

中國物業管理行業

崛起中的朝陽行業

- ❖ **行業發展提速。**近年來，隨著《國家新型城鎮化規劃(2014-2020年)》的推進以及中國房地產市場持續發展，市場逐步進入存量房時代，為物業行業提供了廣闊的發展空間。在現代服務業的引領下，物業行業逐步由勞工密集向集約化、自動化、智能化、互聯化轉變；從單一物業服務向多元化業務發展。
- ❖ **整合加速，搶占先機。**我們估計2021年，基礎物業服務的市場將超過1萬億。目前物業管理行業仍處於分散階段，公司眾多。小規模的物業管理公司主要通過價格優勢獲取項目，因此盈利水平低，非標準化的管理也使得業務拓展能力較差。而大型物業公司通過標準化的管理、優質的服務質量和品牌效應，加快擴大業務規模，盈利能力穩中有升。加上近年來物業公司登陸資本市場，管理面積已經成為一項重要指標。在資本的推動下，大型物業公司紛紛加快對管理面積的拓展，收并購井噴，行業集中度不斷上升，出現強者恆強，行業分化的趨勢。
- ❖ **增值服務是新的增長點。**目前，物業企業開展比較廣泛的社區增值服務主要是社區O2O。物業企業以自建的APP為載體，向社區居民提供生活服務類O2O，如家政、維修等。同時通過APP平臺開展電商服務，銷售商品。我們認為目前社區增值業務並沒有形成固定或已成熟的商業模式。面對互聯網企業的競爭，物業企業開展社區O2O的優勢可能并不明顯，但這并不改變物業企業在社區經濟領域的發展，掌握社區入口優勢以及與住戶的近距離是其他互聯網公司難以匹配的。從目前的情況來看，物業企業參與(1)社區教育及(2)房屋經紀市場的空間非常廣闊。
- ❖ 我們給予中國物業行業**"優于大市"**的評級，并預期規模型企業將繼續保持高速增長。同時，我們也看到在市場避險情緒高漲狀態下，由于物業行業的抗周期性以及基本面的持續向好，物業板塊成為資金流入的標的。我們認為目前上市的物業企業中，首選背靠大開發商的規模型物業企業。估值水平持續提高，我們認為目前股價已經反映了市場對行業高增長的預期，目前主要的投資風險來自業績的兌現，我們也看到上市物業企業紛紛加快收并購的步伐。我們繼續看好增速高、估值相對較低、基數低空間大的公司，首選**雅生活(3319 HK, 買入)**。

優于大市

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

1.1 行業綜述

長久以來，物業管理行業作為服務行業，屬勞動密集型產業，集中度較低，盈利水平良莠不濟。大部分規模型物業公司主要作為房地產母公司的附屬公司或部門，為母公司樓盤提供後期物業服務，利潤空間受到各方面限制。因此在很長一段時間裏，物業行業受到的關注度并不高，與資本市場的關聯也非常小。

近年來，隨著《國家新型城鎮化規劃(2014-2020年)》的推進以及中國房地產市場持續發展，市場逐步進入存量房時代，為物業行業提供了廣闊的發展空間。在現代服務業的引領下，物業行業逐步由勞工密集向集約化、自動化、智能化、互聯化轉變；從單一物業服務向多元化業務發展。2014年6月彩生活(1778 HK)在港上市，成為第一家上市物業管理公司，之後越來越多物業公司登陸資本市場。在資本力量的推動下，行業整合速度加快，集中度提升明顯，行業進入跨越式發展階段。

1.2 發展歷史

物業管理最早起源于19世紀60年代的英國。當時正值英國工業革命的大發展，大量農村人口涌進工業城市，引起了對城市房屋需求的增加，但對其缺乏管理導致了諸如房屋破損嚴重、居住環境日趨惡化等社會問題。英國人奧克維婭·希爾(Octavia Hill)在1880年至1886年間為其名下出租的物業制定了一套規範租戶行為的管理辦法，並且收到了良好效果，當地業主開始紛紛仿效。這種“早期的物業管理活動”，改善了居住的條件，為業主和承租人雙方帶來了利益，在一定程度上解決了房屋的維護和居住的環境管理的種種問題。

1890年，鋼結構的建築和電梯開始建造使用，美國等一些西方國家建築材料和技術不斷進步，出現了結構複雜，設施設備齊全的高層建築，帶來了運行管理中的建築維護，設備保養，業主服務等技術性和管理性很强的工作，現代意義上的物業管理也應運而生。1908年，由美國芝加哥大樓的所有者和管理者喬治·A·霍爾特組織的芝加哥建築物管理人員組織(CBMO——Chicago Building Managers Organization)召開了第一次全國性會議，宣告了全世界第一個專門的物業管理行業組織的誕生。

物業管理在我國首先發端于沿海發達城市，逐步向內陸地區延伸。20世紀80年代初，隨著我國改革開放的國策實施，物業管理首先由香港引入深圳。1981年3月10日，深圳市第一家涉外商品房管理的專業公司——深圳物業管理公司正式成立，開始對深圳經濟特區的涉外商品房實行統一的物業管理，這是我國國內物業管理邁出的第一步，標志著中國現代物業管理行業的誕生。

我國物業管理行業的發展主要經歷了以下三個階段：

起步階段：1981-2003年

20世紀80年代初，隨著我國改革開放的國策實施，物業管理作為市場經濟的產物之一才由香港引入。深圳是我國物業管理的發源地，1981年3月10日，深圳市第一家涉外商品房管理的專業公司——深圳物業管理公司正式成立，這是我國國內物業管理邁出的第一步，標志著這一新興行業的正式誕生。此後，相關行業組織陸續成立，但由於缺乏統一的行業法規，物業管理公司的專業性仍然不高。

規範化階段：2003-2014年

2003年9月1日，我國第一部《物業管理條例》正式施行，對規範物業管理，維護業主和物業管理企業的合法權益，改善人民群眾的生活和工作環境，提供了重要的法律依據。2007年10月1日《物權法》和修訂後的《物業管理條例》同時頒布實施，這兩部法律法規相輔相成，對物業行業很多方面都進行了規範，有效地彌補了舊《物業管理條例》的種種缺陷。物業管理行業開始走向規範化，專業化經營的道路。

市場化階段：2014年至今

2014年12月17日，國家發展改革委印發《關於放開部分服務價格意見的通知》，明確指導地方放開非保障性住房物業服務價格，鼓勵市場通過競爭提供質優價廉的多樣化服務，為物業服務行業帶來更大的發展空間，標誌著物業管理行業開始進入市場化的階段。

