

买入

2014年8月19日

轻资产高盈利，以“互联网思维”颠覆房地产业务

- **中国最大的社区服务运营商，2014年上半年业绩增长亮眼：** 公司是一家集物业服务、楼宇智能、社区服务为一体的科技型、综合型物业服务运营集团。截止2014年6月30日公司总覆盖面积为1.62亿平方米，是一个独立于房地产开发、轻资产及高盈利能力的新型物业管理服务公司。按照2012年年底止的管理住宅单位数量计算，公司被中国指数研究院评定为国内最大的社区服务运营商。2014年上半年公司收入同比增长49%至1.63亿元人民币，毛利率同比增长12.1个百分点至66.1%，归属股东净利同比增长超过2倍达6200万元人民币，增长势头符合市场预期。
- **中国物业管理行业潜力巨大：** 中国物业管理行业具备行业集中度低、成长性良好的特点：在2008-2012年之间国内物业管理百强企业在管项目总建筑面积均值从670万平方米增加至1350万平方米，年复合增长率达19.1%。物业服务百强企业在市场竞争中处于优势地位。2012年底，物业管理百强在管物业数量均值为79个，2008-2012年年复合增长率为16.4%。随着中国房地产销售面积的进一步扩大，中国物业管理行业的潜力巨大。
- **商业模式独树一帜，业务具高毛利和高增长特色：** 公司的三大核心业务为物业管理服务、工程服务及社区租赁、销售及其他服务。三项核心业务在过去三年均保持着良好的盈利能力和成长动力，其中2011-2013年物业管理服务的年复合增长率35.2%，平均毛利率为47.3%；社区租赁、销售及其他服务收入CAGR为34.1%，平均毛利率为91.6%；工程服务收入CAGR为5.0%，毛利为36.6%。
- **竞争优势明显：** 公司的竞争优势表现在：第一、品牌知名度高；第二、标准化，集约化和自动化的管理方式；第三、线上平台“彩之云”在未来可望成为拥有海量用户且具备货币化能力的互联网平台。公司通过线上线下结合，货币化空间看不到天花板，未来具备和互联网巨头合作共赢的潜力。
- **盈利预测和估值：** 我们预测14-16年公司归属股东净利润分别为人民币1.82亿，3.5亿及4.8亿元人民币。根据我们对行业发展趋势的判断以及同业估值，设定目标价为7.3港元，相当于公司15年每股盈利的17倍，与当前股价相比有17%上升空间，首次给予买入评级。

蔡浩

852-2532 1963

simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

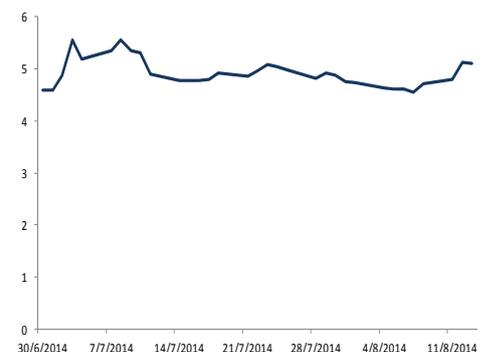
主要资料

行业	TMT
股价	6.23 港元
目标价	7.3 港元 (+17%)
股票代码	1778
已发行股本	10 亿股
总市值	62.3 亿港元
52 周高/低	5.7 港元/4 港元
每股账面值	1.48 港元
主要股东	曾洁 53.4% 唐学斌 21.4%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入 (千元人民币)	196,507	233,069	510,224	755,610	985,846
变动	34.13%	18.61%	118.92%	48.09%	30.47%
净利润 (千元人民币)	43,432	44,368	182,003	349,494	479,189
变动	552.92%	2.16%	310.21%	92.03%	37.11%
每股基本盈利 (港元)	NA	NA	0.23	0.44	0.60
变动				92.03%	37.11%
基于6.23港元的市盈率 (估)	NA	NA	27.4	14.3	10.4
每股派息 (港元)	NA	NA	0.05	0.09	0.12
股息现价比	NA	NA	0.73%	1.40%	1.92%

股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

公司简介

中国领先的社区服务管理提供商，2014年6月完成上市，中报业绩符合市场预期

彩生活是中国领先的社区服务管理公司之一。公司通过实施标准化，集约化及自动化管理策略，致力于提升物业管理服务素质，并通过中央管理达到提升成本效益。公司的主要客户为物业发展商及业主。截至2014年6月30日，公司已进驻90个城市，管理570个住宅小区及为467个小区住宅提供顾问服务，建筑面积分别为8920万与7260万平方米，其中计算收益之建筑面积分别为7200万与6440万平方米。

2014年6月30日，公司成功完成分拆及于联交所上市，扣除上市开支后融资净额约7.1亿元人民币。根据联交所公告，2014年上半年公司收益同比增长49%至1.63亿元人民币，毛利率同比增长12.1个百分点至66.1%，归属股东净利同比增长超过2倍达6200万元人民币。同期覆盖管理建筑面积同比增长137.6%至1.62亿平方米，增长势头符合市场预期。

图表 1：股权结构



资料来源：公司资料，第一上海，(1) 分别由唐学斌先生、董东先生、叶晖先生、关建东先生、昌荣先生及王旭良先生持有 43.34%，13.33%，13.33%，13.33%，13.33% 和 3.34% 股权

