

稳步扩张面积，品质创造价值

2018年6月5日

投资要点

- 中海集团的上市物业管理平台。**中海物业成立于1986年，1991年便进入内地开展物业管理服务，是中国现代物业管理事业的开拓者，在行业内曾经起过模范标杆的作用。公司在2018年中国物业服务企业综合排名中位居第11位。
- 物业管理行业发展空间广阔，高品质龙头快速成长。**中国物业管理行业正处于快速发展的阶段，中国物业管理基础收费低，中长期优质服务有望合理定价，物业管理公司可能成为提供生活服务的重要平台。龙头公司正在透过承接母公司项目，签约中小第三方开发企业项目，存量房竞标和并购扩大储备面积。我们认为，龙头公司市占率将迅速提升，高品质的龙头企业将获得持续的成长机遇。
- 依托股东优势稳步增加管理面积。**截至2018年5月，公司管理共73个城市的672个物业项目，管理面积达到1.31亿平米。公司在管面积的来源是中国海外发展及其关联公司。尽管公司没有通过大量承接第三方物业或并购的方式扩大物业管理的规模，但中国海外发展的持续发展，尤其是销售和竣工面积的持续扩大，也使得公司得以稳健增加管理面积。同时，较为“老派”的资源拓展模式，有助于尽可能避免并购和外拓带来的管控风险，从而维持一定的服务品质。
- 强化服务品质，发力增值服务。**公司比较重视服务质量，毛利率低于雅生活，高于绿城服务，位于行业中游水平。不过，这主要可能因为公司酬金制项目占一定比例，从而导致账面毛利率较高。我们相信，公司未来仍将维持一定的品质，避免过分削减成本，未来毛利率有望维持稳定。增值服务板块2017年实现营业收入2.63亿港元，占总收入比重不到10%。尽管公司增值服务营收规模仍然较小，但内容十分丰富。
- 风险因素。**由于公司资源拓展路径比较单一，因此收入和在管面积增长未来可能偏低。公司增值服务目前种类丰富，但未来成长还有很大不确定性。
- 盈利预测、估值及投资评级。**我们预测公司2018-2020年EPS分别为0.13/0.16/0.19港元。公司依托母公司获得项目，增长路径比同业更加单一，而且，相比绿城服务等公司，公司开展增值服务成果有限。综合而言，我们认为应当给予公司较之绿城服务等龙头公司更低一些的估值。我们给予公司2018年28倍的PE水平，即公司合理市值为115.1亿港元，合每股3.50港元。我们看好物业管理行业广阔的发展空间，也看好公司作为物业管理行业龙头之一较为令人满意的服务品质。首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万港元)	3297	3358	4162	5045	5814
增长率 YoY%	29.6	1.9	23.9	21.2	15.2
净利润(百万港元)	238	307	411	529	633
增长率 YoY%	102.9	29.1	34.1	28.5	19.7
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.07	0.09	0.13	0.16	0.19
毛利率%	23.3	23.9	23.9	23.8	23.9
净资产收益率 ROE%	27.0	35.8	36.9	36.0	33.1
PE	39.6	30.6	22.8	17.8	14.9
PB	10.7	11.0	8.4	6.4	4.9

资料来源：中信证券量化投资分析系统 注：股价为2018年6月1日收盘价
 由于公司记帐货币为港元，因此本报告除特别说明外，货币单位均为港元



买入 (首次)

当前价：2.86 港元

目标价：3.50 港元

中信证券研究部

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

张全国

电话：010-60838015

邮件：zhangquanguo@citics.com

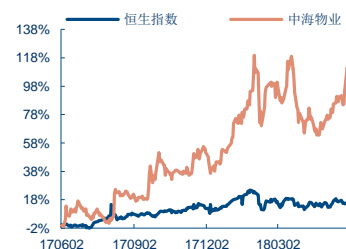
执业证书编号：S1010517050001

联系人：郭一辰

电话：010-60836751

邮件：guoyichen@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	30468.56 点
总股本/港股流通股本	3,286.86/3,286.86 百万股
近12月最高/最低价	3.06 港元/1.37 港元
近1月绝对涨幅	20.68%
近6月绝对涨幅	38.16%
今年以来绝对涨幅	34.91%
12个月日均成交额	37.24 百万港元

目录

公司概况：中海集团的物业管理公司	1
物业管理行业：发展空间广阔，高品质龙头快速成长	2
中国物业管理行业具备广阔发展空间	2
行业集中度迅速提升	3
服务内容日渐丰富	3
依托股东优势稳步增加管理面积，优化服务质量寻求增值服务加分	4
单一但有效的物业管理面积扩张方式	4
较为稳定的服务质量和毛利率表现	6
增值服务规模尚小，但空间不小	7
风险因素	8
公司收入和在管面积增长偏低的风险	8
公司增值服务发展仍需时间的风险	8
盈利预测、关键假设及估值	9
关键假设	9
盈利预测与估值讨论	9

