

# 中海物业 (02669.HK)

## 高品质物管翘楚谱新篇

**砥砺三十载，物管先行者。**公司成立于1986年，是老牌物业管理服务商，背靠中国海外集团强大后盾，2015年在香港联交所上市。公司2015-2018年营业收入/归母净利润CAGR为18%/51%，2018年分别达41.5/4.0亿港元。荣膺中房报“2018中国物业管理公司品牌价值百强榜”NO.1。

**万亿物管行业迎黄金发展期，龙头市占率快速提升。**地产行业进入白银时代，但物业管理则迎来黄金发展期。每年近10亿平米的竣工面积为物业管理市场带来稳定增量，而业主对物业品质要求的不断提高则赋予了行业更深层的生命力。预计行业将稳步朝万亿规模进军。当前行业正面临集中度快速提升期，上市物管公司凭借关联地产商增长、自身品牌品质市场化外拓、并购整合以及增值服务业务拓展实现市占率提升。

**高端品质、高线布局及央企背景构筑强大竞争力。**公司以定位高端、服务品质突出著称，物业费单价行业领先，具有强大品牌实力。公司项目聚焦一二线城市，且项目密度较同业大，便于挖掘增值服务空间、享受集聚规模效应。公司兼具优秀管理团队与央企背景，在享受中海地产稳定增量物业面积贡献的同时，具有突出的资源优势承接各类商业、政府物业项目。强大的综合竞争力有望促公司持续稳健、高质量增长。

**受益中海地产拐点向上，外拓与增值业务有望逐步加快。**公司2015-2018年在管面积CAGR为19.5%，2018年达到1.41亿平方米。颜建国回归中海地产一年多后得到大股东进一步任命与授权，表明其管理与团队受到充分认可，结合中海地产拿地和销售提速，我们判断中海地产中期拐点向上，未来将为公司持续贡献增量物业面积。此外，公司过去收入和盈利主要依靠基础物管、尤其是来自中海地产的物业为主（预计约90%），但2018年年报明确提出要通过外接等手段扩大管理规模，以及发展增值业务形成新的利润增长点，我们预计未来公司外拓与增值业务增长有望逐步加快。

**投资建议：增长稳健，盈利质量高，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预测公司2019-2021年的归母净利润分别为5.0/6.1/7.4亿港元，同比增长25.4%/21.4%/20.2%，对应EPS分别为0.15/0.19/0.22港元，2018-2021年CAGR为22%，当前股价对应PE为24.7/20.3/16.9倍。考虑到中海地产拐点向上、公司增长稳健、盈利质量较高，以及行业良好的前景，给予4.7港元目标价（对应2019年31倍PE），首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**中海地产增速放缓或交付不及预期风险、增值服务发展不达预期风险、人员成本管理风险、汇率波动风险、毛利率中长期下行风险等。

财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	3,358	4,155	5,076	6,124	7,331
增长率 yoy (%)	31.0	23.7	22.2	20.6	19.7
归母净利润(百万港元)	307	402	504	612	736
增长率 yoy (%)	35.6	31.1	25.4	21.4	20.2
EPS 最新摊薄(港元/股)	0.09	0.12	0.15	0.19	0.22
净资产收益率(%)	35.7	36.0	31.0	27.4	24.8
P/E(倍)	40.5	30.9	24.7	20.3	16.9
P/B(倍)	14.53	11.11	7.7	5.6	4.2

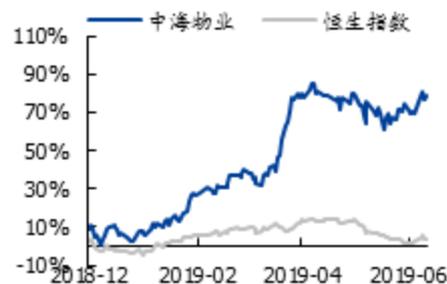
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	
最新收盘价	3.78
总市值(百万港元)	12,424.33
总股本(百万股)	3,286.86
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

##### 分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

#### 相关研究

1、《新城悦(1755.HK)：高成长物业管理新星》  
2019-04-29



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万港元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3030	3263	4274	4889	6312
现金	2452	2398	3066	3838	4736
应收账款	374	411	858	431	1035
其他应收款	194	417	330	571	507
预付账款	0	0	0	0	0
存货	10	37	20	49	33
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	269	294	321	347	360
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	35	41	39	34	27
无形资产	5	6	7	8	9
其他非流动资产	228	247	274	304	324
<b>资产总计</b>	3299	3557	4595	5235	6672
<b>流动负债</b>	2415	2406	2937	2962	3658
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1593	1604	2136	2161	2857
其他流动负债	823	801	801	801	801
<b>非流动负债</b>	281	22	22	22	22
长期借款	265	0	0	0	0
其他非流动负债	16	22	22	22	22
<b>负债合计</b>	<b>2696</b>	<b>2428</b>	<b>2959</b>	<b>2984</b>	<b>3681</b>
少数股东权益	5	9	11	15	19
股本	3	3	3	3	3
资本公积	853	1116	1116	1116	1116
留存收益	-1	0	506	1122	1863
归属母公司股东收益	856	1120	1624	2236	2972
<b>负债和股东权益</b>	3558	3557	4595	5235	6672

**现金流量表 (百万港元)**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	515	229	714	818	932
净利润	307	406	506	616	741
折旧摊销	16	18	14	17	21
财务费用	9	3	10	7	4
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	674	-296	188	182	171
其他经营现金流	-491	98	-4	-4	-5
<b>投资活动净现金流</b>	-448	-224	-36	-39	-30
资本支出	0	0	-1	-4	-6
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-448	-224	-36	-35	-24
<b>筹资活动净现金流</b>	-206	-384	-10	-7	-4
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-45	-265	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	77	263	0	0	0
其他筹资现金流	-238	-381	-10	-7	-4
<b>现金净增加额</b>	-139	-378	668	772	898

**利润表 (百万港元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3358	4155	5076	6124	7331
营业成本	2555	3306	4021	4833	5770
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	337	416	508	616
管理费用	420	0	0	0	0
财务费用	9	3	10	7	4
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	7	4	4	4	5
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	381	513	633	779	946
营业外收入	48	42	42	42	42
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	429	555	675	821	988
所得税	122	149	169	205	247
<b>净利润</b>	307	406	506	616	741
少数股东收益	0	4	2	3	5
<b>归属母公司净利润</b>	307	402	504	612	736
EBITDA	389	501	607	735	880
EPS (元/股)	0.09	0.12	0.15	0.19	0.22

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	31.0	23.7	22.2	20.6	19.7
营业利润 (%)	26.9	34.7	23.4	23.0	21.4
归属母公司净利润 (%)	35.6	31.1	25.4	21.4	20.2
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	23.9	20.4	20.8	21.1	21.3
净利率 (%)	9.1	9.7	9.9	10.0	10.0
ROE (%)	35.7	36.0	31.0	27.4	24.8
ROIC (%)	23.5	31.0	27.0	23.8	21.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	81.7	68.3	64.4	57.0	55.2
净负债比率 (%)	-253.8	-212.4	-187.5	-170.5	-158.3
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7	1.7
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	11.1	10.6	8.0	9.5	10.0
应付账款周转率	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3
<b>每股指标 (港元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.09	0.12	0.15	0.19	0.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.04	0.22	0.25	0.28
每股净资产 (最新摊薄)	0.26	0.34	0.49	0.68	0.90
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	40.5	30.9	24.7	20.3	16.9
P/B	14.53	11.11	7.66	5.56	4.18
EV/EBITDA	26.40	20.1	15.5	11.8	8.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 公司概况.....	6
1.1. 砥砺三十载，物管先行者.....	6
1.2. 背靠中海外强大实力后盾，董事会及管理层经验丰富.....	8
1.3. 基础物管步伐稳健，增值服务初露锋芒.....	9
2. 行业分析：万亿行业迎黄金发展期，规模成长与服务能力双维度选股.....	11
2.1. 万亿物管行业迎来黄金发展期.....	11
2.2. 行业集中度面临快速提升.....	13
2.3. 近看规模成长，远看增值服务能力.....	15
3. 竞争优势：服务品质上乘，城市布局深入.....	17
3.1. 服务专业精细，客户体验优越.....	17
3.2. 区域均衡发展，聚焦高线城市.....	18
3.3. 深耕单体城市，可享集聚效应.....	21
3.4. 拥有央企背景，享有天然优势.....	22
4. 中海地产拐点向上，增值服务“双联”合璧.....	23
4.1. 基础物管：中海地产拐点向上，公司物管业务增长可期.....	23
4.1.1. 中海地产拐点向上，公司在管面积有望稳健增长.....	23
4.1.2. 列入集团发展战略，第三方外拓有望逐步加快.....	26
4.1.3. 发展非住宅物业，进阶资产管理.....	26
4.2. 增值服务：打造“双联”平台，拥抱技术创新.....	27
4.2.1. 社区服务：优你互联多元发展，塑造互联网生态圈.....	28
4.2.2. 工程服务：兴海物联全链服务，领军“9S3A”智慧园区.....	29
4.2.3. 收购地产停车位，再添增长点.....	30
5. 财务分析：盈利质量高，回报率居行业上游.....	30
5.1. 毛利率水平合理，盈利质量较高.....	31
5.2. 回报率居行业上游，派息比率逐年上升.....	33
5.3. 应付预收款占比高体现产业链能力，无带息负债.....	34
6. 盈利预测、估值与投资建议.....	35
6.1. 盈利预测.....	35
6.2. 估值与投资建议.....	36
风险提示.....	38

## 图表目录

图表 1: 公司管理项目覆盖情况.....	6
图表 2: 公司历史沿革.....	7
图表 3: 公司主营业务模式.....	7
图表 4: 公司股权结构.....	8
图表 5: 公司董事会及管理层中海系任职经历.....	9
图表 6: 公司历年营业收入及增速.....	10
图表 7: 公司历年归母净利润及增速.....	10
图表 8: 公司营收分业务占比情况.....	10
图表 9: 公司物业管理服务营收构成（百万港元）及增速.....	10
图表 10: 公司物业管理服务毛利构成（百万港元）.....	11

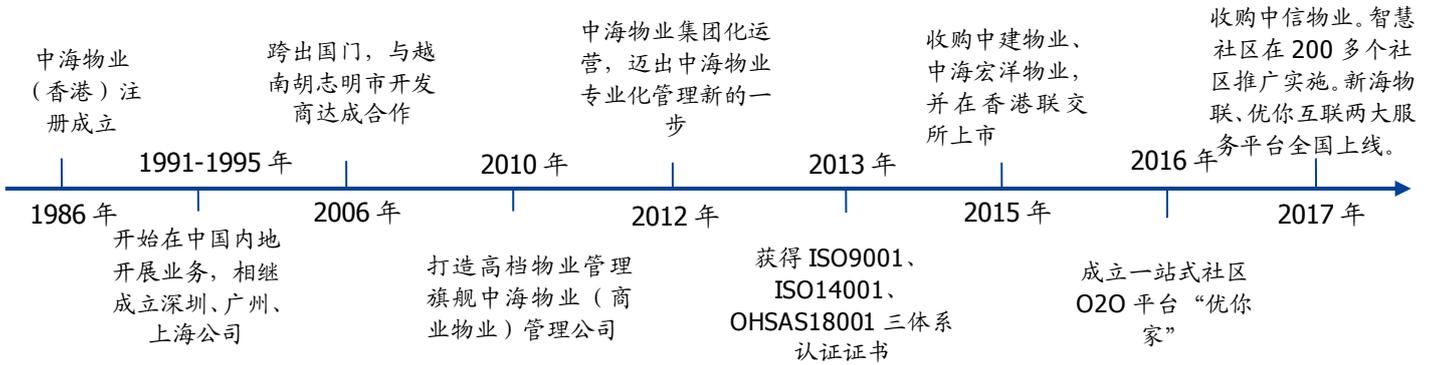
图表 11: 公司增值服务营收及增速	11
图表 12: 2011-2017 年物业行业管理面积规模及增速	11
图表 13: 全国房屋竣工面积及增速	12
图表 14: 全国商品房销售面积及增速	12
图表 15: 我国基础物业管理服务行业市场规模测算	12
图表 16: 百强物管企业平均管理面积及市占率	13
图表 17: TOP 10 物管企业平均管理面积及市占率	13
图表 18: 主要上市物管企业市值与经营情况汇总	14
图表 19: 主要未上市物管企业经营情况汇总	14
图表 20: 2015-2019 年中国物业服务百强企业 TOP10	15
图表 21: 房地产行业销售面积/销售金额 CR100	15
图表 22: 部分物管上市企业历年在管建筑面积 (单位: 万平方米)	16
图表 23: 部分物管上市企业历年储备建筑面积 (单位: 万平方米)	16
图表 24: 中海全流程解决方案与顾问服务	17
图表 25: 公司历年研发服务产品体系	17
图表 26: 物业品牌价值百强榜 TOP10、物业服务百强满意度领先企业 TOP10 名单	18
图表 27: 公司名义物业费单价与同业对比	18
图表 28: 公司物业管理服务分地区收入构成	19
图表 29: 公司华南区营业收入及增速	19
图表 30: 中海地产收购中信地产包土地资源分布	19
图表 31: 公司物业管理项目数前 30 城市及占比	20
图表 32: 中海地产在各区域主要进驻城市	20
图表 33: 中海并购中信地产示意图及中信地产区域分布	20
图表 34: 物业可比公司在管面积对比	21
图表 35: 2018 年公司单个城市在管项目数与同业对比	21
图表 36: 2018 年公司单个城市在管面积与同业对比	21
图表 37: 港珠澳大桥香港口岸区卫生防疫监察服务	22
图表 38: 西九龙高铁站卫生防疫监察服务	22
图表 39: 雄安市民服务中心	22
图表 40: 深圳当代艺术及城市规划展览馆	22
图表 41: 中国房地产企业历年销售额排行榜	23
图表 42: 中海地产历年房地产销售额及同比增速	23
图表 43: 中海地产历年房地产销售面积及同比增速	23
图表 44: 中海地产历年拿地面积及增速 (不含中海宏洋)	24
图表 45: 中海地产历年拿地面积及增速	24
图表 46: 中海地产总土地储备及增速 (不含宏洋)	24
图表 47: 中海宏洋土地储备及增速	24
图表 48: 中海地产土地储备分城市分布	25
图表 49: 中海地产土地储备分区域分布	25
图表 50: 公司历年在管面积及增速	25
图表 51: 公司在管面积结构 (按来源划分)	26
图表 52: 公司非住宅物业管理服务	26
图表 53: 公司在管面积结构 (按物业类别划分)	27
图表 54: 成都中海国际中心 CD 座	27
图表 55: 中建财富国际中心	27
图表 56: 公司增值服务营收及占比 (百万港元)	28
图表 57: “优+” 互联网生态圈	28

