

碧桂园服务 (06098.HK) 深度研究报告

物管行业龙头，全方位高成长

强推 (首次)

目标价: 45.52 港元

当前价: 35.30 港元

❖ 背靠碧桂园集团，行业第一梯队，排名快速提升，高额激励激发活力

碧桂园服务创立于 1992 年，与碧桂园控股 (2007.HK) 属同一控制人杨惠妍 (持股 54%) 名下。公司于 2018 年 6 月在港交所上市，近年排名快速提升，2019 年位列物业百强榜第一。公司管理 31 省、超 350 城、2,405 项物业，覆盖境内外 346 万户业主，收缴率持续高位、稳定在 95%。激励方面，公司购股权计划授出 1.33 亿股，占比 4.9%，5 年内有效，行权条件为净利润增速不低于 25%，并有 2 年 50% 的禁售限制；伍碧君、李长江等 4 位核心高管目前持股 0.87%，近期减持主要由于行权后需现金缴纳 45% 的个人所得税。

❖ 继承碧桂园龙头地位，内生、外延齐发力，打造全产业链物业服务商

2019 年末，公司合约面积 6.85 亿平，2014-19 年 CAGR38%；在管面积 2.76 亿平，2014-19 年 CAGR40%；其中来自碧桂园占比 74%，同比-6pct，占比持续下降；另有三供一业合约与在管面积均为 0.85 亿平。公司合约面积覆盖在管面积 2.5 倍，在主流物管公司中排名第二。公司未来增长主要依靠四大特点：1) 碧桂园龙头地位奠定规模成长重要基石，外延并购发力拓展第三方面积增量；2) 社区增值高速增长，内生建造和功能并购加速，全方位打造流量变现模式；3) “物业城市”进一步扩容物管蓝海，公司先发地位和快速拓展优势明显；4) 三供一业稳步拓展，中石油项目逐步贡献收入、未来增值服务值得期待。2019 年公司物业费 2.13 元/月/平，略微提升，并隐含较高毛利率。

❖ 基础物管与社区增值双双发力，利润率稳定，充裕现金赋予较大并购空间

2019 年公司营业收入 96.4 亿元，2015-19 年 CAGR55%；基础物管、非业主增值、社区增值和供热分别占比 66%、15%、9% 和 10%。来自第三方的基础物管收入占比从 2015 年的 4% 提升至 2019 年的 25%，结构持续优化。社区增值服务收入 2015-19 年 CAGR63%，2019 年毛利占比 19%；并且家居生活类收入占比 71%，结构良好。三供一业初步发力，收入达到 15.2 亿元，后续营收快速增长、利润率提升可期。2019 年度公司毛利率和净利率分别为 31.6% 和 17.3%，利润率较高主要原因在于：会计处理差别、碧桂园地产大盘开发带来规模经济、低能级城市高端住宅物业费不低和高科技企业科技赋能。

❖ 预计未来三年业绩高增，合理 21PE 35 倍、对应目标市值 1,253 亿港元

我们认为，公司合约面积高增和利润率稳定，将推动未来三年公司营收业绩高增，并预计 2020-22 年公司营收为 137/195/267 亿元、分别同比 +42%/+42%/+37%，对应归母净利润分 23.3/32.3/44.9 亿元、分别同比 +40%/+38%/+39%。参考其余 4 家龙头物管公司 21PE 平均 35 倍，考虑到碧桂园服务作为行业龙头，具备内生高增、并购加速、社区增值服务快增且结构持续优化、三供一业和物业城市逐步贡献收入等特点，中长期业绩持续发力可期；我们认为公司 2021 年合理 PE 为 35 倍、对应 2021 年 PS 为 5.8 倍，对应目标市值 1,129 亿元 (1,253 亿港元)。

❖ 投资建议：物管行业龙头，全方位高成长，首次覆盖、并给予“强推”评级

碧桂园服务背靠碧桂园集团，未来将依靠四大优势实现优质增长：继承碧桂园高增长内生竣工交付与外延规模并购；社区增值服务高速增长，全方位打造流量变现模式；“物业城市”扩容物管蓝海，公司先发地位和快速拓展优势明显；三供一业稳步拓展，中石油项目逐步贡献收入、未来增值服务值得期待。目前公司合约/在管面积比达 2.5 倍，位列行业第二，将助力未来规模快速扩张。我们预测公司 2020-22 年每股收益分别为 0.85、1.17、1.63 元，并按照 2021 年目标 PE35 倍，给予目标价 45.52 港元，首次覆盖，并给予“强推”评级。

❖ 风险提示：业务拓展不及预期，人工成本上升致利润率下行

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	9,645	13,724	19,463	26,681
同比增速(%)	106.3	42.3	41.8	37.1
归母净利润(百万)	1,671	2,334	3,227	4,487
同比增速(%)	81.0	39.7	38.3	39.0
每股盈利(元)	0.61	0.85	1.17	1.63
市盈率(倍)	52.4	37.5	27.1	19.5
市净率(倍)	16.0	12.2	9.0	6.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 05 月 28 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

证券分析师：曹曼

电话：021-20572593

邮箱：caoman@hcyjs.com

执业编号：S0360519070001

公司基本数据

总股本(万股)	275,354
已上市流通股(万股)	275,354
总市值(亿港元)	972
流通市值(亿港元)	972
资产负债率(%)	53.7
每股净资产(元)	2.0
12个月内最高/最低价	37.75/15.68

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《物业管理行业深度报告：朝阳行业，黄金时代》
2019-05-16

《物管行业专题报告：三大独有特色，修筑护城河、造就蓝海市场》
2019-07-14

《非住宅物管深度：物管从小区走向城市，非住宅蓝海疆域无边》
2019-11-20

投资主题

公司亮点

公司激励比例高达 4.9%，合约面积覆盖在管面积 2.5 倍，在主流物管公司中排名第二。公司未来增长主要依靠四大特点：1) 碧桂园龙头地位奠定规模成长重要基石，外延并购发力拓展第三方面积增量；2) 社区增值高速增长，内生建造和功能并购加速，全方位打造流量变现模式；3) “物业城市”进一步扩容物管蓝海，公司先发地位和快速拓展优势明显；4) 三供一业稳步拓展，中石油项目逐步贡献收入、未来增值服务值得期待。

投资逻辑

碧桂园服务背靠碧桂园集团，未来将依靠四大优势实现优质增长：继承碧桂园高速增长内生竣工交付与外延规模并购；社区增值服务高速增长，全方位打造流量变现模式；“物业城市”扩容物管蓝海，公司先发地位和快速拓展优势明显；三供一业稳步拓展，中石油项目逐步贡献收入、未来增值服务值得期待。目前公司合约/在管面积比达 2.5 倍，位列行业第二，将助力未来规模快速扩张。我们预测公司 2020-22 年每股收益分别为 0.85、1.17、1.63 元，并按照 2021 年目标 PE35 倍，给予目标价 45.52 港元，首次覆盖，并给予“强推”评级。

关键假设、估值与盈利预测

我们认为，公司合约面积高增和利润率稳定，将推动未来三年公司营收业绩高增，并预计 2020-22 年公司营收为 137/195/267 亿元、分别同比 +42%/+42%/+37%，对应归母净利润分 23.3/32.3/44.9 亿元、分别同比 +40%/+38%/+39%。参考其余 4 家龙头物管公司 21PE 平均 35 倍，考虑到碧桂园服务作为行业龙头，具备内生高增、并购加速、社区增值服务快增且结构持续优化、三供一业和物业城市逐步贡献收入等特点，中长期业绩持续发力可期；我们认为公司 2021 年合理 PE 为 35 倍、对应 2021 年 PS 为 5.8 倍，对应目标市值 1,129 亿元（1,253 亿港元）。

目录

一、公司概况：背靠碧桂园集团，行业第一梯队，排名快速提升，高额激励激发活力	7
(一) 发展历程：背靠碧桂园集团，物管行业第一梯队，公司排名快速提升	7
(二) 股权结构：杨惠妍控股 54%，股权结构稳定，高管行业经验丰富	8
(三) 激励机制：激励占比高达 4.9%，覆盖核心高管及中层，激发公司活力	9
二、经营情况：继承碧桂园龙头地位，内生、外延齐发力，打造全产业链物业服务商	11
(一) 规模：合约面积 CAGR 达 38%、持续高速增长，合同/管理比 2.5 倍、助力在管规模高增	11
(二) 特色：内生、外延齐发力，重点打造增值服务，城市服务优势明显，三供一业稳步推进	14
1、特色一：碧桂园龙头地位奠定规模成长重要基石，外延并购发力拓展第三方面积增量	14
2、特色二：社区增值高速增长，内生建造和功能并购加速，全方位打造流量变现模式	20
3、特色三：“物业城市”进一步扩容物管蓝海，公司先发地位和快速拓展优势明显	21
4、特色四：三供一业稳步拓展，中石油项目逐步贡献收入、未来增值服务值得期待	23
(三) 物业费：19 年单价 2.13 元/月/平、近年呈现微升趋势，并隐含较高毛利率	24
三、财务分析：基础物管与社区增值双双发力，利润率保持稳定，充裕现金赋予较大并购空间	25
(一) 营业收入：物管收入稳步增长，社区增值服务与三供一业快速发力	25
1、基础物管收入占比较高、第三方收入占比快速提升，非业主增值服务快速增长	25
2、社区增值服务逐步发力、结构持续优化，三供一业开始贡献收入、盈利能力或逐步改善	28
(二) 利润率：基础物管+非业主增值稳定，增值服务利润率持续高位、三供一业稳步提升	30
(三) 其他情况：收缴率保持高位，负债率稳定，在手现金达 69 亿，ROE 领跑行业	34
四、盈利预测&估值分析：预计未来三年业绩高增，合理 21PE 35 倍，对应市值 1,253 亿港元	37
(一) 盈利预测：预计 20-22 年营收同比+42%/+42%/+37%、业绩同比+40%/+38%/+39%	37
(二) 估值分析：物管行业龙头、全方位高成长，合理 21PE 35 倍、对应市值 1,253 亿港元	40
五、投资建议：物管行业龙头，全方位高成长，首次覆盖、并给予“强推”评级	42
六、风险提示：业务拓展不及预期，人工成本上升致利润率下行风险	43

图表目录

图表 1、公司发展大事记.....	7
图表 2、公司四类产品服务.....	7
图表 3、2014-2019 年 Top10 物业管理企业排名.....	8
图表 4、公司股权结构图（截至 2019 年末）.....	8
图表 5、公司高管情况.....	9
图表 6、主流业务公司激励机制情况.....	9
图表 7、公司主要高管及其他参与人购股权持有及行权情况.....	10
图表 8、公司主要高管减持情况.....	11
图表 9、公司合约面积及增速.....	12
图表 10、公司在管面积及增速.....	12
图表 11、主流 AH 物业公司 2019 年末横向数据对比.....	12
图表 12、主流 AH 物业公司 2019 年末合同/在管面积覆盖倍数.....	13
图表 13、2019 年末在管面积：来自于股东方面积占比.....	13
图表 14、2019 年末公司在管面积占比：来自股东方.....	14
图表 15、2019 年末公司基础物管收入占比：来自股东方.....	14
图表 16、碧桂园销售额及增速.....	14
图表 17、碧桂园销售面积及增速.....	14
图表 18、碧桂园结算面积及增速.....	15
图表 19、碧桂园结算面积/销售面积比例.....	15
图表 20、碧桂园克而瑞排名.....	15
图表 21、2019 年末股东方土储/物业公司在管面积倍数.....	16
图表 22、2019 年末碧桂园单盘分面积占比.....	16
图表 23、碧桂园 2019 年末超过 100 万方项目情况.....	17
图表 24、公司分省在管面积情况.....	18
图表 25、主流物业公司近期收并购案例.....	19
图表 26、主流物业公司 2019 年单位社区增值服务收入.....	21
图表 27、主流物业公司 2019 年单位社区增值服务毛利.....	21
图表 28、主流物管公司城市服务领域近况.....	22
图表 29、公司主要城市服务项目情况.....	22
图表 30、近年关于后勤社会化的相关文件.....	23
图表 31、公司物业费单价：来自碧桂园.....	25
图表 32、公司物业费单价：来自第三方.....	25

图表 33、主流物管公司物业费单价.....	25
图表 34、主流公司物业费单价：股东方和第三方.....	25
图表 35、公司四类产品服务.....	26
图表 36、主流物业公司 2019 年营收构成对比.....	26
图表 37、公司营业收入及同比.....	27
图表 38、公司营业收入构成.....	27
图表 39、物业管理服务收入及同比.....	27
图表 40、非业主增值服务收入及同比.....	27
图表 41、物业管理服务收入：来自第三方及同比.....	28
图表 42、物业管理服务收入：来自碧桂园及同比.....	28
图表 43、基础物管收入：来自于股东方收入占比.....	28
图表 44、社区增值服务收入及同比.....	29
图表 45、社区增值服务收入构成.....	29
图表 46、主流物业公司 2019 年毛利构成对比.....	29
图表 47、社区增值服务占比营收情况.....	30
图表 48、社区增值服务占比毛利情况.....	30
图表 49、公司全国合约管理面积分布情况.....	31
图表 50、保安保洁等工种工资区间：一二线 vs.三四线.....	32
图表 51、公司物业费单价：一二线 vs.三四线.....	32
图表 52、公司毛利率和净利率.....	32
图表 53、主要业务毛利率情况.....	32
图表 54、主流公司 2019 总毛利率对比.....	33
图表 55、主流公司 2019 物业管理服务毛利率对比.....	33
图表 56、主流公司 2019 非业主增值服务毛利率.....	34
图表 57、主流公司 2019 社区增值服务毛利率.....	34
图表 58、公司应收账款及占比营收情况.....	35
图表 59、公司应收账款坏账比例在 4%左右.....	35
图表 60、公司三费费率.....	35
图表 61、公司货币资金占比营收情况.....	35
图表 62、公司物业费收缴率.....	36
图表 63、公司资产负债率.....	36
图表 64、主流公司 2019 年 ROE 对比.....	36
图表 65、主流公司 2019 年三费费率对比.....	37
图表 66、主流公司 2019 年应收账款/营收对比.....	37

图表 67、公司营业收入及同比预测.....	38
图表 68、公司归母净利润及同比预测.....	38
图表 69、公司管理费率和财务费率预测.....	39
图表 70、公司毛利率和净利率预测.....	39
图表 71、公司分业务收入及毛利率预测汇总.....	39
图表 72、主流物业管理公司估值表.....	40
图表 73、主流公司 20PE 对比.....	41
图表 74、主流公司 20PS 对比.....	41
图表 75、主流公司市值/在管面积对比.....	42
图表 76、主流公司市值/合同面积对比.....	42

一、公司概况：背靠碧桂园集团，行业第一梯队，排名快速提升，高额激励激发活力

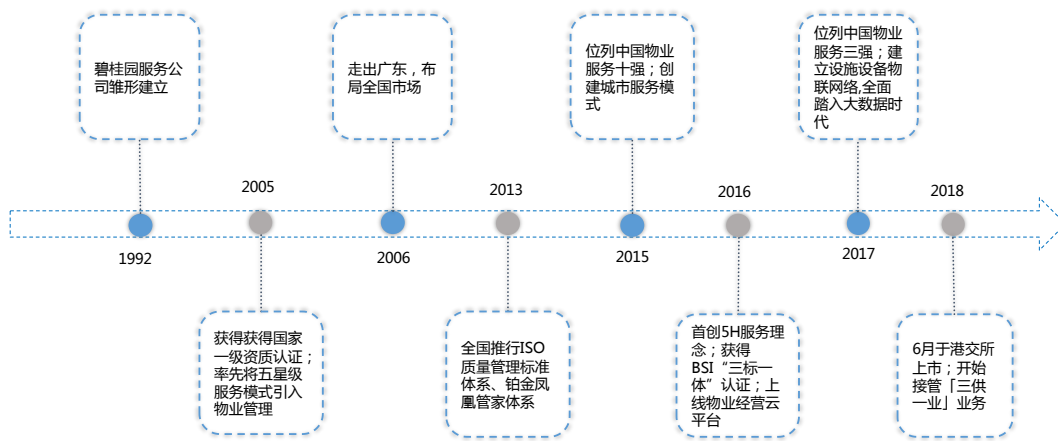
(一) 发展历程：背靠碧桂园集团，物管行业第一梯队，公司排名快速提升

碧桂园服务控股有限公司（以下简称“碧桂园服务”）创立于1992年，与碧桂园控股（股票代码2007.HK）属同一控制人杨惠妍名下。公司于2018年6月在港交所上市（股票代码：1995.HK），2016-2018年持续名列中国物业服务百强企业第3位，2019年排名第1*1。

截至2019年末，公司合同管理面积6.85亿平米（除“三供一业”*2），收费在管面积2.76亿平米；“三供一业”合同与收费面积均为0.85亿平米。公司管理31省、超350城、2,405项物业，向境内外约346万户业主提供物业管理服务，年内收缴率95.2%。

注：*1、由于万科物业2019年起不再对外披露超出年报范围的数据，因此万科物业不再参与行业排名。2、“三供一业”指供热、供水、供电和物业管理。

图表 1、公司发展大事记



资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

图表 2、公司四类产品服务



资料来源：公司公告，公司官网

图表 3、2014-2019 年 Top10 物业管理企业排名

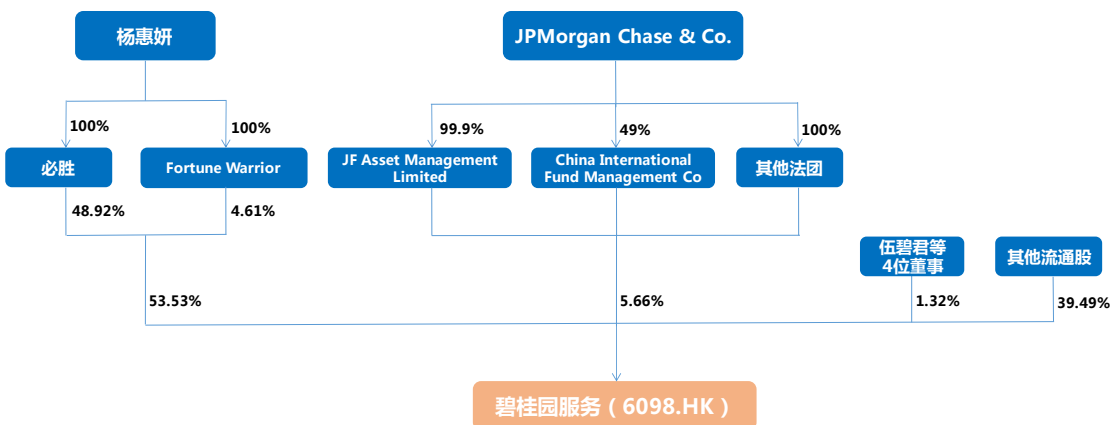
排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业	碧桂园物业
2	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业
3	长城物业	保利物业	碧桂园物业	碧桂园物业	碧桂园物业	保利物业
4	保利物业	长城物业	长城物业	长城物业	长城物业	雅生活服务
5	金地物业	碧桂园物业	保利物业	保利物业	保利物业	恒大物业
6	首开鸿城实业	中海物业	中海物业	彩生活服务	彩生活服务	彩生活服务
7	彩生活服务	彩生活服务	彩生活服务	恒大物业	恒大物业	龙湖物业
8	万达物业	万达物业	金科物业	金地物业	金地物业	金地物业
9	碧桂园物业	金科物业	金地物业	龙湖物业	龙湖物业	招商局物业
10	中海物业	金地物业	龙湖物业	金科物业	金科物业	金科物业

