

花开堪折直须折

2018年10月15日

投资要点

- ❖ **依托开发龙头，在管面积持续增长。**2018年中期，公司有超过1.2亿平米的物业在管面积来自碧桂园。碧桂园是中国最大的开发企业，将在未来几年交付大量房屋，我们预计其中大部分将成为公司在管面积，从而推动公司业绩持续增长。与此同时，碧桂园还能在合理合规的前提下，尽可能承担起新房交付后的一些维修责任，避免碧桂园服务负担较重。我们认为，碧桂园对于碧桂园服务的意义，在于“扶上马，送一程”。毋庸讳言，这种支持对于公司近两年的发展意义重大，尽管长期而言公司对碧桂园的业务关联度将下降。
- ❖ **把握“三供一业”分离移交改革的历史机遇。**我国物业管理非市场部分（比如国企家属区）的市场化改革，恰好赶上物业管理公司的规模化和独立化。公司为代表的，有意愿大规模拓展规模的企业，因此可能取得上亿平米的新增在管资源。2018年7月，公司成立合资公司，承接央企三供一业分离移交改革所带来的物业管理需求。
- ❖ **低线布局的流量入口意义。**移动互联网 MAU 增速已经逐渐放缓，低线城市是移动互联网红利的重要增量所在。拼多多，趣头条的出现，也在重新定义低线城市用户的价值。公司以小区聚集了一批低线城市有一定财富的居民，可能在未来凭借线上流量和线下用户互动，形成新的业务或平台。2018年6月，公司网站报道公司和腾讯签署“共建人工智能社区”合作协议，共建国内首个“AI+服务”社区。我们相信，公司和互联网巨头的合作可能才刚刚起步，未来值得期待。
- ❖ **非业主增值服务继续助力。**根据公司与碧桂园的最新框架协议，2018、2019、2020 年来自碧桂园的非业主增值服务上限分别为 7.53、12.78、14.5 亿元，分别为 2018 年 6 月签署的原框架协议的 1.9、2.1、1.6 倍。非业主增值服务的内容主要包括咨询服务，交房前开荒清洁，销售和租赁代理等。我们相信，公司非业主增值服务仍将持续助力公司业绩增长。
- ❖ **风险提示：**管理半径增加带来服务质量风险。碧桂园所带来在管面积不可能持续快速增加；非业主增值服务存在周期性特征。
- ❖ **盈利预测和估值。**由于公司在管面积拓展积极，毛利率表现抢眼，我们上调公司 2018/2019/2020 年 EPS 预测到 0.37/0.48/0.60 元/股（原预测为 0.32/0.44/0.59 元/股）。相比可比竞争对手，公司不仅业绩增速更快，且在管面积扩张确定性更强，参与“三供一业”改革热情更高，和互联网巨头的合作也走在业内前列。我们结合 PE 和 PS 估值，测算后给予公司 14.60 港元/股的目标价。公司当前股价 11.54 港元/股，我们上调公司投资评级到“买入”。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	2358.4	3121.9	5209.1	7055.0	9467.0
营业收入增长率 YoY	41.02%	32.37%	66.86%	35.44%	34.19%
净利润(百万元人民币)	324.2	401.7	933.0	1207.0	1511.7
净利润增长率 YoY	47.05%	23.93%	132.25%	29.36%	25.25%
每股收益 EPS(摊薄)(元人民币)	0.13	0.16	0.37	0.48	0.60
毛利率	33.93%	33.17%	37.93%	37.13%	35.74%
净资产收益率 ROE	31.80%	28.27%	39.63%	33.89%	29.80%
每股净资产 (元人民币)	0.41	0.57	0.94	1.42	2.03
PE	80.0	64.0	27.0	20.9	16.7
PB	25.4	18.1	10.7	7.1	5.0

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 10 月 12 日收盘价，报告除特别

注明外，均为人民币元


买入 (上调)
当前价：11.54 港元
目标价：14.60 港元
中信证券研究部
陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

张全国

电话：010-60838015

邮件：zhangquanguo@citics.com

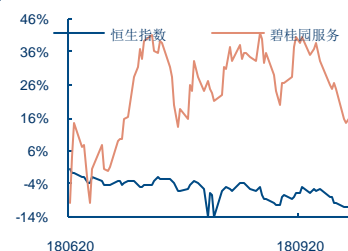
执业证书编号：S1010517050001

联系人：郭一辰

电话：010-60836751

邮件：guoyichen@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	25266.37 点
总股本/港股流通股本	2,500.0/2,500.0 百万股
近 12 月最高/最低价	14.14 港元/9.02 港元
近 1 月绝对涨幅	-8.85%
近 6 月绝对涨幅	15.4%
今年以来绝对涨幅	15.4%
12 个月日均成交额	293.22 百万港元