图表 58: “优+”互联网生态圈多元服务品牌.....	29
图表 59: 新海物联智慧园区全价值链服务.....	29
图表 60: 公司“9S3A”智慧园区.....	30
图表 61: 公司收购停车位项目情况.....	30
图表 62: 公司历年毛利率与可比公司对比.....	31
图表 63: 公司开发商增值服务毛利占比与可比公司对比.....	31
图表 64: 公司历年各业务毛利率水平.....	32
图表 65: 公司物管业务细分业务毛利率水平.....	32
图表 66: 公司增值服务细分业务毛利率水平.....	32
图表 67: 公司历年费用率与可比公司对比.....	33
图表 68: 公司历年费用率构成.....	33
图表 69: 公司历年净利率与可比公司对比.....	33
图表 70: 公司历年 ROE 与可比公司对比.....	34
图表 71: 公司历年 ROCI 与可比公司对比.....	34
图表 72: 公司历年派息比率.....	34
图表 73: 公司历年资产负债率与可比公司对比.....	35
图表 74: 公司历年有息资产负债率与可比公司对比.....	35
图表 75: 公司流动负债构成.....	35
图表 76: 公司在管面积预测拆分.....	36
图表 77: 公司收入预测拆分.....	36
图表 78: 公司毛利率预测明细表.....	36
图表 79: 部分港股物业上市公司估值表.....	37
图表 80: 部分同业公司其他指标对比参考.....	37
图表 81: FCFF 估值敏感性测试.....	38



年收购中信物业，智慧社区在 200 多个社区推广实施，新海物联、优你互联两大服务平台全国上线。

图表 2: 公司历史沿革



资料来源: 公司官网、招股说明书, 国盛证券研究所

公司业务分为物业管理服务和增值服务两类。其中物业管理服务包含基础物管以及其他服务,基础物管服务方式分为酬金制和包干制,其他服务主要为物业开发商提供交付前服务、协助入伙服务、交付查验服务、工程服务质量监控以及为其他物业公司提供咨询服务。增值服务主要由工程服务和社区资产及服务营运平台两块构成,工程服务分部推出“兴海物联”,主要提供自动化咨询及工程产品销售、维修及保养服务、自动化及其他设备升级服务;社区资产及服务营运平台分部推出“优你互联”,提供自有资产经营、客户资产经营服务生活服务运营和商业服务运营服务。

图表 3: 公司主营业务模式

业务分类	业务内容
物业管理服务	<b>1、基础物管服务</b>
	其中: 包干制
	酬金制
增值服务	<b>2、其他服务</b>
	<b>1、工程服务</b>
	<b>2、社区资产及服务营运平台</b>

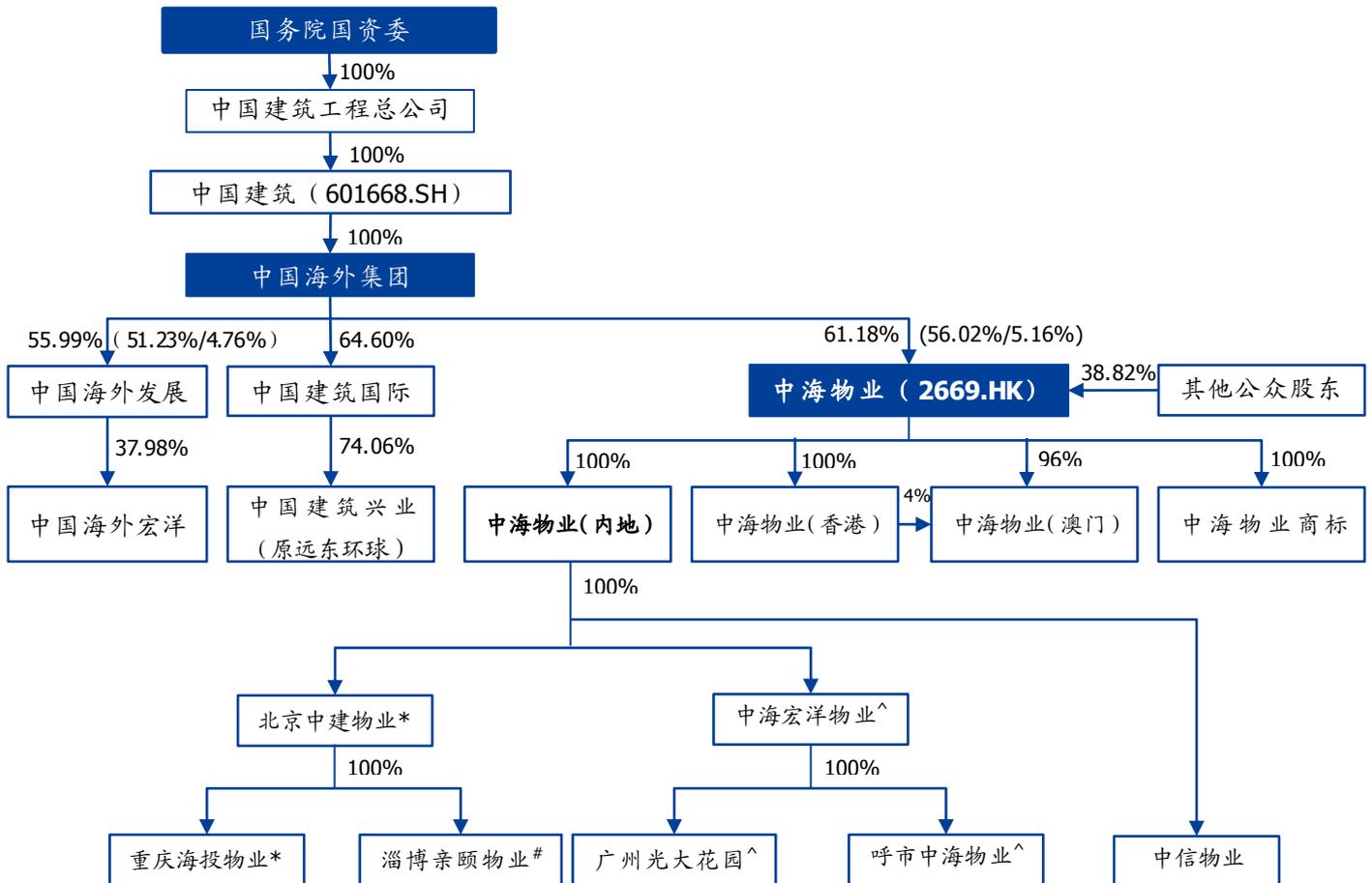
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2. 背靠中海外强大实力后盾，董事会及管理层经验丰富

**背靠中海外强大实力后盾。**公司原先属中国海外发展旗下，后分拆上市，控股股东为中国海外集团，持股 61.18%（其中 5.16% 通过银乐间接持有），其他公众持股 38.82%。目前中国海外发展、中国建筑国际、中海物业均由中国海外集团控股，分别提供房地产开发、建筑工程、物业管理业务。公司主要通过中海物业（内地）、中海物业（香港）、中海物业（澳门）在中国内地以及港澳地区开展业务。

**近水楼台，收购整合集团物业扩规模。**背靠中海外集团，2015 年公司通过内部转让以及收购的方式收购了集团旗下的北京中建物业、重庆海投物业、淄博亲颐物业、中海宏洋物业、广州光大花园以及呼市中海物业，2017 年收购中国海外发展旗下中信物业，进一步扩大规模。

图表 4: 公司股权结构



资料来源：公司公告、Wind。其中括号表示中国海外集团自身及其全资子公司银乐分别持有的股份，\*、#、^分别表示中建股份、中国海外、中国宏洋被收购公司，国盛证券研究所

**颜建国回归，董事会及管理层经验丰富。**颜建国 1990 年加入中国建筑总公司，曾任中海各地子公司总经理、中海地产集团董事副总经理、中国建筑首席信息官、助理总经理等重要职务，与中国建筑总公司与中海地产渊源深厚。2014 年因人事变动而离开中海加入龙湖地产，2017 年 6 月回归集团，目前为公司主席兼非执行董事，拥有 29 年建筑和房地产企业投资管理经验。此外，公司大部分董事会成员、高管均有丰富的地产背景经验。

图表 5: 公司董事会及管理层中海系任职经历

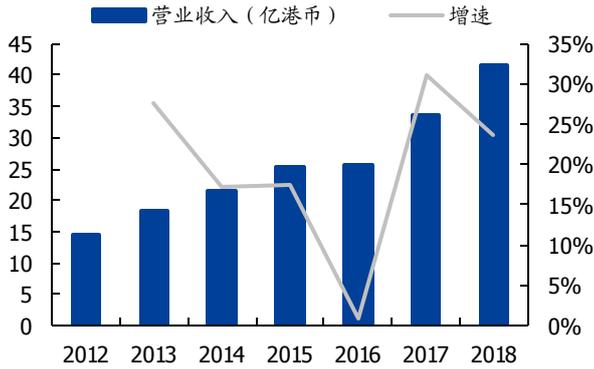
姓名	加入本公司日期	本公司现任职位	中海系公司任职经历
颜建国	2017年6月	主席兼非执行董事	1990年-1992年，任职于中海地产深圳。2001至2011年，任职于中国海外发展。2011年至2014年，任职于中建集团。
杨鸥	1.2002年 2.2017年6月	执行董事兼行政总裁	2002-2016年一直先后就任于中海系部门，2016年6月-2017年6月曾任碧桂园四川区总裁，2017年6月重新加入中国海外发展，担任客户部总经理
庞金营	—	执行董事兼副总裁	2004年9月加入中国海外发展
甘沃辉	2015年6月	执行董事兼财务总监	2010年3月-2015年6月任职于中国远洋，2015年6月加入公司
黄继生	2005年1月	高级副总裁	2005年1月加入中海物业，出任总经理一职
叶翔	2017年12月	副总裁	1997年1月-2011年8月，先后任职于中海物业、中国海外集团以及中海地产
刘忠华	1995年10月	副总裁	1988年加入中建集团
王知刚	2001年2月	副总裁	1996年7月-2001年8月任职于中国海外发展
李晓华	2001年12月	助理总裁	1999年-2010年12月任职于中国海外发展
李振喜	2010年11月	助理总裁	1997年7月加入中国海外发展
韩芳	2012年9月	助理总裁	2002年2月至2012年8月任职于中国海外发展集团旗下多间附属公司

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.3. 基础物管步伐稳健，增值服务初露锋芒

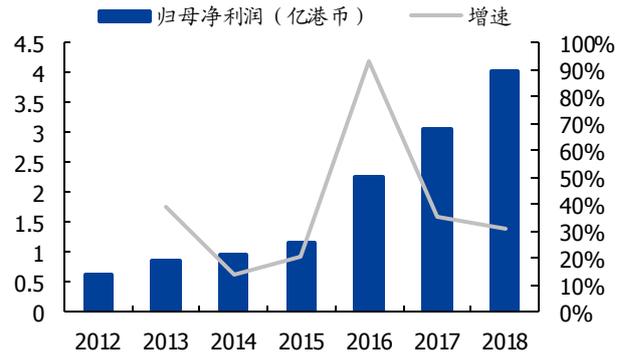
**营收业绩整体稳健。**公司 2015-2018 年营业收入复合增速为 17.8%，归母净利润复合增速为 50.9%，整体稳健。近年来，公司营收业绩增速有所波动，其中 2016 年营收增速大幅下滑主要是由于汇兑损失、营改增以及酬金制占比提升的影响，业绩大幅增长则是由于增值服务的拓展以及酬金制占比提升。2017 年由于收购中信物业并表，营收业绩均实现 30% 以上增长。2018 年实现营收 41.5 亿港元，同比增长 23.7%；实现归母净利润 4.02 亿港元，同比大幅增长 31.1%。受益于中海地产稳定的销售面积与充足的土地储备，公司处于稳步发展状态。

图表 6: 公司历年营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司历年归母净利润及增速

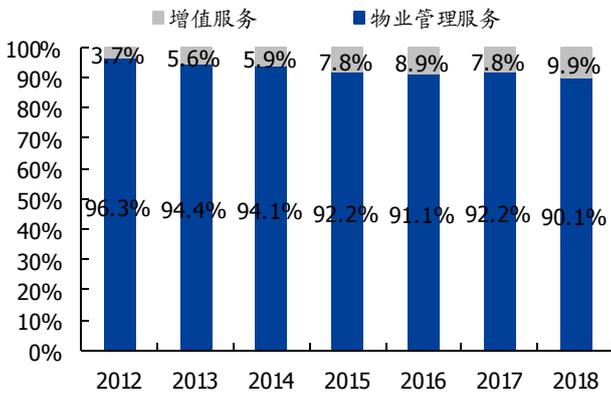


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**基础物管步伐稳健, 酬金制占比较高。**物业管理服务为公司传统主业, 历年贡献 90% 以上的营业收入, 2018 年物管服务收入 37.45 亿港元, 同比增长 21%, 2015-2018 年 CAGR 为 17%, 增长稳健。公司基础物管分为酬金制与包干制两类, 酬金制由于其特殊的业务形式, 毛利率为 100%, 因此酬金制业务收入低于相同在管面积下的包干制业务, 我们估计公司在管面积中酬金制与包干制的占比约为 50%/50%, 从公司的毛利构成可以发现, 酬金制与包干制分别贡献公司物管业务 42%、49% 的毛利。

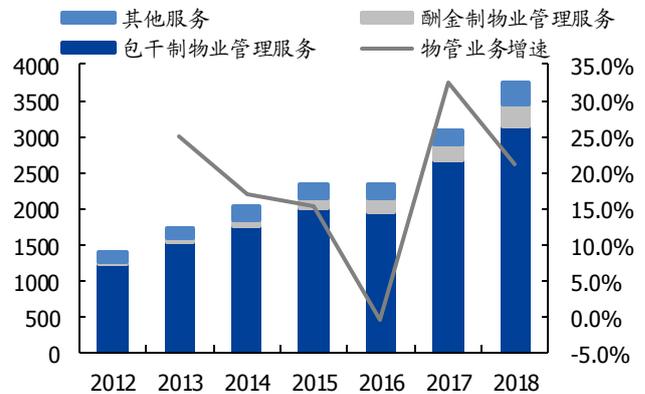
**增值服务初露锋芒。**增值服务目前处于快速增长阶段, 增值服务占营业收入的比重由 2012 年的 3.7% 提升至 2018 年的 9.9%, 2018 年增值服务营收为 4.1 亿港元, 同比增长 55.7%。

图表 8: 公司营收分业务占比情况



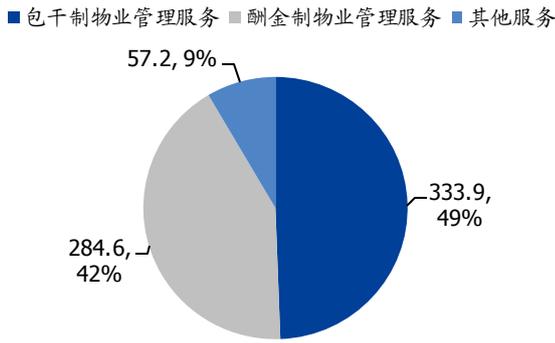
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司物业管理服务营收构成 (百万港元) 及增速



