

2018年9月16日

雅生活服务 (3319.HK) 海外消费



多极增长下的双品牌龙头

——雅生活服务 (3319.HK) 投资价值报告

海外公司深度

◆ **双品牌驱动领先企业，受益行业市场化进程提速。**公司是以中高端物业为主的领先物业服务提供商，2018年行业百强第11名。实施“雅居乐物业”和“绿地物业”双品牌发展战略。公司也是国内首家红筹分拆H股上市的物管企业。我国物管行业依然具备较为理想的竞争环境，面临较低的周期风险和政策风险。市场规模快速扩张，集中度低但提升加速。在市场化及资本化两大因素加持下，行业头部企业正在快速壮大。

◆ **基础服务：多重路径支撑快速增长。**我们预测公司在管面积18-20年CAGR为57.5%。截止1H18末，公司在管面积达1.1亿平米，储备面积0.76亿平米。基础服务规模的扩张途径为：1) 两大股东每年分别注入千万平米级合约面积，支持双品牌差异化协同发展；2) 第三方项目拓展提速；3) 并购增强业务布局，18年迄今已完成南京紫竹及兰州城关两起收购。公司拥有成熟的项目运营体系支撑扩张策略，根据人才规划每年可新增约1500名主管级以上管理人员，概能匹配每年约1亿平米新增合约面积。同时亦推进“四化”建设以提质增效，打造品牌口碑及议价能力。1H18末公司住宅项目平均物业费为3.02元/平米/月，收缴率91.9%，2017年业主满意度为90.3%。

◆ **增值服务：凭借资源禀赋打造“1+N”多元发展格局。**公司执行“1+N”战略，通过科技、广告、营销、旅游及验房5大专业公司实现增值服务的专业化及市场化发展。非业主增值服务：主要业务包括案场服务及一手房销售代理，通过承接控股公司项目获得快速发展，1H18板块收入比重达41%。业主增值服务：围绕业主居住的全生命周期布局业务板块，打造一站式服务平台。公司拥有较强的平台输出能力，1H18末雅管家联盟合作面积逾9.7亿平米，覆盖超800个小区及800万户业主。

◆ **首次覆盖给予“买入”评级，目标价16.15港元。**雅生活集团作为行业领先企业，将显著受益于行业加速整合趋势。同时公司亦是物管行业内唯一一家背靠2家一线地产开发商的企业，扩张进程确定性较高。我们预测18-20年EPS为0.50/0.67/0.83元人民币，基于DCF模型给予目标价16.15港元，分别对应18/19年28x/21x PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：外延进程不及预期；人工成本上涨过快；地产销售市场遇冷。

业绩预测和估值指标

(千元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,244,735	1,760,753	3,554,928	5,360,137	7,038,847
营业收入增长率	33.2%	41.5%	101.9%	50.8%	31.3%
归母净利润	160,670	289,727	672,310	897,623	1,111,588
归母净利润增长率	147.3%	80.3%	132.0%	33.5%	23.8%
EPS (元人民币) (期末股本摊薄)	3.21	0.29	0.50	0.67	0.83
ROE (归属母公司)	57.5%	19.7%	13.2%	15.6%	16.8%
P/E	3	34	20	15	12
P/B	1.8	6.8	2.6	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：股价为2018年9月13日收盘价，港币对人民币汇率取0.87

买入 (首次)

当前价/目标价：11.46/16.15元

目标期限：6个月

分析师

周翔 (SAC编号：S0930518080002)

021-22169326

zhouxiang@ebscn.com

秦波 (SAC编号：S0930514060003)

021-22169323

qinbo@ebscn.com

市场数据

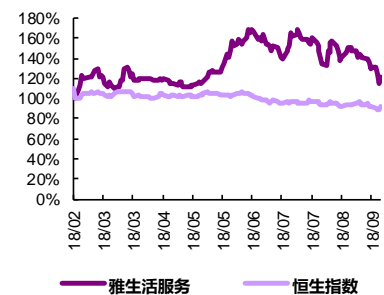
总股本(亿股)：13.33

总市值(亿元)：152.80

一年最低/最高(元)：8.98/17.08

近3月换手率：130.4%

股价表现(上市以来)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.2	-16.7	32.4
绝对	-17.9	-27.6	21.1

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

- 1) 我们预测公司合约面积增长 18-20 年分别为 1.42 亿/0.77 亿/0.52 亿平米。其中，每年来自两大股东的合约面积分别为 10 百万平米；第三方拓展 18-20 面积为 47 百万/32 百万/32 百万平米；并购所得面积 18/19 年为 75 百万/25 百万平米。我们认为 18/19 年是公司外延拓展的高峰期。
- 2) 参照地产项目入管的转化期限，我们预测公司在管面积 18-20 年末将达 1.78 亿/2.45 亿/3.06 亿平米。
- 3) 通过对不同开发商物业项目 GPM 的加权测算，我们预测公司物业管理服务毛利率 18-20 年分别为 25.6%/24.5%/24.5%。
- 4) 预测非业主增值服务收入 18-20 年达 10.1 亿/11.2 亿/12.3 亿元，业主增值服务收入 18-20 年达 1.9 亿/2.4 亿/2.8 亿元。

我们区别于市场的观点

- 1) 提出了物管行业领先企业的评价体系，建立母集团实力、品牌力、项目运营体系、中层管理团队及资金实力的五维评分坐标系。
- 2) 对社保征管改革的成本影响进行测算。结果显示在中枢假设情境下（以 2017 财年为基准），新政对于净利率影响为-1.9ppt，净利润降幅为 11.3%。我们认为该等变化将不会损伤公司增长趋势。
- 3) 对“雅居乐物业”及“绿地物业”业务差异性特征进行梳理，以印证两大品牌在区域布局及业务分布方面存在协同效应。
- 4) 对公司运营的代表物业项目进行细节整理。同时对其运营体系架构进行可视化处理，以直观描述其核心竞争力。我们认为公司较为完备的人才培育机制及领先的标准化体系建设是其核心竞争优势之一。

股价上涨的催化因素

- 1) 外延进程超预期：第三方拓展顺利，新的并购事件兑现。提升公司于空白市场及业务的布局。
- 2) 盈利能力维持高位：公司推进“四化”建设实现提质增效，以有效对抗人工成本的上升。基础物业服务较强的盈利能力将是公司核心竞争力的最佳佐证。
- 3) 增值服务市场化进程提速：增值业务市场化将提升板块盈利增长持续性预期；雅管家联盟盈利模式的成型将推升其商业价值。

估值与目标价

我们认为雅生活集团作为行业领先企业，将显著受益于行业加速整合趋势。其扩张进程确定性较高。我们预测 18-20 年 EPS 为 0.50/0.67/0.83 元人民币。基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=13.95\%$) 给予目标价 16.15 港元，分别对应 18/19 年 28x/21x PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、 双品牌驱动的物业领先企业	6
2、 物管行业市场化进程提速，领先企业受益	8
2.1、 行业规模快速增长，集中度提升	8
2.2、 领先企业是行业趋势的显著受益者	10
2.3、 社保征管改革的成本影响测算	11
3、 基础服务：多重路径支撑快速扩张	13
3.1、 双股东每年注入千万平米级合约面积	13
3.2、 第三方拓展提速，发展空间广阔	18
3.3、 M&A 进程超预期，快速布局空白市场	19
3.4、 成熟运营体系保障项目服务质量，打造品牌形象及议价能力	20
3.5、 四化建设降本增效，优化盈利能力	23
4、 增值服务：打造“1+N”多元发展格局	25
4.1、 非业主增值服务：依靠资源禀赋有序发展	25
4.2、 业主增值服务：聚焦一站式服务平台，增强用户黏性	26
5、 财务状况健康，现金流充沛奠定扩张基础	29
6、 盈利预测与估值	31
6.1、 关键假设及盈利预测	31
6.2、 相对估值	32
6.3、 绝对估值	33
6.4、 估值结论与投资评级	34
7、 风险分析	34

图表目录

图 1：雅生活集团股权架构.....	6
表 1：雅生活集团服务业务概览.....	7
图 2：雅生活集团收入（人民币百万元）及增速.....	7
图 3：雅生活集团净利润（人民币百万元）及净利率.....	7
图 4：雅生活集团营收占比——按业务（2018H1）.....	7
图 5：雅生活集团物管合约项目数——按地域（2017/9/30）.....	7
图 6：中国物管行业规模 2009-2017 年 CAGR 6.6%.....	8
图 7：物业百强市占率 2017 年达 32.4%.....	8
表 2：物业服务企业资质认定取消进程中的政策变化.....	9
表 3：2017 年行业十强和百强企业对比.....	10
表 4：领先企业所需要具备的竞争要素.....	10
表 5：2017 年以来部分百强企业兼并收购情况.....	11
表 6：按照假设情境测算公司社保征缴费率为 24.19%（2017 年）.....	12
表 7：考虑社保补缴后 2017 年归母净利润将下降 11.3%.....	12
表 8：测算模型的敏感性分析.....	12
图 8：雅居乐控股合同销售面积（万平方米）.....	13
图 9：绿地控股合同销售面积（万平方米）.....	13
图 10：雅生活集团在管面积——按开发商.....	14
图 11：雅生活集团基础物业服务收入——按开发商.....	14
图 12：雅居乐物业示范性住宅项目——广州富春山居.....	14
表 9：雅生活集团部分在管旅游地产项目.....	15
图 13：中国旅游地产项目及增量（个）.....	15
图 14：中国旅游地产总建筑面积变化趋势（万平方米）.....	15
图 15：中国旅游地产开发商及项目集中度（家）.....	16
图 16：国内旅游人数（亿人）.....	16
图 17：主要物业服务公司单个项目平均管理面积（2017，千平方米/项目）.....	16
表 10：绿地物业部分在管商业地产项目概览.....	17
图 18：雅生活在管面积——按业态.....	17
图 19：雅生活物业管理收入——按业态.....	17
图 20：雅生活集团物管合约项目数——按地域（2017/9/30）.....	18
图 21：雅居乐控股预售合同面积（2017）.....	18
图 22：雅居乐控股土地储备（2017）.....	18
图 23：绿地控股土地储备（2017）.....	18
图 24：雅生活来自独立第三方物业开发商的在管面积（千平方米）.....	19
表 11：雅生活收购事件概要.....	20
图 25：运营体系建设确保服务品质.....	21

图 26 : 雅生活集团续约率	22
图 27 : 雅生活集团收缴率	22
图 28 : 2017 年主要物业服务公司平均物业管理费 (元/平方米/月)	22
图 29 : 雅生活集团外接盘项目示例实景——广州欧亚公馆.....	23
图 30 : 雅生活集团经营开支拆分	23
表 12 : 雅生活四化建设概况.....	24
图 31 : 雅生活集团人力开支 (百万元人民币)	24
图 32 : 雅生活集团分包成本 (百万元人民币)	24
图 33 : 雅生活基础物业服务毛利率.....	24
图 34 : 部分物业公司基础业务毛利率比较 (2017)	24
图 35 : 雅生活“1+N”业务模式.....	25
图 36 : 雅生活非业主增值服务收入 vs 雅居乐预售合同收入 (百万元人民币)	26
图 37 : 房地产开发投资完成额 (亿元人民币)	26
图 38 : 雅生活非业主增值服务收入 (百万元人民币)	26
图 39 : 雅生活各板块毛利率.....	26
图 40 : 雅生活业主增值服务收入 (百万元人民币) 及增速	27
图 41 : 雅生活平台社区生态服务价值体系.....	27
图 42 : 物业管理公司每平米在管面积增值服务收入 (元) (2017)	28
图 43 : 雅生活有息负债率	29
图 44 : 雅生活流动比率.....	29
图 45 : 雅生活经营性现金流/净利润.....	29
图 46 : 雅生活经营性现金流 (百万元人民币)	29
图 47 : 雅生活应收/应付账款周转水平.....	30
图 48 : 雅生活合同负债 (百万元人民币)	30
图 49 : 物业管理公司 ROIC 比较 (2017)	30
图 50 : 雅生活 ROIC 提升显著.....	30
表 13 : 雅生活服务关键假设及盈利预测	31
表 14 : 可比公司估值比较	32
表 15 : 模型假设.....	33
表 16 : FCFF 估值.....	33
表 17 : DCF 目标价敏感性分析 (HKD)	33
表 18 : 利润表.....	35
表 19 : 资产负债表	35
表 20 : 现金流量表	36

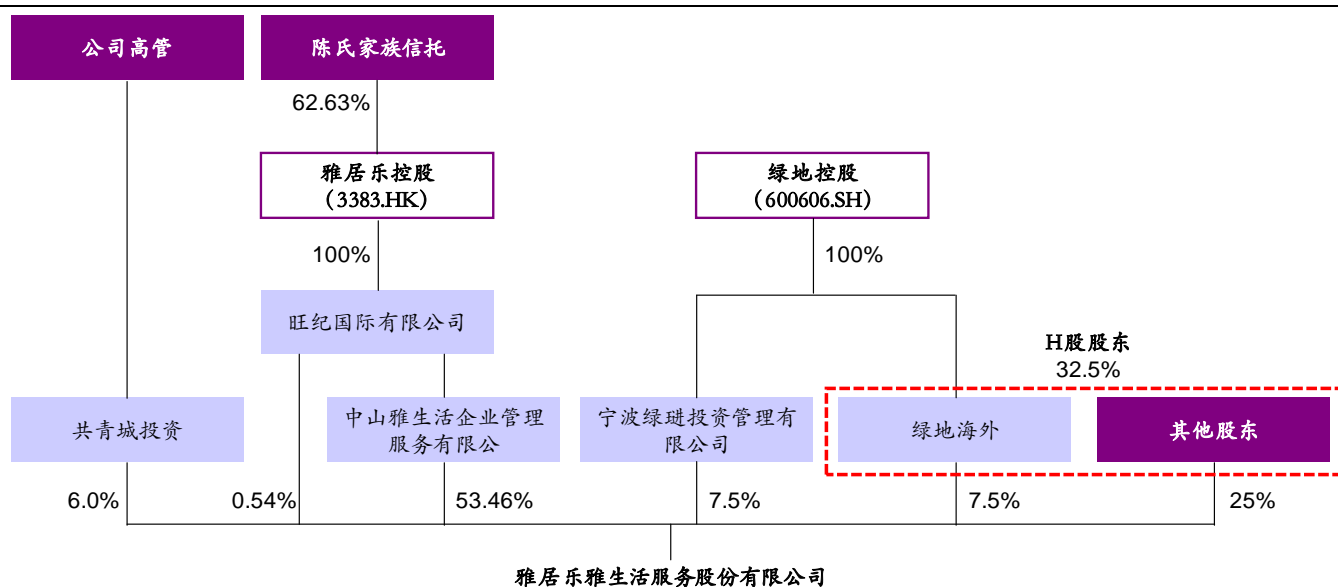
1、双品牌驱动的物业领先企业

雅居乐雅生活服务股份有限公司正式成立于 1997 年，是中国市场领先的以中高端物业为主的物业服务供应商，位列 2018 年行业百强第 11 名（2017 年：13 名）。2018 年 2 月 9 日，公司从雅居乐集团控股有限公司分拆，成功登陆香港联交所。公司是国内首家红筹分拆 H 股上市的物业管理企业。