插图目录

图 1: 公司营业收入和归母净利.....	1
图 2: 公司毛净利率.....	1
图 3: 2014-2017 年 TOP10 企业管理规模与市场份额变化情况.....	3
图 4: 百强企业管理面积均值和市场份额占比.....	3
图 5: 管理建筑面积.....	4
图 6: 进入城市数量.....	4
图 7: 中国海外发展系列公司销售面积.....	5
图 8: 中国海外发展竣工面积.....	5
图 9: 公司情况概览.....	5
图 10: 物业管理服务收入构成变化.....	6
图 11: 物业管理服务毛利率.....	6
图 12: 增值服务收入.....	7
图 13: 增值服务毛利率.....	7
图 14: 优你互联的优品买买功能.....	8
图 15: 优你互联的活动信息.....	8

表格目录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 2018 年中国物业服务企业综合排名.....	1
表 3: 公司和其他物业管理企业比较.....	2
表 4: 美国 First Service Residential 的辅助服务品牌.....	2
表 5: 中海物业高服务品质案例.....	6
表 6: 公司历史上, 包干制和酬金制情况对比.....	6
表 7: 增值服务营业收入和毛利率拆分.....	7
表 8: 业主增值服务具体内容.....	7
表 9: 业主增值服务生态圈.....	8
表 10: 公司盈利预测.....	9

公司概况：中海集团的物业管理公司

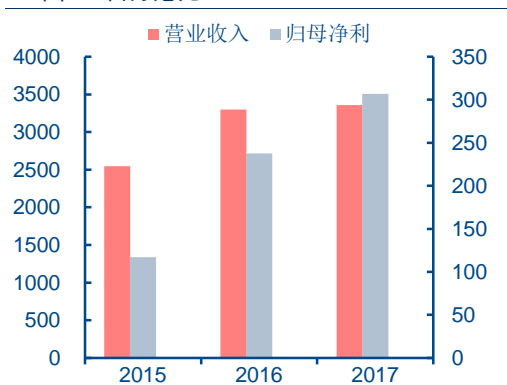
中海物业是隶属于中国海外集团的物业管理公司，是中国首批具备一级资质的物业管理企业。公司于 1986 年成立于香港，1991 年进入内地开展物业管理服务，是中国现代物业管理事业的开拓者。公司在行业内率先通过国际体系认证，服务质量和流程达到国际标准。2015 年，公司从中国海外集团分拆，并以介绍方式在联交所上市。目前中国海外集团和其全资附属公司银乐发展合计持有公司约 61% 的股份。

表 1：公司发展历程

年份	事件
1986 年	中海物业在香港正式注册成立。
1991 年	中海物业进入内地市场，成立中海物业深圳公司，带动了沿海发达地区现代物业管理的蓬勃发展。
2002 年	开发出了拥有自主知识产权的物业管理软件。
2012 年	中海物业集团化运营，迈出中海物业专业化管理新的一步。
2015 年	收购中建物业、中海宏洋物业，在香港联交所主板上市。
2016 年	中海物业旗下子公司、一站式社区 O2O 平台“优你家”成立。
2017 年	收购中信物业，兴海物联、优你互联网两大服务平台全国上线。

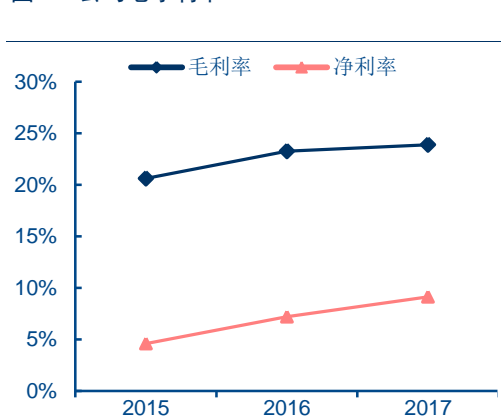
资料来源：公司网站

图 1：公司营业收入和归母净利
(单位：百万港元)



资料来源：公司公告

图 2：公司毛净利率



资料来源：公司公告

公司在 2018 年最新一期的中国指数研究院排名中，并列位居第 11 位。公司是中国最为重要的物业管理公司，在服务品质和经营管理规模方面位居行业前列。

表 2：2018 年中国物业服务企业综合排名

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科物业	7	恒大物业
2	绿城服务	8	金地物业
3	碧桂园服务	9	龙湖物业
4	长城物业	10	金科物业
5	保利物业	11	中海物业
6	彩生活	11	雅生活服务

