

物管行业洗牌的最大受益者

2015年3月11日

投资要点

- ❖ **中国最大的社区服务运营商。**彩生活成立于2002年，是目前中国最大的社区服务运营商，管理的物业面积超过2亿平米。主营业务包括：物业管理、工程服务、增值服务。彩生活将“对物的管理”转变为“对人的服务”，开发并运营了彩之云社区服务平台，注册用户数超过100万，活跃用户超过40万，E理财、E维修、E租房已分别上线运营。
- ❖ **通过技术创新和模式创新降低成本是公司扩张利器。**物管行业属于劳动密集型产业，由于人工成本持续上升，同时管理费受“政府指导价”管制，导致成本、价格增速倒挂，中小物业公司生存艰难。再加上行业集中度低（TOP20的市场份额4.4%），带来的直接益处是行业整合成本低。彩生活首先通过自动化（摄像头、防跟踪自动门）、标准化（总部或地区办事处集中管理）、服务外包（清洁、园艺）的方式降低人力成本和运营成本，获得行业竞争优势，然后通过委聘和收购兼并的方式扩大市场份额，分享行业整合的盛宴。
- ❖ **从广覆盖到做密度，2020年公司有望达成10亿平米物管目标。**截至2014年底，彩生活已布局110个城市，提供订约管理和顾问服务的住宅小区1260个，管理面积2.05亿平方米。目前覆盖广度已达标，未来需要做深密度。假设每年新增委聘面积0.5亿平米，并购面积0.8亿平米，则可达成目标。
- ❖ **未来6年净利润复合增长率有望超过30%。**2014年剔除上市和购股权费用的影响，公司平均每平米净利润为1.32元。未来不利因素是收购价格和物业管理成本上升。保守假设到2020年平均每平米管理物业净利润1元/年。在10亿平米的物业管理面积基础上，公司净利润有望超过10亿元，对应2014年1.5亿元净利润基础上，未来6年复合增长率有望超过30%。
- ❖ **公司有望通过房、车、人实现“流量变现”。**彩生活2014年增值服务在毛利中占比20.8%。公司终极目标是以社区服务为入口，打造社区生态圈。社区服务平台“彩之云”目前拥有128万用户，占社区总人口的50%，其中活跃用户50万。公司在门禁卡与APP结合、通过缴费、投诉、房屋租赁、维修、快递等丰富服务场景、提供社区金融方面都有很好的尝试。我们认为，房屋租赁业务中的“看房”、汽车后服务中的“洗车”和“智能停车”、围绕人的“养老”、“托儿”、“课外教育”等都属于线下较重的结点，物管公司若与专业公司合作，有望获得竞争优势。
- ❖ **风险因素：**劳动力成本上升、并购成本上升、增值服务不达预期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**彩生活作为一家“新型物管”公司，通过技术创新和模式创新降低成本，实现规模扩张，分享物管行业集中度提升的收益。预计2020年物管面积10亿平米，是2014年的5倍。未来6年净利润复合增长率有望超过30%。预计公司2015/16/17年EPS分别为0.28/0.41/0.55元，目前股价隐含的2015/16/17年PE分别为19.0/13.1/9.7倍，首次给予“买入”评级，未来一年目标价10港元/股，对应2016年20倍PE。如果流量变现顺利，有望创造超额收益，具体金额视变现模式、速度、规模而定。

| 人民币 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润(百万元) | 146 | 280 | 406 | 550 |
| 同比(%) | 231.0 | 92.1 | 44.9 | 35.5 |
| 净资产(百万元) | 1,072 | 1,270 | 1,545 | 1,906 |
| 全面摊薄ROE(%) | 13.6 | 22.0 | 26.2 | 28.8 |
| EPS(元) | 0.15 | 0.28 | 0.41 | 0.55 |
| BVPS(元) | 1.07 | 1.27 | 1.55 | 1.91 |
| PE(倍) | 36.5 | 19.0 | 13.1 | 9.7 |
| PB(倍) | 4.97 | 4.19 | 3.45 | 2.79 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为2015年3月10日收盘价；1港币=0.79人民币



买入 (首次)

目前股价：6.71 港元

目标股价：10.0 港元

中信证券研究部

邵子钦

电话：0755-23835408

邮件：shaoziqin@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010513110004

童成墩

电话：0755-23835416

邮件：tongchengdun@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010513110006

田良

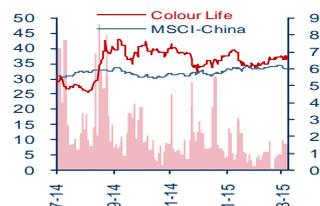
电话：0755-23835415

邮件：tianliang@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010513110005

相对指数表现

成交金额 (百万港元) (港元)



资料来源：Bloomberg

最新重要数据

| | |
|-----------------------|-----------|
| 摩指中国 | 6,939 |
| 流通股数(百万股) | 281 |
| 占总股本比例(%) | 28.1 |
| 流通市值(百万港元) | 1,883 |
| 52周高/低(港元) | 7.76/3.78 |
| 12个月内波动(%) | 49 |
| 12个月内日成交额(百万港元) | 12 |
| 2014-15年PEG预测(倍) | 0.87 |
| 2014-16年平均净资产收益率预测(%) | 20.6 |
| 2014年市净率预测(倍) | 4.97 |
| 2014年净负债/股东权益预测(%) | 47.1 |