圖 1：行業里程碑

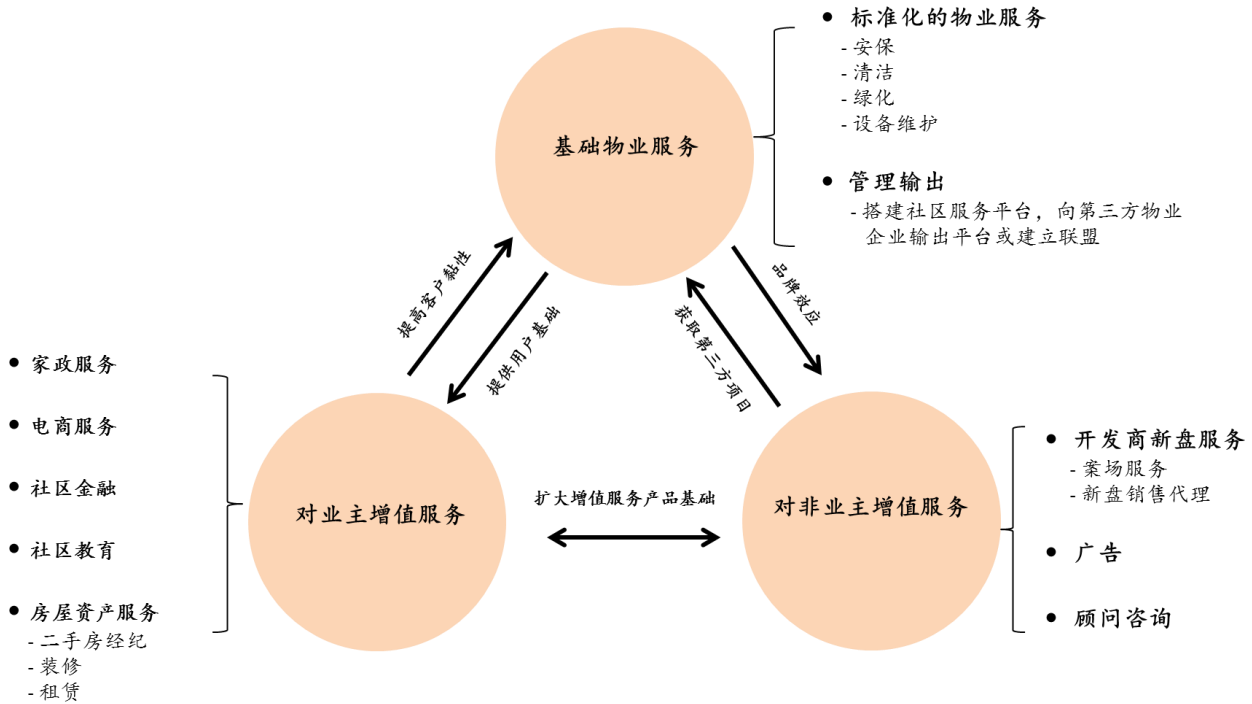
	年代	事件
起步階段	1981	深圳物業管理公司正式成立，開始對深圳經濟特區的涉外商品房實行統一的物業管理，這是我國國內物業管理邁出的第一步，標誌著這一新興行業的誕生
	1991	第一個業主委員會組織成立
	1993	第一家物業管理協會成立
	1994	第一部全國性物業管理部門規章頒布
	2000	中國物業管理協會成立
規範化階段	2003	我國第一部《物業管理條例》正式施行，對規範物業管理，維護業主和物業管理企業的合法權益，改善人民群眾的生活和工作環境，提供了重要的法律依據
	2007	《物權法》和修訂後的《物業管理條例》同時頒布實施
市場化階段	2014	《關於放開部分服務價格意見的通知》，明確指導地方放開非保障性住房物業服務價格，鼓勵市場通過競爭提供質優價廉的多樣化服務，為物業服務行業帶來更大的發展空間 彩生活(1778 HK)在香港上市，成為第一個上市的物業管理公司

資料來源：招銀國際

1.3 商業模式

目前，物業行業的業務板塊可以分為(1)基礎物業服務以及(2)增值服務。其中增值服務板塊可再細分為(2.1)對業主增值服務以及(2.2)對非業主增值服務。

圖 2: 物業商業模式

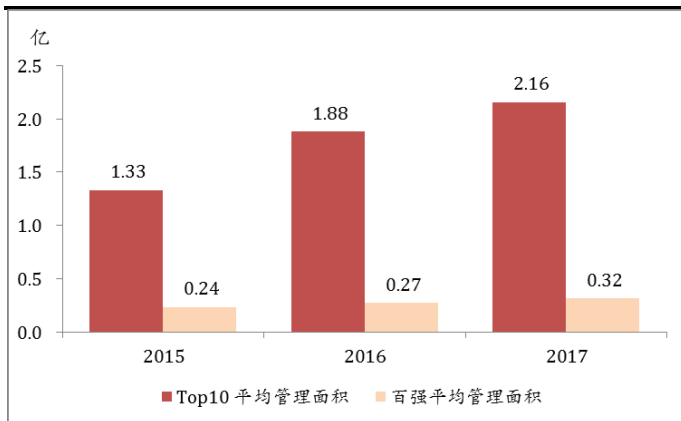


資料來源：招銀國際

在管面積

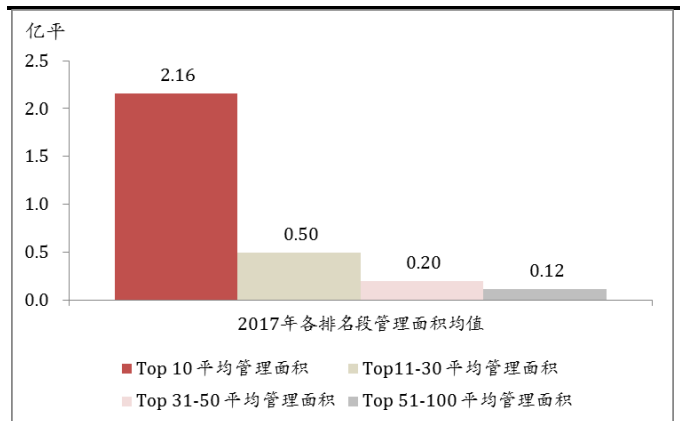
在管面積是物業公司核心生產要素，是所有業務開展的基礎。在城鎮化水平不斷提高、居民收入及人均住房建築面積快速增長的背景下，物業服務需求持續旺盛。根據中指院物業百強報告，2017年，百強企業管理面積均值達0.32億平，同比增長16.1%。其中規模型企業，TOP10的企業管理面積均值達2.16億平，同比增長14.6%。