历史沿革

曾隶属花样年集团，2002年注册成立，是一个独立的物业管理服务公司

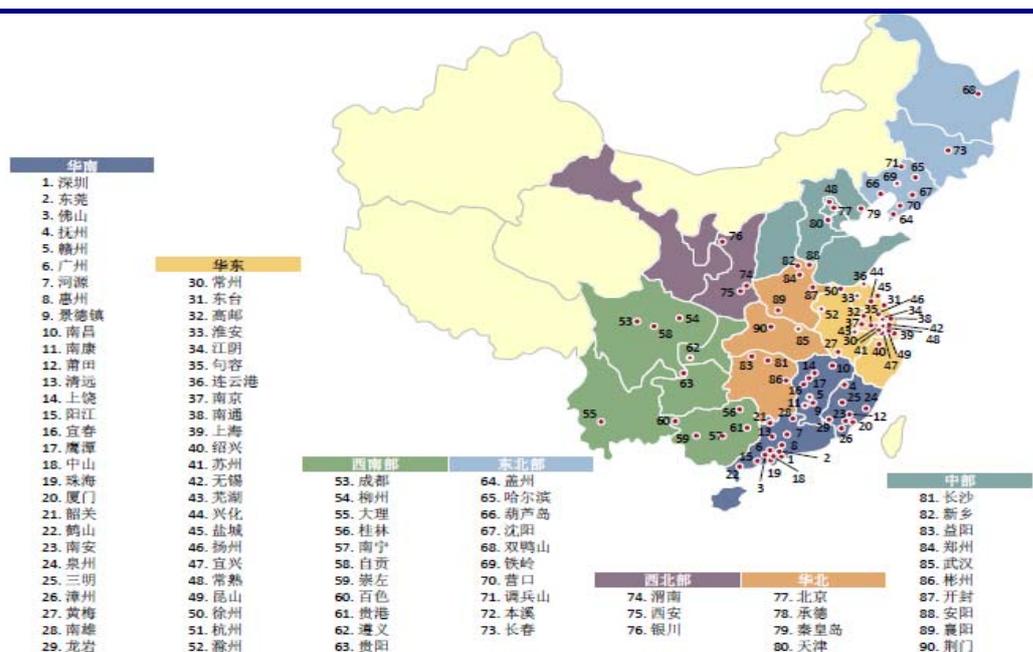
公司在注册成立前曾隶属于花样年集团，花样年集团为联交所主板上市的公司（港股代码 1777.HK）。公司主要的业务可追述至 2002 年深圳市彩生活物业管理开业当日。公司的业务管理服务包括主要向住宅社区提供保安，清洁，园艺，修理及维修服务。截止 2013 年 12 月 31 日，公司的合约管理面积中仅 3.7%来自于花样年集团，是一个独立的物业管理服务公司。2002 年，公司开始向在管住宅社区的住户提供社区租赁、销售及其他服务，该等社区租赁、销售及其他服务主要包括饮料及报章等基本日用品的购物协助服务。自 2002 年开业及于深圳成立所有三个业务分部后，公司于 2004 年开始拓展业务至深圳以外的其他城市。2006 年 12 月，公司收购深圳市开元同济，开始工程服务业务。2007 年 6 月，公司开始透过深圳市彩生活网络服务集中提供社区租赁、销售及其他服务，主要包括提供公共空间租赁协议及购物协议服务。于 2013 年底，公司的物业管理业务覆盖国内 60 个城市，其中订约管理或提供顾问服务的住宅社区为 615 个。

商业模式和收入结构分析

商业模式创新，业务结构多元化

业务规模：物业管理服务是当前收入贡献的主要来源。公司专注于实施标准化、集约化及自动化的策略，找准了当前房地产物业管理服务质量参差不齐的切入口，通过并购及自然扩张迅速占领市场份额。

图表 2：截止 2014 年 6 月 30 日由公司管理的各住宅小区地域分布



资料来源：公司资料，第一上海

物业管理服务：通过管理杠杆撬动物业管理行业

物业管理服务收入分为：酬金制、包干制及预售服务三部分，其中酬金制为公司当前拓展的主要方向

——以酬金制计算的业务，公司获得物业管理委员会的委聘，通常按约定保留住户物业管理费 10%，余下费用用于社区管理运营资金，而公司收益中不包含与物业管理服务相关的任何直接成本，所有成本将计入社区管理运营资金的运作内。因此，2011 及 2012 年酬金制收入毛利率皆为 100%，而 2013 年因发生收购产生摊销费用，当年毛利率下降 1.8 个百分点至 98.2%。

——以包干制计算的业务，公司获得物业管理委员会的委聘，全额保留住户上缴的物业管理费，公司通过运营获得收益，运营中所产生的成本及费用皆由公司承担。根据数据显示，2011、2012 及 2013 年该项业务的毛利率分别为 4.1%、20.7%及 35.2%，而毛利率显著提升的原因在于公司通过规模化的运作方式节约了人工及其他直接成本。

——预售服务，公司向物业发展商提供房地产预售服务从而获得收益。2013 年公司并无任何计入该项业务的任何直接销售及服务成本，毛利率为 100%。该项业务占比较低，但对于公司就获得房地产开发商的物业管理委聘具有积极意义，是公司拓展其物业管理覆盖面积的一种策略。

历史财务数据显示，2011、2012 及 2013 年公司总体收入中来自于酬金制收入占比分别为 19.5%、17.8%及 27.7%，而按照包干制收入占比分别为 22.7%、19.9%及 14.9%，预售服务占比分别为 8.9%、15.7%及 15.9%。2013 年公司来自于顾问服务之收益规模为人民币 52.8 万元，收入占比为 0.2%。包括这三项子业务，公司于 2011、2012 及 2013 年物业管理服务收入对总收入贡献为 51.1%、53.4%及 58.7%。

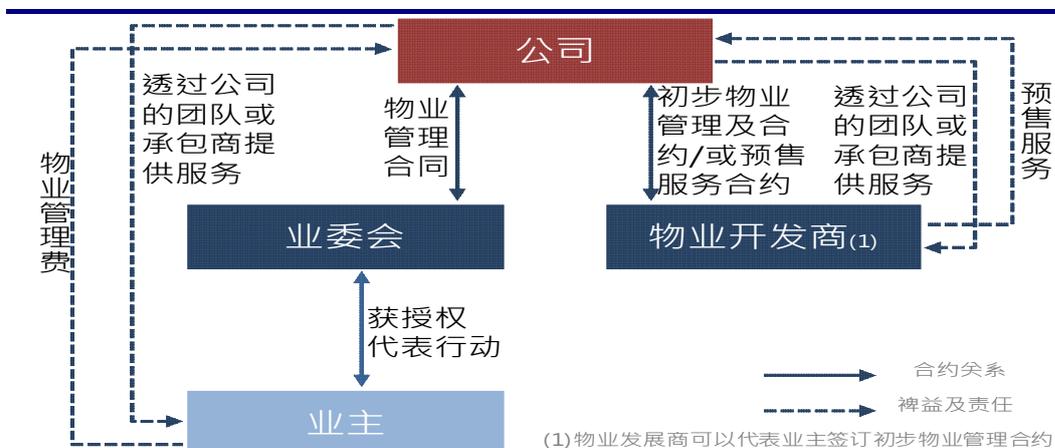
图表 3：2011-2013 年物业服务毛利规模及毛利率

	2011年		2012年		2013年	
	毛利 (人民币千元)	毛利率 (%)	毛利 (人民币千元)	毛利率 (%)	毛利 (人民币千元)	毛利率 (%)
按酬金计算的物业管理服务费	28,534	100.0	34,970	100.0	63,305	98.2
按包干制计算的物业管理服务	1,361	4.1	8,074	20.7	12,242	35.2
预售服务	680	5.2	1,806	5.9	3,622	9.8
顾问服务	-	-	-	-	528	100.0
物业管理服务总额	30,575	40.9	44,850	42.8	79,697	58.3