资料来源：中国指数研究院，华创证券

注：由于万科物业 2019 年起不再对外披露超出年报范围的数据，因此万科物业不再参与行业排名。

(二) 股权结构：杨惠妍控股 54%，股权结构稳定，高管行业经验丰富

公司与碧桂园集团属同一控制人杨惠妍（碧桂园集团创始人杨国强之女）名下。截至 2019 年末，杨惠妍通过必胜中国和 Fortune Warrior 合计持股公司 53.53%，JPMorgan Chase & Co. 持股 5.66%，伍碧君及另外三位执行董事持股 1.32%（截至 2020 年 5 月 25 日减至 0.87%）。公司主要高管包括总经理李长江（曾任职于雅生活服务）、副总经理肖华（负责非业主增值服务板块）、以及郭战军（负责人力资源），三位来自碧桂园（2007.HK）的高管杨惠妍、杨志成和伍碧君任非执行董事。

图表 4、公司股权结构图（截至 2019 年末）


资料来源：公司公告，华创证券

图表 5、公司高管情况



资料来源：公司公告，公司官网

(三) 激励机制：激励占比高达 4.9%，覆盖核心高管及中层，激发公司活力

公司在上市前（2018年3月13日）采纳购股权计划，当时授予数量 1.33 亿股，占比 2019 年末已发行总股本 4.90%，5 年内有效，行权条件为净利润增速不低于 25%。购股权计划于 2019 年 11 月 7 日修订增加禁售限制，规定承授人不得于有关归属日期后 2 年内出售或转让超过其根据上市前购股权计划之条款每次获归属股份的 50%。

图表 6、主流业务公司激励机制情况

股票代码	公司名称	采纳日期	激励类型	激励对象	激励比例 (占比当时总股本)	行权价 (港元/股)	解锁条件	有效期
1995.HK	永升生活服务	2019/6/18	股权	主要管理层及特别贡献人士	不超过 18.68%		Best Legend 所持股份转给被激励对象	自首次根据该股份激励计划授出任何奖励之日起 11 年内
1755.HK	新城悦服务	2019/9/2	购股权	3 名执行董事及 29 名高管	1.95%	6.18	年度个人表现至少达致「合格」等级	自授出日期至 2024/10/19
		2019/11/15	股权	合资格人士	不超过 1.25%		董事会根据集团整体业绩表现及合资格人士作出贡献决定	自采纳日期起 10 年内有效
6098.HK	碧桂园服务	2018/3/13	购股权	合格董事高	4.98%	0.94	净利润较上一	授出日期后 5 年

股票代码	公司名称	采纳日期	激励类型	激励对象	激励比例 (占比当时 总股本)	行权价 (港元/股)	解锁条件	有效期
				管等			年度增加 25% 以上且相关人员实现年度绩效考核目标	
2869.HK	绿城服务	2018/9/11	购股权	9 名董事及 高管	4.78%	6.12	要约函件所述 若干表现目标	2018/9/11-2028/9/10
1778.HK	彩生活	2014/9/29	购股权	董事、高管	3.16%	6.66	于指定财务期 间达成由董事 会厘定并于致 各承授人的要 约函中详述的 表现目标	2014/9/29-2024/9/28
		2015/4/30	购股权	董事、高管 及本公司附 属公司少数 股东	1.76%	11.00		2015/4/30-2025/4/29
		2016/3/18	购股权	董事、高管 及本公司附 属公司少数 股东	2.41%	5.76		2016/3/18-2026/3/17
		2018/11/27	购股权	董事、高管	1.37%	4.11		2018/11/27-2028/11/26

资料来源：公司公告，华创证券

截至 2019 年末，核心高管及其他参与人合计尚未行权 9,081.5 万股，占比总股本 3.35%；截至 2020 年 5 月 25 日，伍碧君 (0.33%)、李长江 (0.32%)、肖华 (0.11%)、郭占军 (0.11%) 四位核心高管合计持股 2,376 万股 (0.87%)，自上市起累计减持 1,204 万股，减持数量占比减持前持股数量的 34%。我们认为近期高管减持不代表对于公司发展缺乏信心，主要原因在于行权后需现金缴纳个人所得税 (由于行权价 0.94 港元，税率在最高一档 45%)，根据联交所公告我们估算核心高管合计减持金额 3.69 亿港元；2019-2020 年行权数量占比 70%，按照平均差额 32 港元、45% 税率估算得到交税金额约 3.35 亿港元，和减持金额基本一致。

图表 7、公司主要高管及其他参与人购股权持有及行权情况

姓名	行使价格 (港元)	19 年内行使 (股)	截至 19 年末尚未行使 (股)	尚未行权数量占比
伍碧君	0.94	5,185,600	7,778,400	8.6%
李长江	0.94	5,185,600	7,778,400	8.6%
肖华	0.94	1,904,800	2,857,200	3.1%
郭占军	0.94	1,879,600	2,819,400	3.1%
其他参与人	0.94	27,977,200	69,581,800	76.6%
总计		42,132,800	90,815,200	100.0%
占比 2019 年末总股本		1.55%	3.35%	

资料来源：公司公告，华创证券

图表 8、公司主要高管减持情况

姓名	减持时间	减持股份 (股)	减持平均价格 (HKD)	减持股份占比减持 前持股 (%)	剩余持有股份 (股)	剩余持有股份占比 总股本 (%)
李长江	2020/5/8	1,168,000	36.48	9.01	8,621,200	0.32
	2020/5/7	582,000	35.80	4.49	9,789,200	0.36
	2020/4/29	130,000	35.58	1.00	10,371,200	0.38
	2020/1/9	1,872,800	27.07	14.45	10,501,200	0.39
	2020/1/8	590,000	26.15	4.55	12,374,000	0.46
	2020/1/8 前				12,964,000	
	小计	4,342,800	32.22	33.50	8,621,200	0.32
肖华	2020/5/13	72,000	37.06	1.51	3,095,637	0.11
	2020/5/7	642,000	35.95	13.48	3,167,637	0.12
	2020/4/29	47,000	35.58	0.99	3,809,637	0.14
	2020/1/8	905,400	26.27	19.01	3,856,637	0.14
	2020/1/8 前				4,762,037	
	小计	1,666,400	33.72	34.99	3,095,637	0.11
郭战军	2020/5/13	70,000	37.06	1.49	3,055,200	0.11
	2020/5/7	634,000	35.90	13.49	3,125,200	0.11
	2020/1/8	939,800	26.26	20.00	3,759,200	0.14
	2020/1/8 前				4,699,000	
	小计	1,643,800	33.07	34.98	3,055,200	0.11
伍碧君	2020/5/15	1,750,000	37.02	13.08	8,984,390	0.33
	2020/1/9	2,285,800	27.07	17.09	10,734,390	0.4
	2020/1/8	177,000	26.16	1.32	13,020,190	0.48
	2018/7/10	177,000	11.16	1.32	13,197,190	0.53
	2018/7/10 前				13,374,190	
	小计	4,389,800	25.35	32.82	8,984,390	0.33
合计		12,042,800	31.09	33.64	23,756,427	0.87

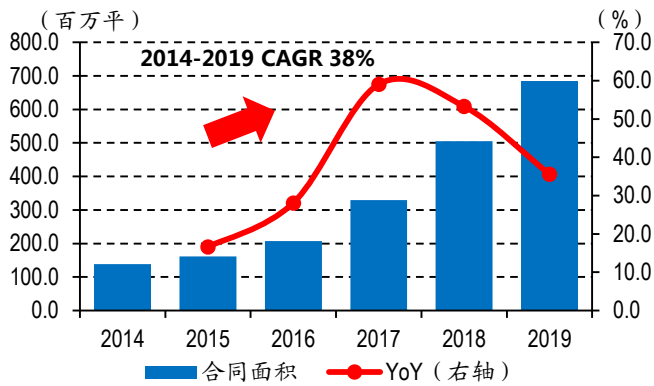
资料来源：联交所，华创证券

二、经营情况：继承碧桂园龙头地位，内生、外延齐发力，打造全产业链物业服务商

(一) 规模：合约面积 CAGR 达 38%、持续高速增长，合同/管理比 2.5 倍、助力在管规模高增

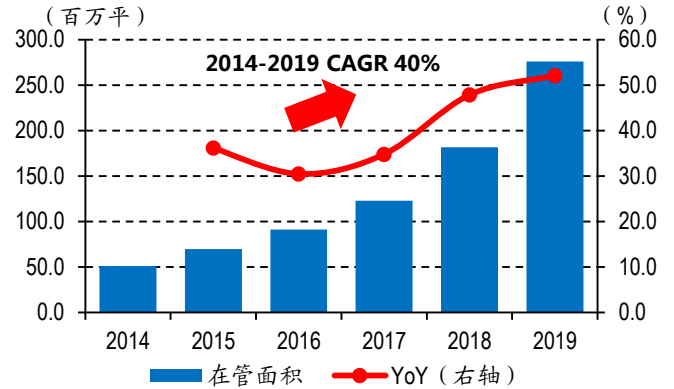
截至 2019 年末，公司合约面积 6.85 亿平米，同比+35.6%，2014-2019 年 CAGR 达 38%，实现了持续高速增长；储备面积（合约面积-在管面积）达 4.09 亿平米，合约面积覆盖在管面积 2.48 倍。在主流上市物管公司中，储备面积排第一，合同/管理覆盖率排名第二、仅次于新城悦服务，这将助力公司在管规模保持高增。2019 年末，公司在管面积 2.76 亿平米，同比+52.1%，2014-2019 年 CAGR 达 40%，同样实现了持续高速增长；另外公司有三供一业合约与在管面积均为 8,490 万平米。

图表 9、公司合约面积及增速



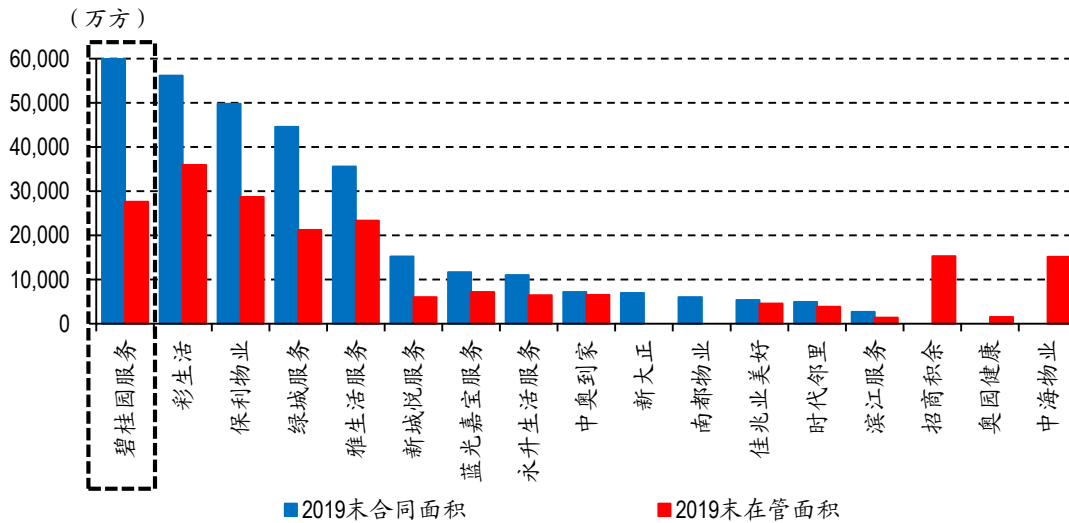
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10、公司在管面积及增速

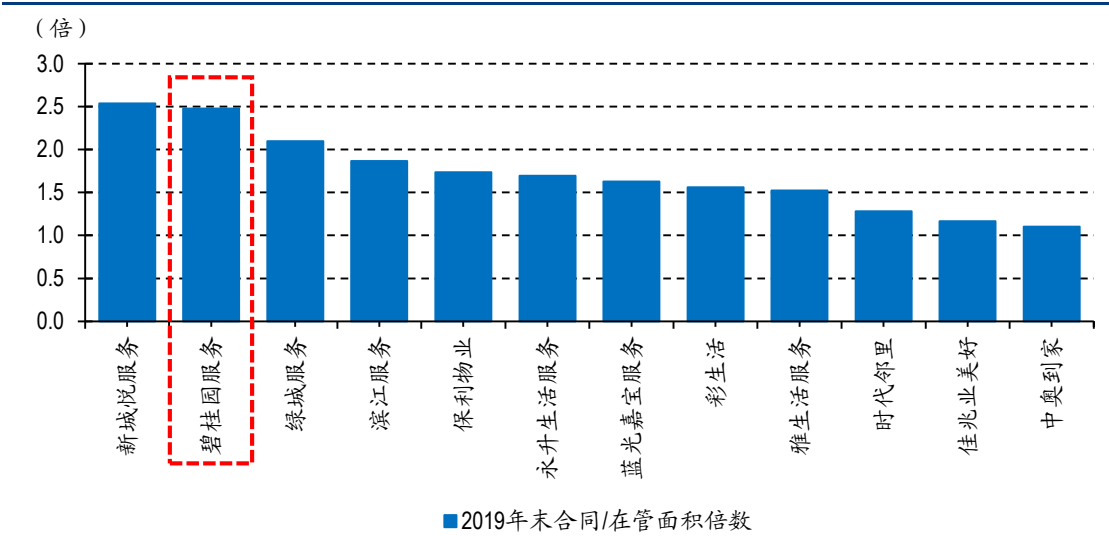


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 11、主流 AH 物业公司 2019 年末横向数据对比

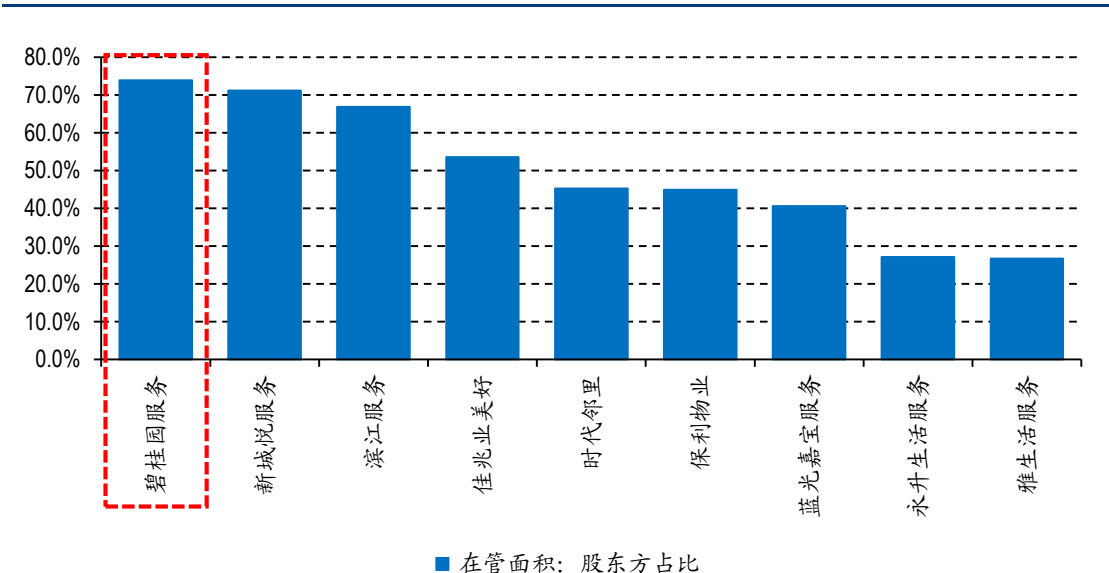


资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 12、主流 AH 物业公司 2019 年末合同/在管面积覆盖倍数


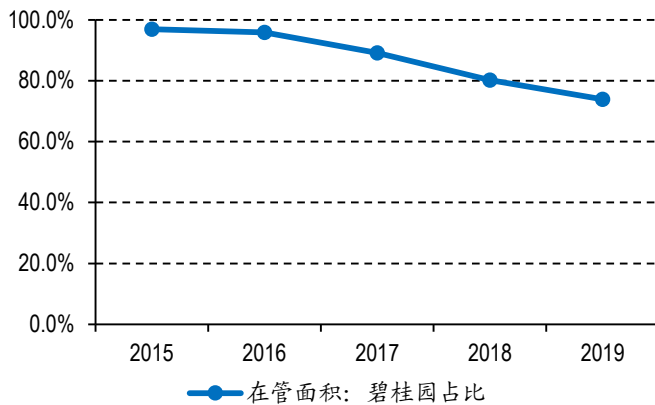
资料来源：各公司公告，华创证券

2019 年末，公司在管面积中来自股东方占比 74%，同比-6.3pct，并且该占比在过去几年中持续下降。在主流上市物管公司中，公司目前的来自于股东方面积的占比仍处于行业高位；但是随着公司第三方拓展的逐步发力，公司在管面积的结构也逐步有所优化。

图表 13、2019 年末在管面积：来自于股东方面积占比


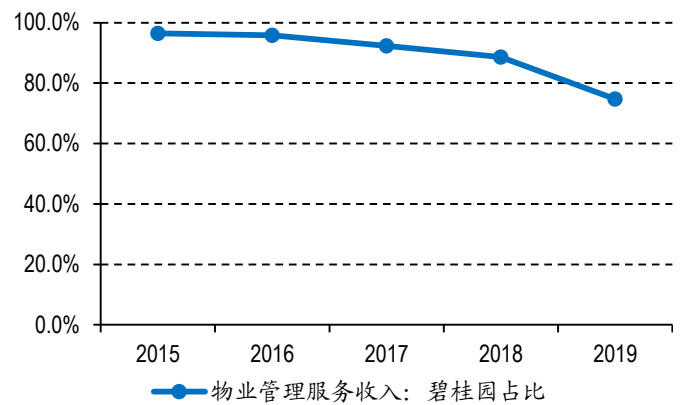
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 14、2019 年末公司在管面积占比：来自股东方



