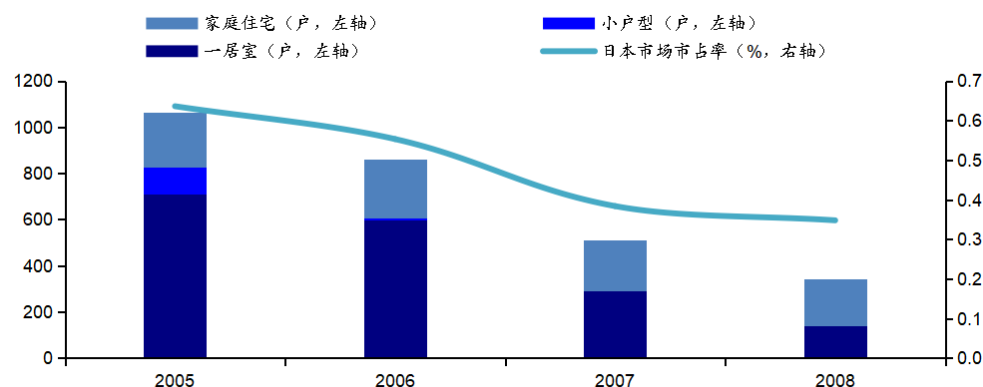
在上述行业背景下，21 世纪的 NIHON HOUSING 对自身业务进行因时制宜的调整。公司首先明确自身定位，决定剥离重资产业务，转型为专注于管理的服务公司。后续，公司通过收并购、拓展海外业务、聚焦存量资产等策略扩大业务规模，通过注重客户价值、高效利用资源、长期投资科技等手段拓宽利润空间，辅以财务计划周密、应收管控严格的风控体系，实现更长远的发展。下文将重点分析以上企业发展内容。

3. 战略层聚焦：止开发，立服务！坚定专注轻资产业务

总结公司发展历程，从战略角度看我们认为公司业务线存在一次较为明显聚焦，即放弃房地产开发业务，全面立足物业管理。在面临市场方向已发生重大变化后，我们认为公司在意识到自身在重资产开发业务中不具备品牌、成本和规模化等优势后，坚定选择退出重资产开发，专注轻资产服务。

3.1 开发板块：小规模，精品开发商

公司发展初期曾设立重资产开发建设业务，具备 30 年以上开发投资单间公寓的业务经验。该项业务聚焦日本首都圈、札幌市等核心区域，包含综合公寓、投资性公寓、家庭式公寓建设等。从开发规模角度看，公司属区域小规模精品开发商，以尚未做业务调整的 2005 财年为例，公司当年供应公寓 1065 户，占日本全市场比重为 0.64%，当年开发建设业务营业收入为 222.18 亿日元，占总收入比重为 32.91%。

图21 公司 2005-2008 财年公寓开发建设供应户数及其市场占比情况


资料来源：NIHON HOUSING 2006-2008 财年投资者报告、日本不动产经济研究所，HTI

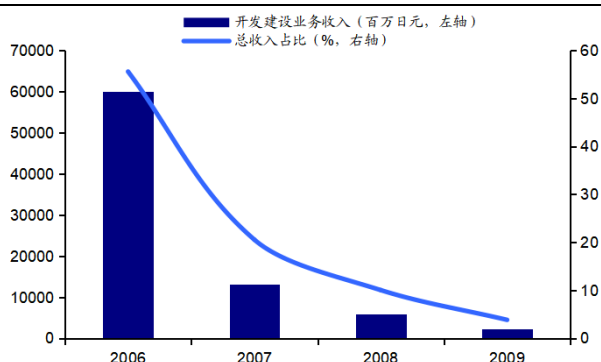
3.2 房地产市场恶化，逐步退出开发业务

公司开发建设业务所聚焦的核心区域在 2006-2007 财年呈现出地价过热、土地竞争加剧、建设成本增加状态。以上形势对公司经营构成严峻挑战。在此期间，日本国内《建筑基准法》多次修订，导致建筑交付时间延迟。国外方面，次贷问题传达至日本，导致金融机构不愿向房地产企业和居民提供贷款。企业公寓销售放缓进一步加剧。

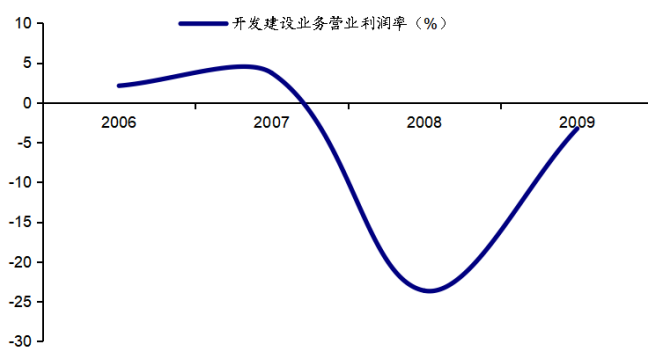
内外部因素导致的房屋需求变化以及物业竣工销售时间拉长，对公司营业收入、现金流和负债水平等财务指标造成负面影响。企业盈亏情况出现较大波动。

由于 2005 财年公司公寓开发建设业务录得亏损，自 2006 财年开始，公司逐步压缩公寓开发业务规模。公司开发建设业务收入从 2006 财年 600.71 亿日元下降至 2009 财年 22.39 亿日元，年均复合增长率为-56.06%。开发建设业务总收入占比从 2006 财年 55.55% 下降至 2009 财年 3.83%，下降 51.72 个百分点。2008 财年，由于前期地价成本偏高、市场价格下跌快、企业加速库存出清动作，公司开发建设业务营业利润率跌至-23.65%。

为防止房地产市场周期波动带来收入不稳定，公司管理层于 2008 年 5 月决定退出开发建设业务。企业经营战略全面聚焦，专注于管理服务业务。

图22 公司 2006-2009 财年开发建设业务收入及其占比


资料来源：NIHON HOUSING 2006-2009 财年年报，HTI

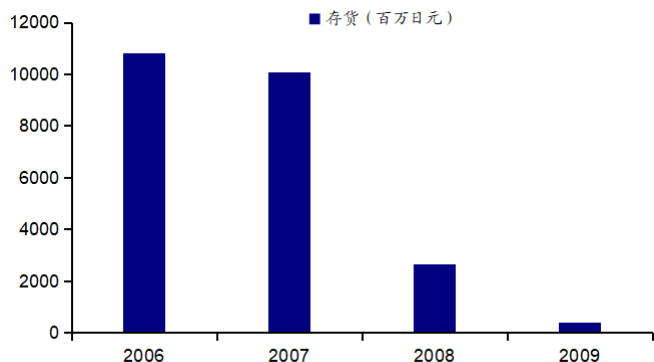
图23 公司 2006-2009 财年开发建设业务营业利润率


资料来源：NIHON HOUSING 2006-2009 财年年报，HTI

3.3 出清存货，压降负债

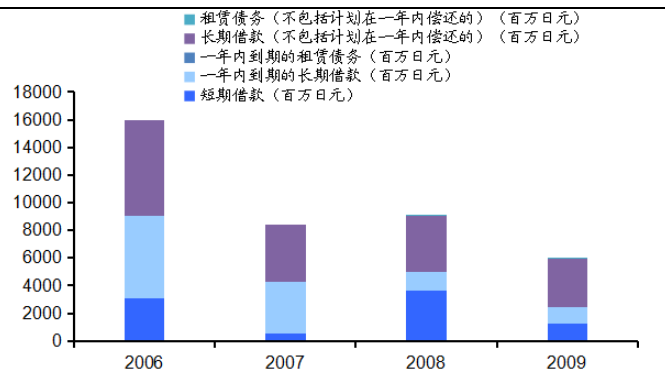
在确认主业聚焦后，公司开始快速压降首都圈和札幌地区项目库存和未开发项目用地，以尽快完成业务退出。从存货角度看，公司从 2006 财年 108.13 亿日元下降至 2009 财年的 4.03 亿日元，年均复合增长率为-56.06%。

图24 公司 2006-2009 财年存货快速出清



资料来源: wind, HTI

图25 公司 2006-2009 财年有息负债快速压降

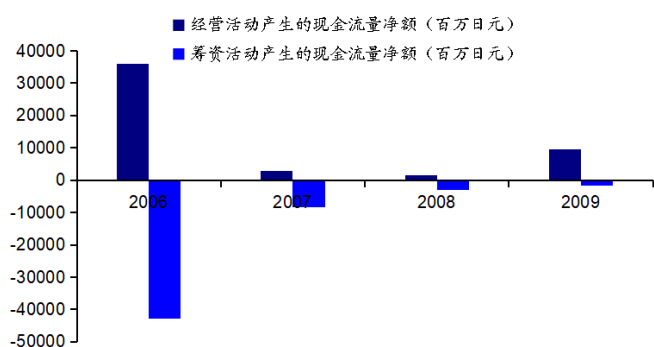


资料来源: NIHON HOUSING 2006-2009 财年年报, HTI

在降低开发业务规模的同时, 公司努力通过减少有息债务来改善财务状况。公司有息债务从 2006 财年 159.54 亿日元下降至 2009 财年 59.44 亿日元, 年均复合增长率为 -21.87%。2006-2008 财年, 公司经营活动产生的现金流净额 (正值) 均低于筹资活动产生的现金流净额 (负值) 绝对值, 彰显公司压降债务规模决心。

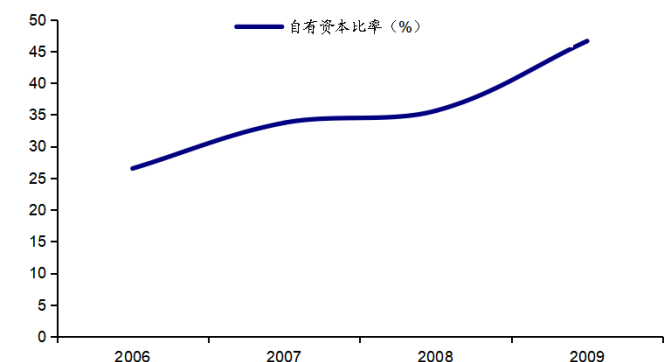
通过逐步退出高杠杆模式开发建设业务, 公司财务报表实现减负。公司自有资本比率 (所有者权益/总资产) 从 2006 财年 26.5% 上升至 2009 财年 46.6%, 提升 20.1 个百分点。

图26 公司 2006-2009 财年筹资活动现金流持续流出



资料来源: wind, HTI

图27 公司 2006-2009 财年自有资本比率快速提升



资料来源: NIHON HOUSING 2006-2009 财年投资者报告, HTI

3.4 小结: 聚焦管理业务, 确立四条主线

随着待售物业售罄, 公司于 2010 年 3 月底彻底退出开发建设业务, 并将开发建设业务中的建设部门整合到修缮工程业务中。企业将前期开发管理经验移植至公寓的大规模修缮工程和重建管理业务 (代建模式, 企业自身不在拥有土储)。公司开始顺利聚焦住宅管理、修缮工程、建筑物管理、房地产管理四项主营业务。

4. 战术层深耕: 四大业务板块构建核心优势

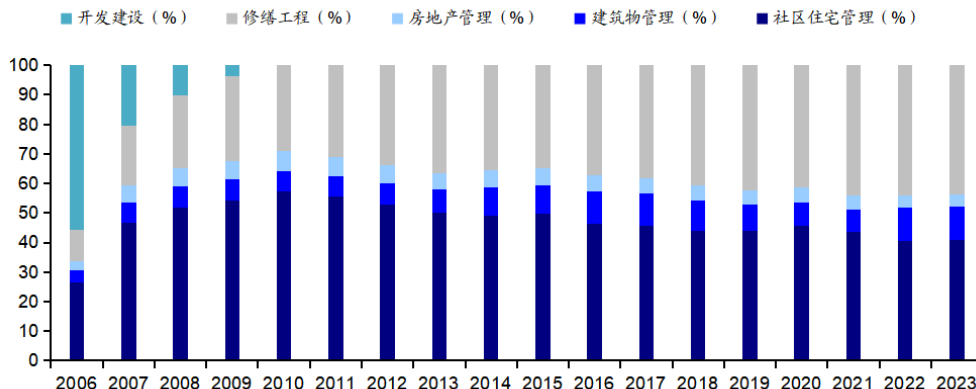
公司业务聚焦轻资产服务方向后, 在四大板块发力。企业报表结构和盈利能力在过去若干财年经历显著演变。面对时代给予的挑战和机遇, 公司整体发展呈现出优秀的战略调整和市场适应能力。

4.1 公司业务构成情况

从各项业务收入占比的角度来看, 公司社区住宅管理业务虽然近年占比有所下降, 但始终占据重要地位, 收入占比从 2007 财年 46.77% 下降至 2023 财年 40.90%, 下滑 5.87 个百分点。公司修缮工程业务规模逐渐发展成为与社区住宅管理业务并驾齐驱。修缮工

程业务收入占比从 2007 财年 20.24% 上升至 2023 财年 43.75%，提高 23.51 个百分点；公司建筑物管理业务收入占比从 2007 财年 6.93% 上升至 2023 财年 11.27%，提高 4.34 个百分点。公司房地产管理业务收入占比从 2007 财年 5.53% 下降至 2023 财年 4.08%，下滑 1.45 个百分点。（2006 财年开发建设业务由于卡特琳娜三田塔楼套房项目竣工导致收入异常增长，因此以 2007 财年情况作为基点进行比较）。

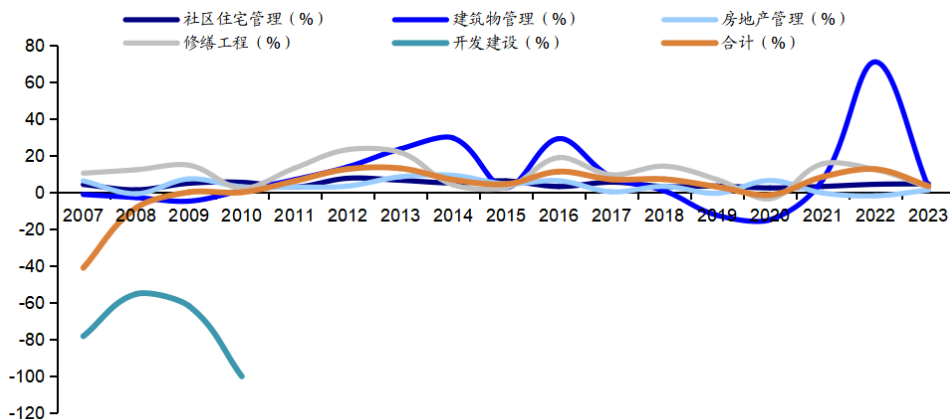
图28 公司 2006-2023 财年各项业务收入占比情况



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告、2023 财年年报，HTI

从各项业务收入增速的角度来看，社区住宅管理业务多年来保持收入稳健增长，同比增长均为个位数；修缮工程业务在多数年份均高于整体增速；建筑物管理业务收入波动较大，部分年份远超整体增速，部分年份收入下滑幅度较大；房地产管理业务表现较为平缓，收入增速不论正负均为个位数。

