

【广发海外】永升生活服务 (01995.HK)

高成长、质量优的物管公司

核心观点:

- 公司是百强第 14 名的高成长性物业管理公司。公司是背靠旭辉控股集团集团的物业管理集团。截至 2019 年 6 月末公司在管建筑面积约为 49.0 百万平方米，合约管理面积 86.2 百万平米。公司位列中国指数研究院 2019 中国物业服务百强企业第 14 名，2019 中国物业服务百强企业成长性第 6 位。公司 2015-2018 年归母净利润复合增长率为 86.1%。
- 公司拥有销售面积蒸蒸日上的旭辉控股集团母公司的支持和较强市场化拓展能力以及强劲社区增值服务业务，结构改善和规模增加将提升公司收入规模和盈利能力。公司强大的市场化拓展能力正逐步通过第三方项目占比提升而验证。同时公司非住宅业务比例提升有望改善公司在管结构。未来公司将受益于旭辉控股集团销售面积增长 (CAGR2016-2019 约 60%) 和在管面积结构变化推动的盈利能力提升。公司管理质量好，业主满意度高，社区增值服务强劲，有望提供超过在管面积增速的增长。
- 公司股权结构合理，管理层经验丰富且激励丰厚，带领公司持续成长的动力较强。公司股权结构有望平衡旭辉控股集团和永升的利益，公司执行董事和管理层拥有不错的履历，公司用于股权激励的股份比例大于同行，公司拥有完善的人才培养机制。
- 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.14 元/股、0.21 元/股、0.29 元/股。公司成长性位于上市公司前列，2019-2021 年归母净利润复合增长预计为 44%。我们看好公司在优秀管理层带领下将会释放出强劲的业绩增长。考虑到公司未来增速超出同行，我们认为值得一定溢价，给予 45 倍 2020 年合理 PE 估值，合理价值为每股 10.46HKD，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：重大安全事故；地产销售波动；市场竞争加剧。
- 如无特殊注明全文使用人民币为货币单位，港币兑人民币汇率为 0.90。

盈利预测:

CNY	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	725	1,076	1,641	2,514	3,633
增长率 (%)	51%	48%	53%	53%	44%
EBITDA (百万元)	107	145	269	407	575
归母净利润 (百万元)	76	101	211	314	442
增长率 (%)	128%	31%	109%	49%	41%
EPS (元/股)	—	0.07	0.14	0.21	0.29
市盈率 (P/E)	—	111.20	53.09	35.62	25.29
市净率 (P/B)	—	12.43	10.68	8.83	7.10
EV/EBITDA	—	70.79	38.34	25.32	17.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

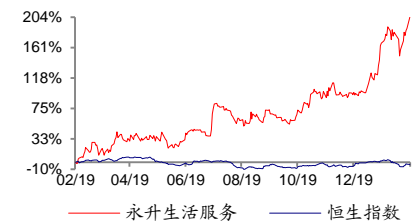
公司评级

公司评级	买入
当前价格	8.28 港元
合理价值	10.46 港元
报告日期	2020-02-19

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1536.40/1536.40
总市值/流通市值 (百万港元)	11246.45/11246.45
一年内最高/最低 (港元)	7.32/2.38
30 日日均成交量/成交额 (百万)	6.42/42.82
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	59.13/90.13

相对市场表现



分析师:



欧亚菲
SAC 执证号: S0260511020002
SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

分析师:



胡翔宇
SAC 执证号: S0260517080001
SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

分析师:



刘翥
SAC 执证号: S0260519010006
SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

一、永升生活服务：背靠旭辉控股集团的物业管理集团	5
二、股权结构有利于平衡发展商和物业管理的利益	6
三、物业管理服务：市场化竞争能力持续提升	7
四、优秀管理团队和良好激励机制是公司的重要优势	13
五、非业主增值服务：周期性质业务	15
六、社区增值服务：渗透率提升推动增长	16
七、公司主要财务指标分析	18
（一）公司的应收账款状况持续改善	18
（二）大量存货转回关联方	19
（三）公司现金流转化能力较强	19
八、盈利预测	20
九、估值分析与投资建议	23
十、风险提示：	25

图表索引

图 1: 永升生活服务收入拆分 (千元人民币)	5
图 2: 永升生活服务毛利拆分 (千元人民币)	5
图 3: 永升生活服务毛利率 (%)	5
图 4: 永升生活服务归母净利润 (千元)	5
图 5: 永升生活服务股权结构 (2020 年 2 月 18 日)	6
图 6: 永升生活服务物业管理服务于第三方占比	7
图 7: 永升生活服务物业服务收入 (右轴, 千元) 和管理面积 (左轴, 千平方米)	7
图 8: 永升生活服务非住宅物业面积 (千平方米, 右轴) 和收入 (千元, 左轴)	9
图 9: 永升生活服务非住宅物业收入 (左轴, 千元) 占比 (右轴, %)	9
图 10: 旭辉控股集团销售面积 (千平方米, 左轴) 和同比增速 (% , 右轴)	11
图 11: 物业管理服务毛利率 (%)	12
图 12: 公司人工成本/委外费用	12
图 13: 行业人工成本/委外费用	12
图 14: 非业主增值服务收入 (千元) 拆分和协销服务占比 (%)	15
图 15: 非业主增值服务毛利率	15
图 16: 社区增值服务收入拆分 (千元)	16
图 17: 2018 年单位面积社区增值服务收入 (元每平方米)	16
图 18: 社区增值服务毛利率 (%)	17
图 19: 永升生活服务应收账款天数	18
图 20: 公司贸易应收款拆分 (千元)	18
图 21: 关联方贸易应收款占比 (%)	18
图 22: 旭辉控股集团销售面积 (千平方米) 和同比增长率 (%)	20
图 23: 永升生活服务前向预测一致预期估值 (P/E 倍)	23
表 1: 永升生活服务物业管理服务收入中包干制比例 (%)	7
表 2: 永升生活服务所获奖项	8
表 3: 永升生活服务代表性项目	9
表 4: 永升生活服务在管面积按类型拆分	10
表 5: 公司收入拆分及物业费单价	10
表 6: 永升生活服务合约管理面积结构 (千平方米)	10
表 7: 旭辉控股集团合同销售面积 (千平方米)	10
表 8: 公司物业管理按地区收入 (千元) 及比例 (%)	11
表 9: 公司物业管理服务单价 (首尾面积平均年化) (元/月)	11
表 10: Best Legend 第一次归属情况	13
表 11: 港股上市物管公司股权激励计划 (截至 2020 年 2 月 18 日)	14
表 12: 永升生活服务人才引进和发展体系	14
表 13: 非业主增值服务的周期属性	15

表 14: 永升生活服务社区增值服务品牌	17
表 15: 公司关联交易情况 (千元)	19
表 16: 永升生活服务现金流量拆分 (千元)	19
表 17: 永升生活服务在管面积预测 (千平方米)	20
表 18: 永升生活服务物业费单价盈利预测	21
表 19: 物业管理服务在管面积预测 (按类型)	21
表 20: 三项业务收入预测	21
表 21: 三项业务收入增长率假设%	21
表 22: 三项业务毛利率假设%	22
表 23: 永升生活服务可比公司估值表 (P/E 和 P/B 单位为倍, 时间为 2020 年 2 月 18 日)	23

一、永升生活服务：背靠旭辉控股集团的物业管理集团

公司创立于2002年，早期专注服务旭辉控股集团开发的物业项目，2013年公司开始管理由第三方物业开发商开发的物业项目并开始提供社区增值服务。截至2019年6月30日公司在管建筑面积约为49百万平方米，合约管理面积86.2百万平方米。公司位列中国指数研究院2019中国物业服务百强企业第14名，2019中国物业服务百强企业成长性第6位，2019中国主要城市物业服务优秀企业上海地区第4位、苏州地区第3位，长沙第5位，青岛第5位，无锡第5位。