资料来源：公司公告，华创证券

图表 15、2019 年末公司基础物管收入占比：来自股东方



资料来源：公司公告，华创证券

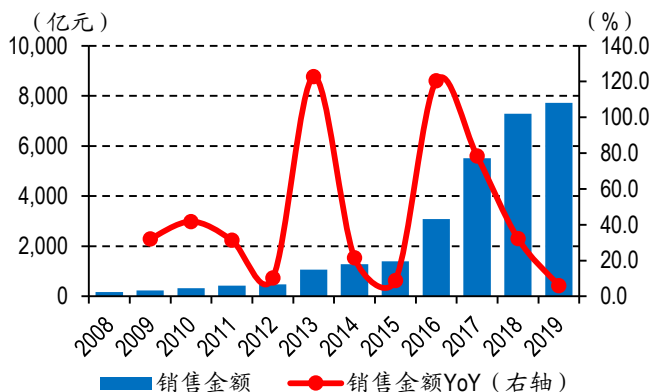
(二) 特色：内生、外延齐发力，重点打造增值服务，城市服务优势明显，三供一业稳步推进

1、特色一：碧桂园龙头地位奠定规模成长重要基石，外延并购发力拓展第三方面积增量

一方面，背靠销售额持续增长的碧桂园集团，公司未来三年的竣工交付量将大幅增长。2019 年碧桂园实现权益销售额 5,522 亿元，同比+10.0%；权益销售面积 6,237 万平米，同比+15.2%。克而瑞统计口径显示，2019 年销售额 7,715 亿元*，同比+5.9%，2016-2019 年销售额 CAGR 达 36%；销售面积 8,573 万平米，同比+10.9%，2016-2019 年销售面积 CAGR 达 32%；近三年全口径销售额排名稳定在第一。碧桂园的销售高增也将注定碧桂园服务管理规模的高增。

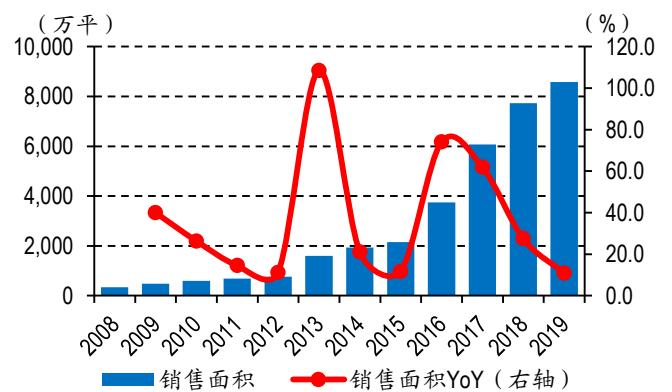
注：2018 年及之后公司仅公布权益口径销售额，全口径销售金额和面积数据来自克而瑞。

图表 16、碧桂园销售额及增速



资料来源：公司公告，华创证券

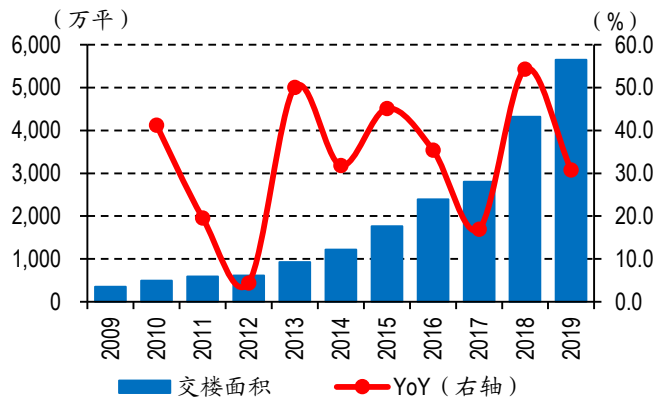
图表 17、碧桂园销售面积及增速



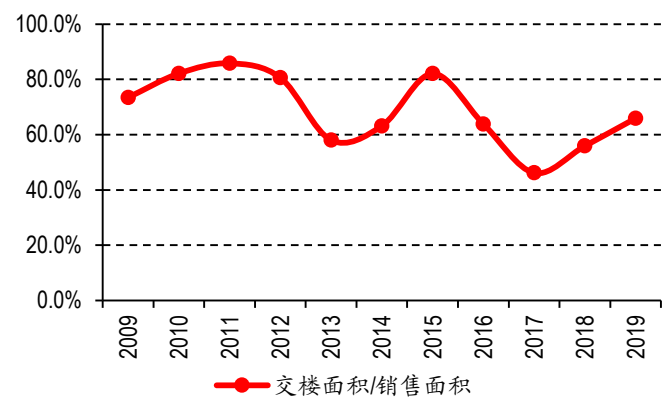
资料来源：公司公告，华创证券

从短期角度来看，碧桂园已售未结算将成为中短期碧桂园服务的规模成长的重要贡献点。从碧桂园的结算面积/

销售面积占比来看, 2016-2019 年均值在 58%, 隐含有大量已售未结算面积, 这将充分保证未来三年碧桂园服务在管面积的大幅交付。

图表 18、碧桂园结算面积及增速


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 19、碧桂园结算面积/销售面积比例


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 20、碧桂园克而瑞排名

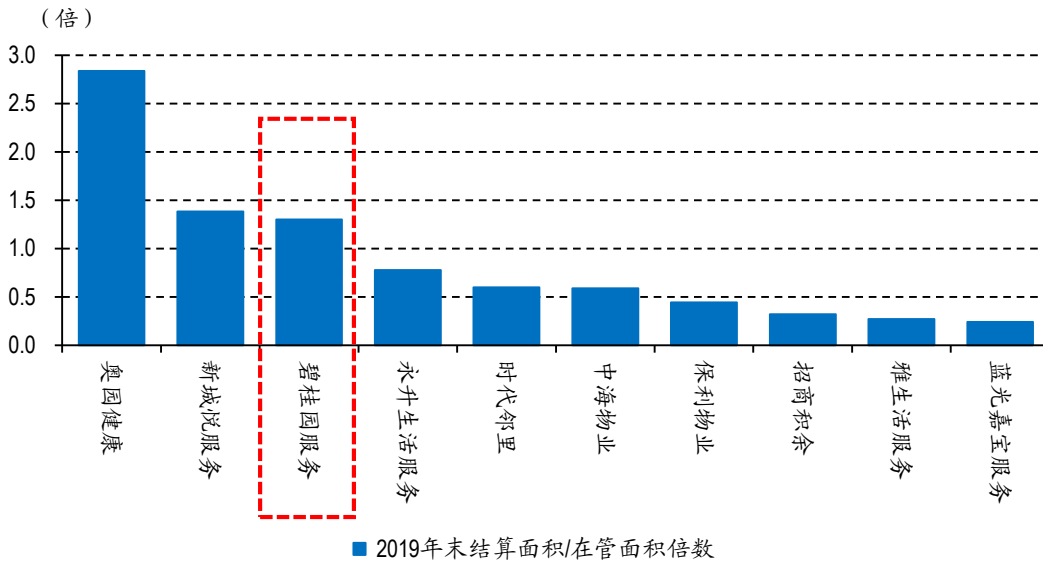
年份	销售额排名	销售面积排名	销售金额 (亿元) *	销售面积 (万方) *
2012	9	5	476	764
2013	6	2	1,060	1,593
2014	6	3	1,288	1,928
2015	7	2	1,402	2,153
2016	3	2	3,088	3,747
2017	1	1	5,508	6,066
2018	1	1	7,287	7,731
2019	1	1	7,715	8,573

资料来源: 公司公告, 克而瑞, 华创证券

注: 2018 年及之后公司仅公布权益口径销售额, 全口径销售金额和面积数据来自克而瑞。

而从中期角度来看, 碧桂园的总土储将成为中期碧桂园服务的规模成长的重要贡献点。至 2019 年末, 碧桂园的总土储规模达到 2.6 亿平米, 并且在主流上市物管公司中, 从股东方土储/物业公司在管面积占比来看, 碧桂园处于行业高位, 达到 1.3 倍, 仅次于奥园健康和新城悦, 预示着公司后续规模成长的确定性。

图表 21、2019 年末股东方土储/物业公司在管面积倍数

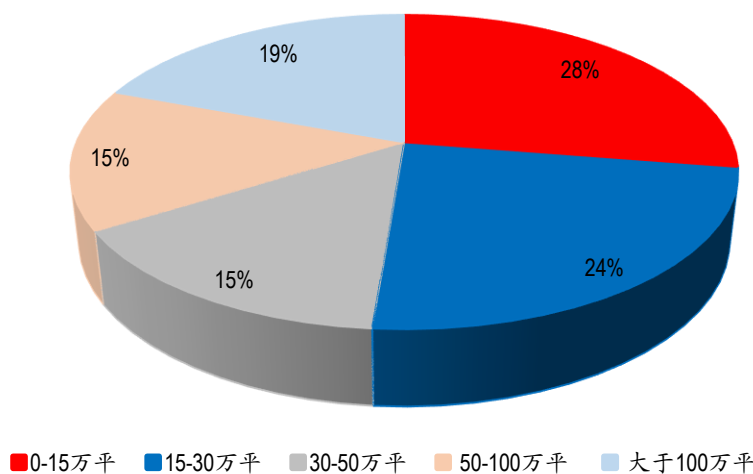


资料来源：公司公告，华创证券

此外，公司单盘面积比较大。2019 年末碧桂园土储表中，超过 30 万平米楼盘的面积占比达到 49%，其中单盘面积较大（超过 100 万平米）的项目主要分布于韶关、沈阳、镇江、广州、惠州等城市，这将有利于物业管理行业成本端的规模经济，有利于毛利率的稳定甚至提升。而从地理分布来看，广东、江苏、安徽、湖北、湖南省的在管面积量较大，这些省份的经济相对较好，也有利于物业费单价以及毛利率的稳定甚至提升。

图表 22、2019 年末碧桂园单盘分面积占比

2019 年末碧桂园开发项目构成：按面积占比



资料来源：公司公告，华创证券

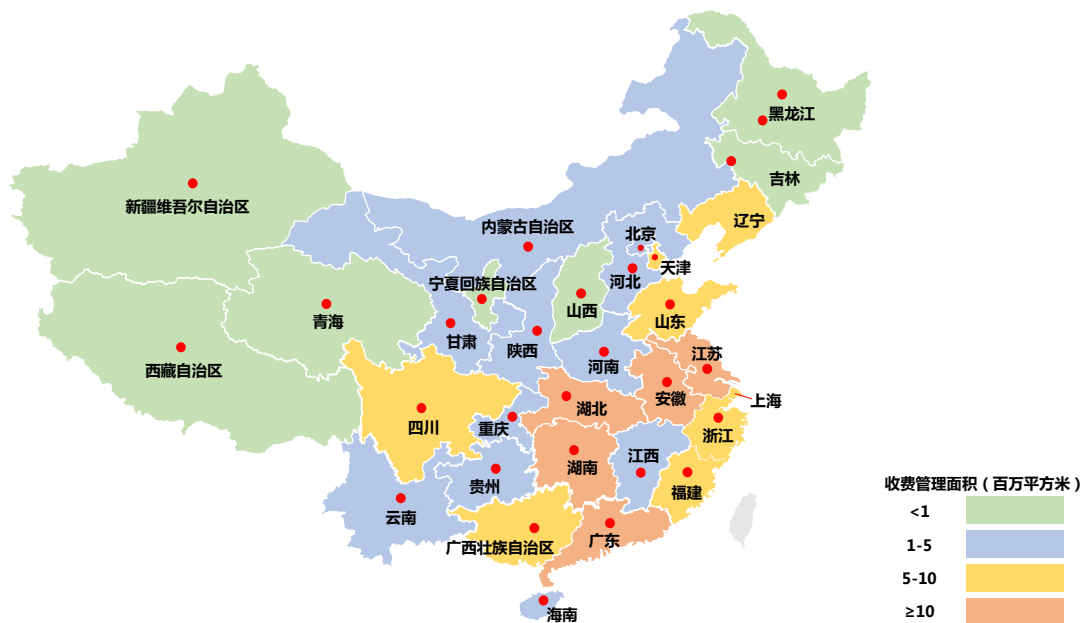
图表 23、碧桂园 2019 年末超过 100 万方项目情况

项目名称	省份	城市	首期开盘时间	总权益可售面积 (万平)
碧桂园凤凰城	广东	广州	2002/5	442
顺德碧桂园 (含碧桂园西苑、总部新翼)	广东	佛山	2013/9	278
鹤山碧桂园	广东	江门	2013/12	185
台山碧桂园	广东	江门	2017/6	218
韶关碧桂园	广东	韶关	2007/10	397
乐昌碧桂园	广东	韶关	2008/11	113
汕尾碧桂园	广东	汕尾	2016/5	125
韶关碧桂园 太阳城	广东	韶关	2009/10	347
碧桂园 豪园	广东	广州	2010/2	102
碧桂园城市花园	广东	茂名	2012/9	235
碧桂园 十里银滩	广东	惠州	2011/7	362
碧桂园山湖城	广东	清远	2012/7	198
碧桂园 凤凰湾	广东	佛山	2016/8	148
碧桂园 南站新城	广东	惠州	2014/9	144
亚运城	广东	广州	2010/9	106
思科科学城	广东	惠州	2019/6	107
泰州碧桂园	江苏	泰州	2011/3	106
碧桂园 凤凰城	江苏	镇江	2011/5	669
满洲里碧桂园	内蒙古	呼伦贝尔	2011/9	144
通辽碧桂园	内蒙古	通辽	2013/3	174
碧桂园 太阳城	辽宁	沈阳	2012/9	103
沈阳碧桂园	辽宁	沈阳	2008/6	100
碧桂园 银河城	辽宁	沈阳	2016/6	305
碧桂园 凤凰城	辽宁	沈阳	2008/7	203
碧桂园 温泉城	湖北	咸宁	2010/5	123
随州碧桂园	湖北	随州	2008/7	149
荆门碧桂园	湖北	荆门	2009/5	111
安庆碧桂园	安徽	安庆	2011/1	280
芜湖碧桂园	安徽	芜湖	2010/6	181
碧桂园 欧洲城	安徽	滁州	2012/5	199
碧桂园 城市花园	安徽	滁州	2013/8	146
益阳碧桂园	湖南	益阳	2012/9	119
浏阳碧桂园	湖南	长沙	2013/4	124
碧桂园 十里金滩	山东	烟台	2013/8	300
兰州碧桂园	甘肃	兰州	2013/10	559
三明碧桂园	福建	三明	2014/3	102

项目名称	省份	城市	首期开盘时间	总权益可售面积 (万平)
碧桂园 珊瑚宫殿	海南	陵水	2012/12	130
玉林碧桂园	广西	玉林	2015/12	121
碧桂园 生态城	四川	泸州	2012/12	174
碧桂园 凤凰城	陕西	西安	2017/1	154
碧桂园西南上城	贵州	贵阳	2017/11	134
待定	新疆	乌鲁木齐	-	123
合计				8,545

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 24、公司分省在管面积情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

另一方面, 公司外延式规模并购也有所推进, 带来第三方管理面积的增量。2018年11月公司收购了北京盛世、成都佳祥等5家物业公司; 2019年收购的港联不动产、嘉凯城物业等7家物管公司合计贡献了4,000万平方米的管理面积, 占比目前在管面积的14%, 由此也进一步推动了公司第三方管理面积占比逐步提升。此外, 总体公司上市后收购标的估值基本处于行业合理水平, 并且提升了来自第三方的物业费单价。

图表 25、主流物业公司近期收并购案例

时间	股票代码	公司名称	收购目标	权益比例	比例收购对价 (百万元)	合约管理面积 (百万平)	标的公司上一期 FY 业绩 (百万元)	标的公司本期承诺 FY 业绩 (百万元)	PE-FW (倍)	PE-LYR (倍)
2015/2/12	1778.HK	彩生活	开元国际	100%	330	29.3	21.3	30	11.0	15.5
2016/7/26	1528.HK	中奥到家	浙江永成	70%	210	18.0	20.2	32	9.4	14.8
2017/6/30	3319.HK	雅生活服务	绿地物业*	100%	1,000	10.0*	2.9			
2017/10/20	2669.HK	中海物业	中信物业 (关联交易)	100%	190	23.1	6.8			28.0
2017/11/14	1778.HK	彩生活	万象美	100%	2,013	4,000.0	21.7			92.6
2018/4/9	3319.HK	雅生活服务	南京紫竹物业	51%	205	27.5	33.7	37.5	10.7	11.9
2018/7/11	3319.HK	雅生活服务	兰州城关物业	51%	148	17.0	22.1	30.0	9.7	13.1
2018/11/26	6098.HK	碧桂园服务	北京盛世等 5 家物业公司	70%-100%	683		14.6			
2019/1/23	3319.HK	雅生活服务	青岛华仁物业	90%	134	5.7	12.5	12.1	12.3	11.9
2019/2/26	3319.HK	雅生活服务	哈尔滨景阳物业	60%	114	9.8	19.5	21.8	8.7	9.8
2019/3/19	6098.HK	碧桂园服务	北京盛世物业 (关联交易)	30%	90		38.5			7.8
2019/3/28	3319.HK	雅生活服务	广州粤华物业	51%	195	30.0	38.5			10.0
2019/6/18	1995.HK	永升生活服务	青岛雅园	55%	462	1.4	33.8	60.0	14.0	24.8
2019/7/10	6098.HK	碧桂园服务	港联不动产服务(中国)	100%	375	13.5	32.8			11.4
2019/7/10	6098.HK	碧桂园服务	嘉凯城物业	100%	190		111.6			1.7
2019/9/26	3319.HK	雅生活服务	中民物业	60%	1,560	290.0	267.2	208.0	12.5	9.7
2020/2/27	1995.HK	永升生活服务	青岛银盛泰物业	50%	9		3.7			4.7
2020/3/24	9928.HK	时代邻里	广州浩晴物业	100%	33		1.7			19.2
2020/5/7	1755.HK	新城悦服务	成都诚悦时	62%	105	5.2	16.4	17.3	9.8	10.4