资料来源：公司资料，第一上海

历史财务数据显示，2011、2012 及 2013 年公司总体收入中来自于酬金制收入占比分别为 19.5%、17.8%及 27.7%，而按照包干制收入占比分别为 22.7%、19.9%及 14.9%，预售服务占比分别为 8.9%、15.7%及 15.9%。2013 年公司来自于顾问服务之收益规模为人民币 52.8 万元，收入占比为 0.2%。包括这三项子业务，公司于 2011、2012 及 2013 年物业管理服务收入对总收入贡献为 51.1%、53.4%及 58.7%。

图表 4：物业管理商业模式



资料来源：公司资料，第一上海

社区租赁、销售及其他服务：“彩之云”将成为拥有海量用户且具备货币化能力的互联网平台

彩生活网络服务公司于2007年6月成立，主要业务为面向社区用户提供O2O社区租赁、销售及其他服务。

当前公司业务分为三类，分别为物业管理、工程服务及社区租赁、销售及其他服务。其中物业管理及工程服务两项收入贡献占比约为81%，公司正通过标准化的服务迅速扩张其总体社区覆盖面积及人口，“彩生活O2O平台”就是以此为基础建立起来的社区服务平台，而社区租赁、销售及其他服务就是来自于该平台中的B2C收入。彩生活网络服务公司于2007年6月成立，主要业务为面向社区用户提供O2O社区租赁、销售及其他服务。同年公司推出PC端平台“www.colourlife.com”，2013年彩生活移动端平台“彩之云”APP正式上线。用户可以通过“彩生活”线上平台进行采购或享用各类与本地生活息息相关的线下产品及服务。在社区综合服务这个特殊领域内，彩生活平台不仅具备强大的用户粘性，更早已确立了清晰的货币化方向。据统计，2013年公司社区租赁、销售及其他服务（即通过彩生活平台为用户提供的产品及服务收入）收入相对2011年同期增幅达80%，规模约4464万元人民币，占总收入19%，毛利率高达98%，远超其余两项业务的盈利水平。

图表 5：公共空间租赁协助服务流程



附注：
 (1)住户（透过彼等的业主协会或所代表物业发展商）授权物业管理公司向公司指定附属公司出租公共空间，并收取费用。
 (2)营运资金总额乃代表业主存置

资料来源：公司资料，第一上海

信息交互是平台属性的典型特征，随着用户规模扩张，平台属性将逐步得到体现

对于公司覆盖社区的居民而言，一旦导入“彩生活O2O平台”，即可获取可靠的本地生活产品及服务信息，而该平台就是连接业主、租户及商户的信息中介，而信息传递功能正是互联网平台的基础属性。随着平台用户规模的扩张，这种平台属性将会逐步得到体现，用户的粘性也将会得到增强。

图表 6：彩生活 PC 端展示——线上物业服务支持多项便民缴费服务



资料来源：公司资料，第一上海

平台具备支付及电商功能，货币化空间显著

对于用户而言，可通过“彩之云平台”直接购买本地商户的产品及服务，如订餐或订购生活必需品等，更可对部分缴费内容进行支付，说明该平台具备一定的电商及支付功能，不仅对社区住户具备较强的粘性且未来还具备一定的货币化空间。

图表 7：彩生活 PC 端展示——线上虚拟服务满足社区用户多种生活消费需求



资料来源：公司资料，第一上海

对于第三方商户而言，彩生活是连接社区的商业化平台

若彩生活平台所覆盖社区用户形成规模，则对于第三方商户而言，该线上平台就将成为其推广产品及服务的商业化展示空间。可以说彩生活为第三方商户进入社区提供了更有效率的途径，不仅可以有效地解决第三方商户在与用户对接时的“最后一公里”问题，同时还将可能提高消费者的满意度，为商户带来用户粘性；随着“彩生活”社区覆盖规模的迅速扩大，“彩之云平台”将可能成为第三方商户进行品牌广告的重要平台，具备十分明确的货币化空间。

图表 8：彩生活 PC 端展示——导入第三方商户进行线上广告展示



资料来源：公司资料，第一上海

工程服务：以自动化设备提升物业管理服务效率，降低进入成本业管理服

通过对已覆盖社区的设备升级，有利于公司节约相关人力成本，提升物业管理服务的效率

该项业务主要内容为公司根据房地产开发商要求或已覆盖社区的需要，为物业项目提供自动化及相关硬件设备安装服务，其中包括保安监控系统、内部通讯设备、警报器、门卡保安系统及电力供应系统等，硬件供给方为系统分包商或设备供应商。

图表 9：2011-2013 年工程服务收入拆分

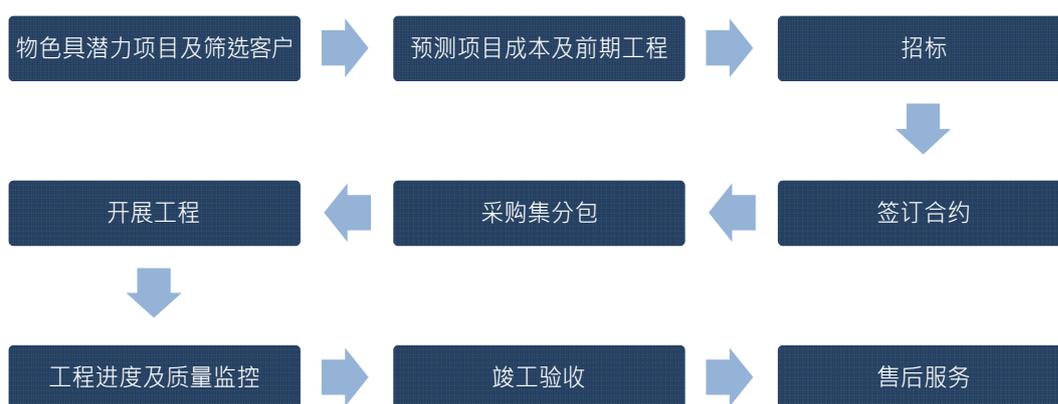
	2011年		2012年		2013年	
	人民币千元	占工程服务收益(%)	人民币千元	占工程服务收益(%)	人民币千元	占工程服务收益(%)
设备安装服务	34,098	72.8	47,716	80.2	34,206	66.3
维修及保养服务	12,742	27.2	11,592	19.5	14,788	28.6
设备租赁	-	-	186	0.3	2,629	5.1
工程服务费用总额	46,840	100.0	59,494	100.0	51,623	100.0