图29 公司 2007-2023 财年各项业务收入同比增速情况

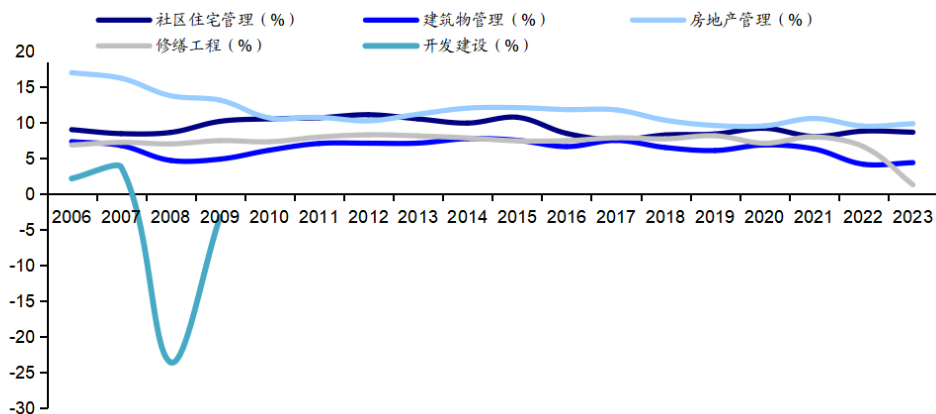


资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告、2023 财年年报，HTI

从各项业务营业利润率角度来看，公司社区住宅管理营业利润率呈现“倒U型”。2006-2008 财年、2016-2023 财年该业务利润率位于 8-9% 水平，2009-2015 财年位于 10-11% 水平。公司修缮工程业务营业利润率多年来维持在 7%-8%。2023 财年受新加坡子公司影响出现异常下行。建筑物管理业务营业利润率多数财年位于 6-7% 水平，部分财年下跌至 4%。公司房地产管理业务营业利润率呈现下行趋势。房地产管理业务营业利润率从 2006 财年的 16.95% 下降至 2023 财年的 9.80%，下滑 7.15 个百分点。

公司在过去的 10 多年内，尽管面临各种市场挑战和变化，但总体上保持较为稳健的业务发展。下文我们将详细分析这些数据背后的原因和趋势。

图30 公司 2006-2023 财年各项业务营业利润率情况

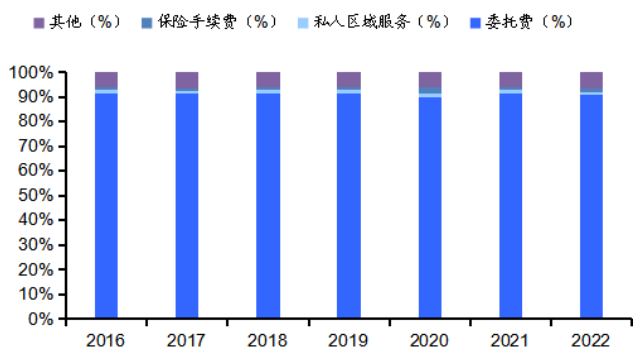


资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告、2023 财年年报，HTI

4.2 社区住宅管理（住宅管理业务）

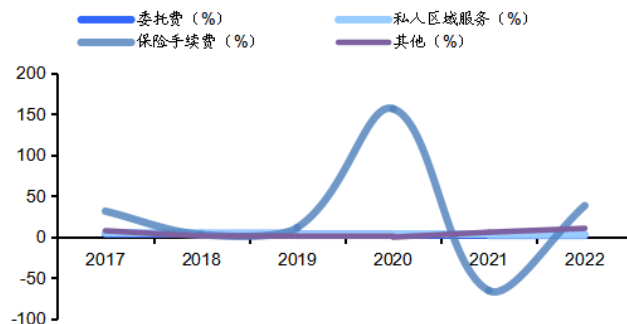
公司社区住宅管理业务收入主要由四项组成，分别为委托费、私人区域服务、保险手续费和其他。其中委托费收入占据社区住宅管理收入 90%左右份额。委托费的稳定增长奠定了社区住宅管理业务整体稳步向上趋势。

图31 公司 2016-2022 财年社区住宅管理分项收入占比



资料来源：NIHON HOUSING 2021-2022 财年投资者报告，HTI

图32 公司 2017-2022 财年社区住宅管理分项收入同比



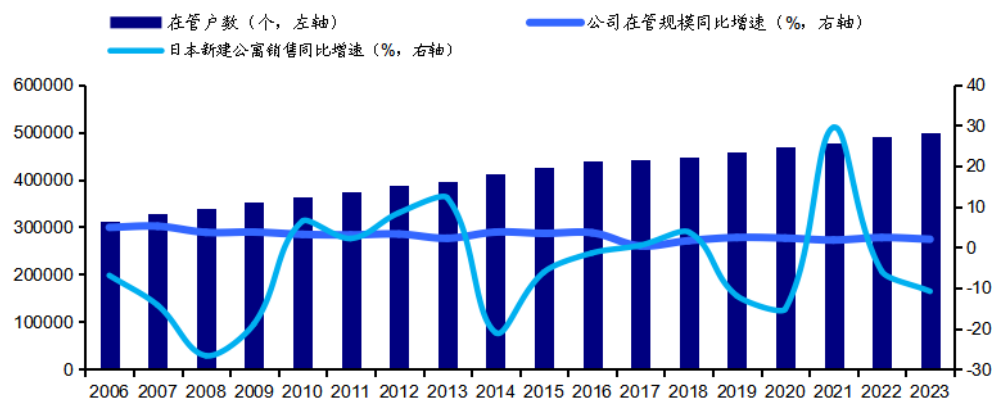
资料来源：NIHON HOUSING 2021-2022 财年投资者报告，HTI

近十年来，日本公寓物管行业对存量物业的高度竞争导致物业费承压，日本国内和海外最低工资的提高、日本国内劳动力不足使得劳动力成本增加。与此同时，随着居民对物管服务的要求升级，前台员工的工作量增加并提供超出合同范围的服务内容。物管行业逐步恶性内卷，利润进一步摊薄，物管企业陷入做规模还是做利润的两难困境。

在行业竞争尚浅、劳动力成本可控的时期，公司通过削减成本费用、一线员工稳定率提升等方式，实现业务营业利润率的提升；在行业竞争白热化、劳动力成本提升的时期，公司通过高满意度的物管服务提高物业费，放低规模增长要求以保证利润，通过审查合同订单标准、减少前台工作时间、提高员工就业年龄上限、促进外国人招聘等优化成本，通过新型支付方式“智能审批服务”、无纸化 AI 服务台等优化费用，业务营业利润率的下降维持在可控区间。

NIHON HOUSING 作为独立第三方物业管理公司，并没有母公司提供新增物业管理单元进行委托，但每年管理委托户数增长均保持较好稳健水平。公司日本国内在管公寓户数从 2006 财年 312261 户增长至 2023 财年 499325 户，年均复合增长率为 2.80%。根据日本不动产经济研究所数据，日本新建公寓销售户数从 2006 年的 155866 户下行至 2023 年的 65062 户，年均复合增长率为-5.01%。公司在日本新房市场萎靡的长周期下实现管理规模逆市提升。

图33 公司 2006-2023 财年日本在管公寓规模增速优于日本新房销售增速



资料来源：NIHON HOUSING 2006、2022 财年投资者报告、NIHON HOUSING 官网、日本不动产经济研究所，HTI
注：日本新建公寓数据采取口径为自然年度而非财年

综合来看，我们认为公司多年来保持社区住宅管理业务规模提升的主要原因在于：。

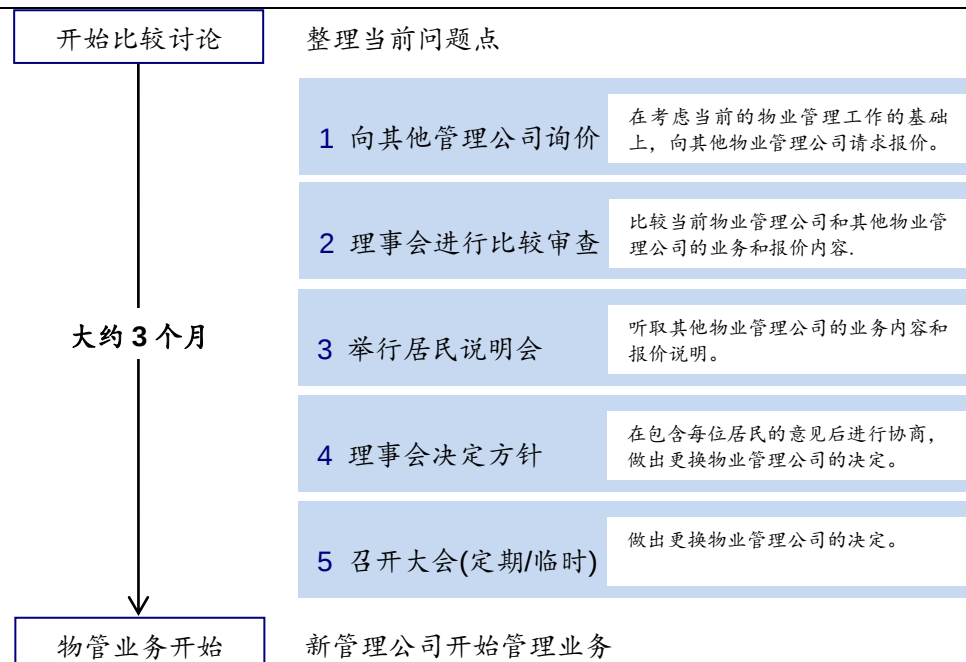
1) 积极抢占存量市场

日本公寓的管理委员会由公寓建筑物中所有公寓屋主推选组成。委员会主要负责公寓公共区域的日常管理、维护。管理人数较多的管委会还设立由理事组成的理事会，并将管委会的全部事务委托给物业管理公司代理。

随着建筑物老化、协会成员老龄化和存量住房非居住化（进行对外出租、房屋空置率高），日本公寓管理人员数量不足问题逐渐加深。此外，日本《区分所有法》规定专业物业管理公司或公寓管理专家可成为公寓的管理者进行物业管理和协会运营。以上因素共同促成物管公司整体代管公寓的普及，履行双重职责是目前日本物管行业的趋势所在。（即日本物管公司既可帮助管理业委会，也尽本职物管工作）。

日本公寓理事会通过审视公寓管理情况，可考虑换签物管公司。通常从开始比较讨论到新物管公司开始业务，只需大约3个月时间。

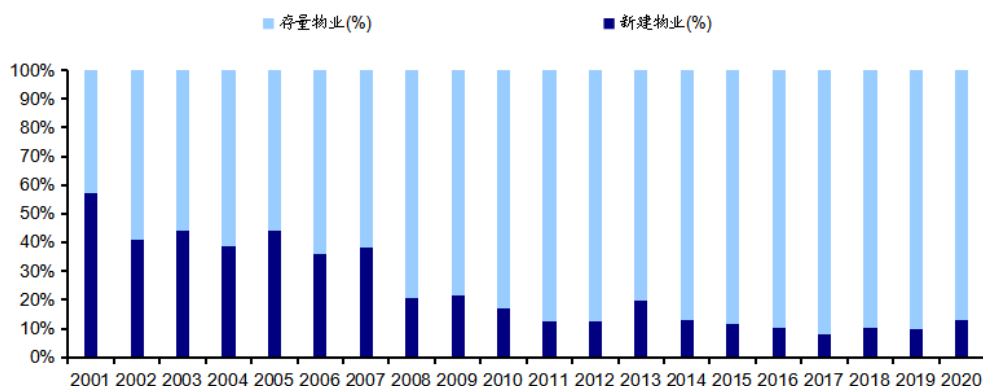
图34 日本公寓理事会更换物管公司的流程



资料来源：NIHON HOUSING 官网，HTI

在新物业稀缺的行业背景下，抢占存量物业合同续签成为日本物管公司必争之地。NIHON HOUSING 在公寓管理订单业务中高度重视存量物业市场。从数据角度看，2001 财年公司公寓管理订单中只有不到一半来自存量物业，而截至目前公司 90% 左右公寓管理订单都是通过更换物业合同实现。

图35 公司 2001-2020 财年公寓管理订单中存量物业占比逐步提升



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2020 财年投资者报告，HTI

成功赢得存量物业订单市场，无疑是公司业绩稳定增长的重要基石。我们认为在此过程中，公司的硬实力与软实力缺一不可。

- 硬实力方面，公司通过长久的品牌建设、持续积累的专业知识以及认真的管理态度，长期赢得客户高度评价。作为一家非地产业系、清洁公司起家的物管公司，NIHON HOUSING 与其他物管公司始终保持高度竞争但又相互学习的关系。企业较同行管理更多类型的公寓，并提供高品质的清洁服务和全面细致的综合服务。
- 公司开展业务坚持“现场第一主义”的态度（即重视现场实际情况和一线业务开展），采取与地区紧密结合的分支机构布局策略。公司为每个公寓管理协会指派前台负责人协调整个公寓的管理工作；以前台负责人为中心，支店的经理和维修人员协助，定期进行公寓巡视与管理层进行信息共享；后方配备法律事务、建筑施工等专业团队支持前台负责人。为掌握专业技术提高服务品质，公司努力获取各种国家资格证书，每月进行内部培训以提高员工作为通才的能力。
- 软实力方面，公司利用各种广告媒体和研讨会积极开展营销活动，加强信息收集及建议能力。公司在日本设置多个网点组成集团网络，在全国各地举办研讨会，针对管理组合运营中经常遇到的问题进行讨论。

2) 坚定横向收购，扩大市场份额

早在 2007 财年公司便认识到，在公寓管理市场日趋成熟背景下，中小规模管理公司有被大型管理公司兼并收购倾向。日本公寓管理行业的并购活动此后也日益活跃。大型管理公司寡头垄断形态逐渐形成。与此同时，NIHON HOUSING 也积极开展社区住宅管理领域的并购活动，以进一步增强竞争力和盈利能力。

公司长期将公寓管理相关企业的并购定位为重要的管理战略之一。NIHON HOUSING 在公寓管理领域的重大并购包括：AKI Communication、乾商事株式会社（现更名为卡特琳娜服务株式会社）、Answer 株式会社。

表 3 NIHON HOUSING 公寓管理类公司主要收购情况

收购时间	公司名称	所在地	注册资本/投资额 (终值)	持股比例 (终值)	后续状态
2011 年 1 月 31 日	AKI Communication	东京都新宿区	1000 万日元	100% (后被清算)	2016 年 6 月完成清算
2011 年 12 月 1 日	乾商事株式会社	爱知县名古屋市 (2012 财年 起迁至东京都新宿区)	3000 万日元	100%	2014 年 4 月 1 日更名为卡特琳娜服务株式会社
2015 年 12 月 24 日	Answer 株式会社	东京都新宿区	3000 万日元	100% (后被吸收合并)	2019 年 4 月, 被 NIHON HOUSING 子公司日本社区株式会社吸收合并

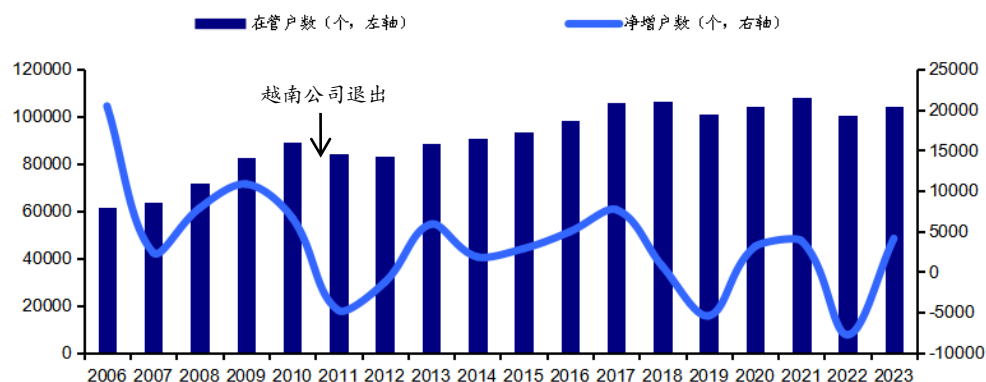
资料来源: NIHON HOUSING 2010-2019 财年年报, HTI

3) 海外市场拓展, 寻找业务新基础

1990 年代初期, 随着日本经济泡沫破裂, 日本国内的消费和投资需求出现断崖式下跌。面对这一挑战, 日本企业开始将目光转向海外, 寻求新增长机会。在此背景下, 伴随日企出海, 公司同步将其物业管理服务推向国际市场。