公司商业模型为经典的内地物业管理公司模式，提供物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务。

图1：永升生活服务收入拆分（千元人民币）

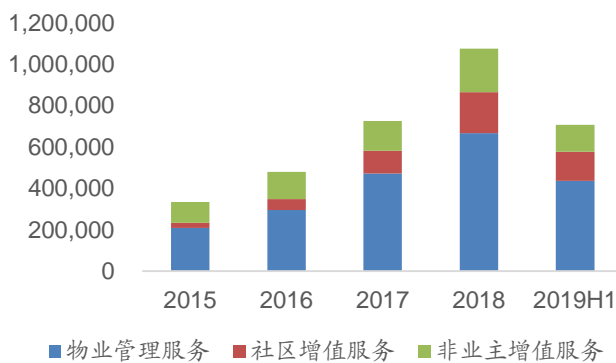
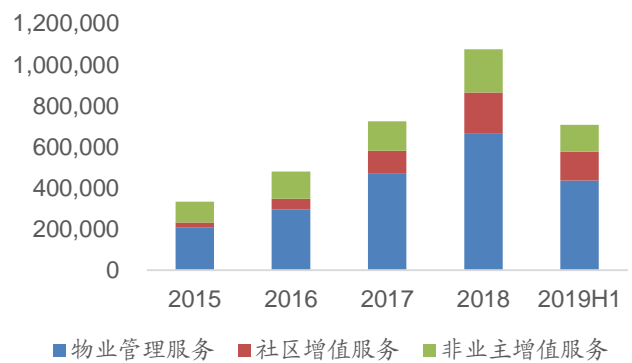


图2：永升生活服务毛利拆分（千元人民币）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：永升生活服务毛利率（%）

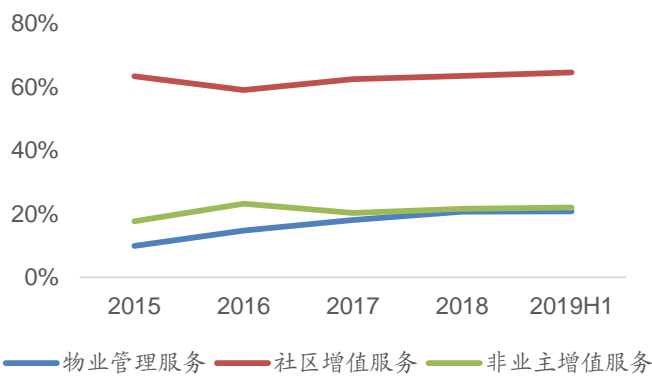
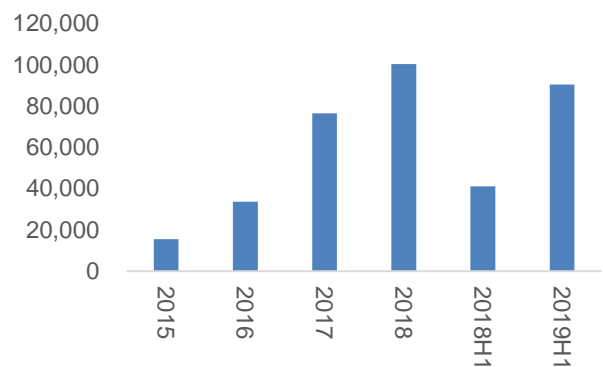


图4：永升生活服务归母净利润（千元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

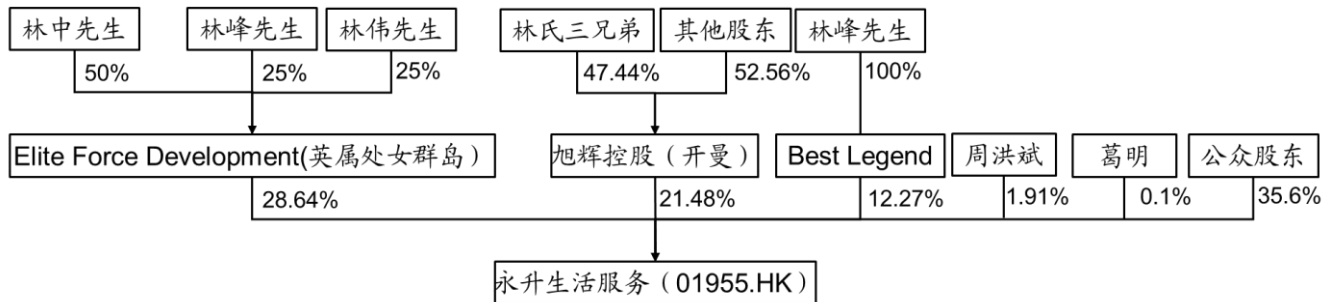
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、股权结构有利于平衡发展商和物业管理的利益

公司由旭辉控股集团拆分上市，实际控制人为林中、林伟、林峰，三人为亲兄弟，已签署一致行动协议，三人持有权益股份数目占已发行的有投票权的股份百分比为68.8%，其中包括通过上市公司旭辉控股集团（00884.HK）持有公司股份占比的约21.48%部分。林峰先生通过Best Legend直接持有的18.68%股权已经在永升生活服务-全球发售文件披露用作未来的员工持股（已经归属6.41%，截至2020年2月11日Best Legend持股约12.27%）。

林氏三兄弟持有公司股份28.64%，同时其控股的旭辉控股集团持有公司21.48%，股权激励18.68%。这种大股东和发展商母公司都持股，且有大占比股份给予管理层的股权架构确保了发展商和物业管理公司利益的平衡，二者可以形成良性的互动和利益分配机制，在行业里首屈一指。

图5：永升生活服务股权结构（2020年2月18日）



数据来源：披露易、广发证券发展研究中心

三、物业管理服务：市场化竞争能力持续提升

公司绝大部分项目管理采用包干制。近些年公司的基础物业管理服务方面的市场化能力迅速提升，来自第三方的收入迅速增加。第三方业务的发展意味着市场对公司管理运营能力的认可，同时其增长动力的多元化将有助于稳定公司的业绩。公司计划未来3-5年改善公司管理面积来源的结构，实现市场化拓展：旭辉控股集团：收并购：第三方物业开发商合作的面积比例为5:3:1:1。同时公司计划提升非住宅的占比，公司的盈利能力将会受益。公司将进入总量提升和结构改善的周期，物业管理服务收入规模和盈利能力都将受益。

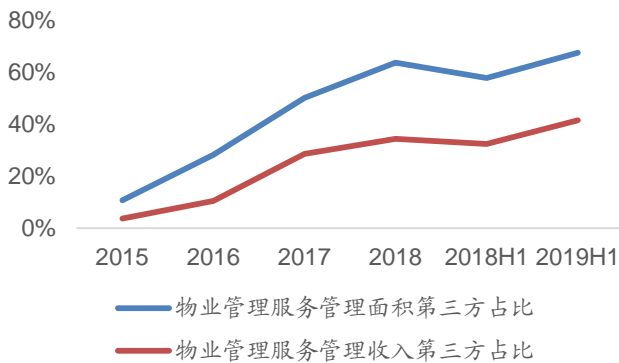
表1：永升生活服务物业管理服务收入中包干制比例（%）

	2015	2016	2017	2018H1
包干制收入/物业管理服务收入	99.70%	98.20%	99.20%	98.90%

数据来源：永升生活服务-全球发售文件、广发证券发展研究中心

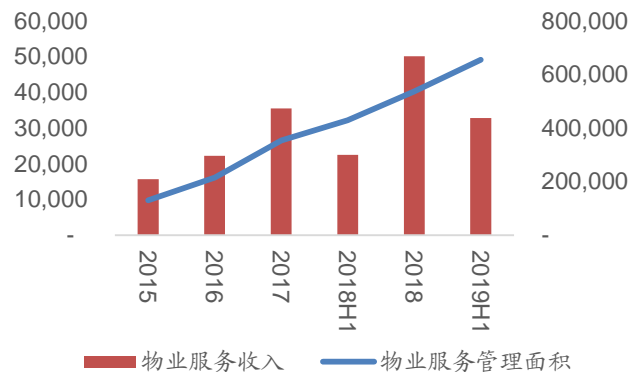
公司的市场化能力持续提升，品牌影响力显著增强。第三方项目拓展在总面积和总收入中，均逐年上升，占比加大。于2015-2018年，第三方物业管理服务项目的面积和产生的收益的年复合增长率分别为264.7%、316.0%。此外公司已与多家第三方开发商订立战略合作、成立合资企业，管理由其开发的物业，此类开发商为其开发项目选择物业管理服务商，将被优先考虑。未来公司将继续寻找与其他第三方开发商的合作。近年来公司于第三方投标的中标率不断提升，2015-2017年分别为28.6%、36.0%、40.0%，公司的市场化竞争能力处于持续上升阶段。自2017年开始公司对旭辉控股集团的依赖度下降，来自旭辉控股集团的建筑面积占在管总建筑面积比例从2015年的89.28%下降至2019H1的32.5%，反之，来自第三方的建筑面积占比大幅提升，体现公司外拓能力不断增强。