股价表现 (%)

| | 1个月 | 本年 | 12个月 |
|--------|-----|-----|------|
| 绝对值 | 8 | (1) | 21 |
| 相对摩指中国 | 8 | (3) | 11 |

主要股东持股 (%)

| | |
|-------------|------|
| 花样年控股集团有限公司 | 50.4 |
|-------------|------|

审计公司

德勤会计师事务所

目录

| | |
|--|----------|
| 公司概况 | 1 |
| 中国最大的社区服务运营商 | 1 |
| 主营业务：物业管理、工程服务、增值服务 | 1 |
| 持续强化社区家庭服务 O2O 平台 | 1 |
| 通过技术创新和模式创新，彩生活分享物管行业整合收益 | 1 |
| 行业现状：中小物业生存困难，成本、价格增速倒挂 | 1 |
| 行业整合成本不高，TOP20 有扩张机会 | 3 |
| 通过技术创新和模式创新降低成本是彩生活扩张利器 | 4 |
| 2020 年彩生活有望达成 10 亿平米物管目标 | 4 |
| 彩生活有望通过房、车、人实现“流量变现” | 5 |
| 彩生活战略终极目标是借助社区入口，建立社区生态圈 | 5 |
| 2014 年彩生活增值服务在毛利中占比 20.8% | 5 |
| 围绕房、车、人的紧密生活圈服务，彩生活有望获得竞争优势 | 6 |
| 风险因素 | 7 |
| 盈利预测与投资评级 | 8 |
| 盈利预测：未来 6 年净利润复合增长率有望超过 30% | 8 |
| 投资评级：2015 年 PE 为 19.0 倍，首次给予“买入”评级 | 8 |
| 催化剂 | 9 |

插图目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1: TOP100 物业企业物业费收缴率为 95.4% | 2 |
| 图 2: 全国物业费均价几乎零增长 | 3 |
| 图 3: 彩生活战略规划与商业模式 | 5 |
| 图 4: Top100 多元业务收入和盈利贡献占比持续上升 | 6 |
| 图 5: 彩生活 2014 年收入和毛利构成 | 6 |
| 图 6: 彩之云 APP 的多种生活服务 | 7 |

表格目录

| | |
|--|---|
| 表 1: 中国未来 5 年 20-29 岁人口年均减少 1130 万 | 1 |
| 表 2: 物业管理行业市场集中度极为分散 | 3 |
| 表 3: 物业管理行业开始体现规模经济性 | 3 |
| 表 4: 彩生活单位面积人工数量仅为同业的一半 | 4 |
| 表 5: 彩生活物业费均价低于同行 25% | 4 |
| 表 6: 彩生活新委聘和兼并收购并举 | 5 |
| 表 7: 2014 年彩生活单位面积净利润 1.32 元/年/平米 | 8 |
| 表 8: 彩生活盈利预测核心假设 | 8 |
| 表 9: 预计 2015 年净利润 2.8 亿元, PE19.0 倍 | 8 |
| 表 10: 彩生活主要财务数据预测 | 9 |

公司概况

中国最大的社区服务运营商

彩生活服务集团有限公司（简称彩生活）成立于 2002 年 6 月 18 日，是一家集物业服务、楼宇智能、资产运营、社区服务为一体的科技型、综合型物业服务运营集团，已经发展成为中国最大的社区服务运营商。截至 2014 年 12 月 31 日，公司管理的物业面积超过 2 亿平方米。

2014 年 6 月 30 日公司在香港联交所主板挂牌上市，股份代号：1778，成为国内社区服务运营第一股。公司控股股东是花样年控股集团，管理的物业仅有 3% 来自花样年集团兴建的物业，97% 都来自于花样年集团之外。

主营业务：物业管理、工程服务、增值服务

- ✓ **物业管理服务**，主要包括：（1）为住宅社区提供的保安、清洁、园艺、维修及保养等服务；（2）为物业发展商提供的预售服务，包括预售示范单位的清洁、保安及保养。
- ✓ **工程服务**，主要包括：（1）设备安装服务；（2）维修及保养服务；及（3）透过公司的设备租赁计划提供的自动化及其他设备升级服务。
- ✓ **社区租赁、销售及其他服务**。主要包括：（1）公共空间租赁协助；（2）购物协助；及（3）住宅零售单位租赁及销售协助。

持续强化社区家庭服务 O2O 平台

彩生活将“对物的管理”转变为“对人的服务”，开发并运营了彩之云社区服务平台。彩之云社区服务平台以物业管理服务为基础，围绕小区基本服务和配套生活服务，为业主和住户打造一个一站式的本地生活服务平台。目前彩之云注册用户数超过 100 万，活跃用户超过 40 万，E 理财、E 维修、E 租房已分别上线运营。

通过技术创新和模式创新，彩生活分享物管行业整合收益

行业现状：中小物业生存困难，成本、价格增速倒挂

人工成本持续上升，未来成本压力加剧。传统物业管理属于劳动密集型产业，成本中人工费用占到 60-70%。截至 2012 年底，全国物业管理从业人员数量约为 612.3 万人，较 2008 年经济普查公布的 250.12 万人增长了约 145%。受制于年轻劳动力供给减少，预计人工成本每年平均增幅 10% 以上。根据世界银行 2012 年预测数据，中国未来 5 年 20-29 岁人口年均减少 1130 万，50 岁以上人口年均增加 1670 万。