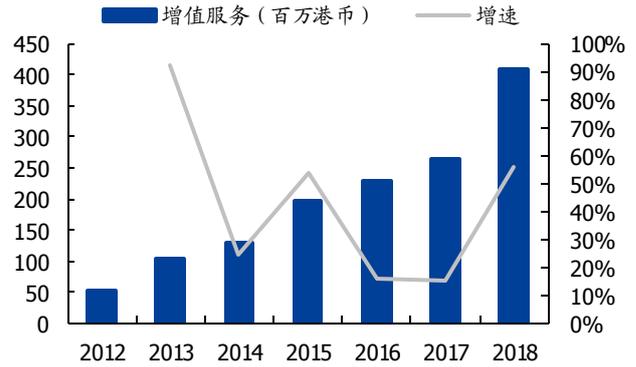
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司物业管理服务毛利构成 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司增值服务营收及增速



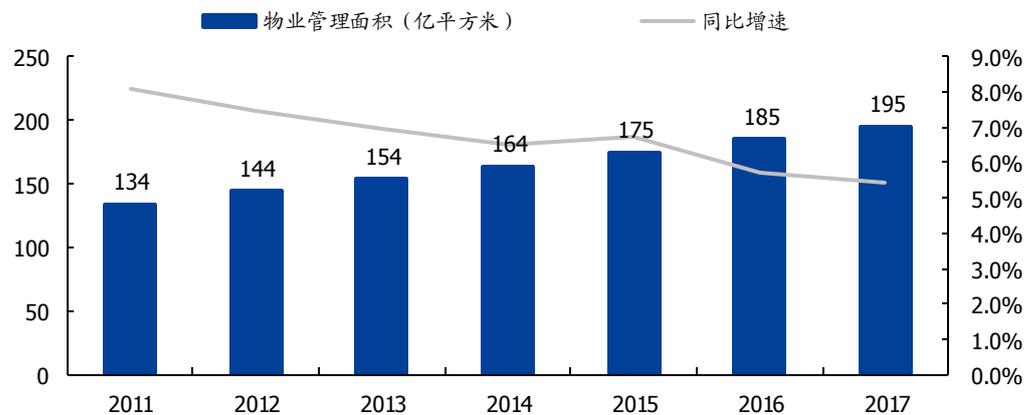
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 行业分析: 万亿行业迎黄金发展期, 规模成长与服务能力双维度选股

### 2.1. 万亿物管行业迎来黄金发展期

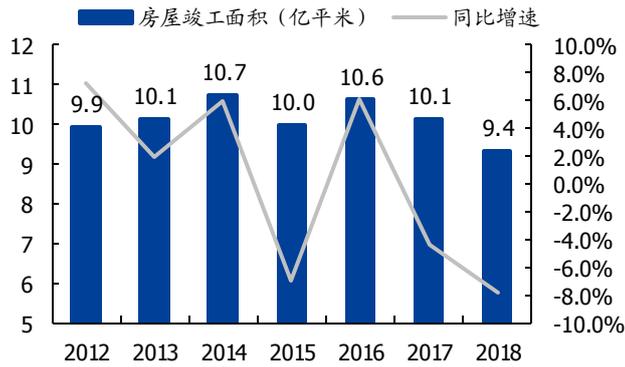
存量物业规模庞大, 竣工交付推动物管面积稳步增长。根据中国指数研究院数据, 2017年我国物业管理面积达到195亿平方米规模, 较2011年增长61亿平方米, 2011-2017年复合增速为6.5%, 维持稳健增长趋势。2012-2018年全国商品房销售面积由11.1亿平方米增长至17.2亿平方米, 2012-2018年CAGR为7.5%。2018年房屋竣工面积为9.4亿平方米, 同比回落7.8%, 近年来每年均保持在约9-10亿平米量级, 这为物业管理行业持续贡献新增规模。

图表 12: 2011-2017年物业行业管理面积规模及增速



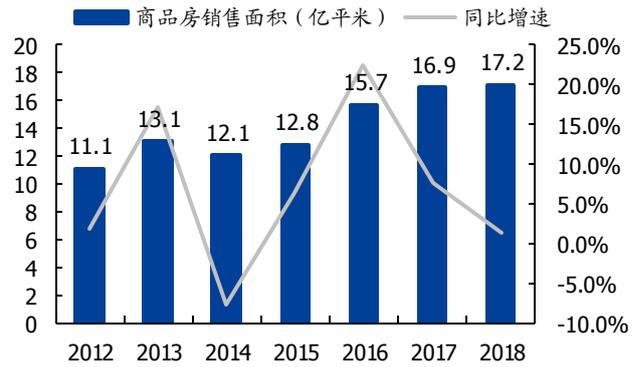
资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 13: 全国房屋竣工面积及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 全国商品房销售面积及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**我们根据以下假设测算基础物管市场规模:**

- (1) 根据近年来房屋竣工面积情况, 假设未来每年新增物管面积为 9 亿平方米;
  - (2) 基于《2018 中国物业服务百强企业研究报告》中百强物业管理面积中住宅/商业/办公/其他物业的比例分别为 69.9%/8.7%/9.1%/12.3%, 假设百强企业的物业类型占比与全行业所有企业物业类型占比一致;
  - (3) 2017 年百强企业住宅/商业/办公物业的物业费均价为 2.30/7.02/7.88 元/月/平米, 我们假设全行业所有企业的住宅/商业/办公物业管理单价为百强企业单价的 80%, 其他物业单价简单假设为 2 元/月/平米。
  - (4) 考虑到新交付物业费单价高于存量物业项目以及存量项目的提价等因素, 假设住宅/商业/办公物业的物业费单价在未来每年增长 1%。
- 基于以上假设, 预计到 2020 年我国基础物管市场规模将达到 7072 亿元。

图表 15: 我国基础物业管理服务行业市场规模测算

年份	物业管理面积 (亿平方米)	住宅物业 (亿平方米)	商业物业 (亿平方米)	办公物业 (亿平方米)	其他物业 (亿平方米)	物业管理市场总规模 (亿元)
2015 年	175	122.3	15.2	15.9	21.5	5371
2016 年	185	129.3	16.1	16.8	22.8	5772
2017 年	195	136.3	17.0	17.7	24.0	6071
2018 年 E	204	142.6	17.7	18.6	25.1	6383
2019 年 E	213	148.9	18.5	19.4	26.2	6725
2020 年 E	222	155.2	19.3	20.2	27.3	7072

资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

除基础物业管理外, 物业管理企业还提供面对小区家庭业主的社区增值服务以及面对开发商的增值服务。其中社区增值服务通常包括提供社区商品销售、家居生活服务(家政、维修、装修等)、社区空间服务(电梯或楼道广告、车位出租等)、物业资产管理(房产经纪、房屋返租、车位尾盘销售等)、文教康养服务等; 开发商增值服务主要包括管理咨询、案场服务、验房服务等。目前各上市物业管理公司均较为重视这两类市场, 前者更具盈利持续性和长远价值想象空间, 而后者当前贡献了相当的盈利。但这两类市场的空间难以准确测算, 尤其是社区增值服务的市场规模有赖于物业公司未来对这一市场的开拓能力。我们参考目前主要上市物业管理公司基础物管收入与增值服务收入比例约为 2:1~3:1, 认为基础物管与增值服务市场规模的比例也约为 2:1~3:1, 则增值服务市场规

模约为 2400-3500 亿元，与基础物管市场合计约 10000 亿元规模。

随着我国城镇化进入中后期，居民消费水平不断提升，对小区物业品质的要求不断提高，对小区生活服务的需求不断增多，这是物业管理行业加快发展的最根本动力。我国物业管理行业将稳步朝万亿规模前行，迎来黄金发展期。

## 2.2. 行业集中度面临快速提升

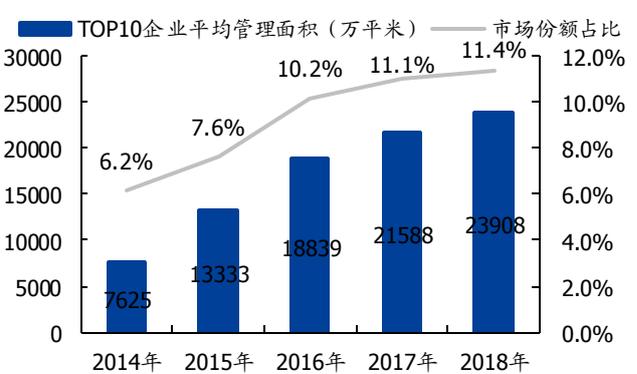
**百强物管企业平均管理面积快速扩张，市场份额稳步提升。**物管龙头企业多数起源于大型地产开发集团，房地产行业集中度提升、物业品牌效应逐渐增强、以及上市企业并购提速，驱动行业集中度快速提升。根据中国指数研究院数据，2018 年百强企业市场份额由 2014 年的 19.5% 提升至 38.9%，TOP10 物业企业市占率则由 6.2% 提升至 11.4%。行业集中度正处于快速提升期，行业龙头强者愈强。

图表 16: 百强物管企业平均管理面积及市占率



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 17: TOP10 物管企业平均管理面积及市占率



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 18: 主要上市物管企业市值与经营情况汇总

公司名称	股票代码	上市时间	上市地点	当前市值	单位	18年营收 (亿元)	18年归母净利润 (亿元)	截至18年末在管面积 (万平)
碧桂园服务	6098.HK	2018-06-19	香港联交所	438.2	港元	46.75	9.23	18151
绿城服务	2869.HK	2016-07-12	香港联交所	165.8	港元	67.1	4.83	17040
雅生活服务	3319.HK	2018-02-09	香港联交所	160.8	港元	33.77	8.01	13812
中海物业	2669.HK	2015-10-23	香港联交所	123.6	港元	36.4	3.52	14090
彩生活	1778.HK	2014-06-30	香港联交所	62.8	港元	36.14	4.85	36320
新城悦	1755.HK	2018-11-06	香港联交所	62.4	港元	11.5	1.5	4289
永升生活服务	1995.HK	2018-12-17	香港联交所	51.3	港元	10.76	1.01	4020
奥园健康	3662.HK	2019-03-18	香港联交所	29.8	港元	6.19	0.78	1040
南都物业	603506.SH	2018-02-01	上海	25.8	人民币	10.59	0.92	5543
滨江服务	3316.HK	2019-03-15	香港联交所	19.9	港元	5.09	0.7	1160
佳兆业物业	2168.HK	2018-12-06	香港联交所	16.0	港元	8.96	0.54	2687
浦江中国	1417.HK	2017-12-11	香港联交所	10.5	港元	3.92	0.25	545
祈福生活服务	3686.HK	2016-11-08	香港联交所	5.6	港元	3.42	0.73	962
中奥到家	1538.HK	2015-11-25	香港联交所	5.2	港元	10.23	0.96	5691

资料来源: Wind、公司公告、国盛证券研究所, 注: 市值为截至2019年6月13日收盘

图表 19: 主要未上市物管企业经营情况汇总

2018年排名	名称	在管面积 (万平方米)	合约面积 (万平方米)	员工人数	2018年收入 (亿元)
1	万科物业	-	53000	80116	97.96
4	长城物业	19000	-	30000	-
5	保利物业	13008	21946	32789	18.53
7	恒大(金碧)物业	-	25300	70000	40.67
8	金地物业	-	15000	-	-
9	龙湖物业	-	26800	15211	-
10	金科物业	-	22000	-	17.34
12	首开鸿城	5102	-	-	19.86
12	融创物业	-	13000	-	-
13	嘉宝股份	6063	-	-	14.64
13	幸福基业	-	7000	15000	7.96
14	远洋亿家	4500	-	12500	-

资料来源: 各公司公告、公司官网, 国盛证券研究所, 注: 保利物业为18年半年度数据

根据中国指数研究院近年来公布的物业服务企业百强名单来看, TOP 10 物业企业基本稳定, 万科物业、绿城服务近年来一直位居前两位, 碧桂园服务受益于近年来管理面积规模的快速增长, 排名由 2015 年的第九位上升至 2019 年的第三位。

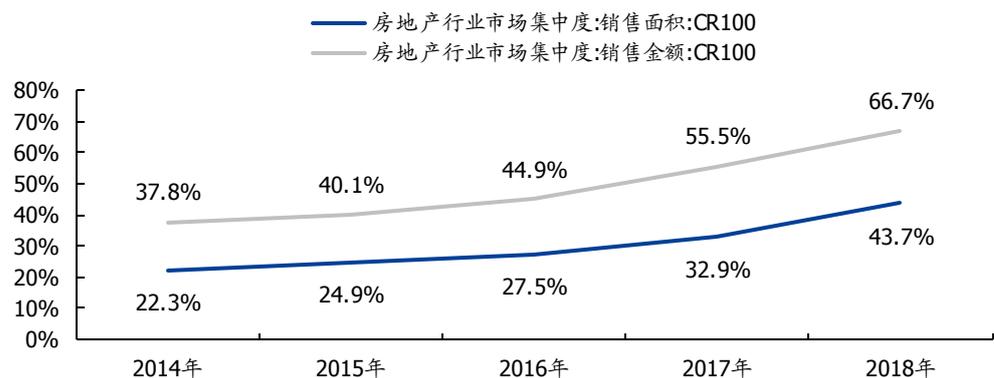
图表 20: 2015-2019年中国物业服务百强企业 TOP10

排名	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
1	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业
2	绿城服务	绿城服务	绿城服务	绿城服务	绿城服务
3	长城物业	保利物业	碧桂园服务	碧桂园服务	碧桂园服务
4	保利物业	长城物业	长城物业	长城物业	保利物业
5	金地物业	碧桂园服务	保利物业	保利物业	长城物业
6	首开物业	中海物业	中海物业	彩生活服务	恒大金碧物业
7	彩生活服务	彩生活服务	彩生活服务	恒大物业	雅生活服务
8	万达物业	万达物业	金科物业	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
10	中海物业	金地物业	龙湖物业	金科物业	金科物业

资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

相比上游地产行业, 物管行业集中度仍有较大的提升空间。行业集中度方面, 2018年房地产市场销售金额/面积 CR100 分别达到 66.7%/43.7%, 而物业服务行业 2017 年的管理面积集中度仅 31.4%, 相比地产行业有较大的提升空间。

