投资评级 优于大市 首次覆盖

高品质服务+跨越式成长，长期价值可期

股票数据

02 月 18 日收盘价(港元)	36.00
52 周股价波动（港元）	10.68-36.00
总股本（百万股）	1333
总市值（百万港元）	48000

市场表现

恒生 100 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	19.40	35.85	33.58
相对涨幅（%）	24.37	36.65	31.55

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊
Tel:(021)23219747
Email:tll5535@htsec.com
证书:S0850510120001
分析师:杨凡
Tel:(021)23219812
Email:yf11127@htsec.com
证书:S0850518070003

投资要点:

- **中高端物业服务领先者。**雅生活服务（03319.HK）原为开发商雅居乐集团的附属公司，2018 年 2 月在港交所上市。公司主要为中高端物业提供物业管理服务，主营业务为物业管理服务、业主增值服务和非业主增值服务。截止 2019H1 公司在管项目 1031 个，覆盖全国 25 个省、直辖市和自治区，83 个城市。2018 年获得中国物业服务企业综合实力测评 Top8、中国物业服务百强企业成长性第二名。

- **两大开发商股东+外延拓展助力规模持续扩张。**雅居乐集团和绿地控股均为公司股东。雅居乐集团 2017-2018 年每年销售面积在 700 万平米以上，我们认为后续逐渐进入竣工阶段后会转变成为公司在管面积。绿地控股根据协议在 2018-2022 年期间每年交付给雅生活的建筑面积不少于 700 万平方米，且每年额外开发的 300 万平方米物业的物业服务商选择上也给予雅生活优先权。2018 年公司上市后获得的净额中将有 85%（27.19 亿元）用于收购及增资。如果公司成功收购新中民物业，则雅生活集团在管面积有望突破 5 亿平方米，管理项目突破 3000 个，实现规模和利润跨越式成长。

- **系统人才培养+四化建设提升经营效率，扩大利润空间。**雅生活完善的人才培养体制和具有市场竞争力的薪酬有利于吸引和保留人才，保证高质量服务和打造品牌。此外，公司提出“管理数字化、服务专业化、流程标准化、操作机械化”的四化建设，在管理系统、服务质量和提高人工效率方面做出不断优化。伴随着物业管理公司规模的扩大，高效率运营是公司拉开收入和成本增速的核心因素，是实现规模效应、提高利润空间的重点。我们认为雅生活在建立长期核心竞争力方面具备前瞻眼光。

- **特殊时期，社区一线防护彰显企业责任和管理品质。**2020 年 1 月新型冠状病毒疫情时期，雅生活自上而下迅速开展防控工作部署。雅居乐控股公司制定《雅居乐集团新型冠状病毒防控工作应急预案》部署防疫工作，集团公众号连续推送防疫措施文章，集团领导实地考察项目防疫情况，区域公司积极开展园区消杀、出入门口测温等防疫措施。此外，雅生活旗下社区商业品牌乐享荟提前恢复生鲜配送服务，保障业主生活所需。我们认为，雅生活在此次突发疫情期间周到细致的防护工作体现了公司服务品质优异，这有助于增强业主粘性、提升公司品牌影响力、打造公司长期品牌价值。

- **投资建议“优于大市”。**我们认为公司兼具规模和利润成长性，给予公司 2020 年 30-35 倍 PE 估值，对应合理市值区间为 546-637 亿港元，对应合理价值区间为每股 40.92 – 47.74 港元，给予“优于大市”评级。（本文非特别注明，均以人民币计价，1 港元=0.88 人民币）**风险提示。**1）开发商股东竣工速度降低导致交付物业面积增速不达预期；2）收购物业公司业绩不达标导致商誉存在减值风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1760.75	3376.75	5234.89	9115.94	13324.41
（+/-）YoY（%）	41.46%	91.78%	55.03%	74.14%	46.17%
净利润（百万元）	289.73	801.05	1080.80	1600.37	2097.75
（+/-）YoY（%）	80.32%	176.48%	34.92%	48.07%	31.08%
全面摊薄 EPS(元)	0.22	0.60	0.81	1.20	1.57
毛利率（%）	33.54%	38.20%	35.35%	32.06%	29.84%
净资产收益率（%）	32.60%	22.94%	17.84%	21.59%	22.59%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 雅生活服务：聚焦中高端物业的全国化领先者 5
1.1 聚焦中高端物业管理 5
1.2 研发一站式服务平台，高效提供业主增值服务 6
1.3 非业主增值服务 8
2. 多因素支撑规模持续拓展，四化建设节流保利润 8
2.1 两大股东注入千万平管理面积 8
2.2 外延拓展持续推进，助力规模提升 10
2.3 系统人才培养保障品牌价值 11
2.4 擅长管理旅游项目 12
2.5 四化管理节约成本，扩大利润空间 12
3. 疫情特殊时期，社区一线防护彰显管理品质 14
4. 盈利预测 16
5. 估值 17
5.1 PE 估值 17
5.2 DCF 估值 18
6. 投资建议 19
7. 风险提示 19
8. 附录 20
8.1 雅生活服务发展历程 20
8.2 雅生活股本结构 21
财务报表分析和预测 22

图目录

图 1　2014-2019H1 雅生活住宅和非住宅在管面积占比变化 5
图 2　2014-2019H1 雅生活服务在管面积（万平） 6
图 3　2015-2018 雅生活服务在管面积同比增速（%） 6
图 4　雅生活业主增值服务 7
图 5　雅生活三项移动应用程序使用对象及主要功能 7
图 6　2013-2018 雅居乐合约销售面积和同比增速 9
图 7　2013-2018 雅居乐竣工面积和同比增速 9
图 8　2015-2018 绿地控股合约销售面积和同比增速 9
图 9　2015-2018 绿地控股竣工面积（万平） 9
图 10　2015-2019H1 公司第三方开发商物业在管面积（万平） 10
图 11　雅生活服务 IPO 获得净额用途划分 10
图 12　雅生活员工招聘与培训计划 11
图 13　2018 年雅生活服务营业成本拆分 11
图 14　2018 年雅生活工资、社保和福利支出同比增速 11
图 15　海南三亚雅居乐清水湾 12
图 16　雅生活旅游物业占收入比重和管理费 12
图 17　雅生活管理数字化——云平台系统 13
图 18　雅生活服务社区防控 15
图 19　雅生活服务重要事件时间轴 21
图 20　雅生活股权结构（截止 2020 年 1 月 14 日） 21

表目录

表 1　雅生活服务上市以来收购物业公司情况 10
表 2　公司分项业务预测 17
表 3　公司盈利预测表 17
表 4　可比公司估值表 （均为人民币计价） 18
表 5　公司现金流和股票价值测算 18
表 6　公司价值敏感性分析 19

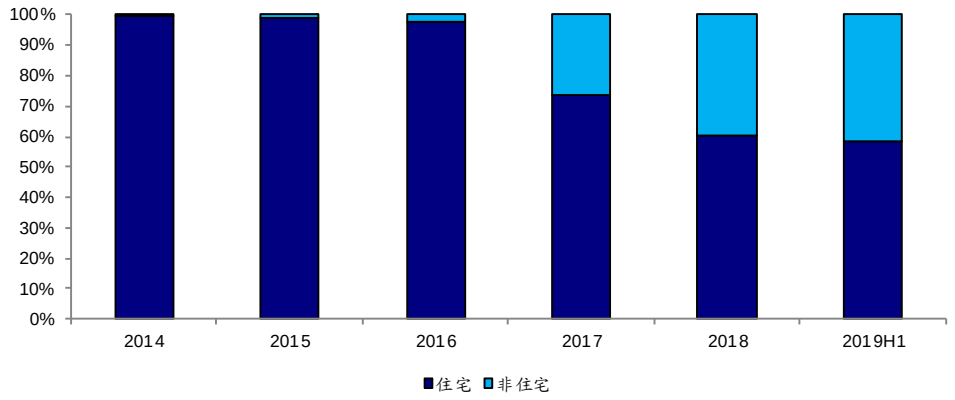
1. 雅生活服务：聚焦中高端物业的全国化领先者

雅生活服务（03319.HK）成立于 1992 年，是开发商雅居乐集团的附属公司。2017 年公司收购绿地物业并引入绿地控股（600606.SH）成为其长期战略股东。2018 年 2 月公司从雅居乐集团拆分后在港交所上市。公司业务涉及住宅物业服务、高端商写资产管理、公共物业服务、社区商业。按照公司收入来源划分，主营业务分为**物业管理服务**、**业主增值服务**和**非业主增值服务**。