表 1：中国未来 5 年 20-29 岁人口年均减少 1130 万

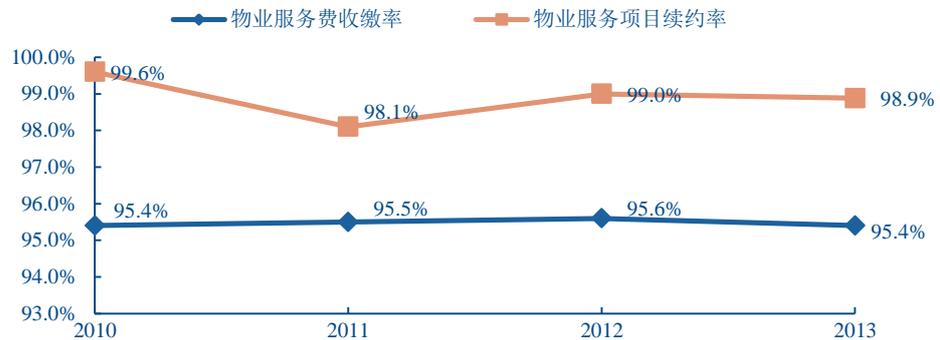
| 单位：百万 | 0-9 岁 | 10-19 岁 | 20-29 岁 | 30-39 岁 | 40-49 岁 | 50-59 岁 | 60 岁以上 | 总数 | 60 岁以上人口占比 |
|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|------------|
| 2014 | 175 | 164 | 246 | 196 | 238 | 173 | 201 | 1,394 | 14.4% |
| 2015 | 177 | 161 | 241 | 198 | 237 | 179 | 209 | 1,402 | 14.9% |
| 2016 | 178 | 159 | 234 | 203 | 234 | 185 | 216 | 1,409 | 15.3% |
| 2017 | 179 | 158 | 224 | 211 | 229 | 193 | 222 | 1,416 | 15.7% |
| 2018 | 178 | 159 | 212 | 221 | 222 | 201 | 228 | 1,422 | 16.1% |
| 2019 | 177 | 161 | 200 | 230 | 216 | 209 | 235 | 1,428 | 16.5% |
| 2020 | 176 | 163 | 189 | 237 | 209 | 216 | 242 | 1,433 | 16.9% |

| 单位: 百万 | 0-9 岁 | 10-19 岁 | 20-29 岁 | 30-39 岁 | 40-49 岁 | 50-59 岁 | 60 岁以上 | 总数 | 60 岁以上人口占比 |
|---------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|------------|
| 2021 | 173 | 166 | 181 | 242 | 204 | 221 | 251 | 1,437 | 17.4% |
| 2022 | 171 | 168 | 173 | 245 | 199 | 226 | 259 | 1,441 | 18.0% |
| 2023 | 167 | 171 | 167 | 246 | 195 | 229 | 269 | 1,444 | 18.6% |
| 2024 | 164 | 174 | 162 | 244 | 194 | 231 | 279 | 1,447 | 19.3% |
| 2025 | 160 | 176 | 159 | 239 | 196 | 230 | 289 | 1,449 | 20.0% |
| 2026 | 157 | 177 | 157 | 232 | 201 | 227 | 300 | 1,451 | 20.7% |
| 2027 | 154 | 178 | 157 | 222 | 209 | 222 | 311 | 1,452 | 21.4% |
| 2028 | 151 | 178 | 158 | 210 | 218 | 215 | 323 | 1,453 | 22.2% |
| 2029 | 148 | 177 | 159 | 198 | 227 | 209 | 334 | 1,453 | 23.0% |
| 2030 | 146 | 175 | 161 | 188 | 234 | 203 | 346 | 1,453 | 23.8% |
| 2014-2030CAGR | -1.1% | 0.4% | -2.6% | -0.3% | -0.1% | 1.0% | 3.4% | 0.3% | |
| 年均变化 | | | | | | | | | |
| 2014-2020 | 0.3 | -0.2 | -11.3 | 8.1 | -5.8 | 8.5 | 8.2 | 7.8 | 0.5% |
| 2020-2025 | -3.1 | 2.6 | -6.1 | 0.4 | -2.7 | 2.8 | 9.4 | 3.2 | 0.6% |
| 2025-2030 | -2.9 | -0.1 | 0.5 | -10.2 | 7.7 | -5.3 | 11.3 | 0.9 | 0.8% |

资料来源: 世界银行, 中信证券研究部

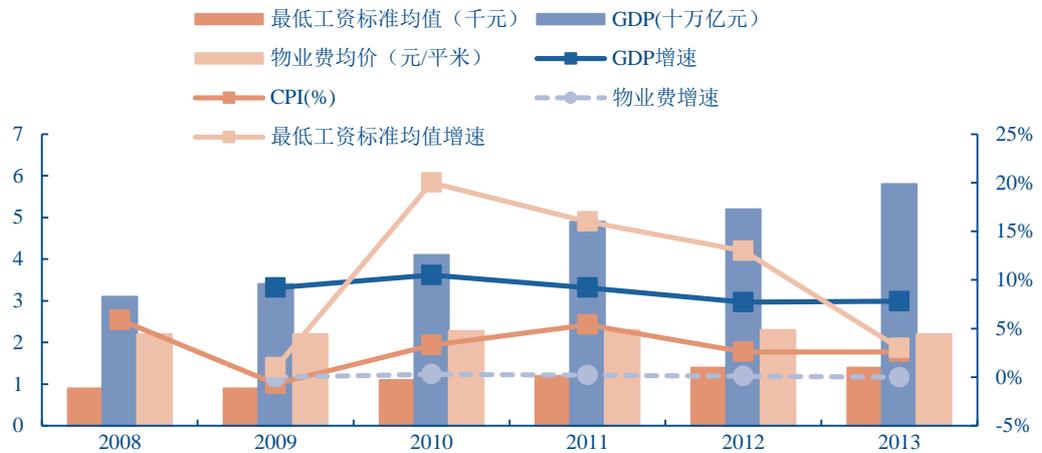
管理费受制政府指导价, 价格上调余地很小。根据《物业服务定价成本监审办法(试行)》(发改价格(2007)2285号), 物业管理服务的定价成本乃根据经人民政府主管价格行政管理部门评估后的物业管理服务平均成本而厘定。同时, 上调物业费很容易导致业主的集体反对, 直接结果是缴费率下降。2013年行业物业费收缴率仅为60-70%之间, TOP100业务公司的收缴率也只能做到95.4%。

