

2019-8-21

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

房地产行业

掘金万亿物业蓝海，优选成长与品质

——物业管理系列报告一

报告要点

■ 物业企业抢滩上市，行业迎来集中爆发

物管企业迎来上市高峰期。2018 年我国物管行业上市公司数量激增，南都物业成为首家登陆 A 股的物业服务企业，雅生活服务、碧桂园服务等 5 家物业服务企业均成功在香港上市。越来越多的企业正奔赴资本市场，物管行业备受关注。

■ 蓝海市场曙光渐明，行业盈利存在支撑

蓝海市场曙光渐明，行业格局尚未落定。当前物管面积较存量市场仍有较大差距，且增量空间广阔，测算 2020 年市场规模或达 1.2 万亿，行业赛道足够宽敞。物管行业集中度有所提升，但格局落定言之尚早，当前仍处提规模抢份额阶段。

多环节优化获利能力，行业盈利有保证。物业费受调控而成本刚性提升，但行业毛利率并未呈现单边下行，主因企业与行业多环节发力优化盈利能力：拓展高物业费新盘提升服务均价；科技赋能起实效，人均产值有提升；高价值增值业务占比提升；物业费管控或逐步放权给市场，行业盈利最大压制或有松动。

■ 规模扩张为先，但差异化竞争仍存

规模拓展为第一要务，三种模式各有千秋。当前行业格局未定，扩展管理规模抢占市场份额成为第一要务。总体来看物业企业规模扩张主要有三种模式：较强依赖关联房企的公司如碧桂园服务等、依靠自身品质市场化拓展的公司如绿城服务等以及凭借收并购快速扩张的公司如雅生活服务，三种模式各有利弊。

差异化竞争不乏亮点，物管业态与增值业务各具特色。规模扩张之外，部分上市物管企业在差异化竞争中进行积极尝试，重点主要集中在物管业态与增值业务两方面，如聚焦高价值物管业态的中航善达与互联网经营思维的彩生活。差异化竞争为相关企业在当前增量市场及远期存量市场攫取市场份额提供助力。

■ 短期关注规模扩张与盈利弹性，品牌为长期核心

短期关注规模扩张与盈利弹性，品牌为长期核心。短期规模扩张抢占份额为重，规模高增长且可持续企业更值关注。背靠龙头开发商，规模高增速确定企业如碧桂园服务，以及依靠自身品质市场化拓展能力强的物管公司如绿城服务、永升生活服务更易享有更高估值。长期来看，若行业增速放缓进入存量市场，具有品牌竞争力的公司如绿城服务更易在竞争中脱颖而出，在市场集中度提升进程中扩大市场份额，享受估值溢价；此外进行差异化竞争，聚焦高价值机构业态的中航善达与创新互联网思维，打造优质社区平台的彩生活亦或有更多机会。

风险提示：

1. 地产竣工交付不及预期，行业规模扩张受限；
2. 物业费市场化定价进程进度缓慢。

分析师 吕聪

☎ 021-61118713

✉ lvcong@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490519060004

联系人 袁佳楠

☎ (8621) 61118712

✉ yuanjn@cjsc.com.cn

联系人 杨骥

☎ (8621) 61118713

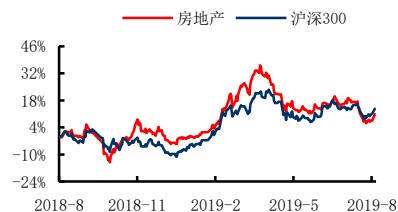
✉ yangsu@cjsc.com.cn

联系人 薛梦莹

☎ (8621) 61118712

✉ xuemy@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《LPR 新规则或带来长期利率下行，依然看好优质房企的长期价值》2019-8-18
《销售仍具韧性，竣工增速改善明显——2019 年 7 月统计局数据点评》2019-8-14
《融资持续收紧，龙头房企配置价值不减》2019-8-11

目录

物业企业抢滩上市，行业迎来集中爆发	5
蓝海市场曙光渐明，行业盈利存在支撑	6
蓝海市场曙光渐明，行业格局尚未落定	7
万亿蓝海市场，行业赛道宽敞	7
头部企业雏形初现，但行业格局落定言之尚早	9
多环节优化获利能力，行业盈利有保证	11
物业费受调控而成本刚性提升，但行业毛利率并未呈现单边下行	11
多环节优化盈利能力，行业毛利率存在支撑	13
规模扩张为先，但差异化竞争仍存	16
规模拓展为第一要务，三种模式各有千秋	17
碧桂园服务：背靠大树好乘凉，面积拓展高确定性	17
绿城服务：品质致胜，品牌塑辉煌	19
雅生活服务：收并购典范，“雅居乐+绿地”双品牌驱动战略	20
差异化竞争不乏亮点，物管业态与增值业务各具特色	22
中航善达：高价值业态优势明显，携手招商打造央企物管龙头	22
增值业务成为差异化竞争重要阵地	25
彩生活：优质社区平台运营商，互联网思维独辟蹊径	27
短期关注规模扩张与盈利弹性，品牌为长期核心	29

图表目录

图 1：2018 年起我国物业管理行业进入爆发期	5
图 2：2019 年上半年我国商品房销售面积同比下降 1.8%（亿平方米）	6
图 3：2019 年上半年我国房屋竣工面积同比下降 12.7%（亿平方米）	6
图 4：2018 年我国物业在管面积同比增长 7.88%（亿平方米）	6
图 5：2018 年百强企业管理面积均值同比增长 17.52%（万平方米）	6
图 6：2029 年我国或迎人口峰值，对应城镇人口近 10.09 亿（亿）	7
图 7：城镇存量住房面积仍存较大增长空间（亿平方米、平方米）	7
图 8：近年商品房销售竣工有所分化，但后续年份竣工大概率回归销售（亿平方米）	8
图 9：住宅物业管理仍为物管最重要基石	8
图 10：物业企业增值服务收入占比提升	8
图 11：2018 年物业服务百强企业市场占有率为 38.85%（亿平方米）	9
图 12：2018 年 TOP10 物管企业市场占有率为 11.35%（亿平方米）	9
图 13：2018 年 TOP10 企业营业收入均值是百强企业的 5.51 倍（亿元）	10

图 14: 百强不同层级企业管理面积均值差距呈扩大趋势 (万平方米)	10
图 15: 近年物业服务百强企业榜单留存率不足 65% (家)	10
图 16: 物业管理行业市场集中度远低于房地产行业市场集中度	10
图 17: 物业服务 TOP10 企业榜单排名变动频繁	11
图 18: 近年百强物业企业人工成本占营业成本比重超过 55%	11
图 19: 一线城市最低工资标准逐渐提高 (元/月)	12
图 20: 一线城市物业服务均价基本保持稳定 (元/平方米·月)	12
图 21: 2018 年物管行业成本费用率为 92.20%, 较 2015 年下降 5.80pct	12
图 22: 近年来物业服务百强企业毛利率保持在 20%以上 (亿元)	12
图 23: 2018 年碧桂园服务销售毛利率为 37.68%	12
图 24: 2018 年雅生活服务销售毛利率为 38.20%	12
图 25: 近年普通住宅物业费小幅上行 (亿平方米、元/平方米·月)	13
图 26: 百强企业单位面积收入与毛利持续上升 (元/平方米)	13
图 27: 百强企业基础业务外包项目数量占比提升	14
图 28: 2018 年百强企业人均在管面积为 6356 平方米, 同比增长 7.5%	14
图 29: 百强企业智能化投入均值保持高增速 (万元)	14
图 30: 百强企业人均产值与净利润持续提升 (万元)	14
图 31: 百强企业增值业务收入占比持续提升 (万元)	15
图 32: 2018 年百强企业增值业务净利润率将近基础物业服务的 3 倍	15
图 33: 2018 年碧桂园服务基础物业收入占比降至 73.7% (亿元)	15
图 34: 碧桂园服务增值业务毛利率远高于基础物业管理服务	15
图 35: 2018 年主要上市物业企业在管面积多保持较高增速 (百万平方米)	16
图 36: 2018 年上市企业存量在管面积来源分布	17
图 37: 2018 年上市企业新增在管面积来源分布	17
图 38: 高基数下公司在管面积仍维持 30%以上增速 (百万平方米)	18
图 39: 背靠地产龙头, 储备面积充沛 (百万平方米)	18
图 40: 2018 年公司逾 8 成在管面积来自碧桂园集团	18
图 41: 新增面积方面公司加强对第三方来源拓展	18
图 42: 公司近年在管面积增速维持 20%以上 (百万平方米)	19
图 43: 绿城服务在手储备充足 (百万平方米)	19
图 44: 非住宅业态物业收入占比提升	20
图 45: 公司物业费收缴率维持高位	20
图 46: 公司平均物业费逐年提涨 (元/平方米·月)	20
图 47: 公司基础业务毛利率持续提升	20
图 48: 打造完整的全生命周期服务版图	20
图 49: 推出“绿联盟”创新技术与管理输出	20
图 50: 2018 年雅生活服务在管面积达 13812 万平方米 (万平方米)	21
图 51: 2018 年公司在管面积中母公司占比降至 34.89% (万平方米)	21
图 52: 2018 年雅生活服务在管面积中其他收并购占比为 21.25%	22
图 53: 2018 年雅生活服务新增管理面积中其他收并购占比为 49.1%	22
图 54: 2018 年雅生活服务募集资金中 55.37%用于战略投资及收购	22
图 55: 雅生活服务基础物业服务毛利率增速趋缓 (亿元)	22
图 56: 2019 年上半年中航善达物管面积达 7634 万平方米 (万平方米)	23

图 57: 中航善达物管收入增速较好 (亿元)	23
图 58: 2018 年中航善达物管收入近 85%来自机构类与商业类管理面积.....	24
图 59: 2018 年中航善达新签约面积 87.87%来自机构与商业类物业	24
图 60: 招商物业积极践行“一片沃土, 四朵金花”商业模式, 打造房地产价值链全程综合服务商.....	25
图 61: 2018 年百强企业增值业务收入分布情况.....	25
图 62: 2018 年主要上市物业企业增值业务收入占比	26
图 63: 2018 年主要上市物业企业增值业务收入及增速 (亿元)	27
图 64: 2018 年公司合约管理面积达 5.54 亿平方米 (百万平方米)	27
图 65: 2018 年彩生活平台服务面积达 11.22 亿平方米 (百万平方米)	27
图 66: 2018 年彩生活生态圈注册人数达 26.4 百万 (百万人)	28
图 67: 2018 年彩之云平台交易金额达到 94.48 亿元 (百万元)	28
图 68: 公司加码推进彩生活平台输出.....	28
图 69: 创新推出“彩慧人生”, 构建社区零售新模式	28
图 70: 2018 年公司增值服务收入同增 47.5%至 4.08 亿元 (百万元)	29
图 71: 2018 年高毛利率的增值服务对公司利润贡献占比达 33.6%	29
表 1: 当前物业服务企业成功登陆 A 股市场 1 家、港股市场 14 家 (不含中航善达)	5
表 2: 物业行业存万亿级市场容量 (亿平方米、元/平方米·月)	9
表 3: 拓展较高物业费的新盘对物业企业盈利形成支撑	14
表 4: 近年部分省份物业服务费相关调控政策有所松动, 定价逐步放权市场	16
表 5: 三种面积拓展模式优劣对比.....	17
表 6: 碧桂园服务积极通过并购等方式, 降低对关联公司依赖	19
表 7: 2017 年以来雅生活服务共有 6 项重大收购项目.....	21
表 8: 公司市场拓展聚焦高价值业态	23
表 9: 中航善达不同区域物业管理收费情况 (元/平方米·月)	24
表 10: 部分上市物业企业增值服务具体内容	26
表 11: 上市物业企业 2018 年物管面积与估值对比 (百万平方米、亿元)	30
表 12: 上市物业企业 2018 年财务数据与估值对比 (亿元)	31

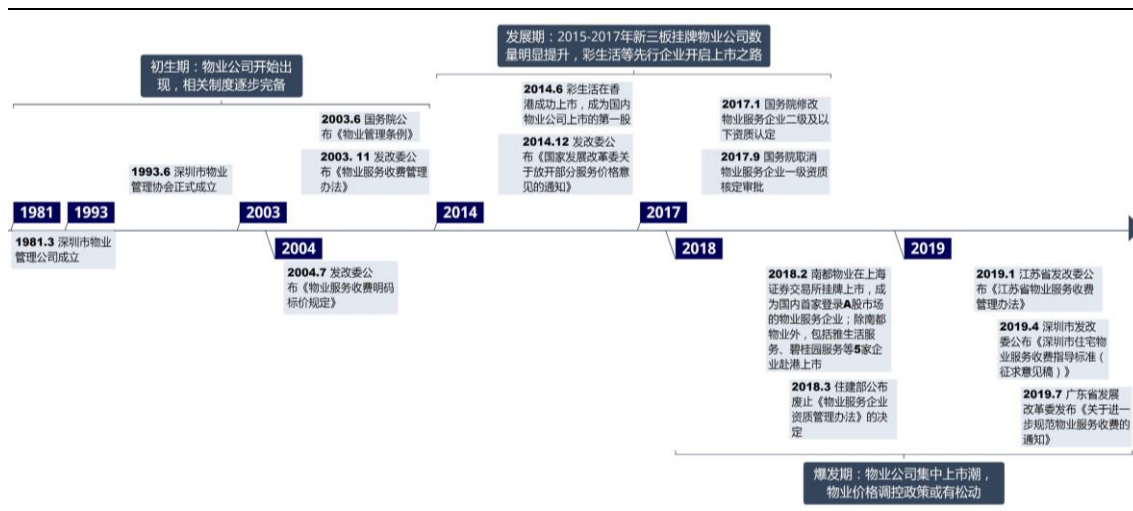
物业企业抢滩上市，行业迎来集中爆发

物业管理是房地产业的子行业，指物业服务企业按照合同约定，对房屋及配套设施设备和相关场地进行维修、养护、管理，维护环境卫生和相关秩序的活动。1981 年深圳市物业管理公司的成立为我国物管行业拉开序幕，2003 年国家先后颁布《物业管理条例》和《物业服务收费管理办法》，标志着我国物管行业进入法制化阶段。

物管行业 2014 年初登资本市场，2018 年迎来集中爆发。2014 年 6 月彩生活在香港成功上市，掀开物业服务企业与资本市场融合的新篇章，2015-2017 年中海物业、中奥到家等多家物业服务企业纷纷赴港上市。2018 年我国物管行业上市公司数量激增，南都物业成为首家登陆 A 股的物业服务企业，雅生活服务、碧桂园服务等 5 家物业服务企业均成功在香港上市。

随着物业服务企业纷纷上市，我国物业管理行业在资本市场热度快速提升。截至 2019 年中，物业服务企业已成功登陆 A 股市场 1 家（不含中航善达）、港股市场 14 家、新三板市场 46 家。此外，蓝光嘉宝、保利物业、鑫苑物业均在上市路上，招商物业借力中航善达资产重组，越来越多的企业正在奔赴资本市场，物业管理行业备受关注。