公司实施“雅居乐物业”和“绿地物业”双品牌发展战略。2017 年 6 月，雅生活以 10 亿元对价完成对绿地物业全部股权的收购。同年 8 月绿地控股以 10 亿元对价收购雅生活彼时已发行股本 20% 的股权（IPO 后控股比例为 15%），至此雅生活形成了与绿地控股的战略联盟。

公司股权架构中 H 股流通股占总股本 32.5%。雅居乐控股（3383.HK）持股 54% 是为控股股东，绿地控股（600606.SH）持股 15%。此外公司管理层激励持股平台占比 6%，该激励计划覆盖主要核心高管约 30 人。

图 1：雅生活集团股权架构



资料来源：公司公告

注：股权架构截至 2018 年 6 月 30 日

截至 2018 年 6 月底，公司营收和股东应占利润分别录得人民币 14.1 亿/3.3 亿元，同比增长 103.1%/196.3%。主营业务分为物业管理服务、非业主增值服务及业主增值服务三条主线，2018 年中期三大板块营收占比分别为 53%/41%/6%。

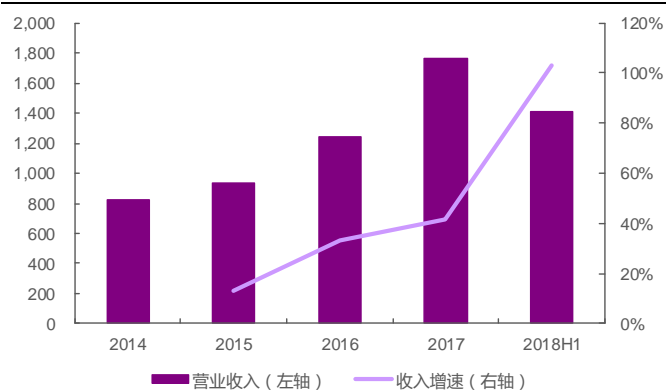
截至 2018 年 6 月底，公司在管面积达到 10,913 万平方米，较 2017 年底增长 39.3%；储备面积达到 7,650 万平方米，较 2017 年底增长 40.6%，合约总建筑面积约 18,563 万平方米。公司的管理范围覆盖全国 27 个省市及自治区，服务业主及住户逾 100 万人。

表 1：雅生活集团服务业务概览

业务类型	服务对象	主要内容	收费方式
物业管理	物业开发商、业主及住户、其他物业管理公司	- 重点为中高端住宅物业及非住宅物业提供保安、清洁、绿化及园艺、维修及保养服务 - 为地方性物业管理公司提供顾问咨询服务	- 包干制（主要）、酬金制 - 咨询服务：按固定比率收取
非业主增值服务	非业主（物业开发商为主）	- 协销服务：礼宾接待、展示单位清洁、保安与维护、前期规划与设计咨询服务 - 物业代理 - 广告 - 房屋检验	- 协销：基于实际成本或固定包干金额收取费用 - 物业代理：根据合约购买价格的固定百分比计算佣金
业主增值服务	业主及住户	- 生活服务：家政、房屋及商铺经纪、拎包入住、智能家居服务、社区旅游代理、其他专业定制服务等 - 资产管理：停车位销售、住宅物业租赁等	- 生活服务：服务费等 - 资产管理：按租金收入的固定比例计算佣金

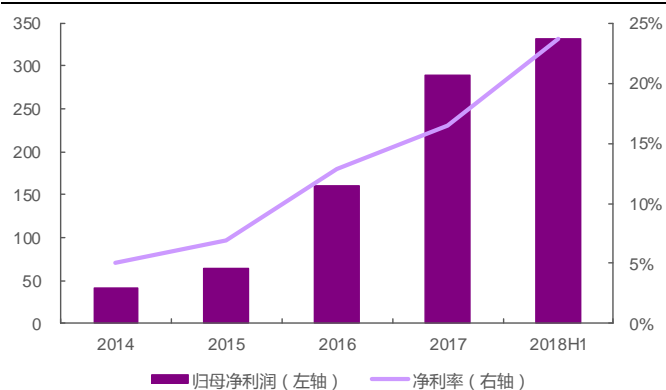
资料来源：公司公告

图 2：雅生活集团收入（人民币百万元）及增速



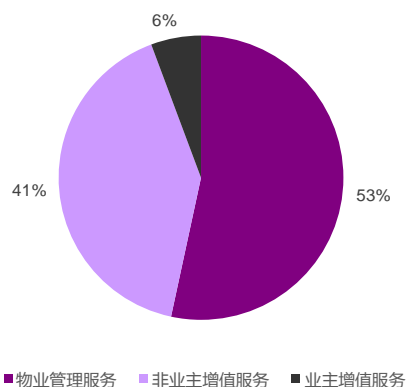
资料来源：公司公告

图 3：雅生活集团净利润（人民币百万元）及净利率



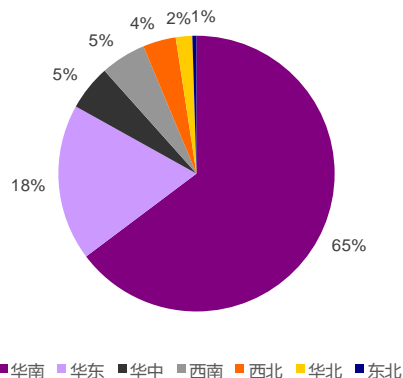
资料来源：公司公告

图 4：雅生活集团营收占比——按业务（2018H1）



资料来源：公司公告

图 5：雅生活集团物管合约项目数——按地域（2017/9/30）



资料来源：公司公告

2、物管行业市场化进程提速，领先企业受益

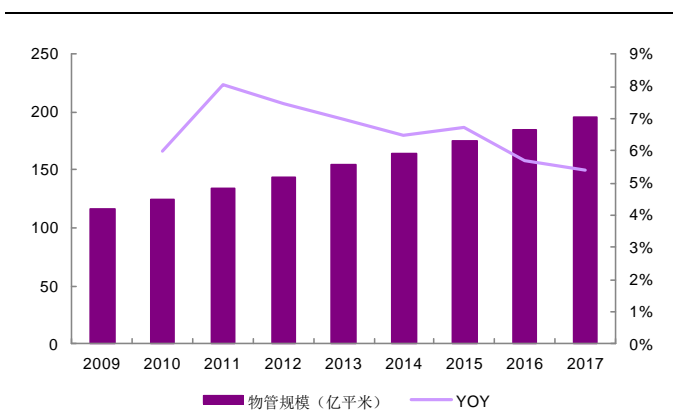
我国物管行业依然具备较为理想的竞争环境，面临较低的周期风险和政策风险。市场规模依然扩张迅速，集中度较低但提升加速。当前，在市场化及资本化两大因素加持下，行业头部企业正在快速壮大。

2.1、行业规模快速增长，集中度提升

根据中国指数研究院披露数据，截止2017年末全国物业管理面积为195亿平方米，2009-2017年CAGR为6.6%。预计到2020年全国管理规模可达243亿平方米。

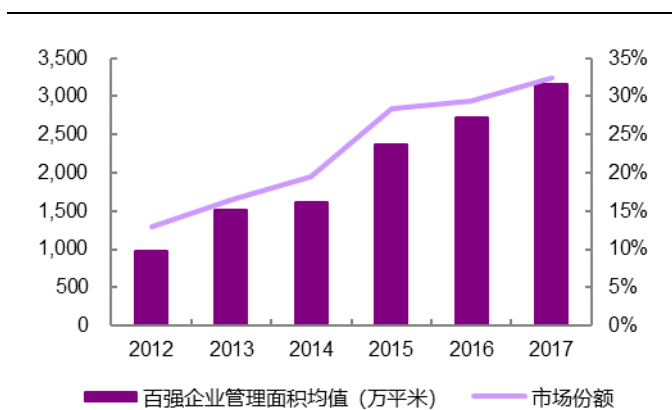
就整体而言，我国物管行业仍然处于行业整合的初级阶段。呈现高度零散格局，行业企业超过10万家。但市场化进程提速令行业集中度快速提升。2012-2017年，行业百强企业（约为TOP200）市占率从13.0%提高至32.4%。

图6：中国物管行业规模2009-2017年CAGR 6.6%



资料来源：中国指数研究院

图7：物业百强市占率2017年达32.4%



资料来源：中国指数研究院

当前行业主管部门政策市场化导向明显。近年来，相关政府部门相继颁布了《国家发展改革委关于放开部分服务价格意见的通知》、《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》等政策，推动并扶持我国物管行业进入有序快速的发展阶段。同时政策内容的演变亦能显著体现监管思路的变化，主导行业由政府监管转变为行业自律，取消物业服务企业资质认定便是其中代表性事例。

表 2：物业服务企业资质认定取消进程中的政策变化

名称	制订机关	施行日期	政策内容
《物业管理条例》中华人民共和国国务院令 第 379 号	国务院	2003/9/1	
《物业管理企业资质管理办法》建设部令[2004]第 125 号	建设部	2004/5/1	物业服务企业资质证书的颁发和管理： - 一级：国务院建设主管部门负责 - 二级：省、自治区人民政府建设主管部门及直辖市人民政府房地产主管部门负责，并接受国务院建设主管部门的指导和监督 - 三级：设区的市的人民政府房地产主管部门及直辖市人民政府房地产主管部门负责，并接受省、自治区人民政府建设主管部门的指导和监督
《建设部关于修改〈物业管理企业资质管理办法〉的决定》建设部令[2007]第 164 号	建设部	2007/11/26	对《物业管理企业资质管理办法》部分内容进行修改： - 删去第十七条、第十八条、第二十二条 - 将“物业管理企业”修改为“物业服务企业”
《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》国发[2015]11 号	国务院	2015/3/13	住建部取消物业管理师注册执业资格认定
《住房和城乡建设部关于修改〈房地产开发企业资质管理规定〉等部门规章的决定》		2015/5/4	删除《物业服务企业资质管理办法》（建设部令 第 164 号）第五条 - 第一项：1. 注册资本人民币 500 万元以上 - 第二项：1. 注册资本人民币 300 万元以上 - 第三项：1. 注册资本人民币 50 万元以上
《国务院关于修改部分行政法规的决定》国令 第 666 号	国务院	2016/3/1	- 删除第三十三条从事物业管理的人员应当按照国家有关规定，取得职业资格证书 - 删除第六十一条违反本条例的规定，物业服务企业聘用未取得物业管理职业资格证书的人员从事物业管理活动的，由县级以上地方人民政府房地产行政主管部门责令停止违法行为，处 5 万元以上 20 万元以下的罚款；给业主造成损失的，依法承担赔偿责任
《国务院关于取消一批职业资格许可和认定事项的决定》国发[2016]35 号	国务院	2016/6/13	住建部、人社局取消物业管理师职业资格
《国务院关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》国发[2017]7 号	国务院	2017/1/21	- 省、市级住房城乡建设主管部门取消了物业服务企业二级及以下资质认定 - 住建部研究制定物业服务标准规范，加强事中事后监管：建立黑名单制度、信息公开、推动行业自律等
《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》国发[2017]46 号	国务院	2017/9/29	- 住建部取消物业服务企业一级资质核定 - 住建部加强事中事后监管： 1) 加快完善物业服务标准和规范 2) 充分发挥物业服务行业组织自律作用 3) 指导地方加强监管，畅通投诉举报渠道，推行“双随机、一公开”抽查 4) 建立物业服务企业“黑名单”制度，推动对失信者联合惩戒 5) 推动与相关政府部门信息共享，加强企业信息备案管理
《住房城乡建设部办公厅关于做好取消物业服务企业资质核定相关工作的通知》	住建部	2017/12/15	贯彻落实《国务院关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》（国发[2017]7 号）和《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》（国发[2017]46 号）。
《住房城乡建设部关于废止〈物业服务企业资质管理办法〉的决定》住建部令 第 39 号	住建部	2018/3/8	住建部决定废止《物业服务企业资质管理办法》（建设部令 第 164 号），决定已经 2018 年 2 月 12 日第 37 次部常务会议审议通过。

资料来源：国务院、住建部、光大证券研究所整理

2.2、领先企业是行业趋势的显著受益者

物管行业依然属于劳动力密集型行业，竞争要素极难取得破坏性创新，这意味着头部公司是引领行业整合和发展的核心。凭借资源禀赋、服务品牌口碑、资金实力和管理效率方面的优势，头部公司不断扩张管理规模，丰富经营业态，优化盈利能力，成为行业趋势下显著的受益者。

表 3：2017 年行业十强和百强企业对比

	营业收入均值 (亿元)	净利润均值 (百万元)	进入城市均值 (个)	项目数量均值 (个)	单个城市管理面积均值 (百万平方米)	管理面积均值 (百万平方米)
TOP10	43.2	375.1	124	1170	1.8	215.9
TOP100	7.4	57.3	28	178	1.1	31.6
倍数	5.8	6.5	4.4	6.6	1.6	6.8

