

2018年12月15日

2019 物业行业年度策略：探物业之蓝海，析成长之路径

■ **变化多样：2018 年全市场物管行业有哪些变化？** **龙头入局：**AT 布局智慧社区，阿里以支付宝为核心平台，与筑家易、朗新云筑合作；腾讯则以微信、QQ 等为流量入口，成立腾讯海纳；物业行业迎来智能化升级期。 **资本市场：**2018 年初我们提到的港股市场将会是物管公司聚集地已得到验证，共有 4 家公司（雅生活服务、碧桂园服务、新城悦和佳兆业物业）于今年登陆港股；A 股市场也迎来了物业第一股南都物业。 **社保改革：**社保费将交由税务部门统一征收，短期带来成本压力，长期利于倒逼行业技术升级和智能化转型、规范发展、推动整合。

■ **不离其宗：多样变化下哪些线索 2019 年保持延续？** **行业格局：**行业集中度持续提升，百强物业管理面积均值 3163.83 万平方米（+16.1%），市场占比 2017 年达 32.42%，龙头公司恒者恒强，TOP10 公司管理面积均值高达 2.16 亿平方米，市场规模升至 11.06%。 **上升趋势：**经济及地产链景气度下行，2017 年 9 月起住宅房屋竣工面积月累计同比持续下降，2017 年竣工面积再创新低，为 7.18 亿平方米；而物管行业 2012-2017 年市场总收益以 9.0% 的年复合增长率快速增长，龙头公司的业绩增速相对处于较高水平。 **优势特征：**高经营性现金流保障企业“血液”流通，轻资产有效提高企业灵活性、降低风险。

■ **详参解惑：六问六答看市场最关心哪些问题？** 深入浅出分析海外龙头经验、业务布局和扩张、资本市场门槛和估值及全市场优质标的。

- ✓ **海外先见：海外龙头发展经验于国内物管公司有何借鉴之处？** 通过分析北美物业行业领先者 FirstService 及深耕物业服务 90 年的 Service Master，我们总结出以下可供国内物管公司借鉴的经验：(i) 深耕基础服务，提供增值服务，全方位满足客户需求；(ii) 巩固内涵增长，进行外延收购及特许经营，搭建全球业务网络；(iii) 多品牌经营覆盖细分市场；(iv) 以优质服务增强客户留存度。FirstService 近四年营收复合年化增长 13%；ServiceMaster2017 年净利润较 2016 年翻两倍，2018 三季度剔除 AHS 仍表现不俗。
- ✓ **服务增值：竞争激烈下如何以服务品质取胜于客户粘性？** 房地产周期下行，物管行业先头部队敏锐捕捉时局改变，在保障基础物业服务的同时积极开展增值服务预防上升瓶颈，从业主及非业主（主要为开发商、其他物管商等）两个角度入手。其中，业主端增值服务主要为家居、社区便利等，非业主端则主要为前期咨询等。从体量上看，绿城服务的增值服务收入最高，2017 年达 15.8 亿元，处于第二梯队的是碧桂园服务、雅生活服务、祈福生活服务；从比重上看，祈福生活服务增值服务收入占比最高，达 80% 以上，其余公司亦保持稳中有升的态势。

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

相关报告

新三板日报（“新三板+红筹”弯道超车 赴港上市需2018-12-14 谨慎）

行走在估值中的机遇-全球主要股市估值比较分析 2018-12-14

新三板日报（首例！新三板

江量科技子公司赴港上市首 2018-12-13 日即破发）

时尚电商蘑菇街赴美上市， 2018-12-13 腾讯系电商再下一城

本周 A 股 3 家公司过会，港股君实生物通过聆讯——三 2018-12-13 板 IPO 策略（46）

- ✓ **开疆拓土：如何开展第三方业务拉动业务扩张？** 港股物管公司大部分由房地产开发公司分拆而来，除中奥到家、浦江中国外均有关联地产公司的背书；“存量时代”提醒市场参与者居安思危，目前龙头企业正努力摆脱出生“烙印”，争夺存量市场上的第三方资源，提高第三方业务占比。新城悦已有一半左右营收由第三方提供；2018 上半年雅生活服务与第三方的合约面积占总合约面积之比增至 55.68%，而彩生活则高达 99.10%。
- ✓ **上市门槛：A 股、港股物管公司上市门槛有何不同？** 证监会给申请 A 股上市的物管公司的反馈意见无一不要求详细披露关联交易占营收比例、定价合理性、前五大客户及供应商等，而 2018 年上半年雅生活、新城悦、碧桂园服务及南都物业的关联方营收占比 43.27%/24.27%/17.41%/5.95%；见微知著，A 股相比港股对上市公司独立性有更高的要求，物管公司高关联交易率成为其挂牌 A 股的一大阻碍。2018 年碧桂园服务、新城悦及永生生活服务均 A 股折戟转战港股，侧面印证了 A 股物业公司上市相关门槛高于港股。
- ✓ **行业估值：资本市场给物管行业估值多少？** 美股给物管公司估值较高，证实其投资价值，FirstService 及 ServiceMaster 的估值中枢分别为 71X 及 32X。港股市场 自 2018 年 10 月起物管公司估值相对稳定，11 月小幅提升，我们认为这主要源于地产行业新房增速放缓逐渐应验、社保征缴趋严有望附带社保率下调以减轻企业负担。碧桂园服务以其高业绩增速及高低阶城市渗透率领跑市场，当前估值 41X；具备充足储备面积及高端品牌的绿城服务紧随其后，估值 34X；雅生活以双品牌战略获得 24X 估值；母公司开发能力较弱的彩生活因基础物管服务发展前景不确定性较高估值最低，仅为 12X。未来物管公司有望通过巩固、拓展、升级进一步提高估值。
- ✓ **回看市场：哪些物管公司具有较高投资价值？** 优质龙头公司具备大型地产企业背书，业绩稳定性较高；品牌效应和生态资源支持下，在第三方业务扩展方面更具优势，盈利潜力可期；基于全球化布局和多样业务类型，抗风险能力更强；具备强有力的资金等资源支持，在智能化升级转型及搭建社区平台方面更具先发优势；市场竞争加剧，优胜劣汰将有力推动行业整合，未来龙头物管公司将更有可能通过并购中小型物业扩展商业版图。我们立足全市场，筛选出碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务、中海物业、彩生活、南都物业、第一物业、美的物业、开元物业、保利物业等值得关注优质标的。

■ **路径指引：物管公司未来如何进一步成长？** 精耕基础：保障基础物业服务，拉动业务稳定增长；多元扩张：开展全国性服务，拓展第三方业务；服务增值：业主+开发商双线发展，提升服务品质；技术加持：加速智能化升级，布局社区 O2O。

■ **风险提示：物业行业发展不及预期、行业竞争加剧**

内容目录

1. 写在前面：港股成物管公司聚集地，探年度变化与线索延续.....	6
2. 变化多样：2018 年全市场物管行业有哪些变化？	7
2.1. 巨头入局：AT 布局智慧社区，物业行业迎来智能化升级期.....	7
2.2. 资本市场：港股登陆加速进行时，A 股迎来物业第一股.....	10
2.3. 社保改革：短期带来人力成本压力，长期利于规范发展及行业整合.....	10
3. 不离其宗：多样变化下哪些线索 2019 年保持延续？	12
3.1. 行业格局：行业集中度持续提升，龙头公司恒者恒强.....	12
3.2. 上升趋势：经济及地产链景气度下行，物管行业增速维持高水平.....	12
3.3. 优势特征：高经营性现金流保障“血液”流通，轻资产有效提高灵活性.....	14
4. 详参解惑：六问六答看市场最关心哪些问题？	15
4.1. 海外先见：海外龙头发展经验于国内物管公司有何借鉴之处？	15
4.1.1. 北美物业行业领先者 FirstService.....	15
4.1.1.1. 内涵增长+外延收购扩张，奠定龙头地位.....	15
4.1.1.2. 基础服务+增值服务，全方位“一篮子”满足客户需求.....	15
4.1.1.3. 近四年营收复合年化增长 13%，市盈率维持较高水平.....	18
4.1.1.4. 卓越的增长模式形成强大的规模效应，难以复制.....	19
4.1.2. ServiceMaster 定义住宅服务 90 年.....	20
4.1.2.1. 90 年深耕物业服务，集中收购搭建特许经营网络.....	20
4.1.2.2. 专注基础物业服务，网罗行业领先品牌.....	20
4.1.2.3. 2017 年净利润翻两倍，2018 三季度剔除 AHS 仍表现不俗.....	22
4.1.2.4. 大规模分散的细分市场提供额外保护，协同效应显著.....	23
4.1.3. 经验总结：由海外看国内，借鉴生意经.....	23
4.2. 服务增值：竞争激烈下如何以服务品质取胜于客户粘性？	24
4.3. 开疆拓土：如何开展第三方业务拉动业务扩张？	26
4.4. 上市门槛：A 股、港股物管公司上市门槛有何不同？	27
4.4.1. 见微知著：对比局部，凸显 A 股“独立性”高标准.....	27
4.4.2. 侧面印证：多家公司折戟 A 股，转战港股成功登陆.....	28
4.5. 行业估值：资本市场给物管行业估值多少？	28
4.6. 回看市场：哪些物管公司具有较高投资价值？	30
5. 路径指引：物管公司未来如何进一步成长？	31
5.1. 精耕基础：保障基础物业服务，拉动业务稳定增长.....	31
5.2. 多元扩张：开展全国性服务，拓展第三方业务.....	31
5.3. 服务增值：业主+开发商双线发展，提升服务品质.....	32
5.4. 技术加持：加速智能化升级，布局社区 O2O.....	32

图表目录

图 1：港股物管龙头公司 2018 年股价变动情况.....	6
图 2：阿里、腾讯布局智慧社区.....	7
图 3：邻易联-支付宝智慧社区.....	8
图 4：朗新云筑-钉钉未来社区.....	8
图 5：腾讯海纳互联网+社区连接方式.....	8
图 6：腾讯海纳物业合作伙伴.....	8
图 7：邻易联-支付宝智慧社区合作伙伴.....	9

图 8: 朗新云筑-钉钉未来社区物业合作伙伴.....	9
图 9: 港股物业公司上市时间表.....	10
图 10: 2015-2017 年物管行业龙头公司人工成本占总成本比重.....	11
图 11: 2014-2017 年百强物管公司管理规模与市场份额.....	12
图 12: 2014-2017 年 TOP10 企业管理规模及市场份额.....	12
图 13: 住宅房屋施工月累计面积 (万平方米) 及增速.....	12
图 14: 住宅房屋竣工月累计面积及增速.....	13
图 15: 住宅房屋竣工年累计面积及增速.....	13
图 16: GDP 当季同比增速.....	13
图 17: 房地产开发投资完成额及增速.....	13
图 18: 我国物业管理公司在管建筑面积 (十亿平方米)	13
图 19: 我国物业管理服务市场总收益增长情况.....	13
图 20: 2015-2018H1 龙头物管企业营业收入增长率.....	14
图 21: 2015-2018H1 龙头物管企业归母净利润增长率	14
图 22: 龙头物管公司经营活动现金流量净额/归母净利润 (TTM)	14
图 23: 龙头物管公司流动资产/总资产.....	14
图 24: 内部增长和收购并行, “一步一步” 发展业务.....	15
图 25: FirstService Corporation 两大平台的主要业务.....	16
图 26: FirstService Residential 在管社区类型.....	17
图 27: FirstService Residential 各项业务拆分.....	17
图 28: FirstService Brands 收入按业务拆分.....	17
图 29: 八大品牌提供综合物业服务.....	17
图 30: FirstService Brands 营收比重不断上升.....	18
图 31: FirstService Brands 贡献 EBITDA 超 40%.....	18
图 32: 2013-2018Q3 FirstService 营业收入 (百万美元)	19
图 33: FirstService EBITDA (百万美元)	19
图 34: FirstService 股价 (亿美元)	19
图 35: ServiceMaster 发展历程.....	20
图 36: ServiceMaster 主要业务分为三大部分.....	21
图 37: 2015-2017 按业务拆分营业收入 (百万美元)	22
图 38: 2013-2017 按业务拆分 EBITDA (百万美元)	22
图 39: 2013-2017 年 ServiceMaster 营业收入.....	22
图 40: 2013-2017 年 ServiceMaster EBITDA (百万美元)	22
图 41: 2013-2017 年 ServiceMaster 净利润 (百万美元)	23
图 42: ServiceMaster 上市以来股价 (美元)	23
图 43: 龙头物管公司合约管理面积 (百万平方米)	24
图 44: 关联方营业收入占总营收比重.....	27
图 45: 关联方应收账款占总应收账款比重.....	27
图 46: FirstService 上市以来估值情况.....	29
图 47: ServiceMaster 上市以来估值情况.....	29
图 48: 碧桂园服务上市以来估值情况.....	29
图 49: 绿城服务上市以来估值情况.....	29
图 50: 雅生活服务上市以来估值情况.....	30
图 51: 彩生活上市以来估值情况.....	30
图 52: 龙头公司物业管理服务营收占比.....	31