图 1：2018 年起我国物业管理行业进入爆发期



资料来源：中国物业管理协会网站，长江证券研究所

表 1：当前物业服务企业成功登陆 A 股市场 1 家、港股市场 14 家（不含中航善达）

公司名称	挂牌时间	代码	挂牌交易所	公司名称	挂牌时间	代码	挂牌交易所
彩生活	2014/06/30	1778.HK	香港	碧桂园服务	2018/06/19	6098.HK	香港
中海物业	2015/10/23	2669.HK	香港	新城悦服务	2018/11/06	1755.HK	香港
中奥到家	2015/11/25	1538.HK	香港	佳兆业美好	2018/12/06	2168.HK	香港
绿城服务	2016/07/12	2869.HK	香港	永升生活服务	2018/12/17	1995.HK	香港
祈福生活服务	2016/11/08	3686.HK	香港	滨江服务	2019/03/15	3316.HK	香港
浦江中国	2017/12/11	1417.HK	香港	奥园健康	2019/03/18	3662.HK	香港
南都物业	2018/02/01	603506.SH	上海	和泓服务	2019/07/12	6093.HK	香港
雅生活服务	2018/02/09	3319.HK	香港	中航善达*	1994/09/28	000043.SZ	深圳

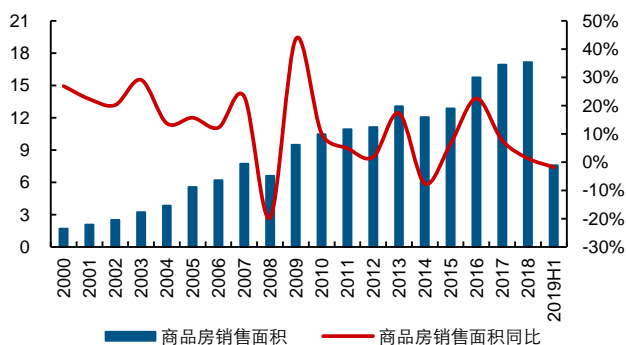
资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2019 年 8 月 1 日）

注：中航善达前身中航地产，2016 年转出房地产开发资产，主业聚焦物管业务，2018 年 6 月更名中航善达

蓝海市场曙光渐明，行业盈利存在支撑

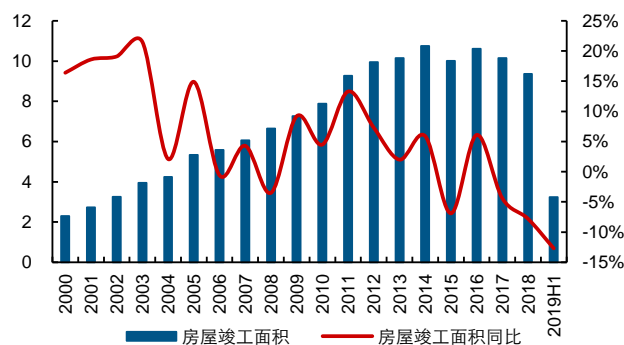
“房住不炒”成为政策主基调，地产开发回归理性。2016 年以来中央政府历次重要会议持续强调“房住不炒”，近期政治局会议更是表态“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，地产开发回归理性，地产发展稳字当头，商品房销售与竣工增速明显放缓。2019 年上半年我国商品房销售面积同比下降 1.8%，房屋竣工面积同比下降 12.7%。随着银保监会“23 号文”落地，地产融资收紧或成常态，房企拿地投资愈发审慎，房企与社会资本对于寻求新的业务增长点的需求迫切性提升。

图 2：2019 年上半年我国商品房销售面积同比下降 1.8%（亿平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

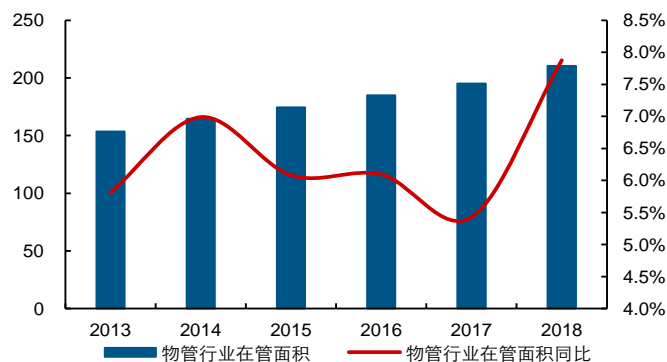
图 3：2019 年上半年我国房屋竣工面积同比下降 12.7%（亿平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

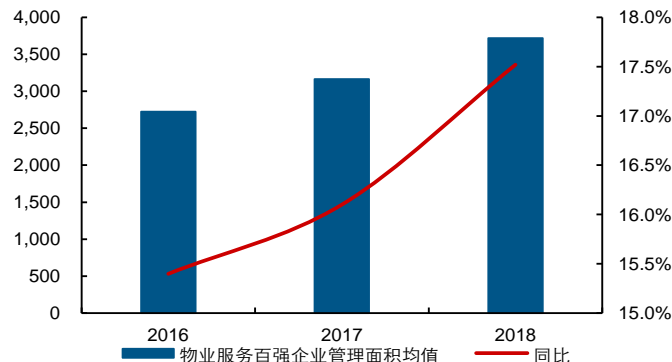
物管行业驶入快车道，房企与资本对物管关注度持续提升。伴随城镇化推进、居民消费升级以及大量新房逐年交付，物业管理行业驶入快车道，优质物业服务企业更是实现跨越式发展。2013-2018 年我国物管行业在管面积持续以超过 5% 的速度扩张，2018 年在管规模达 210.55 亿平方米，同比增长 7.88%，远高于同期商品房销售面积增速（1.3%）和房屋竣工面积增速（-7.8%）。而龙头表现更为突出，2016-2018 年物业服务百强企业管理面积均值同比增速均超过 15%，2018 年百强企业管理面积均值达 3718.13 万平方米。物管行业的高速发展与增速趋缓的地产开发形成鲜明对比，物管行业对房企与资本的吸引力逐渐提升。

图 4：2018 年我国物业在管面积同比增长 7.88%（亿平方米）



资料来源：中指院，长江证券研究所

图 5：2018 年百强企业管理面积均值同比增长 17.52%（万平方米）



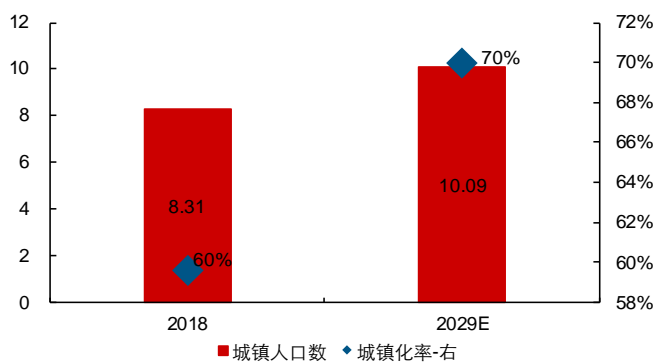
资料来源：中指院，长江证券研究所

蓝海市场曙光渐明，行业格局尚未落定

万亿蓝海市场，行业赛道宽敞

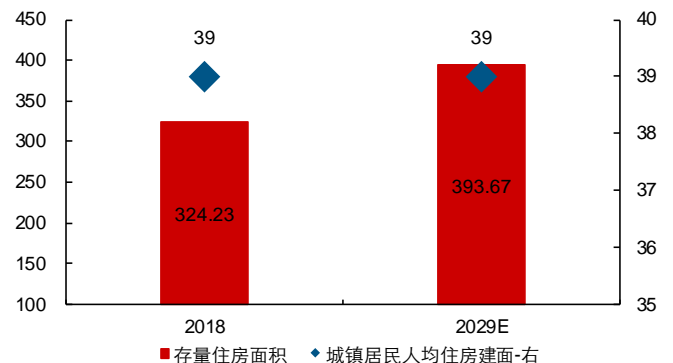
当前物管面积较存量市场仍有较大差距，且增量空间广阔。存量市场方面，统计局公布2018年城镇居民人均住房建筑面积39平方米，当前全国城镇人口数8.31亿，城镇化率59.58%，折算存量住房面积累计324.23亿平方米。而中指院数据显示当前物业在管面积合计210.55亿平方米，若以2017年物业百强企业住宅物业面积占比69.85%推算，当前在管住宅物业面积约147.07亿平方米，就当前存量住房面积计近存翻倍空间。虽因统计口径等问题测算或存一定偏误，但若考量近年主要上市物业企业在管面积高速增长，当前在管面积较存量市场天花板仍存较远距离或可略见端倪。此外据社科院最新发布的《人口与劳动绿皮书：中国人口与劳动问题报告 No.19》，我国总人口数或在2029年达到峰值14.42亿，城镇化率提升至70%左右。若以城镇人均住房建面维持39平方米计，对应住宅总建面393.67亿平方米，较当前存量住房规模仍存近21%的增长空间。

图 6：2029 年我国或迎人口峰值，对应城镇人口近 10.09 亿（亿）



资料来源：统计局，社科院，长江证券研究所

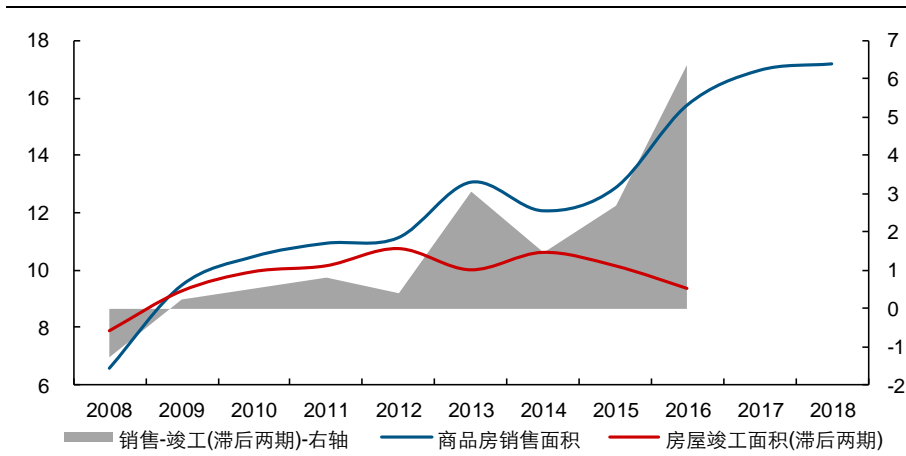
图 7：城镇存量住房面积仍存较大增长空间（亿平方米、平方米）



资料来源：统计局，社科院，长江证券研究所

竣工终有回归日，物业市场增量落地节奏有保证。由于预售制的存在，商品房销售与竣工存在一定时滞，之前年份国内开发商从预售到竣工交房通常在 1-2 年。近年由于精装房占比提升、施工流程审批趋严等原因，房企交房时间有所拉长，竣工与销售出现一定分化。2018 年全国房屋竣工面积 9.36 亿平方米，同比回落 7.80%，相较同期商品房销售面积偏低 7.81 亿平方米，较两年前销售面积低 6.38 亿平方米。但总体来看，近年竣工面积仍较稳定维持在 10 亿平方米附近，对物业管理面积的提升提供支撑。往后看，由于交付合同约定，竣工大概率后续向销售回归，近年销售竣工之间的缺口亦存集中交付可能，竣工面积或有更大增幅，物业市场增量落地节奏上存在保证。

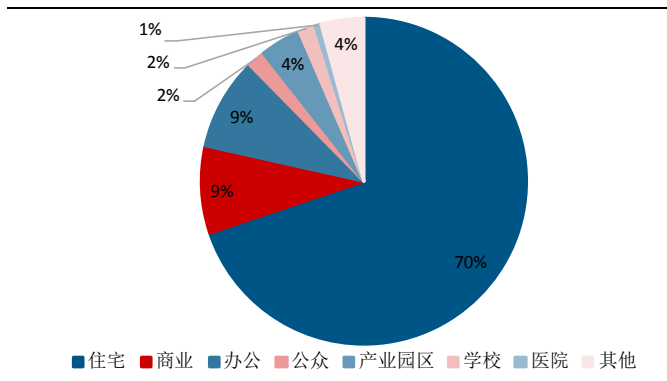
图 8：近年商品房销售竣工有所分化，但后续年份竣工大概率回归销售（亿平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

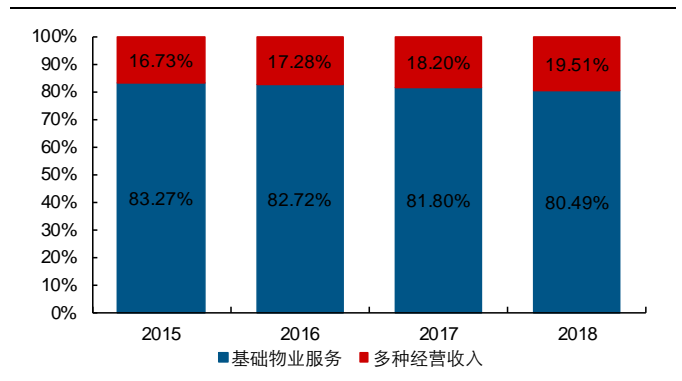
万亿蓝海市场，行业赛道足够宽敞。住宅物业管理仍为物管最重要基石，2017 年百强企业住宅物业管理面积占总在管面积的 69.85%，对应收入占基础物业服务收入的 59.72%。物业企业积极拓展高价值管理业态，2018 年非住宅业态收入占比同比提升 13.93 个百分点至 54.21%。除了业态拓展外，物业企业积极拓宽收入渠道，积极开展多种增值服务，增值服务占总收入比重逐年提升，2018 年达 19.51%。若保守估计 2019-2020 年竣工面积年均 10 亿平方米，各业态面积占比维持 2017 年百强企业各物管业态面积分布，物业费维持 2018 年单价，且增值服务收入占比维持 20%，则预计 2020 年基础物业市场规模达 9569 亿元，叠加增值业务 2392 亿元，物业市场总规模预计达到 1.2 万亿，行业赛道足够宽敞，物业企业仍有足够成长空间。

图 9：住宅物业管理仍为物管最重要基石



资料来源：中指院，长江证券研究所

图 10：物业企业增值服务收入占比提升



资料来源：中指院，长江证券研究所

表 2：物业行业存万亿级市场容量（亿平方米、元/平方米·月）

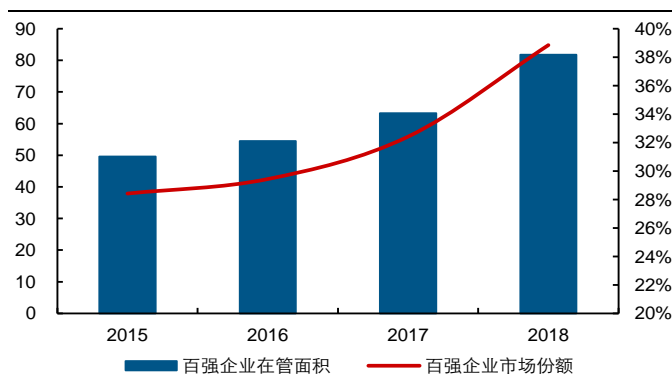
	住宅	商业	办公	公众	产业园区	学校	医院	其他	面积合计 (亿平)	基础物业 (亿元)	多种经营 (亿元)	市场规模 (亿元)	
2016A	面积	129.31	16.01	16.88	3.26	7.63	3.05	1.11	7.87	185	7,973	1,666	9,639
	物业费	2.31	7.04	7.86	3.76	5.63	3.38	6.87	5.99				
2017A	面积	136.33	16.88	17.80	3.44	8.04	3.22	1.17	8.30	195	8,199	1,824	10,023
	物业费	2.30	7.02	7.88	3.78	3.64	3.41	6.88	5.98				
2018A	面积	147.07	18.21	19.20	3.71	8.67	3.47	1.26	8.95	211	8,739	2,119	10,858
	物业费	2.25	7.01	7.84	3.72	3.61	3.58	6.84	5.92				
2019E	面积	154.05	19.08	20.11	3.88	9.09	3.64	1.32	9.37	221	9,154	2,289	11,443
2020E	面积	161.04	19.94	21.03	4.06	9.50	3.80	1.38	9.80	231	9,569	2,392	11,962