图6：永升生活服务物业管理服务于第三方占比



数据来源：公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

图7：永升生活服务物业服务收入（右轴，千元）和管理面积（左轴，千平方米）



数据来源：公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

公司的物业管理正向多元化方向发展，非住宅物业面积和收入占比持续提升。

城市综合体、商业办公和公众物业均有代表性项目，公司正在逐步形成多元化物业管理的商业模式。公司有多项物业管理项目被评为省市级优秀示范项目，此外还在全国各地有着较大影响力的物业管理项目，例如北京的空港中心、上海的置汇旭辉 LCM 商办、宁波的海运大厦、武汉的旭辉大厦等。此外公司不断拓展优质项目，例如苏州创业园（苏州高新技术创业服务中心、苏州留学人员创业园、苏州创业园科技发展有限公司的总称）和青岛国际创新园（山东省和青岛市的两级重点项目）。公司多年在各区域形成的标杆项目扩大了品牌影响力，也积累了成功的物业管理经验，为公司未来的多业态物业管理服务打下了一定的基础。

表2：永升生活服务所获奖项

项目	荣誉	颁奖单位
	2019 物业服务企业品牌价值 50 强	中国物业管理协会
	2018 年物业服务企业综合实力测评 TOP 100	中国物业管理协会
	2018 中国办公物业管理领先企业	中国指数研究院
	2018 年中国物业服务市场化运营领先品牌企业	中国指数研究院
	2017 中国社区服务商 TOP 100—专业特色五强	亿翰智库
	2017 中国社区服务商 TOP 100—创新性五强	亿翰智库
	2015-2016 年度合同信用等级为 AAA 级	上海市合同信用促进会
	2015-2016 年底上海市守合同重信用企业	上海市合同信用促进会
“永升物业微信公众号”	2018-2019 TOP 100 影响力微信公众号	全国物业管理行业媒体协作网
旭辉虹桥国际广场	2018 上海市物业管理优秀示范项目（非居住物业）	上海市物业管理行业协会
旭辉锦庭	2018 上海市物业管理优秀示范项目（居住物业）	上海市物业管理行业协会
美澜花园	2017 年度江苏省级示范物业管理项目	江苏省住房和城乡建设部
香澜雅苑	2017 年度江苏省级示范物业管理项目	江苏省住房和城乡建设部

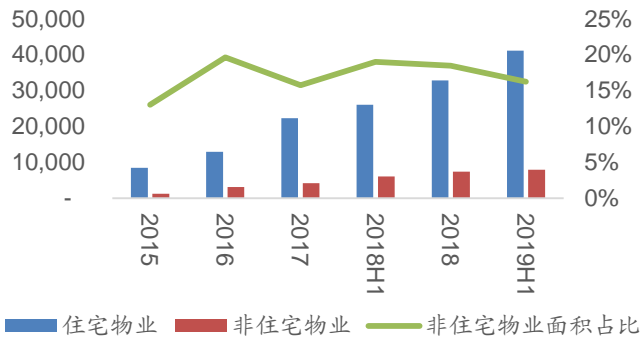
数据来源：上海市物业管理行业协会、江苏省住房和城乡建设部、永升生活服务官网、广发证券发展研究中心

表 3: 永升生活服务代表性项目

城市综合体	商业办公	公众物业
<p>铂悦滨江位于上海浦东陆家嘴金融城，陆家嘴+自贸区双核驱动，国策高度，城市发展轴心战略带，成为黄浦江滨江盛宴的压轴之地。</p>	<p>恒基旭辉中心是由世界 500 强恒基兆业地产打造，涵盖独栋办公、5A 级标准办公、精装公寓、社区会所、底层商业等多重业态的地标级城市综合体项目。</p>	<p>两馆一中心内含福清市体育馆、福清市文化艺术中心和福清侨乡博物馆三个项目，又被群众称为“大三馆”。两馆一中心，建筑设计立意充分反映了福清市浓厚的侨乡文化和新时代开放融和、拼搏争先的福清精神。</p>
		
<p>山东青岛大学为山东省属重点综合大学，山东省与青岛市共建高校，学校有浮山校区、大学有金家岭校区、松山校区三个校区，占地 2655 亩，建筑面积 114 万平方米，现有在校生 46000 余人。</p>	<p>狮山广场位于苏州市新一轮城市规划“中核主城”中确定的“西核核心区”——高新区 CBD，是狮山商圈快速崛起的大型商业之一，建成后将成为集精品购物、娱乐餐饮、商务办公、居住休闲等功能为一体的高端城市综合体。</p>	<p>太阳能小镇集研发、金融、能源为一体的综合性产业园区。“2018 中国国际太阳能十项全能竞赛”即在此举办，该赛事由中国国家能源局和美国能源部联合主办，中国产业海外发展协会承办，共青团中央学校部为支持单位，邀请了来自全球 10 个国家和地区 41 所高校的 22 支赛队参与。</p>
		

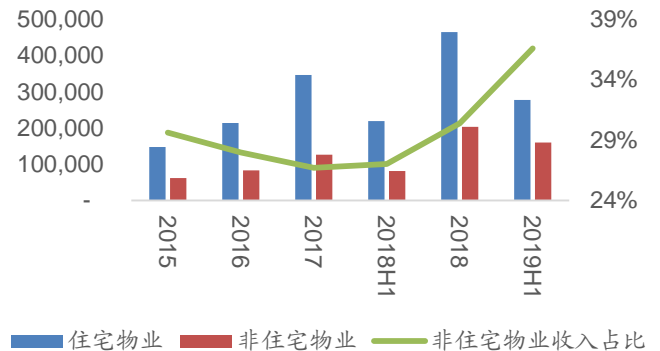
数据来源：永升生活服务官网、广发证券发展研究中心

图 8: 永升生活服务非住宅物业面积 (千平方米, 左轴) 和占比 (% , 右轴)



数据来源：公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

图 9: 永升生活服务非住宅物业收入 (左轴, 千元) 占比 (右轴, %)



数据来源：公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

表 4: 永升生活服务在管面积按类型拆分

物业管理服务拆分-按类型-建筑面积 (千平方米)	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1
住宅物业	8,502	12,960	19,521	22,308	25,999	32,808	41,065
非住宅物业	1,274	3,162	4,973	4,171	6,100	7,431	7,959
合计	9,776	16,122	24,494	26,479	32,099	40,239	49,024
非住宅物业面积占比	13.03%	19.61%	20.30%	15.75%	19.00%	18.47%	16.23%
同比增速: 住宅物业		52.43%		72.13%	33.18%	47.07%	57.95%
同比增速: 非住宅物业		148.19%		31.91%	22.66%	78.16%	30.48%
同比增速: 合计		64.91%		64.24%	31.05%	51.97%	52.73%

数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

表 5: 公司收入拆分及物业费单价

物业管理服务拆分-按类型-收入 (千元)	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1
住宅物业	147,086	213,294	147,122	346,120	219,004	464,281	276,751
非住宅物业	61,862	82,839	54,434	126,148	81,129	202,572	159,588
合计	208,948	296,133	201,556	472,268	300,133	666,853	436,339
单价: 住宅物业 元/月		1.66	1.51	1.64	1.51	1.40	1.38
单价: 非住宅物业 元/月		3.11	2.23	2.87	2.63	2.91	3.78

数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

旭辉控股集团自2017年开始合同销售面积有较大的增长, 预计将于2019-2020年反应在永升生活服务的管面积增长上, 对公司在管面积的提升形成助力。在旭辉控股集团的支持下, 永升生活服务的在管面积将会迅速提升。截至2019年6月30日, 旭辉控股集团拥有合计及应占建筑面积分别约为4680万平方米及2340万平方米的土地储备, 我们预计旭辉控股集团将会把其大部分土地储备中的项目交付由永升管理。

表 6: 永升生活服务合约管理面积结构 (千平米)