资料来源：中国指数研究院，光大证券研究所

通过梳理行业企业所要面临的风险与竞争事件，展现行业目前所需的竞争要素，我们能够更好理解“领先企业”的定义。我们认为领先企业是在母集团实力、品牌力、项目运营体系、中层管理团队及资金实力等主要方面具备竞争优势的企业。

表 4：领先企业所需要具备的竞争要素

风险与挑战	解决方案	竞争要素				
		母集团实力	品牌力	项目运营体系	中层管理团队	资金实力
地产放缓引发竞争加剧	母集团支持	★				
	第三方项目获取		★	★	★	
	M&A	★	★	★		★
提价困难	服务品质 客户满意度		★	★	★	
人工成本刚性上涨	外包能力			★		★
跨领域经营障碍	智能化建设			★		★
	资源禀赋	★	★		★	★

资料来源：光大证券研究所绘制

- 地产增速放缓担忧下，母集团地产开发公司的实力成为物管公司规模增量的有效保障。我国房地产行业集中度自 2009 年起不断提升，意味着地产龙头向其关联物管公司支持的合约面积市场占比也将不断提高。
- 经营管理系统是物管企业的内生竞争力，其直接决定了企业效率边界。主要 2 个维度 1) 项目运营体系的发达程度及 2) 中层管理团队的生产能力。项目运营体系主要观察标准化和信息化程度，团队建设主要观察培训体系及人才储备厚度。
- 资金优势令头部企业占据行业整合主动权。通过外延手段率先吸收行业优质资产，完善产品和区域布局。并在增值服务和社区经济板块开始有所布点。

表 5：2017 年以来部分百强企业兼并收购情况

公司	被收购企业	收购股权比例	被收购企业主要业务	收购对价（元）	Forward PE
雅生活					
2017.06	上海绿地物业服务服务有限公司	100%	物业服务	1,000,000,000	
2018.04	南京紫竹物业管理股份有限公司	51%	物业服务	204,812,325	10.72
2018.07	兰州城关物业服务服务有限公司	51%	物业服务	147,900,000	9.67
绿城服务					
2017.02	吉林天顺物业服务服务有限公司	70%	物业服务		
2017.05	浙江蓝颂供应链管理有限公司	27%	园区服务	2,702,700	
2017.06	杭州湖畔琴音文化创意有限公司	70%	园区服务		
2017.10	北京港佳好邻居	35%	园区服务	84,000,000	
2017.12	联睿广告	55%	园区服务		
2017.05	天津因特	100%	园区服务		
2017.12	浙江绿邦物业	60%	园区服务		
碧桂园					
2017.07	重庆金阳物业	51%	物业服务	11,057,000	
2017.08	昆明星尚物业	100%	物业服务		
彩生活					
2017.11	万象美物业管理有限公司	100%	物业服务	201,200,000	
中海物业					
2017.1	中信物业服务服务有限公司	100%	物业服务	190,000,000	
中奥到家					
2017.06	浙江永成物业	7.50%	物业服务	22,500,000	
南都物业					
2018.06	江苏金枫物业服务	70%	物业服务	100,800,000	8.10

资料来源：中国指数研究院，各公司公告，光大证券研究所整理

注：表中部分兼并收购无对价公布，Forward PE 基于目标公司 2018 年业绩承诺或经营目标。

我们认为行业头部企业拥有四类成长路径。1) 基地市场精耕；2) 地域多元化发展；3) 项目业态多元扩张；4) 增值服务的壮大。

2.3、社保征管改革的成本影响测算

7月20日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《国税地税征管体制改革方案》，明确各项社会保险费交由税务部门统一征收。实施日期为2019年1月1日。此项变革意味着社保缴费基数将受到严格稽核，社保支出将受到规范征缴。

该项政策对于物业行业的影响主要为：1) 短期对于物业等劳动力密集型行业将带来一定成本压力；2) 长期来看有利于行业规范发展，中小企业的加速退出将为领先企业提升市场份额留出空间。

我们以雅生活服务为例对于此次社保新政带来的成本影响进行估测。结论为：在中性假设情境下（以2017财年为基准），新政对于净利率影响为-1.9ppt，净利润将下降3200万元，降幅约为11.3%。**我们并不认为该等变化会损伤公司增长趋势。**

我们的测算以数据完整披露的2017财年作为测算基准。公司2017年报显示期内公司工资及薪金支出为6.19亿元，社会保险费0.89亿元，期末员工数为12192人。可以简单计算出平均员工月工资约为4232元。由于公司一

线物业操作员工数占比约 85%（公司招股说明书披露），因此可将该计算结果近似为平均缴费基数。此外公司亦披露主要管理人员及董监事的薪酬情况。

根据招股说明书披露，截止 2017 年 9 月末，公司员工中约有 60% 位于广东省，因而我们以公司总部所在地广州市的社保征缴标准作为参照。计算结果显示公司社保征缴费率应为 24.19%，所测算社保征缴支出为实际征缴额的 166%。我们的测算情境亦包括对于普通员工及高管的分类计算方式，计算结果并无明显差异。

表 6：按照假设情境测算公司社保征缴费率为 24.19%（2017 年）

情境	养老保险 (元)		医疗保险 (元)		失业保险 (元)		生育保险 (元)		工伤保险 (元)		员工平均 社保支出(元)	总社保支出 (千元)	总社保支出/ 实缴值
	标准	单位	标准	单位	标准	单位	标准	单位	标准	单位			
征缴费率		14%		7%		0.64%		0.85%		0.4%			
下限	3,469	486	4,931	345	2,100	13	4,931	42	2,100	8	895	130,881	146%
上限	20,004	2,801	24,654	1,726	24,654	158	24,654	210	24,654	99	4,992		
公司平均	4,232	592	4,232	345	4,232	27	4,232	42	4,232	17	1,024	149,118	166%

资料来源：广州市人民政府，光大证券研究所测算

注：情景测算基于广州市社保征缴标准，上限及下限采用广州市人民政府官网公布的 2018 社保年度缴费基数

表 7：考虑社保补缴后 2017 年归母净利润将下降 11.3%

(人民币千元)	原数据	社保补缴修正后	DIFF
经营利润	398,417	338,423	-15.1%
经营利润率	22.6%	19.2%	-3.4%
税前利润	402,696	342,702	-14.9%
归母净利润	289,727	257,026	-11.3%
归母净利率	16.5%	14.6%	-1.9%

资料来源：光大证券研究所测算

需要注意的是，估测结果与实际值存在客观误差。估测情境采用的理想化模型忽略了：1) 工资水平的动态分布带来基数偏差；2) 不同区域征缴费率差异；3) 公司层面合理费控操作等因素。

表 8：测算模型的敏感性分析

	22.2%	23.2%	24.2%	25.2%	26.2%	27.2%	28.2%
-5.0%	-6.3%	-7.8%	-9.3%	-10.9%	-12.4%	-13.9%	-15.4%
-2.5%	-7.2%	-8.7%	-10.3%	-11.9%	-13.4%	-15.0%	-16.6%
0.0%	-8.1%	-9.7%	-11.3%	-12.9%	-14.5%	-16.1%	-17.7%
2.5%	-9.0%	-10.6%	-12.2%	-13.9%	-15.5%	-17.2%	-18.8%
5.0%	-9.9%	-11.5%	-13.2%	-14.9%	-16.6%	-18.3%	-19.9%

资料来源：光大证券研究所测算

注：横轴为征缴费率情境，纵轴为缴费基数偏差。

3、基础服务：多重路径支撑快速扩张

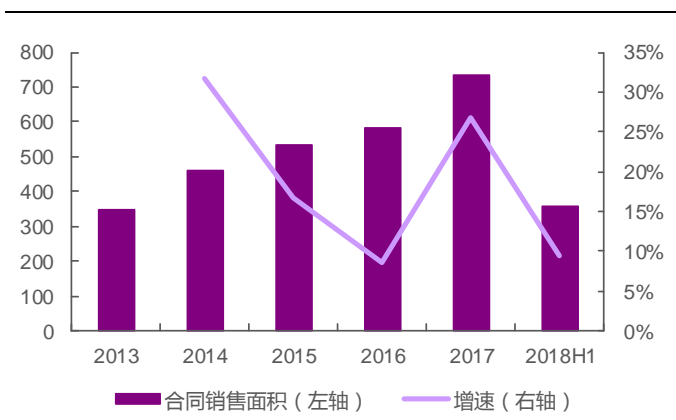
双股东雅居乐控股及绿地控股为公司输送合约面积。同时公司自 2016 年起亦通过第三方委聘及并购策略外延市场。凭借“雅居乐物业”和“绿地物业”双品牌优势，假以服务品质管控体系和人才储备机制，公司目前正处于快速扩张轨道。

3.1、双股东每年注入千万平方米级合约面积

3.1.1、两大股东均为领先地产开发商，项目资源丰富

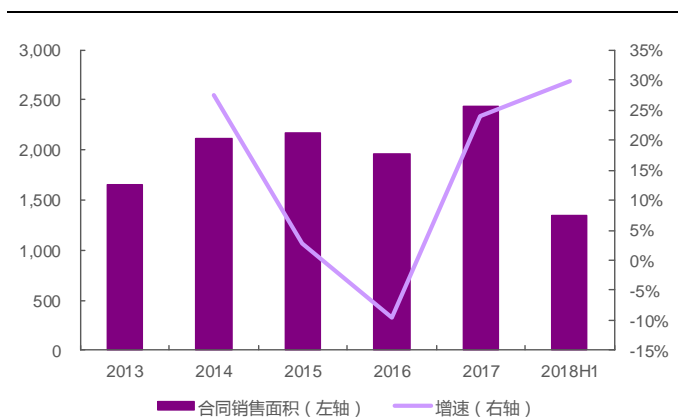
公司是行业内唯一拥有两大领先地产开发商支持的物业企业。1) 雅居乐控股以中高端房地产开发为主营业务，2017 年合同销售金额 897.1 亿元，合同建筑面积 736 万平方米，总土储面积达到 3,410 万平方米，位列 2018 年中国地产百强企业第 21 名。2) 绿地控股 2018 中国地产百强第 7 名、世界 500 强企业，项目布局全国及海外市场，类型主要包括中高端住宅，高层写字楼、多用途综合体等商业地产，2017 年合同销售金额 3,065 亿元，合同销售面积 2,438 万平方米。

图 8：雅居乐控股合同销售面积（万平方米）



资料来源：雅居乐控股公告

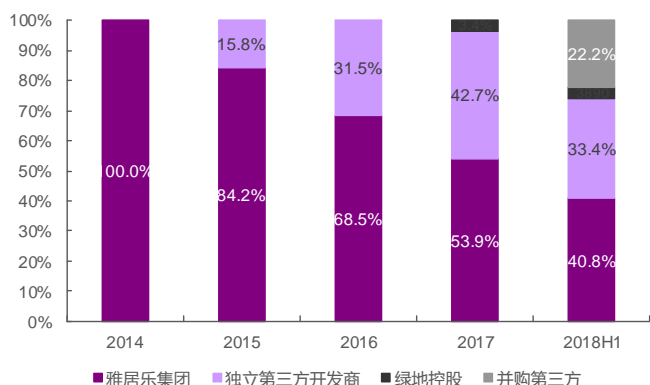
图 9：绿地控股合同销售面积（万平方米）



资料来源：绿地控股公告

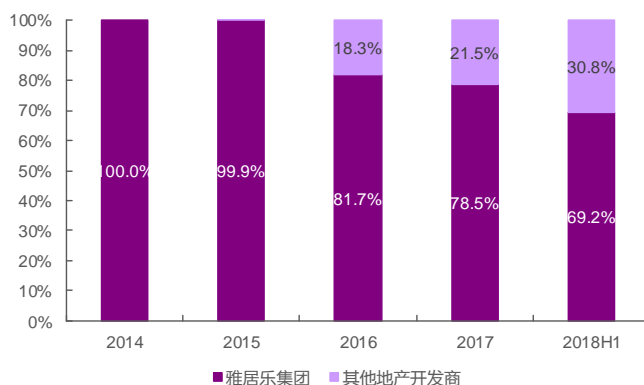
公司背靠雅居乐控股和绿地控股两大股东，拥有稳定的合约面积来源。截止 2018 年 6 月底，雅生活集团的合约面积中来自雅居乐控股/绿地控股的开发项目占比分别为 34.2%/10.2%。预计公司每年可从雅居乐控股承接约 1000 万平方米合约面积。公司与绿地控股的战略合作协议同样为其带来较为确定的合约面积增长。根据协议，从 2018 年至 2022 年，绿地控股每年会向雅生活集团注入不少于 700 万平方米的合约面积，以及作为其额外开发的 300 万平方米物业的管理服务供应商的优先权。公司在 2018 年上半年已从绿地控股新接管 954 万平方米合约面积，累计已从绿地控股接管 1,887 万平方米合约面积，项目承接进程快于预期。

图 10：雅生活集团在管面积——按开发商



资料来源：公司公告

图 11：雅生活集团基础物业服务收入——按开发商



资料来源：公司公告

3.1.2、双品牌差异化特色协同发展

公司旗下两大物业品牌差异化发展，业务条线在业态及地域分布上形成互补。

业态分布方面，雅居乐物业主要特色为中高端物业、旅游地产及大盘项目；而绿地物业主要特色为超高层写字楼、商业办公楼及城市综合体。

➤ 雅居乐物业：

1) 中高端物业板块：根据中指院数据，截至 2016 年末雅居乐物业 71.2%（按面积，下同）的在管项目可被归类为中高端物业（物业费高于所处城市市场平均值的物业）。具体包括 60.4% 的住宅物业及全部在管商用物业。公司经营多个颇具区域声誉的项目。

图 12：雅居乐物业示范性住宅项目——广州富春山居

建筑面积：74.5万平方米
 一期交房：2013年
 总户数：约2,845名住户，入住率3成
 物业费：约4.3元/平方米/月
 收缴率：95%
 容积率：2.0
 绿化率：35%
 楼盘周边：紧邻地铁，店铺、学校、图书馆、康体中心等配套设施完备