资料来源：中指院，长江证券研究所

头部企业雏形初现，但行业格局落定言之尚早

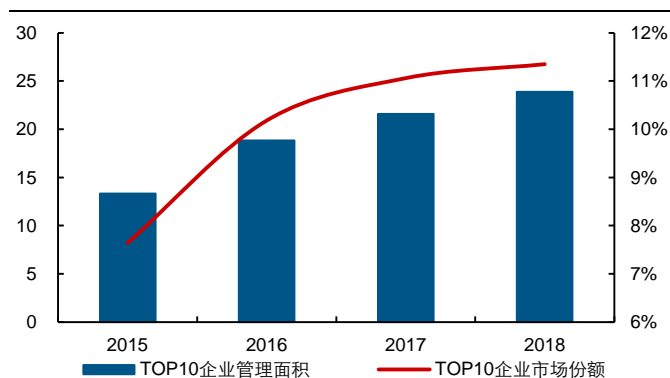
物业管理行业集中度快速提升，百强不同层级企业分化加剧。2015-2018 年我国物业管理市场迅速向百强物业服务企业集中，2018 年百强企业在管面积 81.8 亿平方米，市场占有率 38.85%，较 2015 年上升 10.43pct。百强企业不同层级内部分化逐渐加剧，头部企业积极扩大管理版图，竞争力逐渐凸显，2018 年 TOP10 物业服务企业管理面积达 23.9 亿平方米，市场占有率为 11.35%，营业收入均值是百强企业营业收入均值的 5.51 倍。在管面积角度，2018 年 TOP10 企业管理面积均值是 TOP11-30 企业的 3.76 倍，TOP31-51 企业的 10.28 倍，TOP51-100 企业的 18.96 倍，头部企业管理面积均值较其他层级百强企业优势明显。

图 11：2018 年物业服务百强企业市场占有率为 38.85%（亿平方米）



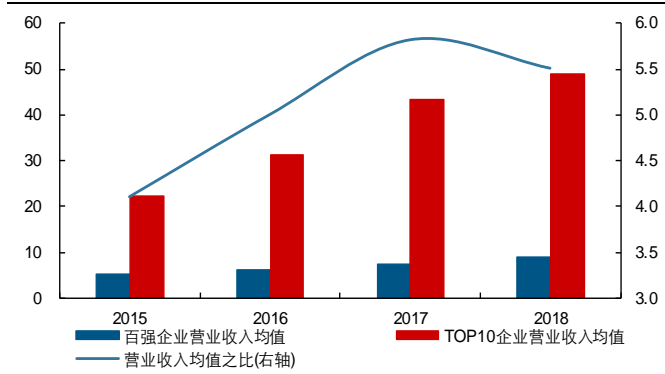
资料来源：中指院，长江证券研究所

图 12：2018 年 TOP10 物管企业市场占有率为 11.35%（亿平方米）



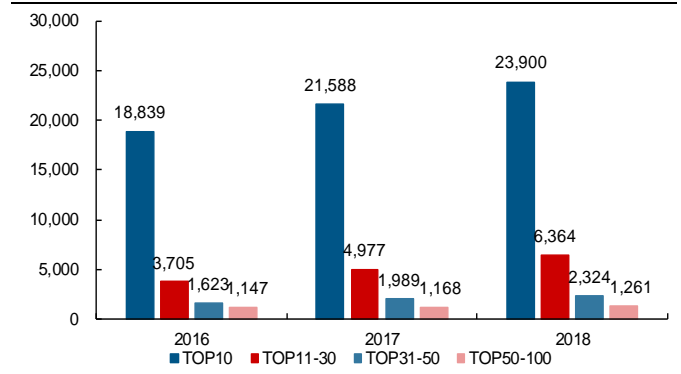
资料来源：中指院，长江证券研究所

图 13: 2018 年 TOP10 企业营业收入均值是百强企业的 5.51 倍 (亿元)



资料来源: 中指院, 长江证券研究所

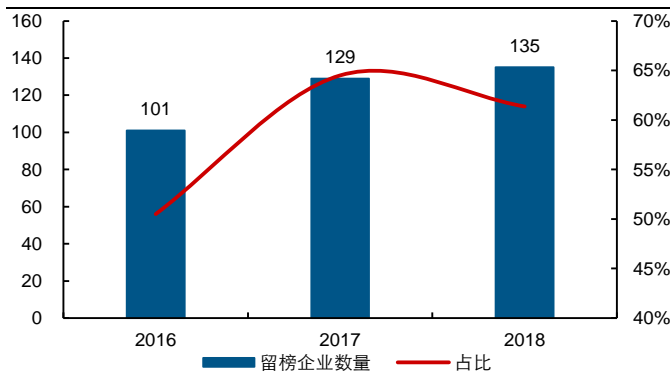
图 14: 百强不同层级企业管理面积均值差距呈扩大趋势 (万平方米)



资料来源: 中指院, 长江证券研究所

行业格局落定言之尚早，物业企业仍处提规模抢份额阶段。物业管理行业格局仍处于快速调整期，2018 年物业服务百强企业榜单中，上年入榜企业留存率仅 61.36%，之前两年上榜企业较次年榜单留存比例亦均不足 65%，百强格局远未稳固。头部物业服务企业竞争同样十分激烈，就 TOP10 企业榜单而言，除万科物业、绿城服务、碧桂园服务三家地位相对稳固，头部地位雏形初现外，剩余企业排名变动频繁。物业管理行业市场集中度远低于房地产行业，2018 年物业管理行业 CR10 和 CR100 分别为 11.35%、38.85%，而房地产行业 CR10 和 CR100 分别为 26.89%、66.73%。物业企业仍处于提规模抢份额阶段，行业格局落地言之尚早，这也意味着物业企业存在较大的潜在可能，这也是近年房企与资金频频出手剥离物业板块单独上市、积极资金注入与实施并购等的重要原因。

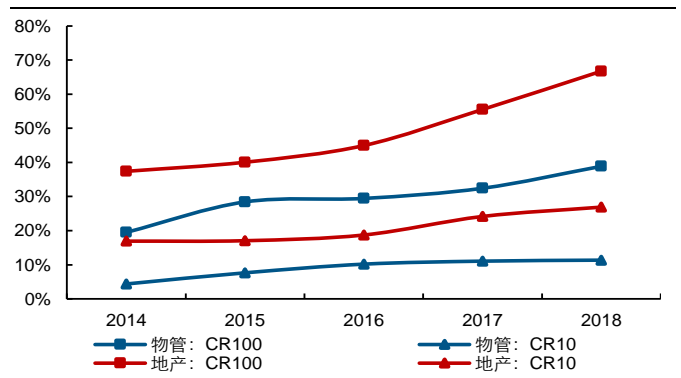
图 15: 近年物业服务百强企业榜单留存率不足 65% (家)



资料来源: 中指院, 长江证券研究所

注: 留存率使用上年百强榜单留存本年榜单企业数/本年榜单企业总数

图 16: 物业管理行业市场集中度远低于房地产行业市场集中度



资料来源: Wind, 中指院, 长江证券研究所

图 17: 物业服务 TOP10 企业榜单排名变动频繁

排名	2018		2017		2016	
	公司	排名变化	公司	排名变化	公司	排名变化
1	万科物业发展股份有限公司	0	万科物业发展股份有限公司	0	万科物业发展股份有限公司	0
2	绿城物业服务集团有限公司	0	绿城物业服务集团有限公司	0	绿城物业服务集团有限公司	0
3	碧桂园服务控股有限公司	0	碧桂园服务控股有限公司	0	碧桂园服务控股有限公司	2
4	保利物业发展股份有限公司	1	长城物业集团股份有限公司	0	长城物业集团股份有限公司	0
5	长城物业集团股份有限公司	-1	保利物业发展股份有限公司	0	保利物业发展股份有限公司	-2
6	恒大金碧物业(金碧物业有限公司)	1	彩生活服务集团有限公司	1	中海物业集团有限公司	0
7	雅居乐雅生活服务股份有限公司	4	恒大金碧物业(金碧物业有限公司)	新进入	彩生活服务集团有限公司	0
8	深圳市金地物业管理有限公司	0	深圳市金地物业管理有限公司	1	金科物业服务集团有限公司	1
9	龙湖物业服务集团有限公司	0	龙湖物业服务集团有限公司	1	深圳市金地物业管理有限公司	1
10	金科物业服务集团有限公司	0	金科物业服务集团有限公司	-2	龙湖物业服务集团有限公司	2

资料来源: 中指院, 长江证券研究所

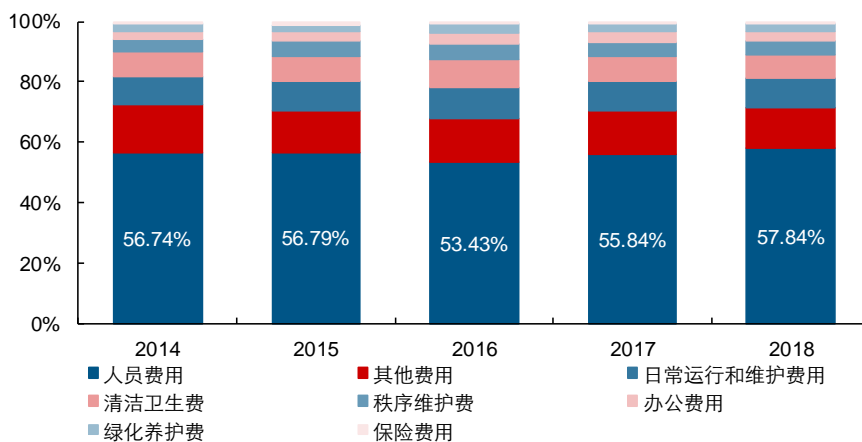
注: 历史年份部分公司名称有所变更, 均调整为 2018 年公司名称

多环节优化获利能力, 行业盈利有保证

物业费受调控而成本刚性提升, 但行业毛利率并未呈现单边下行

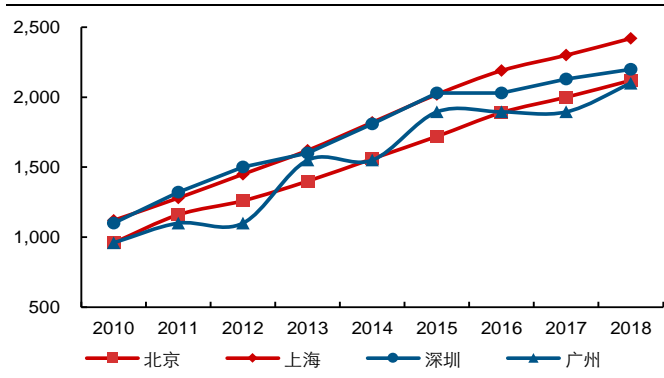
物业服务企业人力成本不断上升, 而物业费受价格管控与老旧小区价格粘性影响相对保持稳定, 表面上看行业毛利率理应下行。物业行业是劳动密集型行业, 近年百强物管企业人力成本占营业成本比重基本稳定在 55%-60%之间, 人工成本的变动对行业毛利影响较大。伴随适龄劳动力占比下降与教育水平的提升等, 近年一线城市最低工资标准稳步上行, 单位劳动力成本逐年上升。而受政府价格管控与老旧小区价格粘性影响, 主要城市物业费总体偏稳, 2018 年北上深广样本物业服务均价分别为 2.80、2.43、3.15 和 2.42 元/平方米·月, 较 2015 年价格表现小幅提升但变动幅度有限。整体来看, 行业物业收入均价受调控偏稳而人力成本刚性提升, 常理推论行业毛利率应处于下行通道。

图 18: 近年百强物业企业人工成本占营业成本比重超过 55%



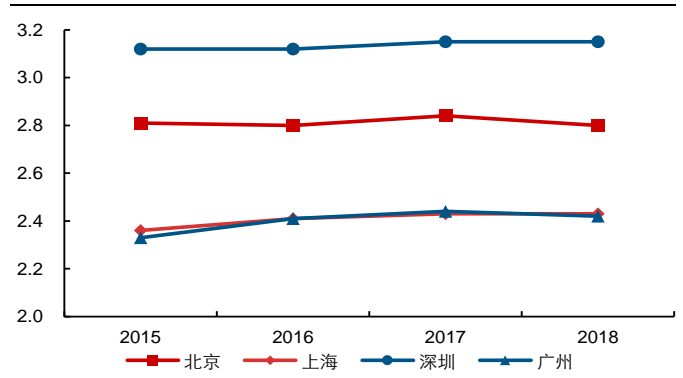
资料来源: 中指院, 长江证券研究所

图 19：一线城市最低工资标准逐渐提高（元/月）



资料来源：Wind，长江证券研究所

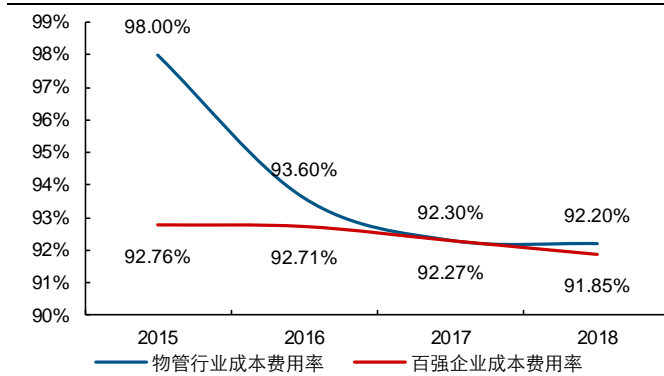
图 20：一线城市物业服务均价基本保持稳定（元/平方米·月）



资料来源：房天下，中指院，长江证券研究所

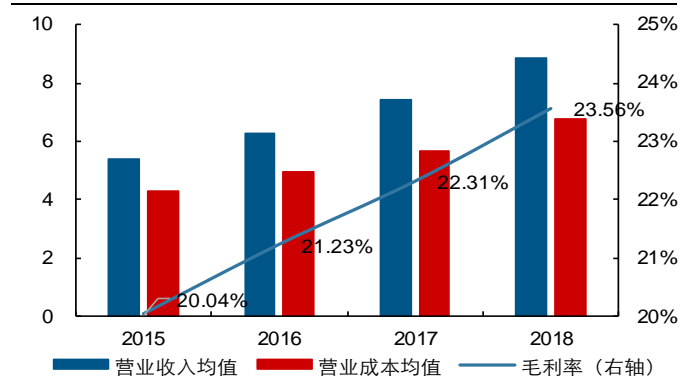
行业与头部公司运行实践与理论推演产生矛盾，盈利并未出现单边下行。物业服务企业在实现规模扩张的同时通过管理运营降低成本费用占比，2018 年物管行业成本费用率为 92.20%，较 2015 年下降 5.80pct，百强企业成本费用率 91.85%，较 2015 年下降 0.91pct。近年来物业服务百强企业毛利率持续上行，毛利率水平维持在 20%以上，2018 年百强企业毛利率 23.56%，较 2015 年提升 3.52pct。头部企业实现了收入利润的同步扩张，2018 年碧桂园服务营业收入同比增长 49.76%至 46.75 亿元，销售毛利率同比提升 4.51pct 至 37.68%；雅生活服务营业收入同比增长 91.78%至 33.77 亿元，销售毛利率同比提升 4.66pct 至 38.20%。行业与头部企业毛利率表现看似与前述理论推演下的毛利率下行出现矛盾，后文我们对这种情况出现的原因进行了解答。