	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
在管建筑面积	9,776	16,122	26,479	32,099	40,239	49,024
储备建筑面积	5,470	6,522	6,888	10,254	25,312	37,207
合约建筑面积	15,246	22,644	33,367	42,353	65,551	86,231
储备面积/在管面积	55.95%	40.45%	26.01%	31.94%	62.90%	75.90%

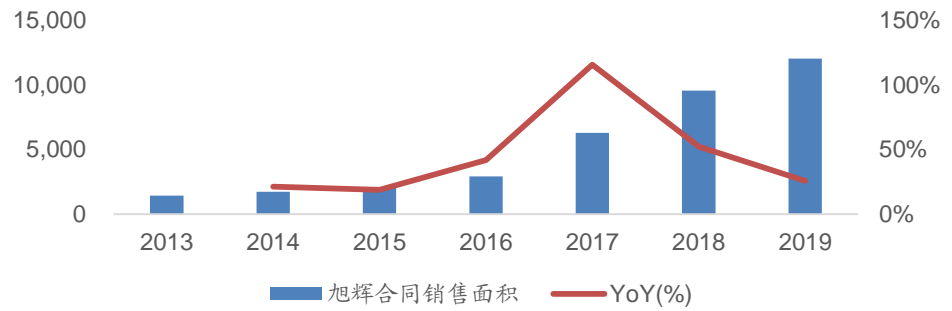
数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

表 7: 旭辉控股集团合同销售面积 (千平米)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
旭辉控股集团合同销售面积	1,428.3	1,733.0	2,056.2	2,916.3	6,291.7	9,569.4	12,035.5
2年后永升生活服务来自旭辉控股集团的在管面积增加		2,843	1,629	1,440			

数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

图10: 旭辉控股集团销售面积(千平米, 左轴)和同比增速(% , 右轴)



数据来源: 旭辉控股集团 2013-2019 年年报、广发证券发展研究中心

公司物业管理服务收入主要来自华东和华北地区, 其占比基本稳定。单价上华东和华北地区相对较高。

表 8: 公司物业管理按地区收入(千元)及比例(%)

物业管理服务拆分-按地区-收益(千元)	2015	2016	2017	2018
华东地区	127,115	181,919	307,286	447,499
华北地区	54,814	72,441	87,847	99,071
中南地区	12,382	19,127	45,426	64,462
西部地区	14,480	21,237	28,671	48,389
东北地区	157	1,409	3,038	7,432
合计	208,948	296,133	472,268	666,853
华东地区	60.84%	61.43%	65.07%	67.11%
华北地区	26.23%	24.46%	18.60%	14.86%
中南地区	5.93%	6.46%	9.62%	9.67%
西部地区	6.93%	7.17%	6.07%	7.26%
东北地区	0.08%	0.48%	0.64%	1.11%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、广发证券发展研究中心

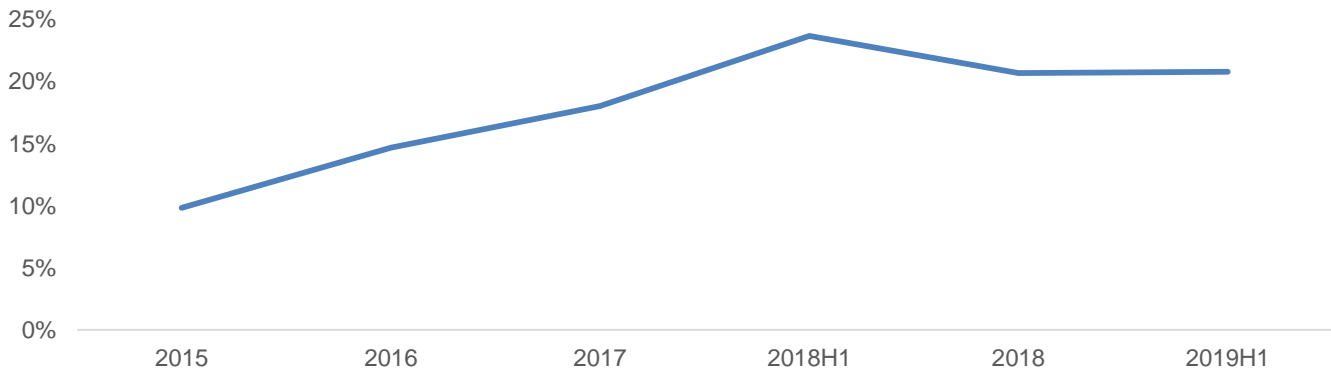
表 9: 公司物业管理服务单价(首尾面积平均年化)(元/月)

单价: 元/月	2016	2017H1	2017	2018H1	2018
华东地区	1.99	1.61	1.81	1.58	1.60
华北地区	2.41	2.64	2.53	2.43	2.25
中南地区	1.06	1.33	1.60	1.91	1.49
西部地区	1.59	1.11	1.44	1.53	1.82
东北地区	0.52	0.62	0.99	1.71	1.04
合计	1.91	1.65	1.85	1.71	1.67

数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、广发证券发展研究中心

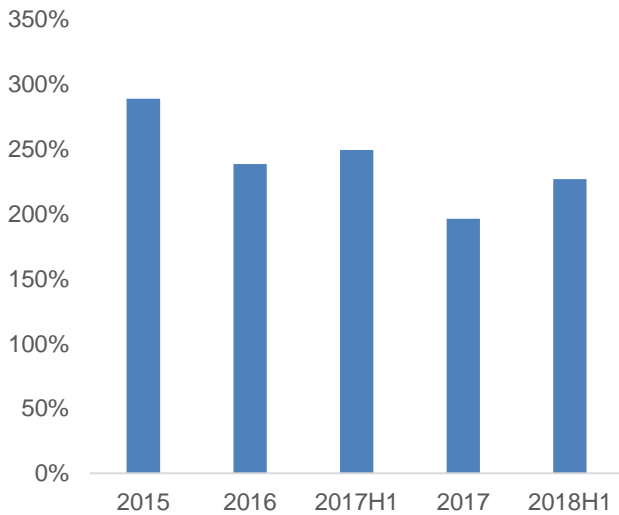
公司物业管理服务毛利率持续提升。主要原因为营改增、规模经济和技术解决方案控制人工成本和相关服务程序标准化。公司成本中外包比例处于行业中等水平。

图11: 物业管理服务毛利率 (%)



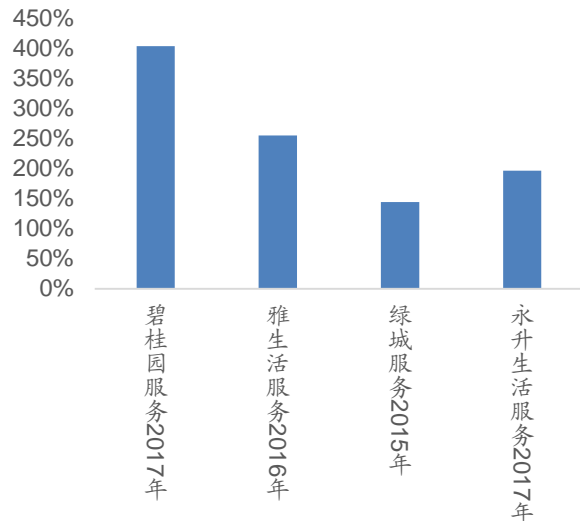
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图12: 公司人工成本/委外费用



数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、广发证券发展研究中心

图13: 行业人工成本/委外费用



数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、各公司年报、广发证券发展研究中心

四、优秀管理团队和良好激励机制是公司的重要优势

公司的核心管理团队有着丰富的行业经验和优秀的背景。公司的董事会执行董事有两名：董事会主席林中和总裁周洪斌。

两名执行董事林中先生和周洪斌先生履历优秀，分工合理。董事会主席、执行董事林中先生为旭辉控股集团创始人和董事会主席，是公司的掌舵者。总裁兼执行董事周洪斌先生自1997年便加盟著名发展商龙湖集团，其中自2007年8月至2014年12月，周洪斌先生于龙湖物业服务集团有限公司担任公司董事会主席、总经理兼物业管理部总经理，主要负责整体管理及发展及物业管理。周洪斌先生自2015年1月至2017年12月于北京千丁互联科技有限公司（一家提供住宅社区增值服务的公司）担任高级副总裁，主要负责平台运营及市场开发。周洪斌先生自2017年12月加盟永升生活服务，其优秀的履历包括长达10年的头部发展商企业经验以及累计7年的百强前15级别物管公司高管经历和3年的社区增值服务互联网公司高管经历。周洪斌先生自2014年10月起担任中国物业管理协会副会长，自2014年3月起为中国物业管理协会行业发展研究中心副主任。