图表 21: 房地产行业销售面积/销售金额 CR100



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

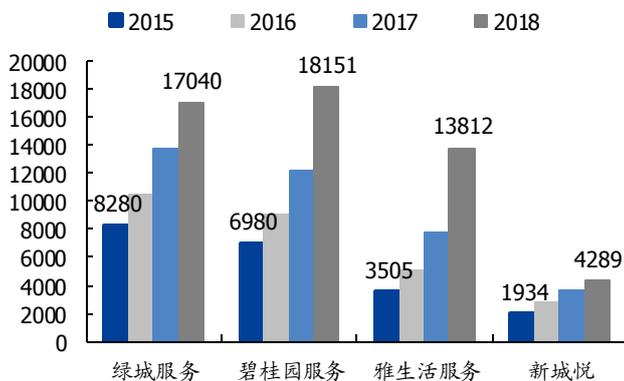
### 2.3. 近看规模成长, 远看增值服务能力

物管企业未来成长的主要路径有两条: 一是通过做大基础物管规模实现成长, 二是开拓增值服务市场、挖掘潜在商业空间。

规模成长是当前物管企业主要成长逻辑, 背靠大型地产商的物管企业更具优势, 中期内增较快且趋势明确。从管理面积的扩张渠道来看, 物业企业主要依靠集团地产销售带来的物业项目以及第三方物管项目的获取。集团地产销售带来的管理面积具备新项目收费高以及项目获取方便、成本低的优点, 第三方物业项目获取则需要物业公司具备较强的品牌实力, 且物业条件不一、管理成本更大。因此背靠大型地产商的物管企业更具优势, 中期内增较快且趋势明确。截至 2018 年末, 绿城服务/碧桂园服务/雅生活服务/新城悦的在管建筑面积分别为 1.7/1.8/1.4/0.4 亿平方米, 分别是 2015 年在管建筑面积的 2.1/2.6/3.9/2.2 倍, 均实现翻倍增长; 绿城服务/碧桂园服务/雅生活服务/新城悦的储备

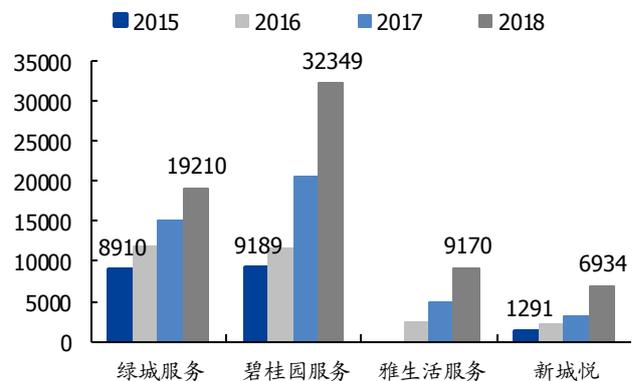
建筑面积(储备建筑面积=合约建筑面积-在管建筑面积)分别为1.9/3.2/0.9/0.7亿平米,未来在管面积规模有望持续扩张。

图表 22: 部分物管上市企业历年在管建筑面积(单位:万平方米)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 部分物管上市企业历年储备建筑面积(单位:万平方米)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

**增值服务市场开拓与商业价值挖潜是物管企业中长期创造价值、实现成长的重要成长方向。**当地产销售增速回落、行业集中度提升趋势放缓、以及物管企业管理面积增长放缓后,增值服务业务对物管企业的重要性将不断提升。围绕万千社区家庭的生活服务市场中长期看具有足够的价值想象空间,通过提供好的产品组合、高品质服务、高效率运营,充分挖掘其中商业价值、形成规模与品牌优势,部分龙头物管企业有可能走出一条更长的成长之路。

**从选股角度看,**具有地产商强力支持的物管公司中期盈利增长较快且趋势明确,而具有较强运营能力与增值服务开拓能力的物管公司在中长期更具生命力和想象空间,当前二者均具有较好投资价值。

### 3. 竞争优势：服务品质上乘，城市布局深入

#### 3.1. 服务专业精细，客户体验优越

**提供全流程解决方案和顾问服务，专业性强。**公司为企业客户提供全程项目管理解决方案，为业主提供全程物业服务解决方案。除了提供全程物业顾问服务之外，公司还为成长期的物管企业提供企业咨询顾问服务，以及派驻物业顾问团队驻场直接管理的深度物业顾问服务。

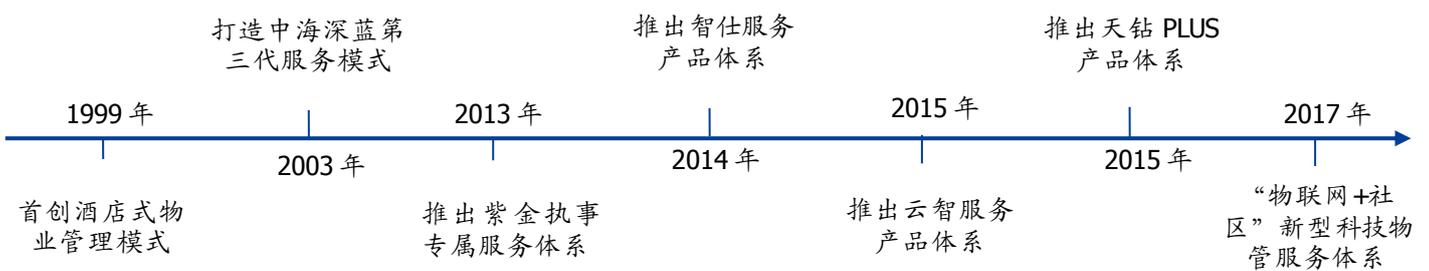
图表 24: 中海全流程解决方案与顾问服务

服务类型	客户群体	服务内容
全程项目管理解决方案	企业	设计阶段（前期咨询服务）→营销阶段（营销案场服务）→施工阶段（智能化设计及施工）→承接查验阶段（承接查验及销项服务）→入伙服务（入伙策划及组织）→运营阶段（社区服务、资产及服务运营）
全程物业服务解决方案	业主	基础物业服务、资产运营平台、智慧园区运行平台、设备全生命周期运维平台、社区文化体系
顾问服务	开发商、运营商	全程物业顾问、企业咨询顾问、深度物业顾问

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**针对客户需求，创新定制化产品，提供精细化服务。**公司针对不同的建筑产品，从不同客户群体的差异化需求出发，率先提出了“服务是需要设计的”、“服务是可以量化的”等服务理念，自主研发多层次的服务产品且不断更迭。公司先后打造中海深蓝、紫金执事、智仕、云智、天钻 PLUS 等一系列中海物业服务体系，以及最新的“物联网+社区”新型科技物管服务体系，通过这些需求导向的优质子品牌，提供精细化服务。

图表 25: 公司历年研发服务产品体系



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**品牌价值高居榜首，满意度行业领先。**在 2018 年由中国房地产报、中国房地产网、中房智库联合主办的“2018 中国物业管理公司品牌价值百强榜”中，中海物业荣膺 2018 中国物业管理百强企业 NO.1，公司品牌价值突出。公司同时也在中指研究院“2019 中国物业服务百强满意度领先企业”中位居第三，仅次于绿城服务、万科服务。公司优秀的品牌价值与客户满意度，体现了公司高质量的物业服务，将为公司未来承接第三方物管业务打造强劲竞争力，同时物业管理费创造一定溢价空间。

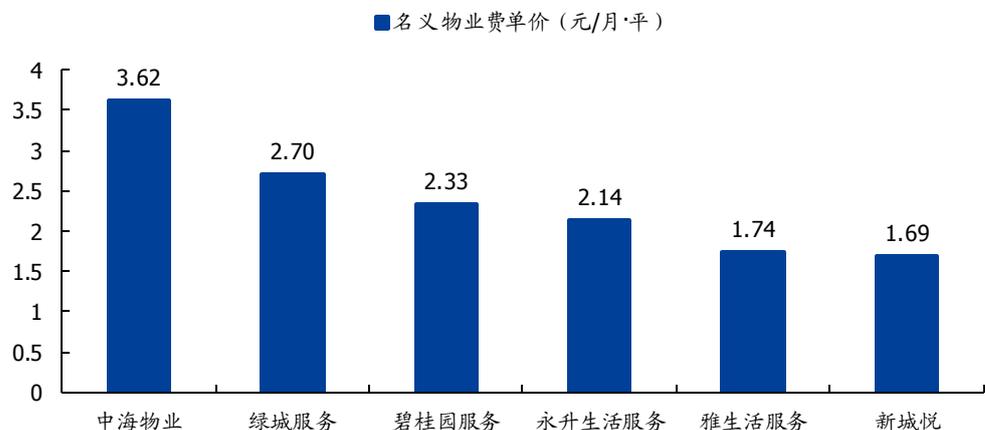
图表 26: 物业品牌价值百强榜 TOP10、物业服务百强满意度领先企业 TOP10 名单

2018 中国物业管理公司品牌价值百强榜 TOP10		2019 中国物业服务百强满意度领先企业 TOP10	
序号	企业名称	序号	企业名称
1	中海物业	1	绿城服务
2	万科物业	2	万科物业
3	碧桂园服务	3	中海物业
4	恒大物业	4	长城物业
5	保利物业	5	碧桂园服务
6	彩生活服务	6	保利物业
7	金地物业	7	北京首开鸿城实业
8	金科物业	8	雅生活服务
9	雅生活服务	9	珠海华发物业
10	绿城服务	10	云南俊发物业
发布机构 中国房地产报、中国房地产网、中房智库		发布机构 中国指数研究院	

资料来源: 中国房地产报、中国房地产网、中房智库、中国指数研究院、国盛证券研究所

**品牌溢价能力强，物业费行业领先。**我们将 2018 年基础物业管理收入与 2017 年在管面积的比值除以 12，来计算每家物业公司名义物业费单价，其中中海物业使用包干制业务收入作为基础物管收入，且假设公司包干制在管面积占比为 50%，港币兑人民币汇率取 1:0.88162，由此得出，中海物业包干制下的名义物业费单价为每平每月 3.6 元人民币，远高于行业其他公司，可见公司品牌实力雄厚，客户满意度高，具备品牌溢价能力。

图表 27: 公司名义物业费单价与同业对比



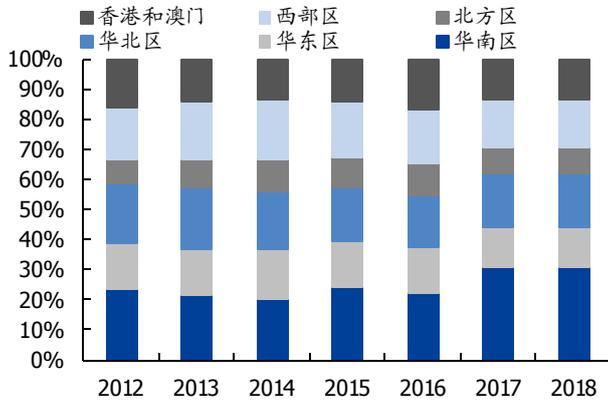
资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 名义物业费单价为按前述估算方法所得, 与公司直接公布数值口径不同, 但我们认为在同一时点具有横向可比性。

### 3.2. 区域均衡发展，聚焦高线城市

**全国覆盖，均衡布局。**截至 2018 年底，公司物业覆盖了除西藏自治区外的 22 个省、4 个自治区、4 个直辖市以及港澳特别行政区。公司营业收入分地区结构较为均衡，历年华东、华北、西部、港澳地区的收入占比均在 10%-20%之间，北方地区在 10%左右波动，华南地区一直保持在 20%以上。

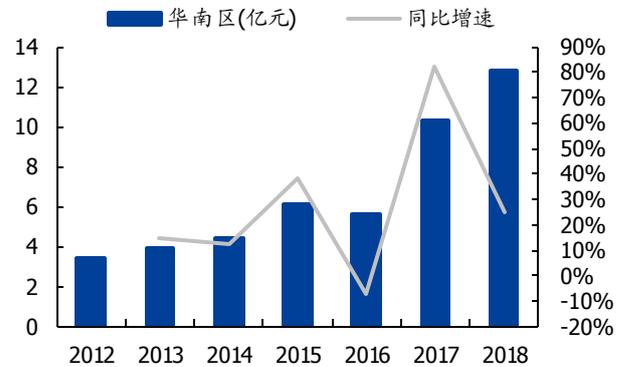
收购中信物业后，华南收入占比有所提升。2017年华南地区营收10.3亿元，同比大幅增长82%，占营收比重跃升至30.7%，2018年延续高占比，可能是由于2017年收购的中信物业有大量华南区项目所致（根据中信地产土地资源分布推断），华南地区物业管理费普遍较高，公司将享受物业费优势。

图表 28: 公司物业管理服务分地区收入构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 公司华南区营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

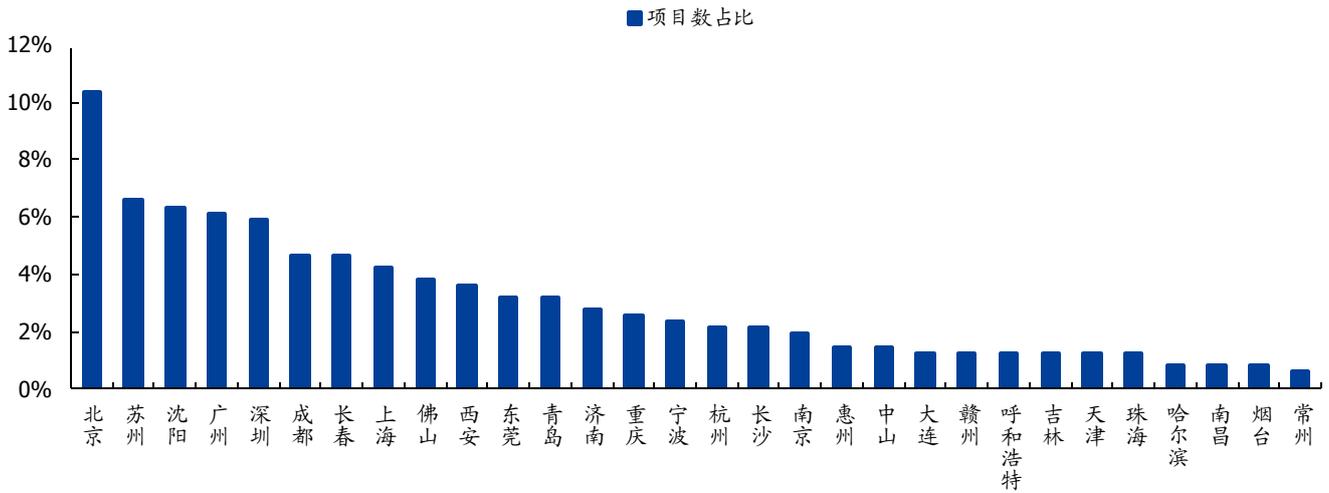
图表 30: 中海地产收购中信地产包土地资源分布

地区	总建筑物面积 (万平方米)	占比
华南	1432.4	45.4%
华东	508.0	16.1%
华北	479.6	15.2%
北方	328.1	10.4%
西部	407.0	12.9%
总计	3155.0	100%