圖 3: 平均管理面積



資料來源：物業百強報告

圖 4: 2017年各排名段管理面積均值

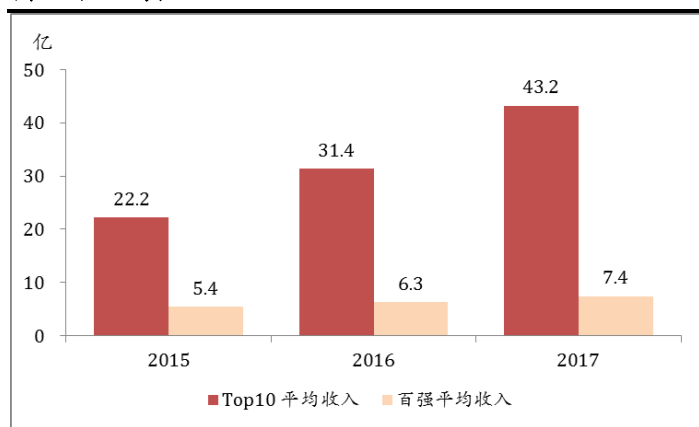


資料來源：物業百強報告

收入及利潤

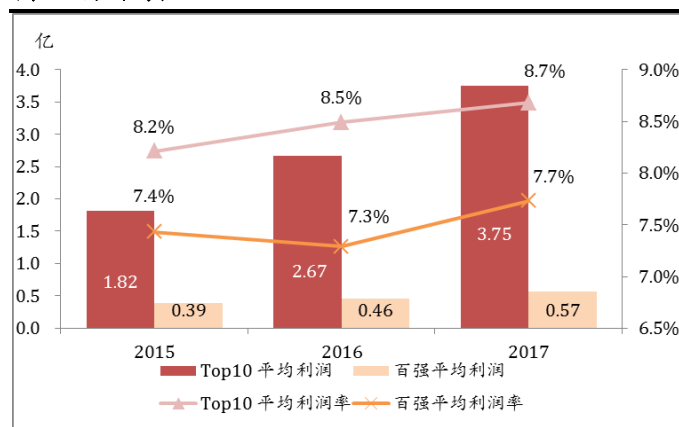
2017年，百強企業營業收入均值達7.42億，同比增長18.2%，淨利潤均值為0.57億，同比增長25.2%，淨利潤率為7.7%。規模型企業經營明顯優於平均，TOP 10的企業收入均值達43.2億，同比增長37.6%；淨利潤均值為3.75億，同比增長40.7%，淨利潤率為8.7%。

圖 5: 收入均值



資料來源：物業百強報告

圖 6: 利潤均值

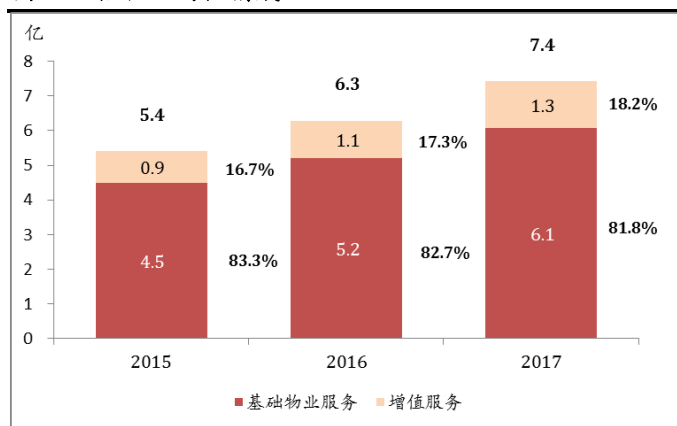


資料來源：物業百強報告

收入及利潤結構

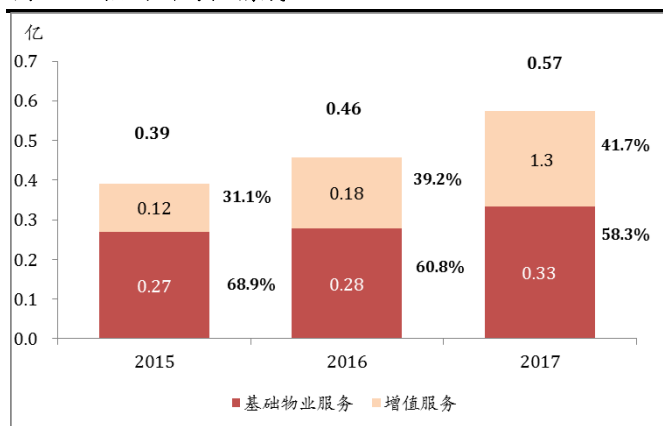
從收入結構上看，百強企業基礎物業服務收入均值占比為81.80%，增值服務為18.2%。基礎物業服務的淨利潤率為5.5%，增值服務為17.70%。因此，基礎物業服務淨利潤均值占比為58.3%，增值服務為41.7%。

圖 7: 百強收入均值構成



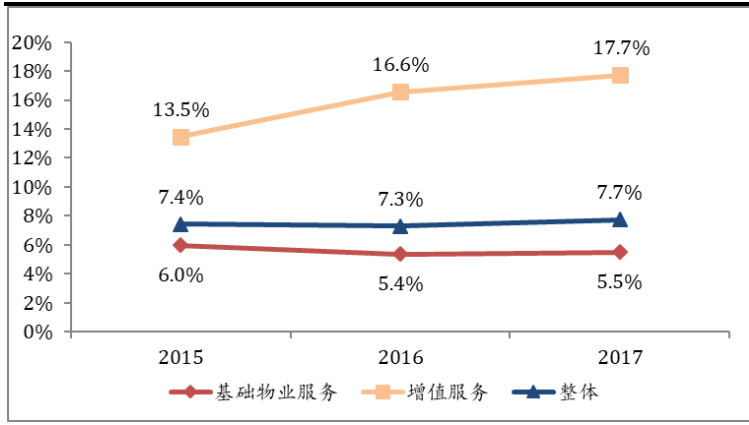
資料來源：物業百強報告

圖 8: 百強利潤均值構成



資料來源：物業百強報告

圖 9: 百強平均淨利潤率

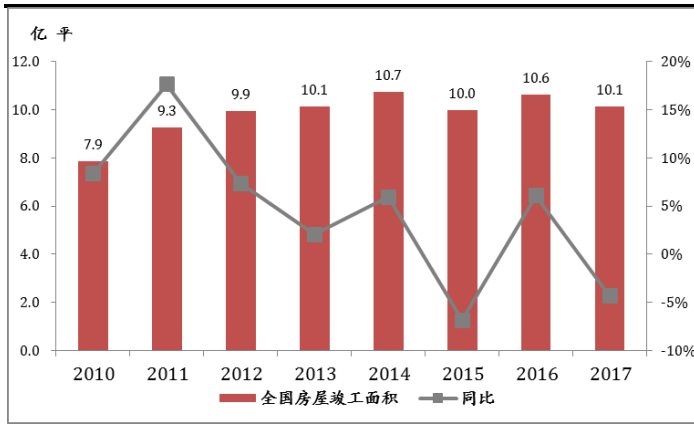


資料來源：物業百強報告

1.3.1 基礎物業服務-- 核心業務

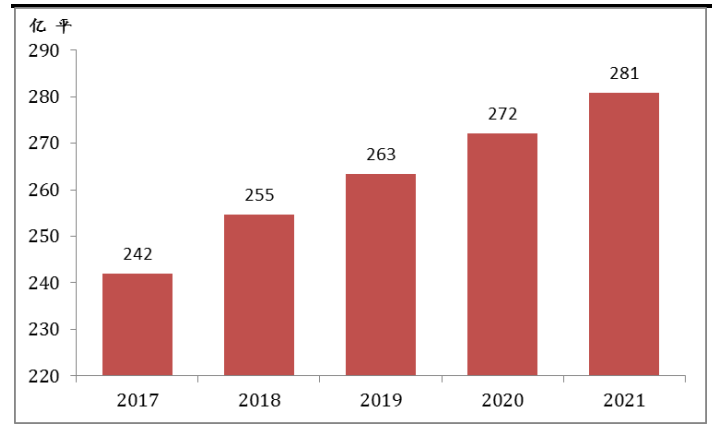
自 2014 年 3 月《國家新型城鎮化規劃(2014~2020 年)》發布實施以來，我國城鎮化發展得到扎實有序推進。根據 2010 年人口普查，當年存量房為 179 億平。我們假設之後每年竣工面積中 20%來自原有存量房的改建，得到 2017 年底的存量房面積為 242 億平。2017 年，住宅占百強面積的 60%。隨著城鎮化進程持續推進，我們保守估計 2021 年存量房將達 281 億平。若按照住宅占物業管理面積 80%計算，其餘物業類型的面積在 70 億平。若按照住宅 2.0 元/月/平，其餘物業 4.3 元/月/平的標準估算(2017 年百強：住宅 2.3 元/月/平 所有項目平均 4.36 元/月/平)，2021 年，基礎物業服務的市場將超過 1 萬億。