资料来源：中国指数研究院

公司的在管面积超过上市公司雅生活服务，但少于绿城服务。不过，公司由于不开展第三方服务，因此在合同储备面积方面并不算太多。2017 年公司的营业收入大幅低于绿城服务（可能和公司的收入来源多样化不足有关），略高于雅生活服务（但这可能也和公司酬金制管理面积占比较之绿城服务和雅生活服务更高有关）。

表 3：公司和其他物业管理企业比较

公司名称	2017 年末在管面积 (百万平米)	当前市值 (亿港元)	2017 年营业收入 (亿人民币元)	2017 年归母净利润 (亿人民币元)
中海物业	128.3	94.00	26.86	2.45
雅生活服务	78.3	192.53	17.61	2.90
绿城服务	137.8	223.06	51.40	3.87
碧桂园服务	122.8		31.22	4.02
保利物业	107.3		32.37	2.30

资料来源：Wind 注：股价使用 2018 年 6 月 1 日收盘价，此处中海物业的数据需要调整为人民币，否则不可比

物业管理行业：发展空间广阔，高品质龙头快速成长

中国物业管理行业具备广阔发展空间

我们认为，中国物业管理行业正处于快速发展的阶段，居民对于品质生活的追求，及物业公司服务的多元化，共同推动这一行业的龙头公司壮大。具体来说，一些因素在最近几年发生积极变动。中国物业管理行业的基础收费相比房价/租金而言都很低，尽管短期内我们看不到物业管理费的明显提升，但中长期而言给予优质服务合理定价是有可能的。相比美国等发达国家而言，中国的小区制使得物业管理公司展示能力的物理空间更大；中国缺乏优质的专业服务品牌提供商，也使得物业管理公司可能成为提供生活服务，或者认证生活服务的重要平台。

这一条，是我们对于物业管理行业寄予厚望的最关键原因。美国物业管理行业的龙头 First Service 也试图将业务扩张到生活服务的各个领域，但其毕竟只能沿着衣柜、外墙粉刷、地板安装等“和房子相关”的领域拓展业务。而中国优质物业管理公司，则可以沿着多个居民生活相关的业务领域拓展服务，或者和各种居民生活相关的业务单元展开有效协同。

表 4：美国 First Service Residential 的辅助服务品牌

品牌	业务领域	基本介绍
Paul Davis	住宅/商业 保险修复	Paul Davis 成立于 1966 年，专业为各种规模的灾难造成的房屋损失提供专业的住宅和商业紧急恢复服务。从水和洪水的损害，火灾损害和霉菌修复，保罗戴维斯特许经营专业人员提供 24 小时全天候清理和修复住宅和商业财产损害。有总共超过 370 在美国和加拿大拥有和经营特许经营权。
California Closets	衣柜及家 用收纳解 决方案	California Closets 是北美最大的定制、设计和安装衣柜和家庭存储解决方案供应商。公司已在美国和加拿大的授权 86 个专营权。
CertaPro Painters	住宅/商业 粉刷	CertaPro Painters 成立于 1992 年，是住宅和商业粉刷服务在北美最大的供应商。CertaPro Painters 在美国和加拿大共有 352 个加盟店，公司专注于高端粉刷服务，公司根据加盟商总收入的 1%收取提成或是按月付月租和其他杂费。
Floor Coverings	地板设计 与安装服 务	Floor Coverings 是北美领先的地板设计与安装公司，公司在北美有 137 个加盟店，公司通过收取加盟商 1%的毛利作为特许经营费。
College pro	外墙粉刷 及玻璃清 洁	College pro 成立于 1988 年，专注于外墙粉刷和窗户玻璃清洁业务，在北美拥有 503 个加盟店，特许经营费是根据加盟商的总营收中所占比例收入而收取。
Century Fire Protection	消防和安 全服务	Century Fire Protection 是美国东南部最大的全方位服务消防公司之一。公司提供防火解决方案，包括设计，制造，安装，保养，维修，服务和检验服务。
Service America	供热通风 系统和房 屋保险	Service America 致力于满足业主供热通风系统和房屋保险服务的需求，包含空调、管道、家电安装以及维修需求。
Pillar to post	房屋检查 评估	Pillar to post 北美最大的房屋检查评估服务商之一。公司拥有 523 个加盟店近 700 个房屋评估师，Pillar to Post 每年为价值约 400 亿美元的房屋提供检查评估服务。公司通过收取加盟商 1%的毛利作为特许经营费。

资料来源：公司官网

换言之，我们相信物业公司最根本的价值，在于连接高净值用户，维护高品质服务，开展多元化业务，构建线上线下生态圈的前景。在短期而言，又恰逢企业扩大管理面积，增加客户数量，积极登陆资本市场，从而可能形成企业发展速度和板块估值的共振。