图 21：2018 年物管行业成本费用率为 92.20%，较 2015 年下降 5.80pct



资料来源：Wind，中指院，长江证券研究所

图 22：近年来物业服务百强企业毛利率保持在 20%以上（亿元）



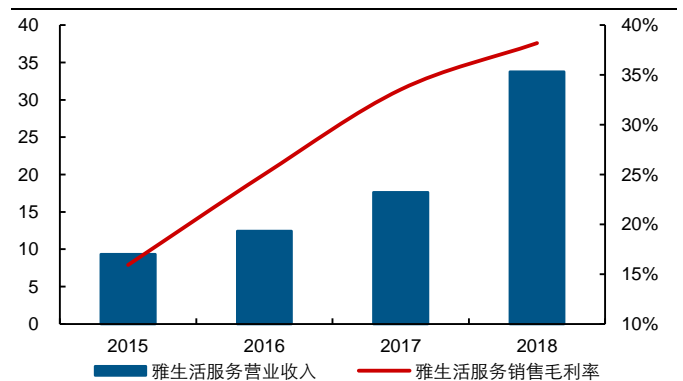
资料来源：中指院，长江证券研究所

图 23：2018 年碧桂园服务销售毛利率为 37.68%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：2018 年雅生活服务销售毛利率为 38.20%



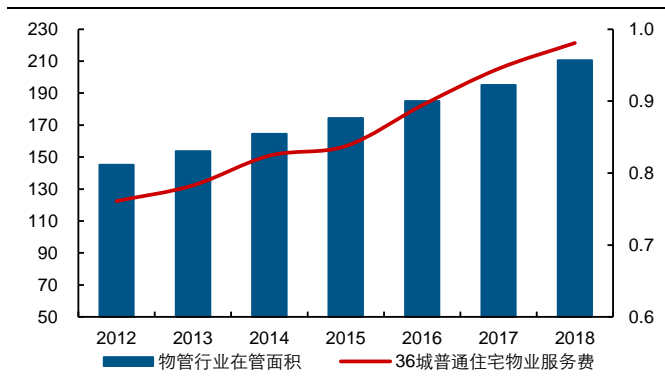
资料来源：Wind，长江证券研究所

多环节优化盈利能力，行业毛利率存在支撑

拓展高物业费新盘提升基础物业服务均价

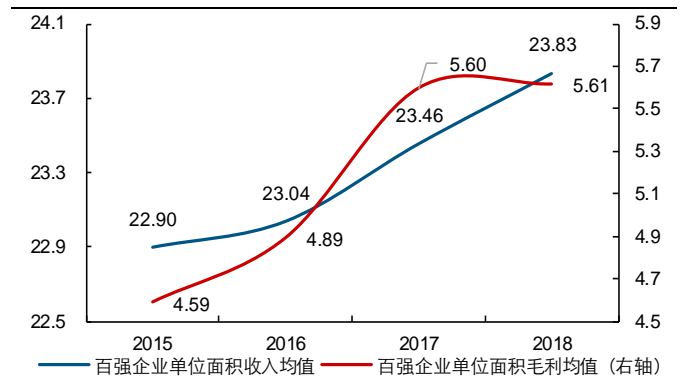
在管面积快速扩张，新楼盘物业费相对较高推动整体物业费上升。总量上看近年物管面积增量与房屋竣工面积匹配度较高，主因如今竣工交付的新楼盘基本均配套物业。与已形成价格粘性，短期物业费较难调整的老旧小区相比，在过去几年房价高增背景下购房者对于物业费的适度提价并不敏感；且现今购房者对于环境、安全等物业环境要求更高，对于优质物业服务愿意给予一定溢价，这些因素使得新盘通常较旧盘有更高的物业均价。物业企业在管面积高速扩张过程中，新盘的拓展对其盈利能力的提升有较强拉动作用，百强企业单位面积收入与毛利整体呈现上行态势。若住宅业态外的其他高价值业态占比提升，则会更高效支撑企业盈利。

图 25：近年普通住宅物业费小幅上行（亿平方米、元/平方米·月）



资料来源：Wind，中指院，长江证券研究所

图 26：百强企业单位面积收入与毛利持续上升（元/平方米）



资料来源：中指院，长江证券研究所

高物业费新盘的拓展对于缓释老旧小区盈利压力，支撑甚至提升物业企业整体毛利率有较强作用。以一个 100 万平方米楼盘（假设仅存住宅业态）为例，基准情况近似为 2018 年百强企业均值表现，即住宅物业费 2.25 元/平方米·月、增值业务收入占总收入的 20%、基础物业与增值业务净利润率分别为 5.64% 与 18.50%，在此基础做如下假设，以期探寻拓展新盘对物业企业盈利的影响：

- 1) 在管面积增速维持 2018 年行业拓展增速 8%；
- 2) 旧盘物业费保持不变，新盘物业费提升 0.10 元/平方米·月至 2.35 元/平方米·月；
- 3) 因成本提升等原因，若物业费不变，基础物业净利润率下降 0.50pct；
- 4) 增值业务收入占比及利润率保持不变。

在上述假设前提下，我们发现：

- 1) 旧盘净利润率下降 0.40pct 至 7.81%，单位面积净利润回落 0.14 元至 2.64 元；
- 2) 新盘基础物业净利润率提升 2.47pct 至 8.11%，企业净利润率提升 1.98pct 至 10.19%，单位面积净利润增加 0.82 元至 3.59 元；
- 3) 新拓高物业费楼盘确实会对企业毛利率形成支撑，对企业盈利的拉动效果取决于新盘物业费提升幅度与在管面积拓展速度。

总体来看，新拓楼盘对于企业盈利有所支撑，若新盘物业费提升幅度较大且在管面积维持较好增速，会对物管企业盈利形成较好拉动。

表 3: 拓展较高物业费的新盘对物业企业盈利形成支撑

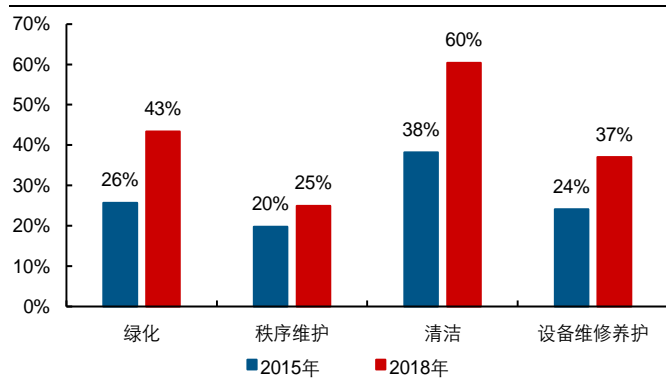
	面积 (万元)	住宅物业费 (元/平方米·月)	基础物业收入 (万元)	增值业务收入 (万元)	基础物业 净利润率	增值业务 净利润率	净利润 (万元)	净利润率	单位面积净利 润(元/平方米)
基准	100	2.25	2,700	675	5.64%	18.50%	277	8.21%	2.77
旧盘	100	2.25	2,700	675	5.14%	18.50%	264	7.81%	2.64
新盘	8	2.35	226	56	8.11%	18.50%	29	10.19%	3.59
合计	108	2.26	2,926	731	5.37%	18.50%	292	8.00%	2.71

资料来源: 中指院, 长江证券研究所

科技赋能起实效, 人均产值有提升

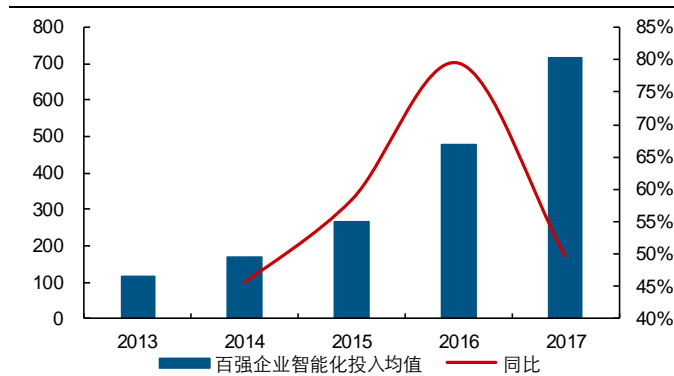
物业服务企业通过适度增加外包、加大科技投入等来压缩成本, 人均产值有所提升。物业服务企业在保证服务质量基础上通过将基础物业外包适度压缩成本, 2018 年百强企业绿化、秩序维护、清洁、设备维修养护等基础物业服务的外包项目比例分别为 43%、25%、60%和 37%。同时通过科技赋能, 持续加大智能化研发投入, 融合移动互联网、大数据、人工智能等新技术, 达到减员增效的目的, 如绿城服务应用科技构建共享中心, 形成数据驱动、智慧高效的同级管理体系。尽管单位劳动力成本确有上行, 但物业服务企业通过基础业务合理比例外包、加大科技投入等方式有效提升了物业服务企业的服务质量和效率。2018 年百强企业人均在管面积同比增长 7.50%至 6356 平方米, 人均产值同比提升 1.16 万元, 人均净利润同比提升 0.15 万元。

图 27: 百强企业基础业务外包项目数量占比提升



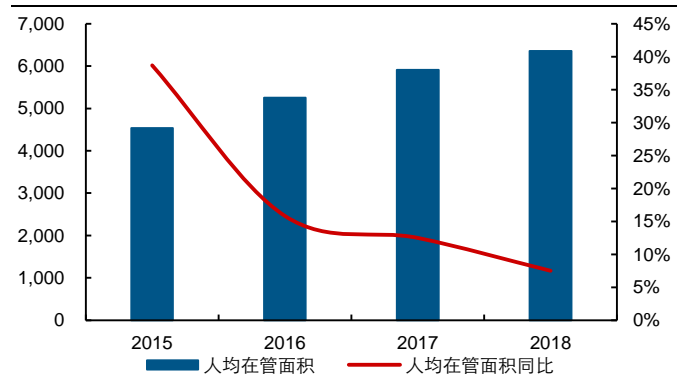
资料来源: 中指院, 长江证券研究所

图 29: 百强企业智能化投入均值保持高速增长 (万元)



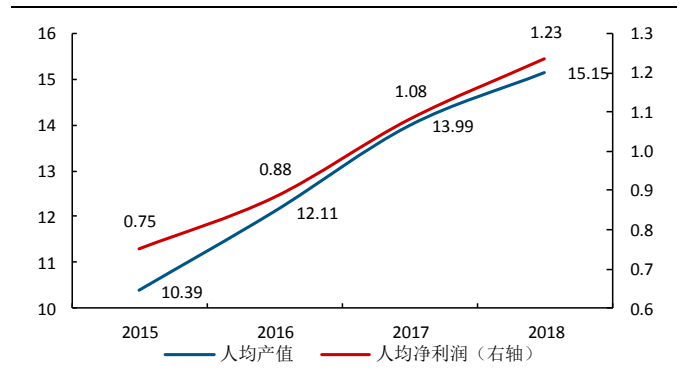
资料来源: 中指院, 长江证券研究所

图 28: 2018 年百强企业人均在管面积为 6356 平方米, 同比增长 7.5%



资料来源: 中指院, 长江证券研究所

图 30: 百强企业人均产值与净利润持续提升 (万元)

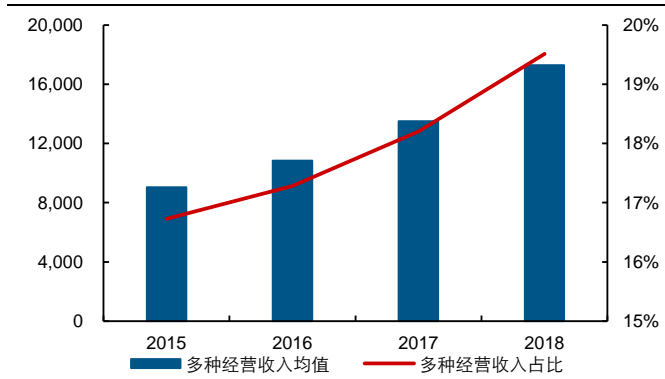


资料来源: 中指院, 长江证券研究所

高价值增值业务占比提升

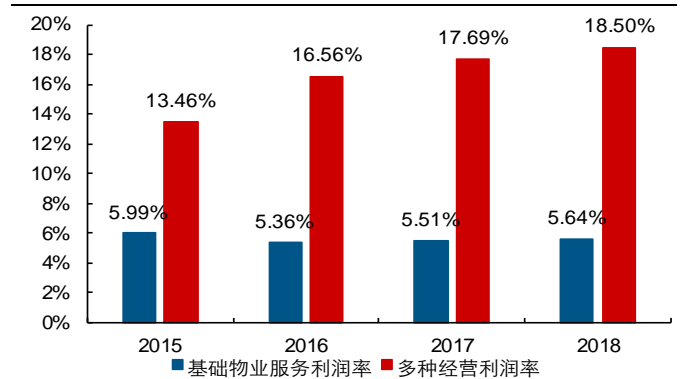
高毛利率增值业务营收占比持续提升，助力物管企业毛利率上行。物业服务企业在做好基础物业服务的同时，不断拓宽服务范围，高价值增值业务收入及其占比快速提升，2018年物业服务百强企业多种经营收入均值达到1.73亿元，占总收入均值比重的19.51%。增值业务价格市场化程度较高，通常为轻资产运营，具有更高的盈利性，2018年百强企业增值业务净利润率为18.50%，是基础物业服务净利润率的3.28倍，对物业企业整体盈利能力形成极大支撑。头部企业受益规模及品牌优势，在拓展增值业务方面成效更加突出。以碧桂园服务为例，2018年碧桂园增值服务收入占比较2015年大幅提升11.98pct至25.84%，相较于基础物业管理服务31.9%的毛利率，社区增值服务与非业主增值服务66.1%和48.1%的毛利率明显偏高，最终拉动公司整体毛利率水平仍保持较好增速，2018年同比增长4.5pct至37.7%。

图 31：百强企业增值业务收入占比持续提升（万元）



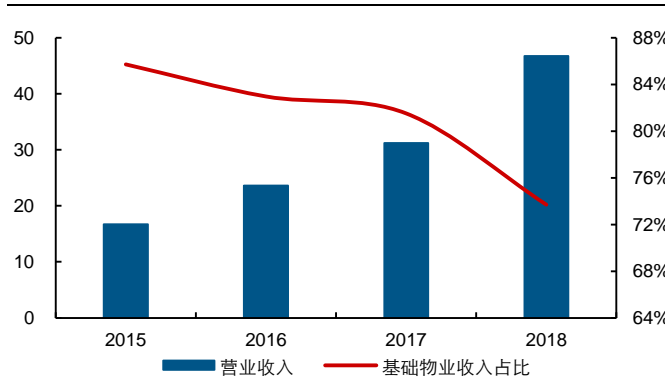
资料来源：中指院，长江证券研究所

图 32：2018年百强企业增值业务净利润率接近基础物业服务的3倍



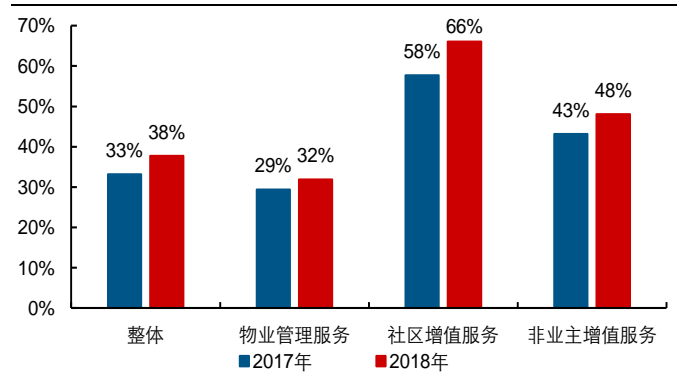
资料来源：中指院，长江证券研究所

图 33：2018年碧桂园服务基础物业收入占比降至73.7%（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 34：碧桂园服务增值业务毛利率远高于基础物业管理服务