圖 10: 全國房屋竣工面積



資料來源：中國國家統計局

圖 11: 全國物業管理面積

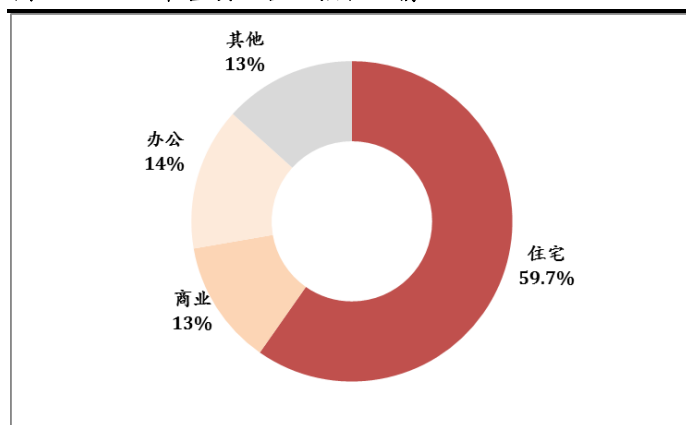


資料來源：招銀國際

項目類型

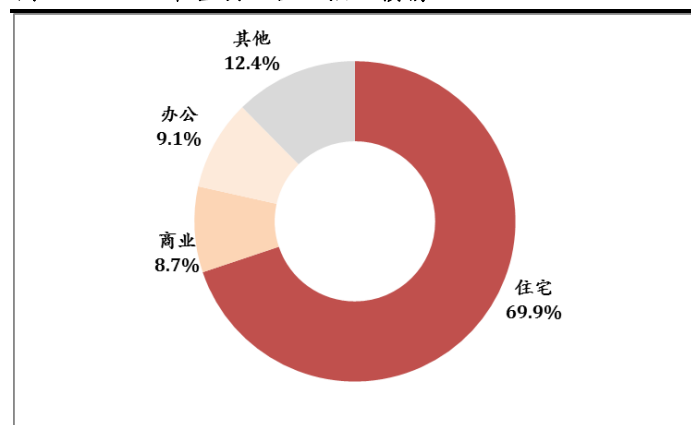
基礎物業服務的主要內容包括:安保、清潔、綠化、設備維修等。從管理項目的分類來看,可以分為住宅、商業、辦公、公眾、產業園區、學校、醫院物業等。其中,住宅、在2017年占百强面積的69.9%,占收入的59.7%,比重最大,其次是商業和辦公物業。

圖 12:2017 年各項目占百强收入情況



資料來源:物業百强報告

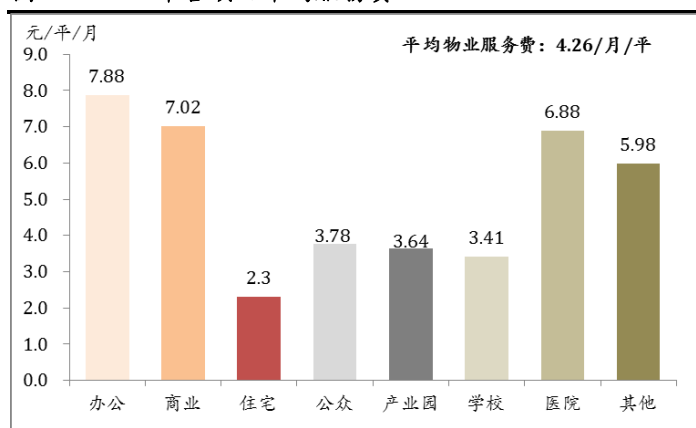
圖 13:2017 年各項目占百强面積情況



資料來源:物業百强報告

2017年,百强企業管理項目平均物業服務費為4.26元/平/月,略高于2016年的4.25元/平/月。分項目類型來看,辦公物業服務費最高,達7.88元/平/月,其次是商業物業服務費,為7.02元/平/月,住宅物業服務費最低,為2.30元/平/月。

圖 14:2017 年各項目平均服務費



資料來源:物業百强報告

收費模式

2003年國家《物業管理條例》頒布實施，確定物業管理收費方式有包乾制和酬金制兩種收費方式。

圖 15:包乾制于酬金制對比

	包乾制	酬金制
定義	業主向物業管理企業支付固定物業服務費用， 盈虧由物業企業承擔	物業公司在預收的物業服務資金中，按約定比例或者約定數額，提取酬金支付給物業管理企業，其餘全部用於物業服務合同約定的支出， 結余或者不足均由業主享有或者承擔
優點	1. 包乾制執行簡單、適合小型物業公司 2. 在業主委員會成員專業水平有限、精力有限的情况下，可以節省業主的 管理成本 3. 由於包乾制中節省成本可以提高物業公司利潤，一定程度上刺激物業公司進行 管理創新	1. 酬金制費用透明，對物業公司的費用支出可以監控，體現自主管理的理念，減少業主與物業公司的矛盾 2. 有利於提高物業公司 專業性
缺點	1. 降低成本可能是減低服務質量，使服務質量達不到約定標準，影響自身聲譽。要想獲得高的業主滿意度，則會增加成本，減少企業利潤	1. 對業主委員會的 管理水平 提出較高要求 2. 由於利益驅動，物業公司可能提高酬金基數，而業主處在信息劣勢，只能被動增加管理費用

資料來源：招銀國際

從上述比較可以看出，包乾制簡單易行，節省了業主的**管理成本**，同時激發物業企業創新管理，發展增值業務。但由於企業自負盈虧，節省成本以增加利潤可能導致業主滿意度降低等問題。相比包乾制，酬金制體現了市場經濟的要求，業主對物業的監管使得物業管理更加透明，有利於企業專業化水平提高，有效解決業主與物業企業之間溝通和不信任的問題，但酬金制也對業主管理水平提出了較高要求。

物業管理的目的之一是提升物業價值。從兩種收費特點來看，酬金制是物業收費的發展方向，在成熟的國外市場，物業收費普遍採用酬金制。目前，我國大部分小區的物業收費採用包乾制，主要原因是我國居民對物業消費承受能力不高，業主管理水平較低，而包乾制省去了帳目審計等管理工作。對於中低檔物業而言，包乾制收費相對較低，加上業主主動管理意識和知識限制，因此包乾制更加吸引。