CFO周迪先生加盟永升生活服务前拥有长达9年的发展商财务岗位经验，曾经任职于龙湖集团和正荣集团两家知名发展商，非常了解地产和物业行业。

副总裁梁斌先生加盟永升生活服务前拥有长达12年的人力资源及组织战略经验，曾供职公司包括保洁中国、腾讯、渣打银行中国、世茂房地产和游族网络等多行业大型知名公司。

公司拥有富有竞争力的股权激励机制，用于对高管的股权激励比例占发行后股本的18.68%，在已经上市的物管公司中最为慷慨。与管理层利益的绑定将有助于公司齐心协力共谋成长。

公司股东，Best legend于2019年6月18日采纳股权激励计划，目的在于：1、认可本集团主要管理层（包括董事、高级管理层和雇员）以及为本集团作出特别贡献的人士的贡献，以及激励和奖励彼等，从而为本集团的未来发展及扩张而奋斗；2、使经甄选人士的利益与本公司股东的利益通过向彼等提供机会拥有本公司股权而达成一致。

表 10: Best Legend 第一次归属情况

	占已发行的有投票权股份百分比 %	备注
周洪斌	1.91%	永升生活服务 CEO
葛明	0.10%	永升生活服务非执行董事，旭辉（中国）副总裁及人力资源中心总经理
其他	4.40%	其他合格人士

数据来源：公司公告-自愿公告、披露易、广发证券发展研究中心

表 11: 港股上市物管公司股权激励计划 (截至 2020 年 2 月 18 日)

公司	激励标的	激励比例 (占发行后, 行权前股本)
永升生活服务	股权	18.68%
绿城服务	股权+购股权	16.80%
雅生活服务	股权	6.00%
碧桂园服务	购股权	4.98%

数据来源: 公司公告-自愿公告激励计划、广发证券发展研究中心

以“永动力”和“升力军”为代表的人才引进和发展体系不断为公司储备高级人才。2019年1月1日公司荣登“2018上海地区非常雇主TOP30榜单”，是上海唯一一家TOP30强榜单物业公司。经验丰富的高级管理团队、有效的人才培养体系及良好的激励机制将助力于公司未来的发展。

表 12: 永升生活服务人才引进和发展体系

项目名称	定位	其他
永动力	培养未来中高层管理人员和核心骨干	
	定位目标本科院校优秀应届生	2018 年校招 200 校招生, 20%为硕士研究生
	3 至 5 年发展为项目经理/部门经理, 未来可发展为中高级管理职位	
升力军	期望在 2-3 年时间内培养专业技术骨干及行业精英	
	定位专科学校优秀毕业生	
	定位物业管理、酒店管理等服务类专业领域管理职位	

数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、广发证券发展研究中心

五、非业主增值服务：周期性质业务

公司的非业主增值服务主要包括协销服务、额外专项定制服务、房修服务、交付前检验服务、前期规划、设计及咨询等服务，依然是经典的物业管理公司非业主增值服务模式。公司非业主增值服务除了额外专项定制服务和房修服务以外全部是跟随地产开发周期的周期性业务。其中协销服务按照时间收费，地产销售较快时公司收入较少，地产销售较慢时收入较高。

表13: 非业主增值服务的周期属性

业务	特点
协销服务	与销售周期相关
额外专项定制服务	非周期
房修服务	非周期
前期规则及设计咨询服务	领先于交付周期
交付前检验服务	同步于交付周期

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

协销服务包括清洁、安保、园艺、维护展示单元及访客管理，根据成本加上溢价收取费用。

额外专项定制服务可能包括（其中包括）单独提供客户就彼等物业或与特定区域有关或彼等物业设施或会需要之清洁、安保或会议及行政支持服务。该业务通常按照成本加上溢利加价收费。

房修服务为向业主或住户解决例如渗漏及墙壁破裂等质量问题，该业务通常按照成本加上溢利加价收费。

交付前检验服务于施工之后交付之前旅行，检验集中于功能性、质量和设计问题。该业务通常按面积收费。

图14: 非业主增值服务收入（千元）拆分和协销服务占比（%）

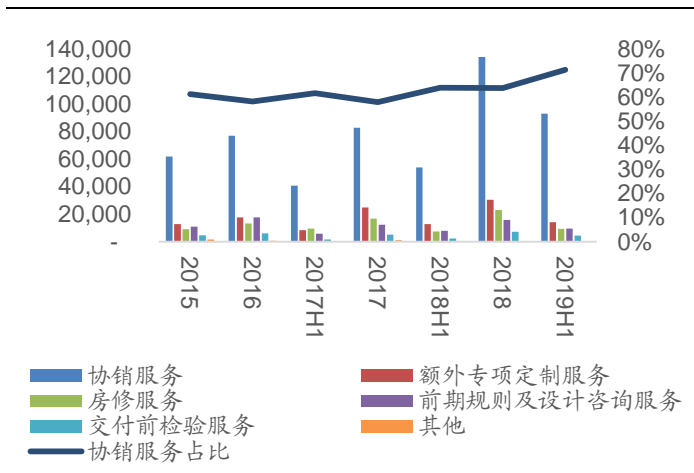
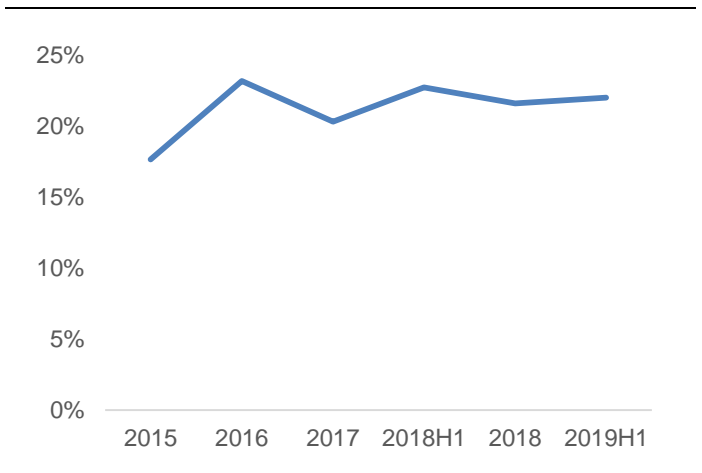


图15: 非业主增值服务毛利率



数据来源：永升生活服务-全球发售文件、Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

六、社区增值服务：渗透率提升推动增长

公司的社区增值服务依然是经典的物业管理公司模式，主要分为家居生活服务、车位管理、租赁及销售服务、物业经纪服务及公共区域增值服务。

家居生活服务包括废物清洁服务、团购服务、拎包入住服务、上门维修服务及能源费用代收服务。

停车位管理、租赁及销售主要为管理、租赁及销售地产开发商的车位。

物业经纪业务为地产中介业务。

公用区域增值服务为租赁公用区域，例如广告位和出租空置楼层予商家作为商铺等。该业务通常按照百分比收取租金费用。

社区增值服务收入快速增长主要是因家居生活服务和物业经纪服务的快速增长，这得益于公司不断加强推广、扩大社区增值服务覆盖率、扩大物业管理服务项目，从而有更多社区提供该服务。受益于高速增长的社区增值服务，公司的整体毛利率水平不断提升。

公司在社区增值服务方面处于行业领先地位，单位面积产生的社区增值服务收入处于行业前列。

图16: 社区增值服务收入拆分 (千元)