资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

聚焦一二线城市，具有物业费优势。据不完全统计，公司物业管理项目数最多的前五个城市分别为北京、苏州、沈阳、广州、深圳，前三十城市合计占比超过80%，且大多分布于一二线，从省份而言，位于广东省的项目最多。公司物业管理项目大多来自中海地产，中海地产境内主要进驻城市中一二线城市居多，主要包含北京、上海、广州、深圳以及主要省会城市。2016年6月中海地产并购中信股份旗下的中信地产全部股权，以及中信泰富在国内的住宅地产，所购买的中信地产业务包括121个物业项目，项目总建筑面积达3155万平方米，中信集团地产业务所持有的总权益建筑面积达2352万平方米，分布在国内22个重要经济城市中，大多数为一二线城市。一二线城市物业费基准较高，且有提价空间，此外，长期来看将更容易推进增值服务。

图表 31: 公司物业管理项目数前 30 城市及占比



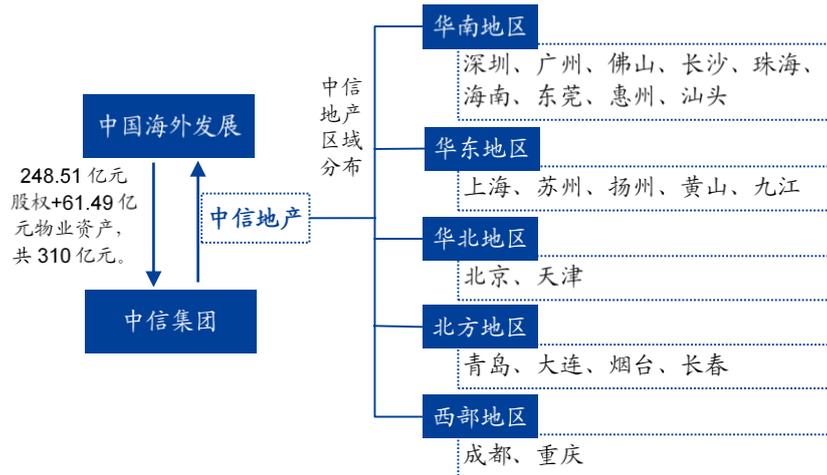
资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 32: 中海地产在各区域主要进驻城市

地区	主要进驻城市
华南地区	深圳、海口、万宁、三亚、佛山、广州、长沙、厦门、福州、珠海、东莞、中山、肇庆、漳州、江门
华东地区	苏州、南京、宁波、杭州、南昌、上海、无锡、镇江
华北地区	北京、天津、济南、太原、武汉、郑州
北方地区	长春、青岛、大连、沈阳、烟台、哈尔滨
西部地区	成都、西安、重庆、昆明、乌鲁木齐

资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

图表 33: 中海并购中信地产示意图及中信地产区域分布

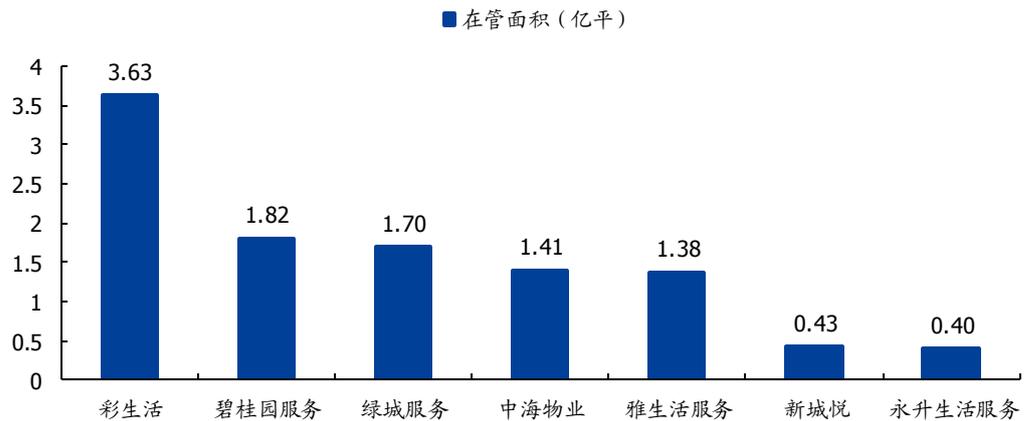


资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

### 3.3. 深耕单体城市，可享集聚效应

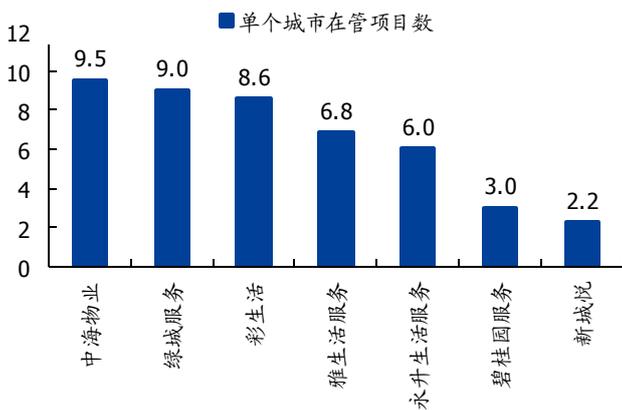
公司单个城市物业项目密度较大，可享受集聚效应。从物业管理规模而言，2018年公司在管面积1.41亿平方米，居于行业前列。公司2018年单个城市在管项目数量为9.5个，单个城市在管面积为190.4万平方米，均位居同业可比公司第一，这意味着公司物业的管理半径更大，未来将享受集聚效应、规模效应，降低成本的同时提升运营效率，且未来增值服务的发展空间大。

图表 34: 物业可比公司在管面积对比



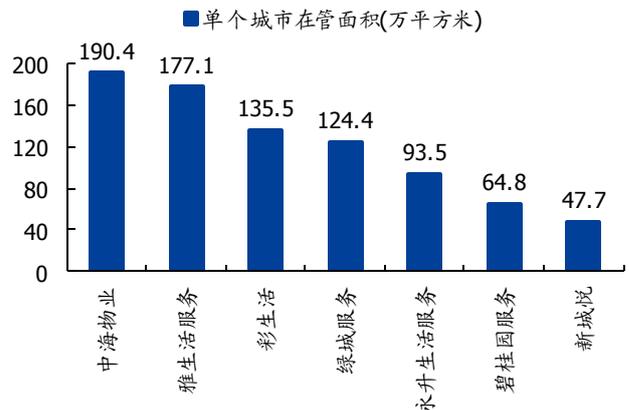
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 2018年单个城市在管项目数与同业对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 2018年单个城市在管面积与同业对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.4. 拥有央企背景，享有天然优势

拥有央企背景，经营稳健风险较低，丰富资源获取政府项目具天然优势。公司控股股东为中国海外集团，属中建集团旗下，实控人为国务院国资委，具有央企背景，相较民营企业来说，公司经营更加稳健，风险较低。公司获取政府类项目具备天然优势，除央企背景外，集团旗下兄弟公司中国建筑国际广泛承接港澳地区建筑工程、以及内地基建投资项目。中海物业港澳地区公司为中央政府驻香港、澳门联络办公室，中国解放军驻港、澳部队军营以及香港、澳门的政府物业提供物业服务，是唯一实现在港澳地区“党、政、军”项目物业服务全覆盖的物业企业。近年在港澳地区取得多项大型及地标性的设施管理合约，囊括全港十五个出入境口岸中的十二个服务合约，获得香港司法机构下辖所有物业的管理合约，包括港珠澳大桥口岸、西九龙高铁站等知名地标项目（主要提供卫生防疫监察服务）。2018年1月至今，公司跟随中海联合体服务北京雄安新区首个启动项目——雄安市民中心项目，为园区智能化、信息化应用提供技术支撑，并于2018年8月建立“中海物业雄安培训基地”，夯实人才根基。此外，公司还为深圳当代艺术馆与城市规划馆提供专业设施管理服务。

图表 37: 港珠澳大桥香港口岸区卫生防疫监察服务



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 38: 西九龙高铁站卫生防疫监察服务



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 39: 雄安市民服务中心



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 40: 深圳当代艺术及城市规划展览馆



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 4. 中海地产拐点向上，增值服务“双联”合璧

### 4.1. 基础物管：中海地产拐点向上，公司物管业务增长可期

#### 4.1.1. 中海地产拐点向上，公司在管面积有望稳健增长

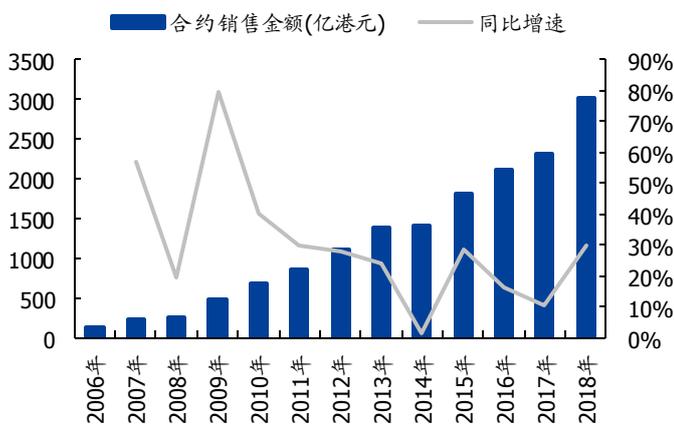
中海地产 18 年销售提速，创 5 年新高。2018 年中海地产销售额达 3012.4 亿港元，超额完成了全年 2900 亿港元的销售目标，同比增长 30%，较上年大幅提速 20 个 pct，重回高增长区间内，在房企中排名第八；销售面积 1593 万平方米，同比增长 10%。2017 年公司地产可售货值达 5550 亿港元，对应公司 2018 年销售去化率约 54%。总体来看地产销售已经出现拐点，未来有望加速。

图表 41: 中国房地产企业历年销售额排行榜

公司	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
碧桂园	6	6	7	3	1	1
万科地产	1	1	1	2	2	2
中国恒大	7	4	2	1	3	3
融创中国	11	10	9	7	4	4
保利地产	4	5	6	5	5	5
绿地集团	2	2	3	4	6	6
中海地产	5	7	5	6	7	7
新城控股	28	25	21	15	11	8
华润置地	8	9	8	11	10	9
龙湖地产	12	14	15	13	8	10

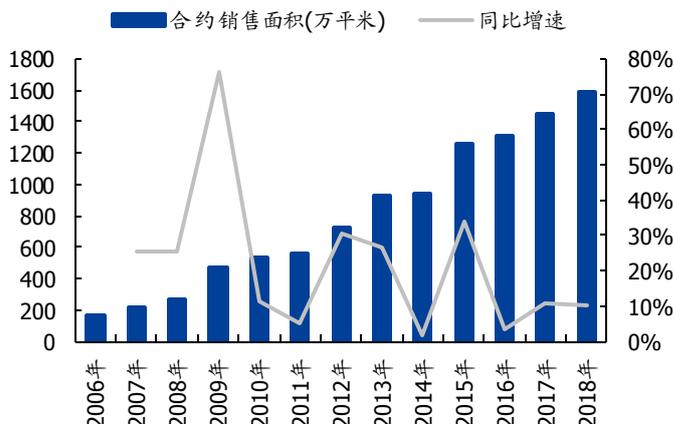
资料来源：克尔瑞，国盛证券研究所

图表 42: 中海地产历年房地产销售额及同比增速



资料来源：中海地产公告，国盛证券研究所

图表 43: 中海地产历年房地产销售面积及同比增速

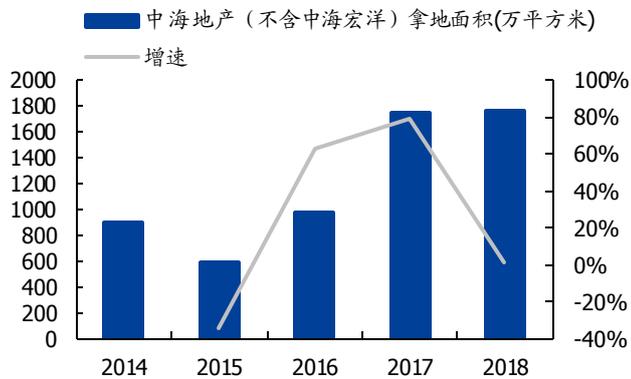


资料来源：中海地产公告，国盛证券研究所

17 年中海地产开始积极主动拿地，是推动扩张的前瞻性指标。2017 年中海地产（不含中海宏洋）新增土地面积 1741 万平方米，同比大增 79%，合计耗资 951 亿元，是公司未

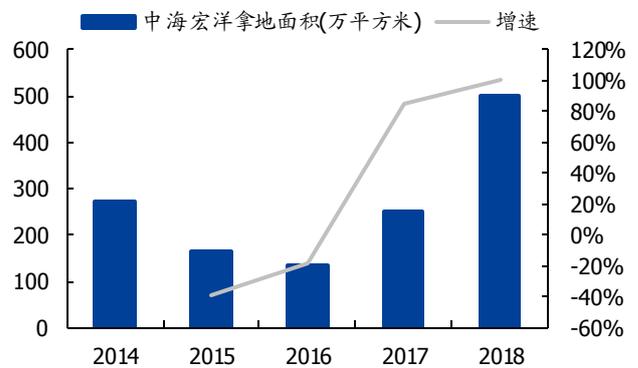
来物管业务积极扩张的重要前瞻指标。2018年中海地产（不含中海宏洋）继续保持较高的土地投资规模，新增土地面积1764万平方米，合计耗资914亿元。此外2018年中海宏洋新增土地面积502万平方米，同比大幅增长100%，合计耗资187亿元。

图表 44: 中海地产历年拿地面积及增速（不含中海宏洋）



资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

图表 45: 中海地产历年拿地面积及增速



资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

中海地产管理层架构改革基本完成，颜建国回归后管理与激励理顺，有望推动公司新一轮崛起。2016年中海地产在完成收购中信地产后出现了管理层的更替，2016年11月郝建民辞任公司执行董事、主席兼行政总裁一职，由肖肖接任。2017年5月肖肖辞任，颜建国出任董事局主席及行政总裁。2017年6月，颜建国获任为中海宏洋、中海物业主席及非执行董事，并获任为中海发展主席。2019年3月，现任中海集团副董事长兼总经理的颜建国主持中海集团全面工作，表明已受到中建总公司的充分认可和授权。颜建国回归中海地产后，积极推进改革，推出股权激励计划，提高经营效率，中海地产有望迎来新一轮崛起。

销售目标与土地储备保障中海地产未来销售高增速延续。颜建国掌舵中海地产后，对中海地产的未来定调，并对规模提出要求，制定“2020年冲4000亿港元规模”目标。公司2019年的销售目标为3500亿港元，据此可估算19/20的销售增速分别至少为16%/14%。此外，截至2018年底中海地产权益土地储备（不含宏洋）7010万平方米，中海宏洋权益土地储备2143万平方米，2018年销售均价1.89万港元/平方米，不考虑已有土地存货和新增土地储备的情况下保守测算公司总土地储备对应未来可达到的总销售额约1.73万亿元，2019-2020年合计销售目标约为该值的43%。充裕的土地储备有望保障中海地产未来销售的持续稳健增长。