我们预计，随着中国物业管理行业的迅速发展，优秀公司将陆续登陆资本市场。而中海物业作为较早登陆资本市场的物业公司，未来预计也将得到市场更多关注。

行业集中度迅速提升

我们认为，物业管理行业的龙头公司市占率将迅速提升，高品质的龙头企业将获得持续的成长机遇。

首先，龙头发展商的市占率在提升。前 12 名的物业管理公司基本都有开发企业背景，其中有超过一半的公司目前仍和母公司联系非常紧密。中海物业就属于和母公司联系非常紧密。开发企业一旦将自身的竣工物业全部交付物业管理公司，则物业管理公司的在管面积本身就会较快增长（中海物业就是这一模式的受益者）。

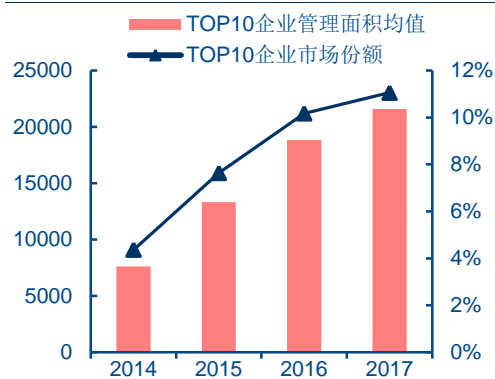
其次，优质物业服务品牌对中小开发企业的吸引力在提升。一部分中小开发企业并不愿意让渡土地，却愿意就物业管理和高服务品质的公司合作。高服务品质的物业管理公司可以给中小企业带来产品溢价。

再次，居民消费习惯逐渐变化，开始追求聘请更优秀的物业管理公司，替换小物业管理服务商。

最后，物业公司可能纷纷登陆资本市场，且当前板块估值较高。更加充裕的资金，有助于龙头企业开展并购，从而促进强者恒强（但这个因素是次要因素，对物业公司来说最重要的还是服务品质，不是资金实力。并购只能锦上添花，不能成为公司壮大的最核心因素）。

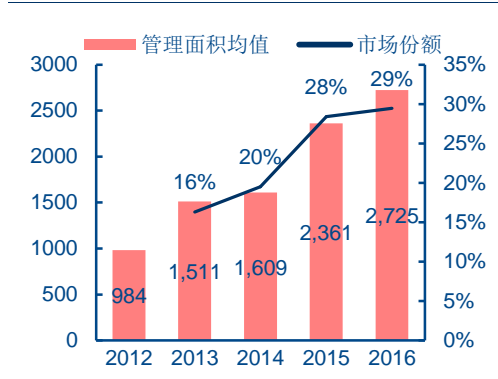
龙头物业正在透过承接母公司项目，签约中小第三方开发企业项目，存量房竞标和并购扩大储备面积。2017 年百强企业管理面积均值达到 3163.83 万平方米，同比增长 16.1%；市场份额持续提升，达到 32.42%，较 2016 年上升 2.98 个百分点。同时，百强企业承接的大体量项目逐年增多，发挥出规模效应。2017 年单个项目在 50-100 万平方米、100 万平方米以上的项目数量分别为 1596 个、285 个，较 2016 年分别同比增长 11.37%和 10.04%。

图 3：2014-2017 年 TOP10 企业管理规模与市场份额变化情况（单位：万平方米）



资料来源：中国指数研究院

图 4：百强企业管理面积均值和市场份额占比（单位：万平方米）



资料来源：中国指数研究院

服务内容日渐丰富

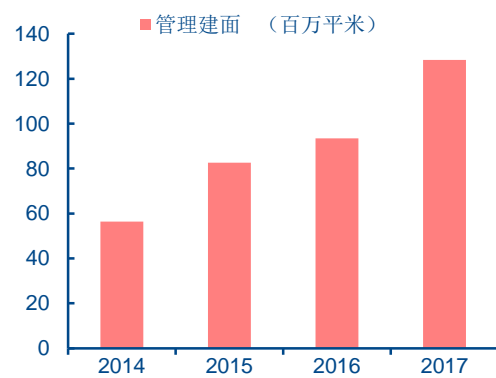
物业管理从最基础的服务出发，当前的行业内涵日渐丰富。和居民日常生活相关的诸多服务都已经和物业管理公司相关。公司或者成为服务标准的制定者，或者成为优质服务的直接提供者，这都为物业管理公司打开了更广阔的空间。增值服务，已经成为价值因素之外，投资者看好物业管理公司的核心理由。