资料来源：公司资料，第一上海

该项业务盈利能力低于总体水平。根据财务数据显示，2011、2012 及 2013 年该项业务的毛利率分别为 38.8%、32.1%及 38.8%。尽管如此，但其重要性在于通过设备提供增进公司与房地产开发商的关系，有助于公司以更低的成本进入到新的社区，最终获取物业管理服务委聘，扩张其总体覆盖建筑面积。

此外，通过对已覆盖社区的设备升级，有利于公司节约相关人力成本，提升物业管理服务的效率。截至 2013 年年底，公司已完成 217 个物业发展商的自动化设备安装服务，向约 79 个已覆盖社区提供自动化升级或安装服务。

图表 10：工程服务项目工作流程主要步骤



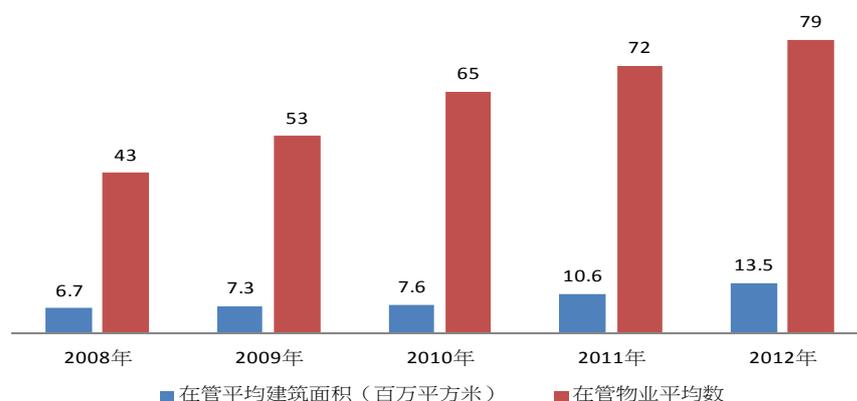
资料来源：公司资料，第一上海

行业发展趋势

我国物业管理行业的发展保持良好增长态势，而且产业集聚的势头并没有因为国家经济调控而受到打击

根据行业第三方研究所得，我国物业管理行业的发展保持着良好的增长态势，而且产业集聚的势头并没有因为国家经济调控而受到打击。自 2008-2012 年年间中国物业管理百强企业所管理的平均建筑面积由 670 万平方米迅速增长至 1350 万平方米，年均复合增速 19.1%。2012 年随着政府宏观经济调控的深入，房地产市场增长受到了遏制，但物业服务行业依然没有停止产业集聚的势头。截止 2012 年年底，物业管理百强企业在管物业平均数为 79 项，相对于 2008 年提升近 84%。

图表 11：2012 年物业管理百强企业在管物业平均建筑面积及平均数



资料来源：中国指数研究院，第一上海整理

2012 年年底，公司跻身中国物业管理百强企业增长潜力排名第二位，综合实力位列第 22 位

而根据 2014 年 2 月 28 日最新统计数据，公司订约管理及提供顾问服务的社区总数达 760 个，合约管理建筑面积 1.112 亿平方米。在过去数年中公司通过收购及获取项目等方式迅速扩张，在物业管理领域建立了扎实的市场基础，根据中国指数研究院于 2013 年的研究显示，2012 年公司以在管住宅单位数量而言已经成为了国内最大的社区服务运营商。2012 年年底，公司跻身中国物业管理百强企业增长潜力排名第二位，综合实力位列第 22 位。

图表 12：国内物业管理行业市场格局

公司	在管建筑面积 (平方米)
A公司	>50000000
B公司	>50000000
C公司	>50000000
彩生活服务	>30000000
D公司	>30000000
E公司	>30000000
F公司	>30000000

资料来源：中国指数研究院，第一上海整理

中国电子商务交易规模自08年的2.9万亿元人民币增长至13年的10.1万亿元人民币，已成为中国零售总额的一个重要组成部分

根据行业第三方研究所得，中国电子商务交易规模从2008年的2.9万亿元人民币增长至2013年的10.1万亿元人民币，增幅高达248.3%，俨然已成为中国零售总额的一个重要组成部分。而在电子商务交易的构成来看，旅游预订成为了在2008-2013年比例提升最快的一个分部，其比例从2008年的4.3%迅速提升至18.3%。在线购物作为新兴的分部，总销售规模于2013年达到1.8万亿元人民币，较2012年同期增长39.4%，相当于2013年国内零售总额的7.9%，国内电子商务销售总额的17.8%。

图表 13：2012 年物业管理百强企业在管物业平均建筑面积及平均数

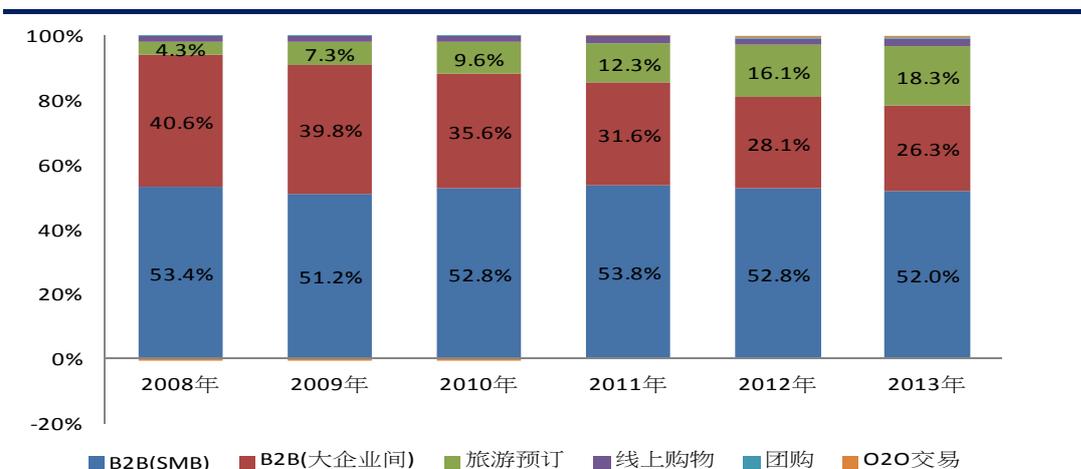


资料来源：中国指数研究院，第一上海整理

彩之云 PC 端+移动端将能覆盖社区用户本地需求，迎合电商普及化浪潮

我们认为，随着移动互联网的普及率提升，国内电商交易规模将进一步扩张，并逐步替代一些传统的交易模式；在线旅游预订及在线交易也将随着移动应用的广泛普及而获得迅速发展。当下公司通过开展 PC 端及移动端两类平台（彩之云 PC 端及移动应用），涵盖社区用户对本地信息、服务、采购及缴费等各种需求。因此，迎合国内电商普及化浪潮，公司在增值服务上的发展潜力十分巨大。