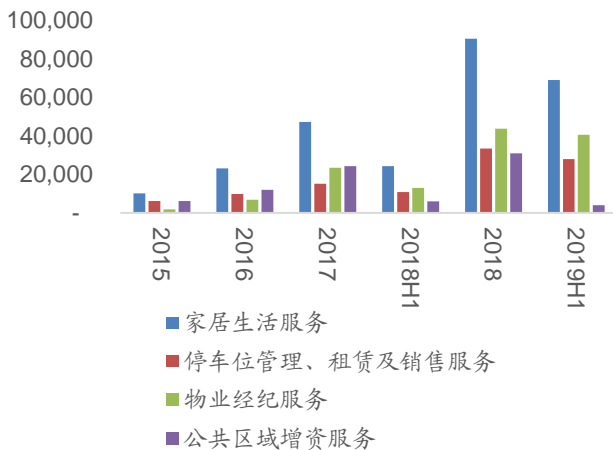
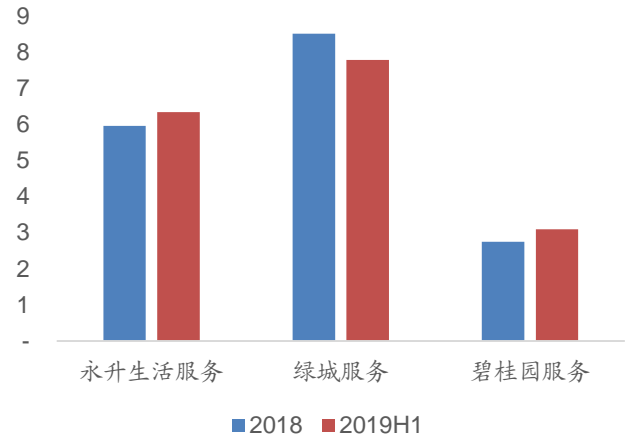


图17: 2018年单位面积社区增值服务收入 (元每平方米)

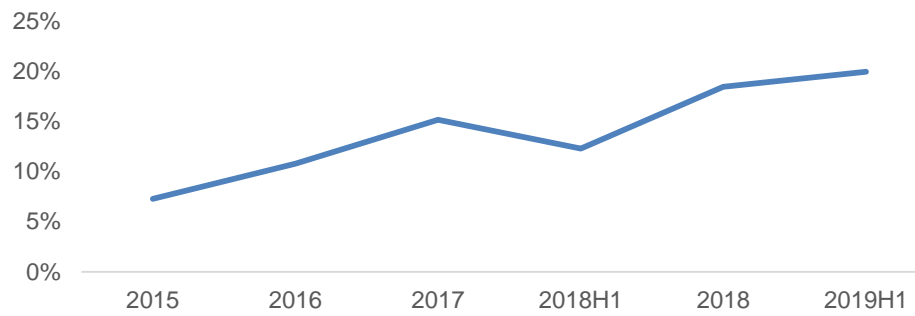


数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、各公司年报和半年报、广发证券发展研究中心

公司社区增值服务毛利率水平较为稳定，约为62%。

图18: 社区增值服务毛利率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

多元化的社区增值服务品牌，与物业管理服务不断融合。公司具有多元化的社区增值服务品牌，住宅社区增值服务品牌包括“UP 增值服务体系”和“悦享生活”中端品牌、集物业管理服务和增值服务于体的“铂悦管家”高端品牌，非住宅社区增值服务品牌包括“悦泽商办”和“悦泽公众”两个定位不同的品牌。

“永升全能客服服务模式”一站式服务平台综合三大业务的各种服务，包括物业管理服务、物业经纪服务、管家服务、便民服务及一般接待服务，为客户提供一站式服务。

表14: 永升生活服务社区增值服务品牌

品牌	内容
住宅社区增值服务品牌:	
UP 增值服务体系	旗下的子品牌包括“旭惠园”、“邻聚游”、“旭惠美家”及“租售中心”，各个子品牌对应某一社区增值服务
铂悦管家	提供高端的物业管理服务及社区增值服务
悦享生活	旗下的子品牌包括“社区关照体系”、“37°C社区”，社区关照体系包括“生活、秩序、环境、修护、问询、智能”六大板块的关照体系，37°C社区主要为儿童、全职妈妈及老年人提供丰富多彩的特色活动例如绘画、摄影等八大类别
非住宅社区增值服务品牌:	
“悦泽商办”和“悦泽公众”	包括设施管理、行政总裁及贵宾关怀、内部便利店运营及与未出租单元有关的物业经纪服务
永升全能客服服务模式	为客户提供物业管理服务、物业经纪服务、管家服务、便民服务及一般接待服务

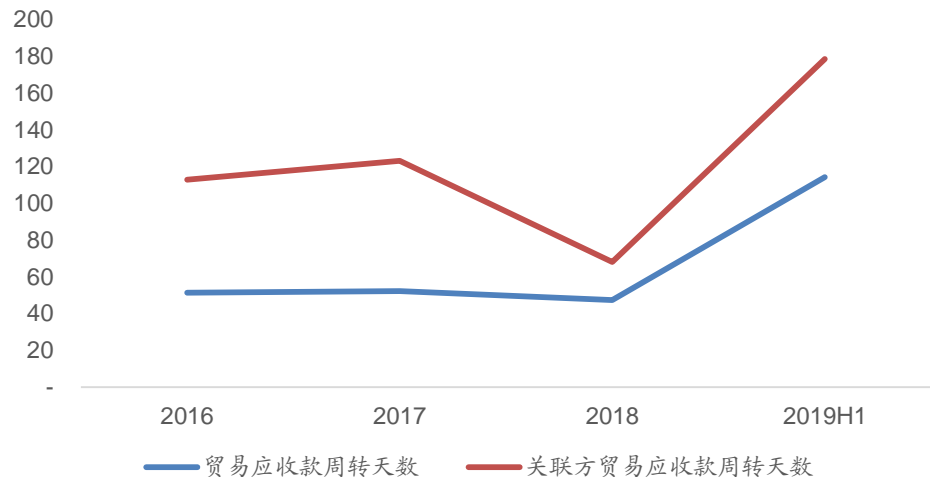
数据来源: 永升生活服务-全球发售文件、广发证券发展研究中心

七、公司主要财务指标分析

(一) 公司的应收账款状况持续改善

公司持续改善对应收账款的催收，应收账款周转天数持续改善。应收账款的改善主要因素为关联方的应收账款规模增速大幅落后于关联交易收入规模增速。物业行业的经营特征是有业主喜欢年末交物业费，所以2019H1的应收账款周转天数上升并不能视为资产负债表的恶化。

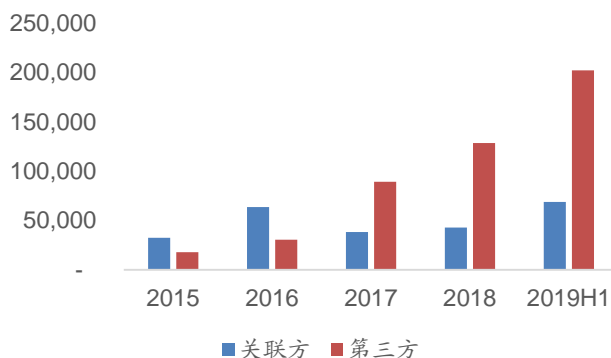
图19: 永升生活服务应收账款天数



数据来源: 公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

应收账款持续改善的一个原因是: 关联方的贸易应收款占比逐年下降, 自2015年末的64.52%降至2018的26.41%。尽管公司的关联收入随着规模的扩张而增加, 但关联方应收账款回收却大幅改善, 上市后公司资产负债表质量持续提升。

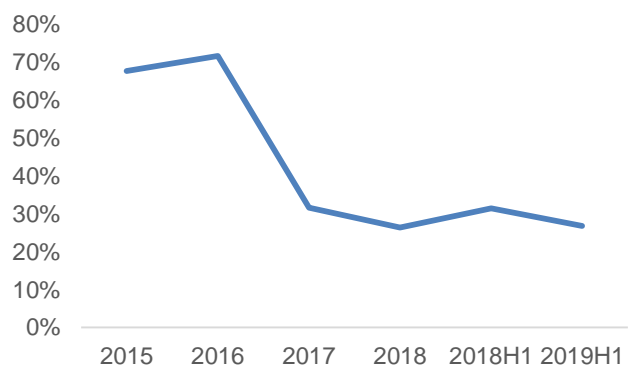
图20: 公司贸易应收款拆分 (千元)



数据来源: 公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

备注: 此处关联方指旭辉控股集团及林氏兄弟

图21: 关联方贸易应收款占比 (%)



数据来源: 公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

备注: 此处关联方指旭辉控股集团及林氏兄弟

表 15: 公司关联交易情况 (千元)

关联交易收入	2015	2016	2017	2018
旭辉中国, 千元	118,900	128,000	121,800	161,600
林氏兄弟, 千元	8,900	25,600	27,500	52,700
关联交易收入占比, %	38.26%	32.00%	20.58%	19.92%
贸易应收款周转天数, 天		51.41	52.22	47.43
关联方贸易应收款周转天数, 天		112.86	123.19	68.21