目录

物业服务面积处在快速增长通道	1
扶上马，送一程——依托开发龙头，在管持续增长	2
把握“三供一业”分离移交改革的历史机遇	3
业主增值服务：低线城市的流量入口意义	4
移动互联网已入下半场，低线城市成为竞争焦点	5
布局低线城市，开展跨界合作	5
非业主增值服务：继续依托开发体量寻求发展	6
风险因素	7
管理半径增加带来的服务质量风险	7
碧桂园所带来的在管面积不可能持续快速增加	7
非业主增值服务营收存在周期性	7
高毛利和业主高满意度不能长期共存的风险	7
盈利预测及估值	8

插图目录

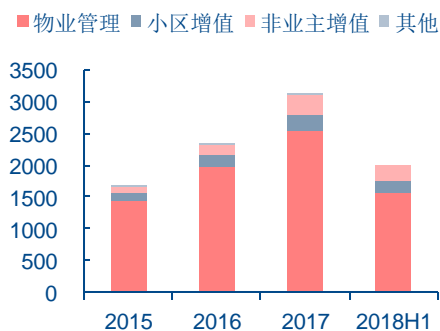
图 1: 公司营业收入结构.....	1
图 2: 公司毛利结构.....	1
图 3: 公司各主要业务板块及总毛利率.....	1
图 4: 公司净利润及净利率.....	1
图 5: 不同单位从业人员年平均工资.....	4
图 6: 中央下放企业职工家属区“三供一业”分离移交中央财政补助标准.....	4
图 7: 中国移动互联网月活跃用户规模及增速.....	5
图 8: 2018 年 6 月移动互联用户城市分布.....	5
图 9: 公司与腾讯签约共建智慧社区.....	6
图 10: 社区“大脑”运行图.....	6
图 11: 部分物业公司非业主增值服务占收入比重.....	7
图 12: 碧桂园与公司非业主增值服务交易上限.....	7

表格目录

表 1: 主要物业管理企业管理面积.....	1
表 2: 公司收入中来自碧桂园集团开发物业的规模及比重.....	2
表 3: 碧桂园集团的销售情况及市场份额.....	2
表 4: 碧桂园集团拿地、销售、交楼的节奏.....	2
表 5: 国企业家属区“三供一业”分离移交工作目标时间表.....	3
表 6: 国企业家属区“三供一业”向社会化物业移交的典型案例分析.....	3
表 7: 公司住宅业务和非住宅业务管理面积及占比.....	4
表 8: 公司业主增值服务明细.....	4
表 9: 重点公司业主增值服务明细.....	4
表 10: 我国移动互联网发展的三波人口红利.....	5
表 11: 物业管理公司线下流量获取优势.....	6
表 12: 碧桂园服务各区域管理面积靠前的城市.....	6
表 13: 公司非业主增值服务明细.....	6
表 14: 公司经营情况主要假设.....	8
表 15: 可比公司 PE 估值情况.....	8
表 16: 可比公司 PS 估值情况.....	8

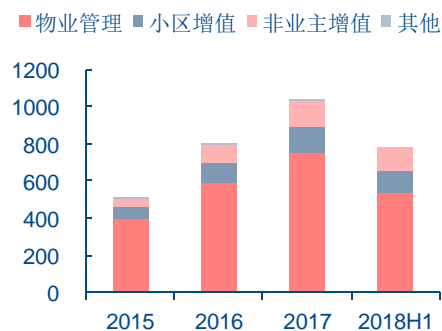
公司 2018 年 6 月自碧桂园 (2007.HK) 分拆上市, 已经成为物业板块重要龙头公司。我们相信物业管理行业还处在快速发展阶段, 随着更多优秀企业进入资本市场, 行业关注度还会持续提升。碧桂园服务的服务面积在未来两年的规模增速可能会明显领先同业。

图 1: 公司营业收入结构 单位: 百万元



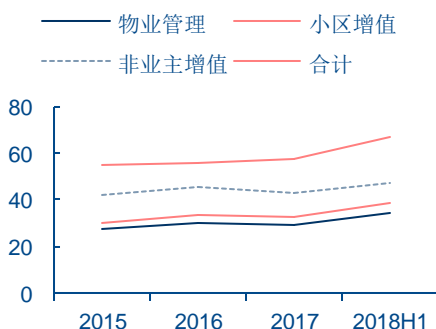
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 公司毛利结构 单位: 百万元



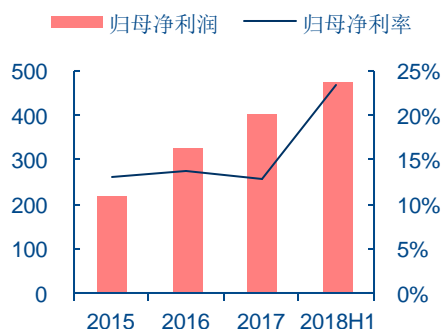
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 公司各主要业务板块及总毛利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 公司净利润及净利率 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