图表 14：2012 年物业管理百强企业在管物业平均建筑面积及平均数



资料来源：中国指数研究院，第一上海整理

竞争优势分析

具备市场领导地位，品牌认知度高

截止2014年6月30日公司总覆盖面积为1.62亿平方米，已有收益面积1.36亿平方米，是一个独立于房地产开发、轻资产及高盈利能力的新型物业管理服务公司。按照2012年年底止的管理住宅单位数量计算，公司被中国指数研究院评定为国内最大的社区服务运营商。为延伸覆盖范围、向更多受众展示公司的服务及能力、使公司的品牌更广为人知及扩阔小区租赁、销售及其他服务的客户基础，彩生活已选择性与地区物业管理公司订立顾问服务合约。于往绩记录期及直至2014年4月30日，公司已为物业发展商完成219自动化及其他硬件设备安装服务项目，并透过设备租赁计划完成137个彩生活管理或提供顾问服务的住宅小区的自动化及其他设备提升服务。于2014年4月30日，公司向507个住宅小区提供小区租赁、销售及其他服务。

标准化、集约化及自动化，搅动物业管理服务市场

当前物业管理服务质量参差不齐，公司找准规模庞大的“刚需”房产市场，为这些社区提供高度标准化的物业管理服务。而通过合约管理建筑面积的不断扩大，社区自动化覆盖率的提升，公司得以充分获得规模效应所带来的盈利能力提升空间。当前物业管理市场标准化程度较低，劳动力密集程度高，盈利能力较低，公司通过标准化、集约化及自动化的管理理念，搅动了传统低效的物业管理同业市场环境，获得了显著的市场份额。我们相信，随着服务的不断深化，公司在规模及管理效率上的竞争优势将更为显著。

线上线下结合，货币化空间天花板高，具备与互联网巨头合作共赢的潜力

公司通过开展PC端及移动端两类平台，基本涵盖社区用户对本地信息、服务、采购及缴费等各种需求，提升了用户满意度，为公司的线下服务带来的良好口碑；同时，线下管理服务市场份额不断提升，又为公司的线上平台带来了海量用户，增强了线上平台的拓展空间。线上线下是互为促进的关系，其战略优势不言而喻。此外，随着社区覆盖人口的不断提升，本地需求所带来的效应将不可小觑。电商、预付卡、网络广告、虚拟服务中介等方向都将可能成为公司线上平台货币化的方向，而拥有海量用户的线下实体更具备了与线上互联网巨头合作达到共赢的可能性。

未来发展策略

进一步提高公司现有市场及新市场所管理的总建筑面积及住宅数目，以扩展服务平台的覆盖面及提升效率

根据中国指数研究院，中国当前的物业管理行业高度分散。公司计划提高于现有及新市场所管理的总建筑面积及住宅小区数目，进一步拓展业务及提高于行业中的市场份额。公司计划选择性的评估经济发达地区中人口稠密城市的发展计划，包括省会、一线及二线城市，以及公司目前已进入的地点和其他的周边地区，以达致规模经济效益最大化。

公司于过往记录期内主要透过取得新服务委聘达致内涵式增长，从而提高合约管理建筑面积及管理或提供顾问服务的住宅小区数目。为加快扩展进程，公司除过去的新物业管理合约外，亦打算更着重于选择性寻求收购地区住宅物业管理公司的机会。

进一步提升标准化、集约化及自动化水平，以提高服务质量及一致性，并达成成本效益最大化

公司将定期审视及改善服务，进一步将服务标准化及于所管理或提供服务的全部住宅小区内落实标准化服务。公司致力将更多驻场服务交由集团旗下的专属公司或第三方分包商。标准化亦提供检讨服务表现的一致标准。

公司透过该等措施进一步提高服务质量及一致性，并改善驻场员工的效率。此外，标准化、集约化及自动化将有助于舒缓劳工成本及其他运营成本上升造成的影响。

进一步加强与工程服务业务客户的现有关系及发展新关系

公司社区管理服务及工程服务业务息息相关。作为拓展物业管理服务业务工作的一部分，公司计划提高销售及推广力度，以加强现有客户关系，并建立新客户关系，以取得更多工程服务合约。

公司瞄准本身并无经营物业管理业务的物业发展商，集中向彼等推广设备安装服务，并计划继续采取该策略。这不单令公司获得更多工程服务合约，亦为公司带来更多推广物业管理服务的机会，继而使公司得以进一步提高总合约管理建筑面积及所管理住宅小区的数目。

继续发展网下及网上服务平台，提升客户服务质量及彩生活网站的使用量

未来计划进一步开发网下及网上服务平台，作为公司发展该平台的一部分，公司计划就每个所管理的住宅小区聘请专责客户关系经理，进一步了解住户的日常需要及令彼等更熟悉公司的服务平台。

公司亦拟投放更多资源，以物色能向住户提供更多的产品及服务的合资格供货商。此外，计划扩展彩生活网站的覆盖范围至更多公司管理的住宅小区，以令更多住户能登入至公司的网上平台并享用社区租赁、销售及其他服务。

截至2013年12月31日，彩生活网站覆盖公司所管理或提供顾问服务的358个住宅小区，随着公司继续增长，亦扩大有关覆盖至更多公司所管理的住宅小区。

公司拟于多个范畴投放更多资源，以培养住户更常使用彩生活网站。此外公司计划拓宽彩生活网站及其手机应用程序功能，以提高其可连续性，改善客户体验及提供更多服务，包括网上游戏的连接及其他网上娱乐选择，吸引浏览量。

与此同时公司正于部分所管理或提供服务的住宅小区推出驻场展示室“彩生活空间”。当地供货商可于彩生活空间实地展示产品及服务。服务平台的日渐普及，将为社区租赁、销售及其他服务分部产生额外的收益，而该部分的利润率高于其他两个业务分部。

培养并吸引合适人才支持业务增长

公司业务策略预视到总合约管理建筑面积及所管理住宅小区数目进一步增长。预期培训及吸引合适不同职位及功能的人才以支持该等增长。跟从过往做法，通过内部培训、与专业学院合作，横向招聘及于所收购的公司选择性挽留员工，培育充足人力资源。公司拥有全面的内部员工培训系统，称为“彩生活学院”。公司透过彩生活学院向现有主管，区域经理及其他将接任人该等职位的雇员提供定期培训。