数据来源: 公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

(二) 大量存货转回关联方

公司的存货在2015年、2016年、2017年、2018年6月30日分别为48.7百万元、人民币46.5百万元、人民币0.3百万元及人民币0.3百万元。存货在2017年的骤减主要是因旭辉控股集团或其他相关项目公司较长时间未取得该等停车位物业使用权证, 公司将无物业所有权证的大部分停车位使用权按成本转回旭辉控股集团。

(三) 公司现金流转化能力较强

永升生活服务的现金流转化能力很强, 经营活动现金流量净额与归母净利润的比值超过150%。

表 16: 永升生活服务现金流量拆分 (千元)

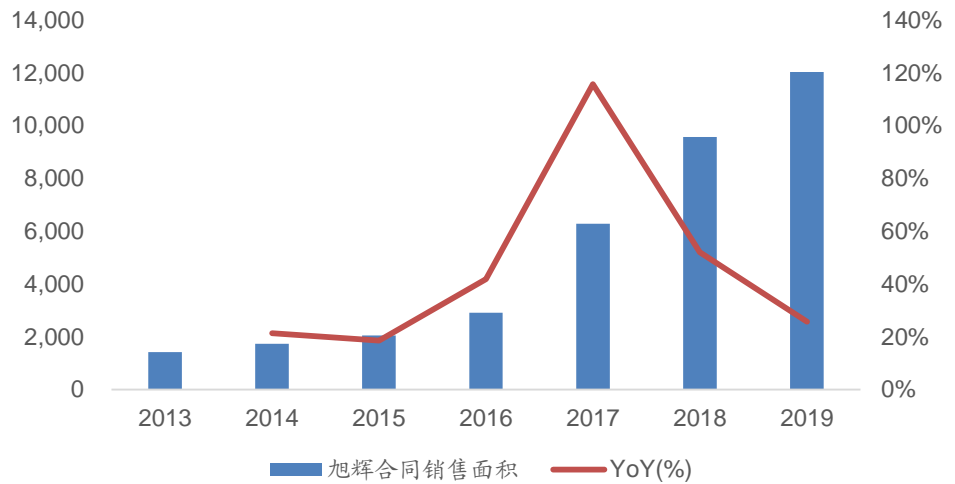
	2015	2016	2017	2018
经营活动产生的现金流量净额	34,833	100,196	189,699	174,774
投资活动产生的现金流量净额	1,208	-18,839	-6,242	-5,826
筹资活动产生的现金流量净额	78,759	-13,000	2,284	552,954
归普通股净利润	15,562	33,600	76,442	100,240
经营活动现金流/归普通股净利润	223.83%	298.20%	248.16%	174.36%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

八、盈利预测

永升生活服务目前在管面积约为四千万平方米，考虑到公司快速开拓第三方管理面积（2015年占在管面积比例为10.72%，2018年占在管面积比例为63.62%），和地产销售到交付产生物业费收入的约2-3年周期和旭辉控股集团2017年的增长高峰以及维持到2019年的双位数增长率，我们认为公司在管面积将仍然维持较高水平的增长。

图22: 旭辉控股集团销售面积（千平方米）和同比增长率（%）



数据来源：旭辉控股集团 2013-2019 年年报、广发证券发展研究中心

旭辉控股早期合作开发较多，2018年后提升了权益比例，因此其销售的项目能更多的给到永升生活服务。我们预计2019-2021年永升生活服务在管面积第三方占比维持在70%左右。

表 17: 永升生活服务在管面积预测（千平方米）

物业管理服务拆分-按开发商-建筑面积(千平方米)	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
旭辉集团	13,200	14,640	15,933	17,440	26,940	38,940
第三方	13,279	25,599	33,091	42,560	64,060	85,060
合计	26,479	40,239	49,024	60,000	91,000	124,000
第三方占比	50.15%	63.62%	67.50%	70.93%	70.40%	68.60%
旭辉增加	1,629	1,440	1,293	2,800	9,500	12,000
第三方增加	1,333	7,043	7,492	16,961	21,500	21,000
	2015	2016		2017	2018	2019
旭辉合同销售面积	2,056	2,916		6,292	9,569	12,036
来自旭辉控股集团管理面积(时间滞后2年)	1,629	1,440		2,800	9,500	12,000
旭辉合同销售面积/来自旭辉控股集团管理面积	0.79	0.49		0.45	0.99	1.00

数据来源：旭辉控股集团 2013-2019 年年报、永升生活服务-全球发售文件、永升生活服务半年报、广发证券发展研究中心

我们预计永升生活服务的物业费单价将会维持稳定上升的态势。

表 18: 永升生活服务物业费单价盈利预测

物业管理服务拆分-按类型-收入(千元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
住宅物业	346,120	464,281	707,748	1,076,040	1,537,680
非住宅物业	126,148	202,572	321,958	542,880	841,080
合计	472,268	666,853	1,029,706	1,618,920	2,378,760
单价: 住宅物业 元/月	1.64	1.40	1.44	1.47	1.49
单价: 非住宅物业 元/月	2.87	2.91	3.05	3.12	3.26

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 19: 物业管理服务在管面积预测(按类型)

物业管理服务拆分-按类型-建筑面积(千平方米)	2018	2019E	2020E	2021E
住宅物业	32,808	49,000	73,000	99,000
非住宅物业	7,431	11,000	18,000	25,000
合计	40,239	60,000	91,000	124,000

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 20: 三项业务收入预测

收入拆分(千元)	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019E	2020E	2021E
物业管理服务	208,948	296,133	201,556	472,268	300,133	666,853	1,029,706	1,618,920	2,378,760
对非业主的增值服务	100,745	132,055	65,872	142,985	84,546	210,530	273,689	355,796	444,745
社区增值服务	24,309	51,775	48,151	110,064	53,947	198,447	337,360	539,776	809,664
合计	334,002	479,963	315,579	725,317	438,626	1,075,830	1,640,755	2,514,492	3,633,168

数据来源: 公司年报&半年报, 广发证券发展研究中心

考虑到旭辉控股集团合同销售的面积增长, 我们认为公司的非业主增值服务将维持增长, 公司的社区增值服务渗透率提升和业务扩展将推动规模增长。

表 21: 三项业务收入增长率假设%

YoY%	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
物业管理服务	41.73%	59.48%	41.20%	54.41%	57.22%	46.93%
对非业主的增值服务	31.08%	8.28%	38.79%	30.00%	30.00%	25.00%
社区增值服务	112.99%	112.58%	91.28%	70.00%	60.00%	50.00%
合计	43.70%	51.12%	48.33%	52.51%	53.25%	44.49%

数据来源: 公司公告-永升生活服务-全球发售文件、公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

我们认为公司的物业管理服务毛利率会随着新盘的入伙而提升, 其他二项业务的毛利率将会维持稳定。

表 22: 三项业务毛利率假设%

毛利率	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019E	2020E	2021E
物业管理服务	9.85%	14.69%	17.91%	18.05%	23.68%	20.70%	23.00%	24.00%	24.50%
对非业主的增值服务	17.66%	23.18%	20.43%	20.31%	22.73%	21.60%	21.60%	21.60%	21.60%
社区增值服务	63.33%	58.99%	62.95%	62.36%	66.88%	63.40%	63.00%	63.00%	60.00%
综合	16.10%	21.80%	25.31%	25.22%	28.81%	28.72%	30.92%	32.03%	32.06%