图 1: TOP100 物业企业物业费收缴率为 95.4%



资料来源: 中国指数研究院、中信证券研究部

图 2: 全国物业费均价几乎零增长



资料来源: CREIS, fdc.soufun.com, 中国指数研究院、中信证券研究部

行业整合成本不高, TOP20 有扩张机会

传统物业管理无规模经济效益, 市场集中度极为分散。行业进入门槛较低, 截至 2012 年全国物业企业约为 7.1 万家, 较 2008 年 5.8 万家增长了约 23%。2013 年 TOP1、TOP20、TOP100、TOP200 物业企业管理的物业面积分别为 0.6 亿平米、6.4 亿平米、15.1 亿平米、19.6 亿平米, 市场份额分别为 0.4%、4.4%、10.4%、13.6%。受制于高昂的人力成本, 规模经济性较差是集中度分散的主要原因。

表 2: 物业管理行业市场集中度极为分散

| | 规模 (万平米) | 市场集中度 (%) |
|---------|-----------|-----------|
| Top 200 | 196,753 | 13.6% |
| Top 100 | 151,100 | 10.4% |
| Top 20 | 64,306 | 4.4% |
| Top 1 | 约 6,000 | 0.4% |
| 总规模 | 1,453,000 | 100.0% |

资料来源: 中国指数研究院、中信证券研究部

随着多元业务占比提升, 规模经济效果逐步显现。2013 年, TOP20 物业企业其他业务收入占比已提升到 30.7%, 远高于 TOP21-200 企业的 16-17% 的水平。TOP20 企业对应的人均经营收入、利润率分别为 9.1 万元/人、5.8%, 显著高于 TOP21-200 企业。

表 3: 物业管理行业开始体现规模经济性

| 2013 年 | 单位 | Top 20 | Top 21-100 | Top 101-200 |
|----------------|----|--------|------------|-------------|
| 平均年收入 | 万元 | 88,557 | 31,072 | 12,548 |
| 人均经营收入 | 万元 | 9.07 | 8.71 | 6.66 |
| 物业经营其他收入/年经营收入 | % | 30.70% | 16.05% | 16.95% |
| 平均净利润 | 万元 | 5,125 | 1,697 | 623 |
| 平均利润率 | % | 5.8% | 5.5% | 5.0% |

资料来源: 中国指数研究院、中信证券研究部

通过技术创新和模式创新降低成本是彩生活扩张利器

自动化和服务外包是降低成本主要原因。凭藉自动化装置，公司总部或地区办事处集中管理标准化服务。例如，公司安装防跟随自动门，以大幅减少对保安人员的配置。部分物业管理服务（包括清洁及园艺）外包给专门附属公司或有能力服务多个住宅社区的合格第三方承包商。人力成本较同行减少 50% 以上。2013 年，彩生活管理的每百万平方米合约管理建筑面积的平均员工人数为 121 名，仅为 Top100 同业公司的 48.2%。截至 2014 年，公司合约管理建筑面积的员工平均人数为每百万平方米 103 名。彩生活的人员主要集中在物业管理人员，而服务人员如清洁人员及维修人员都是采用外包的形式。

成本下降是公司扩张利器，同时确保公司盈利能力。根据中国指数研究院、彩生活招股说明书数据估算，预计行业每平米物业费均价为 2.0 元/月，而彩生活仅为 1.5 元/月，比同行平均低 25%。成本的下降不但让业主，同时公司盈利能力仍得到有效保证。

表 4：彩生活单位面积人工数量仅为同业的一半

| 人数/百万平米 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------|-------|-------|-------|
| Top100 平均 | 280 | 224 | 251 |
| 彩生活 | 211 | 142 | 121 |
| 彩生活/Top100 | 75.3% | 63.6% | 48.2% |

资料来源：中国指数研究院、彩生活招股说明书、中信证券研究部

表 5：彩生活物业费均价低于同行 25%

| 基于 2014 年数据估算 | 同行 | 彩生活 |
|---------------|-------------|----------------------|
| 每平米平均物业费（月） | 2.0 元 | 1.5 元 |
| 每平米平均物业费（年） | 24 元 | 18 元 |
| 每平米物业收入（年） | 包干制为主，24 元 | 酬金制为主，按 10% 提取，1.8 元 |
| 毛利润率 | 5-10% | 100% |
| 每平米毛利（年） | 1.2 元-2.4 元 | 1.8 元 |