资料来源：公司公告，长江证券研究所

物业费管控或逐步放权给市场，行业盈利最大压制或有松动可能

从政策调整来看，部分省份物业价格管控出现松动，物业管理市场或将迈入市场化新阶段。2014年国家发改委印发《关于放开部分服务价格意见的通知》，指导放开非保障性住房物业服务、住宅小区停车服务等服务的价格，标志着政府逐步放开对物业费的定价标准。随后，北京、山东、江苏、广东等省份积极下发通知或修改现有物业服务收费管理办法等，部分物业服务实行市场调节价，2019年7月广东省更是提出取消政府指导价范围内物业服务收费标准备案管理，标志着政府逐步淡出物业费定价市场，物业服务

费定价将进一步市场化。伴随着物业价格管控的逐步放开，行业盈利的最大压制因素或将逐渐消弭，物业管理市场将面临着更激烈的挑战，同时也将迎来前所未有的机遇，在资本助力下优秀物业服务企业或将在下一阶段脱颖而出。

表 4：近年部分省份物业服务费相关调控政策有所松动，定价逐步放权市场

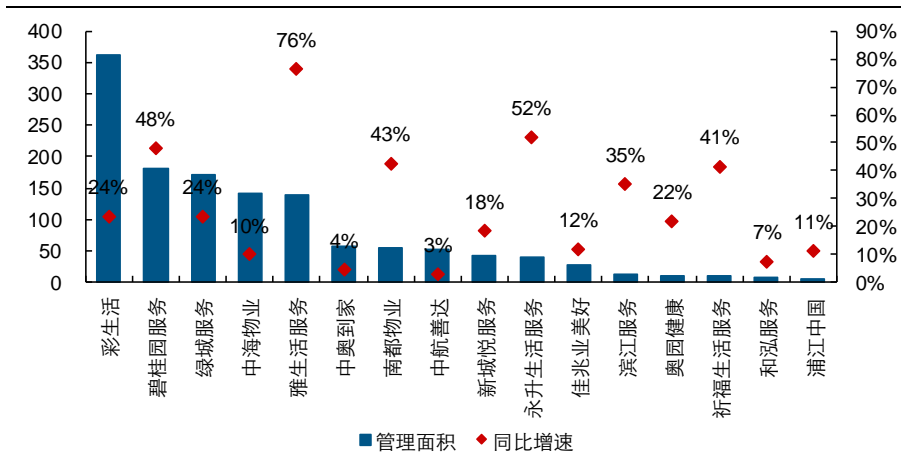
发文机关	时间	文件名称	主要内容
北京市发改委	2018/02/12	《北京市定价目录》	仅对保障房物业费实行政府定价，其他物业服务费实行市场调节价：放开居住区地面停车收费，实行市场调节价。
山东省政府	2018/06/02	《山东省物业服务收费管理办法》	普通住宅前期物业公共服务费实行政府指导价，其他物业的物业公共服务费实行市场调节价。
江苏省政府	2019/01/16	《江苏省物业服务收费管理办法》	业主大会成立后，普通住宅物业公共服务费、汽车停放费由业主大会或者业主大会授权的业主委员会与物业服务企业协商，通过物业服务合同约定执行；非普通住宅和非住宅物业服务收费实行市场调节价。
广东省发改委	2019/07/15	《广东省住房城乡建设厅关于进一步规范物业服务收费的通知》	取消政府指导价范围内物业服务收费标准备案管理。实行政府指导价的物业服务收费，具体标准由物业服务企业根据物业服务实际情况，在政府指导价范围内与业主协商确定，不再报当地发展改革部门备案。

资料来源：房天下，中指院，各省发改委官网，长江证券研究所

规模扩张为先，但差异化竞争仍存

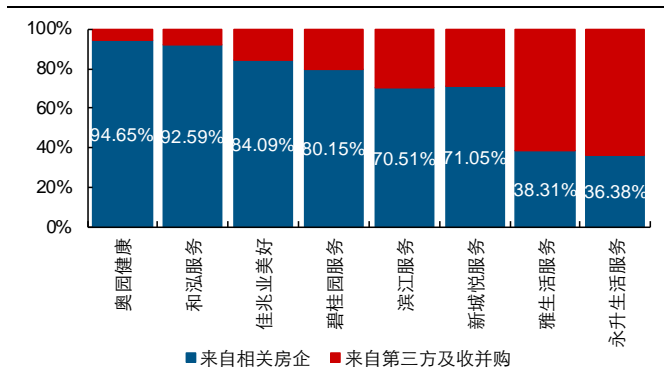
行业格局未定下规模扩张为先，但差异化竞争仍存。当前行业格局未定，开发商与资本均积极介入，支持相关物业企业迅速拓展，在格局落定前抢占市场。扩展管理规模抢占市场份额成为第一要务，2018 年主要上市物业企业在管面积多保持较高增速，但各家公司面积扩张途径有所不同。总体来看物业企业规模扩张主要有三种途径：获取兄弟房企资源、拓展第三方开发商资源与收并购，与之相对应物业企业也可分为三类：较强依赖兄弟企业的公司如碧桂园服务等、依靠自身品质向第三方开发商拓展的公司如绿城服务等以及凭借收并购快速扩张的公司如雅生活服务。规模扩张之外，部分上市物管企业在差异化竞争中进行积极尝试，重点主要集中在物管业态与增值业务两方面，代表企业为聚焦高价值物管业态的中航善达与互联网经营思维的彩生活。

图 35：2018 年主要上市物业企业在管面积多保持较高增速（百万平方米）



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：南都物业与祈福生活服务为合同面积，其他公司为在管面积

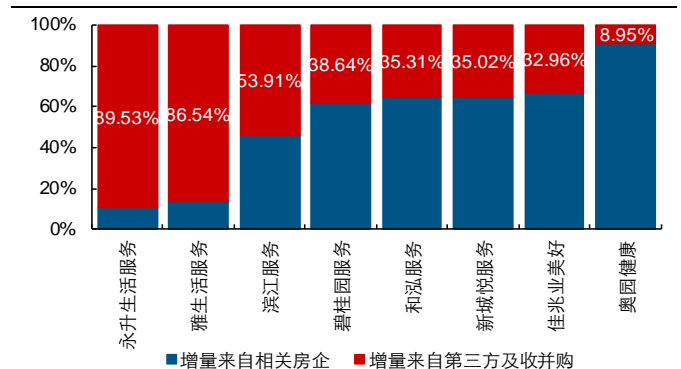
图 36：2018 年上市企业存量在管面积来源分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：图 36 与 37 雅生活服务相关房企包括雅居乐与绿地两家

图 37：2018 年上市企业新增在管面积来源分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

规模拓展为第一要务，三种模式各有千秋

当前规模拓展为物业企业第一要务，但不同企业扩张途径有所不同。当前较为主流的三种拓展路径各有利弊，对物业企业自身资质要求也有所差异：

表 5：三种面积拓展模式优劣对比

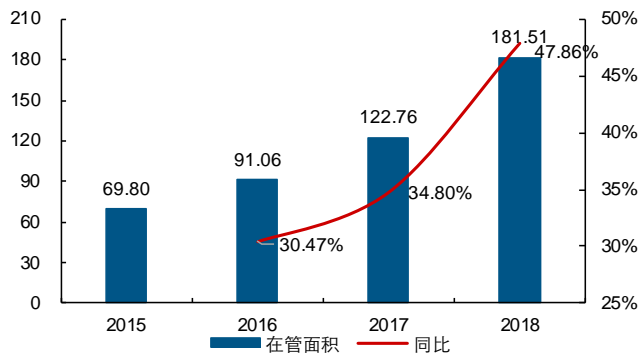
模式	资质要求	优点	缺点	代表企业
获取兄弟房企资源	背靠大型地产开发商	面积拓展高确定性，或有获得更高物业费可能	或削弱公司自身市场化拓展意愿，对关联房企形成较大依赖，品质或有下滑可能	碧桂园服务、新城悦服务等
靠品牌获取第三方开发商资源	自身品质突出，具有品牌溢价	在行业高速扩张期可获得较好增长，在进入存量市场博弈时或靠品牌致胜	品牌打造并非一朝一夕，具备品牌溢价企业相对较少，且品质的提升需要长期较高技术投入与较强管理支撑	绿城服务、永升生活服务
收并购	有较充足资金，具备一定品牌优势	可以短期达到在管面积迅速扩张目的	存在资本开支，对现金流有较大影响，若收并购行为不够审慎，或存经营风险	雅生活服务

资料来源：长江证券研究所

碧桂园服务：背靠大树好乘凉，面积拓展高确定性

背靠龙头开发商，面积拓展高确定性。2017 年及之前年份，公司近 9 成在管面积来自关联方碧桂园集团，2017 年公司在管面积已达 1.23 亿平方米，迈入“亿平俱乐部”行列。背靠龙头房企，公司在面积拓展方面获得长足支持，2018 年在高基数背景下在管面积仍同比提升 47.86% 至 1.82 亿平方米。储备面积充沛更是保障了未来面积拓展的高确定性，2018 年公司储备面积高达 3.23 亿平方米，为在管面积的 1.78 倍，即使不考虑后续新签面积也够支撑公司以 2018 年 47.86% 的高增速增长两年以上。公司持续三年位列中指院发布的中国物业服务百强企业名单前三甲，龙头格局较为稳固。

图 38: 高基数下公司在管面积仍维持 30%以上增速 (百万平方米)



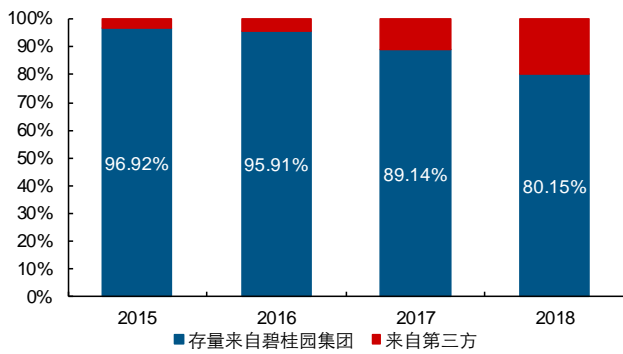
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 39: 背靠地产龙头, 储备面积充沛 (百万平方米)



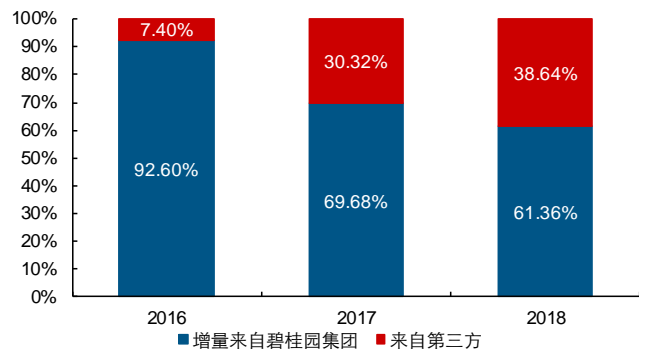
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 40: 2018 年公司逾 8 成在管面积来自碧桂园集团



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 41: 新增面积方面公司加强对第三方来源拓展



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

加码收并购减轻对关联开发商依赖, 完善物业布局实现高质量发展。尽管碧桂园集团仍为公司最重要的管理面积来源, 但公司也在不断通过收并购等方式加大市场化拓展力度, 2018 年新增管理面积中有 38.64% 来自第三方物业开发商。公司通过收并购一方面拓展项目储备, 一方面完善物业生态。2019 年 7 月 10 日, 公司与港联不动产达成 100% 股权合作, 强强联合下公司加强一线城市的核心物业服务布局, 高端住宅、商业综合体、写字楼等高端物业业态占比进一步强化。此外, 2018 年 7 月公司与洲际海峡能源投资 (北京) 成立合资公司, 并出资 1 亿元认购合资公司 80% 的股权, 全面承接中石油“三供一业”改革的物业管理及增值服务, 拟接管的物业项目面积约 9000 万平方米, 拟接管的供热项目管理面积约 4170 万平方米, 拓宽了其承接物管面积渠道, 为后续或有接管央企物业项目机会奠定了基础。

表 6: 碧桂园服务积极通过并购等方式, 降低对关联公司依赖

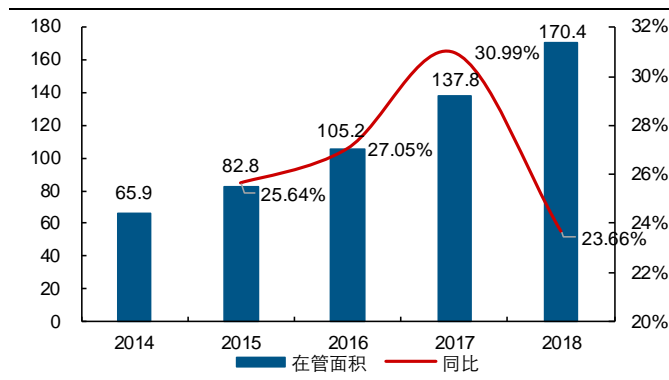
时间	被收购企业名称	收购总价 (万元)	收购股权比例
2018-11-26	成都清华逸家物业管理有限公司	68,259	100%
	成都佳祥物业管理有限公司		100%
	北京盛世物业服务服务有限公司		70%
	上海睿靖实业有限公司		100%
	南昌市洁佳物业有限公司		100%
2019-3-19	北京盛世物业服务服务有限公司	9,000	30%
2019-7-10	港联不动产	37,540	100%

资料来源: 公司公告, 中指院, 长江证券研究所

绿城服务: 品质致胜, 品牌塑辉煌

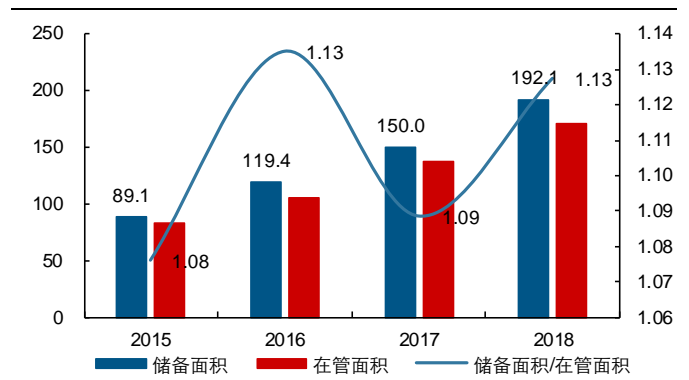
品质致胜, 靠品牌抢占市场。绿城服务龙头地位稳固, 最近 5 年在中指院物业服务百强企业榜单中稳定在榜眼位置, 仅次于万科物业。公司物业服务品质得到广泛认可, 在 2019 中国物业服务百强满意度领先企业榜单中位列榜首。公司对关联房企绿城中国依赖度较低, 2016 年报显示来自绿城中国的销售金额仅占当年总销售额的 4.7%, 且据中指院数据 2018 年公司在管面积中市场化外拓面积占比超 70%。凭借强劲的品质保证与品牌实力, 公司面积拓展能力凸显, 2018 年在管面积同比增加 23.66% 至 1.70 亿平方米。公司在手储备充足, 最近 5 年储备面积均超过在管面积。2018 年末储备面积 1.92 亿平方米, 为在管面积的 1.13 倍, 为公司延续高速发展提供保障。