1.1 聚焦中高端物业管理

基础物业服务聚焦中高端，包含住宅和非住宅两类。雅生活服务的物业管理服务主要为开发商、业主及住户提供基础物业管理服务，例如保安、清洁、绿化和园艺、维修和保养等服务。此外，公司也为地方性物业管理公司提供顾问咨询服务并收取咨询费。从资产管理的类别上来看，公司主要聚焦中高端物业，管理的资产类别有住宅物业（包括旅游地产）和非住宅物业（包括商用物业，写字楼和综合体）两大类。截止 2019H1，公司在管面积中住宅类业态占比 58.7%，非住宅类业态占比 41.3%，其中非住宅类占比增加是因为公司通过收并购项目的非住宅业态占比较高。

图1 2014-2019H1 雅生活住宅和非住宅在管面积占比变化



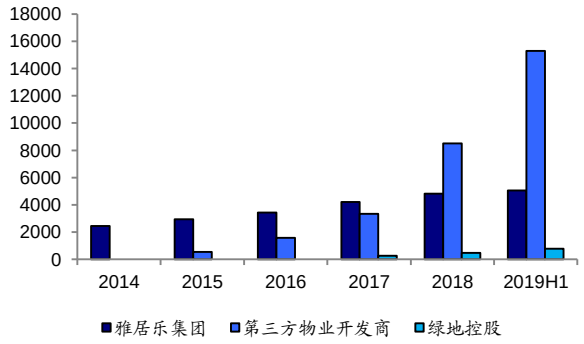
资料来源：雅生活服务招股说明书、2017-2018 年报、2019H1 中报，海通证券研究所

两大开发商股东支持物业在管面积持续增长。在获取新物业管理项目上，雅生活服务主要通过雅居乐集团和绿地控股两大股东获取竣工物业。此外，公司也会通过第三方项目拓展获得物业项目。物业管理价格的确定除了要考虑物业项目本身的位置和居住情况等，也要受到国务院相关物价管理部门和建设管理部门的共同监督。由于单位管理费用较稳定，物业管理服务收入的增长主要由物业管理面积带动。

公司为雅居乐物业子公司，在管面积主要来源于雅居乐销售交付的住宅物业，2014-2018 年公司从雅居乐集团获得的在管面积年复合增速约为 19%。从 2015 年开始，接管第三方开发商物业（包括收并购）获得的在管面积保持高增长，2016 年同比增速 186%，2017 年同比增速 112%，2018 年同比增速 155%。2017 年公司通过收购绿地集团物业并引入绿地集团作为战略股东后，公司锁定绿地控股销售交付的部分物业面积。2017、2018 和 2019H1 来自绿地控股的在管面积分别为 268、473、783 万平。

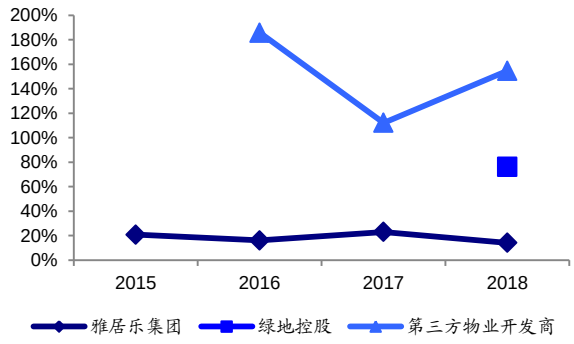
截止 2019H1 公司在管项目 1031 个，覆盖全国 25 个省、直辖市和自治区，83 个城市。按照在管面积区域划分，37.9%位于粤港澳大湾区，18.7%位于长三角城市群，12.8%位于兰西城市群，6.1%位于哈长城市群，4.4%位于山东半岛城市群。

图2 2014-2019H1 雅生活服务在管面积（万平）



资料来源：雅生活服务招股说明书、2017-2018 年报、2019H1 中报，海通证券研究所

图3 2015-2018 雅生活服务在管面积同比增速（%）



资料来源：雅生活服务招股说明书、2017-2018 年报，海通证券研究所

分包部分服务，提升管理效率。为更加有效地管控成本，雅生活分包部分基础物业服务给分包商，包括清洁、绿化、园艺、维修及保养服务。分包商通过竞标流程筛选得。公司在综合考虑分包商的专业资格、行业声誉、服务质量和价格竞争力后选定分包商，签约期限为一年。

收费模式以包干制为主。雅生活大部分物业管理服务采用包干制，2019H1 包干制收费占物业管理业务收入的 98.4%。在签订新物业项目时，采取包干制还是酬金制，由公司根据地方法规、物业开发商或业主委员会根据当地市场情况、个别物业性质要求，公司评估的物业预期成本、历史收费比率、预计盈利能力和历史管理制度等多方面因素综合决定。

在包干制下，公司按预定好的物业管理费率按月收取物业管理费。收取的物业管理费用于支付物业公司和分包商提供服务产生的所有费用。也就是说，在包干制度下物业公司承担物业成本并确认成为销售成本，这包括了员工成本、公共区域维修维护、设施管理、清洁和垃圾处理、保安等。如果公司收取的物业费用无法覆盖成本，公司无法要求客户支付差价。

1.2 研发一站式服务平台，高效提供业主增值服务

主要提供两类业主增值服务。雅生活的业主增值服务主要分为两种：1）**生活服务**：包括家政、房屋和商铺经纪、拎包入住、智能家居服务、社区旅游代理、以及通过网络平台 APP 连通线上线下而提供的定制服务；和 2）**资产管理服务**：主要为业主资产保值增值，包括停车位销售和住宅物业租赁。

应用信息技术，开发一站式服务平台，串联客户、管理人员和商户。公司在提供业主增值服务方面，研发了自己的一站式服务平台，通过使用物联网、云计算、移动互联网、智能终端和其他信息技术，帮助协同各种服务及整合线上线下信息和资源。公司一站式服务平台包括三项移动应用程序、雅管家微信服务、智能终端、智能楼宇管理系统、智能家居系统、智能停车系统、无人便利店及雅生活体验中心。

在线下，公司设有实体雅生活体验中心经营门店，既用来展示公司在线上平台提供的产品和服务，也可作为快递中转服务站，并提供若干现场服务。

在线上，为了更好的服务业主需求并同时有效的管控成本，公司 2016 年 7 月推出三项移动应用程序——“雅管家”、“雅商家”和“雅助手”，通过互联网和 APP 建立一站式服

务平台。

- “雅管家”主要为所有业主和住户提供日常生活所需的产品和服务。产品及服务主要分为八类，包括社区电商、社区金融、智能家居、智能汽车、保险、旅游、家政及其他。截止 2017 年 9 月 30 日，“雅管家”应用程序已覆盖雅居乐物业所管理的全部住宅物业，吸引约 238900 名注册用户，其中超过 98000 名为活跃用户。

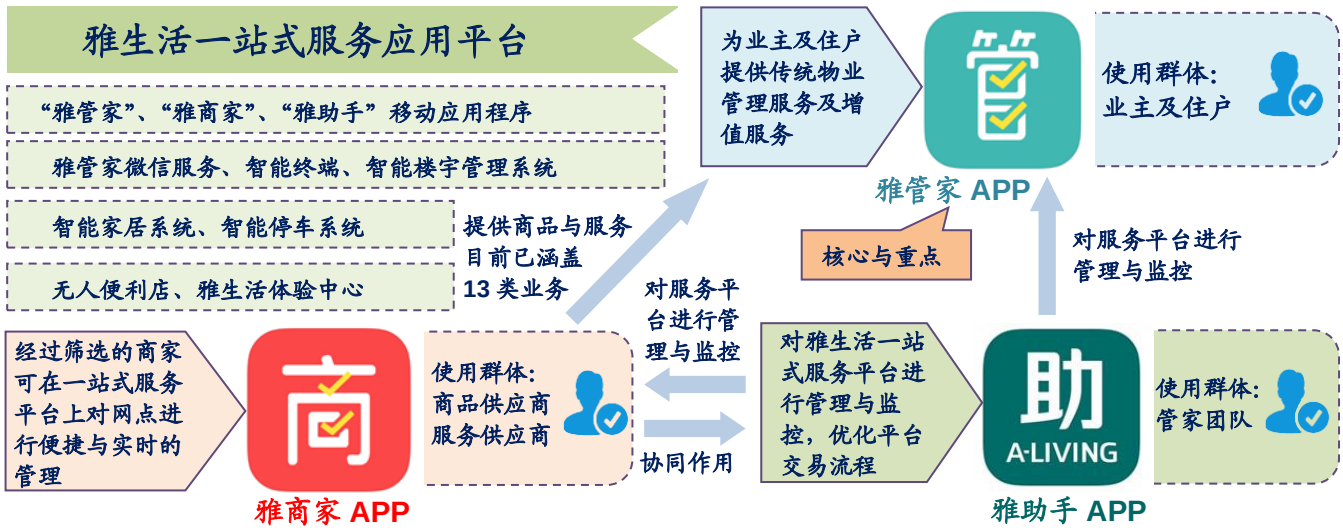
- “雅商家”则为商品和服务供应商，方便其远程管理网店和产品。主要功能包括订单查询与管理、产品与服务展示、促销以及通过二维码进行付款的收银服务等。截至 2017 年 9 月 30 日，约有 890 多名商家在“雅商家”移动应用程序上从事 13 类业务。此外，公司在 2017 年 3 月推出雅管家联盟，截至 2017 年 9 月已有 60 家商品及服务供应商和雅生活建立了联盟关系。