资料来源：中国指数研究院、彩生活公司公告、中信证券研究部估算

2020 年彩生活有望达成 10 亿平米物管目标

从广度覆盖到做深密度。公司未来 5 年的目标是：进入 100 个城市经济发达城市；每个城市平均管理 1000 万平米物业面积。截至 2014 年底，公司已布局 110 个城市，提供订约管理和提供顾问服务的住宅小区数目 1260 个，总建筑面积约为 2.05 亿平方米。

新委聘和兼并收购并举，预计物业面积复合增长率 30.8%。截至 2012 年底，全行业管理各类房屋面积 145.3 亿平米，考虑在建物业（2013 年底住宅在建物业为 48.6 亿平米），预计 2020 年全国物业管理面积超过 200 亿平米。彩生活实现 10 亿平米目标对应市场份额为 5% 左右，对应未来 6 年需要新达成的目标面积是 8 亿平米，隐含年复合增长率为 30.8%。公司将采取新委聘和兼并收购小物业管理公司两种方式达成。

✓ **新委聘方式可以确保 40% 新增目标达成。**假设其中 40% 即 3.2 亿平米通过新委聘达成，对应每年平均新委聘面积为 0.5 亿平米。2013 年新委聘面积为 0.47 亿平米，2014 年新委聘面积达 0.89 亿平米。公司现有的业务基础和竞争优势完全可以确保新委聘任务达成。2015 年起，公司决定和在全国排名 50 名上下的开发商合作，开发商卖房子，彩生活卖服务。

✓ **并购方式确保 60% 新增目标达成，而且不需要股权融资。**假设其中 60% 即 4.8 亿平米通过收购物业管理公司达成。目前市场上收购价格约为 2-4 元/平米，按 3 元/平米均价计算，则公司总共需要 14.4 亿的现金支出。截至 2014 年底，公司账上现金达 8.2 亿元，可以满足未来 3 年的并购支出。公司目前尚无银行贷款，预计未来通过债务融资、利润滚存等方式基本可以满足进一步的并购需求。

表 6: 彩生活新委聘和兼并收购并举

| | 内生: 签订新物管协议和顾问协议 | 并购: 收购兼并其他物管公司 |
|----|---|--|
| 方式 | 协议年期: 一般 3-5 年。 目前 110 余个城市有业务覆盖, 可利用彩生活的优势进一步增加渗透率。 | 管理状况良好、地理集中, 有一定规模效应, 适合推行才生业务模式和策略的物业。 具备相应物业资质, 无重大法律缺陷和障碍。 |
| 占比 | 2014 年新增面积中约有 44% 通过全委取得。 | 2014 年新增面积中约有 56% 通过并购取得。 |

资料来源: 彩生活公司公告、2014 年业绩发布会资料、中信证券研究部

彩生活有望通过房、车、人实现“流量变现”

彩生活战略终极目标是借助社区入口, 建立社区生态圈

彩生活战略实施分成四个步骤:

步骤 1: 通过新委聘和兼并收购, 实现传统物业管理面积增加。

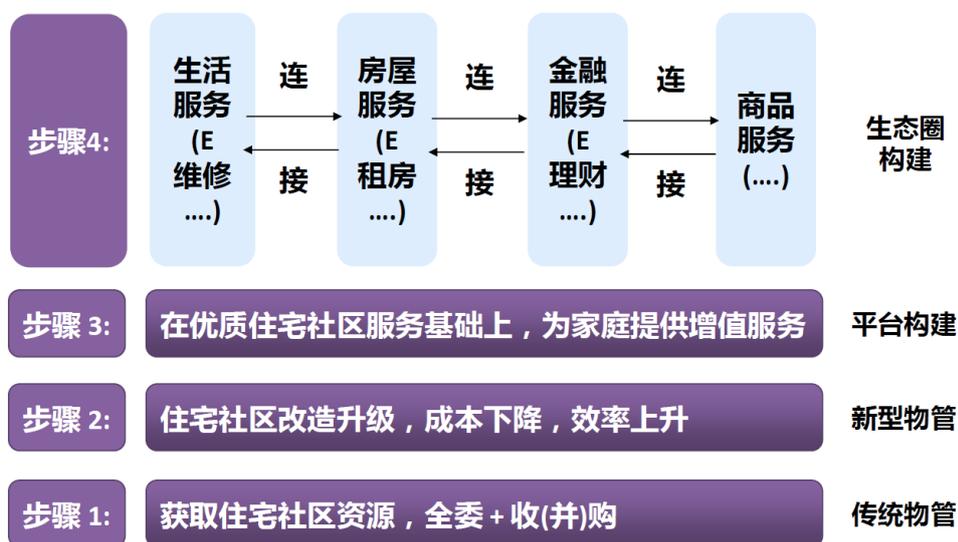
步骤 2: 通过社区升级改造, 实现成本下降、效率提升, 向“新型物管”转型。

步骤 3: 提升社区服务, 构建社区平台, 实现增值收入。

步骤 4: 在社区平台基础上, 大量连接生活服务、房屋服务、金融服务、商品服务等第三方公司, 形成生态圈。

步骤 1 和步骤 2 已是确定性事件, 预计战略目标可以按预期达成, 有望为投资人带来年复合 30% 左右的收益。公司正在积极探索步骤 3 和步骤 4, 期望能带来超额收益。