依托股东优势稳步增加管理面积，优化服务质量寻求增值服务加分

单一但有效的物业管理面积扩张方式

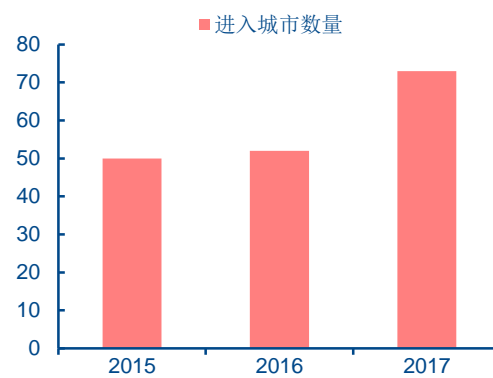
公司的在管面积来源是中国海外发展及其关联公司。截至 2018 年 5 月，公司项目共 672 个，管理面积达到 1.31 亿平米（公司网站公开信息），2014-2017 年在管面积复合增长率约 31.5%。公司目前进入共 73 个城市，其中珠三角和长三角是公司重点布局的区域。

图 5：管理建筑面积（单位：百万平米）



资料来源：公司公告（注：历史数据未按会计合并规则进行调整）

图 6：进入城市数量

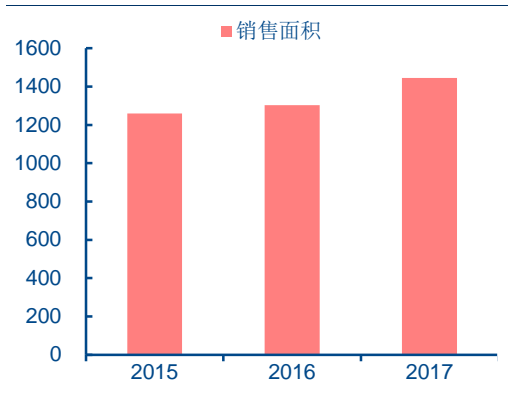


资料来源：公司公告

公司第一大股东中国海外集团是集房地产开发销售、物业投资、规划及建筑设计于一体的综合性平台，其子公司中国海外发展是国内排名前十的房企，实力雄厚。我们认为，强大的股东背景有利于公司获得稳定、丰厚的项目资源，这是其物业管理服务实现快速发展的核心竞争力。2017 年，中国海外发展（连同中国海外宏洋）共实现销售面积 1446.32 万平米，为公司 2018 年在管面积的增长提供了确定性的保障。

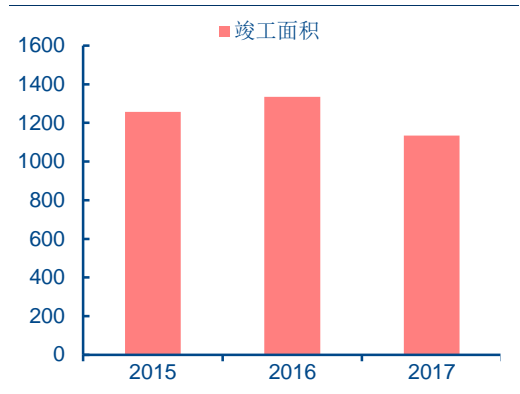
母公司的业务并购往往意味着中海物业本身的业务并购机会。2017 年底，公司以 1.9 亿元（约 2.29 亿港元）收购中信物业，新增位于 20 个城市的约 120 个物业管理项目，管理规模达 0.24 亿平米。此次收购进一步扩大了公司的经营规模，提升了公司在中国内地市场的竞争力。

图 7：中国海外发展系列公司销售面积
(单位：万平方米)



资料来源：公司公告

图 8：中国海外发展竣工面积
(单位：万平方米)



资料来源：公司公告

图 9：公司情况概览



资料来源：公司网站

和其它竞争对手相比，公司显得更加“老派”。公司没有大量的外接第三方物业，也没有透过产业并购寻求扩大规模。不过，由于中国海外发展的资金实力以及开发能力在业内都名列前茅，销售和竣工面积稳步增长，公司本身的在管面积增长也有保障。

而且，更加单一的在管面积增长方式，也可能尽量减小可能的并购和外拓带来的管控风险，维持服务质量的可能性也更高。

较为稳定的服务质量和毛利率表现

公司比较重视保障服务质量。公司加强质量控制，通过设立专门的质量控制部，组建平均拥有四年行业经验的质控团队，并建立多级别检测系统保证物管项目的服务质量。

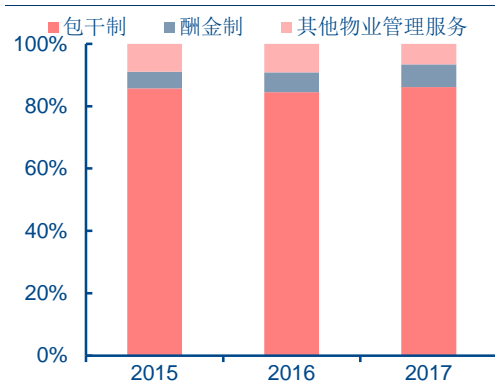
表 5：中海物业高服务品质案例

品质服务	具体内容
品牌活动	2017 年，环保嘉年华、小业主体验营、欢乐家庭节等三大品牌活动以近千场活动，吸引 19 万余业主参与。
日常活动	各大社区每周、每月、每季度、定期开展服务提升季、客户见面会、便民服务日、微笑服务月、金秋行动、暖冬行动等活动。
工匠体系	2017 年，有 693 人通过安管教官认证，52 人获评“我的好班长”荣誉，1418 名管家参与“蒲公英锤炼营”，448 位管理骨干通过项目经理资格认证。同时开展了技能大赛、十八匠大讲堂、以及品质研修班、“金扳手”大赛等系列活动。