“雅助手”则是为雅生活管理团队监督交易流程、和客户沟通和获得客户反馈搭建了平台。通过“雅管家”与“雅助手”之间的协同与互动，公司可为客户提供更周到的服务，并优化一站式服务平台上的交易流程。

图4 雅生活业主增值服务

资料来源：雅生活服务招股说明书，海通证券研究所

图5 雅生活三项移动应用程序使用对象及主要功能



资料来源：雅生活服务招股说明书 P160-164，海通证券研究所

1.3 非业主增值服务

非业主增值服务主要针对开发商提供协销服务（例如礼宾接待、展示单位清洁、保安和维护、前期规划和设计咨询服务）和广告、物业代理和房屋检验服务。

根据公司招股说明书显示，协销服务为非主营增值服务的主要收入，2014 年在非业主增值服务收入中占比 100%、2015 年占比 100%，2016 年占比 99.7%，2017 年占比 71.3%。协销服务的盈利模式主要是公司就每个物业开发项目立定协销服务协议，期限通常由合作的开发商定，收入是基于物业公司实际成本或固定包干金额。

此外，非业主增值服务的其他收入主要源自房屋检验。公司从 2017 年 4 月开始在施工完成和物业交付后向买家和开发商提供房屋检验服务。房屋检验服务通常要提供两类服务，即房屋交付评估和单位验房。

2. 多因素支撑规模持续拓展，四化建设节流保利润

我们在 2018 年 7 月物业管理行业深度报告[1]中对行业进行了深度分析。我们认为，随着城镇化水平不断提高、居民收入及人均居住建筑面积增长的背景下，物业服务需求将会持续增长。物业行业收入总规模可期万亿规模，百强物业管理公司规模持续扩张且行业集中度会持续提高，商业模式在基础物业服务之上有更多叠加增值服务的空间。

对于物业公司而言，我们认为物业公司在长期经营思路上需要不断拓展自身营业规模，因为公司在扩展规模之后才能够借助规模深耕客户群体、叠加更多增值服务内容，同时规模的提升可以帮助公司摊销后台技术支持等固定成本。

我们认为，雅生活服务在拓展规模方面、内部体系支撑和成本摊薄方面均存在竞争优势，公司长期潜质优异。

2.1 两大股东注入千万平管理面积

雅生活服务的在管面积主要来源于两大开发商股东——雅居乐集团和绿地集团。

1）雅居乐集团

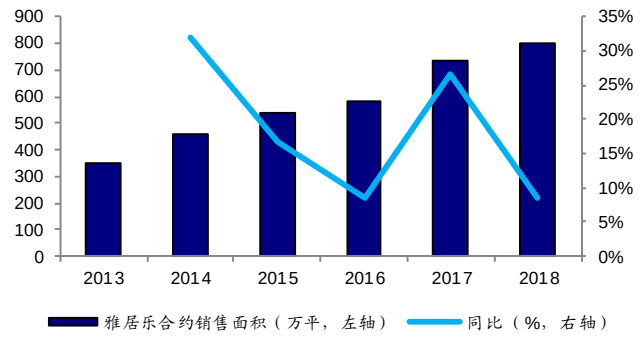
雅生活服务自成立起，已经订约管理雅居乐集团开发的绝大部分物业。雅居乐集团是以地产为主多元业务并行的集团公司，业务涉及地产、物业、建设、环保和教育。其中公司地产业务主要布局在长三角、珠三角、海南和中部重点二线城市。截至 2019H1，雅居乐的土地储备遍布 72 个城市，总建筑面积约 3927 万平。

雅居乐集团 2013-2018 年平均竣工面积约为 429 万平米，这些竣工交付面积基本转化成为雅生活在管面积（雅生活服务几乎 100%中标雅居乐集团物业管理项目）。雅居乐集团合约销售面积 2013-2018 年复合增速约为 18%，其中 2017-2018 年每年销售面积在 700 万平米以上。

我们认为近年雅居乐合约销售面积稳步增长，伴随后续竣工结束交付后会进一步扩充雅居乐在管面积，保证雅居乐在管面积以及对应收入的稳定增长。

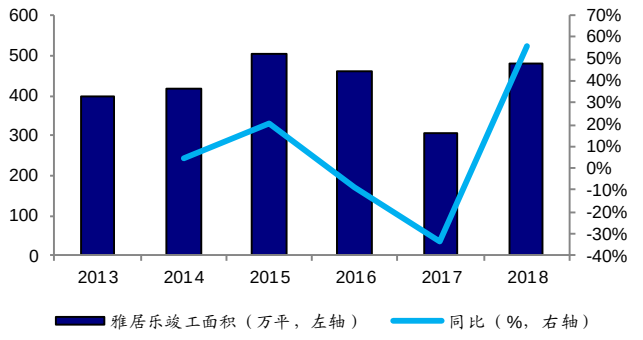
[1] 2018 年 7 月 8 日《浅滩卧龙终得水，倒海翻江立乾坤—物业行业深度之行业篇》

图6 2013-2018 雅居乐合约销售面积和同比增速



资料来源：雅居乐 2013-2018 年报，海通证券研究所

图7 2013-2018 雅居乐竣工面积和同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

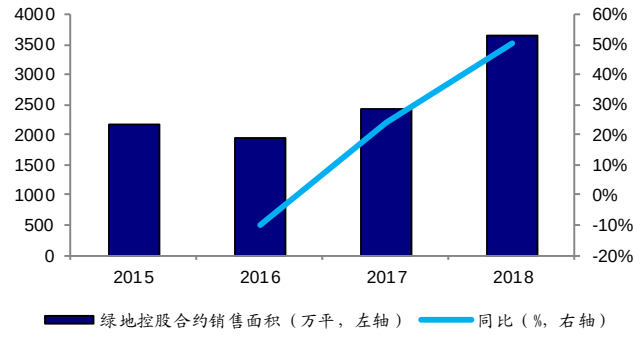
2）绿地集团

绿地控股成立于 1992 年，至 2020 年 2 月广泛布局中国、美国、澳大利亚、加拿大、英国、德国、日本、韩国、马来西亚、柬埔寨、越南等国家，且从 2012 年以来连续八年上榜《财富》世界 500 强。

雅生活服务于 2017 年 6 月和绿地控股建立战略联盟，以 10 亿元人民币的对价收购了绿地物业。同年 8 月，绿地控股以 10 亿元人民币对价收购公司新发行股本，成为雅生活服务的长期战略股东。

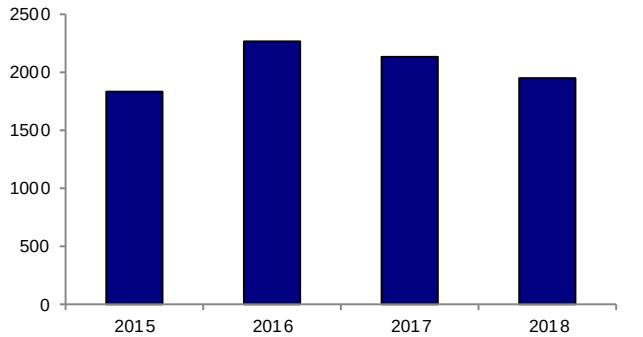
根据雅生活招股说明书，绿地控股从 2018 年到 2022 年会尽可能聘请雅生活作为物业管理服务的供应商，每年交付建筑面积不少于 700 万平方米，并且每年额外开发的 300 万平方米物业的物业服务商选择上也给予雅生活优先权。绿地控股 2015-2018 年年平均竣工面积约为 2047 万平。