图表 46: 中海地产总土地储备及增速（不含宏洋）



资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

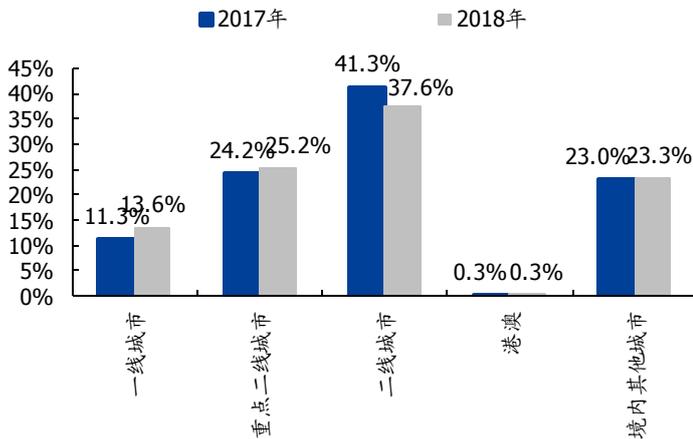
图表 47: 中海宏洋土地储备及增速



资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

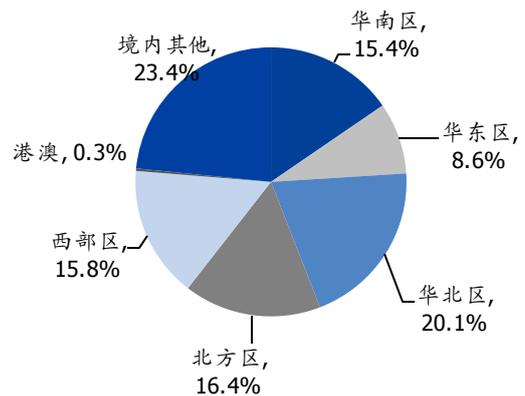
一二线城市土储占比 76%，公司未来一二线布局优势稳固。截至 2018 年末，地产总土地储备 9144 万平米，其中剔除中海宏洋后土地储备 7010 万平米，我们预计中海未来地产业务继续稳健发展，从而公司物业管理面积获取稳健增长可期。土储从地区分布上看，76% 处于一二线城市中，其中一线城市占比 13.6%，重点二线城市占比 25.2%，二线城市占比 37.6%，这些一二线土储未来都将会转化为中海地产项目，我们预估公司在管面积中来自集团的大约占 90%，未来公司一二线布局优势依旧稳固。

图表 48: 中海地产土地储备分城市分布



资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

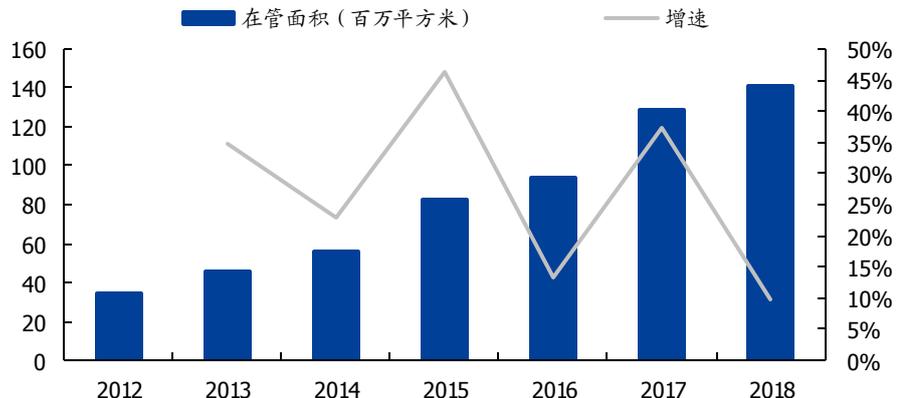
图表 49: 中海地产土地储备分区域分布



资料来源: 中海地产公告, 国盛证券研究所

受益于销售提速、管理层结构调整的完成、充足土储以及高线布局，中海地产拐点向上，有望进入新一轮扩张期，公司物业在管面积有望稳健提升，未来增长确定性较强。公司 2015-2018 年在管面积 CAGR 为 19.5%，截至 2018 年末在管面积达到 1.41 亿平方米，同比增长 9.8%，我们预估公司在管面积中来自集团的大约占 90%，根据前文的分析，中海地产销售提速积极拿地，销售目标与土地储备保障未来销售高增速延续，中海地产拐点向上，驱动公司未来增长确定性较强。

图表 50: 公司历年在管面积及增速

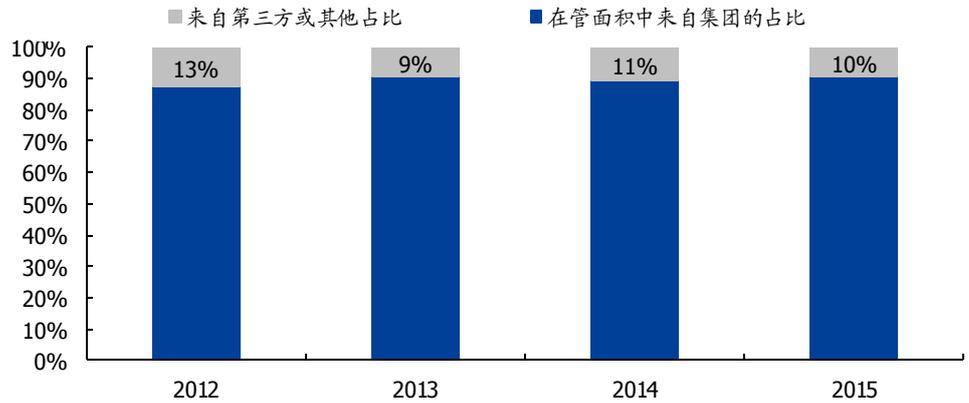


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 4.1.2. 列入集团发展战略，第三方外拓有望逐步加快

公司在 2018 年年报中提到，新的“十三五”战略规划将积极开展市场化拓展，通过外拓、合营并购等手段扩大管理规模，未来第三方开拓有望加快。我们估计目前公司在管面积中第三方占比约保持在 10% 左右（相关数据只披露到 2015 年 5 月，我们估计近年来变化尚不大），由于第三方业务此前并不是公司的发展重心，需要一段调整时间，但预计在中期将逐渐产生效果，第三方外拓有望逐步加快，成为公司增长新动力。

图表 51: 公司在管面积结构（按来源划分）



资料来源：招股说明书，2015 年数据截止 5 月 31 日，国盛证券研究所

#### 4.1.3. 发展非住宅物业，进阶资产管理

公司目前非住宅物业占比尚不高。公司的非住宅主要提供商业中心、高端写字楼、政府及产业园和大企业客户服务，预计公司在管面积中住宅物业占比超过 90%，其余为商用物业及政府物业。公司通过加强对商业及政府项目的拓展，2018 年新增管理面积达 2.3 百万平方米。

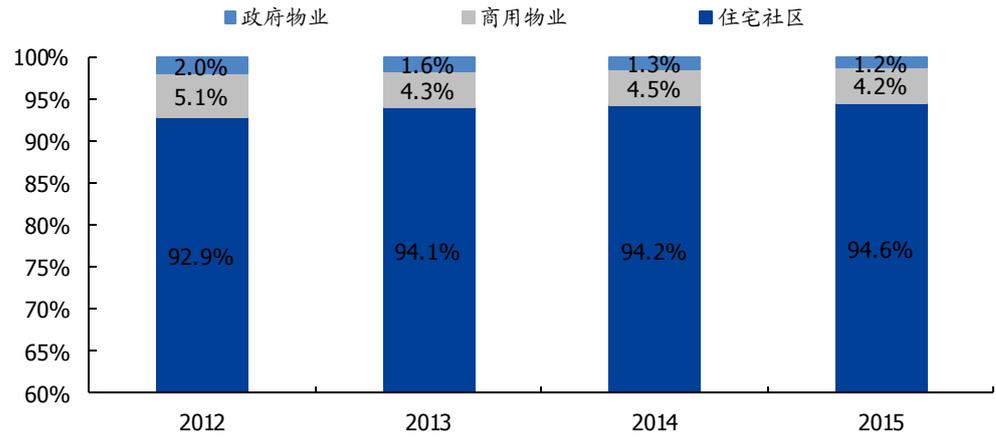
**向资产管理升级，未来发展空间大。**公司愿景是“成为卓越的国际化资产运营服务商”，随着管理资产存量的不断增加，公司积极向物业五大行学习，计划在不动产各个投资领域和阶段，与资产管理机构合作，整合优化资产结构，将客户资产价值最大化。未来公司将成立商业物业管理事业部，专业化打造商业物业品牌，依托母公司高端的商业资源，借助国企良好政商关系背景，积极承接各类政府、公建项目，不断拓宽管理边界。

图表 52: 公司非住宅物业管理服务



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 53: 公司在管面积结构 (按物业类别划分)



资料来源: 招股说明书, 2015年数据截止5月31日, 国盛证券研究所

项目荣获国际 **BOMA** 认证审核, 树立商业物业标杆品牌。2018年12月, 成都中海国际中心 CD 座正式通过“建筑运营管理”、“能源管理”、“培训管理”、“营销与沟通管理”和“环境管理” BOMA 中国建筑管理卓越认证 (COE 认证) 全五项审核, 成为中西部第一个、中海系写字楼第一、全国第四个具有国际运营管理体系的综合性商业写字楼项目。2019年5月14日, 继中海物业成都项目荣获 BOMA 认证之后, 中海物业中建财富国际中心项目成功荣获国际 BOMA 认证审核。

图表 54: 成都中海国际中心 CD 座



资料来源: 成都中海国际中心, 国盛证券研究所

图表 55: 中建财富国际中心

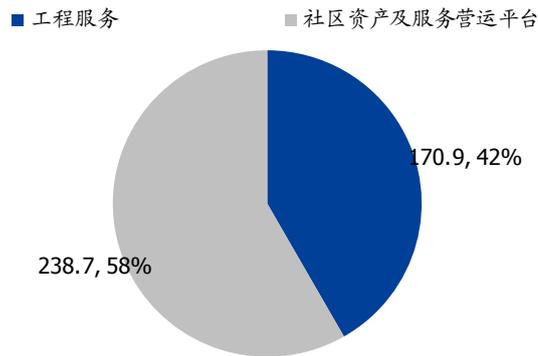


资料来源: 猎影视线, 国盛证券研究所

## 4.2. 增值服务: 打造“双联”平台, 拥抱技术创新

稳步推进增值服务, 未来发展空间广阔。2018年公司增值服务营收4.1亿港元, 同比大幅上升55.7%, 占总营收比例为9.9%, 较上年提升2.1个pct, 公司增值服务由以“兴海物联”为首的工程服务分部和以“优你互联”领军的社区资产及服务营运平台分部构成, 分别占比42%/58%, 2018年实现营收1.7/2.4亿港元, 同比增长74%/45%。虽然目前增值服务占比较低, 但公司已将稳步发展增值服务列入发展战略中, 加之开辟车位业务, 增值服务市场广阔, 未来增长空间大, 有望成为公司新一发展引擎。

图表 56: 公司增值服务营收及占比 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 4.2.1. 社区服务: 优你互联多元发展, 塑造互联网生态圈

打造“优+”互联网生态圈, 升级服务内容和体验。优你互联基于移动互联网平台的多元服务, 结合社区场景打造新型商业生态服务体系, 营销具有持久生命力的社区商业生态圈。四大业务主线分别是物业基础服务运营、社区资产运营、客户资产经营、生活服务运营, 形成包含资源利用、资产运营、服务提供的三维产品组合, 以“优+”互联网生态圈作为运营载体, 通过优你家 APP 和微信平台实现客户、商户、物业、合作方多方共赢。

图表 57: “优+”互联网生态圈



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

“优+”互联网生态圈多元服务品牌包含中海物业租售中心、优享空间、优品买买、优客到家、优越生活五大品牌。截至 2018 年 12 月, 社区互联平台推广到 506 个项目,

注册用户达到 62 万，单月在线缴费金额超过 2000 万，月活率超过 25%，互联平台成为与业主沟通的重要渠道，升级了物业服务内容和客户体验感，未来将为增值服务的增长创造更有力量的推动。

图表 58: “优+”互联网生态圈多元服务品牌

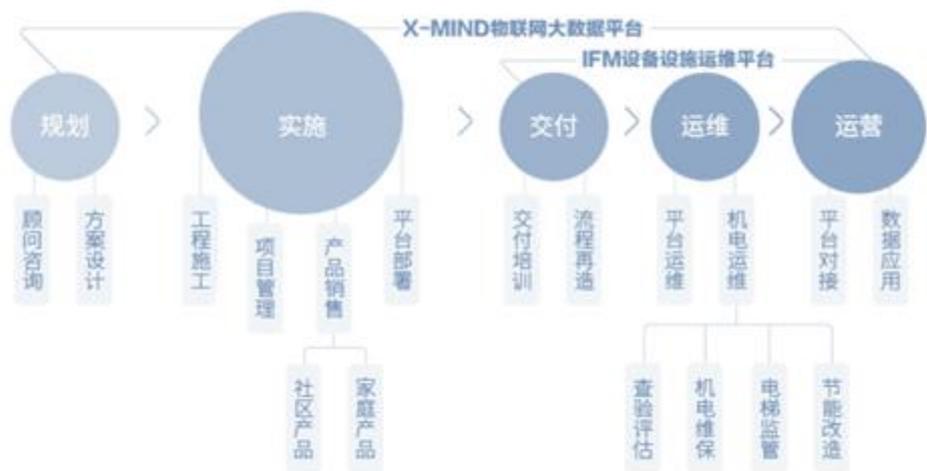
多元服务品牌	服务内容
中海物业租售中心	房屋租售服务品牌，拥有专业性强个人素质优秀的房屋经纪人，服务业主资产稳健增值。
优享空间	一站式家装体验，依托集团集采资源，汇集国际一线家居品牌，提供硬装、家居软装、局部改造、家居建材等。
优品买买	专业社区电商服务平台，甄选家庭生活所需优质商品，如线上商城、钜惠团购、特选商品、社区宅配等。
优客到家	到家服务品牌，为业主提供专业、安全、便捷、贴心的家庭服务，已遍布全国 50 多个城市
优趣生活	社区文化品牌，旨在整合文娱、教育、健康、旅游等体验式服务资源。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

#### 4.2.2. 工程服务：兴海物联全链服务，领军“9S3A”智慧园区

推出“兴海物联”，打造基于“物联网大数据平台+设备设施运维平台”的“9S3A”智慧园区。随着物联网、云计算技术的快速的发展，公司推出兴海物联，提供基于“物联网大数据平台+设备设施运维平台”双平台的智慧园区整体解决方案。兴海物联为客户提供涵盖住宅社区、城市综合体、商业写字楼、酒店、产业园等多类型项目建筑智能化系统，提供从规划、设计、实施、交付、运维到运营全流程工程服务，并将业务领域拓展到楼宇及电视被运维等配套服务。智慧园区由 9S 体系（6S 园区+3S 家庭）以及 3A 体系构成，创新服务产品主要有兴海云系（提供智慧园区解决方案），小七当家（提供智慧家庭解决方案）、“FM2669”服务体系（提供设备设施运维解决方案）以及“十八匠”（培训学院）。数据化平台将会提升物业管理的效率，带来增值业务的提升。