图 53: 佳兆业物业全国布局逐渐展开.....	31
图 54: 第三方开发商物业收入占比.....	31
图 55: 增值服务收入占总收入比重情况.....	32
图 56: 社区新物种彩惠人生.....	32
图 57: 绿城购 B2C 社区购物平台.....	32
表 1: 港股物业公司市值及经营情况.....	10
表 2: FirstService Residential 发展情况.....	16
表 3: FirstService Brands 旗下品牌占据细分市场龙头.....	18
表 4: ServiceMaster 网罗细分行业的领先品牌.....	21
表 5: 龙头物管企业增值服务种类.....	25
表 6: 龙头物管企业增值服务（业主及非业主）收入（亿元）及占总营收比重.....	25
表 7: 港股物管公司背靠地产企业情况.....	26
表 8: 独立第三方开发物业收入（亿元）及占总收入比重.....	26
表 9: 总体第三方开发商物业合约面积情况（万平方米）.....	26
表 10: 绿城服务独立开发商开发面积.....	27
表 11: 港股、A 股上市关联交易的相关规定.....	28
表 12: 优质公司业绩及市值情况.....	30

1. 写在前面：港股成物管公司聚集地，探年度变化与线索延续

2018年，我们持续追踪物业管理行业，关注物管公司港股上市步伐，印证了年初提出的港股将成物管公司聚集地，并持续跟踪新三板龙头企业经营业绩。

2018年5月，我们发布了《2018 物业半年度策略：物管行业今胜昔，崭新气象助成长》，立足于物业管理行业 2018 年近半年来的新动向，从并购趋势、政策转变、财务数据角度观察物管行业发展态势如何？A 股和港股市场上的新现象意味着什么？三板企业如何在这种新形势、新发展中谋求发展？

2018年6月，我们发布了物业服务行业专题系列三：《物业+资本，到底可以擦出怎样的火花？》，从数量视角、质量视角、如何入场三个角度，梳理了资本浪潮下，三大市场的上市公司数量变动情况如何？物管企业在资本市场上的表现如何？三大市场的上市条件有何差异？物管企业如何借助资本之手更上一层楼？

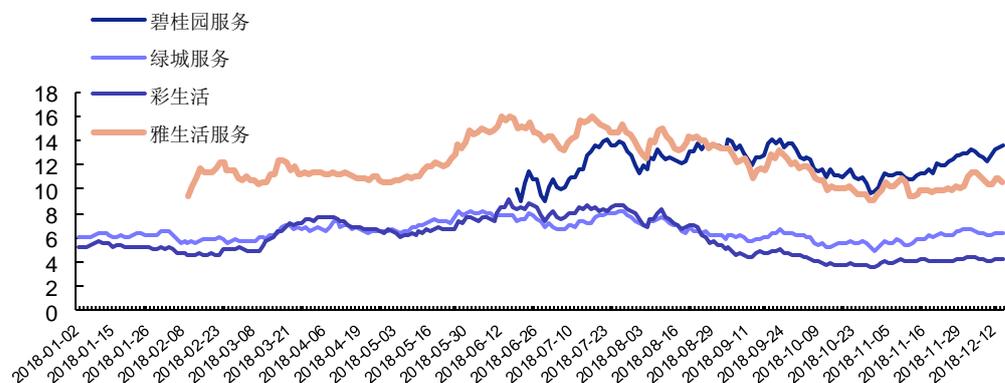
2018年6月，我们发布了物业服务行业专题系列四：《碧桂园服务问鼎港股-物业行业双轮驱动估值有望重估？》，细剖碧桂园服务港股上市之路有哪三大亮点？如何用26年成长打造“国内排名前三物业公司”？什么样的业务模式使得碧桂园服务一路领跑？港股估值远高于三板基于 A 股及新三板物业股哪些启示？

2018年8月，我们发布了物业服务行业专题系列五：《永升生活服务港股递交申请，或成首家新三板“转板”物业股》，看永生生活服务如何巧借资本市场撬动企业发展？其业务实力如何？什么样的核心优势为企业提供未来发展的持久动力？新三板在物业公司加速进入资本市场中扮演了什么样的角色？

2018年9月，我们发布了全市场物业中报解析《概览物业三市场，发掘三板五金花》，从增速看上半年物业板块业绩如何？从结构看板块向上动力何在？从估值看板块未来空间潜力如何？A 股、H 股、三板优质公司中报情况如何？

2018年，港股物管龙头股价相对年初或上市之初基本持平，中部普遍有所上涨。2018年11月以来，以碧桂园服务为首的头部公司股价均有所上扬或整体趋于稳定。在恒生指数下行的背景下，物管行业表现不俗。

图 1：港股物管龙头公司 2018 年股价变动情况



资料来源：Choice，安信证券研究中心

本文将立足全市场，回顾 2018 年物管行业的变化与延续对 2019 年的影响，主要回答以下问题：

- 海外龙头的发展经验于国内市场有何借鉴价值？
- 物管行业的增值服务和第三方业务开展情况如何？有何战略必要性？
- 港股、A 股物管公司分布差异较大，其上市门槛有何差异？资本市场给物管行业的估值多高？未来趋势如何？
- 全市场有哪些物管公司值得投资？物管公司应从哪些方面着手提高自身盈利能力和综合实力而不断发展？

2. 变化多样：2018 年全市场物管行业有哪些变化？

2.1. 巨头入局：AT 布局智慧社区，物业行业迎来智能化升级期

物业管理作为处于房地产后市场的传统行业，此前一直不作为逐“新”的互联网巨头的布局范围。然而，随着线上红利消失，互联网巨头纷纷开始整合线下流量，而社区成为了重要的流量来源，正所谓“得社区者得天下”。自 2016 年起，阿里巴巴和腾讯开始布局智慧社区，智慧物业自然而然地成为了其中的重要一环。2018 年是互联网巨头智慧物业布局加速落地的一年，它们的介入一方面为物管行业注入了新的科技活力，有效降低了物业管理的成本，另一方面也为未对接 AI 的物管企业带来了一定压力。

诚然，互联网巨头所拥有的强大的技术支持、天然的流量池、庞大的市场触角等为其部署智慧社区提供了资源优势，但介入物管行业亦将为它们带来诸多好处。智慧物业作为智慧社区、智慧城市的重要环节，其蕴含的巨大商机将为互联网巨头带来更为关键的流量入口，拓展其商业版图。阿里和腾讯开展智慧社区、智慧物业的模式不同，阿里选择以支付宝为核心平台，与筑家易、朗新云筑合作；而腾讯则以微信、QQ 等为流量入口，成立腾讯海纳。

图 2：阿里、腾讯布局智慧社区



资料来源：腾讯海纳，朗新云筑，邻易联，安信证券研究中心制图

阿里巴巴布局相对腾讯较早，2017 年借助支付宝和钉钉两大平台部署支付宝智慧社区，与筑家易集团合作打造“邻易联”管理服务平台，为物业、商家、服务商和代理商提供专业智慧社区管理信息化解决方案。2016 年与朗新云筑合作，打造社区一站式服务平台，上线一年内便覆盖了 70 多个城市，服务于数十万户社区家庭，2018 年 3 月正式发布钉钉未来社区。

图 3：邻易联-支付宝智慧社区



资料来源：邻易联，安信证券研究中心

图 4：朗新云筑-钉钉未来社区



资料来源：朗新云筑，安信证券研究中心

腾讯正式入局智慧社区建设是从 2017 年 12 月腾讯海纳成立开始的，涵盖智慧政务、智慧物业和智慧商业三大细分方向，相辅相成。基于微信、QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻、手机管家五大流量平台，搭载面向政府、物业和商家的开放平台，形成智慧社区生态。基于物业授权的微信公众号消息推送，提供涵盖物业通知、缴费提醒、活动通知、员工任务通知、企业公告及社区新闻为一体的物业综合解决方案。

图 5：腾讯海纳互联网+社区连接方式



资料来源：日新网，安信证券研究中心

在客户方面，腾讯海纳基于其强大的技术支持和流量入口，目前已覆盖 3000 多个小区，共有 52 项物业服务应用，如小区宽带服务、访客预约、垃圾分类、物业在线缴费等。腾讯赋能物业，主要与中小物业进行合作，达成战略合作协议，为其提供平台、提高其运营效率。

图 6：腾讯海纳物业合作伙伴



资料来源：腾讯海纳，安信证券研究中心

与腾讯海纳不同，邻易联-支付宝智慧社区和朗新云筑-钉钉未来社区的物业合作伙伴中除中小物业外，还有保利物业、万科商业管理等龙头物业公司。此外，邻易联-支付宝智慧社区还与众多诸如万科、保利、碧桂园、融创等的房地产开发龙头简历了深度合作。

图 7：邻易联-支付宝智慧社区合作伙伴



资料来源：邻易联，安信证券研究中心

图 8：朗新云筑-钉钉未来社区物业合作伙伴



资料来源：朗新云筑，安信证券研究中心

京东在智慧社区方面布局相对较晚，2018年5月20日，京东全国首批7家“京东帮智慧社区店”，分别在重庆、成都、西安、杭州、绍兴、广州等城市同时开业，为顾客提供家电清洗、水电维修、家政保洁、快递收发、地暖安装等服务。“京东帮智慧社区店”主要位于城市居民区，可覆盖周边5公里范围，为居民打通社区“最后一公里”家庭服务。2018年，京东计划在全国一至三线城市开设100家“京东帮智慧社区店”，3年内完成所有地级市的社区店开设。在此基础上，京东将逐步布局智慧物业。（凤凰资讯）

综上所述，互联网巨头入局智慧社区服务，反映出了物业管理行业的商业价值和发展潜力，也为互联网巨头打开了一个巨大的新的流量入口。

- **就布局时间来说**，阿里最早布局是2016年与朗新云筑达成合作，而腾讯是通过2017年12月成立腾讯海纳正式介入，京东目前还停留在智慧社区店阶段，未来会逐渐布局；
- **就布局模式来说**，阿里以合作模式进行，腾讯以新设成立模式进行；
- **就平台来说**，阿里有邻易联-支付宝智慧社区、朗新云筑-钉钉未来社区两个社区平台，而腾讯有腾讯海纳一个平台；
- **就流量入口来说**，阿里主要通过支付宝对接业主，此外还通过钉钉对接物业公司，而腾讯则有微信、QQ、QQ浏览器、腾讯新闻、手机管家5大流量入口；
- **就客户来说**，腾讯主要对接中小型物业公司，阿里则有诸如万科等龙头地产公司在内的大型合作伙伴。

2.2. 资本市场：港股登陆加速进行时，A股迎来物业第一股

2018年初，我们就提到港股市场将会是物管公司聚集地，目前，这一判断已得到验证。截至目前，港股共有10家物业公司挂牌上市，而2018年便有4家，分别是雅生活服务、碧桂园服务、新城悦和佳兆业物业。新三板公司永生生活服务亦于2018年8月9日向港交所提交了招股说明书，目前以提交聆讯后资料集，有望成为第一家新三板转板物业股，实现从0到1的突破。今年上市的几家物管公司中，碧桂园服务和雅生活服务市值分别位居10家公司中第一和第三，归母净利润体量位居前两名，实力相对更强。

图9：港股物业公司上市时间表



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表1：港股物业公司市值及经营情况

证券代码	证券名称	市值(亿元)	2018 营业收入 TTM (亿元)	2018 归属母公司净利润 TTM(亿元)
06098.HK	碧桂园服务	281.22	37.23	6.71
02869.HK	绿城服务	153.54	58.64	4.39
03319.HK	雅生活服务	122.20	24.74	5.10
02669.HK	中海物业	63.85	30.33	3.04
01778.HK	彩生活	48.57	26.39	3.95
01755.HK	新城悦	24.69	8.66	0.73
02168.HK	佳兆业物业	9.96	7.74	0.51
01417.HK	浦江中国	8.19	3.75	0.28
03686.HK	祈福生活服务	5.02	3.79	0.72
01538.HK	中奥到家	4.44	10.00	0.92

资料来源：Choice，安信证券研究中心 注：市值截止日期2018年12月11日，新城悦营业收入及归母净利润为2017年数据

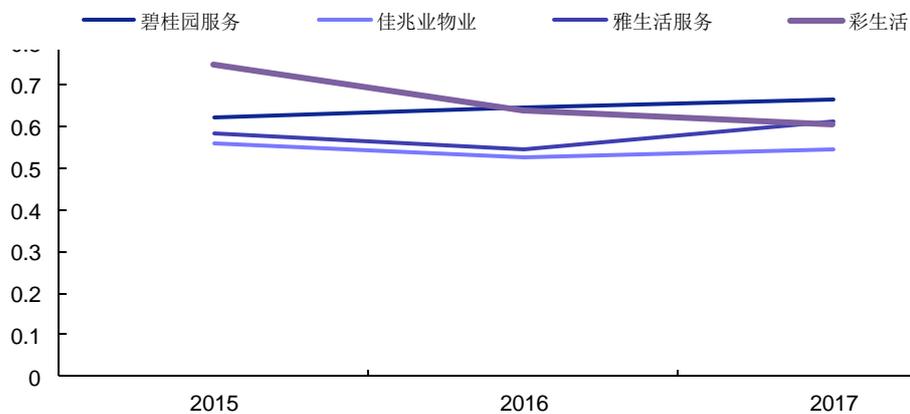
2018年2月1日，A股市场也迎来了物业第一股——南都物业，完成了物业管理公司登陆A股市场的质的飞跃。南都物业上市申报历程长达一年半，2016年6月22日报送首次公开发行股票招股说明书申报稿，排队审查；2017年7月5日，更新招股说明书申报稿再次报送；2017年8月2日，证监会下达首次公开发行股票申请文件反馈意见；2017年10月27日，第三次报送申报稿；2017年12月5日成功过会。