时间	股票代码	公司名称	收购目标	权益比例	比例收购对价 (百万元)	合约管理面积 (百万平)	标的公司上一期 FY 业绩 (百万元)	标的公司本期承诺 FY 业绩 (百万元)	PE-FW (倍)	PE-LYR (倍)
			代物业							
2020/5/11	3662.HK	奥园健康	宁波宏建物业	65%	37	2.4				
2020/5/11	9928.HK	时代邻里	广州市耀城物业	100%	15	2.4				
平均值									10.9	12.9

资料来源: 各公司公告, 华创证券

注: 收购时绿地物业在管面积 200 万方。绿地控股承诺 2018-2022 期间, 每年向雅生活交付不少于 700 万平方米的物业供雅生活管理, 并在每年为其额外开发的建筑面积为 300 万平方米的物业选择未来物业管理服务时给予雅生活优先权。

2、特色二: 社区增值高速增长, 内生建造和功能并购加速, 全方位打造流量变现模式

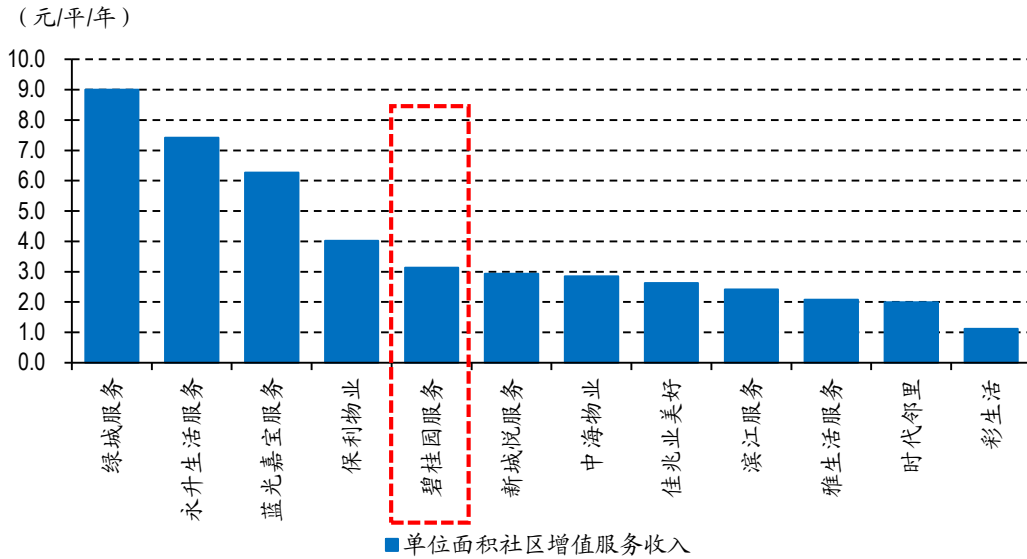
公司的社区增值服务在近年逐步发力, 收入从 2015 年的 1.2 亿元提升至 2019 年的 8.7 亿元, 对应 CAGR63%。我们预计公司社区增值服务收入将保持快速增长, 这主要得益于公司领先的 IT 基础设施系统, 首先对业主进行精确的客户画像, 再根据不同客户的需求匹配不同的增值服务推送, 如家政、幼教、车险等, 通过垂直产业链需求较多的业务方向进行精准拓展。

一方面, 公司通过自建模式进行“低门槛领域”的增值服务扩张, 如广告公司。业内市场份额较高的广告公司大多聚焦一二线市场, 对于三四线市场渗透率不高; 因此公司通过自建引流模式, 变现模式已经初具成效。后续针对需求较高的家政服务, 公司或将继续扩大服务规模。

另一方面, 公司通过外部收并购拓宽“高门槛领域”的社区增值服务空间, 如保险公司、电梯公司等。具体并购案例包括溧阳中立电梯 (电梯安装业务, 2020 年交易额不超过 4.6 亿元)、文津国际 (保险经纪业务, 通过物业管家引流)、合富辉煌 (房屋经纪业务, 财务投资) 等。考虑到公司 2019 年 1 月配股 19.4 亿港元以及 2020 年 4 月发行的可转债 38.8 亿港元, 并且账上现金充裕、货币资金达 69 亿元, 后续将继续围绕社区增值服务的功能性并购发力。

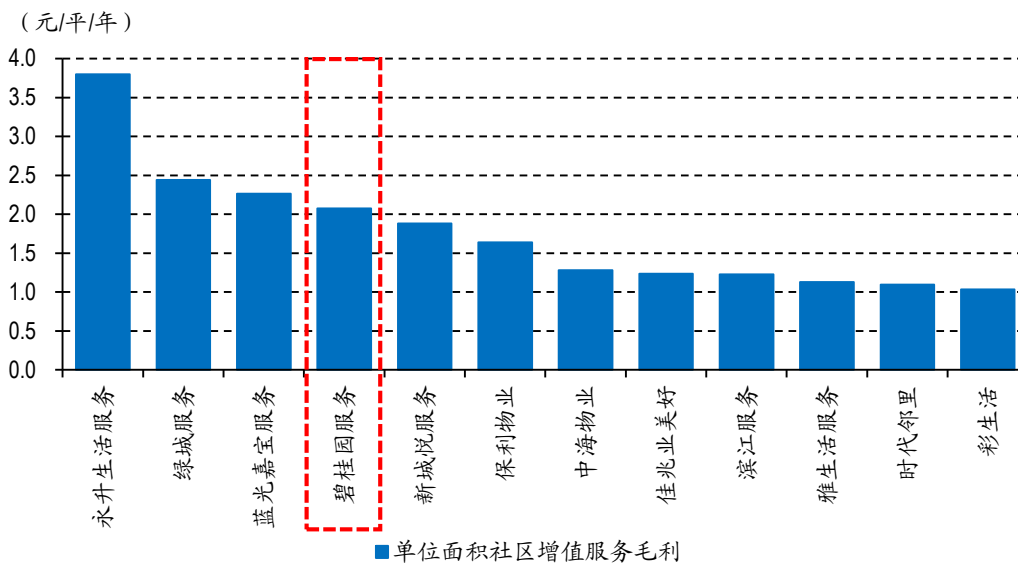
横向对比来看, 公司单位面积社区增值服务收入达到 3.1 元/平/年, 主流上市物管公司中排名第五; 单位面积社区增值服务毛利排名第四, 达到 2.1 元/平/年。总体而言, 公司增值服务的单位盈利水平处于行业中等偏上水平, 后续仍有进一步提升的空间。

图表 26、主流物业公司 2019 年单位社区增值服务收入



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 27、主流物业公司 2019 年单位社区增值服务毛利



资料来源：各公司公告，华创证券

3、特色三：“物业城市”进一步扩容物管蓝海，公司先发地位和快速拓展优势明显

随着物业管理行业快速发展，物业管理的边界从小区拓展至社区，甚至逐步拓展至城市，并随之出现了“物业城市”的概念，尤其最近两年万科物业接管横琴和鼓浪屿等物业城市物业项目，保利物业接管西塘等城市物业项目，大家对于“物业城市”的关注度也开始有所提升。

所谓“物业城市”，即运用市场机制，通过“专业服务+智慧平台+行政力量”相融合的方式，对城市公共空间、

公共资源、公共项目实行全流程“管理+服务+运营”，包含市政养护、物业管理、市民生活服务等多元化、多领域业务。“物业城市”的出现拓宽了物业服务的边界，将推动物业管理行业的蓝海市场进一步大幅扩容。

图表 28、主流物管公司城市服务领域近况

	万科物业	保利物业	碧桂园服务
业务名称	城市空间整合服务 USIS	镇兴中国	城市公共运维服务、智慧产城综合运营服务
承接方式	1、委托方式：适用于城市建成区，以“万物城市”为主体与政府城市管理部门或街道办事处签订委托协议，如深圳市坪山区石井街道试点合作业务。目前仅限于在北上广深渝试点。 2、股权合作方式：适用于新城新区，由“万物城市”为主体与新区政府控制的国有企业合资新设城市管理平台公司，管理既定范围内的城市空间整合服务业务（如横琴自贸区）。	两大业务模块： 1、传统物业服务模块，即公共物业服务（包括产业园区、学校物业、医院物业、公共交通等）； 2、创新物业管理模块，即城镇公共服务管理（包括景区服务管理、城镇优选服务管理、城镇全域化服务管理）。 针对景区治理、城镇全域化治理、城镇优选治理开创性的打造了 5M, 7M, XM 的管理模式。	1、城市公共运维服务：借助“智能物联”硬件技术和“社群运营”数据平台，提供城市基础设施巡检运维、道路保洁及应急支援、智能楼宇、绿色建筑运维、文体场馆物业管理、赛事会务支持、机要保密等服务产品。 2、智慧产城综合运营服务：向开发商和运营商提供前期介入咨询、智能展厅管理、城市基础物业与配套、资产管理等服务；为入驻企业提供设施设备管理、会务接待、产业服务指引、政务代办等服务。
主要案例	1、2020/05 厦门鼓浪屿 2、2018/05 横琴自贸区 3、2019/09 雄安新区 4、广州白云设计之都 5、青岛动车小镇 6、2019/12 成都高新区	1、2018/06 嘉善县天凝镇 2、2016/06 嘉善县西塘景区 3、2019/10 嘉善县大云镇 4、2018/06 嘉善县陶庄镇 5、2020/04 嘉善县姚庄镇 6、2019/11 上海宝山区罗店镇 7、2019/11 辽宁省东港市孤山镇	1、2018/11 辽宁开原市 2、2015/12 陕西韩城市 3、2020/05 山西寿阳县 4、2019/04 贵州遵义市 5、2019/06 大兴机场南航基地 6、山东高速 7、广东南粤高速 8、2018/12 辽宁高速

资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

而碧桂园服务也作为物管行业龙头也早已参与其中，其“物业城市”主要定义为城市服务业务，主要在非住宅管理领域，其中包括两块业务，分别是城市公共运维服务和智慧产城综合运营服务。前者侧重于传统物业管理（保安保洁等），后者则包括了咨询、资产管理等更综合性的业务。

目前城市服务领域的竞争者还不多，一方面政府的社会化后勤正在逐步放开，另一方面品牌度是这个领域的重要竞争力之一。碧桂园服务延续了碧桂园深耕三四线的策略，成功开拓了陕西韩城市（2015/12）、辽宁开原市（2018/11）、贵州遵义市（2019/04）、山西寿阳县（2020/05）等城市运营案例；而公司越来越多“物业城市”项目的拓展，也将进一步助力公司规模快速扩张。

图表 29、公司主要城市服务项目情况

项目名称	服务期限	金额（万元）	服务事项及规模
山西寿阳县	三年	10,800	城市环卫作业，主要包括城市环卫作业，具体为清扫保洁服务面积约 400.19 万平方

项目名称	服务期限	金额 (万元)	服务事项及规模
			米、城区垃圾收集转运、公厕 45 座、路灯管护 9777 盏、绿化养护面积 146.96 万平方米、26.57 千米的地下管网清淤维护以及 11 座乡镇中转站运营及垃圾转运等。
大兴机场南航基地	两年	3,083	大兴机场南航基地机务维修区物业管理, 主要为南航基地提供客服中心、秩序维护、环境保洁、绿化养护、工程维修保养、外墙清洗、前期介入、承接查验、开荒清洁等
山东高速	一年	1,224	山东高速股份有限公司潍莱、潍坊、淄博运管中心服务业务
广东南粤高速		1,206	广东南粤交投 2019-2020 高速公路通车项目服务区 (停车区)
辽宁高速	17 个月	8,354	高速公路服务区物业服务, 目前已接管包括辽宁省境内 48 处服务区, 安置员工 124 人。

资料来源: 公司官网, Chinabidding, 采招网, 华创证券

4、特色四：三供一业稳步拓展，中石油项目逐步贡献收入、未来增值服务值得期待

2016 年 6 月 11 日，国务院国资委、财政部发布《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见》；同年，全国国有企业开始推进职工家属区“三供一业”*分离移交工作，分户设表、按户收费，交由专业化企业或机构实行社会化管理。

2018 年 7 月，公司首次进入三供一业领域，与洲际海峡能源投资（北京）有限公司成立合资公司（双方分别持股 80% 和 20%），目的为投资承接合作中央企业的“三供一业”改革物业管理及增值服务（主要是中石油）。2019 年公司三供一业物业管理收入 5.3 亿元，供热收入 9.9 亿元；合计三供一业收入 15.2 亿元，预计后续会快速增长。

并且，本次中石油三供一业业务不仅包括基础三供和物业管理，另有办公楼维护、园区班车、餐饮服务、设备养护、空间管理等广阔的增值服务空间；公司也将配合这些业务需求，有针对性的进行垂直产业链上的收并购，进一步拓宽增值服务边界。

注：* “三供一业”指供热、供水、供电和物业管理。

图表 30、近年关于后勤社会化的相关文件

时间	文件名	出台部门	概要
1993/9/17	国务院各部门后勤机构改革实施意见	中央机构编制委员会、国务院机关事务管理局	分三步推进机关后勤服务社会化：第一步，将后勤服务部门从机关行政序列中划出，实行多种形式的承包经营责任制，独立核算。第二步，有条件的可实行定额补贴，服务机对机关进行有偿服务。第三步，各部门的经营服务逐步实现机关后勤服务的社会化，有条件的可自收自支实行企业化管理。
2000/1/14	关于进一步加快高等学校后勤社会化改革的意见	教育部、国家计委、财政部等	至 2000 年底，所有高等学校的后勤服务经营人员、相应资源及操作运行，从学校行政管理系统中分离出来，组建自主经营、独立核算、自负盈亏的学校后勤服务实体。至 2002 年底前后，组建跨高等学校的后勤服务集团，以专业化、集约化、企业化等形式，承担本地区范围内高等学校的后勤服务保障工作。
2002/12/27	关于医疗卫生机构后勤服务社会化改革的指导意见（试行）	卫生部	明确了后勤服务社会化的基本原则和总体目标，对后勤的服务职能、后勤服务机构以及后勤经济管理方式等改革的主要内容进行解释和说明。

时间	文件名	出台部门	概要
2005/4/30	财政部关于企业分离办社会职能有关财务管理问题的通知	财政部	为做好企业分离办社会职能工作,规范企业分离办社会职能有关财务管理问题做出了系列规定
2012/4/15	关于深化高校后勤社会化改革的若干意见(讨论稿)	教育部	到2020年,在我国大部分地区建立起“市场提供服务、学校自主选择、政府宏观调控、行业自律管理、部门依法监督”比较完善的新型高校后勤保障体系,基本实现高校后勤服务的社会化、市场化、专业化、现代化。
2015/5/17	关于城市公立医院综合改革试点的指导意见	国务院	在“强化公立医院精细化管理”部分,再次提出“推进公立医院后勤服务社会化”的要求。
2015/8/24	关于深化国有企业改革的指导意见	中共中央、国务院	从改革的总体要求到分类推进国有企业改革、完善现代企业制度和国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等方面,全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措。
2016/3/9	关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知	国务院	包含有关国有企业职工家属区“三供一业”分离移交的工作要求。从2016年开始,全面推进国有企业“三供一业”分离移交工作,2018年年底基本完成。分离移交费用由企业和政府共同分担,中央企业分离移交费用由中央财政补助50%。
2016/6/11	关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见	国务院国资委、财政部	2016年开始,全国全面推进国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作,对相关设施设备进行必要的维修改造,达到城市基础设施的平均水平,分户设表、按户收费,交由专业化企业或机构实行社会化管理,2018年年底基本完成。
2017/11/3	集团公司矿区物业分离移交方案	中石油	坚持矿区物业市场化社会化的改革方向,且充分考虑矿区物业分离移交的时间要求和集团公司面临改革任务的艰巨性、复杂性,明确了分离移交工作的总体思路和基本原则,提出了实施方案、进度安排和相关政策建议。

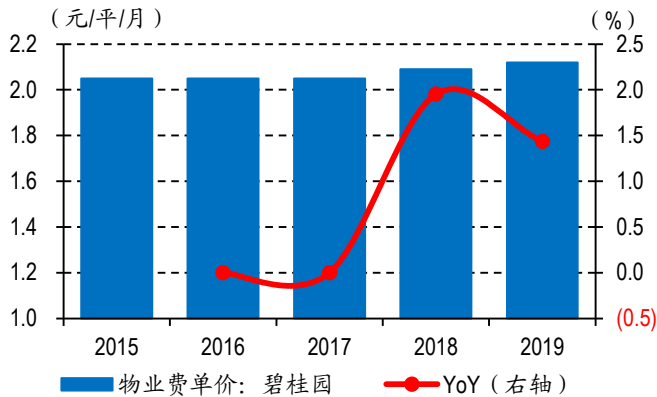
资料来源:相关政府网站,华创证券

(三) 物业费: 19年单价 2.13 元/月/平、近年呈现微升趋势, 并隐含较高毛利率

公司物业费单价总体呈现稳步微升趋势。2019年公司总体物业费单价 2.13 元/平/月, 其中来自碧桂园项目的物业费单价平均 2.12 元/平/月, 同比+1.4%, 单价不高主要由于碧桂园布局三四线; 来自其他开发商的项目单价为 2.26 元/平/月, 2019 年有较大提升主要由于并购项目较多、贡献单价。

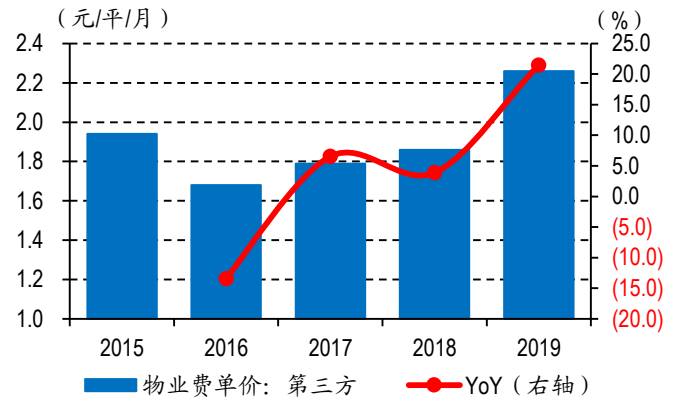
虽然从绝对值来看, 公司物业费单价并不高, 但是考虑到公司的大盘开发规模效应(详见上文)以及低能级城市相对较高的物业费(详见下文)之下, 仍隐含相对同行较高毛利率。