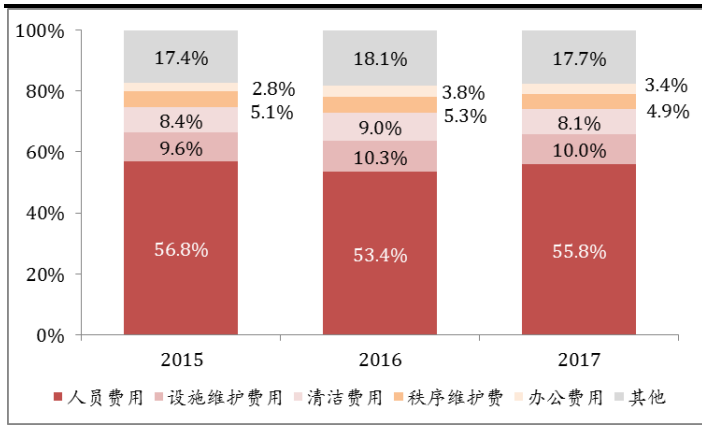
營業成本構成

2017年，百強企業經營成本構成中，人員費用占比55.8%、物業共用部分共用設施設備日常運行和維護費用、清潔衛生費、秩序維護費、辦公費用占比分別為10.0%、8.1%、4.9%。

基礎業務外包是行業發展趨勢，有利於專業化和精細化管理，百強企業外包占比持續提高。2017年，百強企業外包項目中，清潔業務外包項目數量占總項目數量的60.3%，綠化業務外包占比為43.1%，設備維護養護和秩序維護業務外包占比分別為36.8%和24.7%。

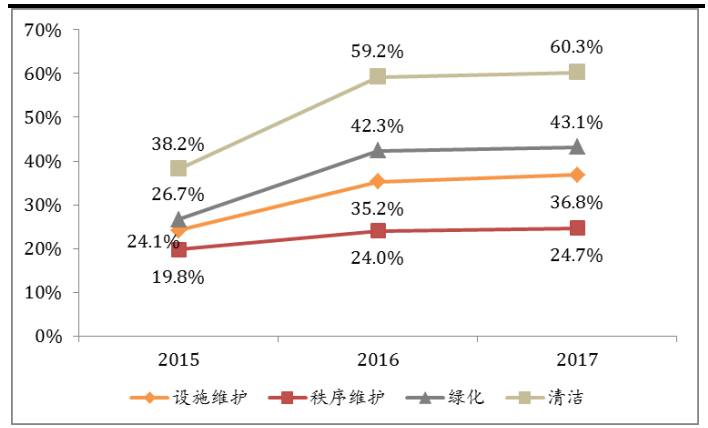
從外包人員占比來看，2017年，百強企業外包員工總數為46.9萬人，同比增長18.1%，外包員工占一線員工的38.3%，其中，清潔業務外包人數占外包員工總數的60.9%，秩序維護業務外包人數占比為20.6%，綠化和設備維修養護業務外包人數占比分別為12.2%和6.3%。

圖 16: 百強營業成本構成



資料來源：物業百強報告

圖 17: 百強各服務外包比例



資料來源：物業百強報告

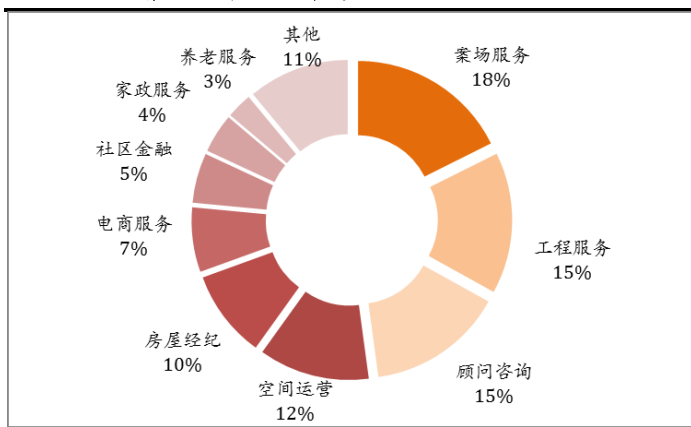
1.3.2 增值服務 - 新的增長點

成熟的增值業務模式仍在探索，但未來值得期待

近年來，物業管理行業從單一的經營模式轉向多元化經營。由於物業社區入口資源，能夠精準把握社區增值服務需求，物業公司逐漸從基礎物業服務提供者向社區生活服務提供者轉型。除了基礎物業服務，物業企業也開始為住戶提供圍繞社區生活的增值服務。

目前，物業企業開展比較廣泛的社區增值服務主要是社區 O2O。物業企業以自建的 APP 為載體，向社區居民提供生活服務類 O2O，如家政、維修等。同時通過 APP 平臺開展電商服務，銷售商品。除對業主的增值服務外，規模型物業企業輸出自身管理經驗，面向開發商開展諮詢類服務包括新盤前期物業諮詢、銷售中心物業管理等。

圖 18: 百強增值服務收入構成



資料來源：物業百強報告

我們認為目前社區增值業務並沒有形成固定或已成熟的商業模式。面對互聯網企業的競爭，物業企業開展社區 O2O 的優勢可能並不明顯，但這並不改變物業企業在社區經濟領域的發展，掌握社區入口優勢以及與住戶的近距離是其他互聯網公司難以匹配的。從目前的情況來看，物業企業參與(1)社區教育及(2)房屋租賃市場的空間非常廣闊。

社區教育的風口

目前，部分物業服務企業，已涉足社區教育領域。物業服務企業擁有場地及設施的主導權，通過長期服務業主取得的家庭信息及信任優勢，通過自建團隊或與教育機構合作引入教學資源，在社區內開展教育服務，開啓“物業+教育”的服務新模式。

圖 19:社區教育模式

社區教育類型	內容
社區早幼教育	面向社區內學前兒童，提供“家門口”的早教服務
社區學後托管	面向社區內 12 歲以下兒童，提供放學後的托管服務
社區 K-12 課外輔導	面向 K-12，將場所搬進社區，提供“家門口”的課外輔導服務

資料來源：招銀國際

圖 20:部分物業企業社區教育項目

公司	項目	類型
萬科物業	四點半學堂	社區學後托管
綠城服務	奇妙園	社區學後托管
金地物業	童來童趣成長俱樂部	社區早幼教育、社區學後托管

資料來源：招銀國際

以綠城服務為例，截至 2017 年底，公司通過自營與合作的方式共投入建設 27 家奇妙園及相關教育點。收費水平在 3,800-18,000 元/月不等，主要以早教形式為主，適于 12-18 個月的兒童，之後會嘗試错峰利用放學後時間，針對 6-12 周歲的兒童提供托管及相關服務。場地租金、園區裝修，教具配備等費用都由綠城服務承擔，公司預計新開門店通常需要 24 個月達到盈虧平衡，2019 年有望開始貢獻利潤。公司預計總門店數量于 2018 年底達到 50 家，于 2019 年底達到 100 家。