公司在日本海外主要通过东京都保全股份有限公司开展公寓管理业务。东京都保全股份有限公司位于中国台湾, 于 1994 年合资成立, 注册资本 1.2 亿台币。截至 2023 财年 NIHON HOUSING 对其控股比例达 90.2%。2000 年 2 月, 公司在菲律宾设立合资公司 NIPPON HOUSING PHILIPPINES 开始公寓管理业务, 注册资本 2000 万菲律宾比索, 2010 年 7 月 5 日召开董事会决定退出该业务, 并于同年 9 月底关闭当地办事处。

多年来, 公司日本海外公寓管理规模占总体公寓管理规模 16%-19%。公司日本海外在管公寓户数从 2006 财年的 61398 户增长至 2023 财年 104428 户, 年均复合增长率为 3.17%。相较于日本国内在管规模变化, 2006-2023 财年公司海外管理规模年均增长速度更快, 但增长表现略显波动。

图36 公司 2006-2023 财年海外在管公寓户数规模及每年净增户数


资料来源: NIHON HOUSING 2006-2022 财年年报、公司官网, HTI

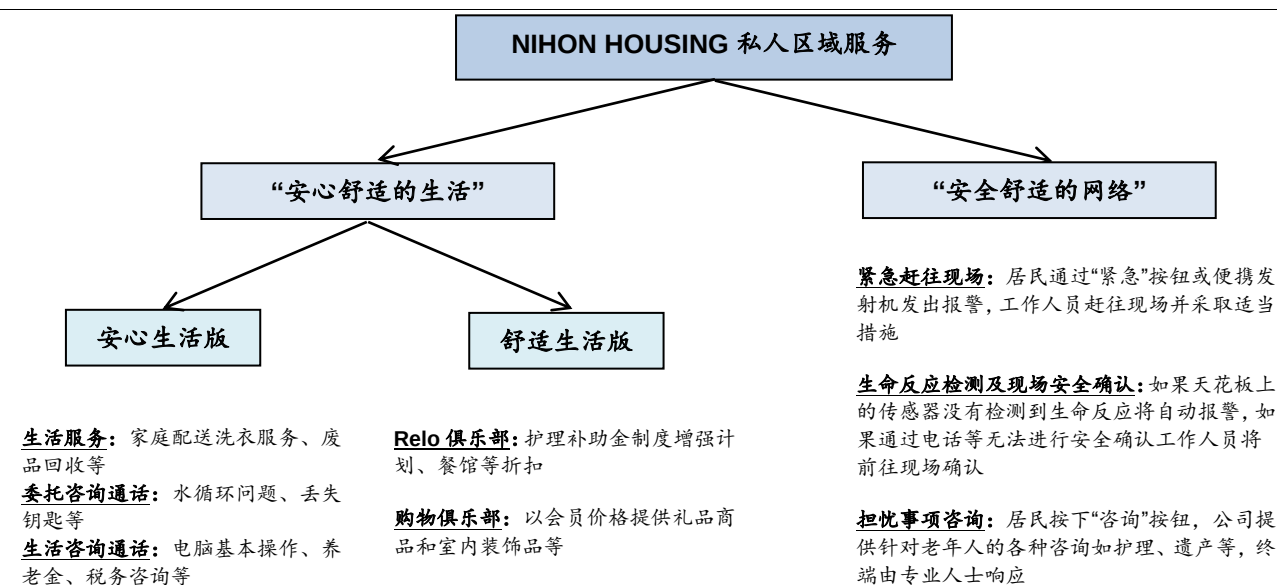
4) 丰富服务种类, 打造更具竞争的私人区域服务

随着建筑物老化和居民老龄化, 居民对公寓管理需求也越来越多样化和复杂化。以上背景使得消费者对物管公司的业务能力提出更高要求。通过私人区域服务, 公司助力管理公寓维持资产价值, 提供更好的居住环境。

公司私人区域服务主要包含“安心舒适的生活”与“安全舒适的网络”两个板块。“安心舒适的生活”板块针对“安心生活”推出各类上门服务、电话咨询服务, 针对“舒适生活”推出各类优惠计划。“安全舒适的网络”板块针对老年人提供保障生命安全、咨询疑难问题的服务。

我们认为，NIHON HOUSING 开展的私人区域服务可对标国内住宅增值服务。相较而言，私人区域服务更贴近目标客户需求，切实提高居民生活舒适度。

图37 公司私人区域服务的具体内容



资料来源：NIHON HOUSING 2008 财年投资者报告，HTI

从私人区域收入占社区住宅管理业务收入比重来看，2017-2022 财年仅 1.3% 左右。业务占比虽不高，但公司对私人区域服务高度重视。我们认为公司开展私人区域服务主要为提高综合物管服务质量，维持现有客户粘性、获得物业费提价空间。单项业务收入贡献并不是首要考量。

5) 股东资源协同合作

2008 年 12 月 25 日，公司与控股股东 Relo 集团签订业务合作协议。Relo 集团主要从事业务包括：房地产经纪、理财咨询服务、人力资源管理等。基于此协议双方将发挥各自业务领域优势实现协同效应，以实现双方企业价值的最大化。公司与 Relo 集团业务合作成果主要体现在三个方面：

- 创设居民互动杂志，深度了解客户需求。公司 2009 年 11 月起发行由公寓居民参与的杂志《HOUSING NEWS》。2010 年 7 月起开设面向公寓居住者的网站“HOUSING NEWS ONLINE”；
- 扩充“安全舒适生活的服务”板块，提升育儿、护理菜单等服务的质量；
- 提供更多服务内容，包括针对工作调动居民的房产管理服务、室内装修服务、活动代理服务。

2012 年 5 月，公司与主要股东“合人社”集团签订业务合作协议，将双方优势和经验进行融合，利用彼此经营资源实现协同效应，以进一步增强各自竞争力。“合人社”集团主要业务包括：公寓管理、楼宇与设施管理、修缮改造工程和设备工程、大楼维护等。双方主要业务合作内容包括共同开发客户和提供新服务、与提供服务和维修工程相关的联合采购、共同实施以公寓管理为中心的营销活动、共同参与 PFI 业务、系统的联合开发和研究等。

2013 年 5 月，董事会决议通过公司与“合人社”集团共同出资在北海道和冲绳县分别设立合资公司，以提高公司和“合人社”集团的竞争力并最大化企业价值。

表 4 NIHON HOUSING 与合人社集团设立的合资公司情况

	合人社北海道房屋株式会社	合人社冲绳房屋株式会社
所在地	北海道札幌市	冲绳县那霸市
从事业务	公寓管理	公寓管理
成立日期	2013 年 7 月 1 日	2013 年 7 月 1 日
注册资本	1000 万日元	3000 万日元
股本构成	NIHON HOUSING 51%，合人社集团 49%	NIHON HOUSING 49%，合人社集团 51%
并表情况	NIHON HOUSING 的合并子公司	NIHON HOUSING 的关联公司

资料来源：NIHON HOUSING 2013 财年年报，HTI

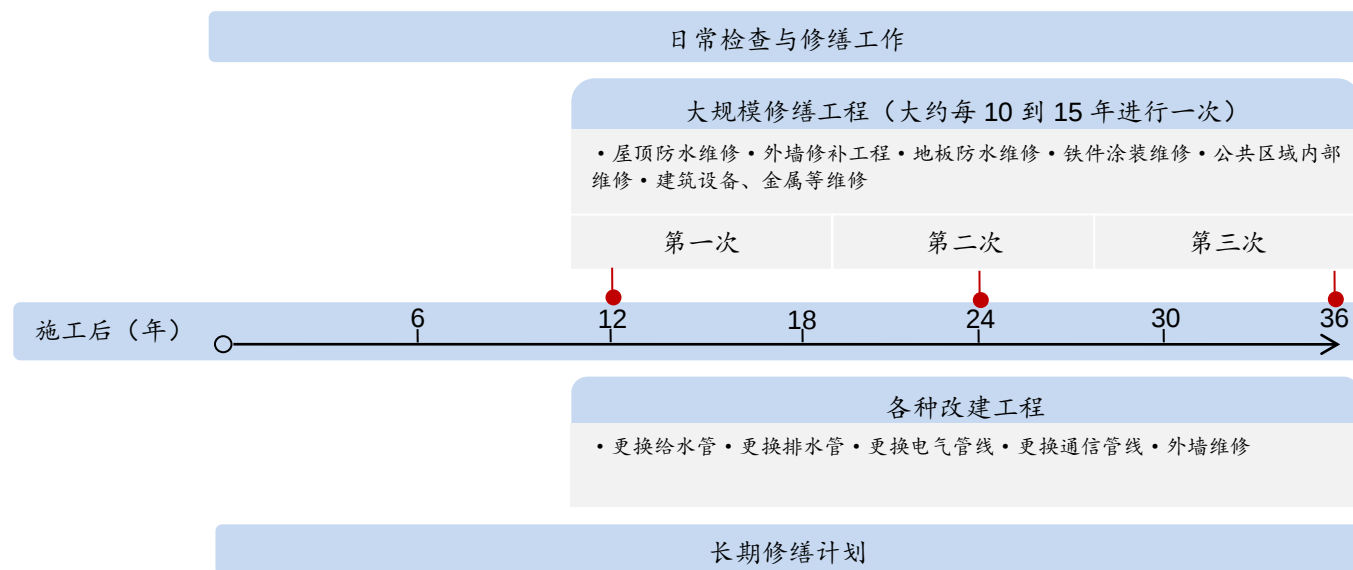
4.3 修缮工程（维修、更新和代建业务）

在日本，公寓业主除需每月定期向公寓管理委员会（或物管公司）缴纳物业管理费外，还需缴纳长期修缮储备金用于建筑物修缮工作。

修缮储备金金额根据建筑物的长期修缮计划进行缴纳。NIHON HOUSING 为每栋建筑物制定独特的长期修缮计划，并在后续负责实施修缮工作与管理修缮储备金征收工作。为了在几十年后仍保持建筑物的资产价值与居住体验，NIHON HOUSING 组织专业人员定期对建筑物进行检查，确认各个部分的劣化情况和问题点，并从软件和硬件两方面制定精细计划，提出小规模修补和大规模修缮工程的建议。

公司将修缮工程业务大致分为三类，分别为大规模修缮工程、日常检查与修缮工作、各种改建工程。公司将日常检查与修缮工作贯穿安排在建筑物整个生命周期，在建筑物施工 10 年后安排大规模修缮工程与各种改建工程。

图38 公司修缮工程业务规划

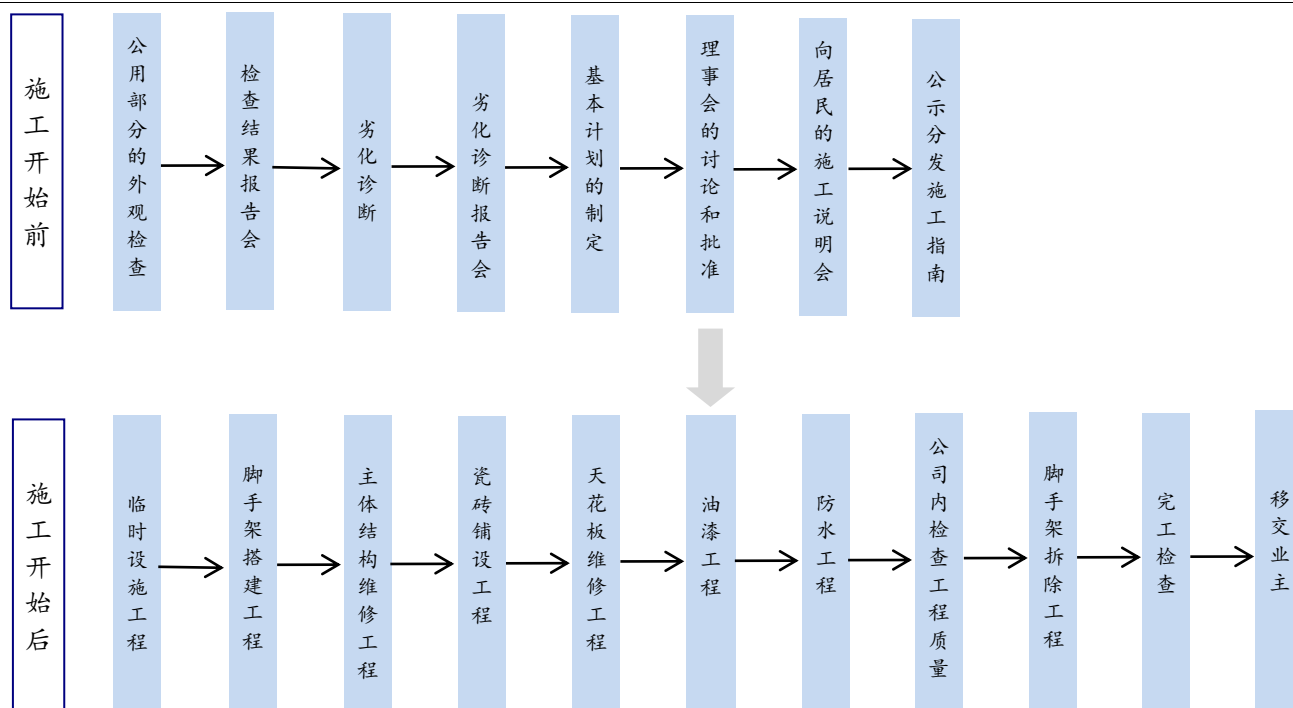


资料来源：NIHON HOUSING 官网，HTI

公司凭借丰富的公寓管理经验，提出并实施大规模修缮工程计划，旨在长期维持并提升公寓的资产价值。根据常规经验，公司每 10 到 15 年会对建筑物进行一次大规模维修。在进行第二次大规模修缮时，公司会扩大修缮范围，并对所使用的材料及施工工艺进行重新评估和选择。至于第三次及以后的大规模修缮工程，则更多根据公寓居民具体需求来定制，以提升公寓的性能，并适应随着时间推移而产生的变化。此外，公司还会根据公寓的实际情况提出升级工程，以进一步提高公寓的性能并适应长期变化。

公司致力于日常检查与修缮工作，降低建筑物劣化速度以维持资产价值。公司通过日常检查尽早发现建筑物劣化和设备功能下降风险。企业从两方面为业主提出建议，即预防事故发生的维修工作和提高性能的改良工作。

图39 公司大规模修缮工程流程

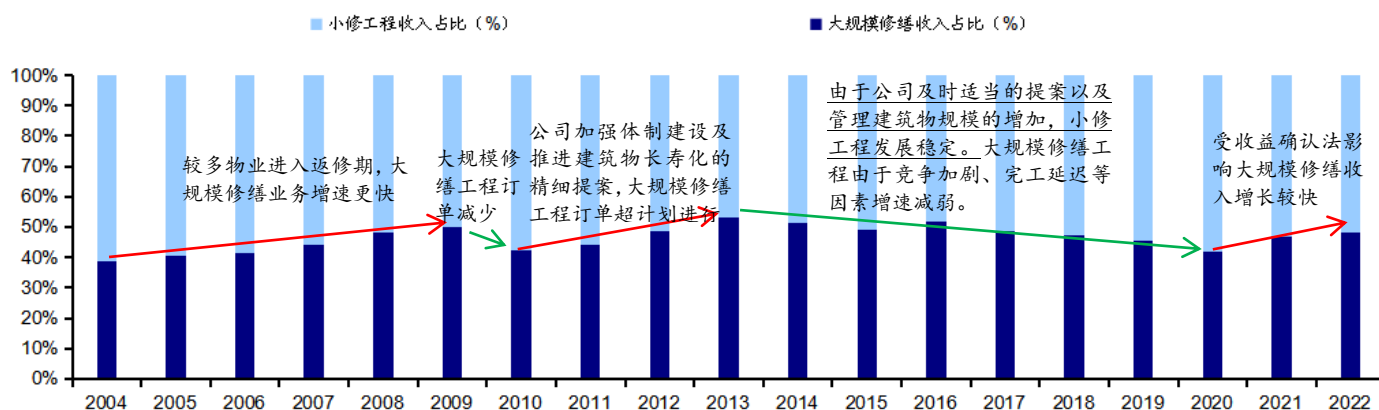


资料来源：NIHON HOUSING 官网，HTI

为进一步提高建筑物的性能，公司开展各种改建工程。工作包括引入安全舒适的设备和机器，将公寓改造成更加宜居的地方，如更换供水管排水管、电梯改造、无障碍斜坡改造、金属部件更换、地面铺设改造、对讲系统更新等。