资料来源：公司官网，房天下，光大证券研究所整理

2) 旅游地产板块：截至 2018 年 6 月底，雅生活服务旅游地产合约总面积 1,550 万平方米，其中 650 万平方米已实现在管，项目覆盖广东、海南、云南及湖南等地区。旅游地产相对普通住宅的物业费用高（2017 年平均物业费约 4.13 元/平方米/月），受季节性影响管理成本较低，盈利能力好。此外其产业属性也可与公司增值服务产生协同。

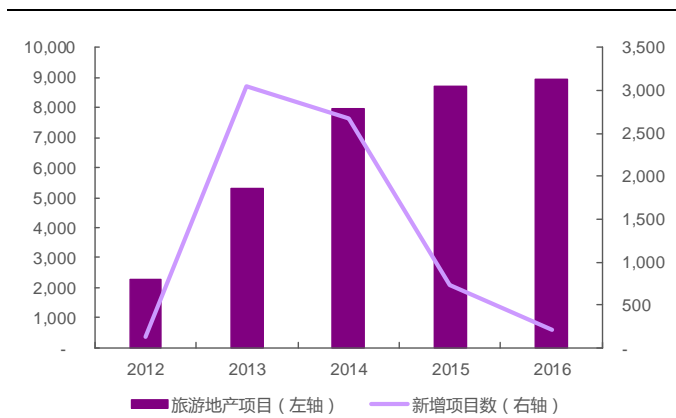
表 9：雅生活集团部分在管旅游地产项目

项目名称	项目位置	一期交付时间	项目信息	物业费 (元/平方米/月)
海南				
雅居乐清水湾	陵水县英州镇清水湾大道	2009/1/16	占地面积 1 千万平方米，容积率 0.4，绿化率 46%，总户数 664 户	3.8
雅居乐月亮湾	文昌市月亮湾	2015/12/30	占地面积 73.8 万平方米，建筑面积 59.6 万平方米，容积率 0.75，绿化率 45%，3500 户	3.3
云南				
雅居乐原乡	腾冲	2016/11/30	占地面积 48.1 万平方米，容积率 1.03，绿化率 45.37%，规划建设 2481 户；首期共 1287 个车位，车位比为 1:1。	洋房 1.8，别墅 2.9
雅居乐西双林语	西双版纳		建筑面积 26.5 万平方米，容积率 1.2，绿化率 35.03%，总户数 2760 户。	洋房 2.8，别墅 3.8
湖南				
雅居乐依云小镇	宁乡县长沙灰汤温泉公园旁	2016/6/1	总规划用地 5000 亩，预计分九期开发。一期建筑面积 87.7 万平方米，容积率 1.75，绿化率 45%，总户数 7563 户，别墅建成后均能实现温泉入户。商业规划约 4.3 万平方米，主要包括住宅底层商铺和主题商业街。	别墅 3.8，高层 2.3， 商铺 5
广东				
雅居乐白鹭湖	惠州市惠城区江北汝湖	2011/12/8	建筑面积 201.2 万平方米，容积率 1.1，绿化率 50%，总户数 12000 户，打造“南中国醉美湖畔小镇”	洋房 1.8，别墅 3.5

资料来源：公司官网，房天下，光大证券研究所整理

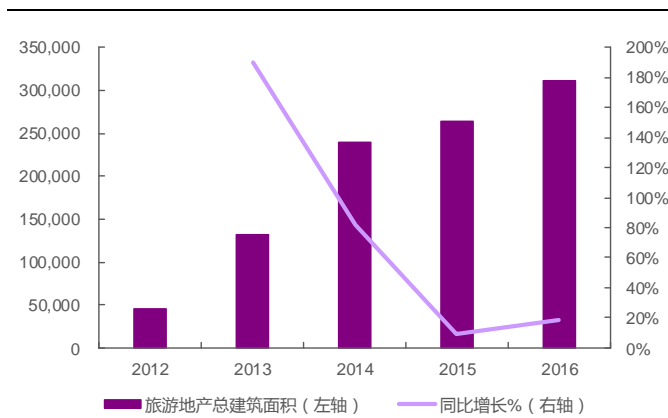
公司致力于成为该细分领域的龙头，同时公司也是《旅游地产业务管理服务标准》的起草单位。当前我国旅游行业景气度依然处于高位，旅游地产行业发展趋势利好头部企业，雅居乐集团及雅生活集团在该领域展现出较为广阔的发展前景。雅居乐控股于 2018 年 7 月 19 日公告出资约 45.5 亿元与威海蓝创及威海管理委员会订立协议，成立合营公司，占 84.8% 股权，投资开发一项位于山东威海的体育特色休闲小镇项目。

图 13：中国旅游地产项目及增量 (个)



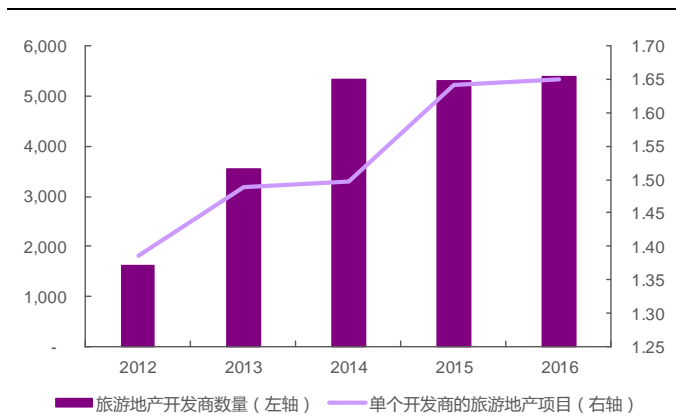
资料来源：CRIC

图 14：中国旅游地产总建筑面积变化趋势 (万平方米)



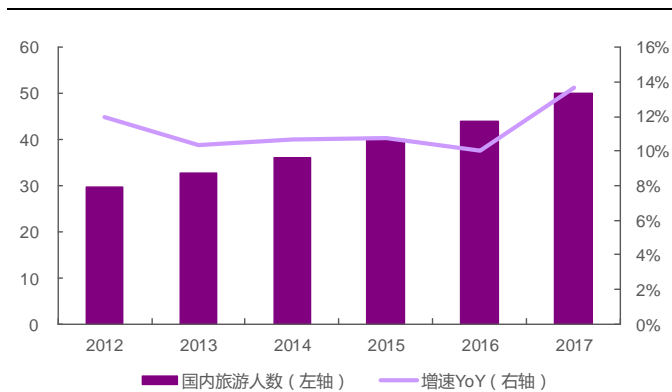
资料来源：CRIC

图 15: 中国旅游地产开发商及项目集中度 (家)



资料来源: CRIC

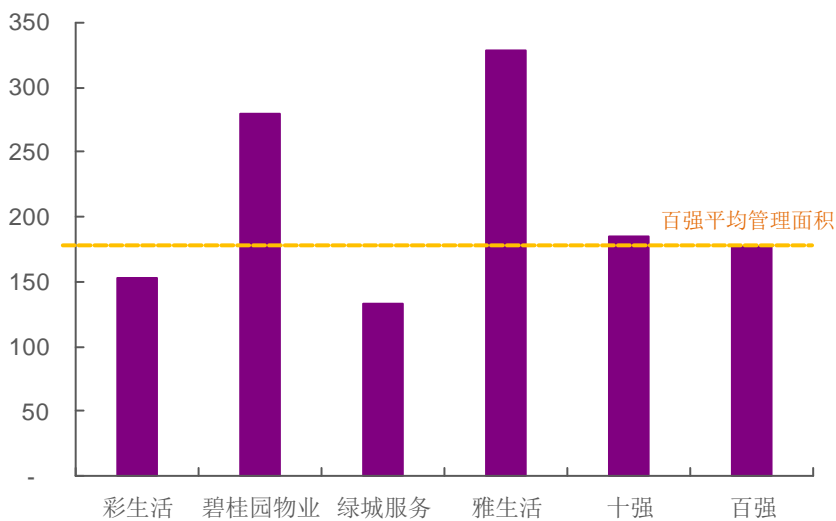
图 16: 国内旅游人数 (亿人)



资料来源: 国家统计局

3) 大盘项目板块: 公司于 2017 年底拥有 12 个管理建筑面积超过百万平方米的项目, 公司单个项目平均管理面积约 35 万平方米, 远超行业平均。大盘项目的管理对物业公司的统筹和调配能力有一定要求, 项目积聚的流量优势和品牌形象有助于规模化效应的释放。

图 17: 主要物业服务公司单个项目平均管理面积 (2017, 千平方米/项目)



资料来源: 各公司公告, 中国指数研究院, 光大证券研究所整理

注: 雅生活数字基于截至 2017 年 9 月 30 日的在管物业协议, 不包括绿地物业所订立的协议

➤ 绿地物业

绿地物业则受益于绿地控股，主要服务于非住宅业态，包括超高层写字楼、商业办公楼及城市综合体。目前绿地物业已承接武汉绿地中心、银川绿地中心等地标性商业项目。商业地产项目平均物业费显著高于住宅项目，目前绿地物业在管商业地产的平均物业费约为 8 元/平方米/月。此外，由于非住宅物业业主通常是 B 端用户，因此收缴率普遍高于住宅物业。

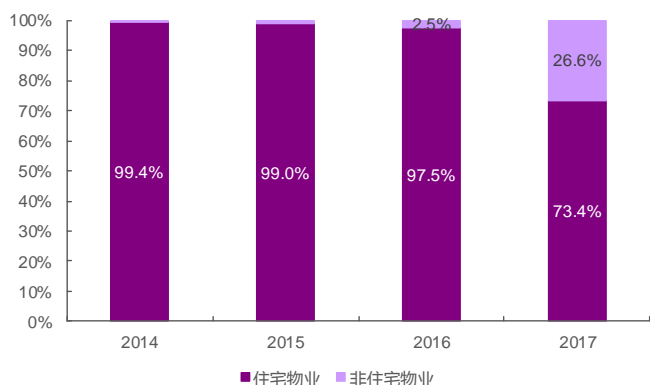
表 10：绿地物业部分在管商业地产项目概览

项目名称	交付时间	项目位置	项目信息	物业费 (元/平方米/月)
华北				
北京自由港	2016/6/1	北京市顺义区天竺保2 栋写字楼，均为 8 层，建筑高度 36 米；占地面积 1.5 万平米，建筑面积 6.37 万平方米；绿化率 30%		5.5
济南绿地中央广场	2014/12/1	济南市槐荫区	由 2 幢甲级写字楼和中心商业体及高端住宅组成，总建筑面积达 120 万平方米	NA
济南绿地普利中心	2015/1/1	济南市中区	塔楼屋顶构建高度 303 米，为商务公寓与办公，顶部 3 层为会所与观光，并配套商业裙房；项目占地面积 33,257 平方米，总建筑面积 197,140 平方米；地下停车位数量 850 辆	9.0
华东				
绿地杭州中央广场	2015/12/31	杭州市拱墅区	大型城市综合体，总建筑面积约 10 万平方米，三栋总部办公大楼建筑面积 7.1 万平方米，品牌商业建筑面积近 2.1 万平方米	12.0
华南				
绿地智慧广场		广州市萝岗区科学城	占地 10 万平方米，总建筑面积约 60 万平方米。产品包括 2 栋 150 米高广州东超级甲级写字楼地标，2 栋 100 米高甲级写字楼及 5 座企业办公总部独栋，2 栋 4.5 米层高复式公寓，1 栋精装商住公寓、大型购物中心及商业区、5900 平方米艺术中心	NA

资料来源：绿地控股官网，房天下，房讯网，光大证券研究所整理

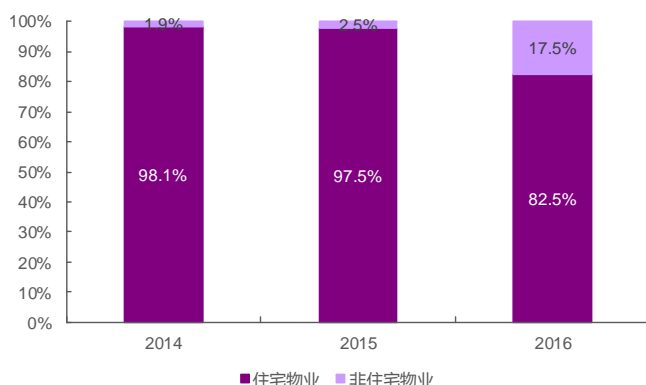
双品牌多元化业态将为公司提升竞争力及盈利能力。目前住宅物业仍是公司物业收入主要来源，而绿地物业的并表令公司非住宅项目比重显著提升。

图 18：雅生活在管面积——按业态



资料来源：公司公告

图 19：雅生活物业管理收入——按业态



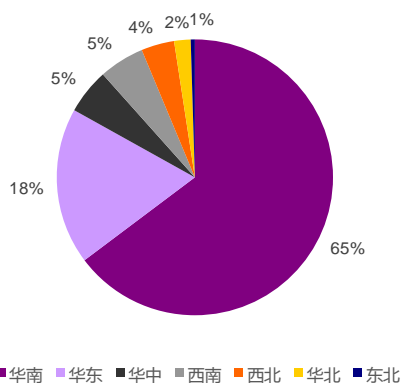
资料来源：公司公告

地域分布方面，两大股东重点布局区域存在互补，战略合作令公司快速形成全国主力市场覆盖。

目前公司合约项目主要位于华南地区（65%），与母公司雅居乐控股的基地市场较为一致（华南占比45%），绿地控股项目更多在华东及中北部。两股东在各自主要市场的精耕为公司地域拓展打下坚实基础。

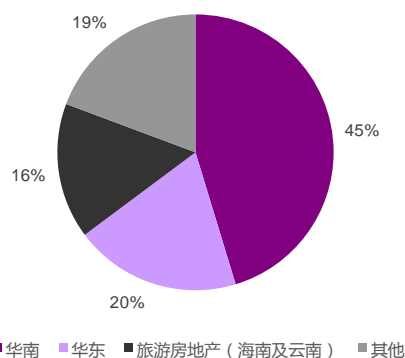
公司策略以北上广三个城市为据点，重点发力长三角、珠三角、京津冀、成渝和长江中游五大城市群。