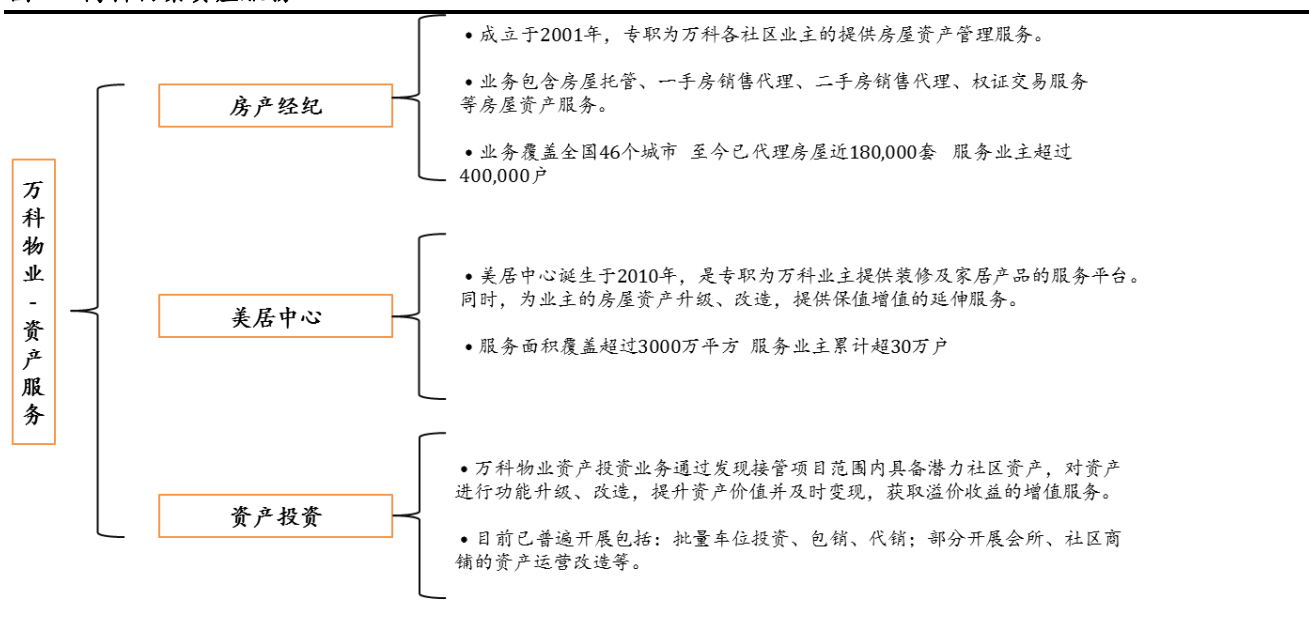
房屋經紀市場--近水樓臺先得月

物業服務企業公司在房屋租賃市場迎來了政策利好。2017 年 7 月 18 日，九部委出臺《關於在人口淨流入的大中城市加快發展住房租賃市場的通知》，鼓勵房地產開發企業、經紀機構、物業服務企業設立子公司拓展住房經紀業務。

除政策利好外，相比互聯網和普通門店中介，物業企業作為小區房屋的管理者和業主的服務者，在承租期內仍然可以替業主對租戶進行一定監督，保證了業主利益。同時，物業企業對小區和業主的近距離也是其重要優勢。目前多家物業服務企業已開展社區租賃業務。主要模式包括充當 (1) 二手房中介 (負責收集與發布信息，安排看房、簽約等) 及 (2) 充當二房東 (負責收取租金，維修、賠償房屋內設施)。

以萬科物業為例，“樸鄰”(前稱“萬科租售中心”)成立於 2001 年，專職為萬科各社區業主的提供房屋資產管理服務。業務包含房屋托管、一手房銷售代理、二手房銷售代理、權證交易服務等房屋資產服務。從 2015 年開始，萬科租售中心開啓市場化運營之路。2016 年，在上海成立首家樸鄰房產經紀有限公司的基礎上，萬科租售中心從經紀業務衍生出房屋二次裝修業務。2018 年 5 月 28 日，原萬科租售中心正式更名為樸鄰·萬科物業二手房專營店，分布在全國的 355 家門店同時揭牌亮相。除了租賃市場，萬科物業也延申至房屋有關資產服務，包括家裝和社區資產投資。

圖 21:萬科物業資產服務



資料來源：公司

1.4 行業現狀

資本聚焦物業行業

2014 年彩生活(1778 HK)作為首家中資物業股上市後, 市值一度超過母公司花樣年, 成為市場熱點。由於基礎物業管理業務擁有穩定的現金流, 收入風險低, 風險溢價小等特點, 越來越多的物業公司開始進入資本市場。港股市場方面, 目前共有彩生活、中海物業(2669 HK)、綠城服務(2869 HK)、彩生活(3319 HK)和碧桂園服務(6098 HK), 共 5 家規模型物業企業。中小物業企業則有中奧到家(1538 HK)、祈福生活(3686 HK)、浦江中國(1417 HK)。國內資本市場方面, 南都物業(603506 CH)在今年 2 月登陸 A 股, 而有 62 家企業上了新三板。我們相信在資本的推動下, 物業行業的發展將會進一步提速。將出現更多大型開發商分拆旗下的物業企業的情況。

圖 22:主板上市之物業企業

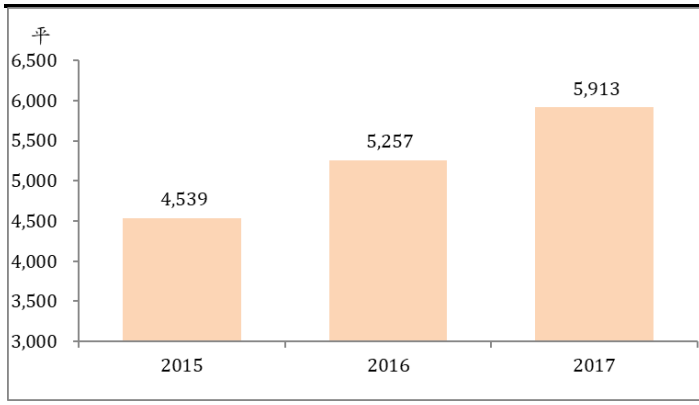
公司	代碼	上市地點	上市日期	上市首日市值	目前市值	漲幅
				(港股:億港元) (A 股:億人民幣)	(港股:億港元) (A 股:億人民幣)	
彩生活	1778	港股	2014-06-30	46.0	112.4	144%
中海物業	2669	港股	2015-10-23	34.8	92.4	165%
中奧到家	1538	港股	2015-11-25	15.0	10.1	-32%
綠城服務	2869	港股	2016-07-12	61.1	223.6	266%
祈福生活服務	3686	港股	2016-11-08	6.2	6.4	3%
浦江中國	1417	港股	2017-12-11	6.4	8.3	30%
南都物業	603506	A 股	2018-02-01	18.6	33.0	78%
雅生活服务	3319	港股	2018-02-09	126.1	196.0	55%
碧桂園服務	6098	港股	2018-06-19	250.0	339.5	36%