数据来源: 公司公告-永升生活服务-全球发售文件、公司年报&半年报、广发证券发展研究中心

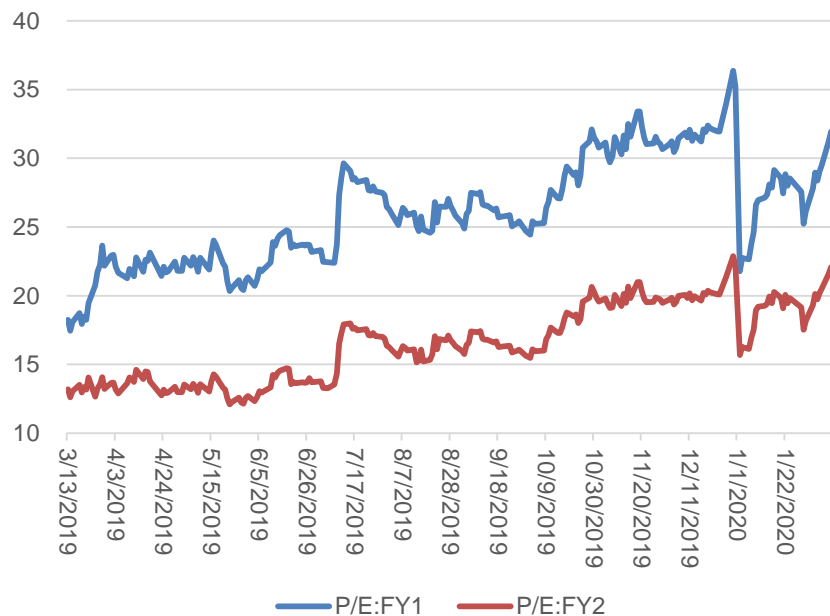
九、估值分析与投资建议

考虑到物业管理公司的轻资产和高现金流行业特征，我们使用P/E为物业管理公司估值。从可比公司市值来看，物业管理公司一般存在根据规模的溢价，大规模的物管公司往往估值较高。市场一般在年初至中期业绩发布前内对公司使用当期PE估值，而在中期业绩发布后逐渐切换到下一年PE，当前市场主要大型物业管理股交易在2020年25-35倍水平。

永升生活服务目前处于高速成长期，2020年P/E估值水平和绿城服务及碧桂园服务相近，但2021年的估值仍有一定折价。该折价隐含着永升生活服务更高的增长预期。目前市值在200亿以内的物管公司往往在管面积都在1亿平米以内，存在一定折价，但随着在管面积的迅速扩张，小型物管公司将迈向大型物管公司，估值将会与碧桂园服务、绿城服务等看齐。奥园健康为物管+商业运营，行业估值体系相对存在差异。

我们使用2020年P/E计算公司合理价值。公司成长性位于上市公司前列，2019-2021年复合增长预计为44%，高于碧桂园服务和绿城服务的30-35%水平。我们看好公司在优秀管理层带领下将会释放出超出同行的业绩增长并值得一定溢价，我们给予45倍2020年合理估值，合理价值为每股10.46HKD，首次覆盖给予“买入”评级。

图23: 永升生活服务前向预测一致预期估值 (P/E 倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 23: 永升生活服务可比公司估值表 (P/E 和 P/B 单位为倍, 时间为 2020 年 2 月 18 日)

代码	名称	市值 百万 HKD	P/E TTM	P/E:2019E	P/E:2020E	P/E:2021E	隐含归母净利润 Cagr 增长: 2019-2021
01995.HK	永升生活服务	11,523	—	53.09	35.62	25.29	44.89%
	平均	23,693	43.69	37.66	27.39	20.87	32.54%

06098.HK	碧桂园服务	85,935	58.37	50.47	37.87	27.77	34.81%
03319.HK	雅生活服务	48,000	42.61	37.77	26.74	20.58	35.47%
02869.HK	绿城服务	28,740	54.16	48.07	36.17	27.76	31.59%
02669.HK	中海物业	20,773	48.34	40.20	31.87	25.93	24.51%
02168.HK	佳兆业美好	4,060	28.18	24.21	18.29	15.03	26.92%
01778.HK	彩生活	6,303	10.08	10.04	8.76	7.37	16.72%
03662.HK	奥园健康	6,093	42.78	33.34	20.72	14.98	49.19%
01755.HK	新城悦服务	14,153	64.98	49.06	32.77	23.03	45.95%
02606.HK	蓝光嘉宝服务	9,404	—	17.86	15.11	12.08	21.59%
01895.HK	鑫苑服务	725	—	—	—	—	—
06049.HK	保利物业	36,437	—	65.61	45.58	34.15	38.61%

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

备注：永升生活服务为广发预测，其他为Bloomberg一致预期

十、风险提示:

(一) 重大安全事故

物业管理公司管理的社区物业资产远超物业管理公司自身的资产，如果出现火灾等重大事故，可能因为承担管理不到位的责任导致巨额索赔。

(二) 地产销售波动影响未来物业管理公司盈利能力

物业公司的基础物业管理业务的主要成本为人工成本，但价格在项目周期内相对固定，因此同一管理项目的毛利率呈现先高后低。一旦地产销售增速下降，物业公司将面临老盘占比提升导致的盈利能力下降风险。

(三) 市场竞争加剧

目前现有物业管理公司从事的社区增值服务可能面临加剧的市场竞争环境，尤其是来自互联网公司O2O的竞争压力，可能使公司的收入增长潜力受到影响。

资产负债表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	617	1,384	1,653	2,145	2,817
货币资金	438	1,160	1,353	1,705	2,205
应收及预付	179	214	290	430	602
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	10	10	10	10
非流动资产	85	109	130	144	155
长期股权投资	2	12	21	24	24
固定资产	15	27	39	50	61
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	17	17	17	17	17
其他长期资产	51	53	53	53	53
资产总计	702	1,493	1,783	2,289	2,972
流动负债	445	574	717	1,003	1,377
短期借款	0	9	0	0	0
应付及预收	325	393	545	832	1,205
其他流动负债	120	171	171	171	171
非流动负债	12	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	16	16	16	16
负债合计	458	590	733	1,020	1,393
股本	0.00	13.29	13.29	13.29	13.29
资本公积	245	886	886	886	886
留存收益	0	0	147	367	676
归属母公司股东权益	245	899	1,046	1,266	1,575
少数股东权益	0	4	4	4	4
负债和股东权益	702	1,493	1,783	2,289	2,972

现金流量表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	190	175	249	434	615
净利润	90	116	211	314	441
折旧摊销	2	4	5	8	10
营运资金变动	101	67	43	115	163
其它	-4	-12	-9	-2	1
投资活动现金流	-6	-6	-17	-19	-21
资本支出	-2	-14	-17	-19	-21
投资变动	-4	8	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	2	553	-39	-63	-94
银行借款	0	9	-9	0	0
股权融资	10	578	0	0	0
其他	-8	-35	-30	-63	-94
现金净增加额	186	722	193	352	500
期初现金余额	252	438	1,160	1,353	1,705
期末现金余额	438	1,160	1,353	1,705	2,205

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	51.1%	48.3%	53.8%	51.9%	44.5%
归属母公司净利润增长	127.5%	31.5%	110.7%	48.1%	40.8%
获利能力(%)					
毛利率	25.2%	28.7%	30.9%	32.0%	32.1%
净利率	10.54%	9.32%	12.80%	12.48%	12.14%
ROE	31.2%	11.2%	20.2%	24.8%	28.0%
偿债能力					
资产负债率(%)	65.2%	39.5%	41.2%	44.5%	46.9%
净负债比率	-179.1%	-127.5%	-129.0%	-134.2%	-139.6%
流动比率	1.39	2.41	2.30	2.14	2.05
速动比率	1.39	2.41	2.30	2.14	2.05
营运能力					
总资产周转率	1.21	0.98	1.01	1.23	1.38
应收账款周转率	4.85	5.52	5.70	5.89	6.08
存货周转率	23.18	5743.84	5743.84	5743.84	5743.84
每股指标(元)					
每股收益	—	0.07	0.14	0.21	0.29
每股经营现金流	—	0.12	0.17	0.29	0.41
每股净资产	—	0.60	0.70	0.84	1.05
估值比率					
P/E	—	111.2	53.1	35.6	25.3
P/B	—	12.4	10.7	8.8	7.1
EV/EBITDA	—	70.8	38.3	25.3	17.9

利润表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	725	1,076	1,641	2,514	3,633
营业成本	542	767	1,132	1,709	2,469
其他收入及收益	10	16	15	17	20
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	88	191	244	395	582
财务费用	-	0	-	-	-
其他费用及亏损	1	1	1	1	1
投资净收益	1	9	9	2	2
利润总额	105	142	288	430	604
所得税	28	42	78	116	163
净利润	76	100	211	314	442
少数股东损益	-	-0	-	-	-
归属母公司净利润	76	101	211	314	442
EBITDA	107	145	269	407	575
EPS(元)	—	0.07	0.14	0.21	0.29

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第1名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳中国台湾地区硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年中国台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与保利物业(06049)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。