图 20：雅生活集团物管合约项目数——按地域（2017/9/30）



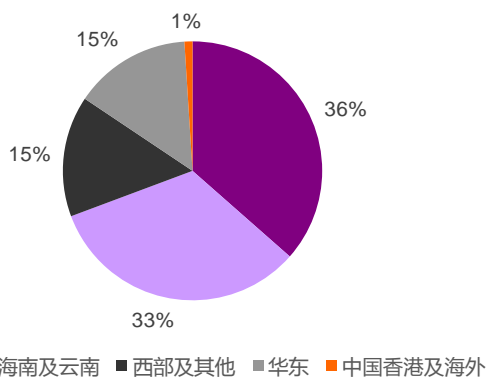
资料来源：公司公告

图 21：雅居乐控股预售合同面积（2017）



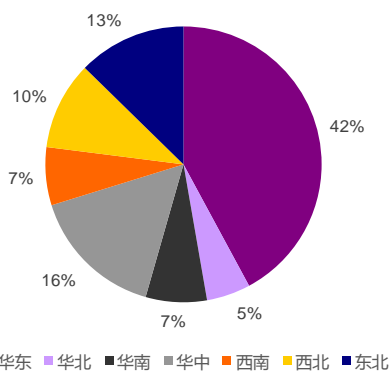
资料来源：雅居乐控股年报

图 22：雅居乐控股土地储备（2017）



资料来源：雅居乐控股年报

图 23：绿地控股土地储备（2017）



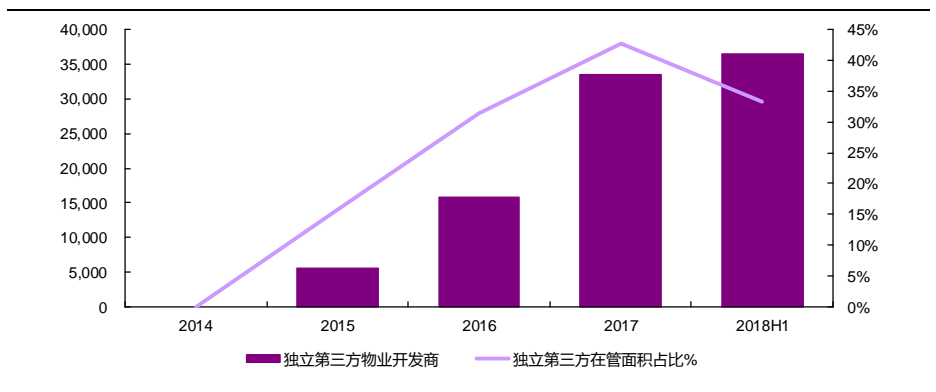
资料来源：绿地控股年报

3.2、第三方拓展提速，发展空间广阔

公司第三方项目比重提升显著。雅生活集团自 2015 年开拓第三方物业项目。第三方项目在管面积（不包括并购项目）由 2015 年的 552 万平方米增加至 2018 年 6 月底的 3,645 万平方米，占比提升至 33.4%。

市场拓展进程提速。2018 年上半年，公司新拓展独立第三方物业开发商合约面积达到 2,101 万平方米，已接近 2017 年整年拓展的合约面积（2,250 万平方米）。

图 24：雅生活来自独立第三方物业开发商的在管面积（千平方米）



资料来源：中国指数研究院

注：不包括并购项目

公司内部架构梳理完成，奠定提速发展基础。雅生活集团采用“总部+城市公司+项目服务中心”三级架构模式。目前集团拥有 24 个城市公司，已组建 200 多人的专业拓展团队。每个城市公司内部设立考核指标，一年拓展面积目标为 300 万平米（绿地物业的 9 个城市公司目标中包含绿地控股给予的合约面积）。

截至 2017 年 9 月底，雅生活集团对第三方物业管理项目的中标率为 35.2%，预计随着外延拓展市场化的全面铺开，辅以优质品牌力的传播，未来中标项目年合同额将获得有效增长。

3.3、M&A 进程超预期，快速布局空白市场

雅生活集团 2018 年 6 月末现金储备 41.7 亿元。年初上市募资金额约 31.9 亿人民币，其中 65%（约 20.7 亿人民币）亦会用于战略投资及收并购，对外拓展资金充沛。

公司目标每年并购拓展约 4000 万平米合约面积，以实现对于空白业态及市场的渗透。2018 年 4 月及 7 月，公司分别完成对于南京紫竹及兰州城关两家物业公司的控股权益收购，新并表面积共 49.2 百万平米，收购进度已领先计划时间表。

南京紫竹与兰州城关的收购，加强了公司在华东地区及西北地区的业务布局，同时亦增强了在公建类项目方向的拓展能力。两者均拥有（原）国家物业管理企业一级资质，且在公建类项目管理上具有优势。以南京紫竹物业为例，该公司以南京为中心市场，服务覆盖江苏、安徽及上海等地区，2016 年前五大客户包括中国移动通信、中国工商银行及南京地铁集团，均为大型国有企业，并承接如南京奥体馆及大屠杀纪念馆等标志性公共设施。公建类项目费用因纳入政府预算，回款压力较轻，同时较住宅类项目转化速度更快。

表 11：雅生活收购事件概要

收购	收购对价 (亿元)	目标企业	控股比例	主要业务	服务内容
2018.07	1.48	兰州城关物业服务集团有限公司	51%	物业管理	住宅、办公楼及其他机构物业的物业管理服务；全国物业百强第 29 位，为西北地区规模最大业态最广的物业企业；在管项目近 170 个，管理面积约 24.9 百万平方米；
2018.04	2.05	南京紫竹物业管理股份有限公司	51%	物业管理	在中国长江三角洲地区从事住宅、商业及其他机构（银行、纪念馆等专业物业）管理服务；江苏省前 5，在管项目近 150 个，在管面积约 24.3 百万平方米
2017.06	10.0	上海绿地物业服务集团有限公司	100%	物业管理	管理超高层、综合体、甲级商务办公楼和高端公寓等项目

资料来源：公司公告

3.4、成熟运营体系保障项目服务质量，打造品牌形象及议价能力

雅生活集团致力于标准化及人才团队建设，并通过对服务、硬件及供应商的管理，在快速扩张时保证服务品质的稳定性和一致性。

公司上市后成立雅生活学院以落地人才培养机制。学院在全国设立八个分院，由刘德明先生任院长。通常而言，主管级别的管理者需要近 3 年时间培养，项目经理另需额外 2 年的培养期。公司设有预备经理及预备主管制度，通过 1-2 年的周期选拔培养约 360 名预备项目经理，同时每年新增主管以上级别人员约 1500 人。该等中层管理团队的生产速率可以支持每年约 1 亿平米的新增合约面积。

图 25：运营体系建设确保服务品质

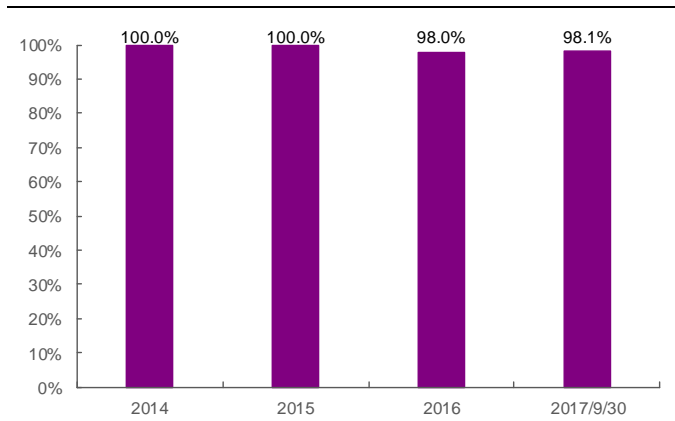


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

同时公司标准化和智能化建设进程亦有效保障管理项目的提质增效努力。公司是中国物业行业标准的编写单位（如《物业管理基础术语》、《物业管理安全与应急处置》），也是创建广东省服务业先进标准体系试点单位。同时公司建设管理数字化项目 8 大标准，已在广州总部建立集成管控平台，提升服务效率。

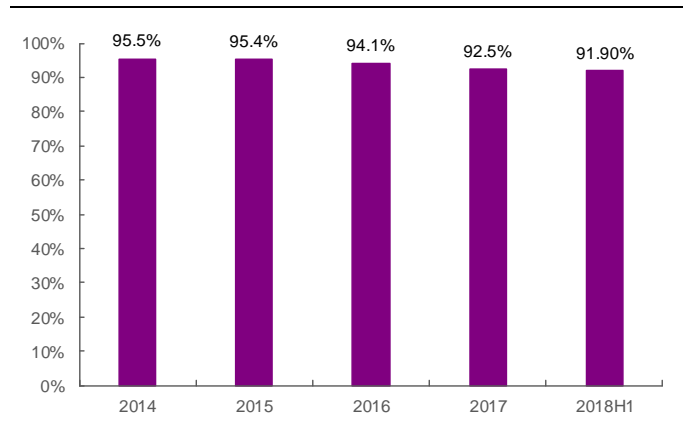
成熟完备的管理体系使公司在服务质量和业主满意度方面领先，从而享有行业中较高的定价权水平。2017 年公司业主满意度 90.3%，高于行业平均 79.8%。公司旗下物业保持 98%的高续约率及 93.5%的较高收缴率。截至 2018 年 6 月底，雅生活集团管理的住宅平均物业服务费为每月每平方米人民币 3.02 元，其中旅游地产平均管理费约 4.13 元，远高于住宅类物业行业均价 2.3 元。

图 26: 雅生活集团续约率



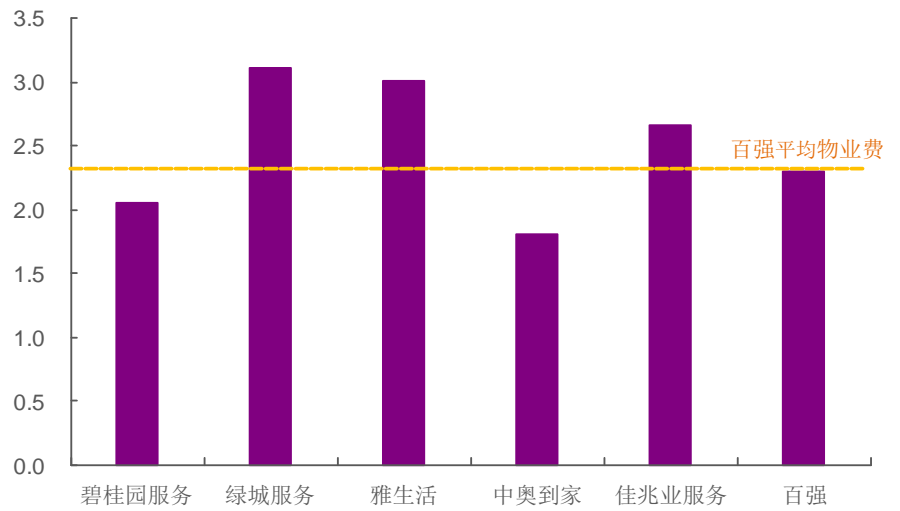
资料来源: 公司公告

图 27: 雅生活集团收缴率



资料来源: 公司公告

图 28: 2017 年主要物业服务公司平均物业管理费 (元/平方米/月)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

图 29：雅生活集团外接盘项目示例实景——广州欧亚公馆

广州欧亚公馆

开盘时间：2015年
 建成时间：2017年
 接管时间：2017年06月01日
 接管面积：86933平方米
 已接管户数：418户（高层）+35（商业）
 已接管车位数：735个
 物业费：2.5元/平方米/月
 收缴率：98.33%
 区位：广州市增城区荔城新城大道

客户服务：入户回访，社区文明宣传，拆除违建设施及小广告，社区活动
社区环境：小区全面消杀，新种植绿化及修剪养护，下水道及水泵淤泥清理
秩序维护：消防演练，车辆系统监控，排查安全漏洞，治安巡逻
工程维护：更换路灯、车库灯管，翻新设备机房、小区井盖，更新门禁

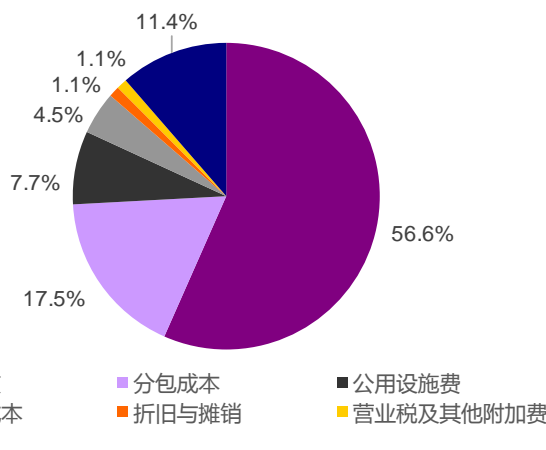


资料来源：公司官方公众号，光大证券研究所整理

3.5、四化建设降本增效，优化盈利能力

员工薪酬是物业公司经营成本最主要构成部分，人力成本逐年上涨给公司盈利能力带来压力。截至2017年9月底，雅生活集团约57%的员工位于广东省，用广东省最低工资标准增速拟合公司单位人力成本增速，可以估得2014-2017年单位人工成本CAGR达到6.9%，而公司同期平均物业费CAGR仅为1.4%。

图 30：雅生活集团经营开支拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：分包成本包括清洁费、维护成本、绿化及园艺费用