2.3. 社保改革：短期带来人力成本压力，长期利于规范发展及行业整合

2018年7月20日，中共中央办公厅、国务院办公厅引发了《国税地税征管体制改革方案》，明确提出，自2019年1月1日起，基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费将交由税务部门统一征收，“分征”时代正式结束。此项规定意味着国家征缴社保力度加大，将有利于社会保险费基向个人所得税的税基靠拢，解决长期存在的费基不实等问题。

社保征缴趋严，将提高企业的人工成本，尤其是像物业管理这样的劳动密集型行业。我们选取物管行业龙头企业的人工成本占比来反映行业整体情况，我们发现，人力成本在企业经营成本中占比较高，2015-2017年4家港股上市的物业公司人工成本占总成本比重均高于50%，碧桂园服务相对最高，2017年此比例达66.3%。

图 10：2015-2017 年物管行业龙头公司人工成本占总成本比重



资料来源：招股书，公司年报，安信证券研究中心

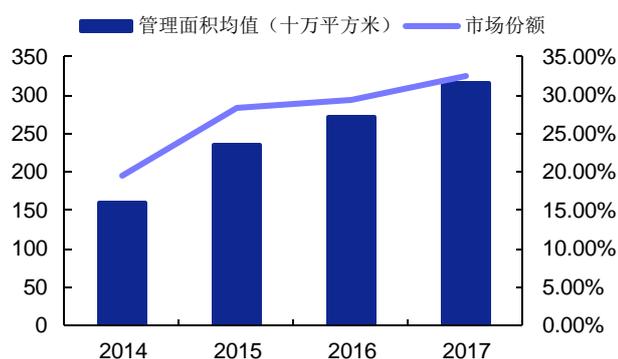
我们认为，尽管短期来看社保征缴趋严会提高物管行业的人力成本，但长期来看，这一政策将有利于物管行业的规范化发展，而人力成本的上升不仅会倒逼行业的技术升级和智能化转型，还会加速行业的优胜劣汰，实力较弱的中小企业的退出将促进行业整合，为领先企业的扩张发展预留更大的市场空间。

3. 不离其宗：多样变化下哪些线索 2019 年保持延续？

3.1. 行业格局：行业集中度持续提升，龙头公司恒者恒强

长期以来，我国物管行业集中程度呈提高态势，2014 年，百强物业企业所占市场份额仅为 19.50%，而后逐年走高，2017 年已达到 32.42%；平均规模逐渐增大，管理面积均值达到 3163.83 万平方米。龙头企业恒者恒强，TOP10 企业管理面积均值高达 2.16 亿平方米，市场规模 11.06%，在百强企业中占比逾三分之一。我们认为，未来物管行业龙头企业会持续规模化扩张，保持具有竞争力的优势地位，实现新一轮增长。

图 11：2014-2017 年百强物管公司管理规模与市场份额



资料来源：中国指数研究院，安信证券研究中心

图 12：2014-2017 年 TOP10 企业管理规模及市场份额

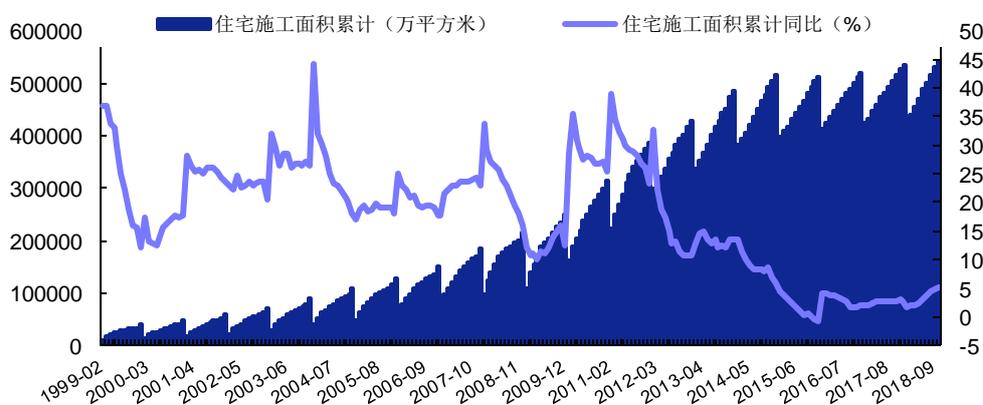


资料来源：中国指数研究院，信证券研究中心

3.2. 上升趋势：经济及地产链景气度下行，物管行业增速维持高水平

我国住宅房屋施工面积同比增速自 2011 年以来一路下滑，2015 年以来基本保持在 5% 以下缓慢增长。2018 年 2 月，累计同比增速仅为 1.8%，而后增速略有上升但仍处于相对低位水平，2018 年 10 月我国住宅房屋施工累计面积为 54.23 亿平方米。

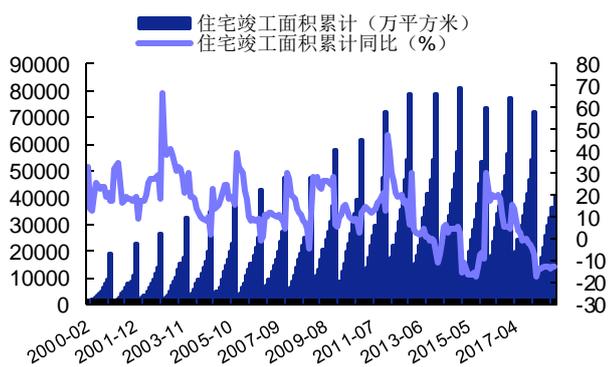
图 13：住宅房屋施工月累计面积（万平方米）及增速



资料来源：Choice，安信证券研究中心

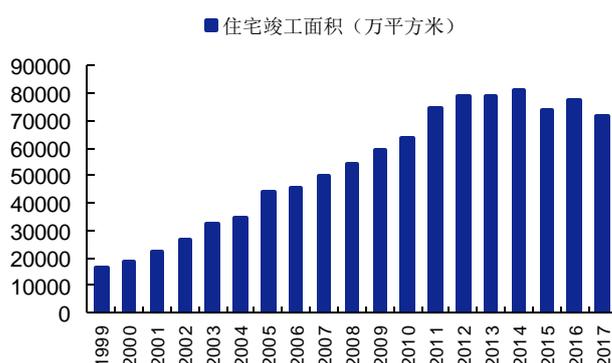
自 2017 年 9 月至 2018 年 10 月，我国住宅房屋竣工面积月累计同比持续下降，且 2018 年起来，月累计同比降幅介于 12%-14%。就住宅房屋年竣工面积来看，自 2014 年高点后，2017 年竣工面积再创新低，为 7.18 亿平方米。

图 14: 住宅房屋竣工月累计面积及增速



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

图 15: 住宅房屋竣工年累计面积及增速



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

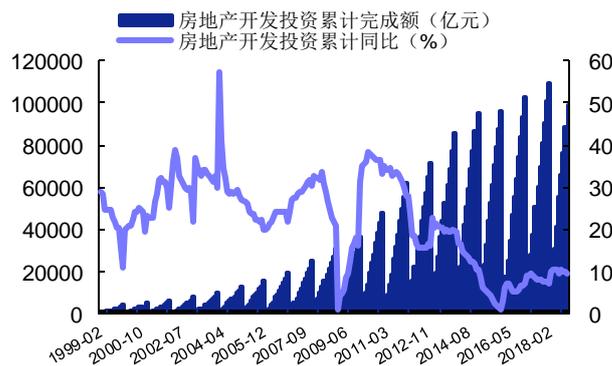
2018 年受国际形势影响我国经济环境整体不稳定性较高,在我国经济进入“新常态”及拉动经济增长的动力由投资向消费转变的背景下,经济景气度呈下行趋势,2018 年 GDP 当季同比增速有所下降,第三季度同比增长 6.5%。我国的房地产开发投资额增速亦呈下降趋势,尽管 2018 年起略有回升,保持在 10%左右,但仍与 2011 年前后的 30%左右有较大差距。2018 年 1-10 月,全国的房地产开发投资累计 99324.92 亿元,随着金融监管加强,货币信贷政策收紧,房地产的融资成本上升,房地产投资额也增长乏力或将呈现下滑趋势。

图 16: GDP 当季同比增速



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

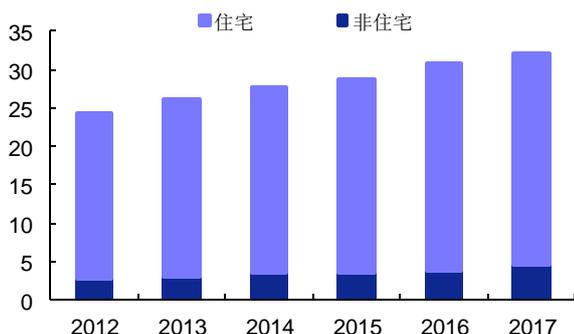
图 17: 房地产开发投资完成额及增速



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

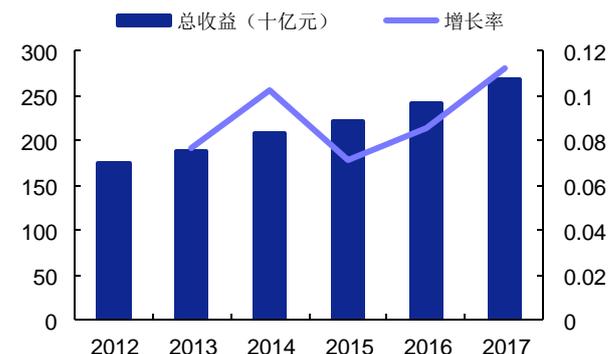
总览物管行业,2012-2017 年,我国物管公司在管建筑面积逐年升高,2017 年住宅在管建筑面积 274 亿平方米,非住宅在管建筑面积 4.7 亿平方米,市场总收益以 9.0%的年复合增长率,2017 年达 2685 亿元。我们认为,尽管 2018 年我国宏观经济环境及房地产行业景气度下行,但在“住房不炒”、房地产市场由“增量”转“存量”的背景下,作为房地产后端服务领域的物业管理行业正在迈向高速发展期。

图 18: 我国物业管理公司在管建筑面积 (十亿平方米)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安信证券研究中心

图 19: 我国物业管理服务市场总收益增长情况



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安信证券研究中心

2015-2018 上半年，物管龙头公司的营业收入和归母净利润整体增速相对处于较高水平。尤其是 2018 年上半年，彩生活、雅生活服务营业收入增长明显提速，分别同比提高 103.08% 及 135.31%；碧桂园服务及雅生活服务归母净利润分别同比提升 133.14% 及 196.29%。结合行业在管面积及总收益情况，通过龙头公司看物管行业整体，我们认为，物管行业增长势头较强，潜力较大。

图 20: 2015-2018H1 龙头物管企业营业收入增长率

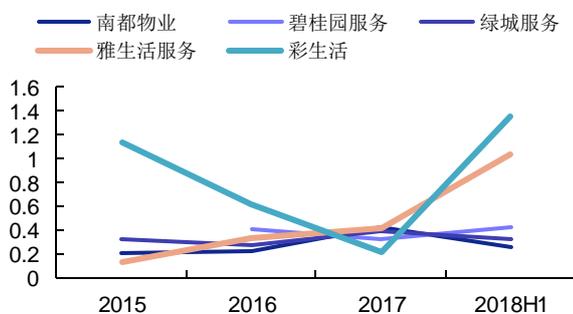
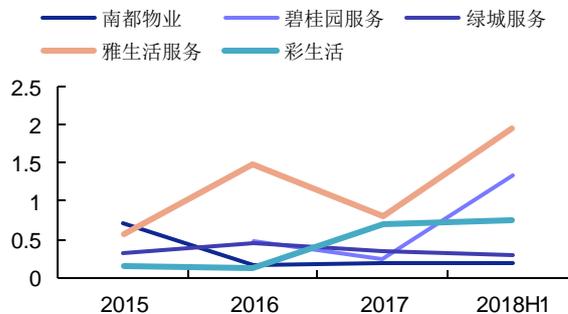


图 21: 2015-2018H1 龙头物管企业归母净利润增长率



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

资料来源: Choice, 安信证券研究中心

3.3. 优势特征: 高经营性现金流保障“血液”流通, 轻资产有效提高灵活性

物业管理行业是一个高现金流、轻资产型的行业。我们选取港股和 A 股上市的具有代表性的几家龙头物业公司，数据显示，尽管 2016-2018 年 (TTM)，除南都物业外的多数企业经营果冻现金流量净额与归母净利润之比呈下降趋势，但整体水平仍大于 1；各公司的流动资产占比相对比较稳定，均高于 70%，碧桂园服务、中海物业及祈福生活服务 2016-2018H1 均高于 90%。

图 22: 龙头物管公司经营活动现金流量净额/归母净利润 (TTM)