图8 2015-2018 绿地控股合约销售面积和同比增速



资料来源：绿地控股 2015-2018 年报，海通证券研究所

图9 2015-2018 绿地控股竣工面积（万平）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 外延拓展持续推进，助力规模提升

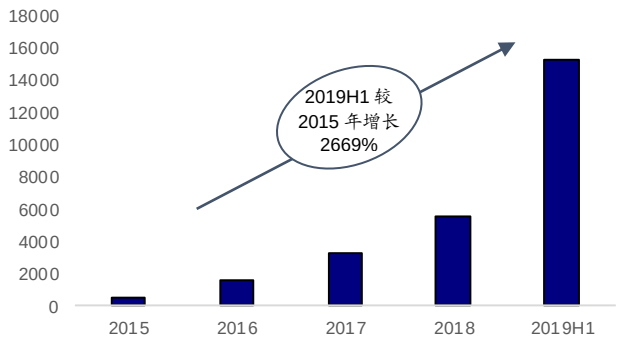
根据中商情报网援引中指院发布的《2018 中国物业服务百强企业研究分析报告》，截止 2017 年中国物业百强公司市场份额仅为 32.42%，Top10 公司市场份额仅为 11.06%。我们认为，行业集中度较为分散，有进一步提升的空间。

雅生活服务在上市招股说明书中明确提出公司未来的发展的战略之一是要“探索选择性的战略投资和收购机遇”，以强化服务组合的深度和广度。从过往公司历史发展情况来看，公司在获取第三方开发商物业方面增长迅猛。2015 年第三方开发商在管面积仅为 552 万平，2019H1 迅速增长到 15286 万平（合约面积 21730 万平）。

根据公司公告《更改全球发售所得款项用途》，公司计划将 IPO 所得款项净额的 85%（约 27.19 亿元）用于增资下属公司、收购（包括增资下属公司以便进行收购）其他物业管理公司及其他相关业务的公司及与业务合作伙伴共同投资物业管理产业基金。2018Q1 上市后，雅生活服务持续开展收购活动，先后收购了南京紫竹物业、兰州城关物业、哈尔滨景阳物业和青岛华仁物业的股权，并对收购标的公司 2018-2020 年提出了业绩经营目标。如目标不达标，收购标的公司的原股东需给出相应补偿。我们认为公司上市后践行发展策略，保持规模和投资收益双增长趋势。

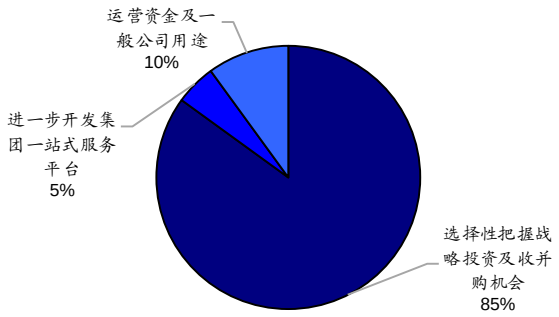
2019 年 12 月公司公告收购新中民物业 60%的股权，对价不超过 5 亿元人民币。中民物业集团及新中民物业集团截止 2018 年 12 月，控股物业公司管理面积合计 1.9 亿平方米，参股物业公司合计管理面积 1 亿平方米，近 2000 个项目。收购完成后，雅生活集团在管面积有望突破 5 亿平方米，管理项目突破 3000 个。此外，中民物业集团及新中民物业集团业绩卓越，2018 年收入 39.6 亿元，扣非净利润 3.51 亿元，项目续签率达 95%。我们认为此次收购完成后，雅生活集团规模和利润水平将取得跨越式增长。

图10 2015-2019H1 公司第三方开发商物业在管面积（万平）



资料来源：雅生活招股说明书、2019 年中报，海通证券研究所

图11 雅生活服务 IPO 获得净额用途划分



资料来源：更改全球发售所得款项用途，海通证券研究所

表 1 雅生活服务上市以来收购物业公司情况

公告时间	收购标的	收购股份（%）	收购总价（亿元）	业绩经营目标
2018/4/9	南京紫竹物业管理股份有限公司	51%	2.05	2018 年扣非净利润增长不低于目标公司截止 2017 年 12 月 31 日止年度除税后溢利（净利润）约 11%，2019 扣非净利润增长不低于 2017 年净利润约 24%、2020 扣非净利润增长不低于 2017 年净利润约 39%
2018/7/11	兰州城关物业服务集团	51%	1.48	2018、2019、2020 扣非净利润分别为 3000 万、3500 万、4000 万元
2019/2/26	哈尔滨景阳物业管理有限公司	60%	1.14	2018、2019、2020 扣非归母净利润较 2018 年分别增长为 12%、25.44%、40.5%
2019/1/23	青岛华仁物业股份有限公司	89.66%	1.34	2018、2019、2020 扣非净利润分别为 1213 万元，1334 万元、1467 万元

资料来源：雅生活服务收购公告，海通证券研究所

2.3 系统人才培养保障品牌价值

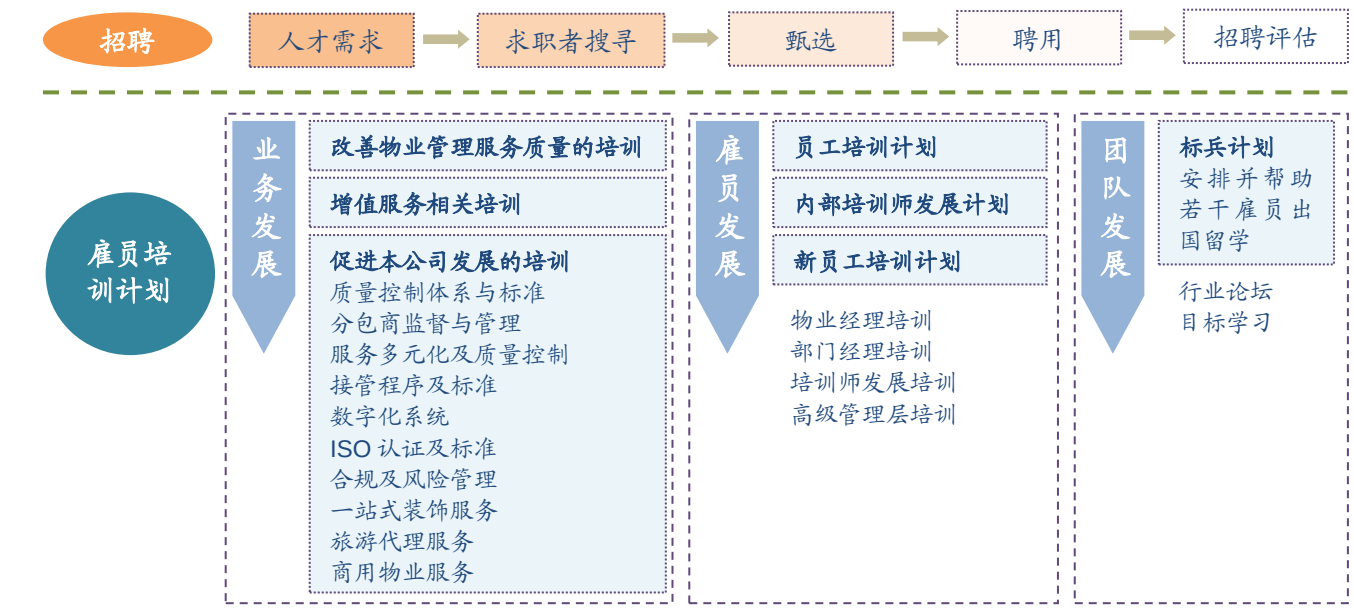
我们认为，物业管理公司提供的产品本质为服务，从成本构成上来看属于劳动密集型产业。根据搜狐网援引中指院发布的 2018 中国物业服务百强企业研究成果，百强企业经营成本中人工成本占比例超过 50%。2017 年人员费用占比 55.84%，较 2016 年增加 2.41 个百分点。

雅生活服务主要为中高端物业提供服务，对服务质量要求较高，相应的对工作人员的素质要求也较高。对应服务质量需求，雅生活服务重视招募、保留和培养人才。公司提供具有竞争力的工资和福利、系统性的培训机会及内部晋升调动，聘用市场上有才能的雇员。公司对内建立了系统的人才培养和团队管理系统（见下图）。