图表 59: 新海物联智慧园区全价值链服务



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 60: 公司“9S3A”智慧园区

体系	分类	标准	关键词
9S 体系	6S 园区	智慧便捷	云出入、云客服、云自助
		智慧安全	云登记、云识别、云防范、云报警
		智慧高效	云引导、云调度、云检测、云巡逻、云中心
		智慧绿色	云环控、云绿化、云节能、云净化
		智慧温馨	云音乐、云景观、云健康、云休闲
		智慧共享	云享车、云享乐
	3S 家庭	智享安信	爱家、爱亲、爱车、爱宠
		智悦生活	娱乐、美容、家电、家政
		智拥生活	睡眠、养生、运动、净化
3A 体系	设备设施运维	适用	初始化、标准化、集约化
		高保障	双中心、资源池
		主动	自动巡查、远程监控、监测预警、节能改造

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

与华为签订战略合作协议, 进一步推进智慧园区技术创新。2018年10月24日公司与华为签署战略合作协议。兴海物联作为中海智慧园区实施方, 5月起就与华为沟通智慧园区技术架构及核心中台建设工作, 通过与华为战略合作, 借助华为技术能力, 公司将加快物联中台及对应物联网运行平台开发建设及应用落地, 搭建更智能智慧的物业增值服务平台, 建立公司在行业内的核心竞争力优势。

#### 4.2.3. 收购地产停车位, 再添增长点

2018年公司通过2次协议收购, 收购中海地产附属公司项目的车位使用权, 开拓车位租售新业务, 目前共收购车位数3345个, 收购对价约为2.4亿港元。其中, 上海项目201个停车位包含5个产权停车位、137个无产权非人防停车位以及59个人防停车位, 广州誉东1426车位中包含人防停车位12个, 广州誉品车位中包含人防车位195个。公司此前无车位销售业务, 此轮收购将打造增值业务全新增长点。

图表 61: 公司收购停车位项目情况

协议日期	收购车位来源	地点	车位数	收购对价 (百万港元)
2018/7/10	青岛中海	青岛中海临安府项目	106	12.4
	大连中海	大连天赋山项目	138	18
	附属公司合计:		3101	206.6
2018/11/29	中建嘉好	上海溪岸兰亭项目	201	
	广州毅源	广州中海誉东花园项目	1426	
	广州世嘉	广州中海誉品花园项目	1474	
	合计		3345	237

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

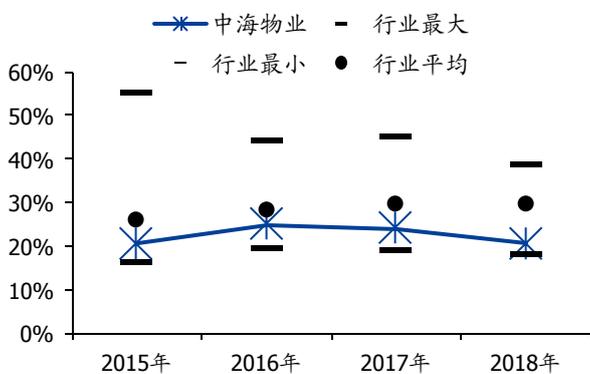
## 5. 财务分析: 盈利质量高, 回报率居行业上游

### 5.1. 毛利率水平合理，盈利质量较高

公司毛利率水平合理，中长期下行压力小。我们选取碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务、彩生活、新城悦以及永升生活服务作为行业可比公司。公司2018年毛利率为20.4%，低于行业平均水平9.3个pct。可比公司平均毛利率较高主要是由于新房项目占比较高所致，随着存量物业规模越来越大，物业平均年龄将趋于老化，中长期看物业管理业务毛利率存在一定下行风险。而中海物业项目定位高端，且大多位于一二线城市，人员成本较高，因此毛利率显得相对较低。但我们认为公司目前毛利率处于合理区间内，相较其他公司未来毛利率下行压力较小。

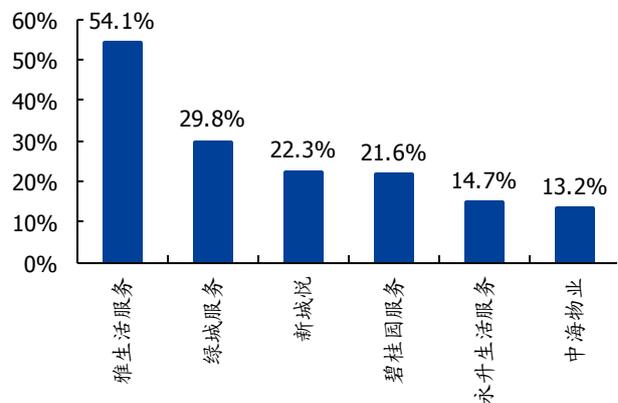
公司开发商增值服务毛利占比低，盈利质量高。考虑到开发商增值服务涉及关联交易，我们将开发商增值服务毛利定义为不可持续毛利，将基础物管毛利与园区增值服务毛利之和定义为可持续毛利，2018年公司开发商增值服务毛利（物业管理服务的其它业务+增值服务的工程服务）占总毛利的比重为13.2%，在可比公司中最低，这意味着公司毛利的可持续性较强，盈利质量高。

图表 62: 公司历年毛利率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

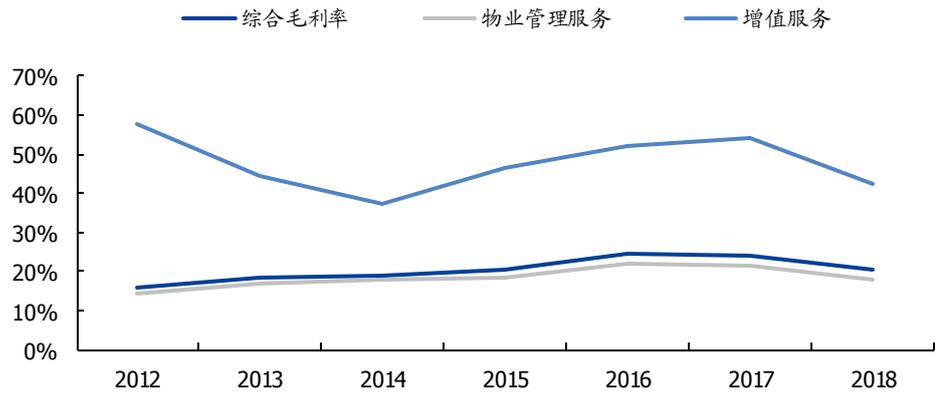
图表 63: 公司开发商增值服务毛利占比与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

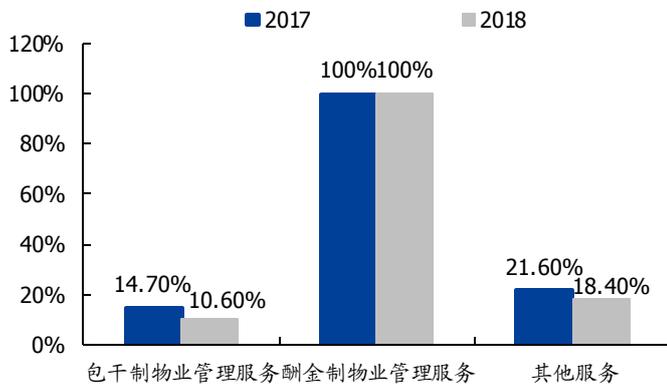
2018年毛利率下滑较大，主要是受人员架构调整以及增值服务业务范围扩大的影响。公司2018年综合毛利率为20.4%，较上年下降3.5个pct，其中物业管理服务和增值服务毛利率为18%/42.4%，同比回落3.3/11.5个pct。物管服务毛利率下滑主要是由于人力资源分配架构的调整，为了激活生产力、提升成本效益，公司将部分后勤人员调至前线项目工作，加强一线员工应对能力，此外公司加强了项目管理人员的直接投入，以巩固中海物业的品牌知名度，这些举措同时带来行政管理费用的下降，实际净利率影响不大。对于增值服务业务，工程服务由于集采以及外包推动毛利率小幅提升1.8个pct至32.1%，但社区资产及服务运营业务由于服务产品范围的扩大导致毛利率下滑18.1个pct至49.9%，未来随着新品类经营步入正轨及渗透率提升，后者毛利率有望逐步改善。

图表 64: 公司历年各业务毛利率水平



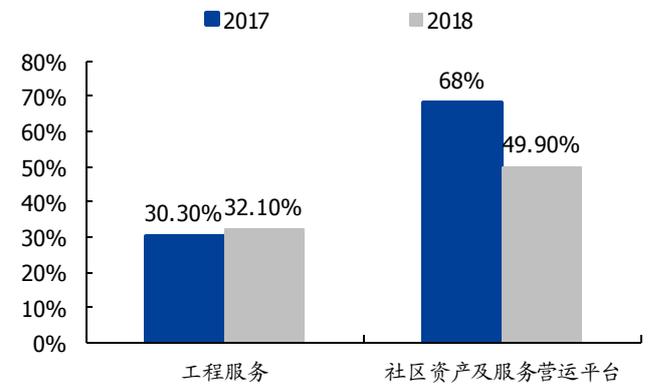
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 公司物管业务细分业务毛利率水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

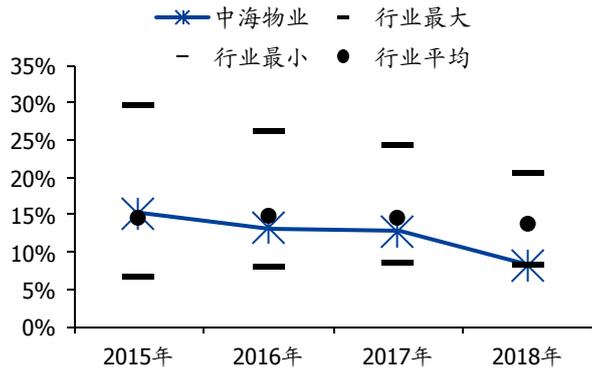
图表 66: 公司增值服务细分业务毛利率水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

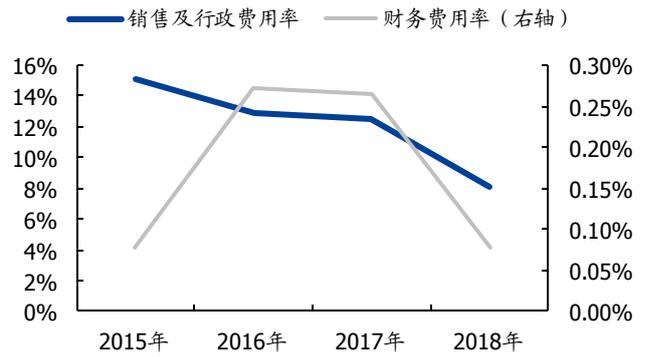
公司费用率较低, 2018 年人员调整影响与毛利率基本抵消。公司近年费用率始终低于行业平均水平, 且呈下降趋势, 2015 至 2018 年下降 7 个 pct, 其中 2018 年公司费用率为 8.2%, 同比下降 4.6 个 pct, 较行业平均水平低 5.5 个 pct, 从构成上看, 销售及行政费用率、财务费用率分别较上年下降 4.4/0.2 个 pct。2018 年销售及行政费用大幅下降导致费用率下降较多, 主要是由于人员架构调整, 将部分后勤人员调至前线项目工作, 同时加强了项目管理直接投入量, 这与毛利率的下滑基本抵消。

图表 67: 公司历年费用率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

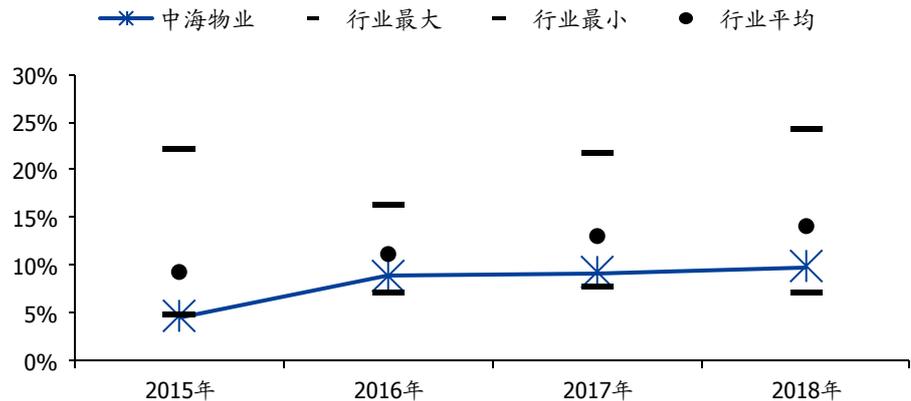
图表 68: 公司历年费用率构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**净利率逐年改善, 有望进一步提高。**2018年净利率为9.8%, 较行业平均水平低4.3个pct, 但净利率整体处于上升通道。未来随着增值服务收入占比提高, 以及通过发展智能化、信息化实现提质增效, 综合盈利能力有望持续改善。

图表 69: 公司历年净利率与可比公司对比

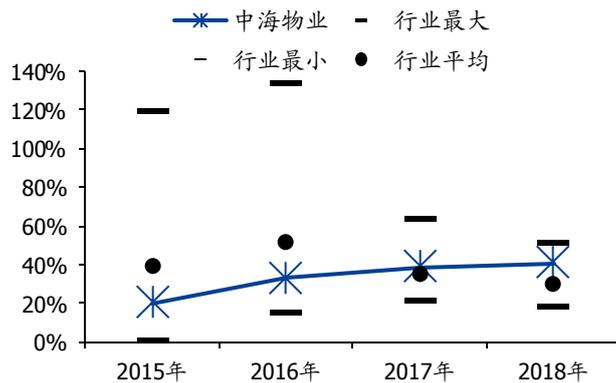


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5.2. 回报率居行业上游, 派息比率逐年上升

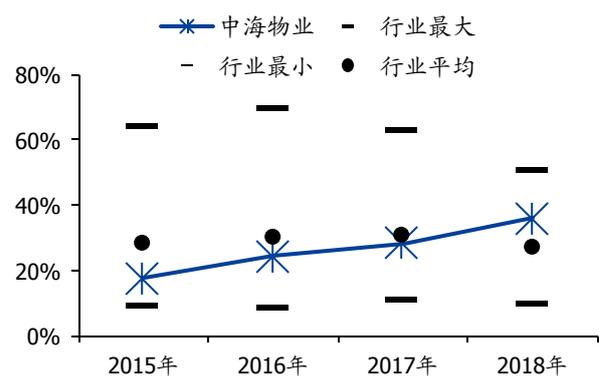
公司净资产收益率以及投入资本回报率均居行业上游。公司 ROE、ROIC 均逐年提升, 2018年 ROE/ROIC 高达 40.7%/35.9%, 较去年提升 2/7.5 个 pct, 高于行业平均水平 14.5/8.8 个 pct。