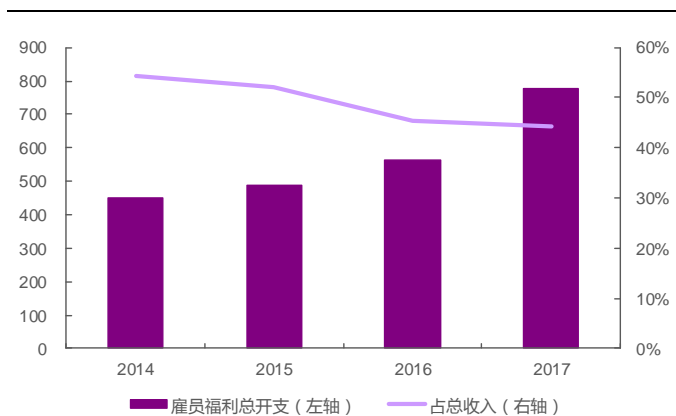
雅生活集团积极推进“四化”建设战略（即管理数字化，服务专业化，流程标准化以及操作机械化），以降低人力成本，提升经营效率。IPO募资所得约15%（约4.78亿元人民币）计划用于该项建设。

表 12: 雅生活四化建设概况

四化建设	建设内容	具体措施
管理数字化	系统全方位对接互联网	- 广州总部建数字化集成管控平台, 实时获得数据、进行监控 - 搭建集采平台, 量化 SKU, 实现网上采购, 优化采购成本约 300 万 - 付款体系对接财务 AC 端以缩减流程
服务专业化	部分服务外包给专业第三方供应商	- 400 电话中心自动化, 用 60 人代替 200 人, 节省百万费用 - 通过“金钥匙国际联盟”审核, 全面引入“金钥匙联盟”体系
流程标准化	服务要素标准化	- 将清洁、绿化及园艺、维修及保养服务等劳动密集型或技术性服务外包 - 服务要素标准化, 物业服务项目分级别, 降低项目跨区域复制成本
操作机械化	操作系统全面自动化	- “集团品质中心——城市公司——物业服务中心”三级管控体系 - 引入停车场管理系统、EBA 智能楼宇系统、清洁车、无人机或飞行器、智能机器人等设备

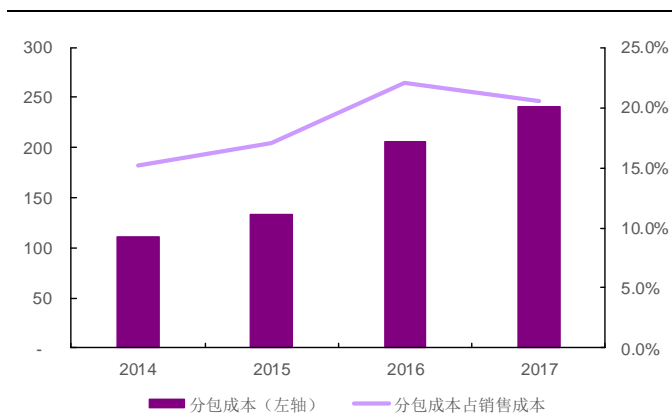
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 31: 雅生活集团人力开支 (百万元人民币)



资料来源: 公司公告

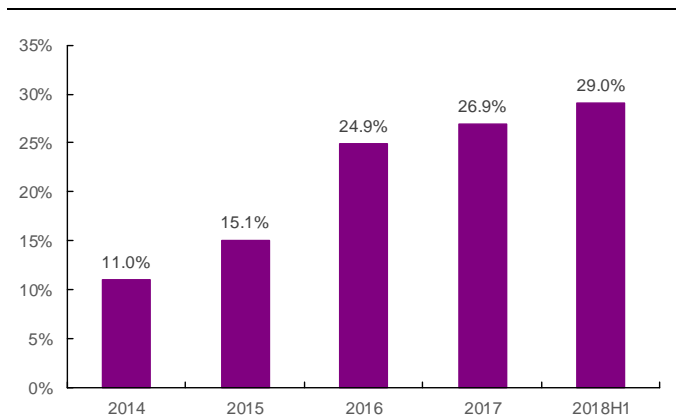
图 32: 雅生活集团分包成本 (百万元人民币)



资料来源: 公司公告

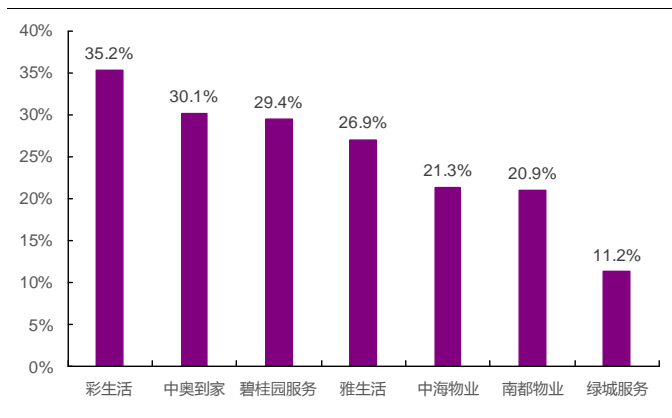
公司物业管理服务板块毛利率由 2011 年的 11.0% 提升至 2017 年的 26.9% (1H2018: 29.0%)，其背后推动因素即为“四化”建设下的 1) 2015 年下半年开始的人力资源优化; 2) 服务专业化分工比例提升; 3) 数字化管理带来的效率提升。2017 年，公司实现人均在管面积 6,425 平方米，人均物管收入达到 9.9 万元。

图 33: 雅生活基础物业服务毛利率



资料来源: 公司公告

图 34: 部分物业公司基础业务毛利率比较 (2017)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

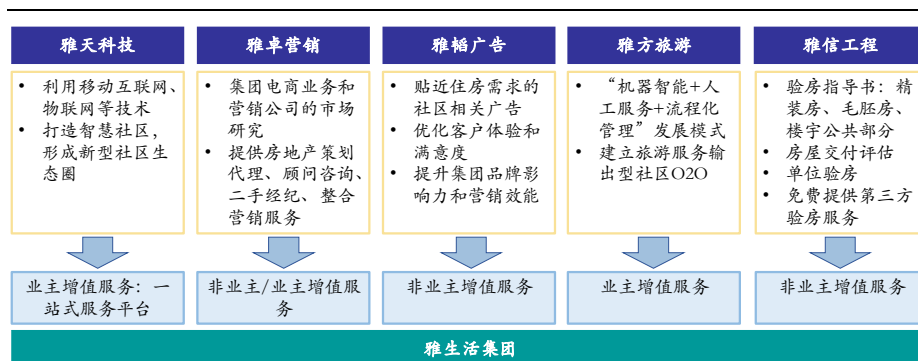
注：除彩生活外，其余公司以包干制为主

4、增值服务：打造“1+N”多元发展格局

雅生活执行“1+N”战略，围绕基础物业服务，另设立五大类专业公司及一站式服务平台，支持增值服务延伸与开展。

非业主增值服务方面，通过营销、广告、旅游公司联合物业共同进行市场对外拓展，为第三方独立开发商提供项目全周期服务。而在业主增值服务方面，则从“业主居住的全生命周期”出发，围绕社区生活、家装宅配、资产服务三大板块进行多样化增值服务。

图 35：雅生活“1+N”业务模式



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

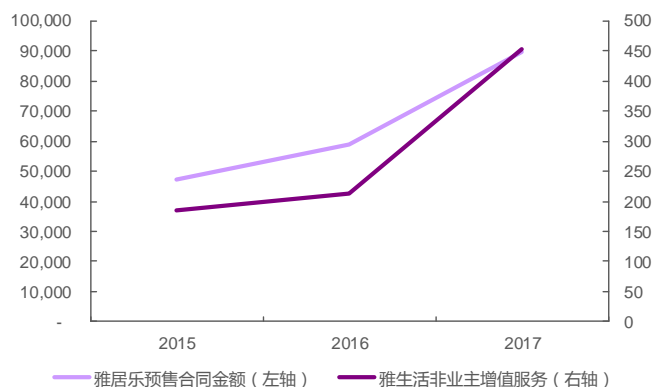
4.1、非业主增值服务：依靠资源禀赋有序发展

公司非业主增值业务主要包括案场协销服务及一手房销售代理，2018 上半年分别贡献板块收入 51%及 43%。拉动非业主增值服务板块整体实现 5.8 亿收入，占公司整体收入比重提升至 41%。

两大股东提供重要项目资源，支持板块发展。**案场服务方面**，除雅居乐项目外，公司 2018 年开始承接绿地部分销售案场，同时也将拓展第三方项目。**一手房销售代理方面**，公司自去年开始承接雅居乐控股项目，4Q17 即贡献收入约 1 亿元。而根据 2018 年 8 月 17 日公司公告，雅居乐控股项目占雅生活集团承接的营销服务占比在 1H18 达 65%，预计到 2020 年会增加至 75%。绿地控股预计也将于 2H18 给予项目支持。此外，雅卓营销于 1H18 已签约 11 个第三方开发商项目。

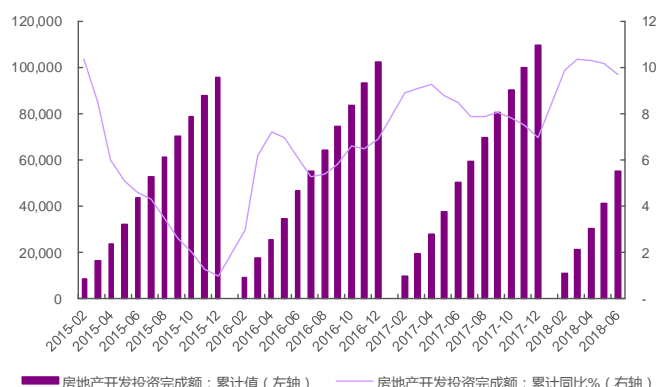
当前公司业务已覆盖案场协助、预售代理（雅卓营销）、交房验房（雅信工程）及物业管理（雅生活、雅天广告）等环节形成产业链闭环式、全周期服务，其市场化运作前景广阔。

图 36: 雅生活非业主增值服务收入 vs 雅居乐预售合同收入 (百万元人民币)



资料来源: 公司公告, 雅居乐年报

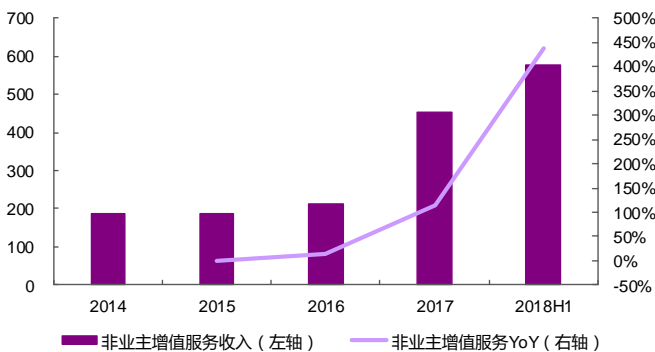
图 37: 房地产开发投资完成额 (亿元人民币)



资料来源: Wind

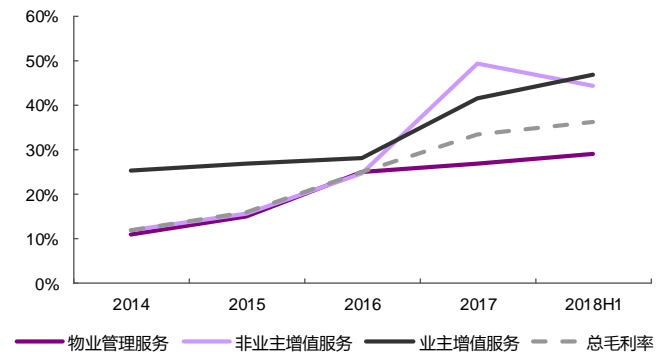
一手房销售代理业务的注入有效支撑板块盈利水平。2018 上半年非业主增值服务毛利率为 44.3%，板块毛利润占 2018 上半年比重为 50%，亦对公司整体盈利水平有所贡献。

图 38: 雅生活非业主增值服务收入 (百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图 39: 雅生活各板块毛利率

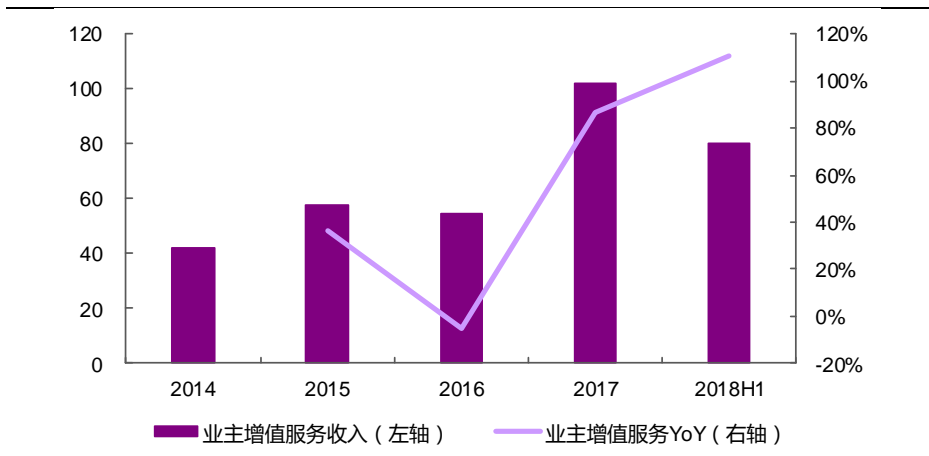


资料来源: 公司公告

4.2、业主增值服务: 聚焦一站式服务平台, 增强用户黏性

公司业主增值业务可主要分为生活服务及资产管理两部分, 2018 上半年实现营收 0.8 亿元, 增速达 110.6%。目前该板块的运营模式仍处于探索阶段, 上半年收入占比约 5.7%。