图表 31、公司物业费单价：来自碧桂园



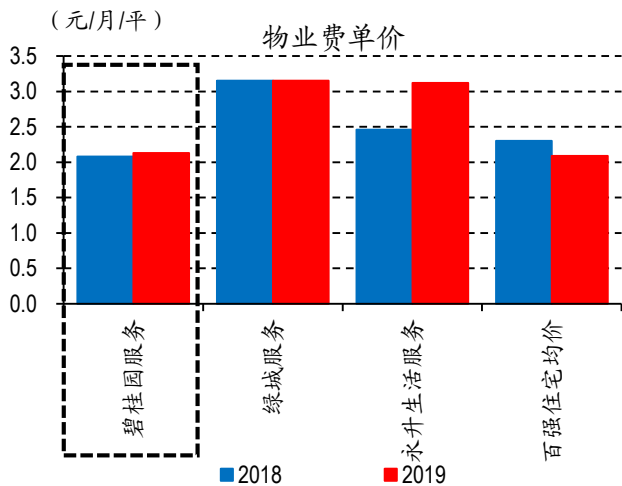
资料来源：公司公告，华创证券

图表 32、公司物业费单价：来自第三方



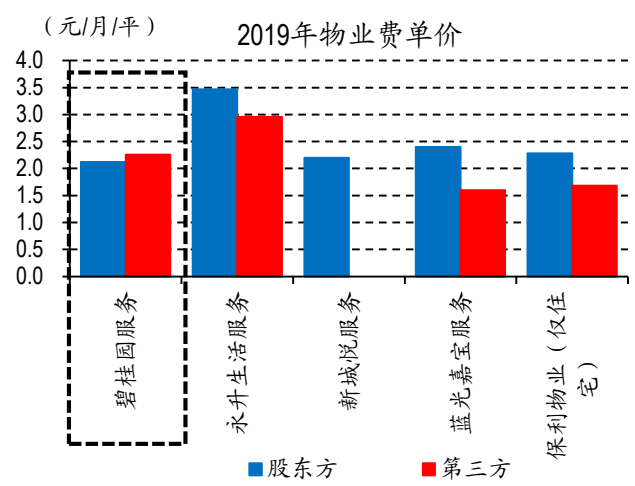
资料来源：公司公告，华创证券

图表 33、主流物管公司物业费单价



资料来源：公司公告，华创证券

图表 34、主流公司物业费单价：股东方和第三方



资料来源：公司公告，华创证券

三、财务分析：基础物管与社区增值双双发力，利润率保持稳定，充裕现金赋予较大并购空间

(一) 营业收入：物管收入稳步增长，社区增值服务与三供一业快速发力

1、基础物管收入占比较高、第三方收入占比快速提升，非业主增值服务快速增长

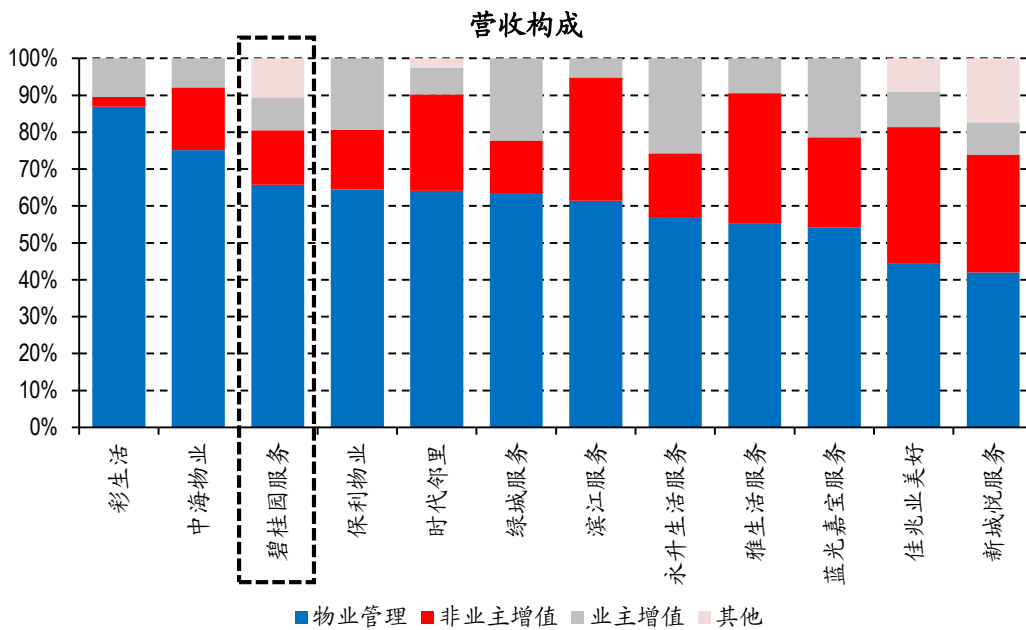
2019 年公司营业收入 96.4 亿元，同比+106.3%，2015-2019 年 CAGR 达 55.0%。公司收入主要由四部分构成：物业管理服务(包括三供一业物业管理)、非业主增值服务、社区增值服务和供热业务，2019 年三者占比分别为 66%、15%、9%和 10%，公司基础物业管理业务收入占比高于行业平均水平，代表后续增值服务仍有较大的提升空间。

图表 35、公司四类产品服务



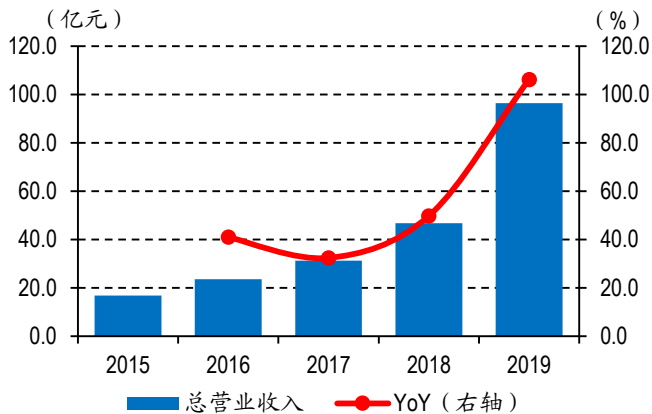
资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

图表 36、主流物业公司 2019 年营收构成对比

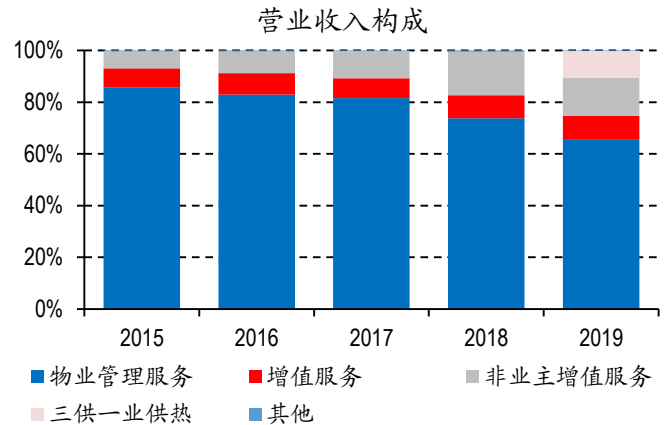


资料来源：各公司公告，华创证券

注：其他业务构成：碧桂园物业为供热业务+其他，时代邻里为专业服务，佳兆业美好为智能解决方案服务，新城悦服务为智慧园区服务。

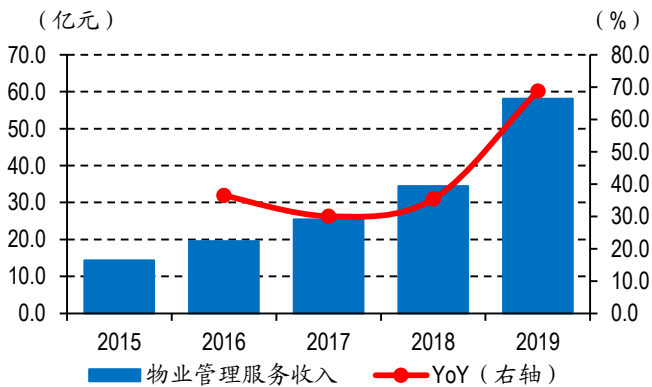
图表 37、公司营业收入及同比


资料来源: 公司公告, 华创证券

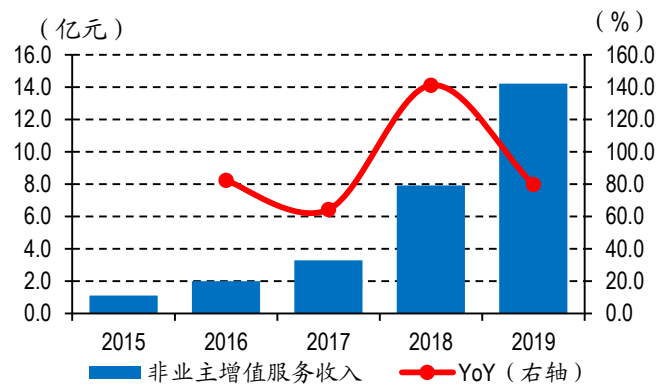
图表 38、公司营业收入构成


资料来源: 公司公告, 华创证券

具体来看, 物业管理服务收入和非业主增值服务收入主要受益开发商交付与当期销售, 2019 年营收分别达到 58.2 亿元 (另有三供一业物业管理收入 5.3 亿元) 和 14.2 亿元, 同比分别+69%和+80%; 2015-2019 年 CAGR 分别达到 42%和 90%。非业主增值服务主要包括案场服务、交付前开荒服务以及车位和房屋尾盘销售代理费; 其中车位等收入占比非业主增值服务从 2018 年的 8%提升至 14%, 但整体规模不大, 仅 2.0 亿元。

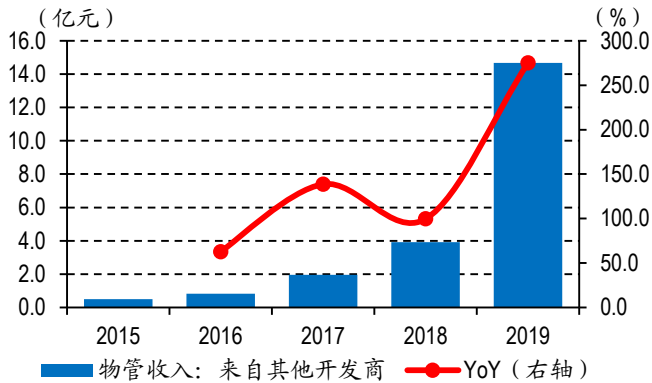
图表 39、物业管理服务收入及同比


资料来源: 公司公告, 华创证券

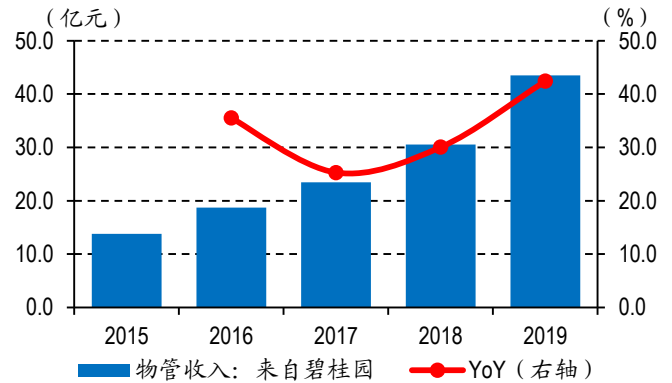
图表 40、非业主增值服务收入及同比


资料来源: 公司公告, 华创证券

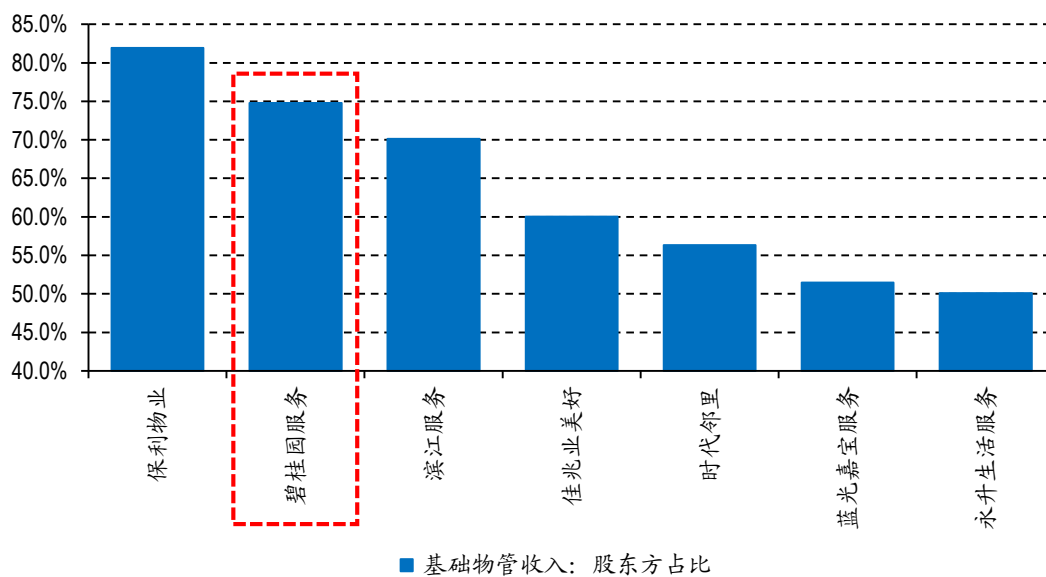
分结构来看, 来自第三方的基础物管收入占比从 2015 年的 4%稳步提升至 2019 年的 25%。2019 年第三方物管收入 14.7 亿元, 同比+275%, 主要由于年内进行了多笔收并购; 2015-2019 年收入 CAGR 达到 132%, 第三方物管收入实现高速增长。

图表 41、物业管理服务收入：来自第三方及同比


资料来源：公司公告，华创证券

图表 42、物业管理服务收入：来自碧桂园及同比


资料来源：公司公告，华创证券

图表 43、基础物管收入：来自于股东方收入占比


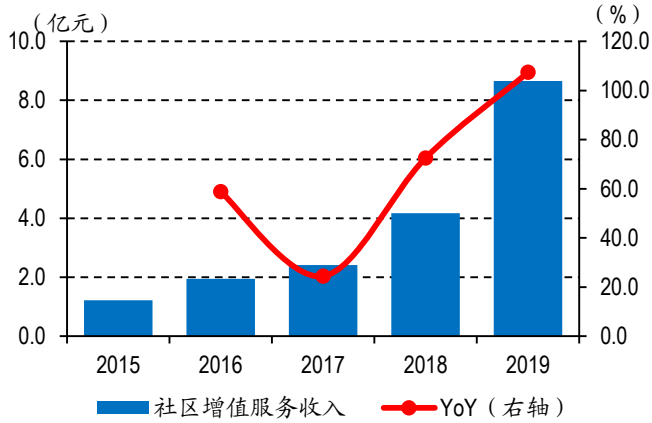
资料来源：各公司公告，华创证券

2、社区增值服务逐步发力、结构持续优化，三供一业开始贡献收入、盈利能力或逐步改善

社区增值服务在近年逐步发力，从 2015 年的 1.2 亿元提升至 2019 年的 8.7 亿元，对应 CAGR 达 63%；2019 年营收和毛利分别占比 9% 和 19%，处于中等水平。其中家居生活类服务收入占比 71%，同比+10.4pct，主要包括家政服务、拎包入住、社区传媒和增值创新服务，显示公司社区增值服务结构持续优化；房地产经纪服务和园区空间服务收入分别占比 16% 和 13%。在中长期消费升级、短期疫情影响导致品牌物业认可度提升的背景下，后续增值服务预计仍保持快速增长势头。

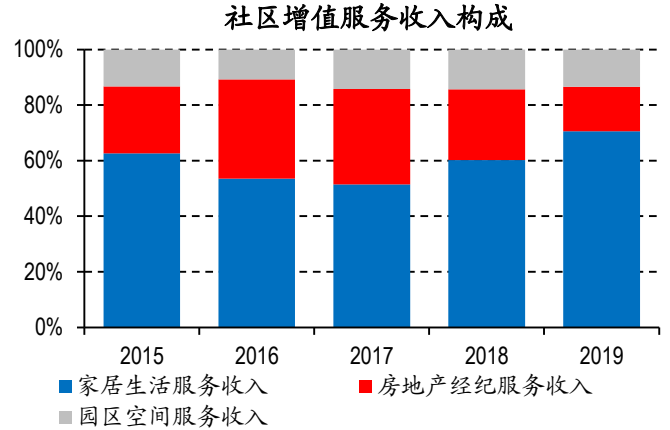
另外，2019 年公司三供一业物业管理收入 5.3 亿元，供热收入 9.9 亿元；合计三供一业收入 15.2 亿元，预计后续会快速增长。随着传统业务的梳理改善以及增值服务的新增叠加，利润率也将逐步回升至行业平均水平。

图表 44、社区增值服务收入及同比



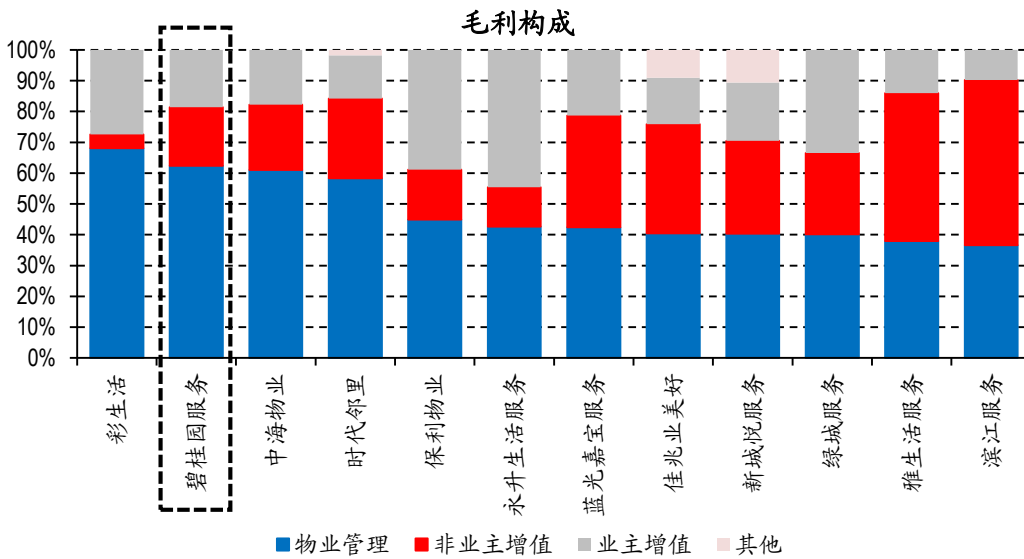
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 45、社区增值服务收入构成