物业服务面积处在快速增长通道

物业服务是物业管理公司的基础, 一般用在管面积和合约面积两个指标来量化公司规模。2018 年 6 月末, 公司合约面积居上市物业管理公司之首, 我们相信这也意味着公司在未来两年的在管面积增速处在行业前列。

表 1: 主要物业管理企业管理面积

单位: 百万平方米

企业	2015		2016		2017		2018H1	
	合约面积	在管面积	合约面积	在管面积	合约面积	在管面积	合约面积	在管面积
碧桂园服务	161.7	69.8	207.1	91.1	329.5	122.8	386.0	136.8
绿城服务	171.9	82.8	224.6	105.2	287.8	137.8	311.1	150.8
保利物业	-	62.7	120.4	88.7	174.2	107.3	219.5	130.1
雅生活服务	-	35.0	-	50.1	126.1	78.3	185.6	109.1
中奥到家	33.8	22.2	60.0	44.6	66.7	54.6	68.1	55.9
南都物业	26.4	17.2	31.5	22.2	38.8	30.1	49.9	-

资料来源: 各企业公告, 中信证券研究部

扶上马，送一程——依托开发龙头，在管持续增长

碧桂园开发物业是公司合同面积增长核心支撑。至少在未来几年，碧桂园大规模开发面积仍将有效支撑公司的发展。

公司于 2015 年、2016 年及 2017 年就管理由碧桂园开发物业而进行投标中标率分别约为 100%、100%及 99.7%。同期投标第三方物业中标率为 90.9%、88.2%及 55.8%。截止 2018 年 6 月，公司在管面积中来自于碧桂园集团的达 1.22 亿平米，占比约 89.1%。

表 2：公司收入中来自碧桂园集团开发物业的规模及比重

年	2015	2016	2017	2018H1
收入 (亿元)	13.8	18.7	23.5	14.2
面积 (百万平米)	67.7	87.3	109.4	121.9
收入占比	96.5%	95.8%	92.3%	90.8%
面积占比	96.9%	95.9%	89.1%	89.1%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

目前碧桂园是中国销售规模最大的开发企业，2018 年 6 月底业务遍布 30 个省、261 个市、1051 个县/镇区，拥有 2003 个处于不同发展阶段的项目，其中 1991 个位于内地，12 个位于内地以外。过去三年碧桂园集团销售额增速年化达到 62.3%，2018 年前 9 月销售额已经超过去年全年。

2018 年下半年以来，碧桂园提出“提质控速”，也意味着碧桂园未来销售增速或会有所放缓。但是由于预售制度的影响，从拿地、销售、交楼节奏看，这种销售增速放缓对碧桂园服务的影响可能滞后到两年以后。

表 3：碧桂园集团的销售情况及市场份额

年	销售额 (亿元)	销售面积 (万平米)	市场份额：按金额	市场份额：按面积
2009	232	475	0.5%	0.5%
2010	329	600	0.6%	0.6%
2011	432	687	0.7%	0.6%
2012	476	764	0.7%	0.7%
2013	1060	1593	1.3%	1.2%
2014	1288	1928	1.7%	1.6%
2015	1402	2153	1.6%	1.7%
2016	3088	3747	2.6%	2.4%
2017	5508	6066	4.1%	3.6%
2018 年 1-9 月	5521	5874	约 6%	约 6%

资料来源：Wind，碧桂园集团公告，2018 年 9 月销售数据来自克尔瑞

表 4：碧桂园集团拿地、销售、交楼的节奏

时间	销售额 (亿元)	销售面积 (万平米)	拿地金额 (亿元)	拿地面积 (万平米)	交楼金额 (亿元)	交楼面积 (万平米)
2014 年	1288	1928	164	1918	819	1218
2015 年	1402	2153	560	3821	1095	1767
2016 年	3088	3747	1775	8752	1482	2394
2017 年	5508	6066	4795	14110	2202	2800
2018 年 1-9 月	5521	5874	-	-	-	-

资料来源：碧桂园集团公告，中信证券研究部

把握“三供一业”分离移交改革的历史机遇

有相当一部分住宅，以前物业管理服务是非市场化的。2016 年以来，这些非市场化住宅的物业服务市场化在提速，也给上市企业带来巨大机遇。其中典型的案例就是国企家属区“三供一业”的分离移交。

“三供一业”是计划经济时期延续下来、由国有企业承办的供水、供电、供热（气）和物业管理等社会职能。长期以来，国有企业职工家属区“三供一业”等办社会职能负担沉重，已成为国有企业深化改革、持续健康发展的较大障碍。根据国发（2016）19 号等政策文件要求，“三供一业”实施分离移交，国企家属区水、电、暖供应和物业管理职能从企业剥离，转由社会专业单位实施管理。根据《大众日报》报道，山东企业职工家属区物业服务总户数 75 万户，约占全国分离移交任务总量的 6%。由此可以计算出，全国“三供一业”分离移交的规模约为 1250 万户，以每户 70 平米计算，对应 8.75 亿平米的物业管理行业潜在管理规模。