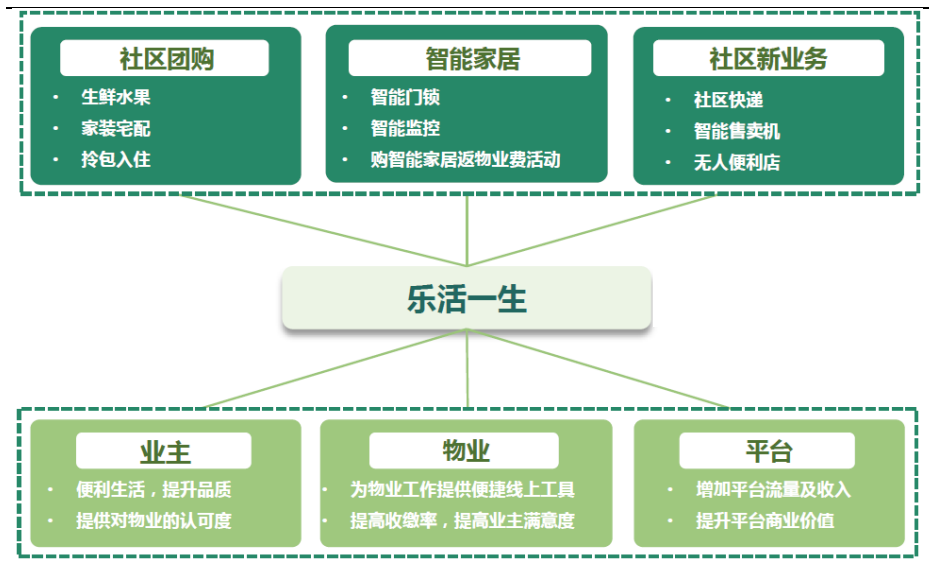
图 40：雅生活业主增值服务收入（百万元人民币）及增速



资料来源：公司公告

雅生活集团在 2016 年 5 月推出“一站式服务平台”，利用移动应用和线上公众号向业主提供传统物业管理服务以及增值服务，通过专业公司雅天科技运营平台业务。公司审核供应商身份和营业资质，并积极拓宽平台产品及服务供应品类，培养与供应商的业务关系。截至 2017 年 9 月底约有 890 多名商家通过“雅管家”向业主提供 13 类业务。

图 41：雅生活平台社区生态服务价值体系

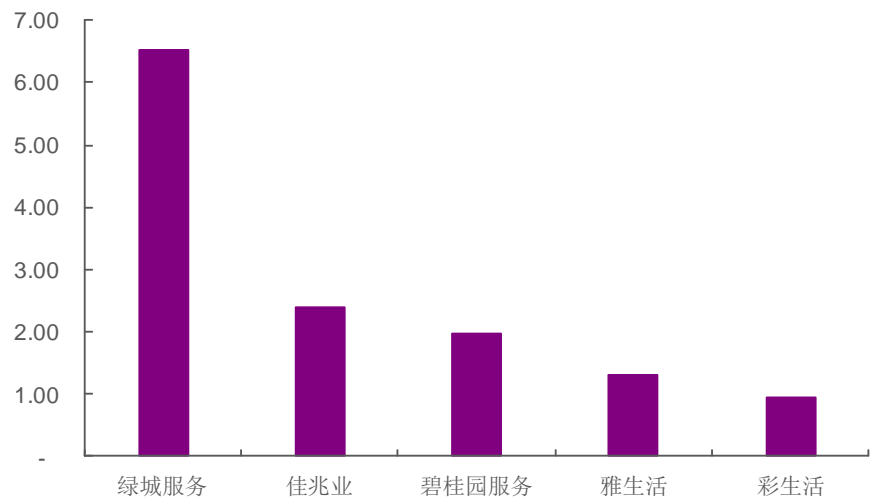


资料来源：公司公告

公司在 2017 年 3 月底上线雅管家联盟，为地方中小物业管理公司与当地供应商提供“乐活一生”平台支持。目前联盟合作面积超过 9.7 亿平米，覆盖小区逾 800 个，服务业主超 800 万户，具备可观的商业价值潜力。

多样化平台业务及终端技术支持增强了“雅管家”的实用性，业主可以通过单一入口解决涉及衣食住行的生活需求，增强对平台粘性，为未来线上增值服务规模扩张构建基础。截至 2018 年 6 月 30 日，APP 拥有逾 69 万名注册用户及逾 15.5 万名活跃用户，月活率约 22.5%。

图 42：物业管理公司每平米在管面积增值服务收入（元）（2017）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

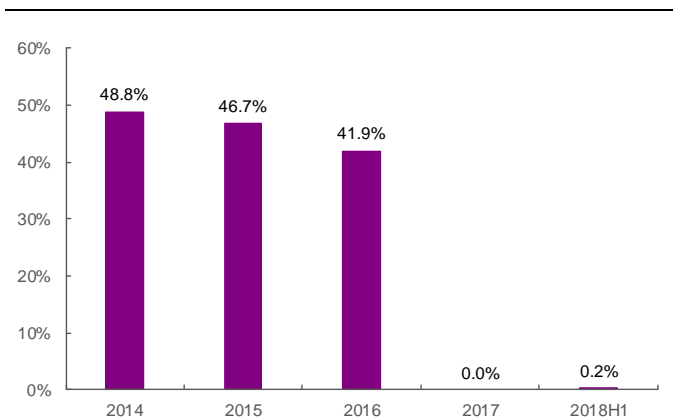
公司通过雅卓营销开展二手房代理，依靠社区流量优势打开市场。雅卓公司设立二手房置换业务，已设立 55 个租售中心，于 2018 年 4 月起正式开展业务，解决以业主为主的二手房交易需求。自此雅生活集团形成针对业主资产服务的产业链闭环，从购房、验房、物业服务到二手房交易，建立起跟业主的依赖关系，以获取关键房源优势。

当前公司于业主增值服务板块的业务开展主要采取试点+轻资产运营模式，以控制投入及风险。而提升平台聚客能力成为这一阶段工作重心。业主增值服务是物业管理规模效应的释放点。雅生活集团旗下的百万级大盘数量多，旅游地产发展空间多样，加之公司近两年项目面积的积极拓展，都为未来业主增值服务的开展奠定坚实流量基础。

5、财务状况健康，现金流充沛奠定扩张基础

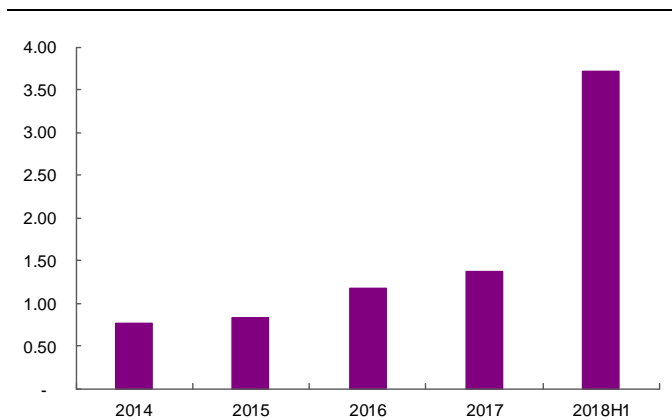
雅生活服务于2018年2月在港交所上市，募集款项净额约31.9亿元人民币。2018年中期财报显示公司账面现金储备充沛，达41.7亿元，流动比率提升至3.72（17年底为1.38）。

图 43：雅生活有息负债率



资料来源：公司公告

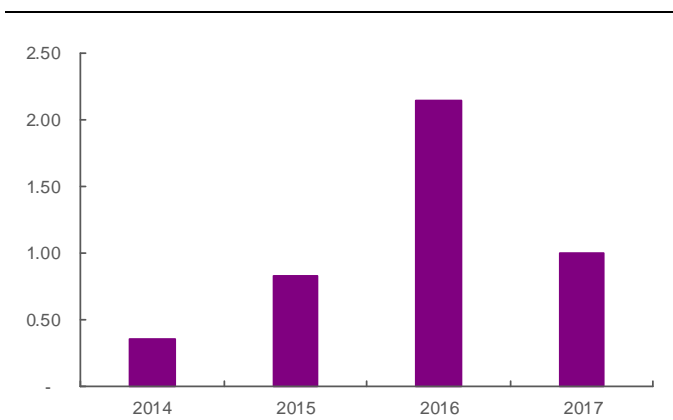
图 44：雅生活流动比率



资料来源：公司公告

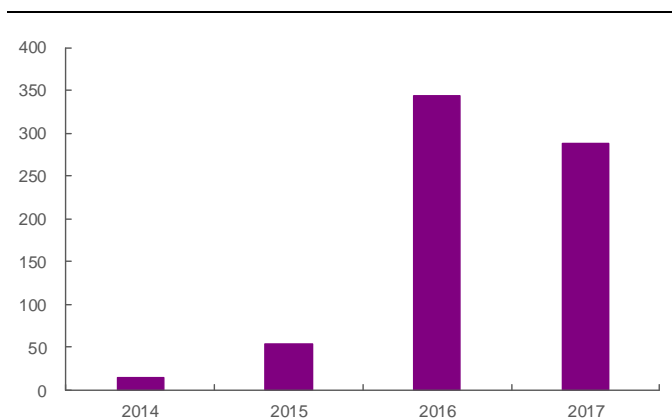
公司经营现金流总体呈现增长态势，造血能力发达。受经营收入及营业税改革影响，2016年经营现金流显著增长；2017年由于收购绿地带来应付账款增加，对经营现金流有所削减。公司承诺每年股息分派比率约25%。

图 45：雅生活经营性现金流/净利润



资料来源：公司公告

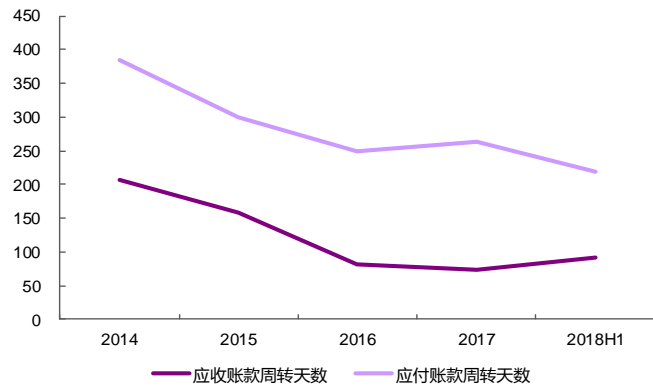
图 46：雅生活经营性现金流（百万元人民币）



资料来源：公司公告

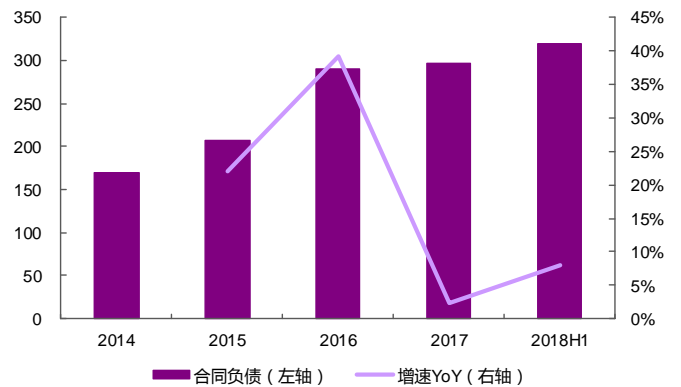
公司的应收及应付账款目前处于健康水平。截至2018年6月底，应收款项周转天数约91天，应付账款周转天数约219天。贸易应付账款中的合同负债仍呈逐期提升趋势，该项指标主要指物业服务合同中预收客户款项的部分，显示公司储备项目容量依然稳健增长。

图 47：雅生活应收/应付账款周转水平



资料来源：公司公告

图 48：雅生活合同负债（百万元人民币）

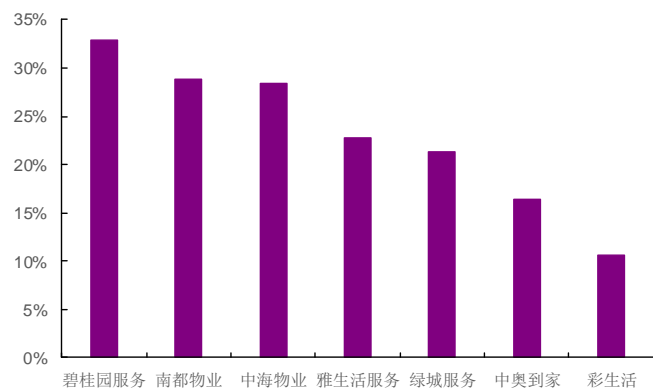


资料来源：公司公告

注：2018 年上半年增速为半年环比增速

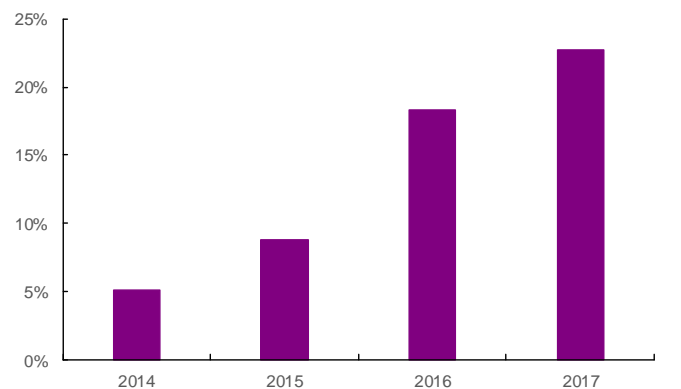
雅生活 2017 年 ROIC 率实现 22.8%，业务资本回报率较为理想。纵向比较而言，位于主要上市物业管理公司的中位；横向比较可以看到 ROIC 逐年提升显著，预计未来资本回报率依然能够维持 15% 以上的较高水平。

图 49：物业管理公司 ROIC 比较 (2017)



资料来源：Wind

图 50：雅生活 ROIC 提升显著



资料来源：Wind

6、盈利预测与估值

6.1、关键假设及盈利预测

雅生活集团作为行业领先企业，将显著受益于行业加速整合趋势。同时公司亦是唯一一家背靠2家一线地产开发商的物管企业，扩张进程确定性较高。

1) 根据两大股东每年合约面积销售情况及公司外延拓展目标，我们预测公司合约面积增长 18-20 年分别为 142 百万/77 百万/52 百万平米。其中，每年来自两大股东的合约面积分别为 10 百万平米；第三方拓展 18-20 面积为 47 百万/32 百万/32 百万平米；并购所得面积 18/19 年为 75 百万/25 百万平米。我们认为 18/19 年是公司外延拓展的高峰期。