公司计划开办课程及撰写材料，以增加与更多专业学院的合作计划，培育新人才，于公司的业务模式及文化中力争上游。此外公司亦于有需要向外招聘人才，补充人手。由于公司计划进行更多收购行动，亦会于收购公司的员工中选择性挽留合适人才。拥有充足人才是支持公司业务增长计划及维持服务质量的关键。

收入预测及获利能力分析

收入预测

物业管理服务收入占比最大，预计14-16年三年年均复合增速或将达61.8%，毛利率逐年上升

公司收入由三类业务构成：物业管理、工程服务及社区租赁、销售及其他服务。其中物业管理服务占比最大。2013年公司总管理覆盖面积为9227.2万平方米，以酬金制面积为主。而由于过去数年的扩张，部分纳入总管理覆盖面积中的新社区实际上并未于当期产生效应，因此酬金制覆盖面积中约47%为实际产生收入的面积。公司于2014年大规模进行社区覆盖面积的扩张，全年总覆盖面积将有望达到2亿平方米，并于2015及2016年分别达到3亿及4亿平方米。随覆盖面积扩张，更多新覆盖社区可能位于国内非一线城市，因此每平方米物业管理月度收费水平将可能呈现轻微下调。根据以上假设，2014、2015及2016年公司物业管理收入规模或将分别达到2.57亿、3.45亿及4.32亿元人民币，2014-2016年三年年均复合增速或将达到61.8%，毛利率随着酬金制收入占比提升而逐年上升，三年对应毛利率水平分别为73.3%、81.7%及84.5%。

预测工程服务收入规模毛利率维持于36%以上，14-16年收入规模年均复合增速达62.7%

工程服务收入由设备安装服务、维修保养服务及设备租赁等三项子业务收入构成，随着公司社区覆盖面积的扩大该分部业务将获得规模上的迅速扩张。我们预测2014、2015及2016年工程服务收入规模将分别达到1.3亿、1.82亿及2.22亿，同比增幅分别达到153.4%、39.3%及22.1%，毛利率维持于36%以上。2014-2016年收入规模年均复合增速达62.7%，占总体收入比分别达到25.6%、24.1%及22.6%。

社区租赁、销售及其他服务收入是增长量，毛利率将维持于接近100%的高水平。

社区租赁、销售及其他服务是公司业务组合中的增长亮点，也是支撑公司估值体系的重要因素。根据对有效覆盖面积的假设，我们预测该项收入将有望于2014、2015及2016年分别达到1.2亿、2.3亿及3.3亿元人民币。由于该项业务的平台性质，毛利率将维持于接近100%的高水平。假若公司执行力到位，该项收入占比将能于16年达到约30%以上，成为拉动公司业绩增长主要动力之一。

综上所述，我们预测公司总体收入将有望于2014、2015及2016年达到5.1亿、7.6亿及9.9亿元人民币，三年年均复合增速为61.8%，毛利率分别达到70.7%、

76.3%及78.5%。

图表 15: :2012-2016 年公司收入统计及预测一览表

(单位: 人民币千元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总收入	196,507	232,541	510,224	755,610	985,846
毛利率	47.9%	61.8%	70.7%	76.3%	78.5%
增速	34.1%	18.3%	119.4%	48.1%	30.5%
总覆盖管理面积	34,719	92,272	201,000	306,000	405,000
物业管理	104,870	136,275	256,939	345,490	431,590
毛利率	42.8%	58.3%	73.3%	81.7%	84.5%
增速	40.2%	29.9%	88.5%	34.5%	24.9%
占比	53.4%	58.6%	50.4%	45.7%	43.8%
工程服务	59,494	51,623	130,788	182,228	222,485
毛利率	32.1%	38.8%	39.4%	37.7%	36.5%
增速	27.0%	-13.2%	153.4%	39.3%	22.1%
占比	30.3%	22.2%	25.6%	24.1%	22.6%
社区租赁、销售及其他服务	32,143	44,643	122,498	227,892	331,771
毛利率	94.1%	98.4%	98.9%	98.8%	98.8%
增速	29.4%	38.9%	174.4%	86.0%	45.6%
占比	16.4%	19.2%	24.0%	30.2%	33.7%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

公司历史收入和利润水平稳健

公司收入增长稳定, 社区管理服务及社区租赁、销售及其他服务收入占比最大

公司的收入主要来自三大业务: 1) 社区管理服务; 2) 社区工程服务; 3) 增值服务(即社区租赁、销售及其他服务)。其中来自社区管理服务的收入于 2011 年、2012 年、2013 年分别为 0.75 亿元、1.05 亿元及 1.39 亿元; 社区工程服务的收入分别为 0.47 亿元、0.59 亿元、0.51 亿元; 社区租赁、销售及其他服务收入则分别为 0.25 亿元、0.32 亿元、0.45 亿元。毛利润方面, 社区管理服务的毛利润于 2011 年、2012 年、2013 年分别为 0.31 亿元、0.45 亿元及 0.80 亿元。从公司毛利率构成来看, 贡献占比依次为社区管理服务、社区租赁、销售及其他服务和工程服务。前两者对毛利润贡献于 2013 年达到 86.1%。

图表 16: 公司收入及同比增幅统计及预测 (人民币千元)