表 5：国企家属区“三供一业”分离移交工作目标时间表

时间	政策目标
2016 年	2016 年开始在全国全面推进国有企业（含中央企业和地方国有企业）职工家属区“三供一业”分离移交工作。
2018 年	2018 年底前基本完成对相关设备设施进行必要的维修改造，达到城市基础设施的平均水平，分户设表、按户收费，交由专业化企业或机构实行社会化管理。
2019 年	2019 年起，国有企业不再以任何方式为职工家属区“三供一业”承担相关费用。

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

表 6：国企家属区“三供一业”向社会化物业移交的典型案列

时间	典型案例
2017 年 11 月	东风与华润（集团）有限公司签署框架协议，正式启动东风物业管理分离移交工作。移交物业管理业务范围包括东风武汉、襄阳、十堰三地的职工家属区物业管理，工商业物业管理等业务，涉及物业管理面积约 820 万平方米。
2017 年 11 月	安徽新亚物业管理发展有限公司在安徽省电力系统开展的“三供一业”分离工作中，相继与安徽省供电公司等 11 家电力系统企业签订职工家属区等物业管理合作协议，物业服务面积近 300 万平方米。
2017 年 11 月	北控物业公司一次性接管肥城集团 24 个职工家属区即 36054 户，近 681 万平方米面积的供水、供热及物业管理。
2017 年 12 月	河北国控物业已累计签约国有企业 8 家，完成调研摸底企业 46 家；涉及职工家属区 49 个，业主户数 33 万户，管理物业面积 1200 万平方米。

资料来源：东风汽车报，安徽省地质矿产勘查局网站，河北省人民政府网，北控物业网站等

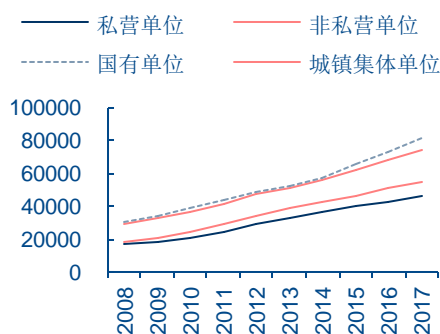
由于“三供一业”的分离移交改革恰逢物业管理公司走向规模化，独立化的阶段，因此我们相信“三供一业”改革的核心参与方，数量是有限的。这一业务的市场集中度是较高的，单个公司可能因此取得数亿平米的在管面积。

2018 年 7 月，公司与合资伙伴成立合资公司，目的为投资承接合作中央企业“三供一业”分离移交改革物业管理服务需求。根据合资协议，碧桂园物业服务将出资人民币 4 亿元，占合资公司 80% 股权，且合资公司将由公司并表。成立合资公司后，合资伙伴须促使合资公司与国有资产接收公司共同成立物业公司，主要从事投资承接合作中央企业“三供一业”改革的物业管理及增值服务。物业公司须由合资公司持有不少于 51% 的股权。

公司在承接“三供一业”分离移交中具备一定优势。公司在管及潜在项目分布广阔，在低线城市，碧桂园的品牌具备较强的影响力，和一些石油、勘探、制造、钢铁、电力等国企家属区分布区域的重合性高。我们认为，“三供一业”分离移交带来的业务机会，是具备市场价值和持续盈利可能的业务机会。

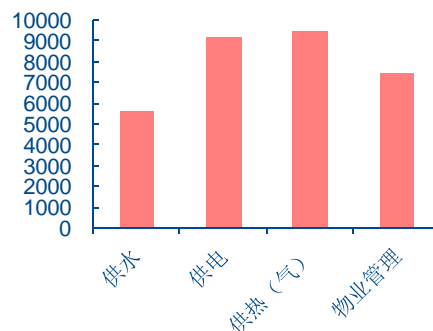
首先，对于“三供一业”分离移交的小区的住户，整体的收入水平是要高于社会平均水平的。对于很多城市而言，“三供一业”分离移交并不是单一的政策，而是国有企业办社会改革系统工程中的一部分。根据《工人日报》的报道，山西大同煤矿集团恒安新区就结合“三供一业”移交，为安置住户按全私产办理个人不动产权证书，房屋性质为经济适用房。这种做法切实提升了住户对改革的支持。

图 5：不同单位从业人员年平均工资
单位：元



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：中央下放企业职工家属区“三供一业”分离移交中央财政补助标准



资料来源：财政部网站，中信证券研究部

其次，“三供一业”分离移交小区移交前，都要对设备设施进行必要的维修改造，达到城市基础设施的平均水平，分户设表、按户收费，由专业化企业或机构实行社会化管理。这种改造客观上降低了物业公司接管后开展工作的成本和难度。

当然除了国企“三供一业”分离移交外，我们相信随智慧城市、美丽乡村的建设，政府部门办公楼、医院、公园、博物馆、学校等公共服务部门的物业服务需求对市场开放的力度会更大，为公司这样的优秀物业管理企业带来更多业务机会。