图 3: 彩生活战略规划与商业模式



我们的商业模式是通过高效的管理获取住宅社区资源, 并逐渐构建社区家庭服务的平台以及相应的生态圈, 为业主提供多种增值服务。

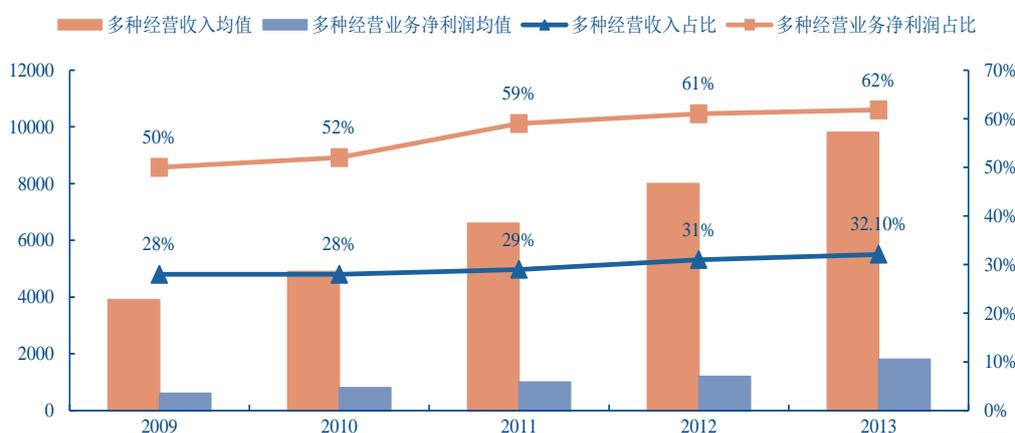
资料来源: 彩生活 2014 年业绩发布会资料、中信证券研究部

2014 年彩生活增值服务在毛利中占比 20.8%

Top100 物业管理多元业务收入在企业全部营收和总利润中所占的比例连续稳步提升。其中利润占比连续五年超过 50%, 2013 年多种经营在企业全部营收中占比 32.1%, 而利润占比却达到 61.8%。彩生活 2014 年 3.09 亿元毛利中, 物业管理、工程服务、增值服务分别

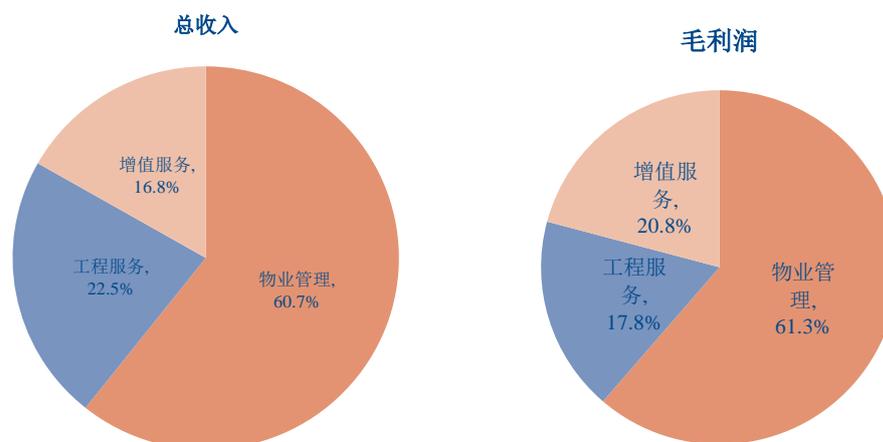
占比为 61.3%、17.8%、20.8%。增值服务收入已经是物业公司的重要收入来源。彩生活物业管理毛利占比高于同行，源于人力成本下降带来的物业管理盈利贡献提升。从行业趋势看，增值业务收入有望持续提升。

图 4: Top100 多元业务收入和盈利贡献占比持续上升 (单位: 万元)



资料来源: 中国指数研究院, 中信证券研究部

图 5: 彩生活 2014 年收入和毛利构成 (单位: %)



资料来源: 彩生活公司公告, 中信证券研究部

围绕房、车、人的紧密生活圈服务，彩生活有望获得竞争优势

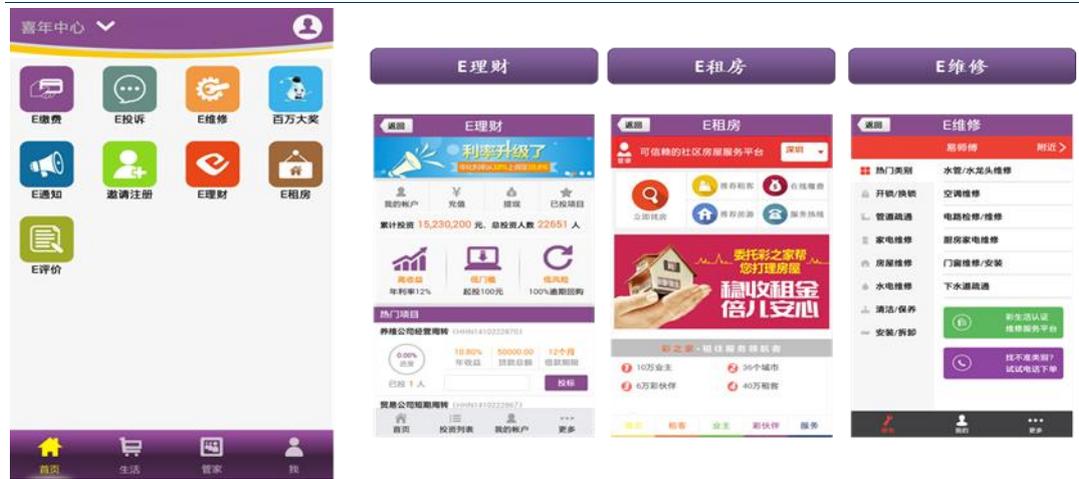
彩之云目前拥有 128 万用户，其中活跃用户 50 万。从用户数来看，截至 2014 年底，彩生活 2.05 亿管理面积对应 250 万人口。借助用户进出门禁系统的刚性使用需求，彩之云（手机 APP）用户粘性较好。目前彩之云的用户超过 128 万户，占社区总人口数的 50%。如果 2020 年彩生活实现 10 亿平方米物业管理面积目标，则对应管理超过 1000 万家庭、3000 万人口，对应的彩之云用户超过 1500 万。从用户活跃度来看，截至 2014 年底，彩之云活跃用户超过 50 万户，转化率为 40%。提升用户活跃度是增加流量的关键，也是难点，公司仍处于探索阶段。我们认为以下尝试值得关注：