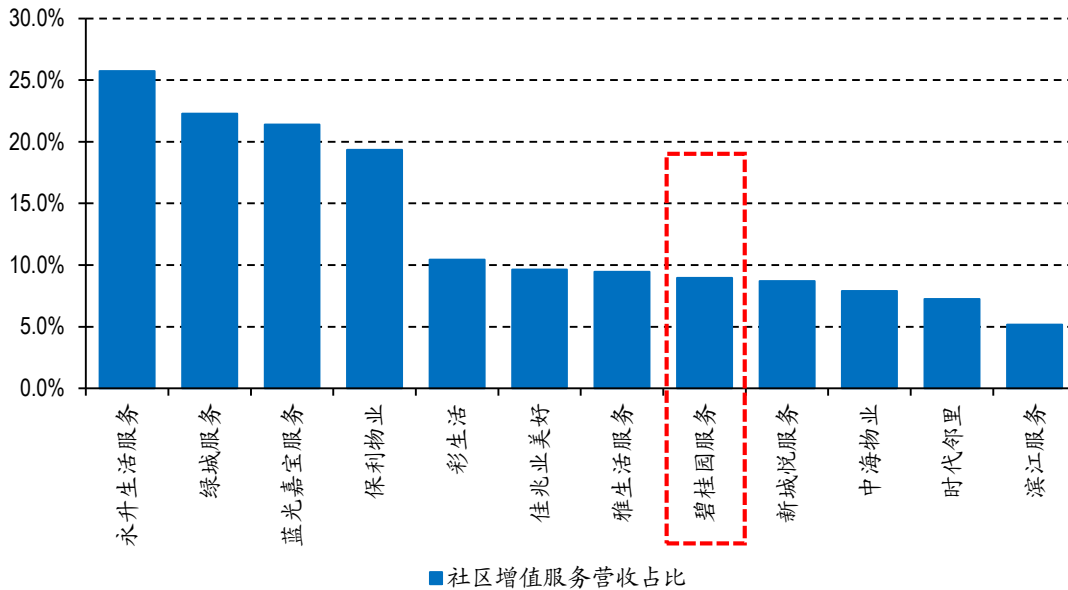
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 46、主流物业公司 2019 年毛利构成对比



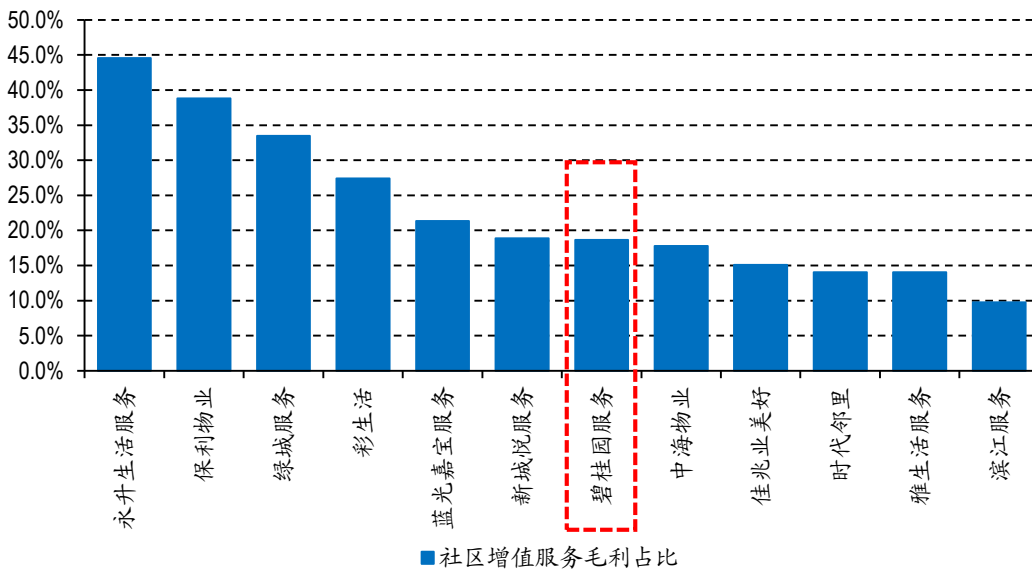
资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 47、社区增值服务占比营收情况



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 48、社区增值服务占比毛利情况



资料来源：各公司公告，华创证券

(二) 利润率：基础物管+非业主增值稳定，增值服务利润率持续高位、三供一业稳步提升

2019 年度公司整体毛利率和净利率分别为 31.6%和 17.3%，《2019 中指院物业服务百强企业报告》显示 2018 年度百强物业公司平均净利率 8.15%；因此公司利润率远高于行业平均水平，我们认为主要由于原因在于：

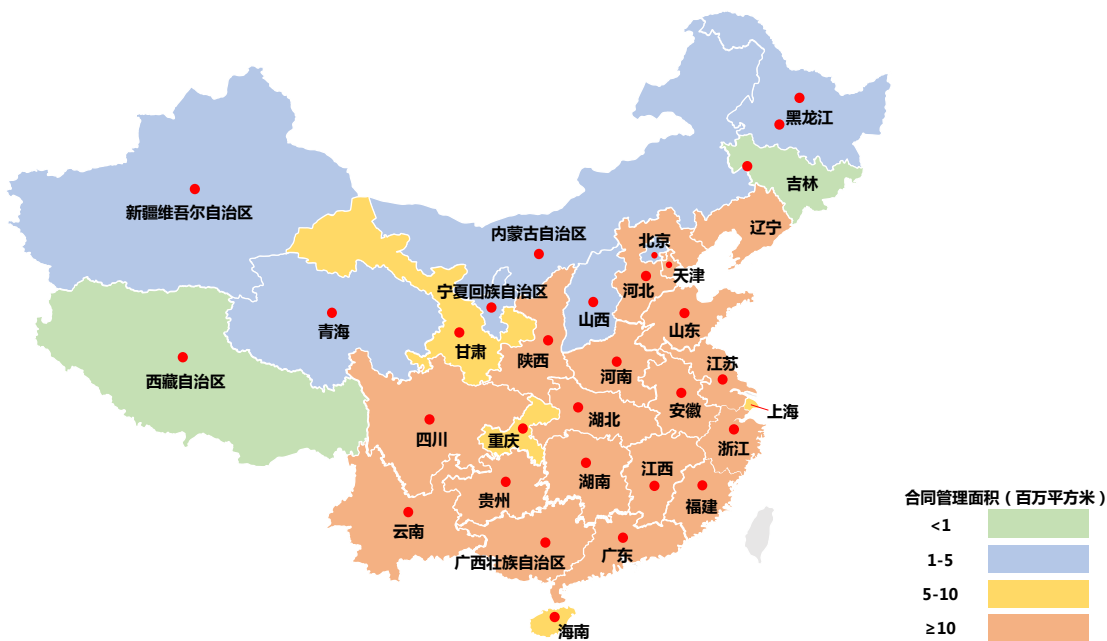
1) **会计处理差别**: 公司项目经理工资没有计入营业成本, 而是计入管理费用, 因此按照行业惯例还原后毛利率会下降 3-4pct;

2) **碧桂园地产大盘开发策略**: 公司在广东省内主场和其他低能级城市秉承大盘开发策略, 如佛山碧桂园从 1992 年首期开盘、至今仍在开发中, 在保安保洁刚性成本支出端具有一定规模经济优势;

3) **低能级城市高端住宅物业费不低**: 我们从智联招聘取样统计保安保洁等基础工种的平均工资, 其中三四线城市低于一二线约 29%。同时从房天下取样统计, 三四线碧桂园项目的物业费单价比一二线低 25%, 主要由于碧桂园地产在低能级城市主打“劳斯莱斯”产品, 定位当地高收入人群, 因此这类项目物业费并不比一二线城市普通项目低很多。受益于较低的人工成本, 公司基础物业毛利率较同行更高。

4) **高科技企业实现科技赋能**: 2017 年公司被认定为广东省高科技企业, 享受 15% 的所得税优惠 (年内到期, 将继续申请)。公司通过包含云、边、端三个结构的一系列平台与产品, 利用人工智能和物联网的深度融合, 将物业服务场景智能化, 并下放至边缘端, 目前的应用范围已覆盖前台、后台、决策、运营这四类近 30 个场景。

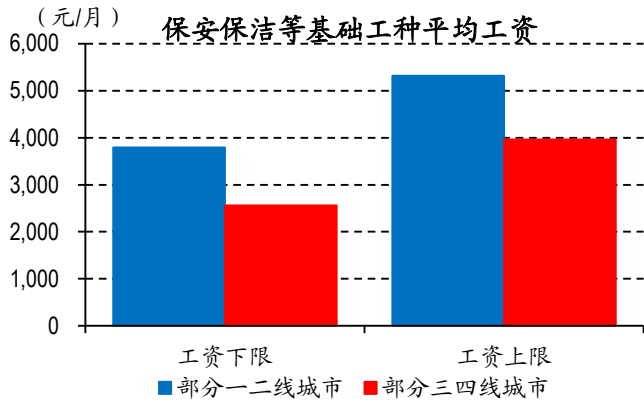
图表 49、公司全国合约管理面积分布情况



注: 马来西亚合同管理面积介于 1-5 (百万平方米)

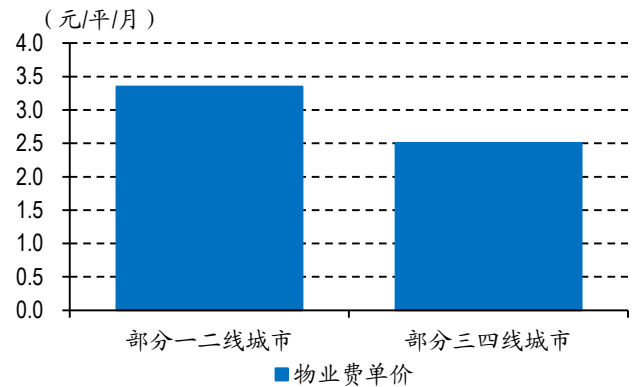
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 50、保安保洁等工种工资区间：一二线 vs.三四线



资料来源：智联招聘，华创证券

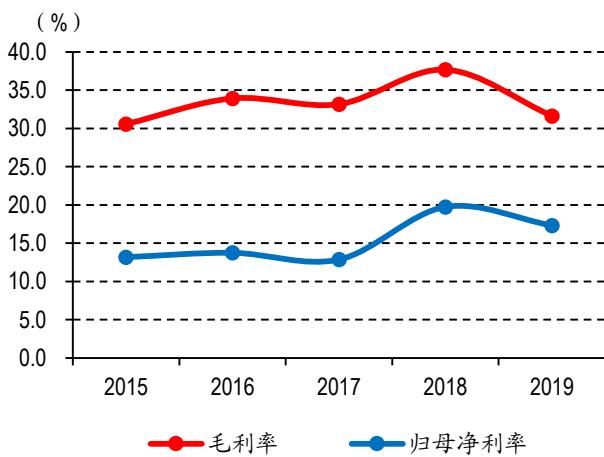
图表 51、公司物业费单价：一二线 vs.三四线



资料来源：房天下，华创证券

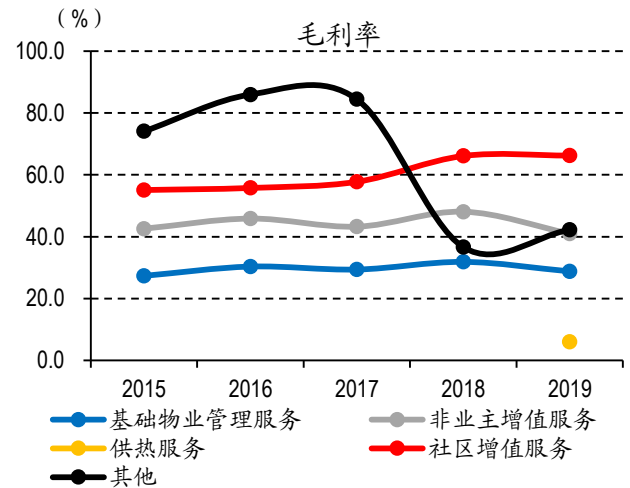
分业务来看，2019 年物管服务和非业主增值服务的毛利率分别在 28.8%和 41.0%，较前几年均有所下降，其中物管服务毛利率下降主要由于新进较多收并购项目以及三供一业物业管理利润率略低；社区增值服务的毛利率则在 66%，与同业基本保持同一水平；三供一业的物业和供热毛利率分别在 13.4%和 6.0%，主要由于国企小区成立时间较早、物业费单价较低，以及供热服务成本较高所致，预计后续随着运营服务水平提升利润率或有微增空间。

图表 52、公司毛利率和净利率



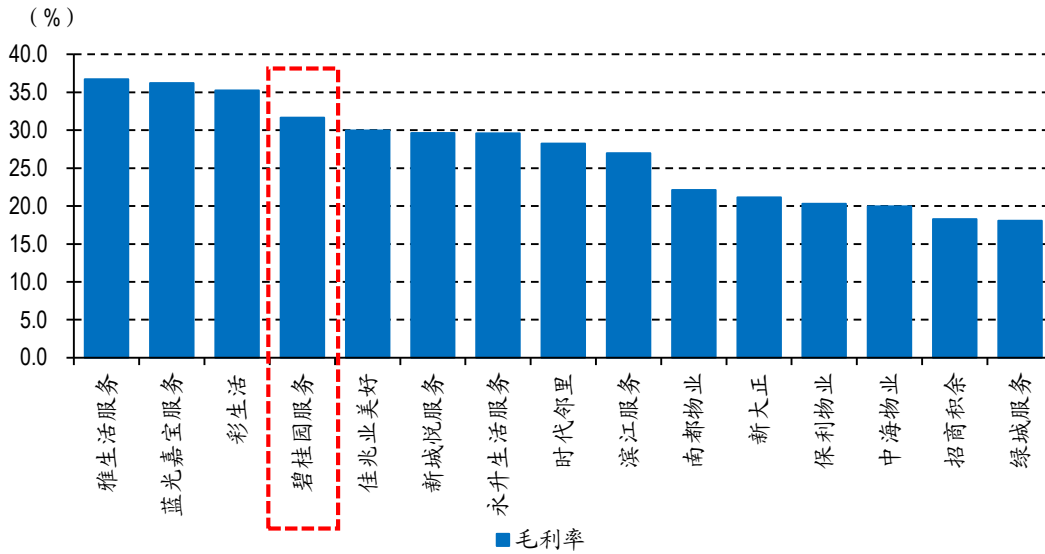
资料来源：公司公告，华创证券

图表 53、主要业务毛利率情况



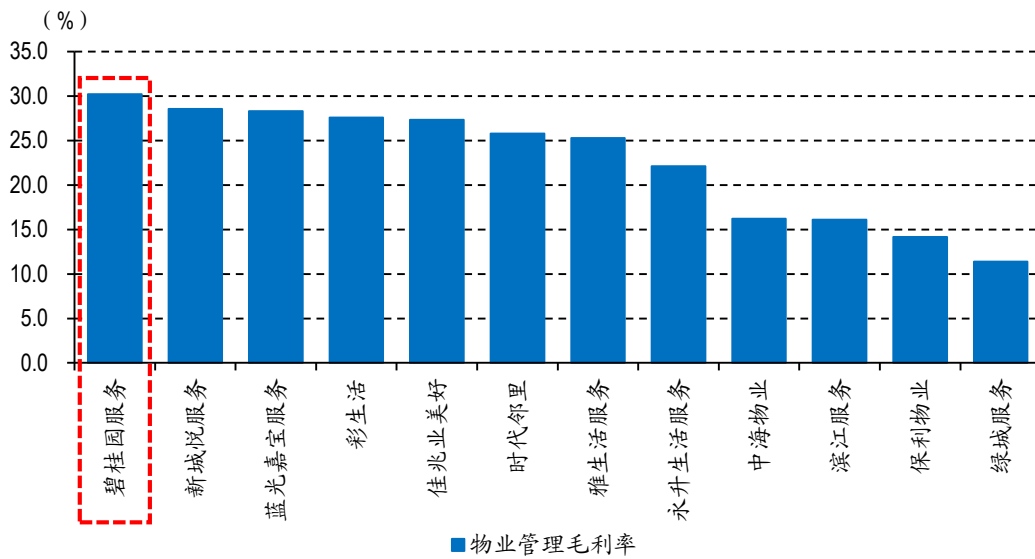
资料来源：公司公告，华创证券

图表 54、主流公司 2019 总毛利率对比



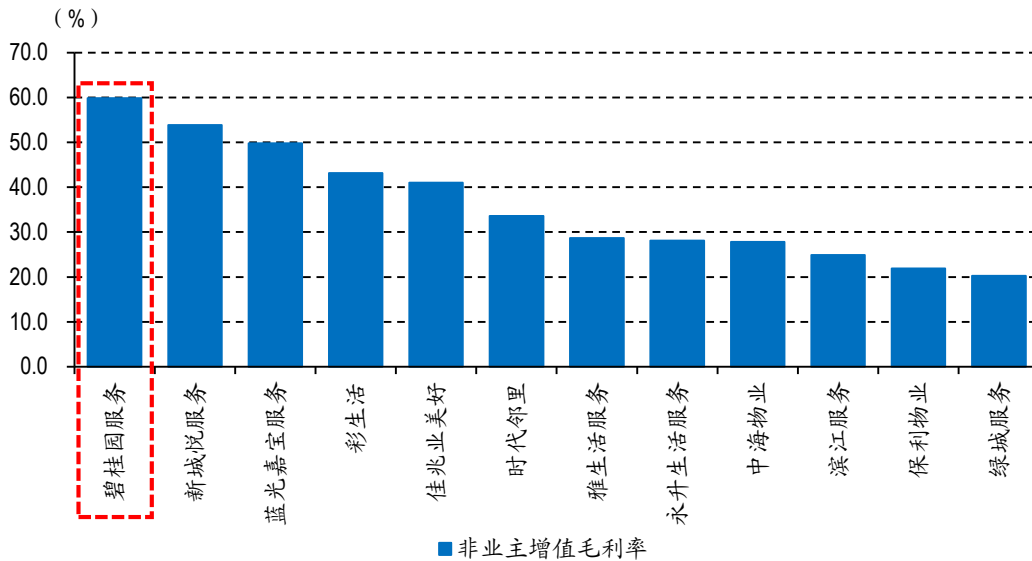
资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 55、主流公司 2019 物业管理服务毛利率对比