公司将修缮工程业务收入主要分为大规模修缮与小修工程两项。公司大规模修缮和小修工程的收入比重多年来因各种因素略有波动。整体而言公司大规模修缮收入占修缮工程业务收入比重在 40%-50%之间，小修工程占修缮工程业务收入的比重在 50%-60%之间。

图40 公司 2004-2022 财年修缮工程业务收入占比情况

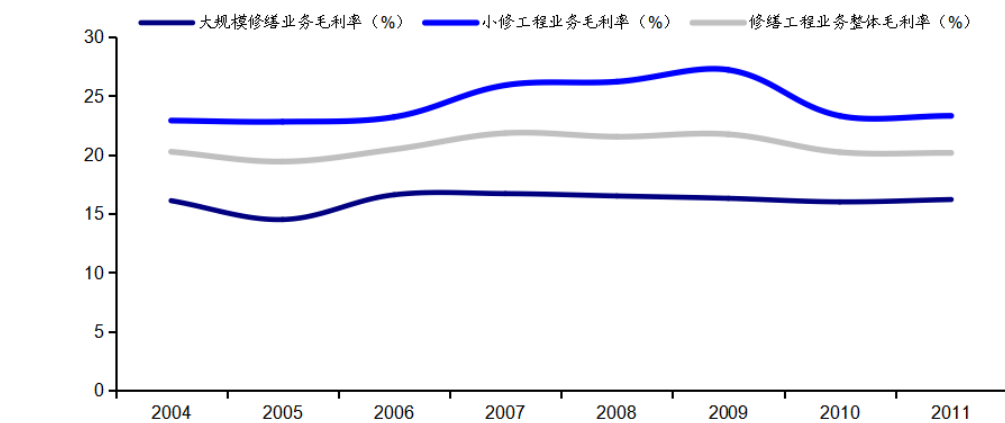


资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年年报、投资者报告，HTI

随着建筑高龄化与人口老龄化的逐渐加深，日本修缮工程需求日益增加。同业竞争者及大型开发商接连进入该尚存发展机会领域。以上原因导致业务订单率下行与订单价格下降。同时，虽然修缮工程行业整体材料成本与人力成本提升，但公司为保证业务品质，主动加大人员成本投入以确保项目安全与质量，以上因素造成成本端压力。

为应对以上挑战，公司通过与“合人社”集团展开业务合作，联合采购材料和服务、推进数字技术、改进内部系统等方式压降成本费用。企业利用自身管理优势提出及时准确的工程提案以实现订单接收率、业务回报率提升。多年来公司修缮工程业务整体营业利润率基本稳定在 7%-8% 区间。2004-2011 财年，公司修缮工程业务整体毛利率处于 19%-22% 区间，大规模修缮工程业务毛利率处于 16%-17% 区间，小修工程的业务毛利率处于 23%-27% 区间。（细分数据最新披露至 2011 财年）

图41 公司 2004-2011 财年修缮工程业务细项毛利率情况



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2011 财年投资者报告，HTI

客观上，日本存量建筑老龄化不断推动修缮需求。随着时间推移，公司修缮工程业务收入规模也逐渐比肩社区住宅管理业务体量。与此同时，日本建筑技术法规的修订、政府引导存量小区更新、环保措施需求增加、人口老龄化也在推动公寓改造需求。主观上，公司重视整修规划能力、技术能力、管理能力。企业整修业务可以覆盖从日常小修到符合建筑生命周期的长期大修等多项综合业务。

另外，我们认为公司修缮工程业务实现较好增长还有以下原因：

1) 与各业务间协同发展

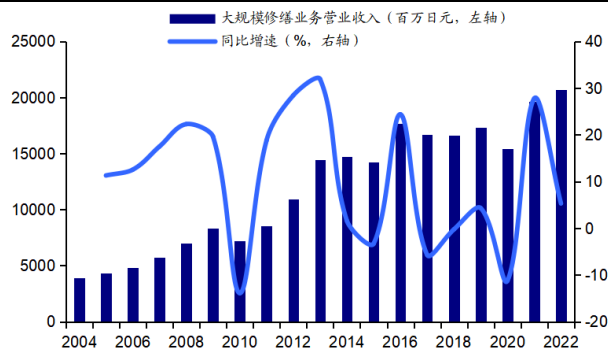
公司重视修缮工程业务与各管理业务间形成互相协同的优势关系。首先，公司核心业务公寓管理规模逐年增加，其衍生出的维修工程需求稳定且可以向公司自身导流，助力修缮业务业绩增长。

另一方面，修缮工程的高质量落地进一步维护建筑物长期价值、提升居住体验。为业主提供优秀的修缮体验，可以为公司其他管理业务外拓提升竞争力、为存量合约续签率打造坚实基础。此外，公司虽然退出开发建设业务，但前期工程管理经验和管理资源依旧保留。以上因素增强了企业在大规模修缮工程和重建方面的业务能力。

分拆收入来看，公司大规模修缮业务营业收入从 2006 财年的 48.57 亿日元增长至 2022 财年的 207.19 亿日元，年均复合增长率为 9.49%，但同比增速波动较大；小修工程业务营业收入从 2006 财年的 68.27 亿日元增长至 2022 财年的 223.71 亿日元，年均复合增长率为 7.70%，同比增长较为平稳。

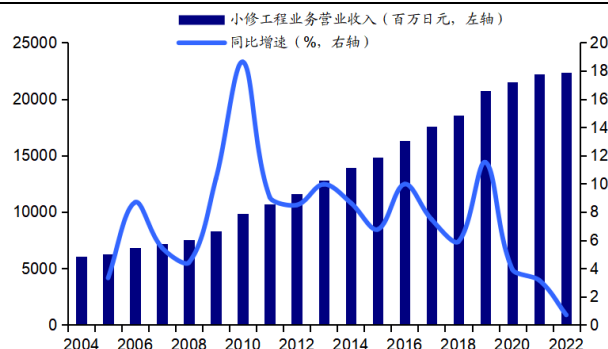
我们认为，小修工程业务由于更受益于公司管理规模提升带来的协同效应，相较于低频次发生、需较长工期、行业竞争加剧的大规模修缮业务而言其收入增长更加稳定。

图42 公司 2004-2022 财年大规模修缮业务营业收入



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

图43 公司 2004-2022 财年小修工程业务营业收入



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

2) 积极展开收购，拓展收入利润

公司积极展开修缮工程领域收购兼并。公司主要收购了 7 家主营业务为修缮工程的公司，其中 6 家在日本，1 家在新加坡，实现海内外修缮工程业务全面铺排。

公司日本国内修缮业务收购包括，三光工程株式会社、Surf 株式会社、亚细亚综合防灾株式会社、伊胜株式会社等。以上企业的稳步发展，多年来为公司修缮工程业务营收利润的增长做出贡献。

海外方面，在新加坡收购的 PROPELL INTEGRATED PTE LTD，2020 财年受疫情影响新建大型工程业务开展受阻。疫情后新加坡国内迅速通胀导致原材料价格和劳动力成本急剧上升。此外，承包商要求压缩工期以及应收账款的减值等因素使得该公司 2023 财年利润大幅减少。2023 财年起，公司计划推进新加坡子公司的收入结构性改革，转向以建筑管理和维修工程等轻型业务为中心。

表 5 NIHON HOUSING 修缮工程类公司主要收购情况

收购时间	公司名称	所在地	注册资本/投资额 (终值)	持股比例 (终值)	后续状态
2004 年 9 月	洋伸建筑技术株式会社	东京都文京区	4000 万日元	100% (后被吸收合并)	从事建筑物管理、修缮工程业务，2009 年 12 月 1 日被 NIHON HOUSING 吸收合并。
2012 年 6 月 1 日	三光工程株式会社	东京都江户川区	2500 万日元	70%	无变化
2014 年 5 月 30 日	Surf 株式会社	东京都练马区	5000 万日元	52.4%	2014 年 5 月被 NIHON HOUSING 收购 70% 的股权。2017 年 1 月进行第三者分配增资，NIHON HOUSING 所占股权为 52.4%。
2015 年 4 月 30 日	亚细亚综合防灾株式会社	东京都江户川区	2000 万日元	100%	无变化
2017 年 2 月	PROPELL INTEGRATED PTE LTD	新加坡	1500 万新加坡元	100%	2017 年 2 月被 NIHON HOUSING 收购 80% 的股份，2020 年 2 月被收购剩余股份成为 NIHON HOUSING 全资子公司。
2018 年 7 月	伊胜株式会社	神奈川县横滨市	1 亿日元	90%	无变化
2020 年 8 月	美成株式会社	埼玉县草加市	3000 万日元	100%	无变化

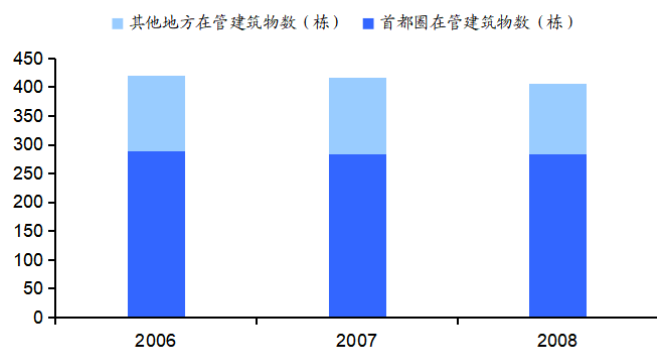
资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

4.4 建筑物管理（非住社区管理）

以 5%的空置率作为市场均衡点，我们认为日本东京 23 区的日本写字楼租赁市场在 2009-2015 年、2021-2024 年均处于供过于求的状态。

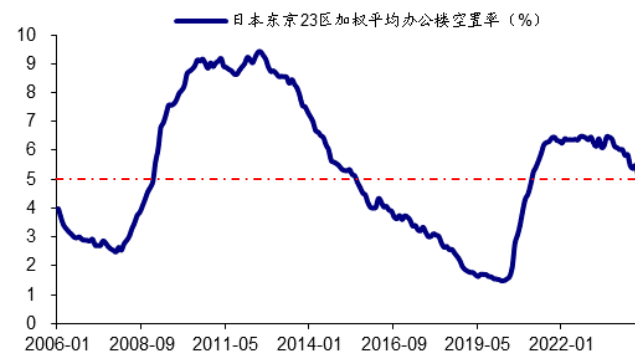
2013 财年前，公司建筑物管理业务在日本国内发展局面不容乐观，建筑物空置率上升使得委托费用减少，日本企业收益恶化使得业主存在削减经费倾向。2013 财年后日本企业盈利能力修复，空置率呈现下降趋势，部分地区租金上涨，但公司建筑物管理业务也面临人手不足导致的劳务成本和外包费用上升的挑战。

图44 公司 2006-2008 财年在管非住建筑栋数按地区分布



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2008 财年投资者报告，HTI

图45 日本东京 23 区办公楼空置率情况



资料来源：wind，HTI

在日本国内空置率高、租金下滑的阶段，公司通过退出无利可图的物业，重组合并附属公司提高集团管理效率，进行成本费用审查，以提高盈利能力。在日本国内经济企稳、人力成本提高的阶段，公司对应要求提高委托管理费用，加强对管理建筑物租户的私人区域清洁和特别清洁提案以提高利润。除 2008-2009 财年（开发业务撤退使得部分业务人员转移至建筑物管理部门）、2022-2023 财年（大型物业订单取消）外，公司建筑物管理业务营业利润率都维持在 6%-7% 的水平。

公司长期处于日本国内写字楼空置率居高不下、租金持续下跌的市场环境。管理规模端所承受压力包括：在管物业订单解约、新签订单停滞不前、新建筑物签约数量增长乏力。费用端由于日本企业收益恶化导致业主削减经费，管理委托费呈下降趋势。

虽然多数财年，公司该项子业务所处行业环境存在挑战，但公司建筑物管理业务收入实现超过企业整体业务的平均增速，部分年份出现远高于平均同比增速，我们认为主要有以下因素。

1) 布局海外新兴市场，寻找新增长点

2007-2009 财年，公司建筑物管理业务受制于国内行业环境呈现收入下行趋势。2010 财年起，伴随中国等新兴市场的经济扩张持续，公司海外子公司的业绩表现良好，业务进入增长阶段。

早在 1994 年 9 月，公司在中国内地与大连当地企业设立合资公司“大连日隆物业管理有限有限公司”。成立合资公司以来，公司在中国大连设立总部基地，并扩展北京、天津、成都、武汉、长春、上海、沈阳等地的分支机构。为对冲日本国内严峻的行业环境，2012 财年起公司专注以大连周边地区为中心进行业务拓展。由于合资公司成立初期规定共同经营期限为 25 年，经协商后 2019 年 9 月公司到期转让持有合资公司股份。

以中国市场兴起作为历史经验，公司继续寻找布局海外建筑物管理的业务机会。2016 年起，由于亚洲房地产市场发展减速，海外投资者将目光聚集在越南胡志明市写字楼市场，使之成为亚太地区热门投资板块。公司在 2016 年 3 月从 The Pan Group Joint Stock Company 收购旗下子公司 Pan Pacific Services Company Limited 和 Pan Pacific Company Limited 分别 80% 的股权使之成为子公司。2018 年 12 月追加收购使上述两家子公司成为全资子公司。

表 6 NIHON HOUSING 海外布局的建筑物管理类公司

收购时间/成立时间	公司名称	所在地	注册资本/投资额 (终值)	持股比例 (终值)	后续状态
1994 年 9 月	大连日隆物业管理有限公司 (后更名为大连豪之英物业管理 有限公司、豪之英不动 产管理集团有限公司)	中国大连市	1200 万人民币	0%	合资创立时 NIHON HOUSING 持有 51% 的股份, 注册资本 500 万人民币; 2016 年 4 月增资至 1200 万人民币; 2019 年 9 月按规定 NIHON HOUSING 退出其持有的所有股份。
2016 年 3 月 9 日	Pan Pacific Services Company Limited	越南胡志明市	250 亿越南盾	100%	初始 NIHON HOUSING 持有其 80% 的股份, 2018 年 12 月 NIHON HOUSING 追加收购剩余 20% 股份使之成为全资子公司
2016 年 3 月 9 日	Pan Pacific Company Limited	越南胡志明市	100 亿越南盾	100%	初始 NIHON HOUSING 持有其 80% 的股份, 2018 年 12 月 NIHON HOUSING 追加收购剩余 20% 股份使之成为全资子公司

资料来源: NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报, HTI

2) 修复期寻机扩大国内业务版图

2012 年底, 安倍晋三上台后实施货币宽松、财政刺激、振兴民间投资消费等一系列政策措施, 以摆脱日本经济长期通缩局面。日本经济在 2013 财年后缓慢复苏。企业盈利逐步改善。借此契机公司重新将眼光放回日本国内, 于 2013 年 12 月 24 日收购京大管理株式会社与京商商事株式会社, 使其成为全资子公司。2022 年 4 月, 公司全资收购 NH 设施株式会社, 以进一步扩大公司建筑物管理规模、提高企业综合价值。