根据雅生活 2018 年年报以及 2019 年中期报告，2018 年雅生活与员工相关的成本（包含薪酬、员工福利、员工培训等）占比约为 61%，2019 年中期为 62%。与员工相关的成本中，占比较大的为员工薪资，2018 年为 83%，2019 年中期为 83%；其次是社保，2018 年为 10%、2019 年中期为 11%；住房等福利占比 2018 年为 7%、2019 年中期为 2%；2018 年员工培训费用为 812 万元，同比增长 36%，占比 0.5%。

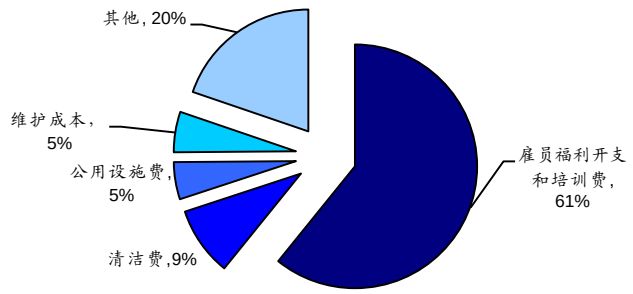
我们认为，具有市场竞争力的薪酬和完善的人才培养体制有助于公司增强企业凝聚力、吸引多元化的人才，有助于保留公司业务扩张所需的骨干员工。

图12 雅生活员工招聘与培训计划



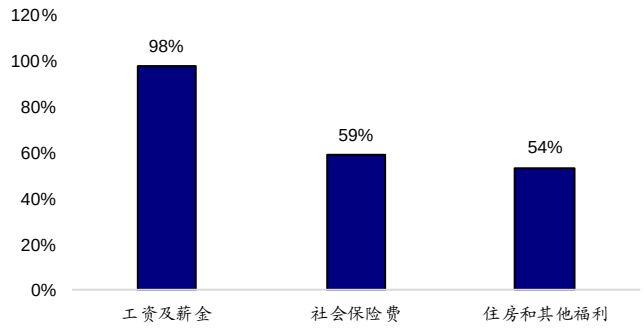
资料来源：雅生活服务招股说明书 P175-177，海通证券研究所

图13 2018 年雅生活服务营业成本拆分



资料来源：雅生活服务 2018 年年报，海通证券研究所

图14 2018 年雅生活工资、社保和福利支出同比增速



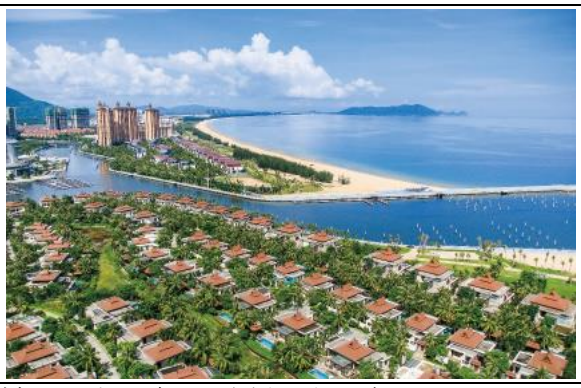
资料来源：雅生活服务 2018 年年报，海通证券研究所

2.4 擅长管理旅游项目

雅生活服务在旅游物业管理和大型物业项目方面积累较多经验。公司致力成为旅游物业细分领域的龙头。截止 2020 年 2 月，雅生活的旅游住宅物业服务规模位列中国物业服务企业第一，旅游地产服务项目超 20 个，覆盖广东、海南、云南、湖南等多个区域。

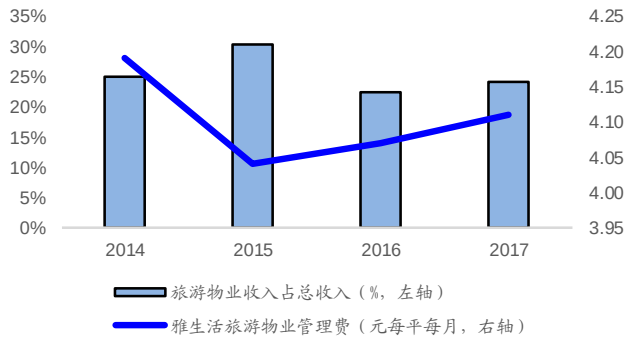
我们认为，和普通住宅物业管理不同，旅游物业管理主要面对的是中等收入以上人士及家庭，对度假、养生和住宿业投资有需求的客户群体。旅游地产项目物业类型多，客户对服务的标准更高。由于购买旅游住宅的业主需求不同，有自住、度假和投资之分，因此入住率不一定高且可能存在季节波动性，因此部分业主会产生房屋空置时期打理房屋的物业管理需求。雅生活服务经过近十年的管理，已经推出多项特色服务，包括自主型业主的物业管理服务、投资型物业管理服务和空置物业委托物业管理等。公司旅游物业的服务质量获得了业内高度认可，获得《2018 中国特色物业服务领先企业——旅游地产管理领先品牌》以及 2018 年 12 月牵头编写《旅游住宅物业服务规范》的殊荣。

图15 海南三亚雅居乐清水湾



资料来源：雅生活服务 2017 年年报，海通证券研究所

图16 雅生活旅游物业占收入比重和管理费



资料来源：雅生活招股说明书，海通证券研究所

2.5 四化管理节约成本，扩大利润空间

物业管理行业属于劳动密集型产业（见 2.3 节），人工成本占据营业成本的 50%以上。我们认为，伴随着物业管理公司规模的扩大，拉开收入增速和人工成本增速之间的差距，在规模拓展的同时有效的控制成本的增长，是物业管理公司寻求利润增长点的重点。雅生活在管理系统、服务质量和提高人工效率方面做出不断优化，提出专注于“管理数字化、服务专业化、流程标准化、操作机械化”。我们认为公司提出的四化管理模式有助于公司长期降费提效，维持和扩大利润空间。

- **管理数字化：**公司在广州建立了集成指挥中心，包括 400 呼叫中心、EBA 设备监控中心、质量检查系统、远程视频监控中心、智能停车系统等功能。公司运用云平台系统实现各类功能数字化管理，助力服务效率提高。

- **服务专业化：**公司将资源集中投放在主要的特色服务，如物业资产管理、设施设备养护及维修、客户服务、前期咨询服务、物业接管验收、物业交付服务、销售案场及样板区域服务。公司通过定向的合格第三方分包商外派清洁以及绿化及园艺等部分基础及劳动密集型物业管理服务，有效配置专业人员，确保公司的服务质量。

- **流程标准化：**公司制定了《雅居乐物业管理手册》等制度性文件，对物业采取严格的管理标准并推行至所有物业。我们认为，公司制定严格的物业管理服务流程标准有利于保证物业服务质量和长期品牌的树立。

- **操作机械化：**公司对部分服务机械化，例如公司使用 EBA 智能楼宇系统、清洁车、无人机、智能机器人等设备使得部分服务机械化。操作机械化一方面可以减少人为错误，另一方面可以用机器代替人工做简单重复性工作，达到节约成本的目的。

图17 雅生活管理数字化——云平台系统

资料来源：雅生活服务招股说明书，海通证券研究所

3. 疫情特殊时期，社区一线防护彰显管理品质

2020 年 1 月新型冠状病毒疫情时期，雅生活自上而下迅速开展防控工作部署，为业主和员工的健康安全保驾护航，彰显行业龙头企业的社会担当。

制定防控应急预案，迅速开展多维防护措施。2020 年 1 月 20 日至 1 月 31 日期间，雅生活公众号连续发布多篇新型冠状病毒防控的相关推送，呼吁全体业主及员工做好防护措施。雅居乐控股公司制定了《雅居乐集团新型冠状病毒防控工作应急预案》，要求以区域为单位，建立新型冠状病毒防控报备机制。公司或社区内一旦发现疑似或者确诊病例时，落实“早发现、早报告、早隔离、早治疗”要求，及时备案上报，全力配合当地医疗机构做好防控工作。公司在宣传和防护、园区消杀、出入门口测温等方面作出及时应对工作:

- **宣传和防护方面:** 物业服务中心通过业主群、朋友圈、公告栏、宣传栏等随时发布防疫资讯动态，在门岗处、上门拜访提醒业主防疫常识，并且在小区内设置社区口罩便利购买点，物业服务前台配置口罩和常用药品、园区内派发口罩。