资料来源：中海物业公众号

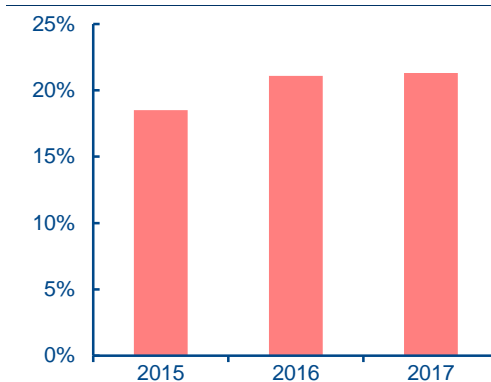
公司也比较重视成本控制。通过自动化、标准化的手段，比如停车场保安系统、访客系统、清洁自动化系统等降低对人员的依赖，从而提高了管理效率。从毛利率来看，公司的毛利率低于雅生活，但高于绿城服务。不过，我们不能片面强调毛利率对于物业公司的意义。过分强调成本控制可能损害物业管理公司的核心竞争力——即优秀的品质服务能力。而且，公司存在相当一部分酬金制项目。2017 年，公司收入中酬金制占比 7.3%。由于在相同面积、相同费率情况下，按照酬金制原则确认的物业管理公司收入将大大少于按照包干制确认的收入，我们认为公司在管面积中有很大的比例是酬金制的。和公司相比，雅生活的酬金制收取收入占比为 2.8%，绿城服务则几乎都采取包干制的方式提供物业管理服务——从原则上来说，酬金制占比约高的公司，物业管理基础业务的毛利率也越高。

图 10：物业管理服务收入构成变化



资料来源：公司公告

图 11：物业管理服务毛利率



资料来源：公司公告

表 6：公司历史上，包干制和酬金制情况对比

管理面积（百万平米）	2012	2013	2014
包干制	25.00	32.22	36.72
占比	73.3%	70.2%	65.1%
酬金制	9.09	13.68	19.67
占比	26.7%	29.8%	34.9%
合计	34.09	45.90	56.39
毛利率			
包干制	9.4%	12.2%	12.7%
酬金制	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：上市公司招股书，此后缺乏公开披露数据

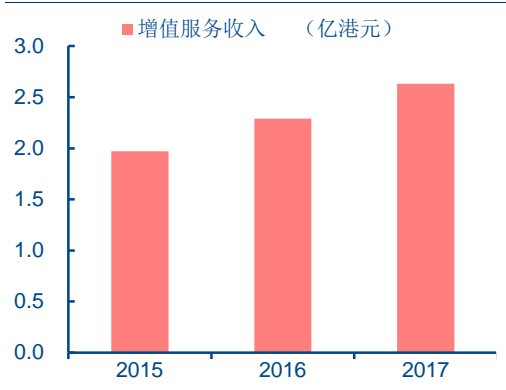
展望未来，我们认为公司的毛利率可能保持稳定。一方面，我们相信如果公司试图维持服务品质，就不可能继续过分严格削减成本（我们认为当前物业管理公司如果保持服务品质，继续降低成本的空间极小）。另一方面，公司在中短期拓展高毛利的增值服务可能性较小。

当然，由于公司新承接的项目一般素质较高（由中海开发品质决定），新盘的物业费定价往往也高于老盘，且公司项目来源比较稳定，不存在一些包袱，我们相信未来公司毛利率明显下降的可能性也不大。

增值服务规模尚小，但空间不小

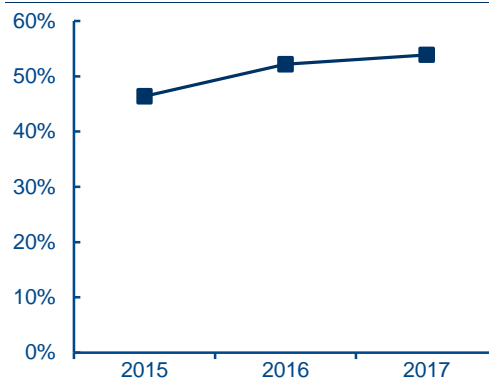
增值服务板块 2017 年实现营业收入 2.63 亿港元，占总收入比重不到 10%，毛利率显著高于同行，达到 53.9%。增值服务分为两个部分，一是为开发商提供自动化咨询和工程产品销售服务，以及为物业管理公司提供的检查、维修、保养和设备升级改造服务，二是通过 O2O 平台为业主提供的与生活相关的线上线下服务。公司以优你家 app 和优你互联微信平台作为核心打造“优+”互联网生态圈，以社区资产运营、客户资产运营和生活服务运营作为业务主线开展业主增值服务。具体来看，业主增值服务包含公共空间租赁协助、购物协助、租赁协助、居家服务协助等。