图 42: 公司近年在管面积增速维持 20% 以上 (百万平方米)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 43: 绿城服务在手储备充足 (百万平方米)

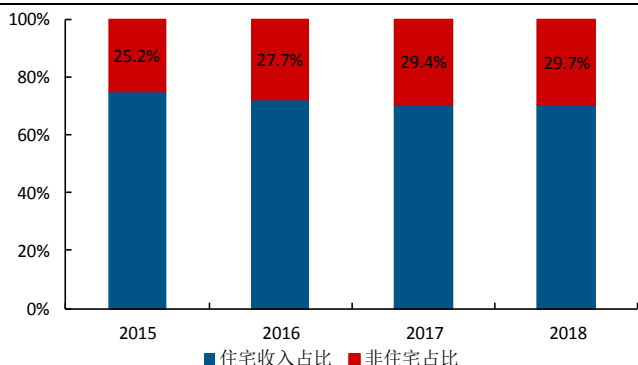


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

向高价值业态渗透, 加大技术与管理输出力度。公司凭借卓越口碑加大向高价值业态渗透, 2018 年成功签下无锡国际金融中心、西安中核长安印、台州天盛中心等地标性建筑, 并为上海浦东机场、温州机场、岳阳机场等城市窗口场所提供服务, 逐渐实现 toC 向 toB 与 toG 渗透, 公司非住宅物业收入逐年提升。优质服务品质带来高客户满意度与较好溢价, 公司在平均物业费逐年提升情况下仍实现高位物业费收缴率, 叠加科技赋能下的成本优化, 公司基础业务毛利率持续提升。公司着力打造完整的全生命周期服务版

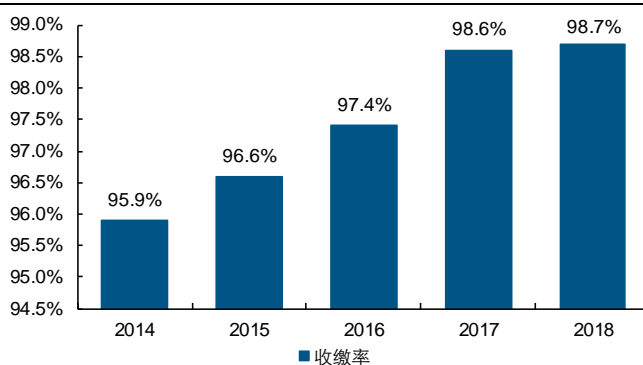
图，园区服务业务逐步完善；重视技术与管理输出，2018 年推出的“绿联盟”服务创新技术输出模式，业务管理面积再创新高达到 1.57 亿平方米，助推年内咨询服务收入实现 38.1% 的增长至 9.39 亿元。

图 44：非住宅业态物业收入占比提升



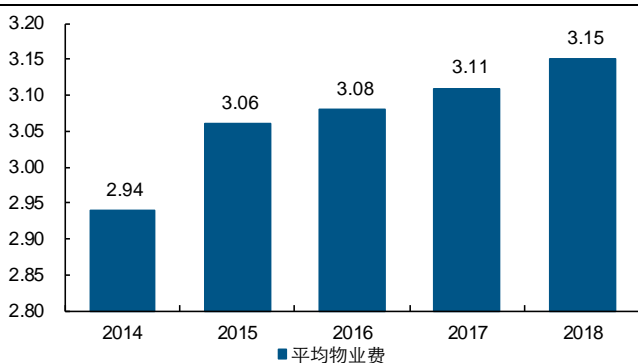
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：公司物业费收缴率维持高位



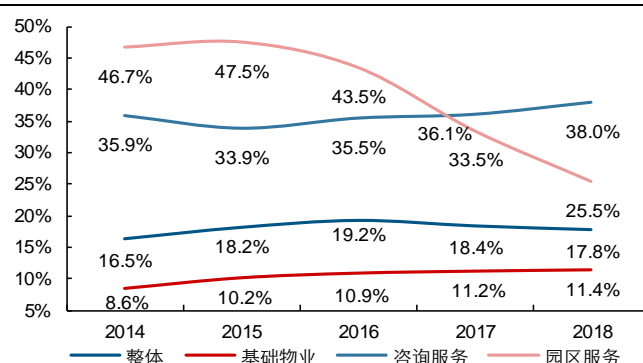
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46：公司平均物业费逐年提涨（元/平方米·月）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47：公司基础业务毛利率持续提升



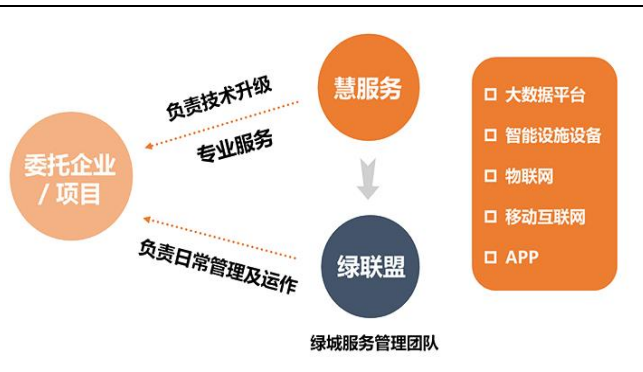
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 48：打造完整的全生命周期服务版图



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 49：推出“绿联盟”创新技术与管理输出



资料来源：公司官网，长江证券研究所

雅生活服务：收并购典范，“雅居乐+绿地”双品牌驱动战略

雅生活服务通过收购绿地物业，形成“雅居乐+绿地”双品牌驱动下的快速扩张模式。

2017 年 6 月，雅生活服务以 10 亿元代价收购绿地物业；同年 8 月，绿地控股投资 10

亿元换取雅生活服务 20% 股份，成为公司长期战略股东，雅生活服务正式成为“雅居乐+绿地”双品牌背书的物业服务企业。除收购绿地物业外，近两年雅生活服务持续参与南京紫竹、兰州城关、青岛华仁、哈尔滨景阳、广州粤华等重大收购项目，在管面积迅速扩张至 15360 万平方米（考虑青岛华仁与哈尔滨景阳的在管面积），被中国指数研究院评为 2019 年中国物业服务百强企业成长性 TOP1 企业。

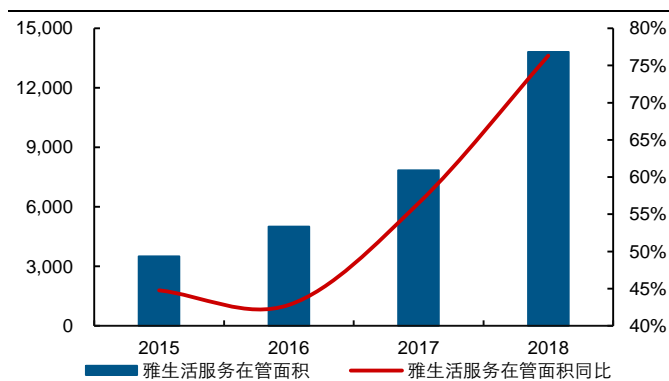
表 7：2017 年以来雅生活服务共有 6 项重大收购项目

时间	被收购企业名称	收购股权比例	收购总价（万元）	在管面积（万平方米）
2017-6-30	上海绿地物业服务有限公司	100%	100,000	200
2018-4-9	南京紫竹物业管理股份有限公司	51%	20,481	2,426
2018-7-11	兰州城关物业服务集团有限公司	51%	14,790	2,490
2019-1-23	青岛华仁物业股份有限公司	89.66%	13,358	570
2019-1-23	哈尔滨景阳物业管理有限公司	60%	11,388	978
2019-3-28	广州粤华物业有限公司	51%	19,534	3,000

资料来源：公司公告，中指院，长江证券研究所（截至 2019 年中）

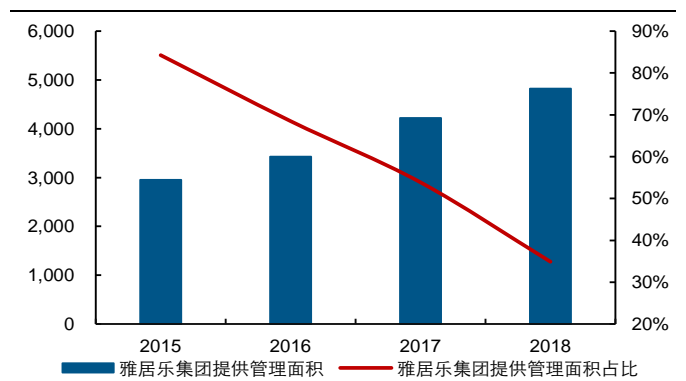
收并购成为雅生活服务实现规模扩张的主要来源。2015 年起雅生活服务在管面积持续以超过 40% 的速度进行扩张，2018 年末在管面积达 13812 万平方米，同比增长 76.32%，公司跻身于在管面积破亿物业服务企业之列。公司在管面积中，母公司雅居乐集团提供的在管面积占比持续下降，2018 年仅为 34.89%，较 2015 年下降近 50pct，与之形成鲜明对比的是，其他收并购¹提供在管面积占比上升至 21.25%。从新增在管面积来看，2018 年雅生活服务新增其他收并购管理面积为 2935.3 万平方米，占 2018 年新增管理面积的 49.1%，而雅居乐集团提供的新增管理面积仅占 10.04%，2017 年购入的绿地物业于 2018 年贡献新增面积的 3.42%，由第三方物业开发商提供的新增管理面积占比则同比下降 25.10pct 至 37.44%，收并购成为雅生活服务扩张规模的重要方式。

图 50：2018 年雅生活服务在管面积达 13812 万平方米（万平方米）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

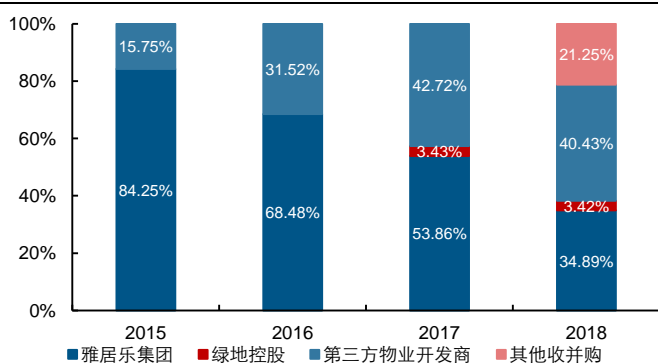
图 51：2018 年公司在管面积中母公司占比降至 34.89%（万平方米）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

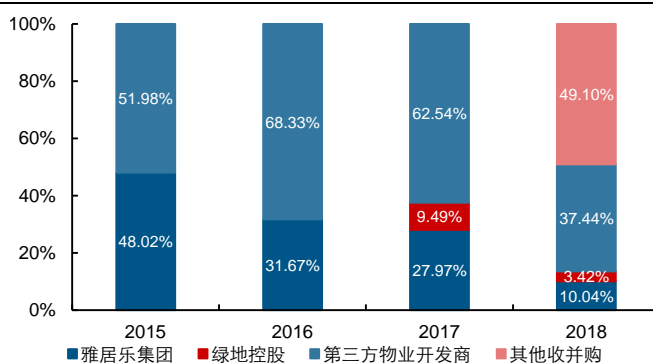
¹ 其他收并购即除绿地物业收购之外的收并购项目。

图 52：2018 年雅生活服务在管面积中其他收并购占比为 21.25%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

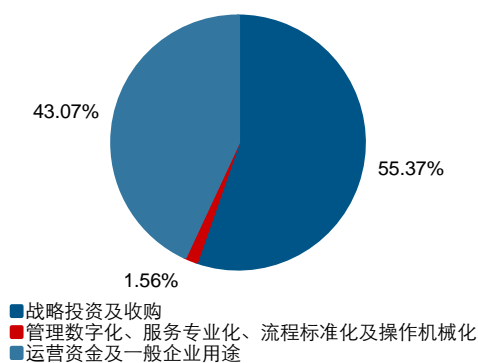
图 53：2018 年雅生活服务新增管理面积中其他收并购占比为 49.1%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

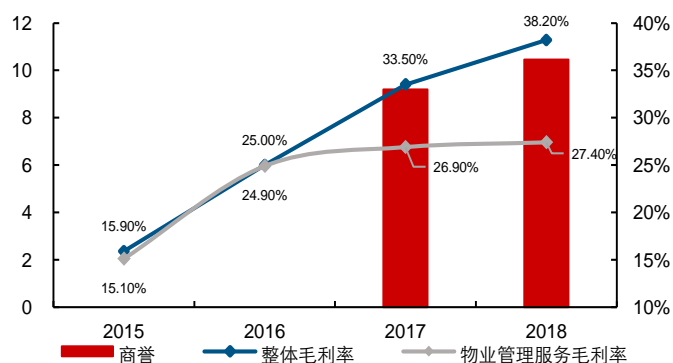
收并购确为快速扩张的高效手段，但持续性与盈利性仍有待观察。收并购是进行规模扩张最为直接高效的方式，雅生活服务 2018 年合计使用上市募集资金 7.62 亿元，其中 55.37% 用于战略投资与收购，且剩余未使用款项计划用于战略投资收购金额占比为 65%，可以预见雅生活服务在短期内仍将以收并购作为主要扩张方式，但长期面积扩张持续性仍有待观察。收并购在规模扩张的同时也伴随着风险，如规模提升后管理难度提升、被收并购企业经营不善、第三方开发商物业费相对较低等问题，均会一定程度上影响公司经营业绩，在 2017 年雅生活服务大力开展收并购后，公司虽然通过发展高毛利率的增值业务维持整体毛利率上升，但不可忽视的是公司基础物业毛利率增速迅速趋缓，2018 年公司基础物业毛利率为 27.4%，同比微增 0.5pct，远低于整体毛利率水平同比 4.7pct 的增幅。此外，如果后续购入标的盈利未达预期，公司收并购产生的近 10 亿商誉需作出减值，也将对公司经营业绩产生重大不利影响。

图 54：2018 年雅生活服务募集资金中 55.37% 用于战略投资及收购



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 55：雅生活服务基础物业服务毛利率增速趋缓（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

差异化竞争不乏亮点，物管业态与增值业务各具特色

中航善达：高价值业态优势明显，携手招商打造央企物管龙头

聚焦高价值业态，机构物业管理领导者。中航善达旗下全资子公司中航物业，结合自身优势，致力于成为中国卓越的机构物业平台运营商。中航物业市场拓展的目标定位于机

构类物业，将核心业务聚焦于政府类、公共类及企业总部类物业，涵盖金融、通讯、制造、能源等行业，包括教育、民生、公共服务等政府、企事业单位，被业界称为“机构物业大管家”。截至 2019 年中，公司全国物业管理项目 613 个，管理面积 7634 万平方米；2019 年上半年实现物管业务收入 19.96 亿元，同比增加 21.19%。

表 8：公司市场拓展聚焦高价值业态

物业类型	代表项目
政府类物业	最高人民检察院、珠海市政府、中国日报社、港珠澳大桥管理局
商业类物业	深圳国际创新中心、南昌中航国际广场、成都中航国际广场、成都中航城市中心
企业总部类物业	中国国际航空股份有限公司、腾讯大楼、武汉建设银行、湖南省烟草专卖局
公众类物业	中国科学技术馆、深圳龙华新区人民医院、深圳大学总医院、广州白云国际机场停车场
高端住宅类物业	南京中航科技城、南京中航·樾府、昆明云玺大宅、惠州中航元·屿海