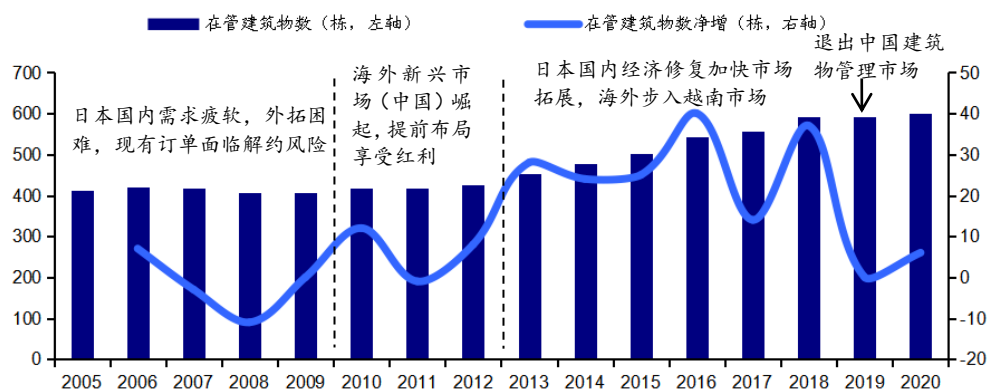
表 7 NIHON HOUSING 日本国内收购的建筑物管理类公司

收购时间	公司名称	所在地	注册资本/ 投资额 (终 值)	持股比例 (终值)	后续状态
2013 年 12 月 24 日	京大管理株式会社	北海道 札幌市	1000 万日元	100%	2013 年 12 月, 京大管理株式会社与京商商事株式会社被 NIHON HOUSING 全资收购。2017 年 2 月, 兴产大厦服务株式会社被 NIHON HOUSING 全资收购。2019 年 4 月, 京大管理株式会社、京商商事株式会社、兴产大厦服务株式会社和北晴株式会社, 以京大管理株式会社作为存续公司进行吸收合并。
2022 年 4 月	NH 设施株式会社	千叶县 市原市	1 亿日元	100%	无变化

资料来源: NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报, HTI

除收并购外, 公司积极开拓各种渠道以获取更多客户资源。现有客户层面, 认真履行职责防止取消既有订单。业务拓展方面, 通过日常业务建立的信任关系获取现有客户额外订单和新客户推荐。与此同时, 企业积极发挥集团优势。通过集团各公司相互介绍客户等方式协同拓展。营销层面, 通过举办各种研讨会和业务合作进一步加强信息收集, 积极开展各类营销活动以获取新客户。

图46 公司 2005-2020 财年日本国内在管非住建筑物栋数及每年净增栋数



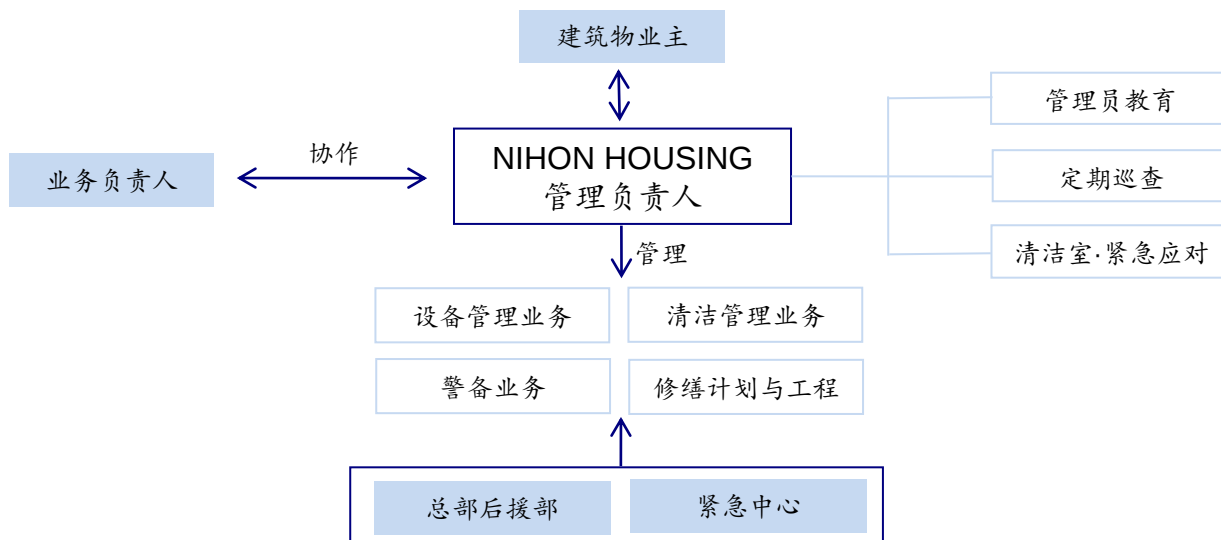
资料来源: NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告, HTI

3) 整合周边业务, 积极创收

为实现积极创收，公司将建筑物管理的周边业务共同整合。公司建筑物管理业务以设备管理业务、清洁管理业务、警备业务、修缮计划与工程为业务核心内容，以总部后援部与紧急中心作为后备支撑，辅以员工教育、定期巡查、紧急情况应对进一步完善业务内容。

公司建筑物管理业务结构层次分明，安排井然有序。设备管理业务分为卫生设备管理、空调设备管理、消防设备管理、电气设备管理、电梯设备管理、其他等；清洁管理业务分为日常清洁、定期清洁、玻璃清洁、特别清洁、垃圾处理等；警备管理业务分为常驻警备、巡回警备、机械警备等；修缮计划与工程业务指公司根据客户需求和预算，从办公室原状恢复工程到各种内外部装修工程提出最佳计划提案。

图47 公司建筑物管理运营支持体系



资料来源：NIHON HOUSING 官网，HTI

4) 提升员工能力，关注资质与后续培训

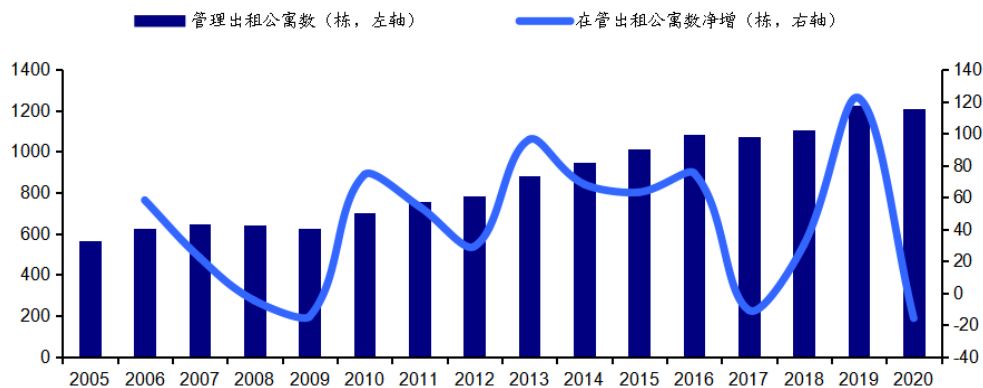
考虑非住建筑物管理具有较强品牌特制和专业属性，公司注重具有技术资质的员工招聘，也注重员工后续的专业培训。公司通过“研修中心”进行教学研修以及在管建筑物的实地研修等方式，培养专业的建筑物管理人才。公司设立“研修中心”，配备各种设备实物和建筑物劣化样本的培训设施，对清洁工、设备管理员、设施警备员等都有针对性课程设置。该中心于2003年被东京都认定为“指定职业训练学校”。

通过积极培育员工职业素养，公司建筑物管理业务具备从日常维护到大规模修缮工程的综合能力，为办公楼、教育设施、运动设施等提供一站式服务。无论是独栋建筑物还是大型复合设施，公司都能提出高效和准确的全面管理方案。

4.5 房地产管理（建筑托管和经纪服务）

公司房地产管理业务包括：1）代表业主进行建筑管理和租赁管理，2）提供租赁服务、房地产买卖和中介服务，3）公司自有物业的租赁运营。公司管理出租公寓数从2006财年的624栋增长至2020财年的1210栋，年均复合增长率为4.84%。

图48 公司 2005-2020 财年日本国内在管出租公寓栋数及每年净增栋数



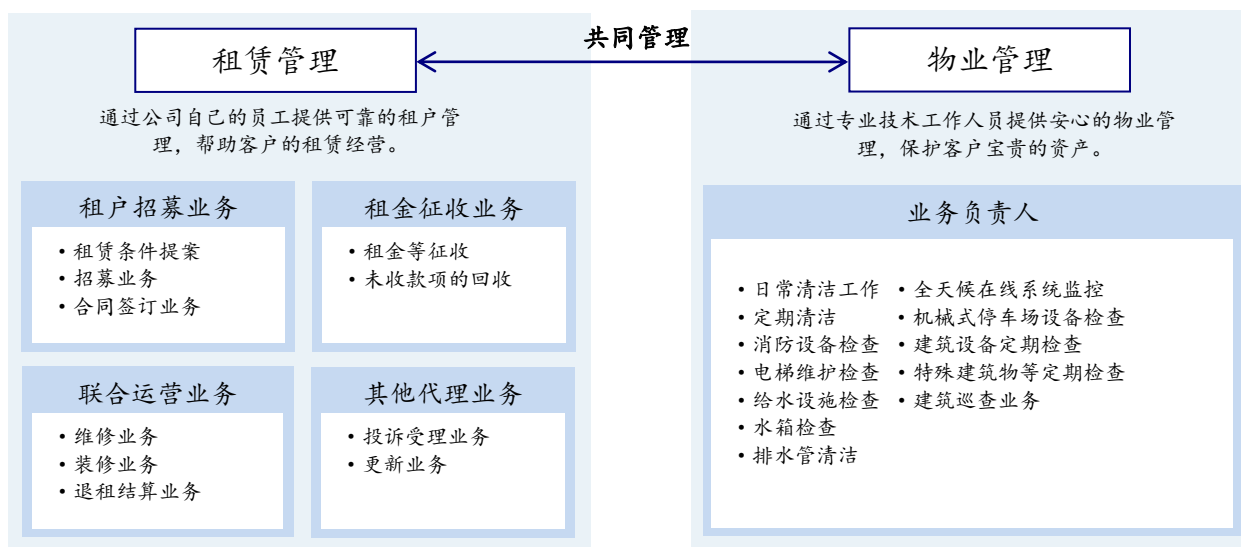
资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

房地产租赁和买卖业务相较于传统物业管理，与房地产市场本身表现更加强相关，我们认为公司房地产管理业务能在多年来保持稳健发展主要有以下因素：

1) 业务协同创造价值

公司同时进行租赁管理业务和物业管理业务。企业通过统一管理建筑物和居民，实现顺畅的业务体系，并与客户建立长期信赖关系。

图49 公司共同管理租赁业务与物管业务，协同发展创造价值



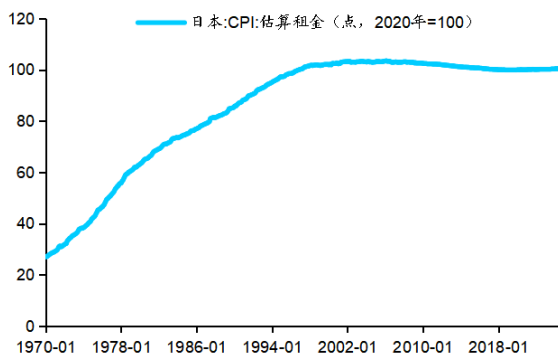
资料来源：NIHON HOUSING 官网，HTI

公司积极提出在入住和退租时的翻新工程建议。当租户退租时，公司会检查确认房间的状态，通过进行原状恢复工程，如修复因年代久远而损坏的地板、天花板、壁纸等，确保下一个租户能够顺利决定入住。基于租户的需求和业主的预算要求，公司还会提出旨在提高物业收益空间的翻新工程方案。通过翻新工程，公司不但补充额外收入来源，还实现高入住率以加强房地产管理业务本身的盈利能力。

2) 借 REITs 东风，将租赁管理与资产证券化有机结合

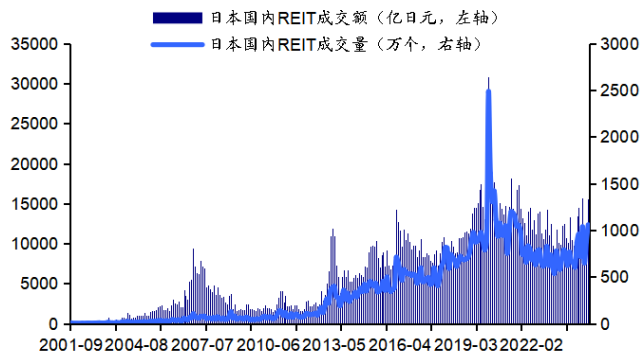
虽然泡沫经济破灭后，日本整体经济受到冲击，但租金水平保持相对稳定。受益于稳定租金现金流，日本自 2001 年 9 月推出首单 J-REIT。J-REITs 成交量和成交额整体保持上升态势。

图50 日本租金水平整体保持相对平稳



资料来源: wind, HTI

图51 日本 J-REIT 成交整体保持上升态势

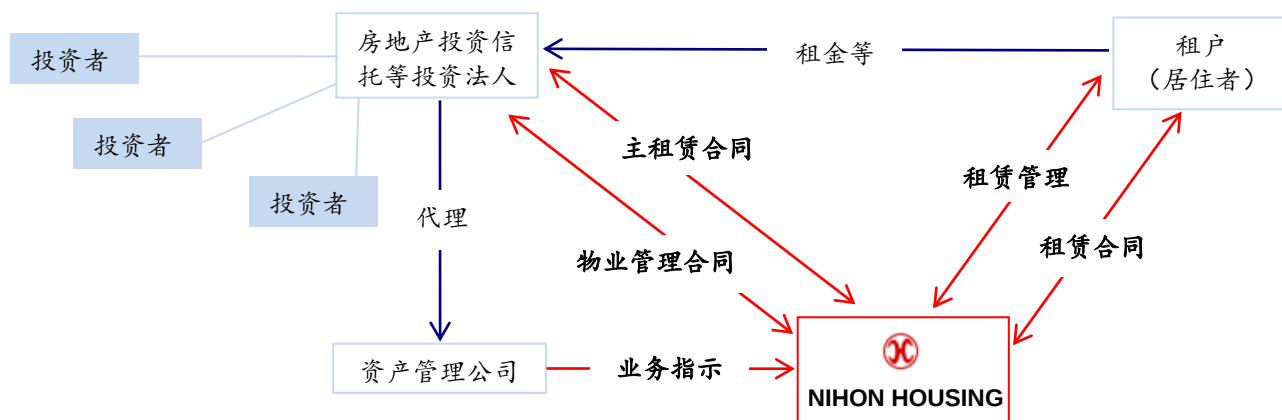


资料来源: wind, HTI

利用日本国内 REITs 蓬勃发展的契机, 公司将租赁管理与资产证券化有机结合, 形成双赢局面。公司物业管理所追求的目标是平衡租金收入和管理费用的支出, 以确保业主稳定收益。公司利用在公寓管理业务中所积累的专业知识, 不仅提供简单的成本削减, 还会根据物业的特性, 如地理位置和入住者的特征, 提出合适的管理建议。

但值得注意的是, 随着 REITs 投资市场的繁荣, 所有权变更增加导致解约变多。多个业绩期内, 由于基金物业为中心的物业出售增加, 公司房地产管理业务的收入利润都不及预期。