图 12：增值服务收入（单位：亿港元）



资料来源：公司公告

图 13：增值服务毛利率



资料来源：公司公告

表 7：增值服务营业收入和毛利率拆分

营业收入（百万港元）	2012	2013	2014
工程服务	30.17	53.62	81.53
社区租赁、销售及其他服务	23.21	49.18	46.72
合计	53.38	102.8	128.25
毛利率			
工程服务	35.7%	12.8%	22.0%
社区租赁、销售及其他服务	85.7%	78.6%	64.2%
板块整体毛利率	57.5%	44.3%	37.4%

资料来源：公司招股书

表 8：业主增值服务具体内容

业主增值服务分类	服务内容
公共空间租赁协助	协助物业发展商或业主出租公共空间，并收取酬金作为回报。一般将该等空间租予将会为住户提供价值服务的商户，如生活超市及汽车美容店。
购物协助	住户可于驻场管理处、或通过电话、app 下达订单。
租赁协助	向所管理物业出租或放售单位的业主提供租赁协助服务，于物业承租或出售时收取酬金。
居家服务协助	协助住户联系居家协助服务（如家政服务及翻新设计）的提供商，并于交易完成时收取费用。

资料来源：公司招股书

表 9：业主增值服务生态圈

业务主线	含义	服务内容	品牌
社区资产运营	以盘活社区资源为目的,通过社区资源的合理利用及资源的优化组合:提高中海物业社区商业价值。	社区全媒体、社区通讯、社区空间租赁	无
客户资产运营	通过自营或合作模式,为客户提供房屋资产运营的整体解决方案,促进客户房屋资产的高效利用和价值兑现,让中海客户在享受高品质社区生活的同时,实现房屋资产的保值、增值。	社区金融、家居装修、房屋经纪	优享空间、中海物业租售中心
生活服务运营	以满足社区住户衣、食、住、行、医、教、养、娱等日常生活个性化需求为目的,通过自营或合作模式,让社区住户享受更高的生活品质,更便利、更贴心的生活服务。	到家服务、创新业务、商品销售	优客到家、优越生活、优品买买

资料来源：公司官网

图 14：优你互联的优品买功能



资料来源：优你互联微信平台

图 15：优你互联的活动信息



资料来源：优你互联微信平台

现阶段，公司主要着眼于提高基础物业服务的品质，为业主创造更为舒适的居住体验，增值服务贡献营收并不多，无法与其他行业龙头如绿城服务等相提并论。我们认为，优质的物业服务质量和良好的客户口碑是多方位开展增值服务的必要前提，物业管理行业的增值服务厚积薄发。短期来看，巩固服务质量，增强业主获得感，可能比开拓增值业务更重要。

风险因素

公司收入和在管面积增长偏低的风险

公司主要承接中国海外发展和中国海外宏洋的项目，对内依赖度较高。相比其他公司而言，公司缺乏并购（除非母公司并购带来）和承接第三方服务所创造的在管资源。因此，公司收入和在管面积增长可能不会很快(相比其他物业管理公司而言)。

公司增值服务发展仍需时间的风险

公司的增值服务目前种类比较丰富，但真正走向成熟的增值服务还比较少。

盈利预测、关键假设及估值

关键假设

1. 公司在管面积稳步扩张,未来三年仍能维持 2014-2017 年 31.5%的复合增长率水平,则 2018、2019、2020 年公司在管面积将达到 1.69、2.22、2.92 亿平米。
2. 公司物业管理服务毛利率稳中略有提升,增值服务毛利率下降。

表 10: 公司盈利预测

营业收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
物业管理服务	2347.18	3067.74	3094.68	3854.42	4653.83	5417.99
增值服务	197.22	228.96	263.12	307.27	353.82	399.57
合计	2544.40	3296.70	3357.80	4161.70	5007.65	5817.56
毛利						
物业管理服务	434.23	647.29	659.17	828.70	1009.88	1186.54
增值服务	91.51	119.52	141.82	165.00	188.23	211.77
合计	524.72	767.22	802.42	993.71	1198.12	1398.31
毛利率						
物业管理服务	18.5%	21.1%	21.3%	21.5%	21.7%	21.9%
增值服务	46.4%	52.2%	53.9%	53.7%	53.2%	53.0%
合计	20.6%	23.3%	23.9%	23.9%	23.9%	24.0%