2) 参照地产项目入管的转化期限，我们预测公司在管面积 18-20 年末将达 1.78 亿/2.45 亿/3.06 亿平米。

3) 通过对不同开发商物业项目 GPM 的加权测算，我们预测公司物业管理服务毛利率 18-20 年分别为 25.6%/24.5%/24.5%。

4) 参考股东项目支持情况及地产销售市场增长预期，我们预测非业主增值服务收入 18-20 年达 10.1 亿/11.2 亿/12.3 亿元。基于公司每年在管面积增速，预测业主增值服务收入 18-20 年达 1.9 亿/2.4 亿/2.8 亿元。

我们预测公司 18-20 年营收分别达 35.5 亿/53.6 亿/70.3 亿元，同比增速分别为 101.9%/50.8%/31.3%。归母净利润 18-20 年分别达 6.72 亿/8.97 亿/11.1 亿，同比增速分别为 132.0%/33.5%/23.8%。

表 13：雅生活服务关键假设及盈利预测

(人民币千元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,244,735	1,760,753	3,554,928	5,360,137	7,038,847
物业管理服务	977,863	1,205,589	2,351,464	3,991,750	5,518,947
非业主增值服务	212,247	453,364	1,011,384	1,125,017	1,231,074
业主增值服务	54,625	101,800	192,079	243,370	288,826
占比					
物业管理服务	78.6%	68.5%	66.1%	74.5%	78.4%
非业主增值服务	17.1%	25.7%	28.5%	21.0%	17.5%
业主增值服务	4.4%	5.8%	5.4%	4.5%	4.1%
增速 YoY					
营业收入	33.2%	41.5%	101.9%	50.8%	31.3%
物业管理服务	41.6%	23.3%	95.0%	69.8%	38.3%
非业主增值服务	14.1%	113.6%	123.1%	11.2%	9.4%
业主增值服务	-5.3%	86.4%	88.7%	26.7%	18.7%
毛利	311,647	590,565	1,143,928	1,598,254	2,048,129
物业管理服务	243,744	324,671	602,369	976,124	1,350,130
非业主增值服务	52,556	223,490	455,123	511,883	566,294

业主增值服务	15,347	42,404	86,436	110,247	131,705
毛利率	25.0%	33.5%	32.2%	29.8%	29.1%
物业管理服务	24.9%	26.9%	25.6%	24.5%	24.5%
非业主增值服务	24.8%	49.3%	45.0%	45.5%	46.0%
业主增值服务	28.1%	41.7%	45.0%	45.3%	45.6%
经营利润	217,150	398,417	837,036	1,140,137	1,426,074
经营利润率	17.4%	22.6%	23.5%	21.3%	20.3%
税前利润	231,756	402,696	907,933	1,209,504	1,496,057
税前利润率	18.6%	22.9%	25.5%	22.6%	21.3%
归母净利润	160,670	289,727	672,310	897,623	1,111,588
净利润率	12.9%	16.5%	18.9%	16.7%	15.8%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

6.2、相对估值

公司作为物业行业领先企业，将显著受益于行业加速整合趋势。同时结合公司股东背景，其扩张进程确定性较高。我们选取港股物业公司4家：绿城服务 2869.HK，彩生活 1778.HK，中海物业 2669.HK，碧桂园服务 6098.HK 以及 A 股物业公司 1 家南都物业 603506.SH 作为行业可比公司。其中于当前时点，港股行业物业公司对应 18/19 年 PE 均值为 23.2x/17.6x。我们认为受到社保新政影响，参照企业盈利增速，该等估值水平存在低估情势。

我们认为南都物业所处交易市场具有独特性，其估值不具备可比性。彩生活由于业务发展模式及业务增长结构不同，估值参照意义有限。综上所述选取绿城服务、中海物业及碧桂园服务三家作为估值对比参考系，雅生活服务与这三家可比公司在业务结构、行业地位、发展策略、股东背景等维度上具有较高的匹配度。可比三家公司分别对应 18/19 年 PE 均值为 28.7x/21.7x。我们认为公司 18 年 PE 合理估值区间为 26-30x，对应股价为 15.0-17.2 港元。

表 14：可比公司估值比较

公司名称	证券代码	市值 HKD MM	股价 HKD	PE		PB		EV/EBITDA		ROE		Dividend yld	
				18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
港股物业公司													
雅生活服务	3319.HK	15,280	11.46	20	15	2.6	2.3	11.82	8.66	13.2%	15.6%	1.3%	1.7%
绿城服务	2869.HK	16,139	5.81	28	21	6.0	5.1	20.05	15.48	29.2%	32.5%	1.2%	1.6%
彩生活	1778.HK	6,311	4.75	10	8	2.4	2.0	3.87	2.84	26.0%	27.9%	5.0%	6.6%
中海物业	2669.HK	7,297	2.22	18	15	6.2	4.6	12.52	10.16	37.9%	34.6%	1.8%	2.3%
碧桂园服务	6098.HK	31,650	12.66	40	30	12.4	8.3	34.99	25.33	36.7%	36.1%	0.5%	0.7%
港股行业平均				23	18	5.9	4.5	16.65	12.49	28.6%	29.3%	2.0%	2.6%
A 股物业公司													
南都物业	603506.SH	2,369	22.96	26	19	3.7	3.2	19.63	15.91	14.1%	17.6%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：雅生活服务、绿城服务、彩生活盈利预测为光大证券研究所预测，其余为 Wind 一致预期
股价为 2018 年 9 月 13 日收盘价，港币对人民币汇率取 0.87

6.3、绝对估值

表 15: 模型假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.50%
Rm-Rf	8.00%
β (β levered)	1.50
Ke(levered)	15.50%
税率	25.00%
Kd	0.00%
Ve	3940.93
Vd	0.00
目标资本结构 D/D+E	10.00%
WACC	13.95%

资料来源: 光大证券研究所

表 16: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	4,138	29.47%
第二阶段	5,812	41.39%
第三阶段 (终值)	4,092	29.14%
企业价值 AEV	14,042	100.00%
加: 非经营性净资产价值	4,700	33.47%
减: 少数股东权益 (市值)	9	-0.06%
减: 债务价值	-	0.00%
总股本价值	18,733	133.41%
股本 (百万股)	1,333	
每股价值 (元)	14.05	
每股价值 (港元)	16.15	
PE (2018E)	27.86	

资料来源: 光大证券研究所

表 17: DCF 目标价敏感性分析 (HKD)

长期增长率	WACC				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
16.15					
12.5%	17.5	17.7	17.9	18.2	18.5
13.0%	16.9	17.1	17.3	17.5	17.7
13.5%	16.3	16.5	16.7	16.9	17.1
14.0%	15.8	15.9	16.1	16.3	16.4
14.5%	15.3	15.4	15.6	15.7	15.9
15.0%	14.9	15.0	15.1	15.2	15.4
15.5%	14.5	14.6	14.7	14.8	14.9
16.0%	14.1	14.2	14.3	14.4	14.5

资料来源: 光大证券研究所

根据 DCF 模型, 在长期增长率 2.0%, WACC 13.95% 的假设下, 可得目标价 16.15 港元。

6.4、估值结论与投资评级

我们结合相对估值和绝对估值结果，认为公司合理的价值区间为 15.0-17.2 港元。基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=13.95\%$) 给予目标价 16.15 港元，分别对应 18/19 年 28x/21x PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险分析

➤ 外延进程不及预期；

公司基础业务快速扩展建立在第三方项目拓展及并购进程的推进节奏之上。如遇存量业务市场竞争激烈，并购拓展不利等逆风因素，公司管理规模的增速预测存在下修可能。

➤ 人工成本上涨过快；

人工成本占公司营业成本比例较高。而物业管理行业整体服务供应商议价能力偏弱，导致人工成本的传导较慢。2019 年社保征管改革将进入落实阶段，提升了人工成本的上涨预期。

➤ 地产销售市场遇冷；

地产销售市场如景气度下行，一方面造成存量项目竞争加剧，并购市场整合难度提升；另一方面，公司非业主增值业务中案场及一手房销售代理业务拓展进程将明显承压。

附录：

表 18：利润表

(人民币千元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,244,735	1,760,753	3,554,928	5,360,137	7,038,847
营业成本	-933,088	-1,170,188	-2,411,000	-3,761,883	-4,990,718
营业毛利	311,647	590,565	1,143,928	1,598,254	2,048,129
其他收入	4,802	11,395	58,175	99,309	114,251
销售费用	-19,057	-32,629	-35,549	-53,601	-70,388
管理费用	-78,692	-170,015	-343,257	-517,565	-679,658
EBITDA	223,491	413,919	858,979	1,162,562	1,449,013
折旧摊销	-6,341	-15,502	-21,944	-22,425	-22,939
EBIT	217,150	398,417	837,036	1,140,137	1,426,074
净利息费用/收入	14,606	4,279	70,897	69,367	69,983
EBT	231,756	402,696	907,933	1,209,504	1,496,057
所得税	-62,710	-102,489	-226,983	-302,376	-374,014
净利润(含少数股东权益)	169,046	300,207	680,950	907,128	1,122,043
归母净利润	160,670	289,727	672,310	897,623	1,111,588
股份数	50,000	1,000,000	1,333,334	1,333,334	1,333,334
EPS(期末股本摊薄)	3.21	0.29	0.50	0.67	0.83

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 19：资产负债表

(人民币千元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产：	1,179,178	1,398,989	5,609,379	6,960,281	8,433,911
现金及等价物	523,163	879,771	4,699,534	5,450,241	6,359,801
应收账款及应收票据	223,116	488,189	888,732	1,488,927	2,052,997
合计					
存货(净值)	24,261	17,397	20,829	20,829	20,829
其他流动资产/受限					
制现金	408,638	13,632	284	284	284
非流动资产：	719,679	1,111,808	1,112,105	1,112,719	1,113,672
商誉	-	918,967	918,967	918,967	918,967
固定资产/PP&E	61,603	70,704	75,444	80,502	85,899
无形资产	10,738	110,303	105,860	101,416	96,973
其他非流动资产	647,338	11,834	11,834	11,834	11,834
总资产	1,898,857	2,510,797	6,721,483	8,073,000	9,547,584
流动负债：	999,684	1,014,610	1,535,624	2,204,419	2,834,856
短期借贷及长期借贷					
当期到期部分	199,793	-	-	-	-
应付账款及票据	761,306	952,375	1,473,389	2,142,184	2,772,621
应交税费	38,585	62,235	62,235	62,235	62,235
非流动负债：	595,691	22,118	22,118	22,118	22,118
长期借款	595,592	-	-	-	-

其他非流动负债	99	22,118	22,118	22,118	22,118
经营性负债合计	1,595,375	1,036,728	1,557,742	2,226,537	2,856,974
股本	50,000	1,000,000	1,333,334	1,333,334	1,333,334
储备+保留盈余	229,641	471,952	3,819,650	4,492,868	5,326,559
少数股东权益	23,841	2,117	10,757	20,262	30,717
股东权益合计(不含少数股东权益)	279,641	1,471,952	5,152,984	5,826,202	6,659,893
股东权益合计(含少数股东权益)	303,482	1,474,069	5,163,741	5,846,463	6,690,609
负债及股东权益总计	1,898,857	2,510,797	6,721,483	8,073,000	9,547,584

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 20：现金流量表

(人民币千元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	343,884	287,299	734,496	914,246	1,126,827
除税前损益	231,756	402,696	907,933	1,209,504	1,496,057
支付的各项税费	-68,216	-76,432	-226,983	-302,376	-374,014
折旧摊销	6,341	15,502	21,944	22,425	22,939
营运资本变化	186,906	-42,768	117,039	68,600	66,367
其他经营活动产生的现金流量净额	-12,903	-11,699	-85,436	-83,906	-84,522
投资活动现金流	-215,156	49,270	77,045	60,867	60,630
资本性支出	-14,023	-29,564	-22,820	-23,658	-24,553
其他投资活动产生的现金流量净额	-201,133	78,834	99,865	84,525	85,182
融资活动现金流	190,061	20,039	3,008,222	-224,406	-277,897
债务增加	1,078,200	-	-	-	-
债务减少	-877,100	-809,000	-	-	-
股本增加	-	-	333,334	-	-
支付的股利合计	-	-297,975	-168,077	-224,406	-277,897
其他筹资活动产生的现金流量净额	-11,039	1,127,014	2,842,965	-	-
净现金流	318,789	356,608	3,819,763	750,707	909,560

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.2%	41.5%	101.9%	50.8%	31.3%
净利润增长率	134.7%	77.6%	126.8%	33.2%	23.7%
EBITDA 增长率	137.4%	85.2%	107.5%	35.3%	24.6%
EBIT 增长率	147.2%	83.5%	110.1%	36.2%	25.1%
估值指标					
PE	3.	34	20	15	12
PB	1.8	6.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	64.28	32.50	11.82	8.66	6.76
EV/EBIT	66.16	33.76	12.13	8.83	6.87
EV/NOPLAT	61.99	33.40	11.18	8.33	6.54
EV/Sales	11.54	7.64	2.86	1.88	1.39
盈利能力 (%)					
毛利率	25.0%	33.5%	32.2%	29.8%	29.1%
EBITDA 率	18.0%	23.5%	24.2%	21.7%	20.6%
EBIT 率	17.4%	22.6%	23.5%	21.3%	20.3%
税后净利润率 (归属母公司)	12.9%	16.5%	19.2%	16.9%	15.9%
ROA	8.5%	11.5%	10.1%	11.2%	11.8%
ROE (归属母公司)	57.5%	19.7%	13.2%	15.6%	16.8%
偿债能力					
流动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	3.21	0.29	0.50	0.67	0.83
每股经营现金流	6.88	0.29	0.55	0.69	0.85
每股自由现金流(FCFF)	6.38	0.36	2.86	0.56	0.68
每股净资产	5.59	1.47	3.86	4.37	4.99
每股销售收入	24.89	1.76	2.67	4.02	5.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
安玲娟		021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijiaxia@ebscn.com	
高霆		021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元		021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真		021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
俞灵杰		021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	