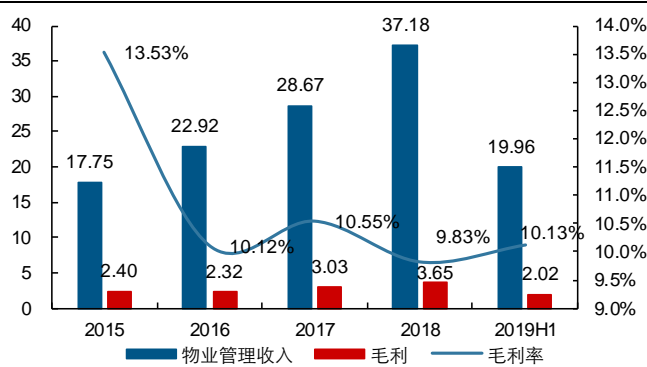
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 56：2019 年上半年中航善达物管面积达 7634 万平方米（万平方米）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

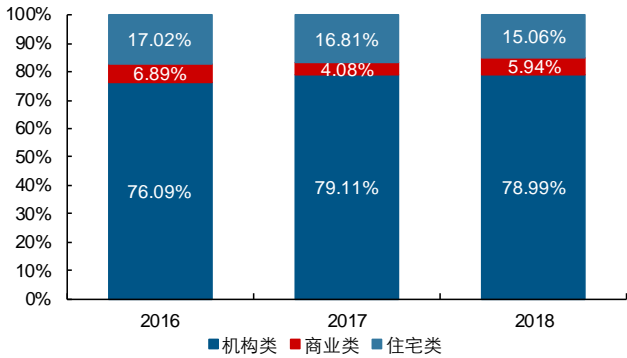
图 57：中航善达物管收入增速较好（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

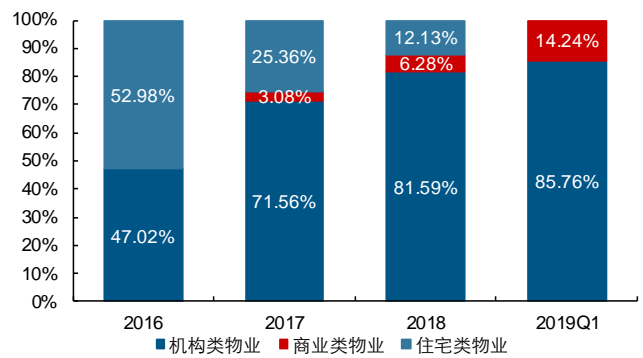
高价值业态物管占比持续提升，自持商业地产为物管面积提升提供支撑。相较于 2018 年物管百强企业平均物业费 4.22 元/平方米·月（其中住宅物业平均服务费 2.25 元/平方米·月），机构类物业为主的中航善达在各地物管收费明显更高，为公司盈利提升奠定了基础。近年公司高价值业态物管占比持续提升，2018 年物管业务中 84.94%来自机构类与商业类，占比较上年提升 1.75pct；新签约物管面积中 87.87%为机构类或商业类，占比较上年提高 13.22pct。此外，中航善达在商业地产有较好布局，截至 2019 年 6 月末中航九方管理项目数量 15 个，管理面积达 127 万平方米，已形成“九方”、“九方荟”两个产品品牌，具备一定的行业影响力，自持物业的发展为公司商业物管面积提升提供了重要支持。

图 58：2018 年中航善达物管收入近 85%来自机构类与商业类管理面积



资料来源：公司债券信用评级报告，长江证券研究所

图 59：2018 年中航善达新签约面积 87.87%来自机构与商业类物业



资料来源：公司债券信用评级报告，长江证券研究所

表 9：中航善达不同区域物业管理收费情况（元/平方米·月）

区域	2016	2017	2018	2019Q1
北京	9.66	8.94	10.85	11.02
上海	8.80	11.16	10.69	10.72
广州	19.55	21.29	18.71	19.14
深圳	19.45	14.71	12.31	12.42
天津	6.44	7.22	7.60	7.83
山东	7.17	9.14	6.95	6.87
南昌	4.68	5.47	5.07	5.08
武汉	5.76	7.03	6.72	6.92
湖南	5.69	6.71	8.09	8.10
四川	7.67	6.93	8.27	8.45
珠海	12.14	9.83	10.90	10.90
厦门	3.04	8.40	10.24	10.33

资料来源：公司债券信用评级报告，长江证券研究所

携手招商物业，打造央企物管龙头。2019 年 4 月招商蛇口与中航国际控股签署《股份转让协议》，受让中航国际控股持有的中航善达 1.49 亿股，约占总股本的 22.35%；其后中航善达拟以发行股份的方式购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业 100%股权，招商物业相关资产有望上市。招商物业为招商局集团旗下唯一一家房地产价值链全程综合服务商，截至 2018 年底员工规模 16000 余人，在管物业逾 500 个，服务面积超 7500 万平米，服务客户人数超百万。招商物业依托物业基础服务这“一片沃土”，初步绽放“四朵金花”，即分别成立了招商建筑科技、招商设施运营、招商置业、招商到家汇四个专业公司，通过四家专业公司的业务升级，为整个公司创造新的利润增长点。依托招商局集团，招商物业在 toB 与 toG 方面优势明显，高价值业态物管占比较

高。中航善达与招商物业强强联合，在机构物业方面优势更为突出。若成功打造成为央企机构物管龙头，公司品牌度与盈利性有望持续提升。

图 60：招商物业积极践行“一片沃土，四朵金花”商业模式，打造房地产价值链全程综合服务商

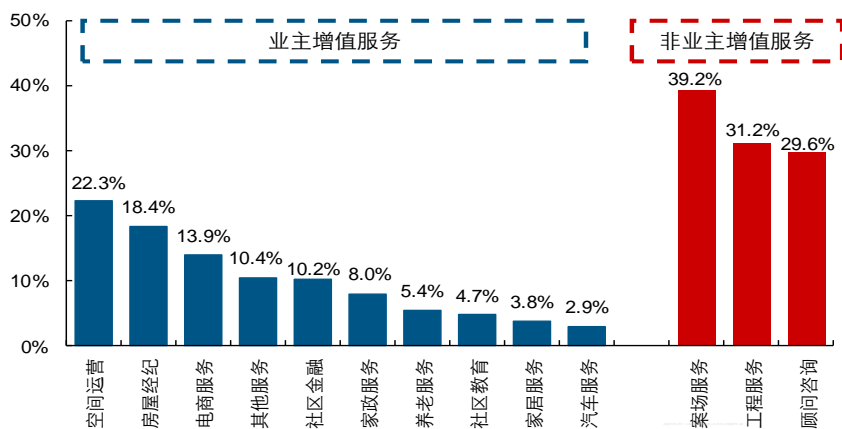


资料来源：公司官网，长江证券研究所

增值业务成为差异化竞争重要阵地

物管企业积极拓展高盈利增值业务，打造差异化竞争。相较于较为同质化的基础物业服务，高盈利性的增值业务受到物管企业的追捧，服务领域不断扩大，占企业营收的比重也不断提升，2018 年物业服务百强企业增值业务收入均值 1.73 亿元，贡献了营收的 19.51%。物管企业结合自身资源及特点，充分发挥线下优势，理性发展适合自身的特色业务，使得增值业务成为企业进行差异化竞争的重要阵地。物管企业作为联系房企开发商与业主的纽带，在业主与开发商两头均有增值业务拓展可能。随着“技术+物业”的不断升级，物业百强企业从业主需求出发，拓宽服务范围，丰富盈利来源，2018 年业主增值服务收入占增值业务收入比重达 54.40%，其中重点为空间运营与房屋经纪业务；非业主增值服务领域方面，在案场服务、工程服务与顾问咨询三驾马车拉动下，物管公司从房企开发商手中获取盈利的能力不断提升，2018 年百强企业非业主增值服务收入占增值业务收入比重为 45.60%。

图 61：2018 年百强企业增值业务收入分布情况



资料来源：中指院，长江证券研究所

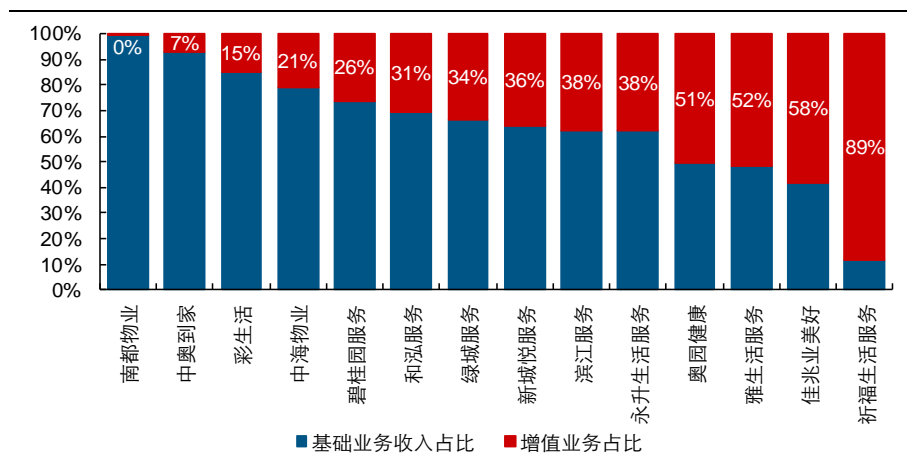
表 10：部分上市物业企业增值服务具体内容

企业名称	增值服务内容
绿城服务	物业资产管理服务、园区产品和服务、园区空间服务、家居生活服务、文化教育服务等
雅生活服务	生活及综合服务（物业维修、家政服务、社区团购等）；社区资源服务（物业租赁服务、社区广告、停车场管理服务）；家装宅配服务（拎包入住服务等）
碧桂园服务	家居生活服务、房地产经纪服务、园区空间服务等
佳兆业美好	停车场、空间租赁等服务
永升物业	家居生活服务、公用区域增值服务、物业经纪服务等
中海物业	自有资产经营（房屋、车位经营等）；客户资产经营服务（经纪服务、公共资源租赁协助服务等）；生活及商业服务（房屋生态、家居家装、新零售、教育培训等）
彩生活	网上推广服务、销售及租赁协助以及其他增值服务
新城悦服务	开发商增值服务（销售案场协助、保洁、安保、咨询服务等）；社区增值服务（公共资源管理服务、拎包入住服务、新橙社 APP 经营业务、资产管理服务）；专业服务（电梯及智能化设备维保维修服务、智能化工程施工服务等）
滨江服务	业主增值服务（社区增值服务、定制室内装饰服务和物业代理服务）；非业主增值服务（交付前服务、咨询服务和社区空间服务等）

资料来源：公司公告，中指院，长江证券研究所

主流上市物管企业增值业务收入占比有所分化，但多数保持较高增速。由于不同公司自身禀赋条件不同，增值业务拓展能力存在差异等原因，上市物管企业增值业务收入占比有所分化，如雅生活服务、佳兆业美好等公司增值业务营收占比均超 50%，而中奥到家等公司相比占比较低。但总体上看，主流物业上市企业多数加大了增值服务领域拓展，2018 年多数企业增值业务营收增速在 30%以上，为公司盈利提升提供了较大助力。

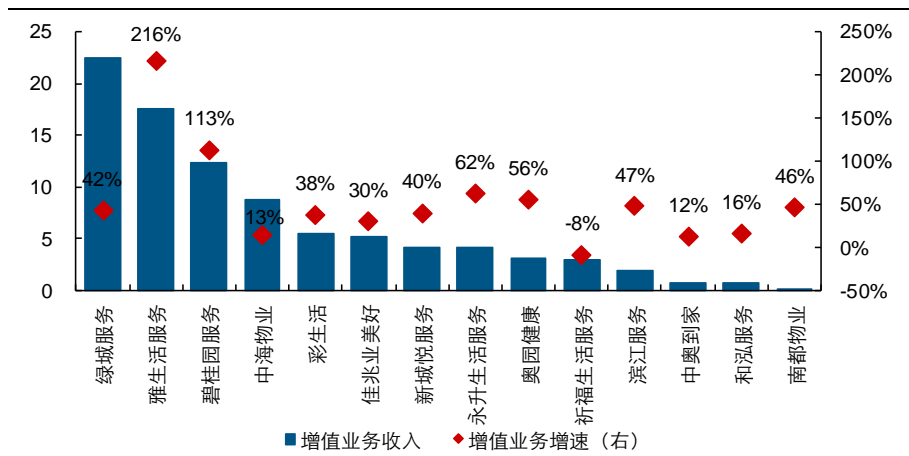
图 62：2018 年主要上市物业企业增值业务收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：为保持一致性，增值业务收入统一使用营业收入减去基础业务收入（部分企业可能还有其他业务，对结果或有干扰）；由于不同上市公司对于基础物业与增值业务划定范围不同，可能对结果有一定干扰，但多数公司总体可比；中海物业使用对应年末汇率换算；下图同

图 63：2018 年主要上市物业企业增值业务收入及增速（亿元）

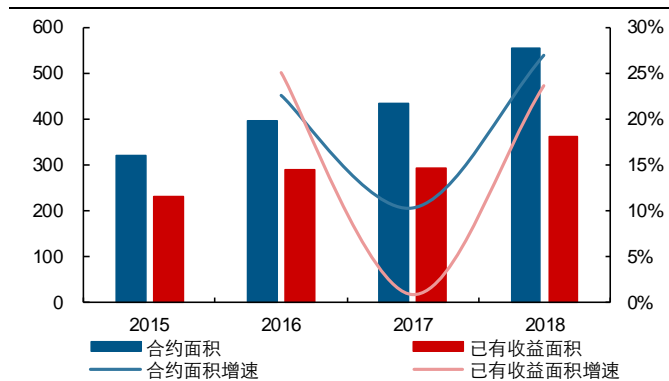


资料来源：公司公告，长江证券研究所

彩生活：优质社区平台运营商，互联网思维独辟蹊径

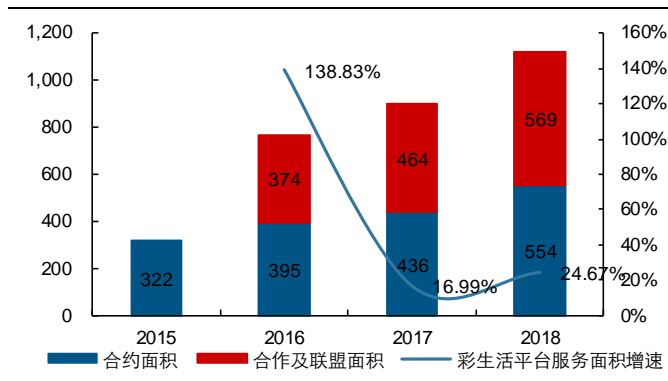
从“管理物”迈向“服务人”，平台输出战略打破传统管理面积掣肘。彩生活是我国领先的智慧社区服务商，在中指院发布的 2019 中国互联网社区运营领先企业榜单中位列榜首。公司重视科技赋能，着力打造“互联网+社区”，持续从传统的“管理物”向“服务人”转型。与传统物业企业重视通过使用高杠杆、重资产的收并购扩张模式不同，公司更加重视用户体验，奉行轻资产的扩张模式，即平台输出战略。通过将成熟的彩之云平台陆续向行业内的优秀合作伙伴输出，用户规模逐渐突破彩生活合约管理面积的局限。截止 2018 年末公司通过平台输出扩张的合作及联盟建筑面积达到 5.69 亿平方米，加上合约面积 5.54 亿平方米，彩之云平台服务面积共计达到 11.22 亿平方米，同比提升 24.67%。