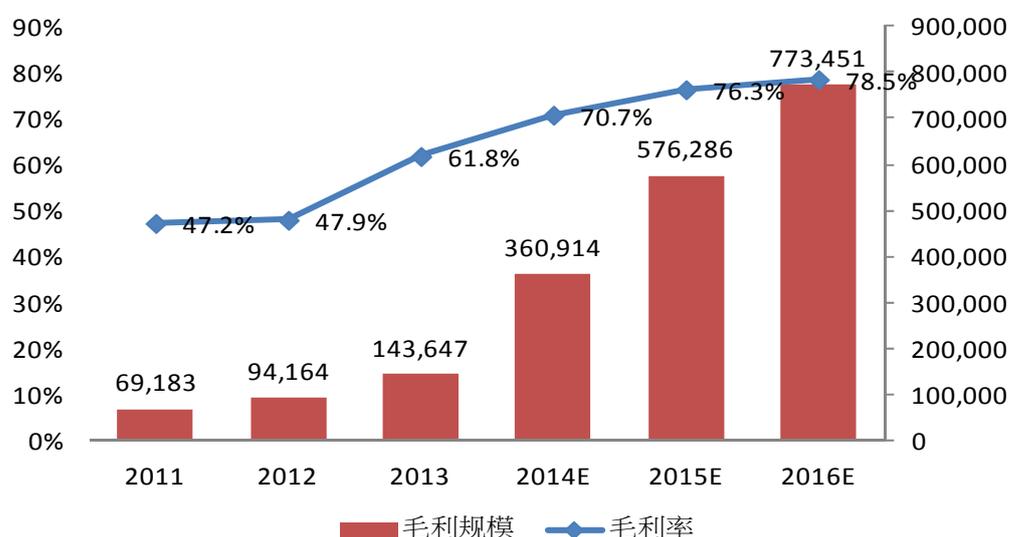
资料来源: 公司资料, 第一上海

毛利水平良好，利润增长趋势清晰

过去三年公司毛利率呈逐渐上升态势，随业务结构改善，毛利率将有望持续提升

公司过去三年，毛利率一直维持较高且稳步增长的态势，2011-2013年毛利率分别为47.2%、47.9%及61.6%。结合之前谈及的收入增长，促使公司毛利润从2011年的0.69亿元增加至2012-2013年的0.94亿元和1.44亿元。从公司不同业务的毛利率水平和毛利润增值来看，公司社区管理服务和社区租赁、销售及其他服务为重要的驱动因素。社区管理服务于2011-2013年的毛利分别为0.31亿元、0.45亿元和0.80亿元，毛利率分别为40.9%、42.8%和58.3%。社区管理服务的收入与毛利增长较快主要受惠于酬金制的快速增长。其次社区租赁、销售及其他服务方面，2011-2013年毛利率分别为82.3%、94.1%及98.4%。社区租赁、销售及其他服务的快速提升主要是受惠于高毛利率的住户社区租赁、销售及其他服务快速增长。过往三年期间，利润保持高速增长，2011-2013年净利润分别为0.23亿元、0.45亿元及0.45亿元。若扣除融资开支费用，2013年净利润为0.86亿元。公司净利率亦维持上升趋势，2011-2013年分别为16.0%、22.8%和29.3%。

图表 17：公司毛利率及毛利规模统计及预测（人民币千元）



资料来源：公司资料，第一上海

费用控制严谨

公司行政开支占收入比重于2011年、2012年及2013年分别为20.4%、22.9%及25.9%。同期，销售开支分别是4.7%、3.0%及0.8%。销售及行政费用公共开支占收入比重于过往三年内相对稳定，分别为25.1%、25.9%及26.7%。

资产负债表健康

公司流动比率由2011年的1.05倍增加至2012年的1.08倍，并进一步增加至2013年的1.24倍。2013年较2012年的流动比率有所提升主要是由于2013年银行结余及现金增加、贸易应收款项增加及应付同系附属公司款项减少所致。

2011年公司的资产负债比率为62.8%，而于2012年及2013年跌至低水平。资产负债比率减少主要由于2012年偿还大部分银行贷款。净债务对股权比率于2011年为14.7%，乃由于雅浩科技于2011年出售其持有的多间附属公司的全部股权导致股权大幅减少所致。由于公司于2012年偿还当时的现有借款，公司于2012年及2013年录得净现金。

目标价 7.3 港元，买入评级

DCF 估值法：WACC 为 10.2%，永续增长率 1%，得目标价 7.3 港元

我们设定 WACC 为 10.1%，永续增长率为 1%。通过 DCF 估值法求得公司目标价为 7.3 港元。尽管短期内由于扩张将带来自由现金流的减少，但随着公司覆盖社区的面积扩大，其平台性质将能逐步体现。公司高盈利高增长的模型将能在未来带来正自由现金流。

图表 18: DCF 估值分析

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCF增长率	-312%	-398%	54%	15%	15%	8%	8%	8%	8%	8%	1%
CAPEX	(400,000)	(100,000)	(80,000)								
现金流量预测	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
自由现金流量	(494,599)	181,768	353,742	406,804	467,824	505,250	545,670	589,324	636,470	687,388	694,261
折后至2010年的现金流量	(494,599)	164,943	291,289	303,977	317,217	310,884	304,678	298,595	292,634	286,792	3,148,480
永续期折现值											7,621,783
基本参数:											
WACC	10.2%										
长期增长率	1.0%										
债券价值	0										
股份数量	1,000,000										
公司价值计算											
现金流折现	5,224,891										
减: 净金融负债	(626,361)										
减: 少数股东权益	9,290										
股本价值	5,841,961										
股本数量 (预期)	1,000,000										
DCF法之每股价值 (港元)	7.30										

资料来源: 第一上海预测

目标价 7.3 港元，相当于 2015 年每股盈利的 16.7 倍，首次评级为买入

按照 2015 财年每股盈利 0.44 港元计算，7.3 港元的目标价对应的 PE 为 16.7 倍。根据同业的情况，2015 年当前国内地产信息服务平台公司平均估值约 14 倍，而国内电商平台及汽车信息平台平均估值分别达到 50 及 30 倍。公司作为国内领先的物业管理服务公司，具备线上线下平台整合的独特资源，是港股美股市场中稀缺的投资标的。我们设定公司目标价为 7.3 港元，首次评级买入。

图表 19: 国内平台型及 O2O 公司平均估值

公司名称	代码	股价	市值(亿)	13PE	14PE	15PE	EPS13-15复合增长率	13-15PEG
地产O2O平台								
乐居	LEJU	13.7	18.1	39.2	18.3	13.2	72.0%	0.5
搜房	SFUN	12.0	49.1	3.1	17.8	14.0	-52.6%	(0.1)
平均估值				21.2	18.0	13.6		0.2
电商平台								
聚美优品	JMEI	36.3	51.9	134.3	66.2	35.2	95.2%	1.4
京东	JD	30.5	416.6	NA	NA	NA	-83.5%	NA
唯品会	VIPS	229.2	129.5	238.7	85.7	48.6	121.6%	2.0
58同城	WUBA	50.0	40.7	178.6	106.4	48.5	91.8%	1.9
亚马逊	AMZN	326.3	1507.5	543.8	124.1	67.8	183.1%	3.0
平均估值				273.9	95.6	50.1		2.1
汽车O2O平台								
易车	BITA	74.0	32.6	75.0	45.3	30.3	57.3%	1.3
汽车之家	ATHM	43.8	46.1	58.4	42.0	30.7	37.9%	1.5
平均估值				66.7	43.6	30.5		1.4