- **园区消杀保障方面:** 物业工作人员对小区、公共区域等地方重点组织消杀，清理卫生死角，强化出入人员管理，针对园区游乐设备、电梯轿厢、大堂、垃圾中转站、地下停车场、下水管道等重点部位加大清洁力度和消杀频次。

- **出入门口测温:** 物业工作人员严格把控社区进出口，对进出人员进行体温检测。

特殊时期保障业主物资需求，管理细致到位。疫情期间，雅生活旗下社区商业品牌乐享荟提前恢复生鲜配送服务，并联合优质供应商，每天提供平价优质食品给业主选择，保障疫情期间业主的身体健康及生活所需。此外，雅生活对所有外来包裹均经过酒精消毒，并实行自提制度以避免上门交叉感染。

自上到下积极应对，管理机制灵活高效。疫情开始前期，集团和区域公司纷纷启动应对机制。2020 年 1 月 27—28 日，雅生活集团常务副总裁兼首席财务官李大龙与雅生活集团副总裁兼物业服务公司总裁冯欣对华南区域多个项目进行实地巡查部署，重点了解了从湖北疫区往返的业主管理及生活垃圾处理情况，现场查看了进出门岗登记检查、疾控宣传、电梯消毒、游乐区消毒等现状。华南区域领导实地了解社区防疫工作开展情况并交待注意事项，要求所有项目经理 24 小时待命，在微信群滚动汇报社区疫情动态。华东区域启动紧急预案，开启一场“疫情保卫战”，对每个触点进行多频次消杀。 为减少疫情扩散风险，海南区域立即宣布取消筹备了 2 个月的业主春晚，在疫情防控上的高效与执行力获得广大业主的支持。

联合 18 个股权合作物业品牌加强疫情防护。雅生活集团联合紫竹、景阳、华仁、粤华、城关、明华、科瑞、龙城、锐翔上房、中房物业、锦天物业、卫士物业、阳光海泰、兰石雅生活等 18 个物业品牌启动应急预案，维护业主健康和社会稳定。

我们认为，雅生活在此次疫情中及时、周到和细致的防护和业主服务体现了公司基础物业服务品质优异，有助于增强业主粘性、提升公司品牌影响力、打造公司长期品牌价值。

图18 雅生活服务社区防控

雅生活集团常务副总裁兼首席财务官李大龙与雅生活集团副总裁兼物业服务公司总裁冯欣对华南区域多个项目进行了实地巡查部署

社区公共区域消杀

来访登记和温度检测

乐享芸为业主配送蔬菜水果

多个公众号文章宣传疫情防护

资料来源：雅生活公众号，优乐一生公众号，海通证券研究所

4. 盈利预测

综合之前对公司商业模式和发展策略的分析，我们对雅生活服务未来盈利预测做出以下假设：

1）在管面积

雅生活服务在管面积主要来自雅居乐集团、绿地控股和收购第三方物业开发商。首先，截止 2019H1，公司已经签约的管理面积约为 3.2 亿平（包括已交付和未交付的建筑面积），公司在管面积约为 2.1 亿平，如果截止 2019H1 未交付的签约管理面积顺利交付，那么公司在管面积还有 54%的增长空间。雅居乐集团 2015-2018 年每年提供给雅居乐物业管理面积平均增速约为 19%。考虑到雅居乐集团 2015-2018 年销售面积保持稳增长，我们认为公司后续从雅居乐集团获得在管面积增速保持在 15%。

其次，根据雅生活收购绿地物业时双方协定的最低标准，绿地控股 2018-2022 年每年要给雅生活提供约 1000 万方物业，这其中包括绿地控股向雅生活每年交付的不少于 700 万方物业管理面积，和绿地控股每年为其额外开发的 300 万方建筑面积选择物业管理服务供应商时给予雅生活优先权。

第三，雅生活上市后开展了积极的收并购活动、积极拓展第三方物业合约面积。2018 年公司第三方物业面积（含收并购项目）约为 8520 万平，同比增长 155%，2015-2018 年复合增速 149%。截止 2019H1 公司合约建筑面积（包括已交付和未交付）3.25 亿平，其中第三方开发商物业和收并购项目合约面积约为 2.17 亿平，2019H1 第三方开发商和收并购项目在管面积 1.53 亿，较 2018 年末增长 79%。我们认为公司 2018 年上市后获得了充足的现金用于外延式收购，后续逐步进入收并购高峰期。

2）单位物业管理费

公司非住宅物业管理面积快速增长。非住宅物业管理费较住宅物业管理费较高。我们认为公司通过持续收购，优化物业类型结构，可以提高单位物业管理费。我们在参考长期通货膨胀率的基础上给予公司管理费更多增长空间，假设增速约为 2%。

3）业主增值服务和非业主增值服务

我们认为，业主增值服务增长和在管面积有直接联系，在管面积增加对应的业主数量增加，业主增值服务增长也会相应增长。非业主增值服务方面，如第一章节介绍，主要为开发商提供咨询服务。受雅居乐和绿地控股每年稳定增长销售影响，我们认为这部分增速保持稳健。

4）分项成本和毛利率

雅生活服务物业管理和业主增值服务的毛利率 2014-2018 年呈现逐年上升的趋势。我们认为，其主要原因在于公司规模扩大后实现了规模效应，且公司标准化、流程化、数字化和机械化的实施在节约成本方面得到了体现，使得公司利润空间逐步被释放。我们认为公司在管面积规模会继续增长，规模效应在成本集约方面会继续体现。考虑到公司 2018 年和 2019H1 第三方物业和收并购项目增长明显，我们认为新增项目毛利率有降低公司整体毛利率的风险，因此保守假设公司毛利率随着规模扩张而略有下降。

雅生活服务分类收入测算和利润预测如下：

表 2 公司分项业务预测

	2018	2019E	2020E	2021E
物业管理服务				
收入（百万元）	1624.84	2682.10	5294.26	7645.34
同比增长/减少（YoY%）	34.78%	65.07%	97.39%	44.41%
非业主增值服务				
收入（百万元）	1463.14	1975.23	2666.56	3599.86
同比增长/减少（YoY%）	222.73%	35.00%	35.00%	35.00%
业主增值服务				
收入（百万元）	288.78	577.56	1155.12	2079.21
同比增长/减少（YoY%）	183.67%	100.00%	100.00%	80.00%
总计				
总收入（百万元）	3376.75	5234.89	9115.94	13324.41
同比增长/减少（YoY%）	91.78%	55.03%	74.14%	46.17%
毛利率（%）	38.21%	35.35%	32.06%	29.84%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 公司盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入（百万元）	3376.75	5234.89	9115.94	13324.41
二、营业成本（百万元）	2086.81	3384.30	6193.62	9347.75
三、营业利润（百万元）	942.61	1302.42	1966.65	2579.09
加：营业外收支（百万元）	132.75	156.14	193.10	251.88
四、利润总和（百万元）	1075.36	1458.56	2159.75	2830.97
减：所得税（百万元）	264.48	364.64	539.94	707.74
五、净利润（百万元）	810.88	1093.92	1619.81	2123.23
减：少数股东损益（百万元）	9.83	13.13	19.44	25.48
六、归属母公司所有者净利润（百万元）	801.05	1080.80	1600.37	2097.75
股本（百万股）	1333.33	1333.33	1333.33	1333.33
每股收益（元/股）	0.60	0.81	1.20	1.57

资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 估值

对于上市物业管理公司的估值，我们使用相对估值法中的 PEG 和绝对估值法中的 DCF 两种方法衡量公司投资价值。

5.1 PE 估值

对比可比龙头物业管理公司，公司 2020 年 PE 为 26 倍，低于可比公司 PE 均值 37 倍，且公司 2020 年 PE 估值较业绩增速低于可比公司均值（公司 2020 年 PEG 约为 0.64，可比公司均值约为 1.27），估值偏低。

表 4 可比公司估值表 （均为人民币计价）

代码	简称	总市值(亿元)	EPS（元）			PE（倍）			PEG（2020）
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2020PE/(2018-20 年净利润复合增速)
06049.HK	保利物业	364	0.61	0.91	1.30	95.00	63.68	44.58	0.97
02869.HK	绿城服务	287	0.17	0.19	0.25	53.32	47.71	36.26	1.70
06098.HK	碧桂园服务	859	0.37	0.55	0.72	75.39	50.72	38.74	1.25
02669.HK	中海物业	208	0.12	0.16	0.19	46.35	34.76	29.27	1.13
	均值					67.51	49.22	37.21	1.27
03319.HK	雅生活服务	480	0.60	0.81	1.20	52.73	39.08	26.39	0.64