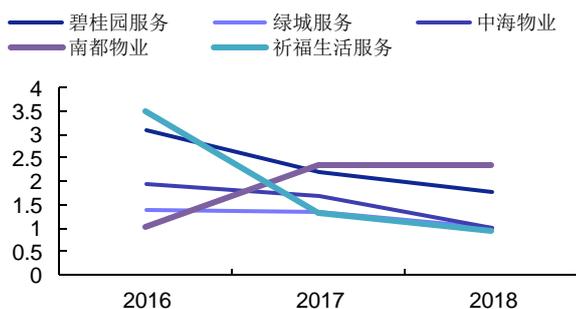
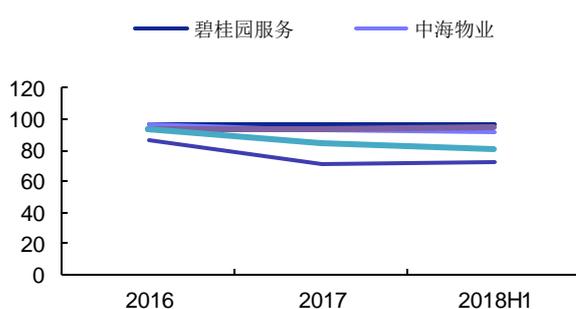


图 23: 龙头物管公司流动资产/总资产



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

资料来源: Choice, 安信证券研究中心

我们认为，较高的经营活动现金流量一方面反映出了行业的净利润质量，另一方面亦为企业的持续有效运营提供了重要保障，而轻资产结构则有效提高了企业经营的灵活性。我们认为，在经济形势不稳定、整体下行的大环境下，这种高经营性现金流、轻资产的运营模式可有效降低企业的经营风险，在市场需求不断变化的情况下亦有利于企业的模式调整和业务升级。

4. 详参解惑：六问六答看市场最关心哪些问题？

4.1. 海外先见：海外龙头发展经验于国内物管公司有何借鉴之处？

4.1.1. 北美物业行业领先者 FirstService

First Service 集团是全球房地产服务行业的领先者，为美国和加拿大的客户提供服务。集团提供商业地产、住宅物业管理和物业服务等多元服务。作为全世界最大的物业管理公司之一，First Service 通过旗下两大服务平台管理超过 23 亿平方尺（约 2.14 亿平方米）住宅和商类物业。对标北美物业行业巨头，我们认为国内物业公司有望进一步拓展服务领域，寻求更广阔的发展空间。

4.1.1.1. 内涵增长+外延收购扩张，奠定龙头地位

1989 年，Jay S. Hennick 成立 FirstService brands 并收购了 College Pro Painters 特许经营体系。1996 年，收购佛州的两个物业公司，First Service Residential 成立，业务拓展到住宅物业管理服务；1997 年推出 FirstService Financial，开展金融服务。此后不久 FirstService 继续通过收购来进行业务拓展，包括住宅商业保险服务提供商 Paul Davis Restoration、家居和存储解决方案提供商 California Closets。2004 年 FirstService 收购了 CMN international，这是国际房地产服务集团 Colliers International 的最大成员，收购成本为 8800 万美元。2005 年 Brands 分部特许经营分支机构超过 100 家，并在两年后销售额超过 10 亿美元。

2010 FirstService 与高力国际合作，创建了全球第三大房地产服务公司，并进军加拿大。2015 年 6 月，集团拆分成 FirstService Corporation 和高力国际，并分别在纳斯达克和加拿大上市。（纳斯达克：FSV）。拆分上市之后，First Service Corporation 秉持内部增长和收购并行的方法，提升物业管理实力。近年来收购防火工程公司 Century Fire Protection 以及 Condominium Concepts Management、Community Management Group 等。截至 2017 年，公司为超过 160 万个住户提供了房地产管理服务。

图 24：内部增长和收购并行，“一步一步”发展业务

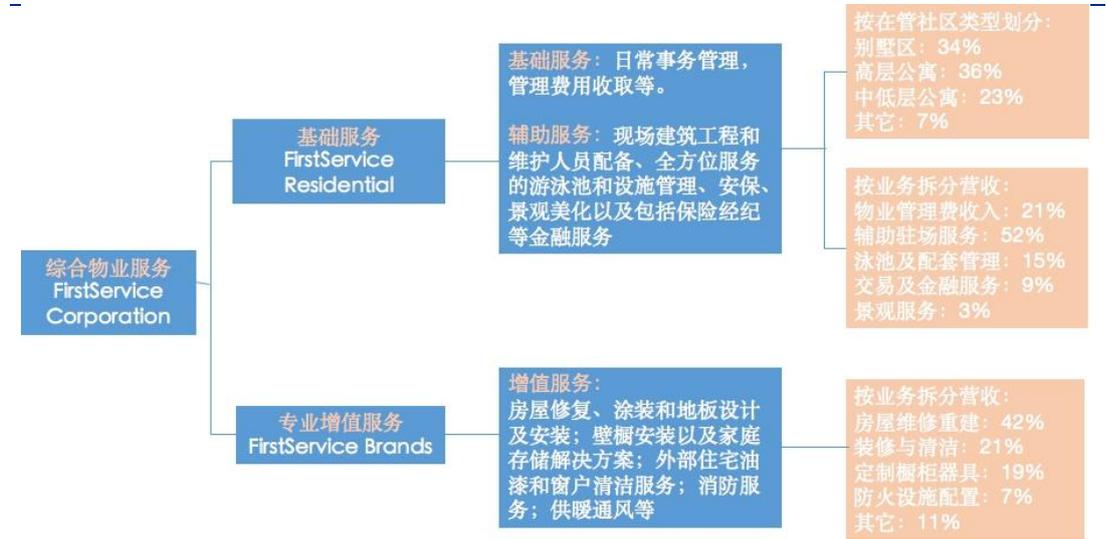


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1.1.2. 基础服务+增值服务，全方位“一篮子”满足客户需求

FirstService Corporation 通过两个行业领先的平台为客户提供服务。该两大服务平台包括北美最大住宅管理公司 First Service 住宅 (First Service Residential)，以及北美最大的住宅和商业客户基本物业服务提供商之一 First Service 品牌 (First Service Brands)。

图 25: FirstService Corporation 两大平台的主要业务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

➤ 住宅分部夯实基础服务，市场份额超 6%

FirstService Residential 是北美最大的住宅社区管理商，管理私人住宅社区，如公寓、房主协会等其他住宅开发项目。该部门也提供一系列辅助服务，包括现场建筑工程和维护人员配备、全方位服务的游泳池和设施管理、安保、景观美化以及包括现金管理、其他银行交易相关服务以及专业财产保险经纪在内的金融服务。此外，该部门提供能源管理解决方案以及转售处理服务。截至 2018 年第三季度，FirstService Residential 管理着加拿大和美国的大约 8000 个社区，市占率达到 6%，管理社区的年度总预算超过 80 亿美元。

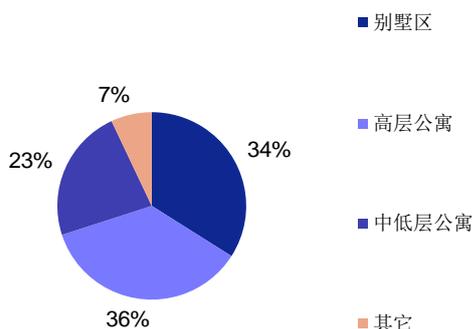
表 2: FirstService Residential 发展情况

指标	数量	优势
2017 年销售额	12 亿美元	扩大规模形成竞争优势
社区数量	8000 个 (2800 栋高层住宅)	多样化的用户&有不同的专长的地产项目
市场地位	160 万+个住宅 (6%市场份额)	市场领袖地位和极大潜力
合约存留率	大于 90%	高客户粘性；连续的现金流
年化业主委员会客户预算	管理 80+亿美元	给予公司进一步深入的机会
雇员数量	16000	覆盖全国

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

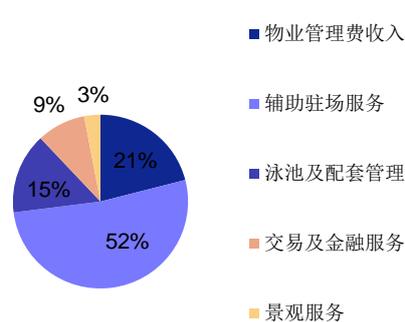
FirstService Residential 在管的 8000 多个社区中，别墅区和高层公寓占据大部分，其中高层公寓超过 2800 栋，占据 36%。2017 年 FirstService Residential 销售额 12 亿美元，占总收入的 66%，按照业务进行拆分时，辅助的驻场服务占 52%，固定收取的物业管理费占据 21%。

图 26: FirstService Residential 在管社区类型



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 27: FirstService Residential 各项业务拆分

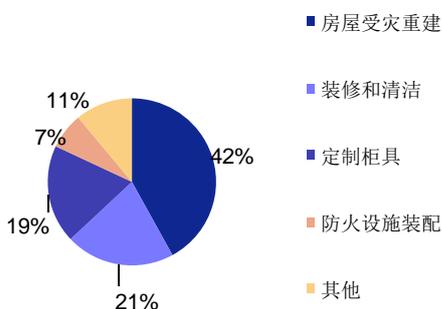


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

➤ 品牌分部依靠八大品牌, 实现细分市场全覆盖

FirstService Brands 是北美最大的住宅和商业客户增值物业服务提供商之一, 通过 6 大特许经营系统和 2 大自营品牌为住户提供综合全覆盖的物业服务。包括房屋修复、绘画和地板设计及安装服务; 壁橱安装以及家庭存储解决方案; 外部住宅油漆和窗户清洁服务; 消防服务; 供暖通风等。FirstService Brands 目前共有 1935 个特许经营权, 拥有超过 16000 名员工, 2017 年全系统总收入超过 18 亿美元。

图 28: FirstService Brands 收入按业务拆分



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 29: 八大品牌提供综合物业服务



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

FirstService Brands 通过这八大品牌拓展服务边界, 切入更多细分市场, 覆盖更广的居住范围, 品牌绝大多数在各自的细分市场占据领先地位, 其中家居和存储解决方案提供商占据了 7% 的市场份额。这表现出公司优化自己服务的决心, 此举使得公司从一个单纯的房地产管理公司变成了拥有物业产业链上多个环节的全能公司。公司多达八个的合作公司或子公司保证了公司能够为住户提供一站式的住房解决方案, 在公司层面也节省了外部合作的时间和经济成本。

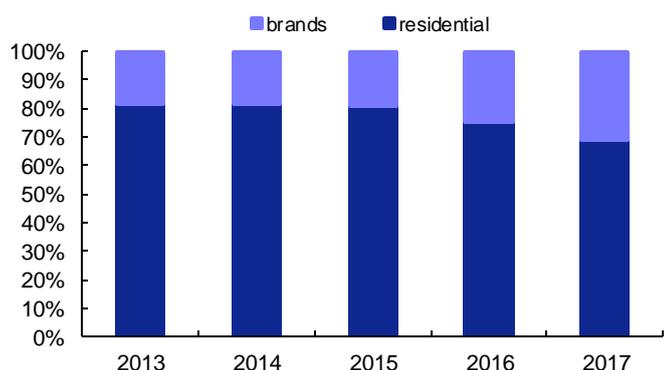
表 3: FirstService Brands 旗下品牌占据细分市场龙头

品牌	美国市场规模	市场地位	市场份额
 PAU DAVIS	60 亿美元	Top3	1.5%
 CertaPro Painters	40 亿美元	1	1%
 CALIFORNIA CLOSETS	6 亿美元	1	7%
 PILLAR TO POST HOME INSPECTORS	1.6 亿美元	1	3-4%
 FLOOR COVERINGS International	65 亿美元	1	<1%
 Century PRO PAINTERS	8 亿美元	1	1%
 college pro	--	1	--
 SERVICE AMERICA	--	1	--

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

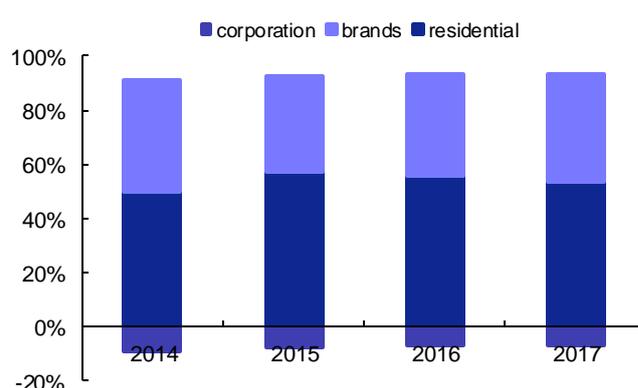
FirstService Brands 2017 年在营业收入中占比 31%，虽然品牌分部的增值服务销售额仍然占少数，但其对 EBITDA 的贡献率一直超过 40%，可见其盈利能力较强。

图 30: FirstService Brands 营收比重不断上升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31: FirstService Brands 贡献 EBITDA 超 40%