- 门禁卡和彩之云 APP 的成功结合，不但提高用户进出小区的便捷度，同时也让公司建立用户大数据成为可能。通过业主扫描二维码进出小区，结合手机 APP 定位功能和用户点击行为，可以对用户特征进行基本画像。

- 通过缴费、投诉、房屋租售、维修、理财、快递等生活场景服务，大幅提高社区用户体验，丰富用户数据。其中，E 维修于 2014 年 9 月试运营，目前的日单量在 150 左右，到今年年底保守估计会到 5000；E 理财上线 2 个月，已有超过 1 亿的交易量。
- 提供社区金融服务。母公司花样年有小贷、融资租赁、商业保理牌照，最近收购了一家保险经纪公司，近期还将收购一家第三方支付公司。

房屋租售业务中的“看房”是线下较重的一个结点，物管公司可以通过与优秀的二手房中介合作，形成竞争优势。还有，汽车后服务业务中的“洗车”和“智能停车”也是线下较重的结点，如果能与连锁汽车维修公司合作，并建立立体停车场，将解决客户痛点。再有，养老服务、托儿服务、课外教育都是围绕“人”的线下较重的结点，如果能与品牌专业机构合作，将有望获得竞争优势。

图 6：彩之云 APP 的多种生活服务



资料来源：彩生活 2014 年业绩发布会资料、中信证券研究部

风险因素

- ✓ **劳动力成本持续上升。**人力成本仍然是彩生活的主要成本构成，人力成本的持续增长有可能继续挤压公司的利润率。这有赖于公司继续降低成本、提高物业管理效率，同时提升多元业务收入占比。
- ✓ **物业管理公司并购成本上升。**虽然市场集中度低，中小物业管理公司面临生存压力，市场上不乏收购机会。但随着同业并购加剧，有可能导致并购价格上升，导致公司规模增长目标低于预期。
- ✓ **增值业务可能受到第三方垂直平台威胁。**借助公司物业管理平台，彩生活有可能成为重要的流量入口，通过与中小服务提供商对接，实现业主 100 米范围内的生活需求。但垂直领域的互联网平台有可能凭借更加优秀的用户体验，占据商户和用户资源，彩生活难以抗衡。

盈利预测与投资评级

盈利预测：未来 6 年净利润复合增长率有望超过 30%

按总的管理面积计算，彩生活 2014 年平均每平方米物业收入为 1.59 元，其他收入 1.03 元，合计 2.62 元。剔除上市和购股权费用的影响，对应每平方米净利润为 1.32 元。未来不利因素是收购价格和物业管理成本上升，但增值服务收入贡献有望增加。保守假设到 2020 年平均每平方米管理物业净利润 1 元/年。在 10 亿的物业管理面积基础上，公司净利润有望超过 10 亿，对应应在 2014 年 1.5 亿净利润基础上，未来 6 年复合增长率超过 30%。预计公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.28/0.41/0.55 元。

表 7：2014 年彩生活单位面积净利润 1.32 元/年/平米

| 单位：元 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------|-------|-------|-------|
| 每平方米物业收入 | 3.90 | 2.15 | 1.59 |
| 每平方米其他收入 | 3.41 | 1.52 | 1.03 |
| 合计每平方米收入 | 7.31 | 3.67 | 2.62 |
| 每平方米净利润 | 1.65 | 1.08 | 1.32 |
| 净利润率 | 22.6% | 29.3% | 50.5% |

注：表中彩生活净利润剔除了上市费用和购股权费用。资料来源：彩生活公司公告、招股说明书，中信证券研究部

表 8：彩生活盈利预测核心假设

| 管理面积（千平米） | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 总合约管理面积 | 205,250 | 320,972 | 449,231 | 583,902 | 729,797 | 875,691 | 1,006,996 |
| 同比 | 122.4% | 56.4% | 40.0% | 30.0% | 25.0% | 20.0% | 15.0% |
| 总计算收益面积 | 165,100 | 257,471 | 360,329 | 468,331 | 585,332 | 702,333 | 807,634 |
| 同比 | 172.6% | 55.9% | 39.9% | 30.0% | 25.0% | 20.0% | 15.0% |
| 计算收益面积/总管理面积 | 80.4% | 80.2% | 80.2% | 80.2% | 80.2% | 80.2% | 80.2% |