图52 公司提供管理建议, 帮助客户更好获得证券化收益



资料来源: NIHON HOUSING 官网, HTI

5. 风控层慎行：财务纪律严格，流程管理明确

除战略和战术层面, NIHON HOUSING 在风控层面已经有值得市场借鉴的方向。企业在关务管控、业务管控和风控管控上均有自己长期坚守的原则。

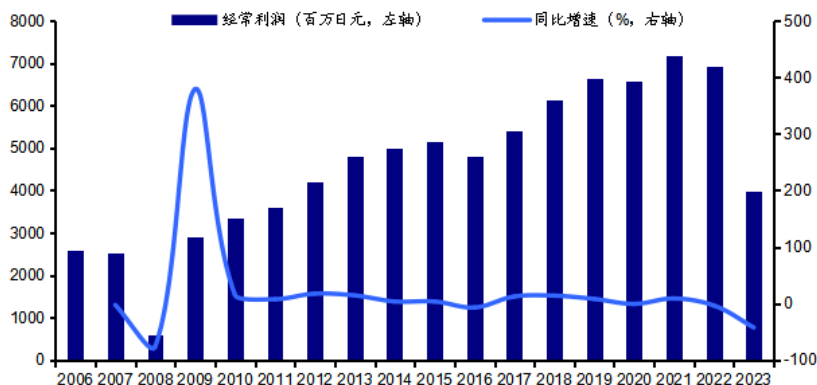
5.1 财务管控逻辑：管理计划严明，严控业绩指标

公司将营业收入和经常利润的稳定增长作为经营目标。营业利润、经常利润在日本计算方式与我国有区分, 以下是各自计算公式:

$$\text{营业利润} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{销售费用及一般管理费用}$$

$$\text{经常利润} = \text{营业利润} + \text{营业外收入} - \text{营业外费用} \quad (\text{在日本, 营业外收入包括利息收取、分红收取、有价证券利息、汇兑收益、杂项收入等科目, 营业外费用包括利息支付、汇兑差额损失、杂项损失等科目})$$

图53 公司 2006-2023 财年经常利润及同比增速



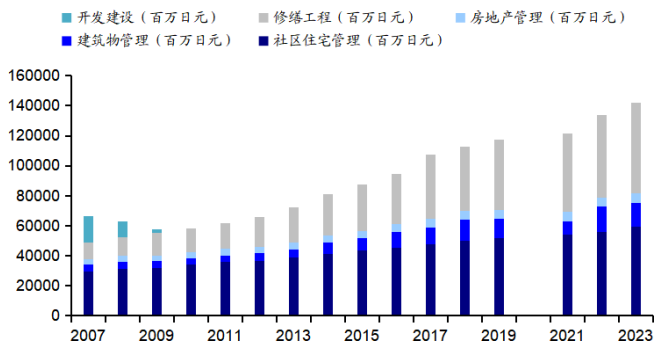
资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报、公司官网，HTI

在日本，利息收支是营业外收入和费用中的重要科目。我们认为，经常利润体现公司从整体业务活动与财务活动中获得的利润，客观反应公司的实际盈利能力。公司经常利润从2006财年 25.85 亿日元增长至2022财年 69.24 亿日元，年均复合增长率为6.35%。（理由同前，2023 财年海外业绩扰动导致短期利润受挫，因此不纳入分析）

首先，公司结合外部商业环境和内部经营措施，对每项业务下一财年的业务规模、营业收入、营业利润率、营业利润等指标做出规划（由于爆发新冠疫情难以使用合理假设进行预测，2019 财年公司未公布对 2020 财年的业绩预测）。

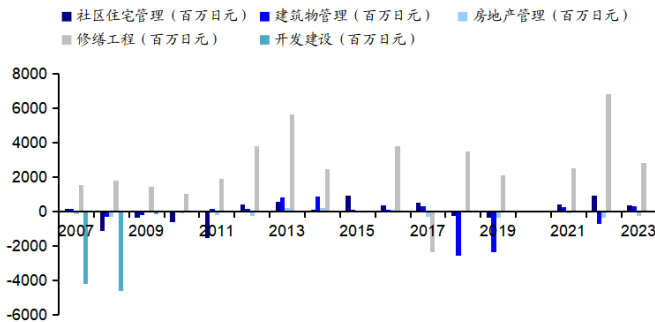
根据数据验证，社区住宅管理业务、建筑物管理业务的营业收入实际值与计划值的差值基本在 10 亿日元以内，房地产管理业务的营业收入实际值与计划值的差值基本在 5 亿日元以内，修缮工程业务的营业收入在多个财年内都明显超过计划值。公司各项业务（开发建设业务除外）、整体合计的营业利润率，实际值与计划值的差值在多数财年都维持在 1 个点以内。

图54 公司 2007-2023 财年营业收入计划值



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

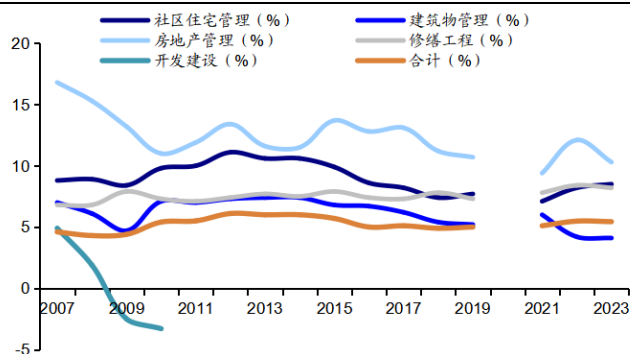
图55 公司 2007-2023 财年营业收入实际值-计划值



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

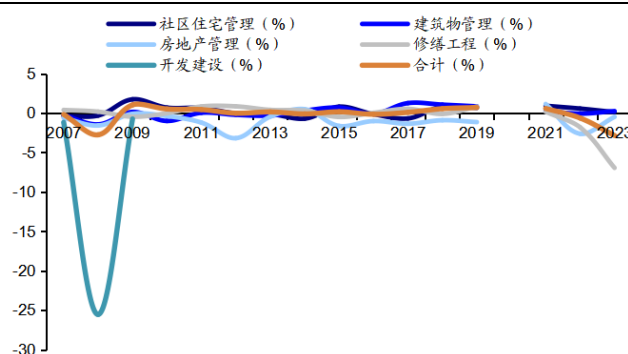
同时，针对每项业务，公司不但会在每个财年回顾与上个财年业绩的差异原因，也会回顾与计划值的差异原因。我们认为，通过以上计划制定与结果回溯的步骤，公司更加深刻理解行业基本面情况，精准把握业绩变化趋势，有助于精进完善业务措施，尽可能创造更多收益。

图56 公司 2007-2023 财年营业利润率计划值



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

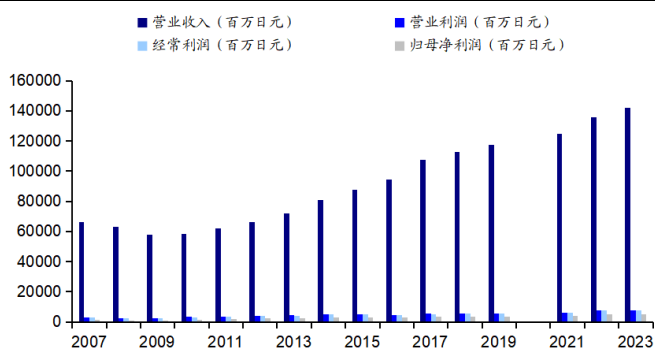
图57 公司 2007-2023 财年营业利润率实际值-计划值



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

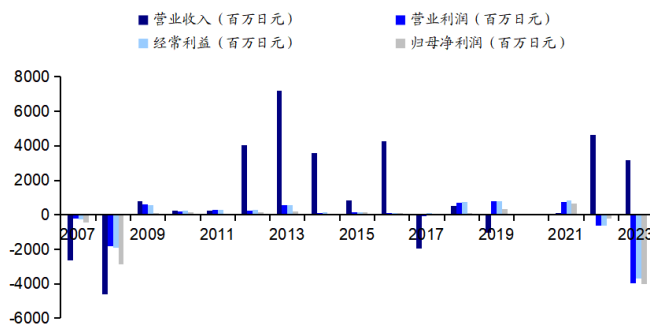
以各项业务的预测值合算，公司得出下一财年营业收入、营业利润、经营利益、归母净利润的预测值。排除 2007-2008 财年（开发建设业务拖累）、2022-2023 财年（新加坡子公司拖累），公司利润项指标都超计划完成。

图58 公司 2007-2023 财年整体财务指标计划值



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

图59 公司 2007-2023 财年整体财务指标实际值-计划值



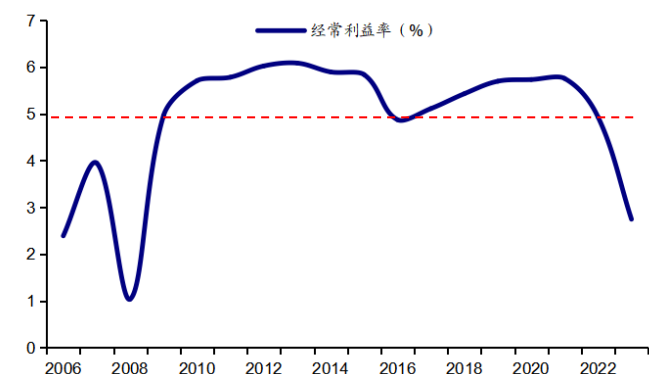
资料来源：NIHON HOUSING 2006-2022 财年投资者报告，HTI

为提高盈利能力，公司将经常利润率（经常利润/营业收入*100%）视为经营能力上重要的指标；为加强财务体质，公司将提高自有资本比率（所有者权益/总资产*100%）视为资产结构上重要的指标。

我们认为，经常性利润率反映了物业公司在获取收益和控制成本费用方面的能力，排除了资产处置、减值损失等非经常性事项的影响，更加关注公司核心业务的运营情况；前期公司计划退出开发建设业务，注重报表减负因此关注自有资本比率，长期来看自有资本比率也是衡量物业公司运营效率与偿债能力的优秀指标。

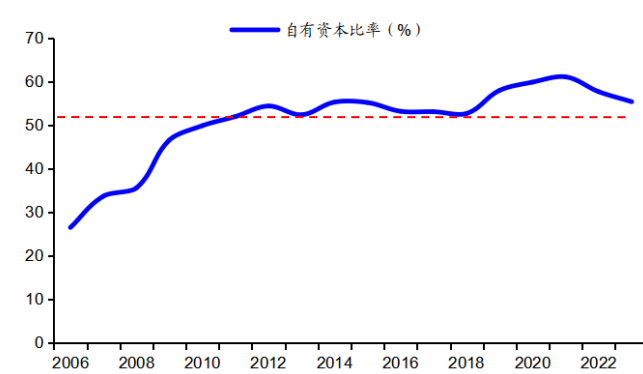
在前期，公司的目标是实现 5% 的经常利润率和 30% 的自有资本比率。从 2010 财年起，公司经常利益率除少数年份外均超过目标线，自有资本比率各个年份均超过目标线。

图60 公司 2006-2023 财年经常利润率



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

图61 公司 2006-2023 财年自有资本比率

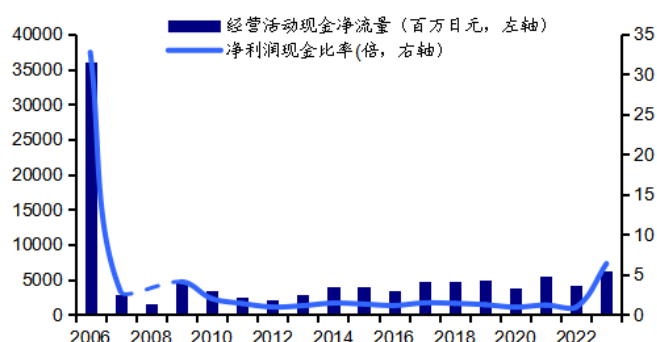


资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

在 2009 财年之前公司经营活动产生的现金净流量主要得益于存货减少，自 2009 财年起公司经营活动产生的现金净流量主要源自其盈利能力提升。公司净利润现金比率(经营活动现金净流量/净利润*100%)均在 0.9 倍以上，多数财年在 1 倍以上，体现公司优秀的盈利质量。

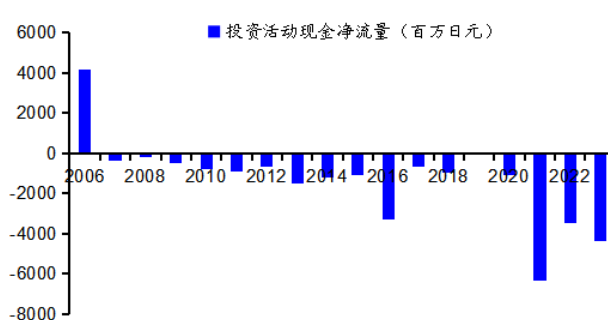
投资活动产生的现金净流量方面，2006 财年由于公司出售所有不动产与土地为正值，其余财年均均为负值。公司在投资活动方面的支出主要集中于软件购置、购置新合并子公司的支出、子公司股份收购、存入定期存款等。

图62 公司 2006-2023 财年经营活动现金净流量



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

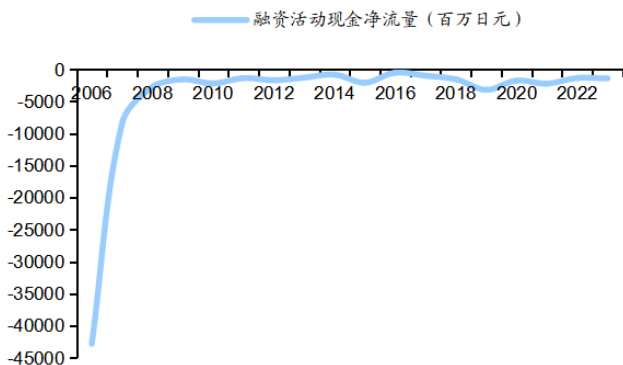
图63 公司 2006-2023 财年投资活动现金净流量



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

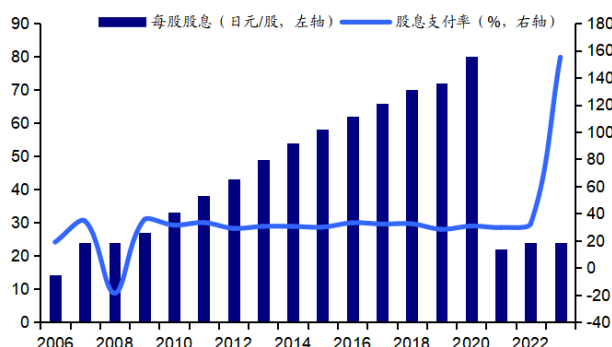
公司致力于通过增强长期盈利能力和财务基础来扩大业务收入，并以稳健业绩为支撑，持续实施稳定的利润分配以回报股东。公司融资活动产生的现金净流量均为负值。在 2013 财年之前，公司为改善资本结构压缩有息负债。2013 财年起公司融资活动方面的支出主要集中于股息支付。公司现金分红总额从 2006 财年的 208 万日元上涨至 2023 财年的 1542 万日元，每股股息从 2006 财年的 14.25 日元上涨至 2023 财年的 24 日元。排除特殊年份，公司股息支付率常年在 30% 左右波动，股息率常年在 2% 左右波动。

图64 公司 2006-2023 财年融资活动现金净流量



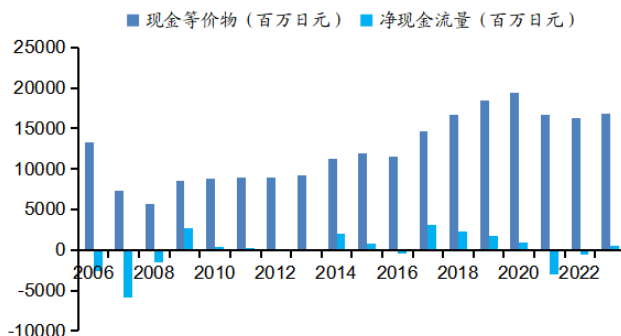
资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