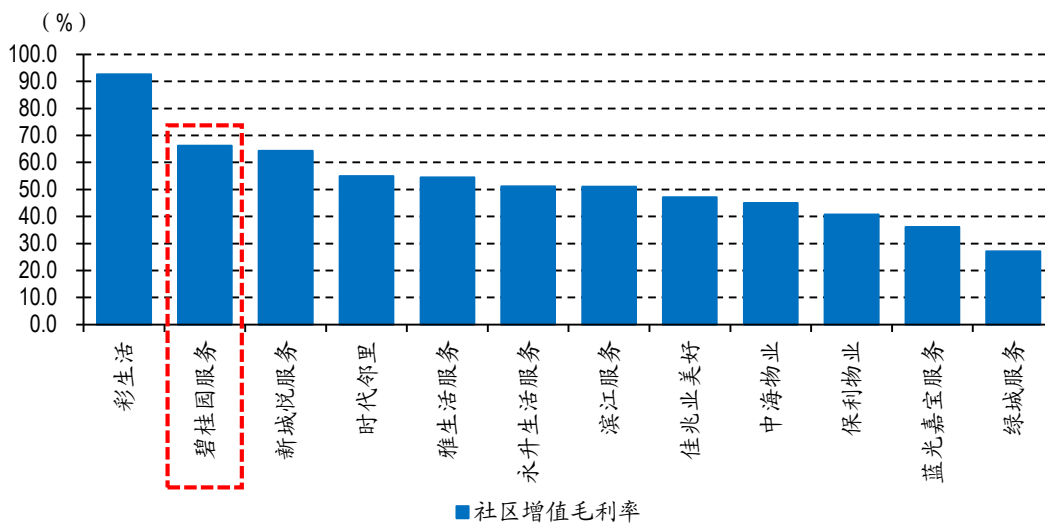
资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 56、主流公司 2019 非业主增值服务毛利率



资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 57、主流公司 2019 社区增值服务毛利率



资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

(三) 其他情况: 收缴率保持高位, 负债率稳定, 在手现金达 69 亿, ROE 领跑行业

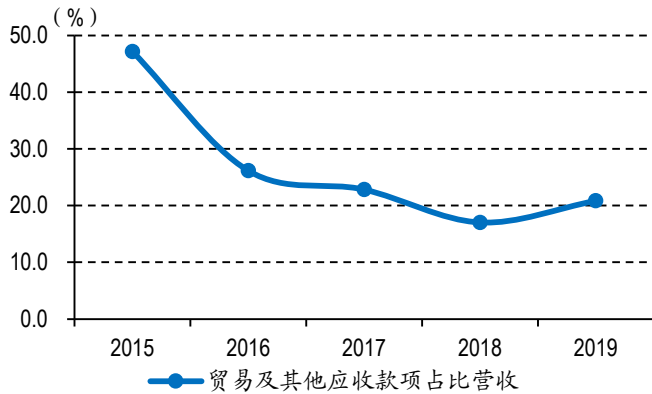
2019 年末公司贸易及其他应收款 20.1 亿元, 占比营收 20.8%, 近年基本保持稳定; 其中与基础物管、非业主增值和供热相关应收款 16.3 亿元, 账期 1 年内占比 88%。2018-19 年平均应收账款坏账准备比例在 4.1%, 与公司稳定在 95% 左右的收缴率匹配。

负债方面, 2019 年末公司资产负债率 53.7%, 处于合理水平; 在手货币资金 69.1 亿元, 赋予了公司较大的外延并购空间, 近三年占比营收稳定在 80% 左右, 财务状况良好。公司 2019 年度管理费率为 12.5%, 主要由于其中计入了

区域及项目管理人员成本, 处于主流公司中等水平。

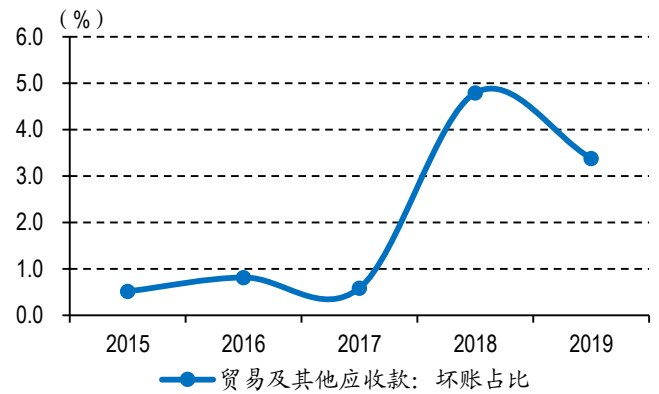
横向对比来看, 2019 年公司 ROE43.8%, 处于主流物管公司第一、领跑行业。

图表 58、公司应收账款及占比营收情况



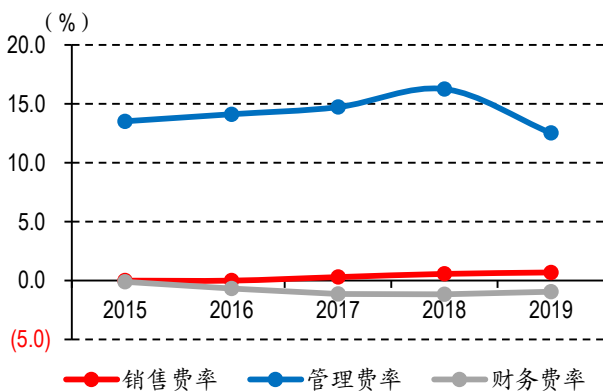
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 59、公司应收账款坏账比例在 4% 左右



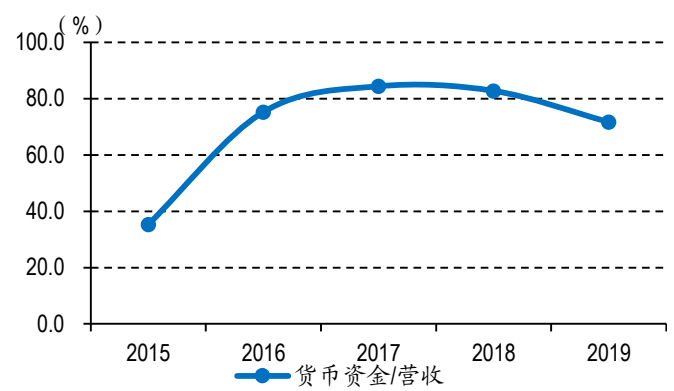
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 60、公司三费费率



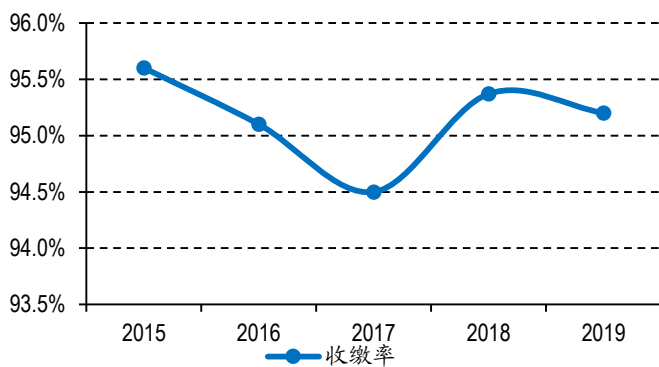
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 61、公司货币资金占比营收情况



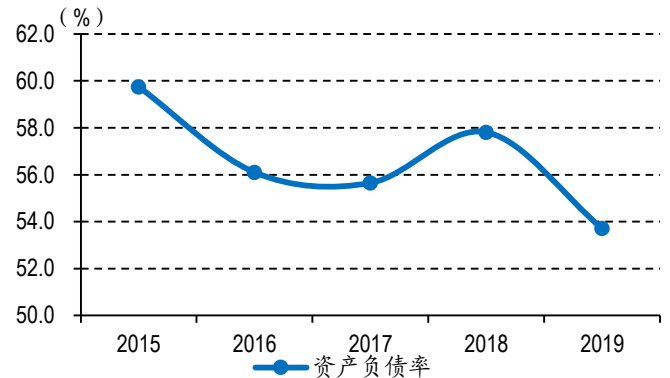
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 62、公司物业费收缴率



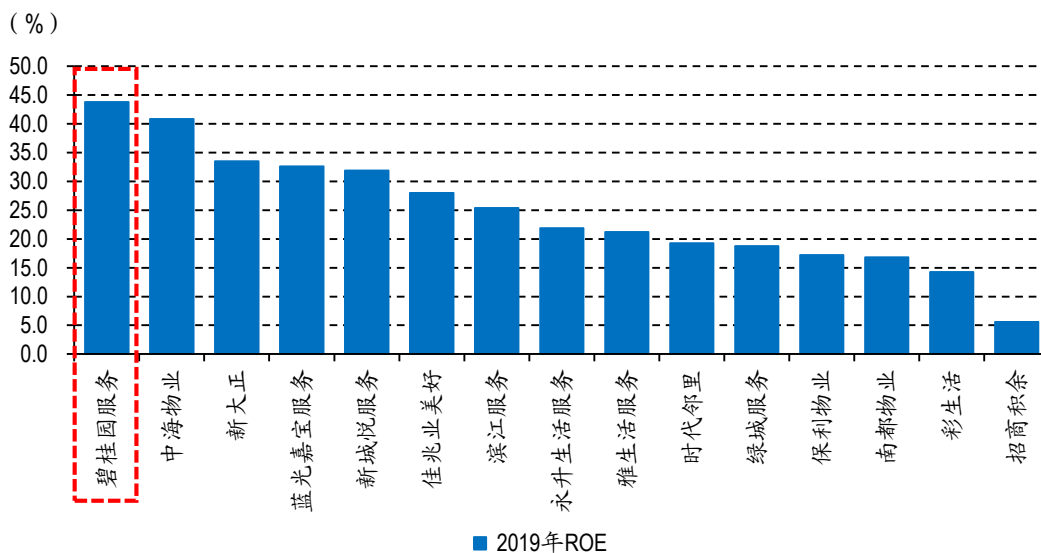
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 63、公司资产负债率



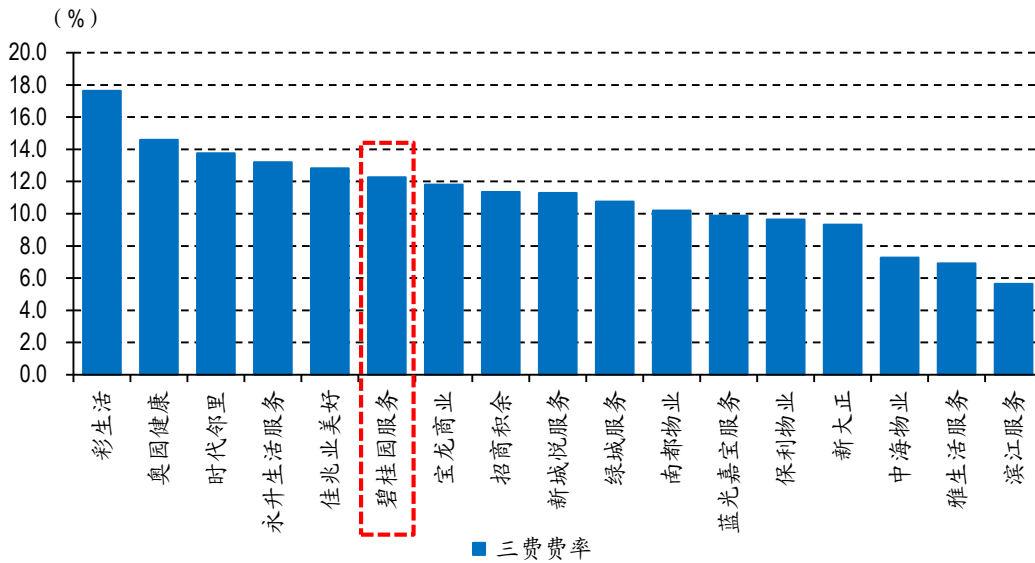
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 64、主流公司 2019 年 ROE 对比



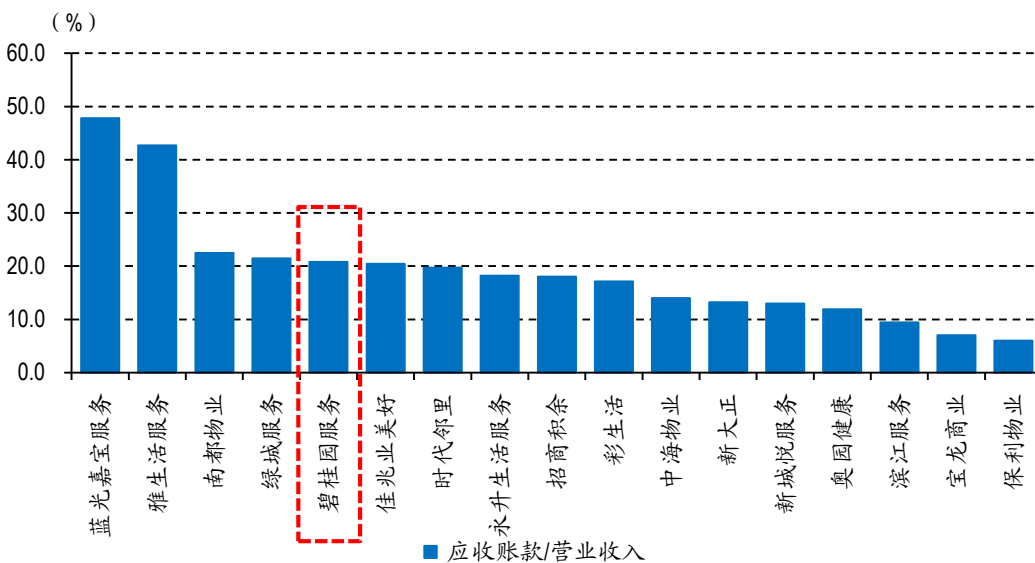
资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 65、主流公司 2019 年三费率对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 66、主流公司 2019 年应收账款/营收对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

四、盈利预测&估值分析: 预计未来三年业绩高增, 合理 21PE 35 倍, 对应市值 1,253 亿港元

(一) 盈利预测: 预计 20-22 年营收同比+42%/+42%/+37%、业绩同比+40%/+38%/+39%

1) 物业管理服务。2014-2019 年, 公司在管面积增速 CAGR 达 40.0%, 合同面积 CAGR 达 37.6%。截至 2019 年末, 公司在管面积 2.76 亿平米, 合约面积覆盖在管面积 2.5 倍, 在主流物管公司中排名第二。此外, 考虑到碧桂园销售稳增, 后续将持续为公司输血, 预示管理面积规模增长有较强保障。同时, 公司积极布局城市服务业态, 开

拓非住宅物管蓝海市场。因此，我们预计 2020-22 年公司物业管理服务收入规模同比+45%、+45%、+40%。考虑到公司住宅项目新交付项目提升与存量老项目增加，我们预计 2020-2022 年物业管理服务毛利率微降，分别为 30%、29%和 29%。

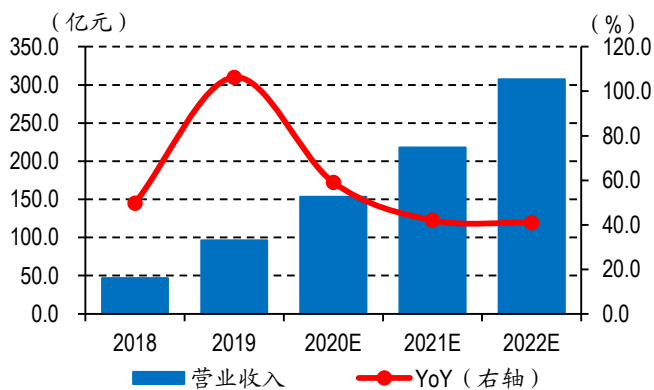
2) 非业主增值服务。非业主增值服务主要和公司住宅项目交付期强相关，考虑到后续碧桂园以及地产行业销售增速回落，因此我们预计非业主增值服务增速有所下降，预计 2020-2022 年公司非业主增值服务收入规模同比+40%、+40%、+35%；对应毛利率也略有下降，预计分别为 38%、38%、38%。

3) 社区增值服务。2019 年，公司社区增值服务实现收入 8.7 亿元，同比+107%；对应营收和毛利分别占比 9%和 19%；其中家居生活类服务收入占比 71%，同比+10.4pct，结构持续优化。此外，公司在三四线定位中高端，具有较强的品牌力；并且本次疫情应对中公司体现出较强的专业服务素质，后续业主黏性有望进一步提升。随着公司管理面积逐步扩大，增值服务潜力较大。因此，我们预计 2020-2022 年公司社区增值服务收入规模同比+50%、+50%、+50%；毛利率维持高位，分别为 60%、60%和 60%。

4) 三供一业。2019 年公司三供一业开始贡献收入，合计 15.2 亿元，其中物管 5.3 亿元、供热 9.9 亿元，预计后续会快速增长。三供一业的物业和供热毛利率分别在 13.4%和 6.0%，主要由于国企小区成立时间较早、物业费单价较低，以及供热服务成本较高所致，预计后续随着运营服务水平提升利润率或有微增空间。因此，我们预计 2020-2022 年公司三供一业收入规模同比+30%、+25%、+15%；毛利率逐步回升至行业平均水平，其中物业分别为 14.7%、16.0%、17.4%，供热分别为 7.8%、9.6%、11.4%。

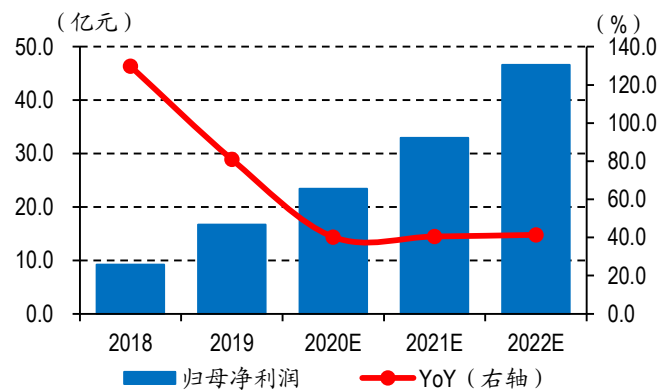
综合之下，我们预计公司 2020-2022 年收入同比+42%、42%、37%，毛利率分别为 35.4%、34.9%、35.1%，归母净利润同比+40%、38%、39%。