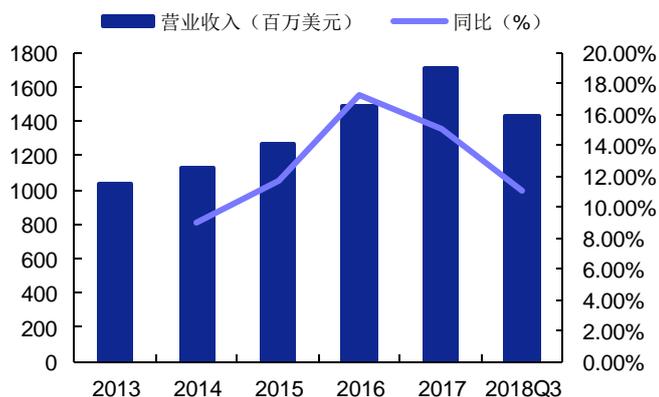
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1.1.3. 近四年营收复合年化增长 13%，市盈率维持较高水平

2018 年第三季度收入为 5.064 亿美元，比去年同期增长 9%，其中 FirstService Residential 营业收入为 3.4 亿美元，较去年同期增长 5%。FirstService Brands 第三季度单季收入增长至 1.7 亿美元，较去年同期增长 17%。

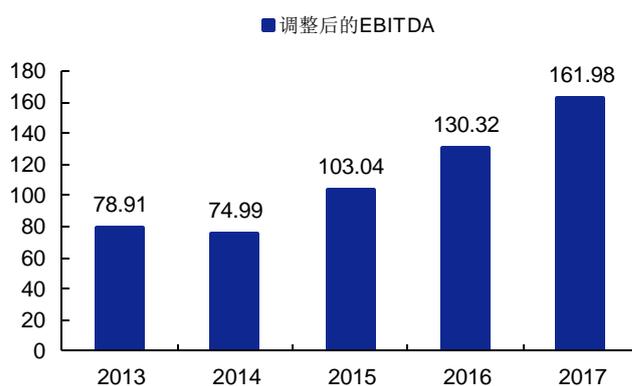
截至 2018 年前三季度，FirstService 营业收入为 14.3 亿美元，较去年同期增长 11%，调整后 EBITDA 为 1.42 亿美元，增长 18%。1995 年以来，FirstService 在 23 年的时间里实现复合年化增长 19%，近四年营业收入实现复合年化增长 13%。调整后的 EBITDA 的复合年化增长也达到了 20%。

图 32: 2013-2018Q3 FirstService 营业收入 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 33: FirstService EBITDA (百万美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

FirstService 自 2015 年 6 月上市以来, 三年时间实现了股价的近三倍增长。市值翻了三倍多, 目前的市值是 26.1 亿美元。

图 34: FirstService 股价 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.1.1.4. 卓越的增长模式形成强大的规模效应, 难以复制

美国的物业行业内有两种类型的专业物业管理公司, 包括传统物业服务和全方位服务物业管理, FirstService 是北美少数可以提供全方位服务的大型物业管理公司。其持续发展主要依靠并购形成的规模优势、全面专业的服务和有机增长的模式。

并购实现规模优势和品牌效应。FirstService 采取外延式的收购策略, 通过不断的收购, 逐步形成完整的增值服务品牌。还发挥自身平台优势整合资源, 通过广泛的特许经营权迅速扩大公司的品牌。在收购时, FirstService 倾向于选择行业龙头, 可以带来不少客户数量和市场资源。巨大的规模优势使得竞争对手难以复制。

提供全方位多领域的综合物业服务。FirstService 通过内涵增长和外延收购不断扩大市场覆盖面, 扩大服务领域, 致力于在各个服务领域都有涉及, 给客户提供一个篮子服务。同时也扩大地域范围, 从集中在北美区域的物业服务扩张到加拿大, 依靠收购企业带来的用户实现地域的广泛覆盖。

“有机增长模式”吸纳大量客户。公司采取所谓的“有机增长模式”，这种模式在业务上首先是通过增大体量吸引新客户，然后通过公司优质的服务做好客户存留。另外，推出客户推荐系统，对推荐客户进行奖励。公司一直将核心目标设定为客户提供优质服务，利用已有的优势来提升领导地位，同时不断获开拓新业务，满足更多客户的需求。公司引进先进的 NPS 系统，可以对客户的满意度进行持续的追踪调查，及时进行反馈，有助于公司及时进行调整和改进。

4.1.2. ServiceMaster 定义住宅服务 90 年

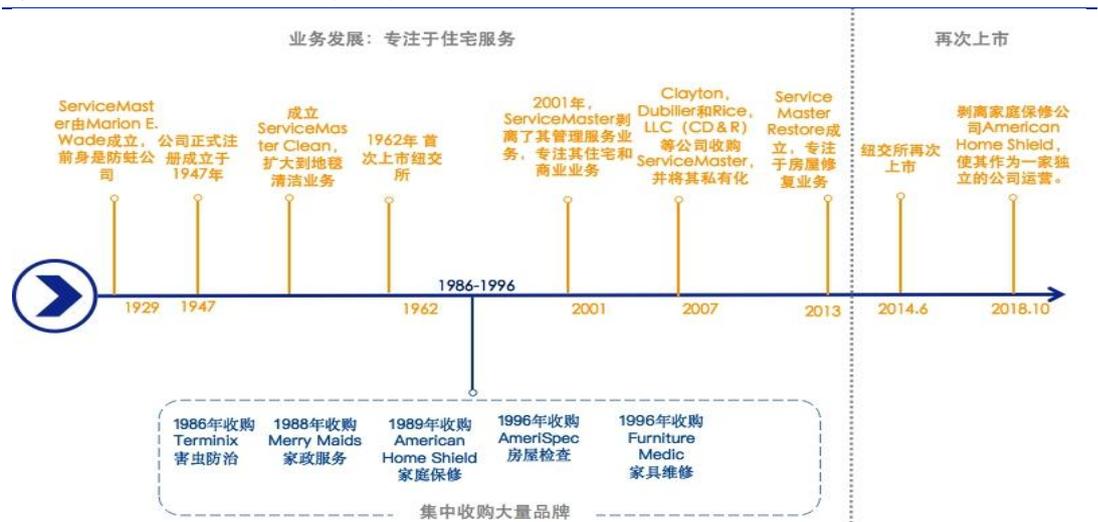
ServiceMaster 成立于 1929 年，是美国最大的基础物业服务供应商，通过全球 7000 多家直营和特许经营商，服务超过 500 万个用户。与 FirstService 开拓众多增值业务的模式有所不同，ServiceMaster 专注于基础物业服务，特别是细分领域的物业服务市场。ServiceMaster 的主要业务是白蚁及害虫防治服务、住房保修服务和特许经营集团服务。其收入来源主要集中在白蚁防治部门和住房保修服务部门。

4.1.2.1. 90 年深耕物业服务，集中收购搭建特许经营网络

ServiceMaster 的前身是由前小联盟棒球运动员 Marion E. Wade 成立于 1929 年的防蛀公司。1947 年，ServiceMaster Corporation 正式注册成立。1952 年，公司成立 ServiceMaster Clean，将业务扩大到地毯清洁，成为美国第一批特许经营企业之一。1962 年，ServiceMaster 首次上市纽交所。在 20 世纪 80-90 年代，ServiceMaster 在其原有的特许经营业务基础上，通过集中收购形成了一个由高品质的分支机构和特许经营服务公司组成的网络，包括 Terminix、Merry Maids、AmeriSpec、American Home Shield、Furniture Medic。

2001 年，ServiceMaster 剥离了其管理服务业务，更多地关注其住宅和商业业务。2007 年，Clayton, Dubilier 和 Rice, LLC (CD&R) 等私募股权投资公司收购 ServiceMaster，并将其私有化。2014 年 6 月，ServiceMaster 重返纽交所上市。2018 年 10 月，ServiceMaster 剥离了家庭保修公司 American Home Shield，使其作为一家独立的公司运营。如今 ServiceMaster 已有 90 年的历史，一直遵循为客户提供卓越的服务和质量的宗旨。

图 35: ServiceMaster 发展历程



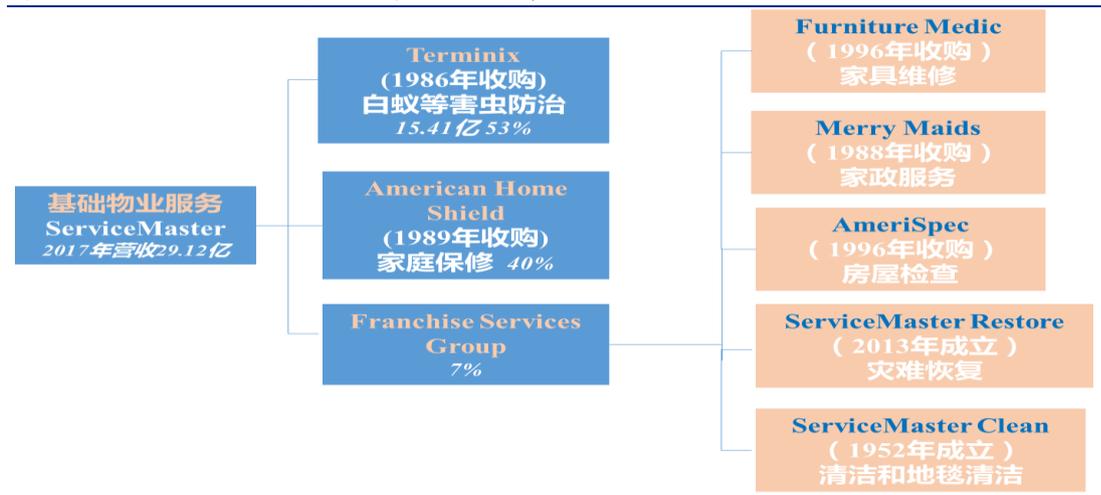
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

4.1.2.2. 专注基础物业服务，网罗行业领先品牌

ServiceMaster 专注于基础物业服务，以行业领先品牌为后盾，90 多年来一直提供基本的家庭和商业服务。公司主要的业务可以分为白蚁及害虫防治服务、住房保修服务及特许经营加

盟品牌提供的房屋灾难修复、清洁服务、家具维修等。

图 36: ServiceMaster 主要业务分为三大部分



资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：单位：美元

其中，Terminix 业务占比超过 50%带来了主要的营业收入，特许经营系统中的五个品牌占比 7%。ServiceMaster 网罗了各个细分领域的领导者，害虫防治领域领导者 Terminix 和家庭维修服务领导者 American Home Shield 为公司带来了良好的声誉和较高的客户粘度。

表 4: ServiceMaster 网罗细分行业的领先品牌

品牌	2017 营收 (美元)	市场地位	市场份额
	15.4 亿	美国消除白蚁和害虫的领导者	21% 400+城市, 9500 员工, 270 万顾客
	11.6 亿	领导者	46% 200 万+客户, 2017 年 400 万次服务需求
Franchise Services Group 	2.12 亿	5000+特许经营商 34000 名员工	-- 在美国、澳大利亚、加拿大、香港、印度、中东、东南亚、韩国、英国等国家都提供服务, 每个月为北美 20 万住户/公司提供服务

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

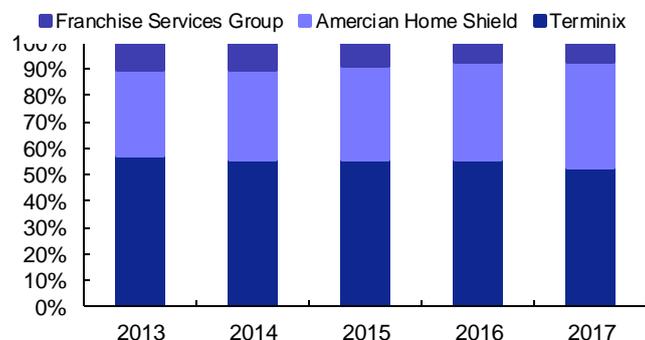
Terminix——提供白蚁和虫害防治服务，包括白蚁虫害修复、年度白蚁检测和预防处理、有损害索赔保证、定期虫害防治服务、蚊虫控制、爬网空间封装和野生动物预防等业务，是美国白蚁和虫害防治领域的领导者，覆盖美国 400 多个城市，拥有 9500 员工和 270 万顾客，占据该市场 21%的份额。2017 年该部门的营收为 15.4 亿美元，带来 3.3 亿美元的 EBITDA。

American Home Shield——提供家庭保修计划，包括维修或更换家用电器、管道、集中供热和空调系统、热水器、冰箱、洗碗机和烤箱等系统和设备。该公司 1971 年成立，致力于为公众提供无忧无虑的居住环境，1989 年被 ServiceMaster 收购，2018 年十月，ServiceMaster 将其剥离，使其作为一家独立的公司运营。American Home Shield 一直是美国家庭保修市场的领导者，拥有 15000+合约商以及 200 万客户，占据 46%的市场份额。2017 年该部门的营收为 11.6 亿美元，同比上升 13%，贡献了 2.6 亿美元的 EBITDA。