图66 公司 2006-2023 财年每股股息及股息支付率情况



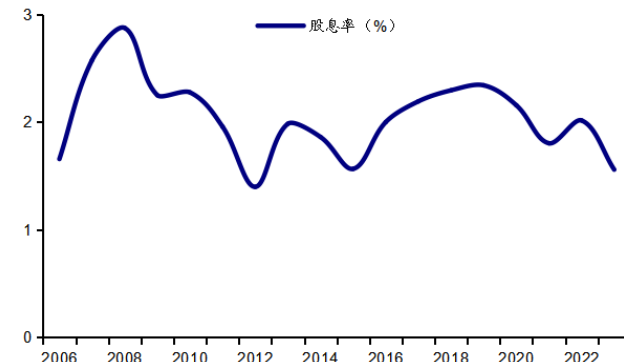
资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

图65 公司 2006-2023 财年持有现金等价物



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

图67 公司 2006-2023 财年股息率情况



资料来源：wind、NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

5.2 业务管控：牢固把握提价权（涨价）和降费能力（降成本）

公司各项业务在长期表现上均具有一定相似性。价格端由于竞争加剧存在下行压力，成本端由于劳动力与原料价格上升、客户需求升级而呈现上升趋势，利润逐渐摊薄。事实证明，物管行业可以获取稳定现金流，但长期来看很难持续保持超额收益。企业要想获得更好表现必须掌握价格端提价主动权、成本端费用优化能力。

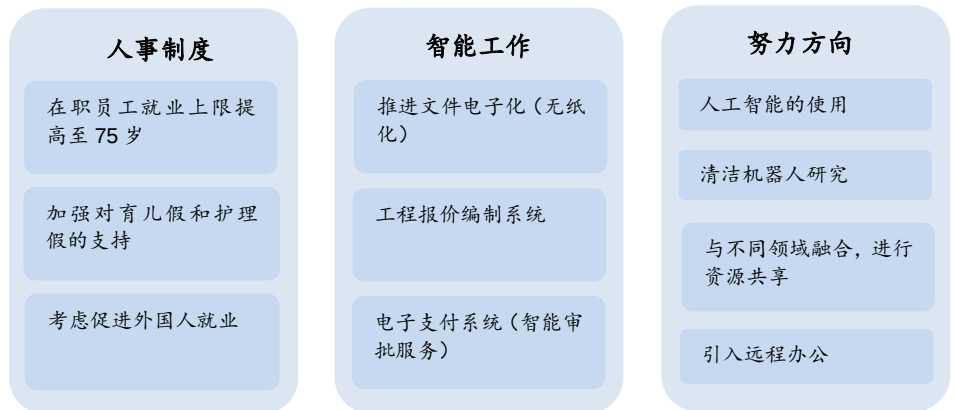
我们认为公司能够成功实现管理费用提价，主要在于自身素质过硬与规模拓展有方。公司发展前期不存在提价诉求。近年来由于海内外劳动力缺失、最低工资提高使得业务成本拔高。为应对以上变化公司提出提价议案。截至 2024 年，公司社区住宅管理业务、建筑物管理业务已成功实现提价。公司掌握价格话语权的主要原因在于服务能力受到认可，同时可提供高毛利的升级服务实现利润项的综合提升。在规模管理方面，公司主动退出没有利润空间的物业，并且不盲目追求扩张速度以保证合理利润。

公司一直在积极探索各种方式以提效降费。公司主要从事劳动密集型业务，在当前劳动力短缺和未来劳动力减少的情况下，公司利用数字技术实现可持续增长。公司优势在于“现场的力量”，其构成是员工、客户和合作伙伴，以及 60 年业绩积累的经验和数据。通过数字技术分析数据、推进现场操作的数字化、提高生产效率等，公司快速精确地执行一系列措施，目的是进一步提升“现场实力”。

2011 财年，公司内部开始运营新核心系统“大黄蜂”，扩大系统支持范围，有效整合业务流程和数据。2013 财年，公司以总部大楼为首引进节能型器具、设置太阳能电池板来推进电力削减。2014 财年，公司开启智能审批服务，为委托管理的公寓管理协会提供使用“大黄蜂”系统和网络服务的新支付服务。2015 财年，公司引入互联网业务协作系统“G-Web”，加强与维修施工、清洁服务合作公司的协作，缩短事务工作时间以削减人工费，推广无纸化以降低文件成本。2019 财年，公司引入工程报价编制系统，利用智能手机快速响应客户维修需求，加强公司业务受托效率与成功率。2023 财年，公司推出“住宅导航”WEB 服务以支持自行管理业务的业委会，推进公寓管理运营的数字化。

另一方面，公司在利用数字技术的同时提供人性化现场服务，提升企业品牌，改革工作方式，以扩大业务和加强盈利基础为目标。公司近几年连续进行营业部店重组，使分支机构更加灵活、后台业务整合到事业部、推动数字化改革，构筑贴近现场的组织体系，进一步提高对顾客的服务及业务效率。

图68 NIHON HOUSING 对工作方式的改革

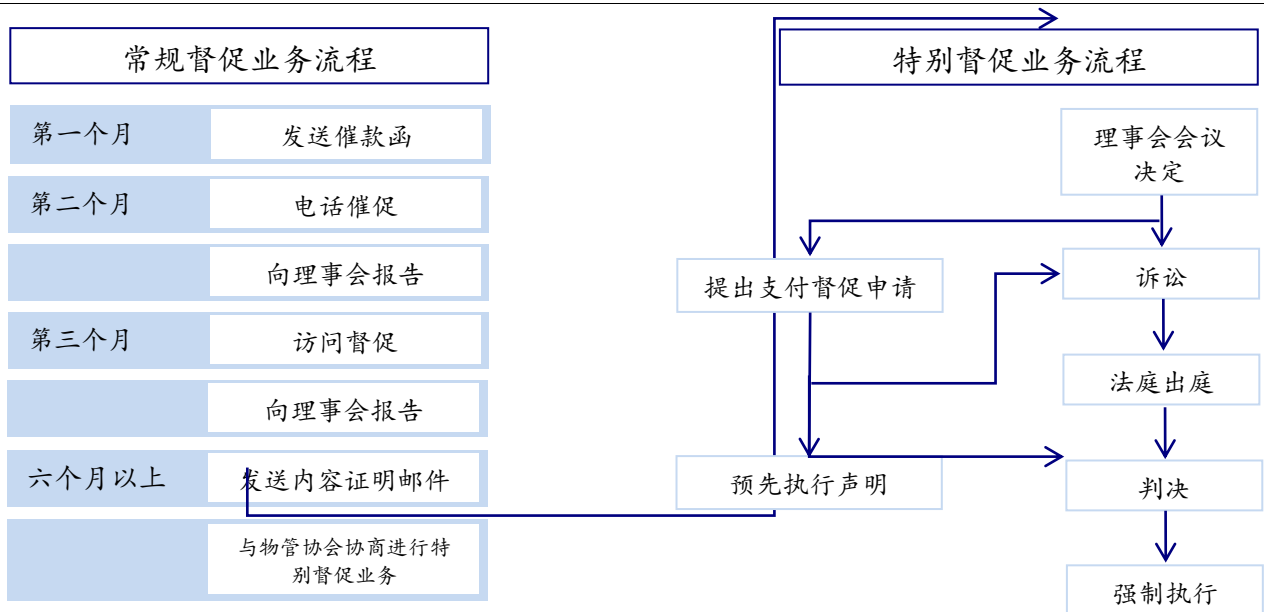


资料来源：NIHON HOUSING 2017 财年投资者报告，HTI

5.3 风险管控：重视应收账款管理，物业费催缴流程清晰

公司与物业管理协会协商，在适当的时间使用合理的方式进行物业费催缴，分为常规督促业务流程和特别督促业务流程。常规督促业务流程，即根据物业管理委托合同，公司通过发送请求书、电话督促和访问督促来应对拖欠数月物业费的住户。与此同时，建议理事会通过内容证明邮件进行督促。特别督促业务流程，即基于与物业管理协会的协商，对于长期（六个月以上）拖欠物业费的业务，专业部门将支持支付督促申请等法律程序。

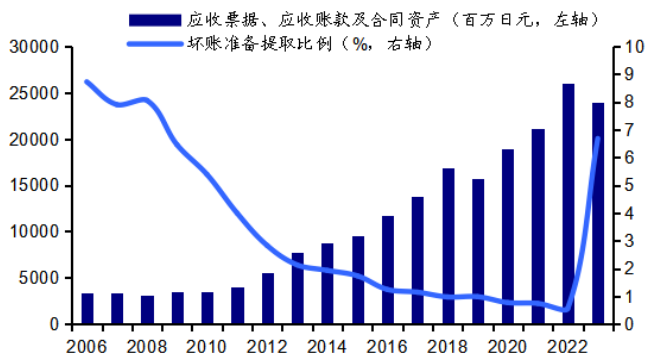
图69 公司催收物业费流程



资料来源：NIHON HOUSING 官网，HTI

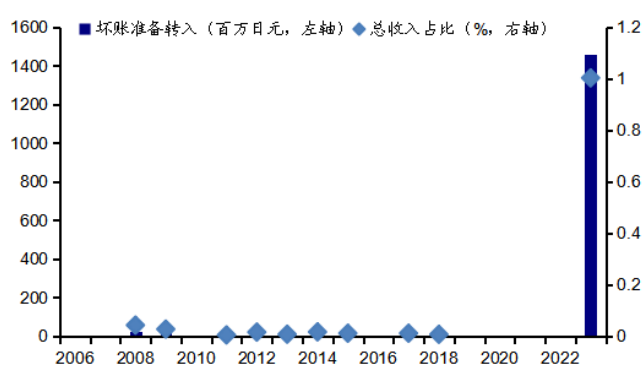
公司为应对应收账款及其他应收款的坏账风险，对于一般应收款，依据坏账实际发生率进行核算；对于存在坏账风险的特定应收款等，单独考量其回收可能性，并将预计无法回收的金额予以减值。得益于科学的催缴管理，公司应收账款账期基本在 1 年以内，业绩鲜少受到应收账款减值压力拖累。排除特殊时期（前期公司受地产业务影响，后期受新加坡业务影响），公司坏账准备提取比例为 1-2%，坏账准备转入对利润表的影响更是微乎其微。

图70 公司 2006-2023 财年应收账款及坏账准备提取比例



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

图71 公司 2006-2023 财年坏账准备转入及其收入占比



资料来源：NIHON HOUSING 2006-2023 财年年报，HTI

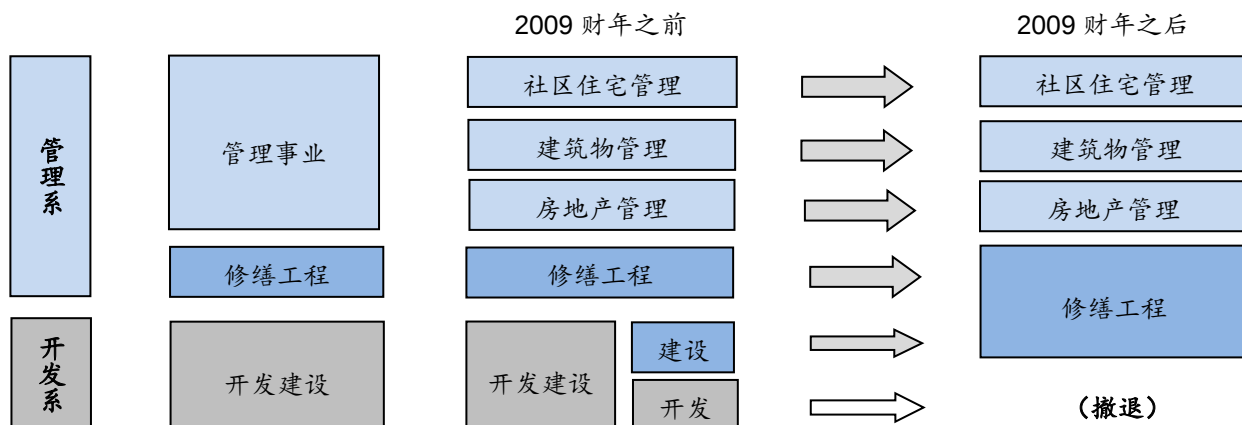
6. NIHON HOUSING 的启示：标杆引领，优势复盘

前文我们从日本物业行业发展特点，以及 NIHON HOUSING 在经营战略、战术、管控模式上的重要特点进行相关总结。在回顾企业发展的同时，我们认为 NIHON HOUSING 对中国物业企业未来发展具备启示。

6.1 业务有进退，主营有聚焦

在 2009 财年之前，Nihon Housing 经营五大主要业务领域，包括社区住宅管理、建筑物管理、房地产管理、修缮工程以及开发建设。由于市场的重大转变和日益艰难的经营环境，公司对自身优劣势进行准确评估，选择放弃资本密集型的开发建设业务，转而将重心放在较为轻资产的物业管理。从 2006 财年起，公司开始逐步减少公寓开发项目的规模。至 2010 年 3 月底，Nihon Housing 彻底退出开发建设市场，并将原有技术和资源重新配置到其核心的物业管理、修缮工程、建筑物管理和房地产管理业务中，完成公司业务方向的重要转变。

图72 公司 2009 财年之后退出开发业务，形成四大主营业务格局



资料来源：NIHON HOUSING 2009 财年年报，HTI

我们认为，在行业总量下行过程中，不同类型企业需要做好业务进退选择。我们并不认为“一刀切”退出开发就完全正确，但不同公司资源禀赋不一样，中小公司更多要考虑自身在成本、资源、品牌和市占率上的潜在空间。如果并不具备以上条件，坚定转型是中小公司中长期重要方向。

6.2 夯实住宅底盘，资源导流复用

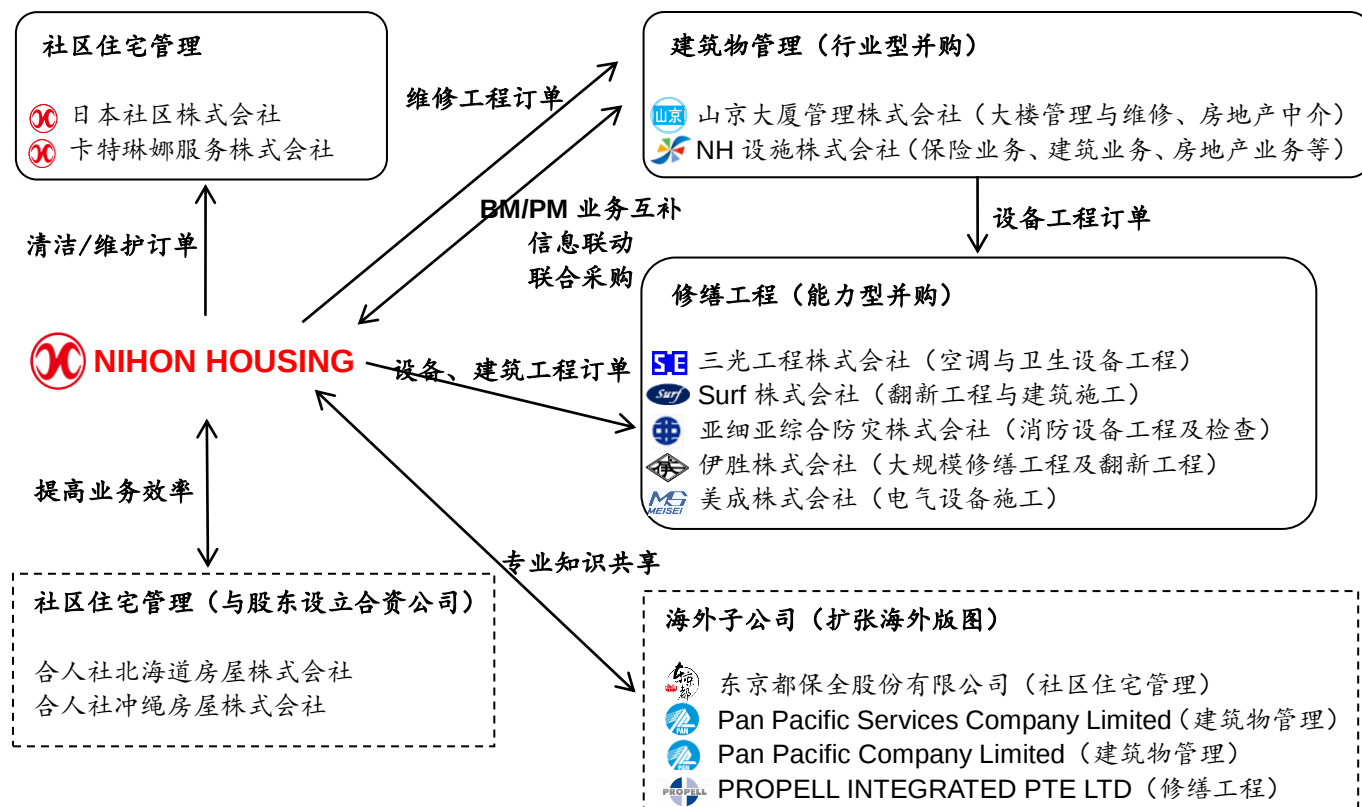
公司以清洁公司起家，通过几十年发展壮大成为日本最大的房地产综合运营服务公司。我们认为，公司主要通过市场外拓、收并购、设立合资公司三类手段实现自身的规模扩张，通过业务间联动、集团间联动实现资源效率最大化。