表 7：公司住宅业务和非住宅业务管理面积及占比

单位：百万平方米

	2015	2016	2017	2018H1
收费面积：住宅	69.7	90.9	117.1	131.3
收费面积：非住宅	0.1	0.2	5.7	5.5
占比：住宅	99.9%	99.8%	95.4%	96.0%
占比：非住宅	0.1%	0.2%	4.6%	4.0%

资料来源：公司官网，公司公告

业主增值服务：低线城市的流量入口意义

业主增值服务是我们在物业管理行业研究中最看重的业务，也是我们认为物业管理公司长期价值所在。

表 8：公司业主增值服务明细

单位：百万元

年	2015	2016	2017	2018H1
收入：家居生活服务	76.6	104.1	124.5	96.7
收入：房地产经纪服务	29.5	69.3	82.8	49.9
收入：公共区域增值服务	16.3	21.0	34.4	24.6
收入：小计	122.3	194.3	241.8	171.2
收入增速		58.9%	24.4%	52.9%
毛利率	55.1%	55.8%	57.7%	66.9%
毛利	67.4	108.4	139.5	114.5

资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部。

表 9：重点公司业主增值服务明细

单位：百万元

年	2015		2016		2017		2018H1	
企业	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
雅生活服务	57.7	6%	54.6	4%	101.8	6%	79.9	6%
绿城服务	277.0	9%	484.0	13%	900.1	18%	511.8	17%

年	2015	2016	2017	2018H1
碧桂园服务	122.3	194.3	241.8	171.2
保利物业	185.6	213.9	285.1	314.5
	7%	8%	8%	8%
	10%	8%	9%	17%

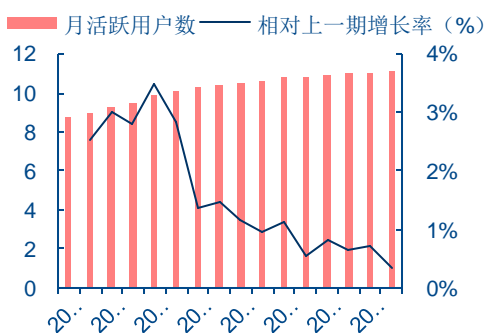
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

坦率说, 公司当前的业主增值服务开展并不算十分丰富, 公司服务业主满意度和国内最领先的万科、绿城等也有差距。但如果考虑低线城市在流量入口方面不同于一二线城市的特点, 以及公司在部分区域的密度, 则公司也可能存在新业务版图扩张的可能性。

移动互联网已入下半场, 低线城市成为竞争焦点

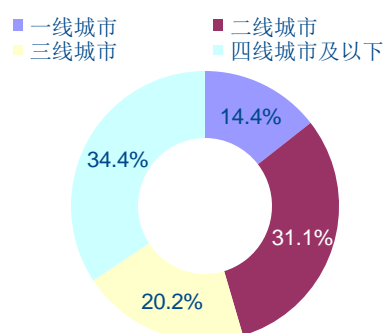
据 QuestMobile 《中国移动互联网 2018 半年大报告》显示, 2018 年 6 月我国移动互联网月活跃用户数量 (MAU) 已达到 11.07 亿人, 移动互联网用户数再创新高, 但与此同时, 移动互联网 MAU 的增速逐渐放缓。

图 7: 中国移动互联网月活跃用户规模及增速



资料来源: QuestMobile, 数据的上一期是两个月前

图 8: 2018 年 6 月移动互联网用户城市分布



资料来源: QuestMobile, 中信证券研究部

低线城市无疑是移动互联网红利的重要增量所在。过去传统的互联网流量竞争主要集中在一二线城市的青年群体, 很多互联网业务在低线城市的渗透率处于较低水平。此前资本市场传统观点认为, 低线城市主流人群相对年龄较大, 被认为缺乏支付能力, 缺乏对新互联网产品使用动力。2016 年以来以拼多多、趣头条等为代表的 APP 发力三四线城市, 取得了巨大的增长, 重新定义了低线城市互联网用户和流量的巨大价值。

表 10: 我国移动互联网发展的三波人口红利

人口红利	爆发时间	特征描述
核心互联网网民	2010 年-2013 年	这一批用户约有 3 亿, 是智能机普及的第一批用户, 以一线城市的青年人群为主, 教育程度高、消费能力强。随之诞生了小米、今日头条、美团、知乎等品牌。
小镇青年	2013 年-2015 年	他们是二三线城市及以下的年轻人群, 伴随着千元机/4G/wifi 的普及, 移动互联网向低线城市自然下沉。相对教育程度较低, 偏好娱乐性强的产品。OPPO、快手、王者荣耀在此期间发展了起来。
小城主流人群	2016 年-今	随着移动互联网的普及, 二三线城市、三四线城市中三四十岁以上的用户以及一线城市年纪较大的用户也相继进入移动互联网市场。这批用户在 2015 年到 2016 年初开始崛起, 数目达五六亿, 相当于前两波用户的总和。目前, 小城主流人群的需求还没有被完全开发, 典型产品是趣头条和拼多多。