图 64：2018 年公司合约管理面积达 5.54 亿平方米（百万平方米）



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

图 65：2018 年彩生活平台服务面积达 11.22 亿平方米（百万平方米）

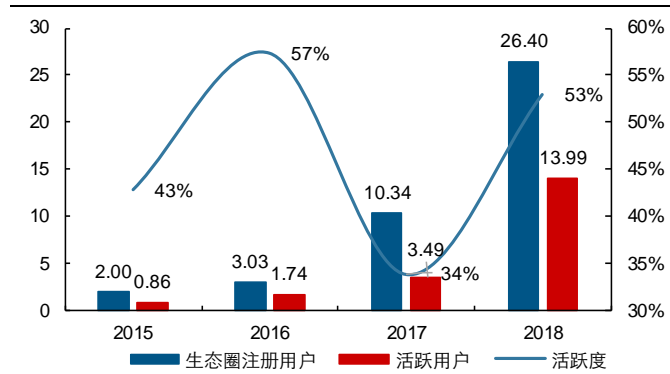


资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

社区流量入口优势凸显，创新方式激活社区消费场景。伴随彩生活平台服务面积提升，用户规模日趋巩固，2018 年公司生态圈注册人数达 2640 万，活跃用户达 1400 万，活跃度达 53.0%，且用户粘性强，形成明显的社区流量入口优势。公司充分利用流量优势，积极创新盈利模式。2018 年 3 月 31 日与第三方合作推出基于彩生活、供应商、业主三

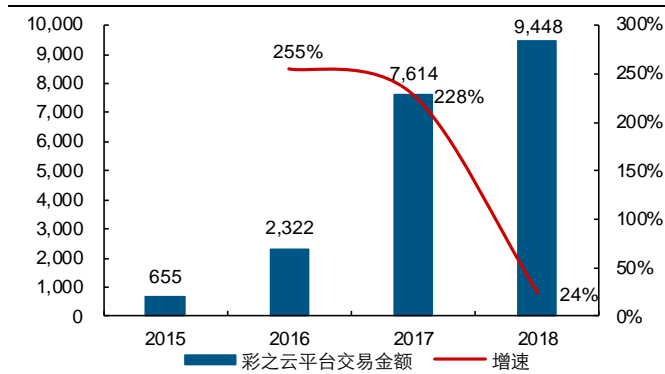
方共赢的“彩慧人生”服务平台，将“收费”转为“消费”，改变了物业企业与业主天然的对立关系，迅速获得业主认可，9个月累计成交180万单合计7090万元交易额，为26万户家庭抵减了合计3620万元物业管理费。在此过程中公司不断激活社区消费场景，创新增值业务发展路径，提升品牌价值。

图 66：2018 彩生活生态圈注册人数达 26.4 百万（百万人）



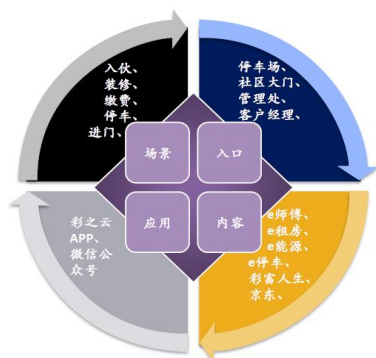
资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

图 67：2018 年彩之云平台交易金额达到 94.48 亿元（百万元）



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

图 68：公司加码推进彩生活平台输出



资料来源：公司官网，长江证券研究所

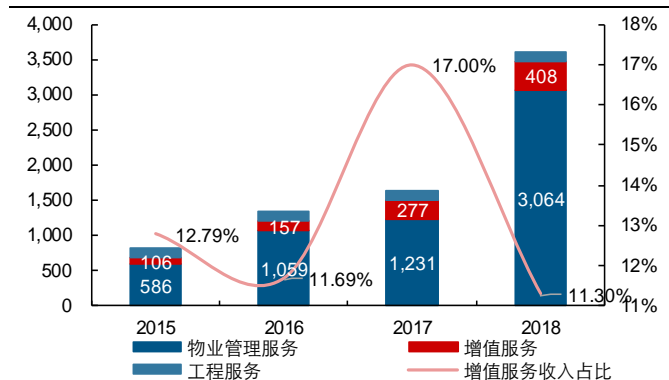
图 69：创新推出“彩慧人生”，构建社区零售新模式

- 降低供应商获客成本 业主享受优惠的商品**
 - 帮助供应商减少营销费用，以更高的效率寻找目标客户；
 - 供应商将部分节约的销售费用作为物业费赠送给购房者；
 - 住户以优惠的价格购买商品和服务，同时享受物业费减免。
- 提升物业费收缴效率 获得物业费的定价权**
 - 将缴纳物业费场景与业主日常消费需求相结合，构建社区零售新模式；
 - 优化不断重复的物业费催缴工作，提高基础物业服务效率；
 - 帮助彩生活突破法规限制，重新获得物业费定价权。
- 2018年3月31日推出后 运营成果良好**
 - 2018年12月31日九个月，累计成交1,824,597单，为260,000个家庭减免了物业管理费。
 - 截至2018年12月31日九个月，累计成交金额为人民币70.9百万元，累计冲抵物业管理费人民币36.2百万元，冲抵比例达到51.1%。

资料来源：公司官网，长江证券研究所

积极开拓增值业务，与互联网巨头联手前景可期。公司不断拓宽生态圈外延，盘活社区商业资源，2018年彩之云平台交易金额达到94.48亿元，同比增长24.1%，带动增值业务收入同增47.5%至4.08亿元，增值服务利润贡献占比达33.6%。此外，公司积极与互联网企业合作，提升技术优势，实现流量兑现。2019年7月19日，彩生活宣布，其分别与京东、360在资本和业务层面达成全面战略合作协议。其中，彩生活拟向京东定向增发7114.9万股新股，涉资约3.71亿港元；拟向360发行2295.6万股新股，涉资约1.2亿港元。交易完成后，京东和360将分别持有彩生活已扩大股本约5.0%、3.05%。公司未来将与京东在商业、物流、融资及科技业务方面加强合作；与360的合作则聚焦在将大数据、IoT、人工智能等技术广泛应用在社区安全领域，提高360在社区安全方面的知名度和影响力。通过拓展增值业务及联手互联网龙头，公司品牌实力与盈利能力有望再次提升。

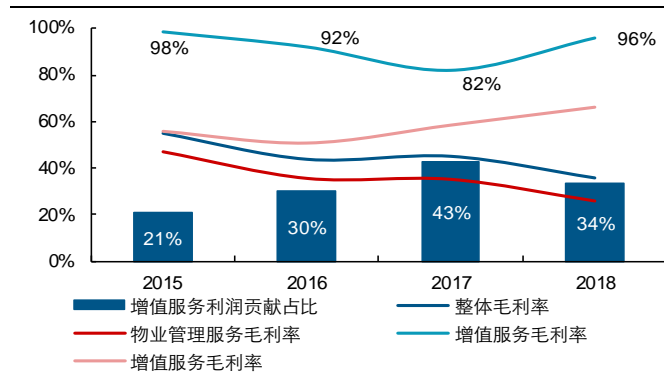
图 70：2018 年公司增值服务收入同增 47.5%至 4.08 亿元（百万元）



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

注：本节增值服务分类使用彩生活年报分类，与上节稍有不同

图 71：2018 年高毛利率的增值服务对公司利润贡献占比达 33.6%



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

短期关注规模扩张与盈利弹性，品牌为长期核心

物管上市公司凭借高成长性通常较关联房企享有更高估值。万亿蓝海市场曙光渐明，且行业格局尚未落定，房企纷纷剥离出物业子公司使其独立上市抢占市场。相较于关联房企，上市物业企业凭借其较好成长性多获得更高估值，带动母公司价值提升，这也是开发商热衷物业公司上市的一个重要原因。但由于规模、盈利增速、品牌及是否背靠大房企等资质的差异，不同物业公司估值有所分化。

规模为市值奠定基础，但估值或更关注成长性与持续性。当前在管面积跨入“亿平俱乐部”的上市物管企业共有彩生活、碧桂园服务、绿城服务、中海物业、雅生活服务 5 家，存在一定的规模优势。管理面积体量优势带来利润总量优势，为高市值奠定了底层基础。但当前在管规模与估值并不一定成正比，如当前（截至 2019/08/12）享有 51.56 倍行业最高估值的永升生活服务，2018 年末在管面积 4024 万平，在上市物管企业中排第 9 位，规模尚属中等水平。上市物管公司估值更大程度关注其成长性与持续性，就面积角度而言更多关注在管面积增速与储备面积对于未来规模扩张的支持能力。

市场对依托关联房企实现规模确定性高增长，且持续性有保证的扩张模式认可度较高。短期来看，在行业整体扩张期，依托关联房企获取规模确定性高增长的公司受到市场追捧，如碧桂园服务通过接手碧桂园地产项目相关物管业务，2018 年在上年高基数背景下仍实现 47.86% 的管理面积增长，而高达 1.78 倍在管规模的储备面积更是为其扩张高增速提供了高确定性。当前碧桂园服务估值达 45.49 倍，在上市物管企业中仅次于永升生活服务。类似公司中海物业估值也达 31.88 倍。

凭借自身品质实现市场化拓展，且规模增速与储备支持均有保障的企业市场表现亮眼。绿城服务与永升生活服务虽存兄弟房企支持，但主要扩张模式为依靠自身品质市场拓展，2018 年二者在管面积增速分别为 23.66%、51.97%，储备面积较在管面积比值分别为 1.13、0.63 倍。高品质不仅使得企业在行业增量阶段得以快速扩张，更保证了行业增速放缓进入存量阶段时仍可在集中度提升中扩大市场份额，扩张速度有望长期维持。当前绿城服务估值水平为 31.17 倍，公司市值远高于关联房企绿城中国；而永升生活服务相较绿城服务体量较小，扩张速度更高，其 51.56 倍估值反映了市场对于其成长性的高期待。长期来看，高品质物管企业或可获得品牌溢价，其高估值有望长期维持。

短期关注规模扩张与盈利弹性，品牌为长期核心。综合来看，在行业整体规模扩张而格局未定背景下，短期规模扩张抢占份额仍为上市物业企业第一要务，规模高增长且持续性有保障的企业更值得关注。相对而言背靠龙头开发商，规模高增速确定企业如碧桂园服务、中海物业，以及依靠自身品质市场化拓展能力强的物管公司如绿城服务、永升生活服务更易享有市场高估值；而通过收并购实现规模扩张的企业或因市场对其收购标的资质与收购行为持续性存疑从而估值相对较低。此外，考虑拓展新盘带来的物业均价提升效应，相对而言当前在管体量居中，而规模迅速扩张的物管企业如永升生活服务盈利弹性与成长性更强，估值方面优势明显；但若物业费在逐步由政府调控向市场定价移交过程中实现普遍性调涨，当前在管规模较大的头部企业如碧桂园服务、绿城服务等有望迎来盈利与估值的同步提升，股价或有更好表现。长期来看，若物管行业增速放缓进入存量市场，具有优质品牌竞争力的公司如绿城服务更容易在竞争中脱颖而出，在市场集中度提升进程中扩大市场份额，享受品牌估值溢价；此外进行差异化竞争，聚焦高价值机构业态的中航善达与创新互联网思维，打造优质社区平台的彩生活亦或有更多机会。

表 11：上市物业企业 2018 年物管面积与估值对比（百万平方米、亿元）

公司名称	相关房企	合同面积	在管面积	在管增速	合同/在管	市值	PE-ttm	PE-ttm (相关房企)
彩生活	花样年控股	553.70	363.20	23.71%	1.52	68.31	12.16	8.12
碧桂园服务	碧桂园	505.00	181.51	47.86%	2.78	482.51	45.49	5.26
绿城服务	绿城中国	362.50	170.40	23.66%	2.13	175.56	31.17	29.82
中海物业	中海地产	-	140.90	9.82%	-	129.83	31.88	6.12
雅生活服务	雅居乐集团、绿地控股	229.80	138.12	76.32%	1.66	191.47	17.00	4.50
中奥到家	-	70.45	56.91	4.30%	1.24	5.64	5.00	-
中航善达*	-	-	53.07	3.01%	-	86.70	10.63	-
新城悦服务	新城控股	112.12	42.89	18.22%	2.61	49.45	28.90	5.24
永升生活服务	旭辉控股集团	65.55	40.24	51.97%	1.63	58.69	51.56	5.67
南都物业	南都集团	55.43	-	42.67%	-	22.21	23.26	-
佳兆业美好	佳兆业集团	32.19	26.87	11.92%	1.20	19.15	30.18	5.10
滨江服务	滨江集团	20.83	11.63	35.20%	1.79	19.74	23.99	9.42
奥园健康	奥园集团	-	10.43	21.78%	-	30.28	33.71	-
祈福生活服务	祈福集团	9.62	-	41.35%	-	6.19	7.34	-
和泓服务	和泓地产	8.16	6.35	7.43%	1.29	5.16	26.36	-
浦江中国	-	-	5.45	11.06%	-	8.46	30.73	-

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

注：若未公布在管面积，在管面积增速使用合同面积增速，中航善达暂未考虑与招商物业的重组事项，市值与PE 等时点数据截至 2019/08/12，下同

表 12：上市物业企业 2018 年财务数据与估值对比（亿元）

	市值	18 营收	营收同比	18 归母净利润	归母净利润同比	销售毛利率	销售净利率	PE-ttm
彩生活	68.31	36.14	121.87%	4.85	51.26%	35.49%	14.33%	12.16
碧桂园服务	482.51	46.75	49.76%	9.23	129.79%	37.68%	19.97%	45.49
绿城服务	175.56	67.10	30.54%	4.83	24.73%	17.85%	6.94%	31.17
中海物业	129.83	41.55	23.73%	4.02	31.07%	20.43%	9.78%	31.88
雅生活服务	191.47	33.77	91.78%	8.01	176.48%	38.20%	23.99%	17.00
中奥到家	5.64	10.23	4.65%	0.96	6.12%	27.58%	10.38%	5.00
中航善达*	86.70	37.18	29.68%	-	20.78%	9.83%	-	10.63
新城悦服务	49.45	11.50	32.73%	1.50	104.88%	29.48%	14.19%	28.90
永升生活服务	58.69	10.76	48.33%	1.01	31.50%	28.72%	9.31%	51.56
南都物业	22.21	10.59	29.18%	0.92	22.69%	22.10%	9.06%	23.26
佳兆业美好	19.15	8.96	33.86%	0.54	-24.33%	30.93%	5.97%	30.18
滨江服务	19.74	5.09	45.87%	0.70	22.75%	26.49%	13.81%	23.99
奥园健康	30.28	6.19	41.94%	0.78	12.03%	33.73%	12.63%	33.71
祈福生活服务	6.19	3.42	-6.50%	0.73	29.04%	48.65%	21.26%	7.34
和泓服务	5.16	2.24	14.50%	0.17	-22.79%	35.86%	7.52%	26.36
浦江中国	8.46	3.92	7.97%	0.25	-29.27%	17.18%	6.67%	30.73

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

注：中航善达营收及同比、销售毛利率均使用物业管理业务数值，归母净利润同比使用物管业务毛利同比



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
 中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
 看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
 增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
 中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
 减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: 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; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。