资料来源：彩生活公司公告、中信证券研究部预测

投资评级：2015 年 PE 为 19.0 倍，首次给予“买入”评级

彩生活作为一家“新型物管”公司，通过技术创新和模式创新降低成本，实现规模扩张，分享物管行业集中度提升的收益。目前股价隐含的 2015/16/17 年 PE 分别为 19.0/13.1/9.7 倍，首次给予“买入”评级；未来一年目标价 10 港元/股，对应 2016 年 20 倍 PE。如果流量变现顺利，有望创造超额收益，具体金额视变现模式、速度、规模而定。

表 9：预计 2015 年净利润 2.8 亿元，PE19.0 倍

| 人民币 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 管理面积（千平米） | 205,250 | 320,972 | 449,231 | 583,902 |
| 同比 | 122.4% | 56.4% | 40.0% | 30.0% |
| 净利润（百万） | 146 | 280 | 406 | 550 |
| 同比 | 231.0% | 92.1% | 44.9% | 35.5% |
| 净资产（百万） | 1,072 | 1,270 | 1,545 | 1,906 |
| 全面摊薄 ROE | 13.6% | 22.0% | 26.2% | 28.8% |
| EPS（元） | 0.15 | 0.28 | 0.41 | 0.55 |
| BVPS（元） | 1.07 | 1.27 | 1.55 | 1.91 |
| PE（倍） | 36.5 | 19.0 | 13.1 | 9.7 |
| PB（倍） | 4.97 | 4.19 | 3.45 | 2.79 |

资料来源：彩生活公司公告、中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 3 月 10 日收盘价；1 港币=0.79 人民币

催化剂

- ✓ 政府放松价格管制，提高物业收费水平。
- ✓ 增值服务产生盈利贡献，提高多元业务盈利增速。
- ✓ 平台注册用户和活跃度持续上升，分享互联网估值收益。

表 10: 彩生活主要财务数据预测

| 人民币 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利润表 (千元) | | | | | 资产负债表 (千元) | | | | |
| 总收入 | 389,287 | 623,729 | 865,372 | 1,130,198 | 总资产 | 1,599,731 | 1,903,212 | 2,305,691 | 2,818,985 |
| 物业管理 | 236,305 | 385,155 | 531,490 | 696,242 | 总权益 | 1,087,264 | 1,288,252 | 1,567,738 | 1,933,442 |
| 工程服务 | 87,665 | 136,712 | 191,328 | 248,675 | 本公司持有人权益 | 1,071,601 | 1,269,693 | 1,545,153 | 1,905,589 |
| 增值服务 | 65,317 | 101,861 | 142,554 | 185,281 | 资产负债率 | 32.0% | 32.3% | 32.0% | 31.4% |
| 总收入占比 | | | | | ROA | 9.4% | 15.2% | 18.2% | 20.2% |
| 物业管理 | 60.7% | 61.8% | 61.4% | 61.6% | ROE | 13.8% | 22.5% | 26.7% | 29.4% |
| 工程服务 | 22.5% | 21.9% | 22.1% | 22.0% | | | | | |
| 增值服务 | 16.8% | 16.3% | 16.5% | 16.4% | 管理面积 (千平方米) | | | | |
| 毛利润 | 309,882 | 524,149 | 746,829 | 987,957 | 总合约管理面积 | 205,250 | 320,972 | 449,231 | 583,902 |
| 物业管理 | 190,018 | 337,223 | 485,227 | 647,945 | 同比 | 122.4% | 56.4% | 40.0% | 30.0% |
| 工程服务 | 55,256 | 86,171 | 120,596 | 156,742 | 总计算收益面积 | 165,100 | 257,471 | 360,329 | 468,331 |
| 增值服务 | 64,608 | 100,755 | 141,006 | 183,270 | 同比 | -100.0% | 55.9% | 0.0% | 30.0% |
| 毛利润率 | 79.6% | 84.0% | 86.3% | 87.4% | 计算收益面积/总管理面积 | 80.4% | 80.2% | 80.2% | 80.2% |
| 物业管理 | 80.4% | 87.6% | 91.3% | 93.1% | 估值 (元/倍) | | | | |
| 工程服务 | 63.0% | 63.0% | 63.0% | 63.0% | EPS | 0.15 | 0.28 | 0.41 | 0.55 |
| 增值服务 | 98.9% | 98.9% | 98.9% | 98.9% | 同比 | 231.0% | 92.1% | 44.9% | 35.5% |
| 毛利润占比 | | | | | BVPS | 1.07 | 1.27 | 1.55 | 1.91 |
| 物业管理 | 61.3% | 64.3% | 65.0% | 65.6% | 同比 | - | 18.5% | 21.7% | 23.3% |
| 工程服务 | 17.8% | 16.4% | 16.1% | 15.9% | DPS | - | 0.07 | 0.14 | 0.20 |
| 增值服务 | 20.8% | 19.2% | 18.9% | 18.6% | 同比 | | | 92.1% | 44.9% |
| 除税前溢利 | 211,833 | 407,448 | 590,316 | 800,050 | PE | 36.77 | 19.14 | 13.21 | 9.75 |
| 税后溢利 | 150,486 | 289,451 | 419,360 | 568,355 | PB | 5.00 | 4.22 | 3.47 | 2.81 |
| 本公司持有人应估溢利 | 145,675 | 279,891 | 405,511 | 549,585 | D/P | 0.0% | 1.4% | 2.6% | 3.8% |

资料来源: 彩生活公司公告、中信证券研究部预测 注: 股价为 2015 年 3 月 10 日收盘价; 1 港币=0.79 人民币

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上； |
| | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。**香港特区：**本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。**香港特区：**对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 无需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务未收到任何补偿或委托；(iii) 无雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。