资料来源: 创新工场, 中信证券研究部

布局低线城市, 开展跨界合作

低线城市在互联网的发展阶段上落后于一二线城市, 而公司的社区又往往集聚了低线城市一大批富有消费能力的人群。小区封闭的特点, 以及大量公共空间的存在, 使得公司有可能凭借线上线下互动, 开拓新的业务。

表 11：物业管理公司线下流量获取优势

物业管理公司优势	描述
接近生活场景，信任度高	物业生活场景是居民生活最常见场景，日常出现频率高；物业公司作为小区的管理机构，业主对其信任度高。
数据丰富，掌握生活的一手资料	物业管理公司掌握居民生活第一手资料，能够进行精准的用户画像。随着智能社区建设，可以搜集更多业主的生活习惯，以便进行智能出行、快递配送的智能优化。
目标人群定位精确	物业公司和业主朝夕相伴，对其家庭成员、收入水平，乃至消费习惯都可以有非常深入的了解，因此比起互联网起家的服务型公司利用一招鲜打遍天下不同，物业公司更容易为不同类型业主提供符合其品质和价格需要的专属服务

资料来源：中信证券研究部整理

表 12：碧桂园服务各区域管理面积靠前的城市

区域	管理面积前五的城市
华南地区	广州市，佛山市，惠州市，韶关市，东莞市
华东地区	镇江市，滁州市，苏州市，南通市，泰州市
华中地区	长沙市，郑州市，衡阳市，武汉市，郴州市
东北地区	沈阳市，大连市，鞍山市，绥化市，哈尔滨市
华北地区	邯郸市，天津市，石家庄市，韩城市，张家口市
其他地区	遵义市，重庆市，铜仁市，泸州市，南充市

资料来源：公司 2018 年中报，中信证券研究部

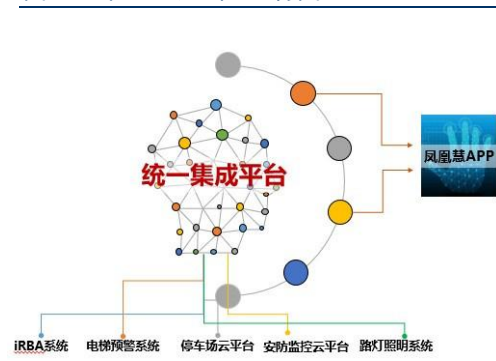
2018 年 6 月，公司与腾讯签署“共建人工智能社区”合作协议，共建国内首个“AI+服务”社区。

图 9：公司与腾讯签约共建智慧社区



资料来源：公司网站

图 10：社区“大脑”运行图



资料来源：公司网站

我们相信，公司和互联网巨头的跨界合作可能刚刚开始，未来可能将“科技产品、物联网技术、物业服务深度融入生活，构建一种开发商、物业、业主、商家之间相互连通的社区新生态并尽快落实实体标杆项目”（引号内为碧桂园服务新闻稿用语，我们认为这可能是公司的发展前景）。

非业主增值服务：继续依托开发体量寻求发展

公司的非业主增值服务包括咨询服务及交付前开荒清洁及其他服务，主要服务客户为碧桂园（2018H1 收入占比为 81.9%），反映碧桂园对碧桂园服务的较强支持力度。

表 13：公司非业主增值服务明细

单位：百万元

年	2015	2016	2017	2018H1
收入：咨询服务	94.7	134.1	233.6	185.5
收入：交付前开荒清洁及其他服务	14.8	65.6	94.4	90.1
收入：服务碧桂园	104.5	162.0	228.1	225.7
收入：服务碧桂园以外企业	5.0	37.7	99.9	49.9

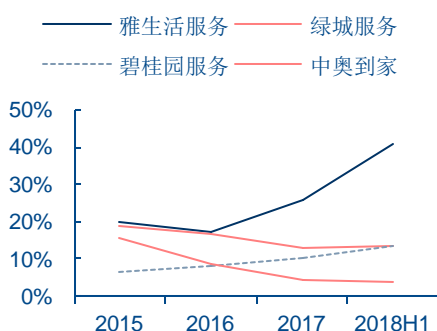
年	2015	2016	2017	2018H1
收入：小计	109.5	199.7	328.0	275.6
收入增速	-	82.4%	64.2%	97.9%
毛利率	42.6%	45.9%	43.2%	47.6%
毛利	46.7	91.7	141.7	131.2