图表 70: 公司历年 ROE 与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

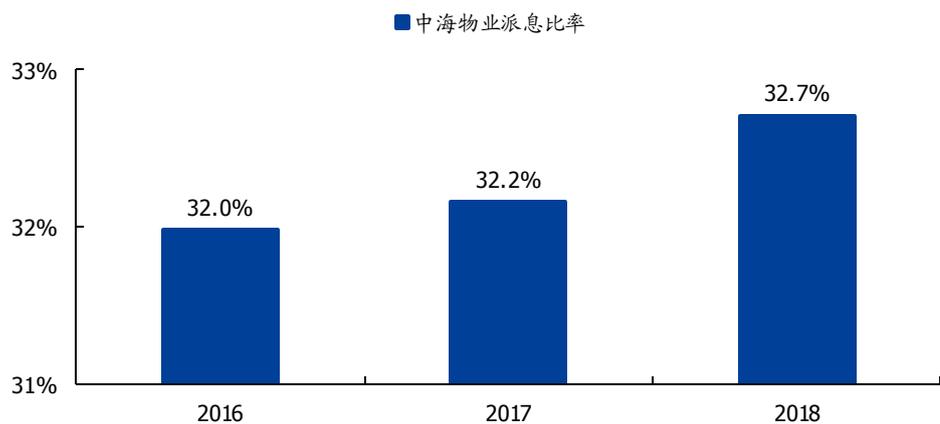
图表 71: 公司历年 ROIC 与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司每年派息 2 次，派息比率逐年上升。公司 2018 年中期及末期分别派息每股 2 港仙（2017 年两次均为 1.5 港仙），全年股息总额为每股 4 港仙，派息比率为 32.7%，同比提升 0.5 个 pct。

图表 72: 公司历年派息比率

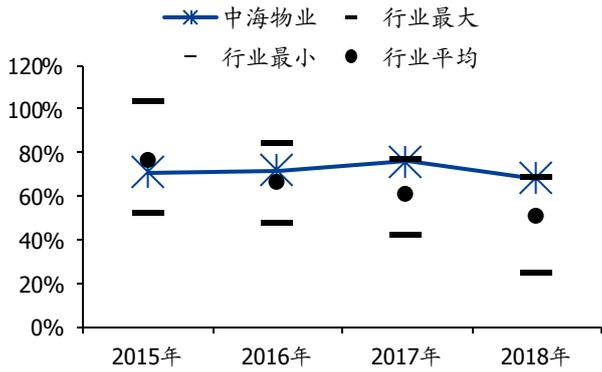


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 5.3. 应付预收款占比高体现产业链能力，无带息负债

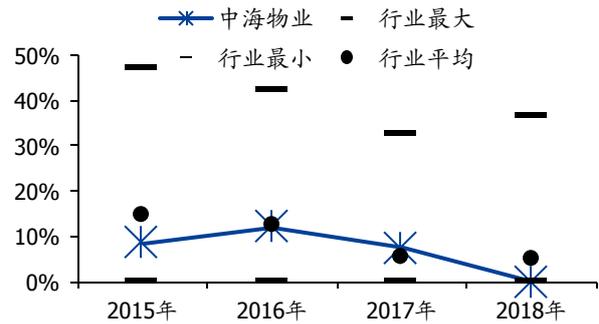
公司资产负债率较高，2018 年末资产负债率为 68.3%，高于行业平均水平，主要原因是应付账款和预收账款较高，合计占流动负债的比超过 95%，反映出公司较高的产业链议价能力。公司有息负债逐年降低，2018 年账面无带息负债，而行业平均有息资产负债率为 5% 左右，进一步体现出公司良好的资产负债质量。

图表 73: 公司历年资产负债率与可比公司对比



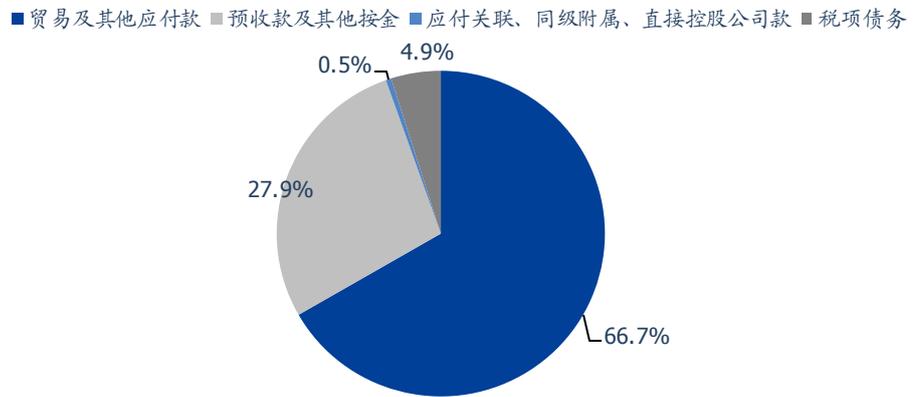
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 74: 公司历年有息资产负债率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 75: 公司流动负债构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 6. 盈利预测、估值与投资建议

### 6.1. 盈利预测

盈利预测核心假设:

(1) **在管面积与物业管理服务:** 根据中海地产业地产销售及竣工面积增量情况, 我们预测 2019-2021 年在管面积增速分别为 13.4%/14.5%/14.9%, 每年新增量分别约为 1885/2316/2723 万平方米, 我们预测 2019-2021 年物管收入增长 20.1%/18.9%/18.3%。

(2) **增值服务:** 公司物管面积规模扩大, 推动兴海物联、优你互联两大增值服务平台发展, 发展增值服务也是公司的重要战略发展方向, 近年会有较快增长, 且预测 2019-2021 年增值服务收入增长 41.3%/34.4%/29.6%。

图表 76: 公司在管面积预测拆分

单位: 万平方米	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
在管面积合计	8260	9350	12830	14090	15975	18291	21014
增速		13.2%	37.2%	9.8%	13.4%	14.5%	14.9%

资料来源: 国盛证券研究所

图表 77: 公司收入预测拆分

单位: 百万港元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2544.4	2563.4	3357.8	4154.7	5076.07	6124.15	7331.31
增速		0.7%	31.0%	23.7%	22.18%	20.65%	19.71%
1.物业管理服务	2347.2	2334.4	3094.7	3745.10	4497.47	5346.34	6323.16
增速		-0.5%	32.6%	21.02%	20.09%	18.87%	18.27%
2.增值服务	197.20	229.00	263.10	409.60	578.6	777.8	1008.1
增速		16.1%	14.89%	55.68%	41.26%	34.43%	29.61%
2.1 工程服务			98.30	170.90	256.35	358.89	484.50
增速				73.86%	50%	40%	35%
2.2 社区资产及服务营运平台			164.80	238.70	322.25	418.92	523.65
增速				44.84%	35%	30%	25%

资料来源: 国盛证券研究所

**(3) 毛利率及费用率:** 我们预测公司人员架构调整告一段落, 增值服务布局已较为全面, 未来通过大力发展智能化、信息化平台系统实现提质增效, 毛利率、费用率将整体保持稳定, 综合盈利能力有望持续改善, 我们预测 2019-2021 年三年综合毛利率分别为 20.79%/21.07%/21.29%。

图表 78: 公司毛利率预测明细表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合毛利率	20.60%	24.80%	23.90%	20.40%	20.79%	21.07%	21.29%
1.物业管理服务	18.50%	22.10%	21.30%	18%	18.05%	18.06%	18.06%
2.增值服务	46.40%	52.20%	53.90%	42.40%	42.09%	41.81%	41.55%
2.1 工程服务			30.30%	32.10%	32.15%	32.20%	32.30%
2.2 社区资产及服务营运平台			68%	49.90%	50.00%	50.05%	50.10%

资料来源: 国盛证券研究所

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 5.0/6.1/7.4 亿港元, 同比增长 25.4%/21.4%/20.2%, 对应 EPS 分别为 0.15/0.19/0.22 港元, 2018-2021 年 CAGR 为 22%。

## 6.2. 估值与投资建议

**可比公司估值法:** 我们选取碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务、新城悦、永升生活服

务这5家物业公司作为可比公司进行相对估值分析,2019-2021年公司当前股价对应PE分别为24.7/20.3/16.9倍,可比物业公司2019年平均PE为23.3倍,PB为7.5倍。

**单位可持续毛利对应市值低估,应享受估值溢价。**考虑到开发商增值服务涉及到关联交易,我们通过计算市值与可持续毛利(即基础物管毛利+园区增值服务毛利)的比值,发现中海物业单位可持续毛利对应的市值为16.8倍,低于行业均值(21倍),公司开发商增值服务占比较低,盈利质量高,应享受较可比公司更高的估值水平。假设公司单位可持续毛利对应的市值达到行业平均(21倍),股本不变的情况下对应股价4.7港元,对应2019年31倍PE。

图表 79: 部分港股物业上市公司估值表

代码	股票简称	最新股价 (港元)	EPS			PE			PB(MRQ)	总市值(亿港元)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
1755.HK	新城悦	7.61	0.29	0.42	0.65	23.3	16.0	10.3	6.5	63
2869.HK	绿城服务	5.97	0.22	0.28	0.36	24.0	18.6	14.5	6.2	165
6098.HK	碧桂园服务	16.42	0.45	0.59	0.78	32.2	24.6	18.6	17.0	440
3319.HK	雅生活服务	12.06	0.74	0.96	1.45	14.4	11.1	7.4	2.6	161
1995.HK	永升生活服务	3.34	0.13	0.21	0.31	22.7	13.8	9.5	5.0	53
平均值						<b>23.3</b>	<b>16.8</b>	<b>12.1</b>	<b>7.5</b>	

资料来源: Wind, 股价和市值为截止2019/6/13收盘, 港币兑人民币汇率取1:0.88162, 国盛证券研究所

图表 80: 部分同业公司其他指标对比参考

代码	公司简称	18年 市销率	市值 /在管面积	市值 /合约面积	收入 /在管面积	利润 /在管面积	市值/(基础物管+ 园区增值业务)毛利
6098.HK	碧桂园服务	8.3	242.3	87.1	29.2	5.8	28.2
2869.HK	绿城服务	2.2	96.8	45.5	44.7	3.2	17.3
3319.HK	雅生活服务	4.2	116.4	70.0	27.7	6.6	24.0
1755.HK	新城悦	4.8	146.1	55.8	30.4	4.0	22.8
1995.HK	永升生活服务	4.3	130.7	80.1	30.4	2.8	17.6
2669.HK	中海物业	2.6	88.2	--	29.5	2.9	16.8

资料来源: Wind, 公司公告, 市值、收入、利润、毛利单位为亿港元, 在管或合约的单位为亿平米, 市销率为当前市值/18年公司收入, 港币兑人民币汇率取1:0.88162, 市值为截止2019/6/13收盘, 国盛证券研究所

**绝对估值法:** 我们使用FCFF估值, 假设永续增长率为2%、市场预期收益率采用近5年名义GDP复合增长率9%、 $\beta$ 为公司150周测算值1.53, 则WACC为12.26%。根据敏感性分析得出估值区间4.08-5.00港元, 对应2019年27-33倍PE。

图表 81: FCFF 估值敏感性测试

永续增长率 g	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
7.62%	7.04	7.13	7.22	7.34	7.47	7.62	7.80	8.01	8.26	8.58	8.96
8.38%	6.36	6.42	6.50	6.58	6.68	6.79	6.92	7.07	7.26	7.48	7.75
9.21%	5.76	5.81	5.86	5.93	6.00	6.08	6.18	6.29	6.43	6.58	6.77
10.14%	5.23	5.27	5.31	5.36	5.41	5.48	5.55	5.63	5.73	5.84	5.98
11.15%	4.77	4.80	4.83	4.86	4.90	4.95	5.00	5.06	5.14	5.22	5.32
12.26%	4.36	4.38	4.41	4.43	4.46	4.50	4.54	4.58	4.63	4.69	4.76
13.49%	4.00	4.02	4.03	4.05	4.08	4.10	4.13	4.16	4.20	4.24	4.29
14.84%	3.68	3.69	3.71	3.72	3.74	3.76	3.78	3.80	3.83	3.86	3.90
16.32%	3.40	3.41	3.42	3.43	3.44	3.45	3.47	3.49	3.51	3.53	3.56
17.96%	3.15	3.15	3.16	3.17	3.18	3.19	3.20	3.21	3.23	3.24	3.26
19.75%	2.93	2.93	2.94	2.94	2.95	2.96	2.96	2.97	2.98	3.00	3.01

资料来源: 国盛证券研究所

**投资建议:** 我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 5.0/6.1/7.4 亿港元, 同比增长 25.4%/21.4%/20.2%, 对应 EPS 分别为 0.15/0.19/0.22 港元, 2018-2021 年 CAGR 为 22%。2019-2021 年公司当前股价对应 PE 分别为 24.7/20.3/16.9 倍, 考虑到物业行业的广阔前景、中海地产拐点向上、公司盈利质量较高, 公司未来业绩增长稳健、持续动能强劲, 未来业绩稳健, 综合绝对估值与相对估值法, 给予 4.7 港元目标价 (对应 2019 年 31 倍 PE), 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

**中海地产增速放缓或交付不及预期风险。** 公司与中海地产具有相同实际控制人, 公司业务高度依赖于中海地产, 预计来自中海地产的在管面积高达 90%, 在公司第三方拓展尚未形成较大规模的现状下, 若中海地产销售增速放缓或交付不及预期, 将会对公司的物管业务造成较大影响。此外, 由于相关业务存在关联性, 交易条件是否市场化亦存在一定潜在风险。

**增值服务发展不达预期风险。** 公司计划在拓展物业管理规模的同时, 加大增值业务的投入, 通过发展“兴海物联”“优你互联”, 满足客户多方位的生活消费需求, 打造市场全新核心竞争力, 新产品、服务或进入新市场需要大量时间、资源和成本, 存在风险。

**人员成本管理风险。** 公司员工人数高达 3.6 万人, 位居行业首位, 庞大的员工群体对于公司管理能力是一个极大的考验, 如果未来无法实施高效的人员管理架构、提升人员使用效率, 公司的盈利将会承压。

**汇率波动风险。** 公司业务主要集中在内地, 在内地业务的收益及开支主要以人民币结算, 并将于合并后转换为港元, 人民币兑港元汇率的波动将会对公司产生一定影响。

**毛利率中长期下行风险。** 随着存量物业规模会越来越大, 物业平均年龄将趋于老化, 中长期看物业管理业务毛利率存在一定下行压力。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com