Franchise Services Group——通过特许经营 ServiceMaster Restore, ServiceMaster Clean,

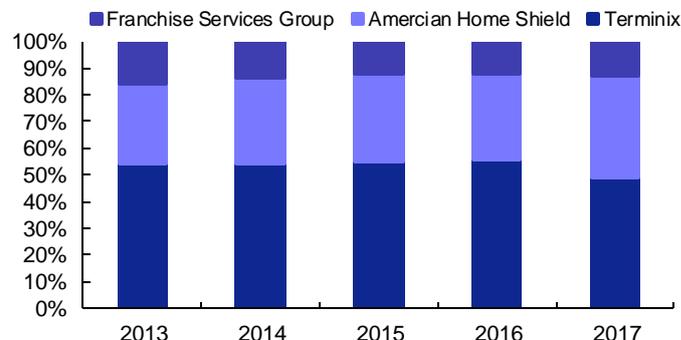
Merry Maids, Furniture Medic, 和 AmeriSpec 等品牌来提供灾难恢复、住宅清洁、家具修理和家庭检查等服务。该系统遍布全球, 在澳大利亚、加拿大、香港、印度、中东、东南亚、韩国、英国等国家都提供服务。拥有超过 5000 家特许经营机构, 员工超过 34000 人, 每个月为北美 20 万住户或公司提供服务。

图 37: 2015-2017 按业务拆分营业收入 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 38: 2013-2017 按业务拆分 EBITDA (百万美元)

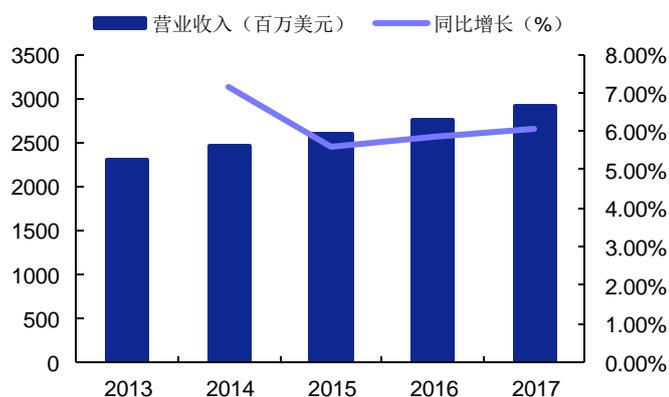


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.1.2.3. 2017 年净利润翻两倍, 2018 三季度剔除 AHS 仍表现不俗

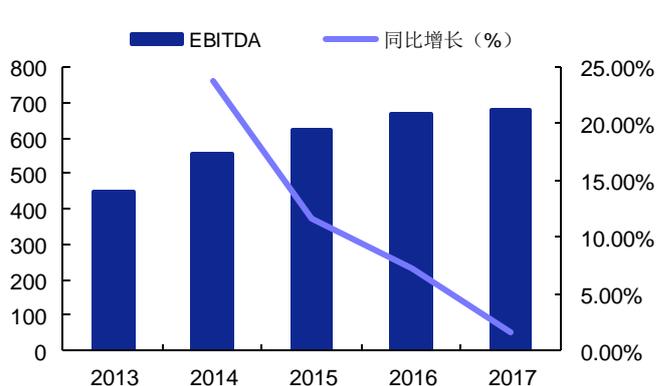
2011-2017 年间, ServiceMaster 营业收入复合增长率为 5.56%。2017 年, 公司的营业收入达到 29.12 亿美元, 同比增长 6%, EBITDA 达到 6.68 亿美元。

图 39: 2013-2017 年 ServiceMaster 营业收入



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

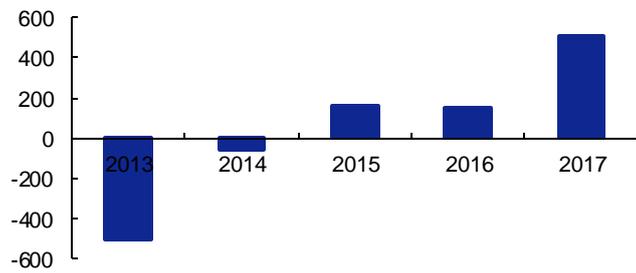
图 40: 2013-2017 年 ServiceMaster EBITDA (百万美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

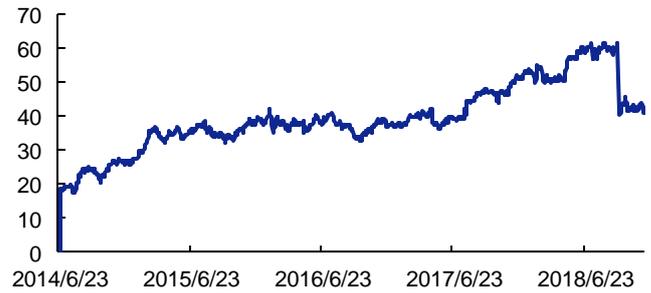
2013、2014 年 ServiceMaster 处于亏损状态, 2015 年扭亏为盈, 2017 年净利润较 2016 年翻了 2.3 倍达到 510 万美元。2018 年第三季度, American Home Shield 从 ServiceMaster 中独立出来, 剔除 AHS 后单季度营业收入 4.96 亿美元, 同比上升 10%, 调整后 EBITDA 达到 1.05 亿美元。2014 年 6 月底上市至今, ServiceMaster 的股价从 18 美元翻了 2 倍至 40 美元左右, 目前市值为 55.8 亿美元。

图 41: 2013-2017 年 ServiceMaster 净利润 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 42: ServiceMaster 上市以来股价 (美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.1.2.4. 大规模分散的细分市场提供额外保护, 协同效应显著

ServiceMaster 专注于基础物业服务, 聚焦范围窄。不过, 相比中国的家政行业的公司来说, ServiceMaster 和客户的粘性又更强, 服务品类又更宽, 和客户连接更紧密。

最主要的优势是大型、分散和不断增长的细分市场。ServiceMaster 在其提供的各项业务中都处于龙头地位, 细分市场规模庞大, 增长快速且高度分散, 较小的区域性竞争对手无可匹敌。同时, ServiceMaster 花数十年时间建立了行业领先的品牌知名度和高质量客户服务的声誉, 这两者都是其获取客户的关键驱动因素。大规模还有助于流程标准化, 共享学习和人才带动整个组织的发展。

客户和地理区域分布范围广阔。ServiceMaster 在客户和地域方面分布多元化, 公司在美国所有 50 个州和哥伦比亚特区开展业务。多样化的客户群和地理位置有助于减轻单个区域不利市场条件带来的风险。大规模为 ServiceMaster 提供额外的风险保护。

高价值的服务产品导致高用户粘性。较高的年度客户保留率体现了 ServiceMaster 高质量的客户服务, 这使得业务发展享有显著的可见性和稳定性, 在经济衰退期间, 从 2008 年到 2017 年, ServiceMaster 每年都能实现收入增长。

4.1.3. 经验总结: 由海外看国内, 借鉴生意经

First Service 和 Service Master 分别代表了物管行业中两种不同的专业经营模式——全方位服务物业管理和传统物业服务, 且他们均在各自领域均取得了美国、全球领先的成就。通过分析这两家公司, 我们发现, 尽管模式和定位不同, 但二者的成功有诸多相似或特别之处, 可供国内物管公司借鉴学习。

- 深耕基础服务, 保障核心业务: FirstService 通过住宅分部夯实基础服务, 截至 2018 年第三季度, 管理着加拿大和美国的大约 8000 个社区, 市占率达到 6%; 而 ServiceMaster 更是专注于基础物业服务, 以行业领先品牌为后盾, 90 多年来一直提供基本的家庭和商业服务。
- 提供增值服务, 全方位满足客户需求: FirstService Brands 提供包括房屋修复、绘画和地板设计及安装服务、消防服务、供暖通风等在内的“一篮子”增值服务, 2017 年全系统总收入超过 18 亿美元;
- 巩固内涵增长, 进行外延收购及特许经营: 除保持自营核心业务稳定增长外, 两家公司

均通过并购丰富业务类别；目前，FirstService Brands 拥有共有 1935 个特许经营权，而 Service Master 拥有超过 5000 家特许经营机构，通过特许经营快速扩大业务范围，以规模效应打造不可复制性。

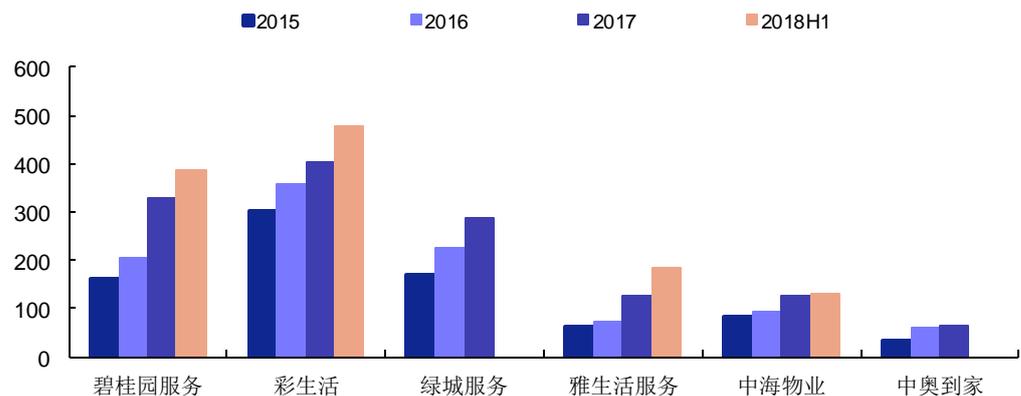
- **多品牌经营覆盖细分市场：**FirstService Brands 通过 6 大特许经营系统和 2 大自营品牌拓展服务边界，切入更多细分市场；ServiceMaster 亦是网罗行业领先品牌。
- **开设全球业务布局：**FirstService 在美国和加拿大全面布局；ServiceMaster 在美国所有 50 个州和哥伦比亚特区开展业务，多样化的客户群和地理位置有助于减轻单个区域不利市场条件带来的风险。
- **以优质服务增强客户留存度：**FirstService 采取“有机增长模式”，即首先通过增大体量吸引新客户，然后通过公司优质的服务做好客户存留；而 ServiceMaster 的高品质服务使得业务发展享有显著的可见性和稳定性，在经济衰退期间（2008-2017 年）也每年都能实现收入增长。

4.2. 服务增值：竞争激烈下如何以服务品质取胜于客户粘性？

随着房地产行业步入“存量时代”，各大房产商将目光聚焦在了周期性较弱的物业行业，纷纷分拆自身的物业业务独立上市以求占得先机，如碧桂园服务、绿城服务等。根据中国指数研究院的数据来看，我国物业行业集中度目前偏低，但位居行业龙头的企业有扩大市占率的趋势，因此，现在便是行业悄然整合之时，“一招定胜负”的变局点已然不远，物业管理行业竞争激烈，狼烟四起。

物业管理服务是多数物管公司营收结构中比重最高的业务板块。我们可以看到，龙头物管公司的合约管理面积均在逐年上升，2017 年，彩生活/碧桂园服务/绿城服务/雅生活服务/中海物业/中奥到家的合约在管面积分别为 404.3/329.5/287.8/126.1/128.3/66.7 百万平方米。因此，巩固发展基础物业管理服务对物管公司的业绩增长至关重要，这也是物管公司开展增值的服务的基础。

图 43：龙头物管公司合约管理面积（百万平方米）



资料来源：公司报表，招股书，安信证券研究中心

根据国家统计局的数据，2018 年第二季度及第三季度的住宅房屋竣工面积较 2017 年同期均减少。由此可以预见，物业公司若只埋头深耕传统物业服务，仅计划于通过扩大在管面积谋求增长，十之八九会遭遇瓶颈。因此，物业管理行业应在巩固基础物业管理服务的基础上在增值服务上下苦工。头部物管公司敏锐捕捉到了这一变化，从业主及非业主（主要为开发商、其他物管商等）两个角度入手，丰富业务模式。其中，业主端增值服务主要为家居、社区便利等，非业主端则主要为前期咨询等。

表 5：龙头物管企业增值服务种类

	业主	非业主
碧桂园服务	家居生活服务、房地产经纪服务、公共区域增值服务等	售前业务管理咨询服务等
绿城服务	园区产品及服务、居家生活服务、运气空间服务、物业资产管理服务、文化教育服务、颐养服务等	咨询服务等
雅生活服务	房屋检验、广告服务等	协销及前期咨询服务、物业代理等
彩生活	社区租赁、销售等	工程服务等
新城悦	信息服务、社区便利服务、公共资源管理服务、专业及维修服务	案场销售协助服务、咨询服务等
南都物业	家政服务、私人绿化服务、室内维修服务等	案场服务、顾问咨询服务等
佳兆业物业	停车场、空间租赁等	交付前及顾问服务、智能解决方案服务等
祈福生活服务	装修服务、零售服务、餐饮服务	资讯科技服务、工程服务、电讯服务等

资料来源：公司报表，招股书，安信证券研究中心

从体量上看，绿城服务的增值服务收入是所有上市物业管理公司中最高的，2017 年该公司增值服务收入达到了 15.8 亿元，是唯一一家增值收入超过 10 亿元的公司。处于第二梯队的是碧桂园服务、雅生活服务、祈福生活服务。碧桂园服务的总营收规模虽然名列首位，但在增值服务收入方面却落后于绿城服务。