资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

2018年9月，公司与碧桂园集团订立销售及租赁代理服务框架协议，拟进行交易年度上限分别为1.2亿元人民币、3.8亿元及4.5亿元。这部分业务主要包括汽车停车位及房屋尾盘代理销售。与传统协销业务相比，我们相信对应同等规模收入，销售成本提升有限，也就意味着这部分非业主增值服务毛利率会更高。同时，公司与碧桂园集团订立协销顾问及其他服务补充协议，将2018、2019、2020年的交易上限分别由3.96、6.01、8.82亿元提升至6.33、8.98、10亿元。

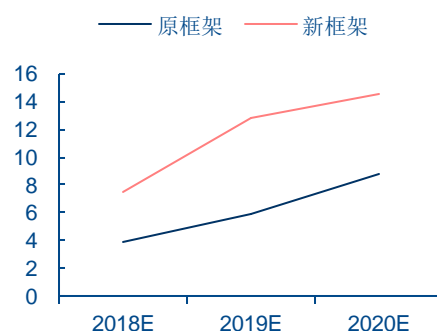
这种框架协议的签署，意味着对于双方来说未来预期合作规模还会进一步上升。根据框架协议，2018、2019、2020年来自碧桂园的非业主增值服务上限分别为7.53、12.78、14.5亿元，分别为2018年6月签署的原框架协议协议的1.9、2.1、1.6倍。

图 11：部分物业公司非业主增值服务占收入比重



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 12：碧桂园与公司非业主增值服务交易上限单位：亿元



资料来源：公司公告

风险因素

管理半径增加带来的服务质量风险

公司管理半径不断增加，服务质量面临考验。一旦个别楼盘服务品质较差，就可能影响公司整体的声誉，从而危及公司发展。

碧桂园所带来的在管面积不可能持续快速增长

毋庸置疑，公司业绩的增速和碧桂园的支持密不可分。但即便碧桂园未来竣工规模持续增长，每年碧桂园可以提供给碧桂园服务的在管面积，随着碧桂园服务在管面积增加，也不可能使碧桂园服务的在管面积维持持续超高速增长。

非业主增值服务营收存在周期性

非业主增值服务不是一种成长性业务，其业务发展有周期性。

高毛利和业主高满意度不能长期共存的风险

盈利预测及估值

我们对公司未来三年业绩进行了盈利测算，并基于以下主要假设：

表 14：公司经营情况主要假设

指标	单位	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入：物业管理	百万元	1,433.5	1,956.7	2,544.7	4,184.6	5,519.2	7,655.6
收入：小区增值	百万元	122.3	194.3	241.8	349.1	487.7	651.4
收入：非业主增值	百万元	109.5	199.7	328.0	668.0	1,040.6	1,152.6
收入：其他	百万元	7.1	7.7	7.4	7.4	7.5	7.4
毛利率：物业管理	%	27.3	30.3	29.4	34.3	33.3	32.3
毛利率：小区增值	%	55.1	55.8	57.7	65.0	63.0	61.0
毛利率：非业主增值	%	42.6	45.9	43.2	46.0	45.0	44.0
毛利率：其他	%	74.1	86.0	84.4	85.0	85.0	85.0
收入：物业管理：来自碧桂园	百万元	1,383.1	1,874.6	2,348.8	3,766.1	5,077.7	6,507.3
收入：物业管理：来自非碧桂园	百万元	50.4	82.1	195.9	418.5	441.5	1,148.3
物业费：来自碧桂园	元/平米/月	2.05	2.05	2.05	2.05	2.05	2.05
物业费：来自非碧桂园	元/平米/月	1.94	1.68	1.79	1.80	1.80	1.80
在管面积：来自碧桂园	百万平米	67.7	87.3	109.4	153.1	206.4	264.5
在管面积：来自非碧桂园	百万平米	2.1	3.7	13.3	17.0	22.4	31.1
在管面积：合计	百万平米	69.8	91.1	122.8	170.1	228.8	295.6

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

基于以上假设，我们调高公司 2018-2020 年 EPS 预测至 0.37/0.48/0.60 元（原预测为 0.32/0.44/0.59 元）。当前港股物业板块交易较为活跃的只有碧桂园服务，绿城服务和雅生活服务，境外物业管理公司经营模式和碧桂园服务完全不同，不宜作为可比公司。相比现有上市竞争对手，公司的近期的业务增速更高，关联方（可以进行在管面积和增值服务的支持）的综合实力显然更强，参与“三供一业”改革的热情更高，和互联网巨头的合作开展也比较早——在管面积的增长较为确定，且潜力仍然很大。公司业主满意度和品牌影响力则暂时逊色于绿城服务，但不会弱于雅生活服务。有鉴于此，我们给予公司 2019 年 30 倍的 PE，以及 2019 年 4 倍的估值，取平均数，侧算后得 14.60 元/股的目标价。公司当前股价 11.54 港元/股，我们调高公司投资评级至“买入”。