资料来源:公司公告,中信证券研究部预测 注:单位为百万港元

盈利预测与估值讨论

基于以上假设,经模型测算得出公司 2018-2020 年净利润分别为 4.1、5.3 和 6.3 亿港元,每股收益为 0.13、0.16 和 0.19 港元。公司的增长路径的确比同业更加单一,即当同业习惯于增加第三方的物业管理面积,产业并购,公司则依托母公司获得项目。而且,相比绿城服务等公司,公司在增值服务方面的尝试虽然起步不晚,但毕竟成果有限。此外,我们认为酬金制和包干制在实际利润体现方面可能略有差异。综合而言,我们认为应当给予公司较之绿城服务等可比公司更低一些的估值。

我们给与公司 2018 年 28 倍的 PE 水平,即公司合理市值为 115.1 亿港元,合每股 3.50 港元。公司当前股价 2.86 港元,我们首次覆盖公司,给予公司“买入”的投资评级。

利润表(百万港元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,297	3,358	4,162	5,045	5,814
营业成本	2,529	2,555	3,168	3,843	4,427
毛利率	23.27%	23.90%	23.88%	23.83%	23.86%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	452	420	466	504	552
管理费用率	13.71%	12.50%	11.20%	10.00%	9.50%
财务费用	7	9	7	10	10
财务费用率	0.21%	0.27%	0.16%	0.20%	0.17%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	339	429	579	749	890
营业利润率	10.28%	12.77%	13.91%	14.84%	15.31%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	339	429	579	749	890
所得税	105	122	167	220	257
所得税率	30.86%	28.36%	28.84%	29.36%	28.85%
少数股东损益	-3	0	1	1	1
归属于母公司股东的净利润	238	307	411	528	632
净利率	7.21%	9.14%	9.88%	10.47%	10.87%
每股收益(元)(摊薄)	0.07	0.09	0.13	0.16	0.19

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	238	307	411	528	632
少数股东损益	-3	0	1	1	1
折旧和摊销	16	0	2	2	2
营运资金变动	378	428	722	737	552
其他	-204	-220	-26	-13	8
经营现金流	425	515	1,109	1,255	1,195
资本支出	-9	-11	-9	-5	-2
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	1	-89	-31	-40	-53
其他	20	-348	8	8	9
投资现金流	11	-448	-33	-36	-46
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	310	-45	180	100	50
股息支出	-72	-99	-132	-167	-202
其他	-171	-62	-7	-10	-10
融资现金流	67	-206	41	-77	-162
现金净增加额	503	-139	1,118	1,142	987

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表(百万港元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,417	2,711	3,829	4,971	5,958
存货	10	10	6	12	13
应收账款	371	467	416	555	581
其他流动资产	256	101	211	254	244
流动资产	3,055	3,289	4,463	5,791	6,797
固定资产	39	35	43	45	46
长期股权投资	0	0	0	1	1
无形资产	0	5	5	5	5
其他长期资产	94	228	269	320	383
非流动资产	133	269	317	372	435
资产总计	3,188	3,558	4,780	6,163	7,232
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,355	1,593	2,218	3,074	3,542
其他流动负债	691	823	975	1,042	1,146
流动负债	2,046	2,415	3,193	4,116	4,687
长期负债	310	265	445	545	595
其他长期负债	10	16	21	26	31
非流动性负债	320	281	466	571	626
负债合计	2,366	2,696	3,659	4,687	5,314
股本	3	3	3	3	3
股东权益合计	821	862	1,121	1,476	1,919
少数股东权益	5	5	6	7	8
负债股东权益总计	3,188	3,558	4,780	6,163	7,232

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率(%)					
营业收入	29.6	1.9	23.9	21.2	15.2
营业利润	110.5	26.5	35.0	29.4	18.8
净利润	102.9	29.1	34.1	28.4	19.7
利润率(%)					
毛利率	23.3	23.9	23.9	23.8	23.9
EBIT Margin	9.6	11.4	12.7	13.8	14.4
EBITDA Margin	10.1	11.4	12.7	13.9	14.4
净利率	7.2	9.1	9.9	10.5	10.9
回报率(%)					
净资产收益率	27.0	35.8	36.9	36.0	33.1
总资产收益率	7.5	9.1	9.9	9.7	9.4
其他(%)					
资产负债率	74.2	75.8	76.5	76.1	73.5
所得税率	30.9	28.4	28.8	29.4	28.9
股利支付率	30.9	32.1	32.0	31.5	31.9

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，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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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；
行业评级	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

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。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“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联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），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”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大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。

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向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，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或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。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 2018 版权所有。保留一切权利。