資料來源：Bloomberg, 招銀國際

物業科技創新，效率提升

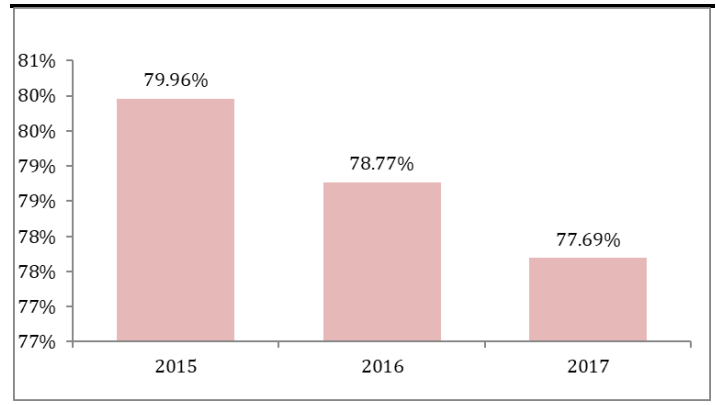
物業管理行業逐步由勞工密集，專注于傳統的物業管理服務向集約化、自動化、智能化、互聯化轉變。各家大型物業企業已經初步建立智能化的物業管理系統，如停車繳費、門禁系統、物業繳費系統、手機APP等。面對不斷攀升的人力成本，科技化、智能化的物業管理將是提高運營效率和節約成本的重要手段。同時，手機APP也是物業企業主要O2O平臺。2017年百強企業實現智能化投入均值為716萬元，較2016年提高49.8%，TOP10企業全部擁有自己的APP。人均管理面積從2015年4,539平提高至5,913平，營業成本率也呈緩慢下降趨勢。

圖 23:百強人均在管面積



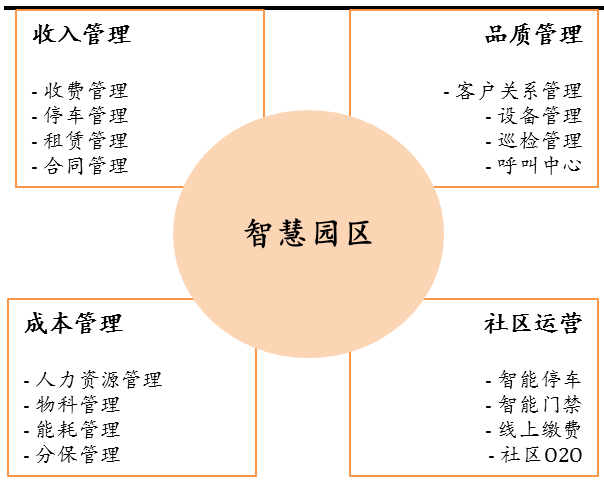
資料來源：物業百強報告

圖 24:百強營業成本率



資料來源：物業百強報告

圖 25:智慧園區示意圖



資料來源：招銀國際

圖 26:幸福綠城APP



資料來源：公司

整合加劇，收并購井噴，管理面積是目的

目前物業管理行業仍處于分散階段，公司衆多。小規模的物業管理公司主要通過價格優勢獲取項目，因此盈利水平低，非標準化的管理也使得業務拓展能力較差。而大型物業公司通過標準化的管理、優質的服務質量和品牌效應，加快擴大業務規模，盈利能力穩中有升。加上近年來物業公司進入資本市場，管理面積已經成爲一項重要指標。在資本的推動下，大型物業公司紛紛加快對管理面積的拓展，收并購井噴，行業集中度不斷上升，出現強者恒強，行業分化的趨勢。

目前，規模型物業企業通過(1)地產母公司的支持，(2)第三方拓展，(3)收并購中小物業公司，實現管理面積的增加。

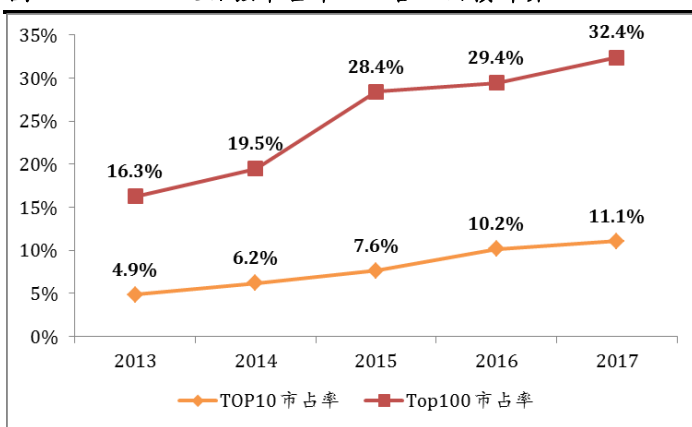
圖 27:部分物業企業收并購情況

企業	被收購企業	收購比例
萬科物業	東莞聖卓物業、卓弘物業、北京佰嘉物業、浙江耀江物業、中新蘇州和喬物業、雲南德潤物業	25%-100%
綠城服務	溫州雅園物業、吉林天順物業	50%-100%
彩生活	武漢天宇弘物業、上海同涑物業、開元國際物業、嘉創物業、萬象美	40%-100%
中海物業	中海宏洋物業、中信物業	100%
雅生活	上海綠地物業、南京紫竹物業、蘭州城關物業	51%-100%
南都物業	上海采林物業、江蘇金楓物業	70%-90%

資料來源：招銀國際、不完全統計

以管理面積計算，百強物業公司中TOP10的市占率由2013年底的4.9%逐步增加到2017年底的11.1%。而TOP100市占率由2013年底的16.3%逐步增加到2017年底的32.4%。

圖 28: TOP10 及百強市占率 - 以管理面積計算



資料來源：物業百強報告

背靠大型開發商是優勢

在日趨激烈的市場環境下，部分背靠大型開發商的物業公司將受益於母公司給予的項目支持，發展勢頭較中小型物業公司更好。同時，大型開發商主要在一二線城市進行開發，項目優質，服務價格較高，享有更好的區位布局。此外，依托母公司資源，物業企業開展增值服務的空間更大。2017年百強物業企業排名靠前的企業均有大型開發商作為依靠。