注：收盘价为 2020 年 2 月 18 日价格，EPS 为 wind 一致预期。1 港元=0.88 人民币
资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 DCF 估值

物业管理公司现金流充裕，因此我们认为可以用 DCF 的方式测算长期公司价值。我们用十年国债收益率作为无风险收益率，约为 3%；市场组合平均收益约为 8%，风险溢价约为 5%，Beta 为 1.1。基于以上假设我们计算得到 WACC 为 8.5%。我们假设永续增长率约 2%。我们计算公司 DCF 模型下每股股价约为 56.33 港元。

表 5 公司现金流和股票价值测算

自由现金流现值（百万元）	62709	2019-2028 年合计，包含终值
WACC（%）	8.50%	
永续增长率（%）	2.00%	
投资（百万元）	6210	（2019 年预计现金+长期投资）
少数股东权益（百万元）	102	（2019 年预计少数股东权益）
企业价值（百万元）	68941	投资+自由现金流现值总额
股票价值（百万元）	66098	企业价值-少数股东权益-总负债
每股价值（港元每股）	56.33	（汇率人民币：港币=0.88:1）

资料来源：海通证券研究所

由于 DCF 模型中，WACC 和永续增长率假设对公司价值影响较大，因此我们对此二项做了敏感性分析。我们使 WACC 和永续增长率分别上下浮动 0.5%，公司股票价值波动如下表。

表 6 公司价值敏感性分析

股票价值（港元每股）		WACC（%）				
		7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%
永续增长率（%）	1.0%	60.46	55.59	51.38	47.72	44.50
	1.5%	63.83	58.35	53.68	49.65	46.13
	2.0%	67.80	61.58	56.33	51.85	47.99
	2.5%	72.58	65.39	59.43	54.40	50.10
	3.0%	78.41	69.97	63.09	57.37	52.55

股票价值（港亿元）		WACC（%）				
		7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%
永续增长率（%）	1.0%	806.18	741.16	685.06	636.22	593.33
	1.5%	851.04	778.04	715.73	661.96	615.13
	2.0%	904.07	821.07	751.11	691.38	639.83
	2.5%	967.69	871.92	792.39	725.33	668.06
	3.0%	1045.46	932.95	841.17	764.93	700.64

资料来源：海通证券研究所

6. 投资建议

雅生活服务是物业管理行业龙头物业公司之一。公司致力于中高端物业，擅长旅游物业管理和大盘物业管理。我们认为公司投资亮点在于以下几点：

1） 营业收入具备成长性：依托雅居乐集团和绿地控股两大开发商股东，雅生活服务在两大开发商销售较好的情况下获得持续增长的交付物业面积，保持在管面积的不断增长。此外公司 2018 年 2 月上市之后获得大量充裕现金以持续收购第三方物业项目来继续增加在管物业面积。公司长期物业管理面积增长可期，基础物业收入具备较强成长性。公司规模的扩大也有利于业主增值服务收入的增长。我们认为公司基础物业和业主增值两大部分服务收入具备较强增长性。

2） 强化经营管理，提升经营效率：物业管理公司是劳动力密集产业，员工素质决定了服务质量和运营效率。雅生活服务有系统的员工培训体系和透明的晋升通道，对内员工形成有效激励和管理。此外公司推行了服务准则来保证服务质量统一化，建立了强大的后台运营系统，并将部分服务机械化。我们认为，公司持续践行“管理数字化、服务专业化、流程标准化、操作机械化”，有助于公司长期不断提升经营效率、加强公司利润率水平、维持服务质量的同时提升公司品牌影响力。

综上所述，我们认为雅生活服务是物业管理公司中规模成长性和盈利能力均较强的物业管理投资标的。综合考虑 PE 和 DCF 估值方法，我们给予公司 2020 年 30-35 倍 PE 估值，对应合理市值区间为 546-637 亿港元，对应合理价值区间为每股 40.92 – 47.74 港元，给予“优于大市”评级。

7. 风险提示

行业风险：1）开发商股东竣工速度降低导致交付物业面积增速不达预期；

公司风险：2）收购物业公司业绩不达标导致商誉存在减值风险。

8. 附录

8.1 雅生活服务发展历程

雅生活股份是雅居乐集团“以地产为主，多元业务并行”战略规划下的首个产业集团，是中国以中高端物业为主的著名物业管理服务供应商，是国家首批一级物业管理资质企业，也是中国首家红筹分拆 H 股的物业服务企业。创始人陈卓林于 1993 年在广东省中山市成立雅居乐集团，率先引入港式物业管理模式。1997 年雅生活脱胎雅居乐集团，至今提供物业管理服务已 20 余载，具有丰富的行业经验。自 2017 年引入绿地控股作为战略股东后，雅生活以“雅居乐物业”和“绿地物业”两大知名品牌开展经营。目前，雅生活股份包括物业服务、社区商业和资产管理三大产业集团。虽早期主要服务于广东市场，现如今业务已遍布全国 65 个城市，拥有 118 家分支机构及 23 家城市公司。

纵观公司发展历程，大致可以分为以下四个阶段:

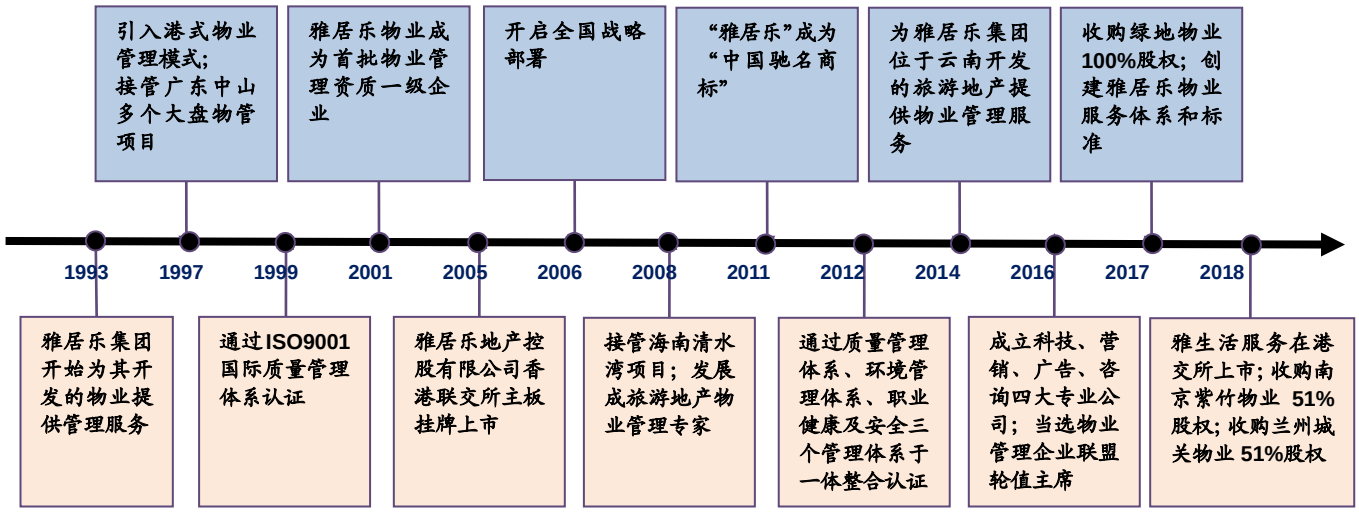
1）**初创起步阶段（1997-1998 年）:** 1993 年雅居乐集团开始为其开发的物业提供管理服务。1997 年雅居乐物业管理服务有限公司成立，并引入港式物业管理模式，接管广东中山多个大盘物管项目，成为高端大盘管理领域的领跑者。

2）**开拓发展阶段（1999-2004 年）:** 该阶段雅生活致力于实现全面专业化，提升品质，规范管理。1999 年，雅居乐物业全面通过 ISO9001 质量管理体系认证，管理服务水平迈上新台阶。此后于 2001 年成为国家首批一级资质认证的物业管理企业之一。

3）**积极扩张阶段（2005-2014 年）:** 该阶段公司以珠三角区域为核心，进行全国性的扩张。雅居乐地产控股有限公司于 2005 年在香港联交所主板挂牌上市; 2006 年，公司将物业管理服务拓展至西安、成都及南京的物业，开启全国战略部署; 2008 年，公司开始为海南清水湾开发项目提供物业管理服务，发展成旅游地产物业管理专家; 2012 年，公司通过 ISO9001: 2008 质量管理体系、ISO14001: 2004 环境管理体系、OHSAS18000: 2007 职业健康及安全三个管理体系于一体整合认证。