表 6：龙头物管企业增值服务（业主及非业主）收入（亿元）及占总营收比重

	2015	2016	2017	2018 上半年
绿城服务	8.28	11.02	15.8	9.12
碧桂园服务	2.32	3.94	5.7	4.47
雅生活服务	2.28	2.67	5.55	6.55
彩生活	2.41	2.83	3.98	2.89
佳兆业物业	2.92	3.30	4.01	2.35
祈福生活服务	2.1	2.38	2.85	1.58
南都物业	0.63	1.16	1.43	1.00
新城悦	1.06	1.74	2.99	0.86
祈福生活服务	80.45%	81.79%	77.66%	84.49%
佳兆业物业	61.10%	61.20%	59.90%	56.90%
雅生活服务	26.10%	21.40%	31.50%	46.60%
绿城服务	28.40%	29.60%	30.70%	31.20%
新城悦	26.60%	30.40%	34.50%	28.40%
碧桂园服务	13.80%	16.70%	18.20%	22.20%
南都物业	13.42%	20.17%	17.46%	21.44%
彩生活	29.10%	21.10%	24.40%	16.20%

资料来源：招股书，公司报表，安信证券研究中心 注：新城悦数据为 2018 年前 4 个月

从增值服务占比角度看，处于物业管理行业前列的上述公司的增值服务收入占总收入之比正在逐年提升，即使有些小波动也维持在一个较高的水平。如佳兆业物业，虽然 2017 及 2018 上半年增值服务收入占总收入之比相较前两年略有下降，但依旧保持在 58% 左右，意味着佳兆业物业的增值服务创造的收入超过了总营收的一半，增值服务已成长为佳兆业物业的主要业务。

增值服务收入占公司总收入 80% 以上的是祈福生活服务，祈福生活服务的增值服务包括零售服务、餐饮服务、咨询服务等。雅生活服务近几年的增值收入占总营收之比总的呈稳步提高的趋势，2018 年上半年达到了 46.6%，增值服务已然贡献了将近一半的收入。其余公司增值收入占总收入之比虽然不及上述三家公司，但也保持稳中有升的态势，表明增值服务贡献的收入在公司收入中越来越不可或缺。

4.3. 开疆拓土：如何开展第三方业务拉动业务扩张？

港股上市的物业管理公司，大部分是由房地产开发公司分拆物业管理业务独立上市而来，例如碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务等，地产公司的有力支持无疑使得这些物管公司斩获先机，在优质资源的支持下迅速发展。就目前已于和即将于港股上市的 11 家物管公司来看，除中奥到家浦江中国外均有关联地产公司的背书。

表 7：港股物管公司背靠地产企业情况

证券名称	背靠地产公司
新城悦	新城控股
碧桂园服务	碧桂园
绿城服务	绿城集团
雅生活服务	雅居乐、绿地控股
中海物业	中海地产
彩生活	花样年集团、万达集团
佳兆业物业	佳兆业集团
祈福生活服务	祈福集团
永升生活服务	旭辉集团
中奥到家	独立
浦江中国	独立

资料来源：公司报表，安信证券研究中心

虽说“背靠大树好乘凉”，但是迈入“存量时代”的行业提醒着市场参与者居安思危，于是从房地产开发公司独立出来的物业管理公司不问客户出身，纷纷争夺存量市场上的份额。

表 8：独立第三方开发物业收入（亿元）及占总收入比重

	2015	2016	2017	2018 上半年
碧桂园服务	0.5	0.82	1.96	1.45
新城悦	2.48	3.05	3.99	1.6
佳兆业物业	0.2	0.27	0.48	0.42
碧桂园服务	3.50%	4.20%	7.70%	9.20%
新城悦	62%	53.10%	46.10%	52.80%
佳兆业物业	11%	12.80%	17.80%	23.50%

资料来源：公司报表，招股书，安信证券研究中心 注：新城悦数据为 2018 年前 4 个月

从上表可以看出，碧桂园服务和佳兆业物业正努力摆脱出生的“烙印”，为独立第三方开发商提供服务的收入占总营收之比均有较大提高。新城悦的该项指标已经达到了较高水平，虽然提升困难但是公司已有一半左右营收是靠为第三方开发商提供服务创造的。

表 9：总体第三方开发商物业合约面积情况（万平米）

	2015	2016	2017	2018 上半年
雅生活服务		1643.2	5808.9	10336
彩生活	31400	51300	64400	72500
雅生活服务		22.38%	46.10%	55.68%
彩生活	97.60%	98.80%	99.10%	99.10%

资料来源：公司报表，招股书，安信证券研究中心

雅生活服务及彩生活虽然未披露第三方房产商开发物业所提供的收入，但从其与第三方的合约面积的增长也能看出，这两家公司在紧锣密鼓地为自己开发多样化的收入来源。雅生活服务与第三方的合约面积占总合约面积之比从 2016 年的 22.38% 增长到了 2018 上半年的

55.68%，超过了综合约面积的一半；而彩生活的该项指标在 2017 年及 2018 上半年高达 99.10%，与第三方开展合作已经成了彩生活的主要业务方向。

表 10：绿城服务独立开发商开发面积

	2012	2013	2014	2015Q1-Q3
独立房地产开发商开发面积（千平方米）	31624	40158	49220	56883
占总额百分比	71.6	73.4	74.7	76.8

资料来源：招股书，安信证券研究中心

另一龙头企业绿城服务，虽然未公开 16 年后的独立房地产开发商开发面积，但从其前几年的数据也能看出其发展趋势：独立房地产开发商开发面积占总额的 70% 以上并且在逐年提升，绿城服务在开展第三方业务方面的苦心可见一斑。

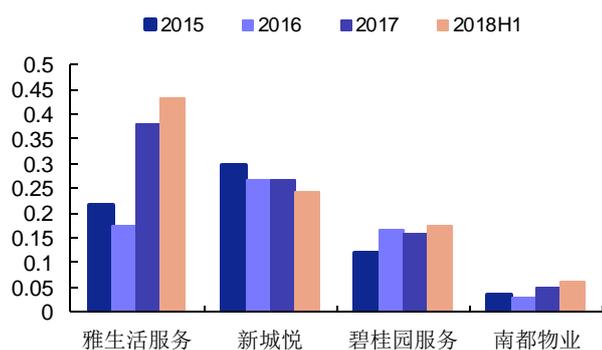
4.4. 上市门槛：A 股、港股物管公司上市门槛有何不同？

4.4.1. 见微知著：对比局部，凸显 A 股“独立性”高标准

我们通过证监会给南都物业、新城悦及碧桂园服务的申请 A 股上市反馈意见看出，关联交易占营收比例、关联股权交易、关联交易定价的合理性、前五大客户及供应商等均是证监会关注的重点，具体情况被要求作出详细披露要求。

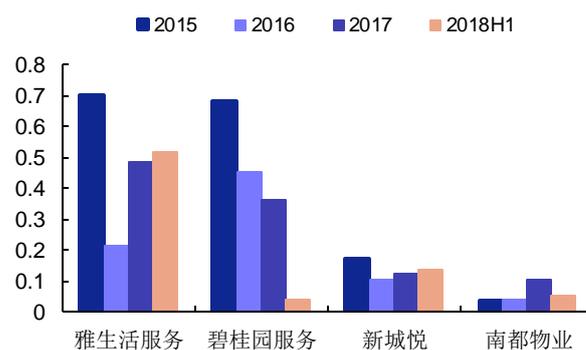
我们选取 2018 年港股上市的碧桂园服务、雅生活服务及新城悦三家公司及 A 股上市的南都物业，通过对比我们发现，港股上市公司的关联收入及关联应收账款占比明显高于 A 股上市的南都物业。雅生活服务的关联方营收及应收账款占比最高且呈上升趋势，2018 年上半年雅生活、新城悦、碧桂园服务及南都物业的关联方营收占比及关联方应收账款占比分别为 43.27%/24.27%/17.41%/5.95% 及 51.43%/13.75%/3.68%/5.38%（碧桂园服务关联方应收账款占比 2018 年上半年大幅下降源于关联方大额偿还所致）。

图 44：关联方营业收入占总营收比重



资料来源：招股书，公司报表，安信证券研究中心 注：新城悦数据为 2018 年前 4 个月

图 45：关联方应收账款占总应收账款比重



资料来源：招股书，公司报表，安信证券研究中心 注：新城悦数据为 2018 年前 4 个月

通过关联方占比差异的对比，我们不难看出，A 股市场相比港股市场对上市公司的独立性具有更高的要求，而证监会的上市标准亦验证了我们这一推断。由于多数物管公司均背靠房地产企业，其关联交易自然处于相对较高水平，而这也成为了其挂牌 A 股的一大阻碍。

表 11：港股、A 股上市关联交易的相关规定

上市场所	港股	A 股
相关规定	关联交易需事先获得股东批准、经独立董事委员会及独立财务顾问审核，且在公告、通函及年报中进行相关披露等	发行人应完整披露关联方关系并按重要性原则恰当披露关联交易。关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形；发行人最近 1 个会计年度的营业收入或净利润不得对关联方存在重大依赖

资料来源：港交所，中国证监会，安信证券研究中心

4.4.2. 侧面印证：多家公司折戟 A 股，转战港股成功登陆

2018 年，物管公司加速港股上市，4 家先后挂牌的公司中碧桂园服务、新城悦及已提交申请的永生生活服务均有 A 股折戟转战港股的经历。

碧桂园物业服务于 2016 年 8 月提交了首次公开发行股票招股书；一年多后的 2017 年 12 月 6 日，碧桂园物业服务公司更新了招股书；仅一周后，碧桂园物业服务撤回 IPO 申请，此后转战香港交易所。相比于 A 股的漫长等待，从 2018 年 3 月 19 日碧桂园服务第一次呈交申请版本及聆讯后资料集到 2018 年 6 月 19 日正式挂牌上市，碧桂园服务登陆港股仅用短短 3 个月。

新城悦于 2017 年 6 月 30 日向证监会报送了创业板上市的招股说明书。2017 年 12 月 15 日，随后，证监会官网发布了对新城悦招股文件的合规性和信息披露问题提出了补充说明的要求，但此后新城悦未更新招股说明书。2018 年 4 月 24 日，新城悦呈交聆讯后资料集，2018 年 11 月 6 日，正式于港交所主板挂牌上市。

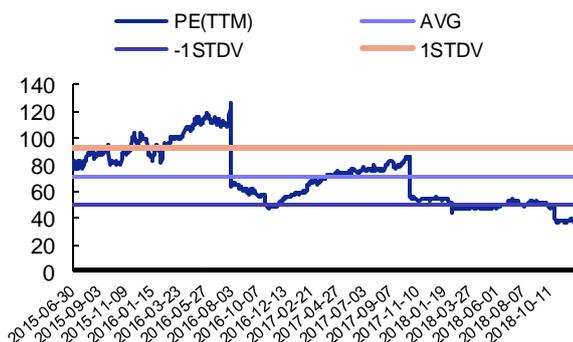
永升物业 (871385.OC) 公告称已于 10 月 27 日向上海证监局报送了首次公开发行股票并上市辅导备案材料，并已于 11 月 8 日在上海证监局网站进行了公示。然而，2018 年 8 月 9 日，公司却向港交所提交了招股说明书，正式开始 H 股上市之路。2018 年 11 月 29 日，永生生活服务已提交聆讯后资料集。

就客观因素而讲，转战港股一方面是因为 A 股排队时间比较长，另一方面则源于港股的物业行业已经形成了板块效应，不同物业公司的估值、业绩比较会比较容易，资本环境更好；而就主观因素来讲，A 股市场关联交易等的严要求已成为物管公司前行的巨大绊脚石。

4.5. 行业估值：资本市场给物管行业估值多少？

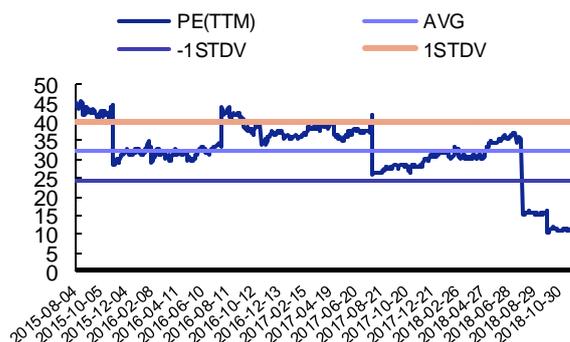
尽管 2018 年美股给物管公司的估值有所降低，但在此之前，FirstService 估值最高可达 110X，ServiceMaster 最高 45X，此外，FirstService 及 ServiceMaster 的估值中枢分别为 71X 及 32X，均处于较高水平。据此我们可以看出，资本市场对物管公司的投资价值有较高的认可度。此外，通过 FirstService 及 ServiceMaster 的估值差距我们可以看出，市场更倾向于全方位服务物管公司，这也证明了国内物管公司开展增值服务、社区 O2O 等业务战略价值。