图表 67、公司营业收入及同比预测

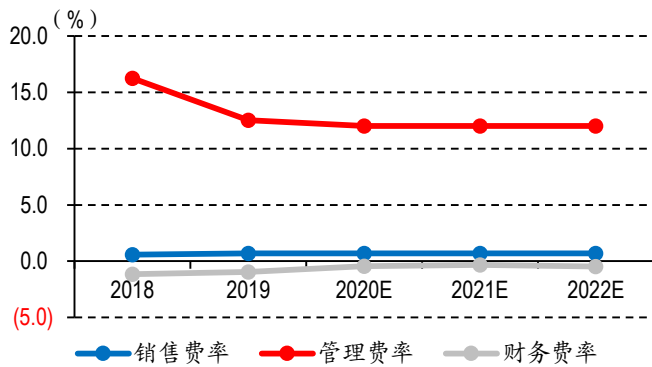


资料来源：公司公告，华创证券

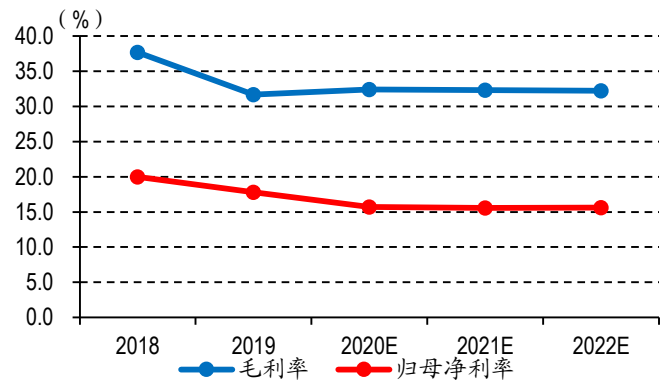
图表 68、公司归母净利润及同比预测



资料来源：公司公告，华创证券

图表 69、公司管理费率 and 财务费率预测


资料来源：公司公告，华创证券

图表 70、公司毛利率和净利率预测


资料来源：公司公告，华创证券

图表 71、公司分业务收入及毛利率预测汇总

科目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
物业管理服务						
收入	25.4	34.5	58.2	84.3	122.3	171.2
YoY	30%	35%	69%	45%	45%	40%
毛利率	29.4%	31.9%	30.2%	30.0%	29.0%	29.0%
非业主增值服务						
收入	3.3	7.9	14.2	19.9	27.9	37.6
YoY	64%	141%	80%	40%	40%	35%
毛利率	43.2%	48.1%	41.0%	38.0%	38.0%	38.0%
社区增值服务						
收入	2.4	4.2	8.7	13.0	19.5	29.2
YoY	24%	73%	107%	50%	50%	50%
毛利率	57.7%	66.1%	66.2%	60.0%	60.0%	60.0%
三供一业物业服务						
收入	-	-	5.3	6.8	8.5	9.8
YoY	-	-	-	30%	25%	15%
毛利率	-	-	13.4%	14.7%	16.0%	17.4%
三供一业供热服务						
收入	-	-	9.9	12.9	16.1	18.5
YoY	-	-	-	30%	25%	15%
毛利率	-	-	6.0%	7.8%	9.6%	11.4%
其他业务						
收入	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
YoY	-4.8%	192.3%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%

毛利率	84.4%	36.6%	42.2%	42.2%	42.2%	42.2%
合计						
收入	31.2	46.8	96.4	137.2	194.6	266.8
YoY	32%	50%	106%	42%	42%	37%
毛利率	33.2%	37.7%	31.6%	35.4%	34.9%	35.1%

资料来源：公司公告，华创证券预测

(二) 估值分析：物管行业龙头、全方位高成长，合理 21PE 35 倍、对应市值 1,253 亿港元

公司 2020/2021 年 PE 分别为 38/27 倍，高于主流 15 家物业公司平均 33/24 倍，低于其余 4 家龙头物业公司平均 47/35 倍；公司 2020/2021 年 PS 分别为 6.4/4.5 倍，高于主流 15 家物业公司平均 3.9/2.9 倍，高于其余 4 家龙头物业公司平均 4.0/3.1 倍。参考其余 4 家龙头物管公司（招商积余、保利物业、绿城服务、中海物业）21PE 平均 35 倍，考虑到碧桂园服务作为三四线龙头，拥有内生快增、并购加速、社区增值服务结构持续优化、三供一业和城市服务发力等特点，中长期业绩将更可持续发展，我们认为公司 2021 年合理 PE 为 35 倍、对应 21PS 为 5.8 倍，对应目标市值 1,129 亿元（1,253 亿港元）。

图表 72、主流物业管理公司估值表

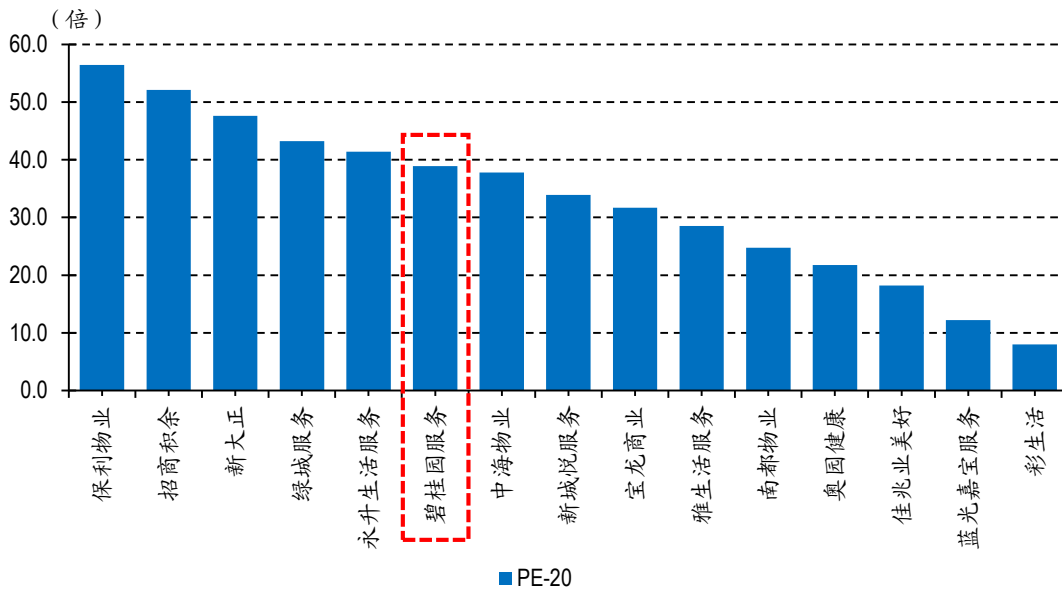
代码	公司	股价(元/港元)	毛利率(%)	归母净利率(%)	总市值(亿元/港元)	PE-20(倍)	PE-21(倍)
001914.SZ	招商积余	33.34	19.6	12.9	354	52.1	38.9
002968.SZ	新大正	59.13	21.2	9.9	64	47.6	37.3
603506.SH	南都物业	26.21	22.1	8.7	35	24.7	19.6
6049.HK	保利物业	82.25	20.1	7.9	455	56.4	41.2
6098.HK	碧桂园服务	35.30	37.7	19.7	972	38.9	28.1
2869.HK	绿城服务	10.10	17.8	7.2	298	43.2	32.7
2669.HK	中海物业	8.22	20.4	9.7	270	37.8	29.2
1995.HK	永升生活服务	10.90	28.7	9.3	167	41.4	25.7
1755.HK	新城悦服务	18.88	29.5	13.1	154	33.9	23.5
3319.HK	雅生活服务	40.70	38.2	23.7	543	28.5	22.1
1778.HK	彩生活	3.47	35.5	13.4	49	8.0	7.2
2606.HK	蓝光嘉宝服务	44.10	33.2	19.7	79	12.2	9.0
3662.HK	奥园健康	8.35	33.7	12.6	61	21.8	15.9
9909.HK	宝龙商业	14.62	27.1	11.1	91	31.7	21.8
2168.HK	佳兆业美好	30.65	30.9	6.0	43	18.2	12.9
9928.HK	时代邻里	8.33	27.4	9.1	76	-	-
3316.HK	滨江服务	11.90	26.5	13.8	33	-	-
1417.HK	浦江中国	1.49	17.2	6.5	6	-	-
1895.HK	鑫苑服务	2.13	34.0	19.3	11	-	-
3686.HK	祈福生活服务	0.52	48.7	21.3	5	-	-
1538.HK	中奥到家	0.56	27.6	9.3	5	-	-

平均值				28.4	12.6	179	33.1	24.3
-----	--	--	--	------	------	-----	------	------

资料来源: 各公司公告, Wind, 华创证券预测

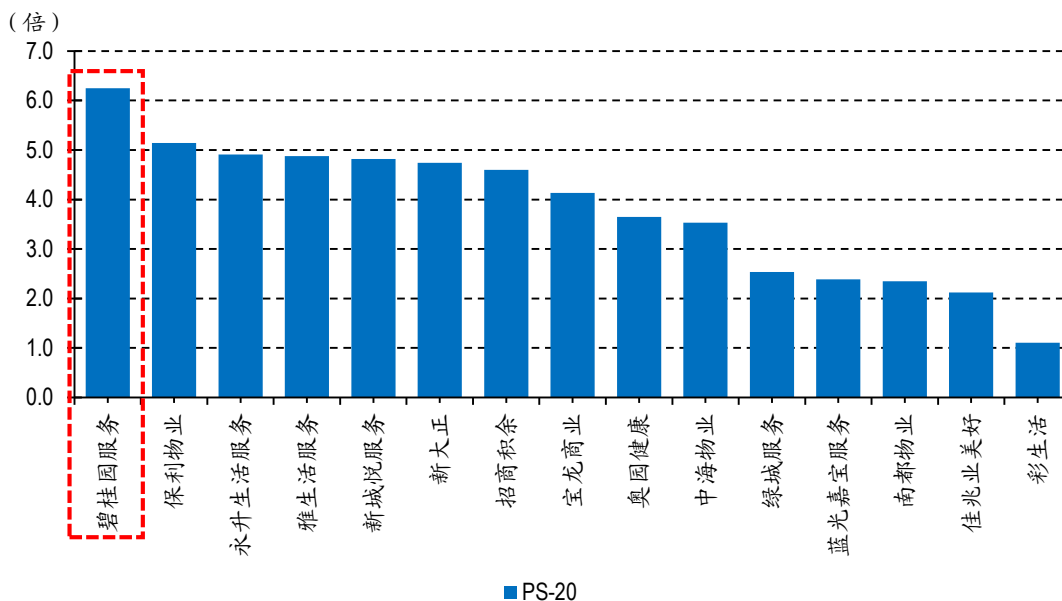
注: 港股股价单位为港元, A 股股价单位为元。港元按照汇率 0.9 折算。取 2020 年 5 月 28 日收盘价。本表业绩预测来自万得一致预期。

图表 73、主流公司 20PE 对比



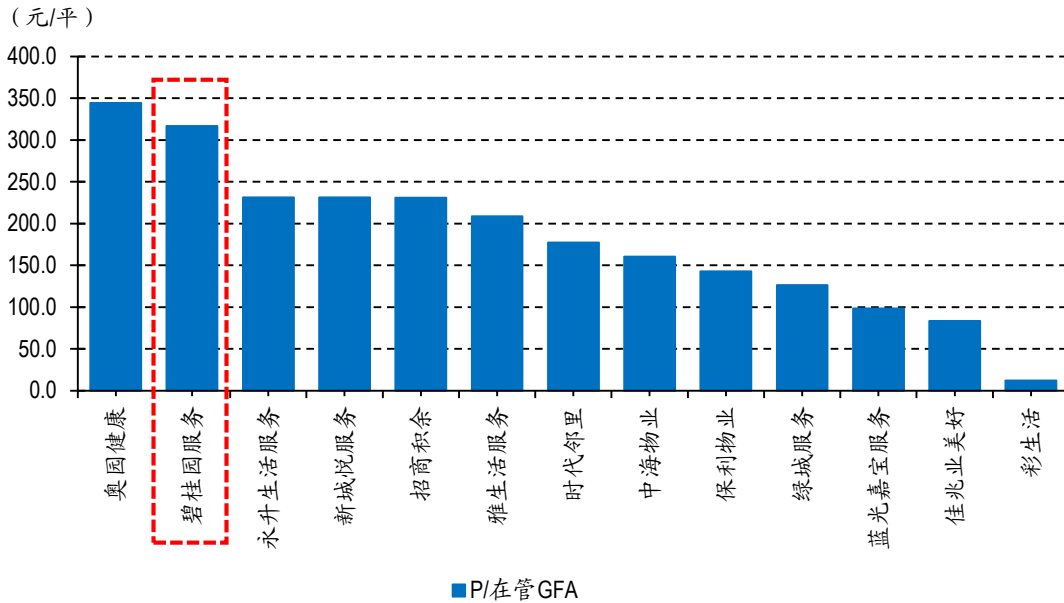
资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 74、主流公司 20PS 对比



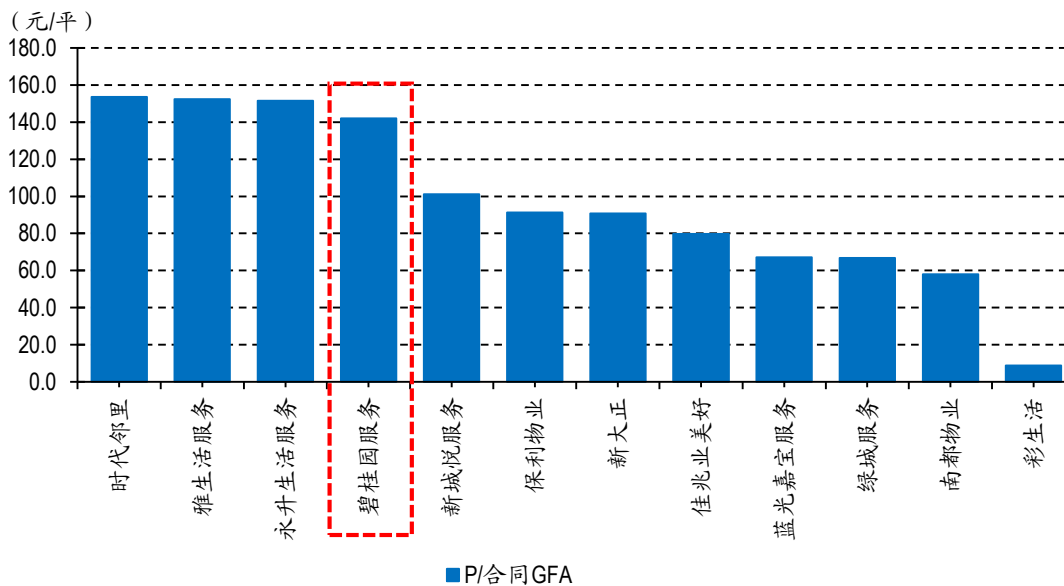
资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 75、主流公司市值/在管面积对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 76、主流公司市值/合同面积对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

五、投资建议：物管行业龙头，全方位高成长，首次覆盖、并给予“强推”评级

碧桂园服务背靠碧桂园集团，未来将依靠四大优势实现优质增长：继承碧桂园高增长内生竣工交付与外延规模并购；社区增值服务高速增长，全方位打造流量变现模式；“物业城市”扩容物管蓝海，公司先发地位和快速拓展优势明显；三供一业稳步拓展，中石油项目逐步贡献收入、未来增值服务值得期待。目前公司合约/在管面积比达 2.5

倍，位列行业第二，将助力未来规模快速扩张。我们预测公司 2020-22 年每股收益分别为 0.85、1.17、1.63 元，并按照 2021 年目标 PE35 倍，给予目标价 45.52 港元，首次覆盖，并给予“强推”评级。

六、风险提示：业务拓展不及预期，人工成本上升致利润率下行

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,914	7,548	10,705	14,674
应收账款及票据	2,004	2,851	4,044	5,543
存货	14	20	28	39
其他流动资产	1,293	1,292	1,296	1,302
流动资产合计	10,224	11,711	16,073	21,558
固定资产	312	312	312	312
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	1,733	1,776	1,835	1,910
非流动资产合计	2,045	2,087	2,147	2,222
资产合计	12,269	13,798	18,220	23,780
短期借款	0	1,337	1,093	481
应付账款	1,480	1,990	2,844	3,889
应交税金	267	245	350	479
其他流动负债	4,681	2,463	3,494	4,789
流动负债合计	6,427	6,034	7,781	9,638
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	162	218	312	427
非流动负债合计	162	218	312	427
负债合计	6,590	6,252	8,094	10,065
归母所有者权益	5,373	7,187	9,696	13,185
少数股东权益	306	358	430	530
所有者权益合计	5,680	7,546	10,126	13,714
负债和股东权益	12,269	13,798	18,220	23,779

现金流量表

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,671	2,334	3,227	4,487
折旧与摊销	94	31	31	31
营运资本变动	(92)	(344)	(347)	(463)
其他经营活动现金流	(100)	(69)	(85)	(161)
经营活动产生的现金流量	1,574	1,952	2,826	3,894
资本性支出	0	0	0	0
其他投资活动现金流	74	(69)	(85)	(161)
投资活动产生的现金流量	74	(69)	(85)	(161)
债务增加	2,105	(825)	882	797
股权融资	0	0	0	0
支付股利	0	519	718	999
其他筹资活动现金流	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	1,391	(1,248)	411	231
现金及等价物净增加额	3,045	634	3,157	3,970
现金及等价物期末余额	6,914	7,548	10,705	14,674

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,645	13,724	19,463	26,681
营业成本	6,593	8,862	12,666	17,323
销售费用	67	95	135	185
管理费用	1,208	1,718	2,437	3,341
财务费用	(92)	(69)	(85)	(161)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	8	0	0	0
营业利润	1,910	3,118	4,311	5,994
营业外收支	166	0	0	0
利润总额	2,076	3,118	4,311	5,994
所得税	358	717	991	1,379
净利润	1,718	2,401	3,319	4,615
少数股东损益	48	67	92	128
归属母公司净利润	1,671	2,334	3,227	4,487
NOPLAT	1,427	2,331	3,234	4,454
EPS(摊薄) (元)	0.61	0.85	1.17	1.63

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	106%	42%	42%	37%
EBIT 增长率	83%	71%	39%	38%
归母净利润增长率	81%	40%	38%	39%
获利能力				
毛利率	32%	35%	35%	35%
净利率	18%	17%	17%	17%
ROE	31%	32%	33%	34%
偿债能力				
资产负债率	54%	45%	44%	42%
债务权益比	1.2	0.8	0.8	0.7
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.2
速动比率	1.6	1.9	2.1	2.2
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.05	1.22	1.27
应收帐款周转天数	40	50	50	51
存货周转天数	1	1	1	1
每股指标				
每股净资产	1.98	2.61	3.52	4.79
每股收益	0.61	0.85	1.17	1.63
估值比率				
P/E	52.4	37.5	27.1	19.5
P/B	16.0	12.2	9.0	6.6
EV/EBITDA	88.6	73.7	71.8	70.6

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018年金牛奖评选房地产行业第一名；2019年金麒麟评选房地产行业第二名；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500