4）**突破升级阶段（2015 年至今）:** 2016 年，公司当选为物业管理（品质住宅）企业联盟轮值主席; 2017 年，公司被定位为品质提升年，搭建资讯化品质管控平台; 2017 年 6 月，公司全资收购绿地物业。雅生活是中高端住宅和旅游地产物业管理的先行者，而绿地物业具备丰富的超高层以及商务办公等非住宅物业管理经验。双品牌战略使得“雅居乐物业”+“绿地物业”两个市场认知度高的品牌实现了优势互补，公司市场规模迅速扩大。8 月，绿地集团又以 10 亿元战略入股了雅生活，取得雅生活 20%股份，成为雅生活长期战略性股东。2018 年，雅生活股份荣膺 2018 中国物业服务企业综合实力 TOP8、2018 中国社区服务商 TOP10、2018 中国社区服务商·客户满意度模范企业、2018 中国社区服务商·竞争力十强、2018 中国社区服务商·资本市场关注度十强、2018 中国物业服务百强企业、2018 年中国物业服务百强企业成长性第二名、2018 年中国物业服务百强服务质量领先企业、2018 年中国物业服务百强满意度领先企业、2018 中国物业服务百强经营绩效领先企业、旅游地产物业管理领先品牌、2018 年中国办公物业管理优秀企业（绿地物业）、中国蓝筹物业企业、《旅游地产物业管理服务标准》（团体标准）起草工作等多项殊荣。

图19 雅生活服务重要事件时间轴

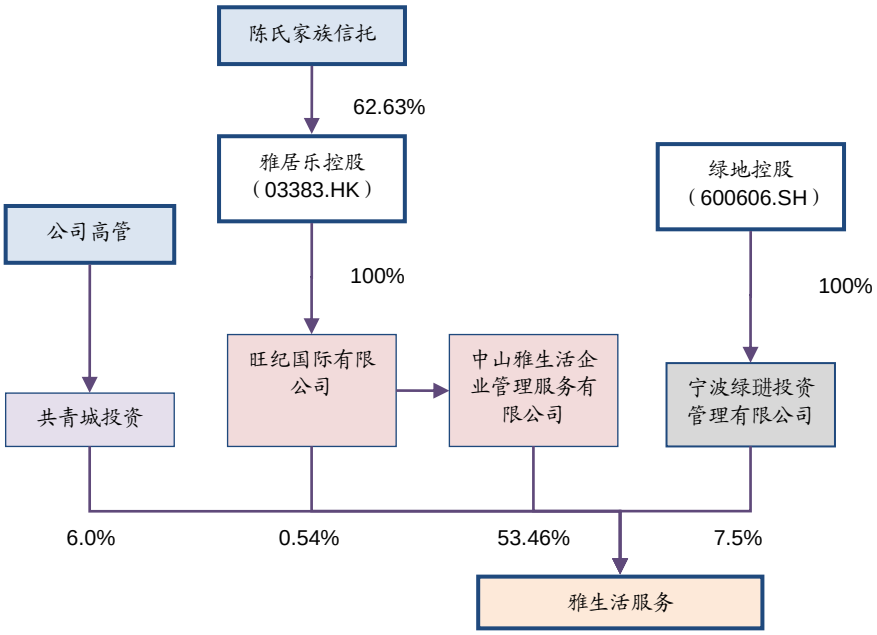


资料来源：雅生活服务官网，雅生活上市招股说明书，海通证券研究所

8.2 雅生活股本结构

雅生活服务在 2018 年 6 月收购上海绿地物业服务有限公司后，绿地集团曾以 10 亿元战略入股雅生活集团，取得雅生活集团 20%股份，成为公司长期战略投资者。雅生活上市后，公司主要大股东为雅居乐控股（通过旺纪国际及其子公司共持有 54%的股权）、绿地控股（通过宁波绿珺投资）持有 15%股权，以及公司高管组成的激励平台共青城投资持有的 6%股权，以上三大股东合计持有雅生活总股本的 75%。其中绿地海外持有的 1 亿股为 H 股流通股，占 4.33 亿流通股的 23%。绿地金融海外分别在 2019 年 10 月和 2020 年 1 月减持 5000 万股，截止 2020 年 1 月 14 日绿地控股持有公司股份 7.5%。

图20 雅生活股权结构（截止 2020 年 1 月 14 日）



资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	0.60	0.81	1.20	1.57
每股净资产	4.13	4.95	6.17	7.76
每股经营现金流	0.66	1.10	1.76	2.19
价值评估（倍）				
P/E	52.73	39.08	26.39	20.14
P/B	7.67	6.40	5.14	4.08
P/S	12.51	8.07	4.63	3.17
盈利能力指标（%）				
毛利率	38.20%	35.35%	32.06%	29.84%
净利润率	23.72%	20.65%	17.56%	15.74%
净资产收益率	22.94%	17.84%	21.59%	22.59%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	91.78%	55.03%	74.14%	46.17%
净利润增长率	176.48%	34.92%	48.07%	31.08%
偿债能力指标				
资产负债率	24.48%	29.34%	36.73%	40.32%
流动比率	3.47	2.75	2.20	2.02
速动比率	3.46	2.74	2.19	2.01
现金比率	2.79	2.09	1.54	1.37
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.90	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	137.38	135.00	135.00	135.00

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	883.17	1471.40	2348.06	2926.47
投资活动现金流	-112.24	-677.88	-677.88	-677.88
融资活动现金流	3142.40	0.00	0.00	0.00
现金净流量	3928.22	793.53	1670.18	2248.60

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3376.75	5234.89	9115.94	13324.41
营业总开支	2086.81	3384.30	6193.62	9347.75
毛利率%	38.20%	35.35%	32.06%	29.84%
其他收入	2.70	3.00	3.00	3.00
销售费用	45.95	78.52	136.74	199.87
管理费用	302.25	471.14	820.43	1199.20
其他营业费用	1.83	1.50	1.50	1.50
营业利润	942.61	1302.42	1966.65	2579.09
利息收支	91.86	156.14	193.10	251.88
其他非经营性损益	40.89	0.00	0.00	0.00
除税前利润	1075.36	1458.56	2159.75	2830.97
减：所得税	264.48	364.64	539.94	707.74
净利润	810.88	1093.92	1619.81	2123.23
少数股东权益	9.83	13.13	19.44	25.48
归属普通股东净利润	801.05	1080.80	1600.37	2097.75

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4807.99	5601.52	7271.70	9520.30
应收款项	1164.91	1744.96	3038.65	4441.47
存货	15.19	25.07	45.88	69.24
其它流动资产	0.59	1.69	3.10	4.67
流动资产合计	5988.68	7373.24	10359.33	14035.69
固定资产	80.01	85.27	90.27	95.02
商誉及无形资产	1211.81	1258.36	1305.09	1351.98
其他非流动资产	15.63	629.00	1242.38	1855.76
非流动资产合计	1307.87	1973.06	2638.16	3303.17
资产总计	7296.55	9346.30	12997.48	17338.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	313.38	483.47	884.80	1335.39
应交税金	268.07	366.44	638.12	932.71
其他流动负债	1144.84	1832.21	3190.58	4663.54
流动负债合计	1726.29	2682.12	4713.50	6931.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它长期负债	60.22	60.22	60.22	60.22
非流动负债合计	60.22	60.22	60.22	60.22
负债总计	1786.51	2742.34	4773.71	6991.86
普通股股东权益	5422.34	6503.14	8103.51	10201.26
少数股东权益	87.70	100.82	120.26	145.74
负债和所有者权益合计	7296.55	9346.30	12997.48	17338.86

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 18 日
资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊　　房地产行业
杨凡　　房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　我爱我家,中国恒大,浦东金桥,新湖中宝,华侨城 A,中粮地产,中国国贸,光大嘉宝,世茂股份,国创高新,金科股份,合景泰富集团,光明地产,天健集团,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,招商蛇口,融创中国,彩生活,金融街,蓝光发展,龙湖集团,金地集团,中国海外发展,外高桥,天保基建,北辰实业,融信中国,雅生活服务

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
李　波(021)23154484　lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
李　凡　lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾 075523617756　zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756　fqh12888@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
李　丹(021)23154401　ld11766@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com
联系人
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
联系人
吉　晟(021)23154145　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164　cxl9730@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com