图 46: FirstService 上市以来估值情况



资料来源: Choice, 安信证券研究中心 注: 截至 2018 年 12 月 13 日

图 47: ServiceMaster 上市以来估值情况

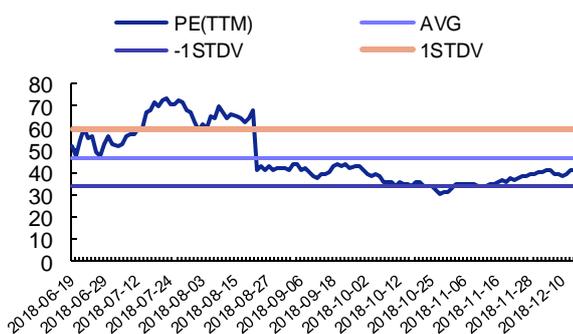


资料来源: Choice, 安信证券研究中心 注: 截至 2018 年 12 月 13 日

港股市场自 2018 年 10 月起物管公司估值相对稳定, 我们认为这主要源于地产行业新房增速放缓逐渐应验及社保征缴趋严有望附带社保率下调以减轻企业负担。港股市场上碧桂园服务以其高业绩增速及高低阶城市渗透率领跑市场, 当前估值 (41X) 略低于估值中枢 (47X); 具备充足储备面积及高端品牌的绿城服务紧随其后, 估值 (34X) 与估值中枢基本持平 (35X); 雅生活以双品牌战略获得 24X 估值, 低于减一标准差水平; 而母公司开发能力较弱的彩生活估值最低, 仅为 12X。对比可知, 基础物业服务基础、储备面积的增长潜力和稳定性会影响物管企业的未来的经营状况, 进而影响企业估值。

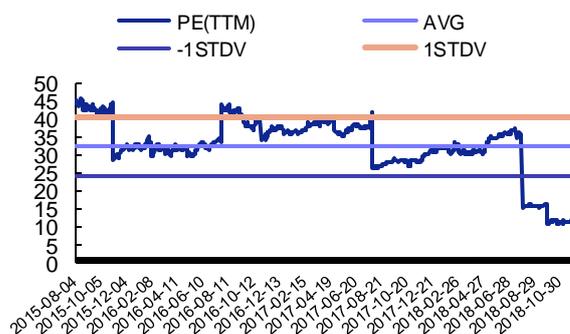
我们认为, 尽管地产行业处于下行周期, 但龙头物管公司通过强化基础物业管理实力、拓展“存量”市场上的第三方业务、开展增值服务、进行智能化转型将进一步激发向上动力, 未来市场估值具有一定的上升空间。

图 48: 碧桂园服务上市以来估值情况



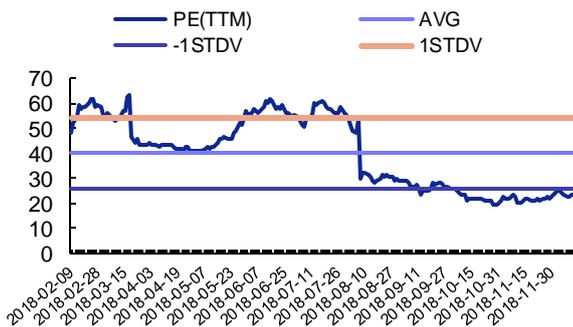
资料来源: Choice, 安信证券研究中心 注: 截至 2018 年 12 月 13 日

图 49: 绿城服务上市以来估值情况



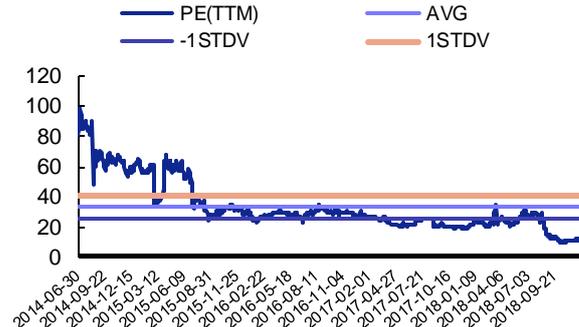
资料来源: Choice, 安信证券研究中心 注: 截至 2018 年 12 月 13 日

图 50: 雅生活服务上市以来估值情况



资料来源: Choice, 安信证券研究中心 注: 截至 2018 年 12 月 13 日

图 51: 彩生活上市以来估值情况



资料来源: Choice, 安信证券研究中心 注: 截至 2018 年 12 月 13 日

4.6. 回看市场: 哪些物管公司具有较高投资价值?

2018 年, 房地产行业进一步由“增量”转“存量”, 物管公司跑马圈地, 行业集中度不断提升, 头部企业由“小龙头”向“大龙头”转变。

我们认为, 优质龙头公司具备大型地产企业背书, 业绩稳定性较高; 品牌效应和生态资源支持下, 在第三方业务扩展方面亦更具优势, 盈利能力持续提升潜力可期; 基于其全球化布局和多样业务类型, 抗风险能力更强; 由于具备强有力的资金等资源支持, 在智能化升级转型及搭建社区平台方面更具先发优势;

而在经济下行、物管行业市场竞争不断加剧的背景下, 优胜劣汰将有力推动行业整合, 未来龙头物管公司将更有可能通过并购中小型物业扩展商业版图。

我们立足港股、A 股及三板市场, 筛选出碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务、中海物业、彩生活、南都物业、第一物业、美的物业、开元物业、保利物业等值得关注优质标的。

表 12: 优质公司业绩及市值情况

证券代码	证券名称	2018 营业收入 (TTM)(亿元)	增速	2018 归属母公司净利润 (TTM) (万元)	增速	市值(亿元)	PE (TTM)
06098.HK	碧桂园服务	37.23	19.25%	67,076.50	66.96%	293.91	41.41
02869.HK	绿城服务	58.64	14.09%	43,918.40	13.34%	156.68	33.54
03319.HK	雅生活服务	24.74	40.52%	50,989.50	75.99%	128.59	23.90
02669.HK	中海物业	30.33	8.05%	30,435.30	18.69%	67.39	20.79
01778.HK	彩生活	26.39	62.03%	39,528.40	23.27%	50.39	12.04
603506.SH	南都物业	9.77	19.19%	9,016.22	20.49%	24.42	27.09
837498.OC	第一物业	4.40	18.50%	6264.74	15.18%	11.49	18.34
839955.OC	美的物业	5.33	19.26%	7020.12	24.47%	8.58	12.22
831971.OC	开元物业	6.91	23.60%	6436.46	16.08%	7.69	11.95
871893.OC	保利物业	36.68	13.31%	30277.96	31.54%	—	—

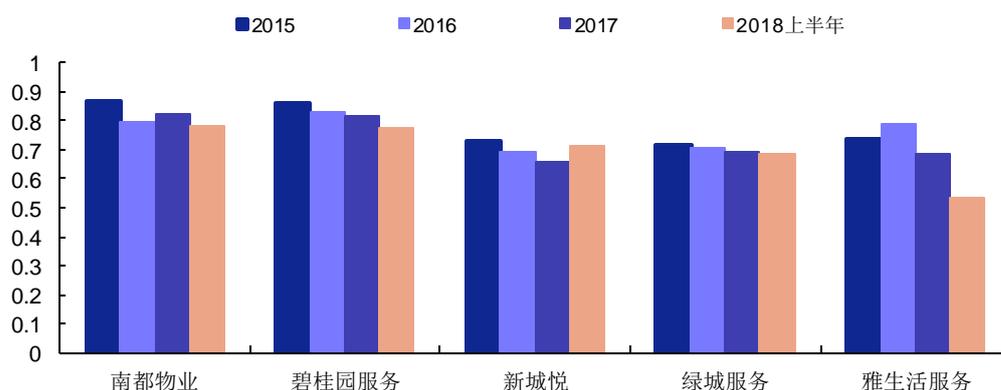
资料来源: Wind, 安信证券研究中心 注: 市值及 PE 均为截止至 2018 年 12 月 13 日数据

5. 路径指引：物管公司未来如何进一步成长？

5.1. 精耕基础：保障基础物业服务，拉动业务稳定增长

2015年-2018年上半年，港股及A股龙头物管公司的基础物业服务营收占比均高于50%，南都物业占比最高近80%。我们认为，物业管理服务是物管公司基础服务，尽管目前各公司均开展增值服务，但于多数公司来说，基础物业管理服务贡献营收仍占其总营收比重较大。因此，保障基础物业服务营收的稳定增长对公司提高整体营收来说至关重要。

图 52：龙头公司物业管理服务营收占比

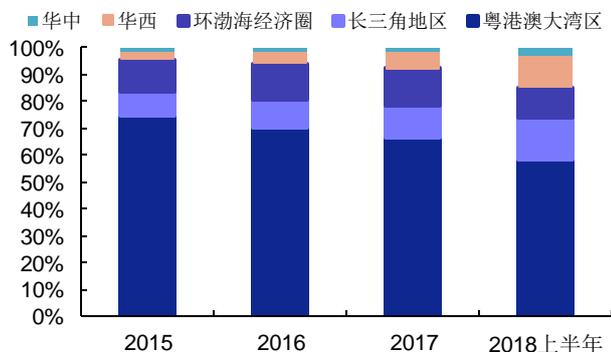


资料来源：公司报表，招股书，安信证券研究中心 注：新城悦数据为2018年前4个月

5.2. 多元扩张：开展全国性服务，拓展第三方业务

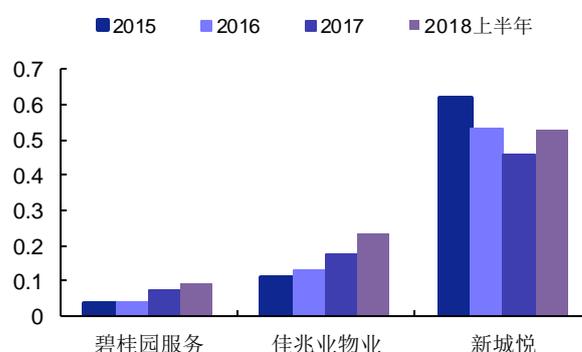
目前，尽管多数龙头企业均在实施全国性拓展战略，但其业务仍存在较为明显的地域性，如佳兆业物业2018年上半年营收的58.4%来源于粤港澳大湾区。因此，我们认为，物管公司通过收购、新设等进行全球化布局、拓展第三方业务有利于其通过市场开拓、突破现有瓶颈而提高收入水平，增强物业公司的品牌效应、独立性和抗风险能力。

图 53：佳兆业物业全国布局逐渐展开



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 54：第三方开发商物业收入占比

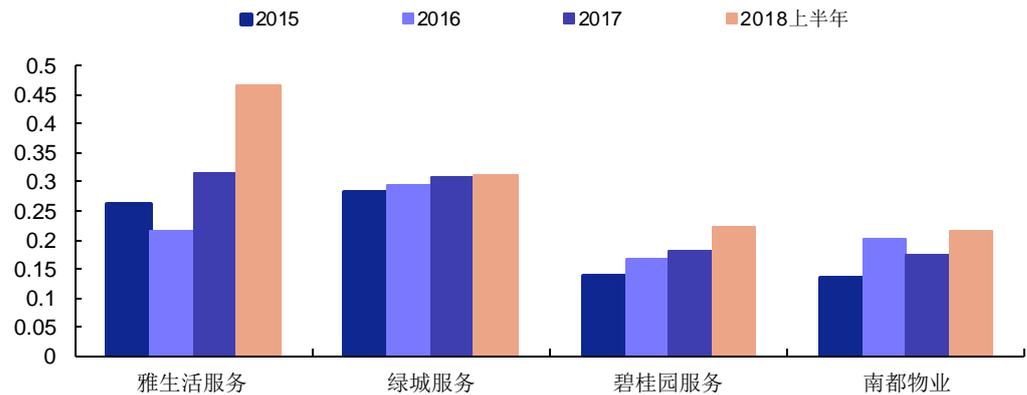


资料来源：招股书，公司报表，安信证券研究中心 注：新城悦数据为2018年前4个月

5.3. 服务增值：业主+开发商双线发展，提升服务品质

目前，物管公司均开展增值服务，多数企业的增值服务占比相对较低，保持在 20%-40% 的水平，但增速较高，且以针对业主端的社区增值服务为主，以面向房地产开发商及其他物业公司的咨询等服务为辅。我们认为，加强增值服务将有利于物管公司与上下游形成更为紧密的生态关系，而为其他中小型物管公司提供的代管理业务亦将有利于其自身业务的整合及扩张。

图 55：增值服务收入占总收入比重情况



资料来源：招股书，公司报表，安信证券研究中心

5.4. 技术加持：加速智能化升级，布局社区 O2O

在 AI 赋能 B 端的大趋势下，智慧物业作为智慧社区的一部分将成为新风口，不仅互联网巨头阿里、腾讯以合作及成立新公司的形式布局，物管公司亦开始以“新物种”重塑物业社区形态。2018 年 3 月 31 日彩生活推出集“线上+线下”一体化的普惠式消费平台“彩惠人生”，截止 2018 年 6 月 30 日，彩惠人生累计成交 325400 单，累计成交金额 2864.69 万元；

通过彩惠人生购买商品供应商赠送物业费的新模式，累计冲抵物业管理费 1281.12 万元，为 44026 个家庭减免了物业管理费。绿城服务也推出以 B2C 为主的网购模式的综合购物商城——绿城购物商城为业主提供生活用品及服务。我们认为，物管公司的智能化转型是其提升、保持市场竞争力及服务品质的必要途径，也将有利于物管公司减小劳动力密集度，有效控制成本，提升盈利能力。

图 56：社区新物种彩惠人生



资料来源：公司报表，安信证券研究中心 注：截至 2018 年 6 月 30 日

图 57：绿城购 B2C 社区购物平台



资料来源：绿城购网站，安信证券研究中心

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034