资料来源: 彭博, 第一上海整理

风险因素

规模扩张可能带来并购风险

公司收入的增长动力来自于社区覆盖数量的扩大，而手段以同业并购为主。倘若所并购对象财务及管理上存在重大风险，则有可能影响公司总体效益。

管理失控，集约化管理无法落实，可能降低公司的盈利能力

公司通过集约化管理提升效率，其中管理技术、管理方法及软件硬件设备的使用都非常关键。如果公司在实现规模扩张以后无法通过以上方式提升管理效率，则管理杠杆无法得到体现，最终将可能降低公司的盈利能力。

人力资源成本持续上升或将拖累公司业绩增长

社区物业管理服务是一项人力资源密集的行业，而公司正是通过集中化的管理节约了人力成本，提升了核心竞争力。然而随着公司总体管理覆盖面积的扩张，人力资源仍将成为公司的一项主要的投入。若人力资源成本持续显著上升，而公司无法通过集约化管理手段消除其消极影响，则可能最终拖累公司业绩增长。

线上平台若无法吸引用户上线，则将影响公司价值

彩生活线上平台是公司的业务亮点，公司通过将线下海量社区用户资源导入线上，行程闭环同时也创造了巨大的流量价值。但如果公司的线上平台经营不善，无法吸引线下用户上线进行采购、订阅及其他行为，则将影响公司的长远发展价值。

行业竞争剧烈，若公司无法取得规模优势，则将影响业绩增长

国内物业管理服务行业竞争非常剧烈，部分同业更是拥有大型开发商背景资源。若公司在行业内无法通过自身的管理杠杆优势取得规模优势，则将可能陷入价格竞争或增长停滞的局面，同时也将拖累公司业绩增长。

主要财务报表

损益表					
财务年度截至<12月31日> 人民币千元					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	196,507	233,069	510,224	755,610	985,846
毛利	94,165	143,647	360,914	576,286	773,451
其他业务净额	(2,141)	(9,714)	(30,000)	(10,000)	(17,000)
销售及管理费用	(32,386)	(44,843)	(71,033)	(90,106)	(101,977)
营运收入	61,779	98,804	289,881	486,180	671,473
财务开支	(582)	(630)	(10)	(10)	(10)
联营公司等					
税前盈利	60,861	70,935	250,356	480,750	659,154
所得税	(15,996)	(25,467)	(63,841)	(122,591)	(168,084)
净利润	44,865	45,468	186,515	358,159	491,070
少数股东应占利润	904	1,100	4,512	8,665	11,880
本公司股东应占利润	43,961	44,368	182,003	349,494	479,189
折旧及摊销	(2,145)	(3,929)	(13,934)	(12,857)	(11,751)
EBITDA	63,924	102,733	303,816	499,036	683,224
增长					
总收入 (%)	34.1%	18.6%	118.9%	48.1%	30.5%
EBITDA (%)	43.0%	60.7%	195.7%	64.3%	36.9%

资产负债表					
财务年度截至<12月31日> 人民币千元					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金	25,977	147,110	626,738	814,329	1,133,066
应收账款	142,185	180,764	237,371	255,665	307,647
存货	1,274	200	134	267	208
预付租赁费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	42,200	0	0	0	0
总流动资产	211,636	328,074	864,242	1,070,261	1,440,921
物业、厂房及设备	10,357	23,513	59,579	59,222	57,471
预付租赁费用	0	0	0	0	0
购买物业、厂房及设备已付之按金					
递延税项资产					
银行存款及其他	12,620	26,758	26,758	26,758	26,758
总资产	234,613	378,345	950,579	1,156,241	1,525,150
应付账款	21,444	20,851	49,770	35,047	65,412
短期银行借款	0	0	0	0	0
应付税项	31,607	45,910	45,910	45,910	45,910
其他短期负债	490,176	231,284	231,284	231,284	231,284
总短期负债	543,227	298,045	326,964	312,241	342,606
递延税项负债	1,348	1,091	1,091	1,091	1,091
长期银行借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	6,829	6,829	6,829	6,829
总负债	544,575	305,965	334,884	320,161	350,526
少数股东权益	1,937	4,778	9,290	17,955	29,836
股东权益	(309,962)	72,380	615,695	836,080	1,174,624
每股账面值(摊薄)	NA	NA	1.04	1.33	1.73
营运资产	(331,591)	30,029	537,278	758,020	1,098,315

财务分析					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	47.92%	61.63%	70.74%	76.27%	78.46%
EBITDA 利率 (%)	32.53%	44.08%	59.55%	66.04%	69.30%
净利率 (%)	22.83%	19.51%	36.56%	47.40%	49.81%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	16.48%	19.24%	13.92%	11.92%	10.34%
实际税率 (%)	26.28%	35.90%	25.50%	25.50%	25.50%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
库存周转	2.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款天数	29.7	55.7	55.7	55.7	55.7
应付账款天数	66.8	86.3	86.3	86.3	86.3
财务状况					
总负债/总资产	2.32	0.81	0.35	0.28	0.23
收入/净资产	(0.63)	3.22	0.83	0.90	0.84
经营性现金流/收入	0.30	0.19	(0.19)	0.37	0.44
税前盈利对利息倍数	104.57	112.60	24,595.37	47,229.61	64,756.25

现金流量表					
财务年度截至<12月31日>					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
	实际	实际	预测	预测	预测
EBITDA	63,924	102,733	303,816	499,036	0
净融资成本	(167)	76	(627)	(722)	(832)
营运资金变化	2,347	(26,311)	(27,622)	(33,150)	(21,558)
所得税	(8,653)	(13,437)	(63,841)	(122,591)	(168,084)
其他	845	(18,466)	(306,325)	(60,805)	624,217
营运现金流	58,296	44,595	(94,599)	281,768	433,742
资本开支	(6,168)	(17,180)	(100,000)	(25,000)	(20,000)
其他投资活动	(127,703)	380,590	637	733	843
投资活动现金流	(133,871)	363,410	(99,363)	(24,267)	(19,157)
负债变化	(40,000)	(70)	0	0	0
股本变化					
股息	0	0	(36,401)	(69,899)	(95,838)
其他融资活动	109,898	(286,802)	709,990	(10)	(10)
融资活动现金流	69,898	(286,872)	673,589	(69,909)	(95,848)
现金变化	(5,677)	121,133	479,628	187,591	318,737
期初持有现金	30,657	24,980	146,113	625,741	813,332
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	24,980	146,113	625,741	813,332	1,132,069

资料来源：公司资料，第一上海预测

披露事项：第一上海或其联营机构曾担任彩生活（01778）证券发售的联席账簿管理人及联席牵头经办人。

（第一上海指第一上海证券有限公司）

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。