表 15：可比公司 PE 估值情况

公司名称	股价 (港币)	EPS (元, 人民币)				PE			
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
雅生活服务	10.16	0.23	0.58	0.74	0.87	39.0	15.5	12.1	10.3
绿城服务	5.29	0.14	0.18	0.24	0.31	33.4	26.0	19.5	15.1
碧桂园服务	11.54	0.16	0.37	0.48	0.60	63.7	27.3	21.1	16.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 股价是 2018 年 10 月 12 日收盘价

表 16：可比公司 PS 估值情况

公司名称	市值 (港币)	营业收入 (亿元, 人民币)				PS			
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
雅生活服务	135.5	17.7	39.4	56.8	73.8	6.7	3.0	2.1	1.6
绿城服务	146.9	51.4	66.4	88.0	116.8	2.5	2.0	1.5	1.1
碧桂园服务	288.5	31.2	52.1	70.6	94.7	8.2	4.9	3.6	2.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 股价是 2018 年 10 月 12 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,358	3,122	5,209	7,055	9,467
营业成本	(1,558)	(2,086)	(3,233)	(4,435)	(6,083)
毛利率	33.93%	33.17%	37.93%	37.13%	35.74%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	0	(9)	(5)	(9)	(17)
营业费用率	0.00%	-0.30%	-0.10%	-0.13%	-0.18%
管理费用	(333)	(459)	(735)	(1,010)	(1,362)
管理费用率	-14.11%	-14.72%	-14.12%	-14.32%	-14.38%
财务费用	16	35	0	0	0
财务费用率	0.67%	1.12%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益	(7)	(8)	(5)	(7)	(6)
营业利润	476	594	1,230	1,594	1,999
营业利润率	20.20%	19.02%	23.62%	22.59%	21.11%
营业外收入	10	14	11	12	12
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	486	608	1,241	1,606	2,011
所得税	(134)	(168)	(218)	(282)	(353)
所得税率	-27.51%	-27.58%	-17.58%	-17.58%	-17.58%
少数股东损益	28	39	90	116	146
归属于母公司股东的净利润	324	402	933	1,207	1,512
净利率	13.75%	12.87%	17.91%	17.11%	15.97%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	486	608	1,241	1,606	2,011
所得税支出	-134	-168	-218	-282	-353
折旧和摊销	15	20	31	47	63
营运资金的变化	591	439	-931	554	328
其他经营现金流	43	-14	5	7	6
经营现金流合计	1,001	885	129	1,931	2,055
资本支出	-24	-59	-83	-83	-83
投资收益	-7	-8	-5	-7	-6
其他投资现金流	98	35	0	0	0
投资现金流合计	67	-32	-88	-90	-90
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	-3	711	56	-170
股利支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	115	10	0	0	0
融资现金流合计	115	7	711	56	-170
现金及现金等价物净增加额	1,183	860	751	1,897	1,794

资料来源: 中信证券量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,774	2,634	3,385	5,282	7,076
存货	5	6	12	15	20
应收账款、预付账款、按金及其他应收款	617	712	1,670	1,906	2,584
其他流动资产	1	3	3	3	3
流动资产	2,398	3,356	5,070	7,205	9,683
物业、厂房及设备	43	79	126	157	173
长期股权投资	20	18	18	18	18
无形资产	2	21	26	30	35
其他长期资产	5	4	4	4	4
非流动资产	70	122	173	210	230
资产总计	2,468	3,477	5,243	7,415	9,913
短期借款	0	0	711	767	596
应付账款、应付票据和其他应付	943	1,315	1,912	2,701	3,712
其他流动负债	442	606	41	45	45
流动负债	1,385	1,921	2,664	3,512	4,353
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	14	14	14	14
非流动性负债	0	14	14	14	14
负债合计	1,385	1,935	2,678	3,527	4,368
股本及储备	455	500	1,433	2,640	4,152
其他	565	921	921	921	921
归属于母公司所有者权益合计	1,019	1,421	2,354	3,561	5,073
少数股东权益	64	121	211	327	473
股东权益合计	1,083	1,542	2,565	3,888	5,546
负债股东权益总计	2,468	3,477	5,243	7,415	9,913

主要财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	41.02%	32.37%	66.86%	35.44%	34.19%
营业利润	66.10%	24.67%	107.17%	29.55%	25.40%
净利润	47.05%	23.93%	132.25%	29.36%	25.25%
利润率 (%)					
毛利率	33.93%	33.17%	37.93%	37.13%	35.74%
EBITDA Margin	9.38%	9.26%	14.33%	13.78%	12.90%
净利率	13.75%	12.87%	17.91%	17.11%	15.97%
回报率 (%)					
净资产收益率	31.80%	28.27%	39.63%	33.89%	29.80%
总资产收益率	13.14%	11.55%	17.79%	16.28%	15.25%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSAGroup of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSALimited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSAGroup of companies (CLSAAmericas, LLC (下称“CLSAAmericas”) 除外) 分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由 CLSA (UK) 分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies (CLSAAmericas 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSAAmericas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSAGroup of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSAAmericas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。