公司社区住宅管理目前主要通过自有公司、日本国内收购公司、与股东合人社集团设立的合资公司和中国台湾省合资公司开展业务。公司深刻理解日本房地产市场趋势，聚焦存量市场的拓展，以专业的管理服务能力、体贴的私人区域服务、全面的建筑维护能力获得外拓竞争力与强势客户粘性。公司公寓综合管理规模位于日本第一。以上重要特征为公司开展各类型业务奠定基础。

公司建筑物管理目前主要由日本国内收购、越南收购的子公司开展业务。公司建筑物管理业务抓准时机，在合适时点进入不同市场实现快速扩张。旗下并购公司同时开展大楼修缮、房地产中介业务，合作加强公司房地产管理业务能力。

公司修缮工程主要通过各类型收购公司开展业务。在日本国内，公司通过收购具备不同修缮能力公司补全自身专业能力与业务体量。随着公司社区住宅管理业务、建筑物管理业务、房地产管理业务的管理规模进一步扩大，公司修缮工程受益于体内衍生的业务需求便可实现稳健发展。在新加坡，公司通过收购公司开展修缮工程业务实现海外扩张。

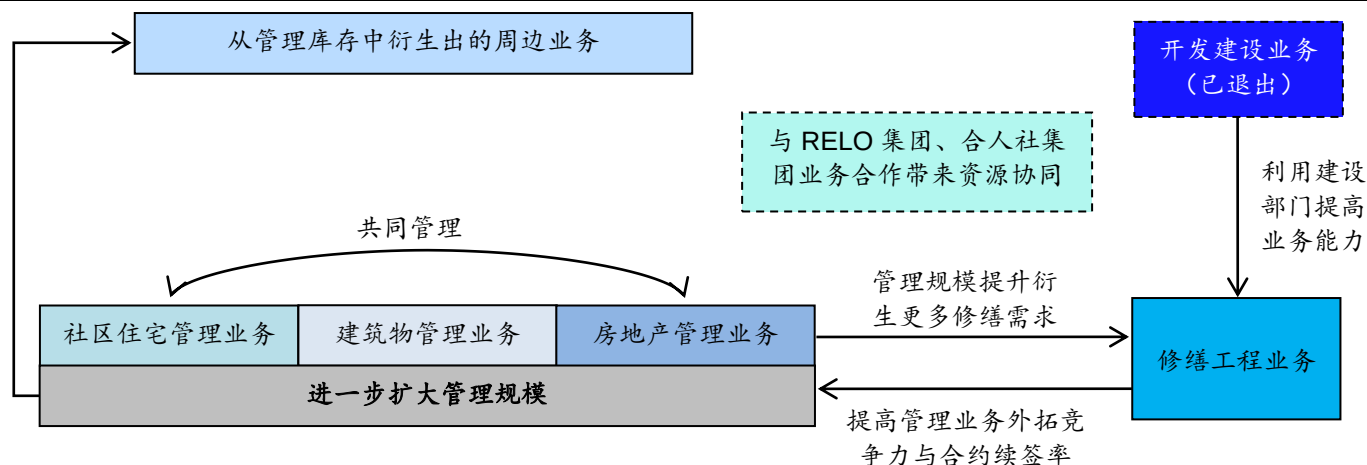
图73 集团公司发展版图



资料来源：NIHON HOUSING 2023 财年年报、子公司官网，HTI

在房地产市场转向以存量为主导的时期，我们认为传统型企业需淘汰非核心、亏损或增长潜力有限的业务，打通核心业务间的联通互惠关系，以便提高整体运营效率和市场竞争能力。公司前期果断退出开发建设业务，保留其建设能力复用给修缮工程部门。公司转型成功后，管理系业务实现规模扩张和能力共用，修缮系业务实现协同发展和资源共享，并在此基础上派生新业务机会，实现业务间互利共赢的合作链条。

图74 公司在坚实业务底盘基础上形成合作链条



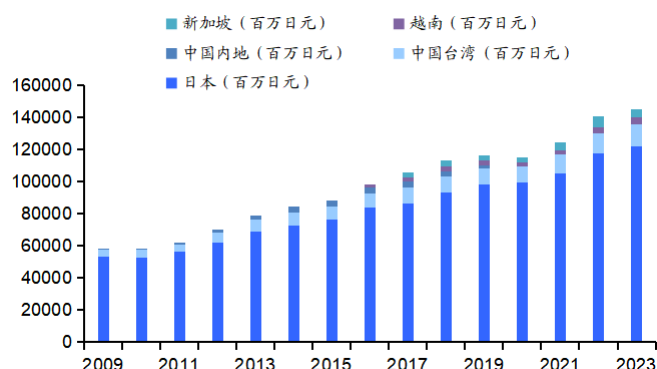
资料来源：HTI

6.3 开拓海外，因地制宜

NIHON HOUSING 企业总部设在东京，至今在中国台湾、越南、新加坡等地区设立海外公司，为国际化经营的日商企业。公司 1994 年以在中国台湾省与中国大连市成立子公司为契机，以亚洲为中心积极向全世界拓展。公司努力扩大海外子公司业务范围，重点是在目前已进入市场提供极其细致的日式服务。企业力争将日本国内管理提升到世界级的水平，并努力在海外集团之间创造协同效应。

对比公司在日本本土与中国台湾省的营业收入，2009-2023 财年 CAGR 分别为 6.11%、8.28%，前者低于后者；对比日本、中国台湾省、中国内地产生的营业收入，2009-2018 财年 CAGR 分别为 6.43%、8.87%、19.66%。以上数据表明海外业务成为公司今年业务增长主要来源；成功进入中国内地市场，成为公司建筑物管理业务增长的动力。此外，对比日本、中国台湾、越南、新加坡的营业收入，2017-2023 财年 CAGR 分别为 5.95%、5.93%、8.18%、9.56%。近几年企业在越南与新加坡的业务扩张速度高于日本与中国台湾。

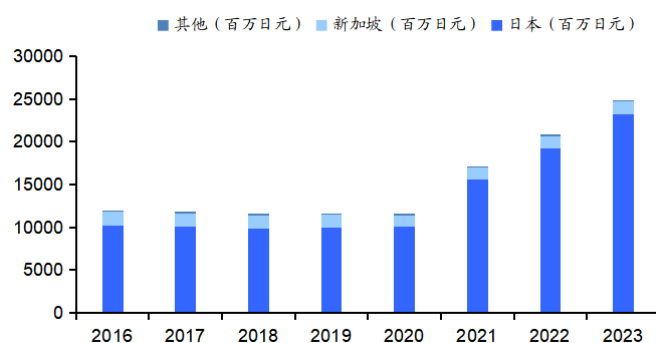
图75 公司 2009-2023 财年在各个地区的营业收入情况



资料来源：NIHON HOUSING 2009-2023 财年年报，HTI

注：2009-2010 财年中国内地营业收入项还包括 NIHON HOUSING 在菲律宾的营业收入

图76 公司 2016-2023 财年在各地区的有形固定资产情况



资料来源：NIHON HOUSING 2016-2023 财年年报，HTI

注：2009-2015 财年 NIHON HOUSING 未披露相关数据，但指出其有形固定资产在日本国内的比重在 90% 以上

2009-2023 财年，公司有形固定资产在日本国内的比重均在 85%以上，多数年份该比重在 90%以上。而公司在日本营收占比从 2009 财年的 90.23%下行至 2023 财年的 84.05%，下滑 6.99 个百分点。企业海外业务占比不断提升。

根据以上经验，我们认为扩张海外业务版图机遇与挑战并存，各类型业务出海都需根据业务自身特点，在合适的时间布局合适的地区，综合考虑风险因素后决定实施具体业务内容。总体而言，我们认为物管行业属于轻资产、技术含量低、但不可或缺的人力型行业，其出海经验可复制，试错成本低。当物管公司发展遇到瓶颈时拓展海外业务是可行选项。尤其是伴随本国资本和企业共同出海，成功概率更高。

图77 NIHON HOUSING 海内外公司分布情况



资料来源：东京都保全股份有限公司官网，HTI

7. 总结

NIHON HOUSING 的故事不仅展示了一个企业如何通过战略调整、战术执行、风险管控，在动荡的市场中稳健前行，也揭示物业管理这一传统行业如何焕发新的活力，实现可持续发展。

战略层面，在日本国内市场与经济环境发生变化后，公司坚定放弃开发业务，主营聚焦管理业务。起初，公司以优质板块为核心经营房地产开发业务，并积累超过 30 年的行业经验。但在外部环境恶化、市场竞争加剧和品牌、成本、规模等多重劣势下，公司从 2006 财年开始逐步缩减房地产业务，2008 财年做出彻底退出房地产开发业务的决定。报表层面，公司采取削减库存和降低有息债务的措施来优化财务状况，以轻盈的架构迎接全新的业务体系。

战术层面，公司专注社区住宅管理、修缮工程、建筑物管理、房地产管理四项主营业务。公司发展紧扣时代主题，面对近二十年日本新房增长有限，规模拓展以存量和并购为核心，不断提高市场占比；与此同时，企业积极布局海外新兴市场。海外板块成为业务增速重要补充。最后，公司不断提升专业水平以提高服务质量，通过业务间能力互通提高资源效率，以扩充管理底盘为基础实现正循环增长。

公司以营业收入、经常利润、经常利润率、自有资本比率等指标为核心，对下一财年各项业务及总体综合表现做出合理计划安排。为实现利润率目标，公司通过提供优质服务赢得提价能力，并通过应用科技来降低成本和费用。即使后期行业竞争环境不断激烈，公司依然保持稳定盈利。同时，公司设置有清晰的应收款管理流程，坏账发生较为少见。企业不断稳固资金垫并防止业绩受到不利影响。

我们认为 NIHON HOUSING 的成功案例对我国物管公司长期发展的启示如下：1) 正确定位外部环境和自我价值，适时做出战略改变调整。目前中国地产行业也在逐步进入存量时代，同时面临人口老龄化挑战，物管公司应尽快降低自身重资产业务比重，聚焦存量资源争夺，同时密切关注海外机遇，拓展新业务机会，以获得更长期发展空间。2) 专业服务为本，科技投入为辅。物管行业根基是服务人员。优质贴心的现场服务是提高客户满意度的重要手段。科技应用是抵消人力成本提升，同时保障服务高效且贴心的核心。物管公司对科技场景应用的探索应保持积极且稳定的投入。

我们认为在当下时点，中国物管行业具备更强的规模、资金和后发优势（尤其体现在科技场景应用）。期盼更多优秀公司，在以 NIHON HOUSING 为优秀范例，能够穿越周期，为更多投资者带来更丰厚价值。

8. 风险提示

- 1) 我国与日本的政治环境、居民习惯不同，修缮工程业务未必能有类似的发展趋势；
- 2) 当前外部局势变化迅速，毫无出海经验的物管公司应慎重开展海外业务；
- 3) 全文部分原始资料为日文。软件翻译中或存在专业术语不当之处。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Purpose: Japan's real estate is in a mature stage, facing aging population, old housing, slow growth, and declining new supply. Property management, focusing on existing assets, shows resilience and steady growth. NIHON HOUSING excels, becoming a market leader. This study explores how property firms can Outperform in Japan's post-development era.

Background: Post-development era. Since the 1990s, Japan's real estate faces slow growth and aging population. Yet, property management shows steady growth. With existing properties and policy support, new business opportunities arise.

Strategy: Stop development, focus on services! The company, with over 30 years of experience, shifted from real estate to light asset business in 2006, exiting development in 2008. It optimized finances by reducing inventory and debt, preparing for new business.

Tactics: Four core sectors: community residential management, repair engineering, building management, and real estate management. The company expands through existing assets and acquisitions, increasing market share and exploring emerging overseas markets. Overseas growth supplements business. The company enhances service quality and resource efficiency for growth.

Risk Control: Strict financial discipline and clear management. The company plans based on Revenue, recurring profit, and capital ratio. It aims for profit by offering quality services and using technology to cut costs. Despite competition, it remains profitable with clear receivables management, minimizing bad debts.

Insights for Chinese property firms: 1) Adapt to external changes and adjust strategies. As China enters the existing property era with aging challenges, firms should reduce heavy assets, focus on existing resources, and explore overseas opportunities for growth. 2) Service is key, technology supports. Quality service boosts satisfaction, while technology offsets rising labor costs and ensures efficiency. Firms should invest in technology applications.

Risk Warning: 1) China's political environment and habits differ from Japan, affecting repair business trends; 2) Rapid external changes require cautious overseas expansion for inexperienced firms; 3) Some original materials were in Japanese, and translation may have inaccuracies.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HITIL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HITIL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIL 分析师认证 Analyst Certification:

我，涂力磊，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Lilei Tu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，周博，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Bonnie Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

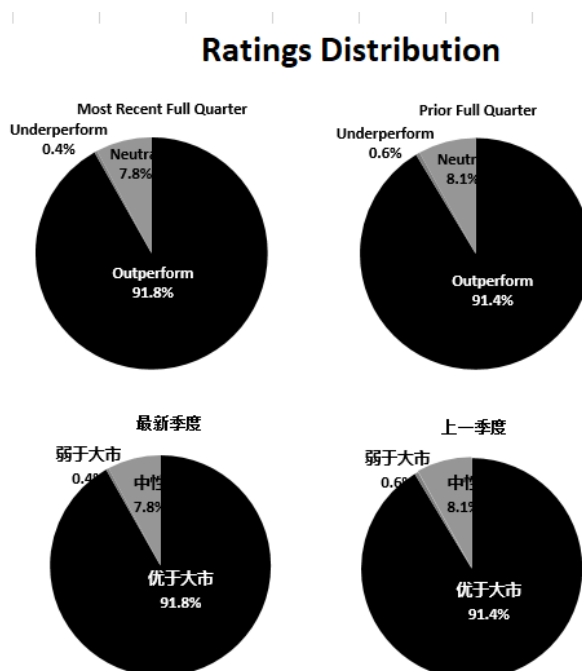
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution



ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong

Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前,请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成,本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考,并不构成对任何个人或机构投资建议,也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户,收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断,盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明,本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现,过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有,本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权,任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的,不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等,否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的,由用户承担相应的赔偿责任,盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定,而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的,则按其他协议的约定执行;若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的,则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责

任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong

International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