圖 29:部分百強物業企業

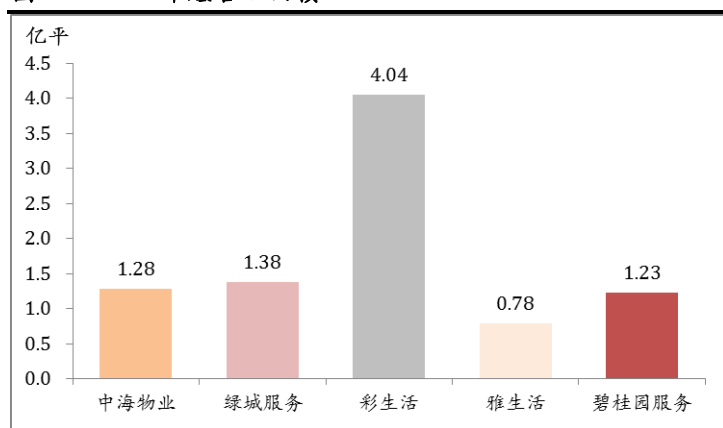
2017年物業百強排名	物業企業	母公司/關聯公司	母公司/關聯公司 2017年銷售排名
1	萬科物業發展股份有限公司	萬科	2
2	綠城物業服務集團有限公司	綠城中國	11
3	廣東碧桂園物業服務股份有限公司	碧桂園	1
4	長城物業集團股份有限公司	n.a.	n.a.
5	保利物業發展股份有限公司	保利	5
6	彩生活服务集團有限公司	花樣年	109
7	恒大物業(金碧有限公司)	恒大	3
8	金地物業管理集團公司	金地	11
9	龍湖物業服務集團有限公司	龍湖	8
10	金科物業服務集團有限公司	金科	27
11	中海物業集團有限公司	中海	7
11	華潤物業科技服務有限公司	華潤	12
11	雅居樂生活服務股份有限公司	雅居樂/綠地	6/25

資料來源：招銀國際

1.5 港股物業企業財務比較

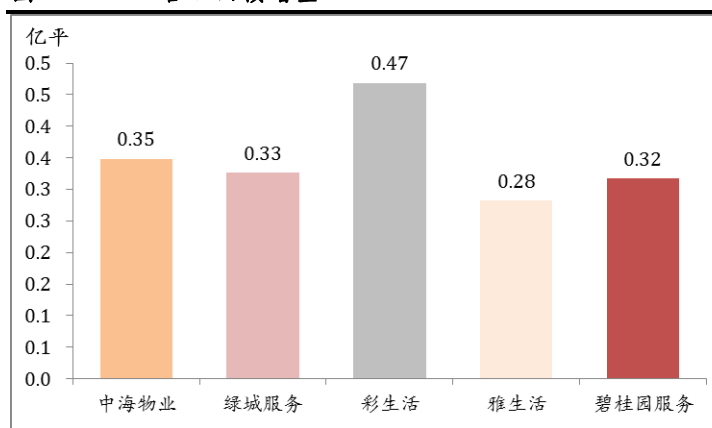
我們選取 5 家在港上市，具有一定規模的物業企業做比較。從管理面積上看，截至到 2017 年底，彩生活擁有最大的管理面積(4.04 億平方米)，其次是綠城服務(1.38 億平方米)和中海物業(1.28 億平方米)。從面積淨增量上看，彩生活略微高出，其他 4 家增量相當。

圖 30:2107 年底管理面積



資料來源：公司,招銀國際

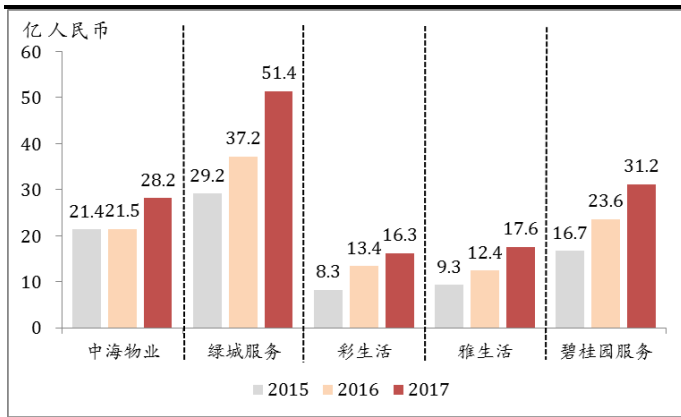
圖 31:2017 管理面積增量



資料來源：公司,招銀國際

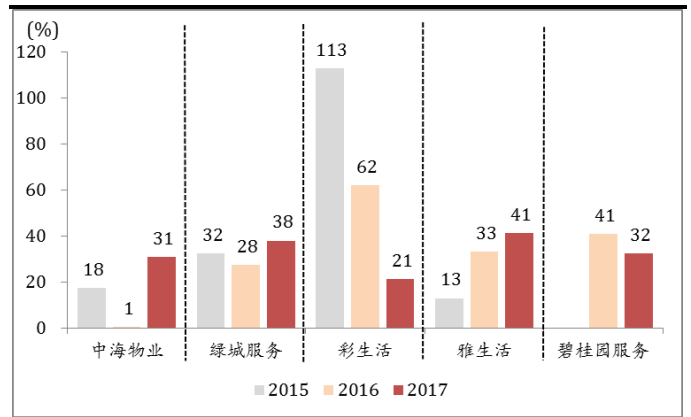
從收入角度上看，2017 年綠城服務收入最高，達 51.4 億。儘管彩生活擁有最多的管理面積，但由於平均服務單價偏低，收入是 5 家當中最底的。從收入增長上看，表現最好的是雅生活(41%)，其次是綠城服務(38%)和碧桂園服務(32%)。

圖 32:收入



資料來源：公司,招銀國際

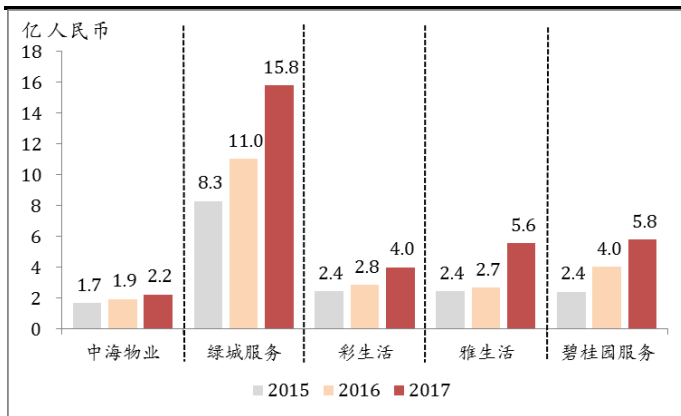
圖 33:收入同比增長



資料來源：公司,招銀國際

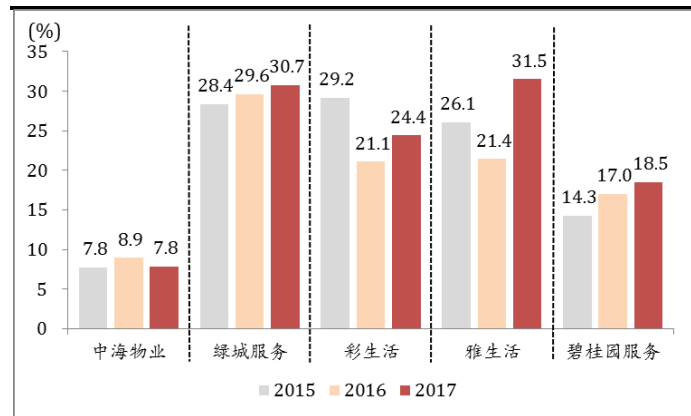
從收入構成上看，基礎物業服務仍然是最大的來源，但增服務的比重總體呈上升趨勢。其中彩生活、綠城服務在開展增值服務業務上較為領先，增值服務占收入比重均超過 30%。而中海物業在開展增值服務板塊方面相對落後于民營企業。

圖 34:增值服務收入



資料來源：公司,招銀國際

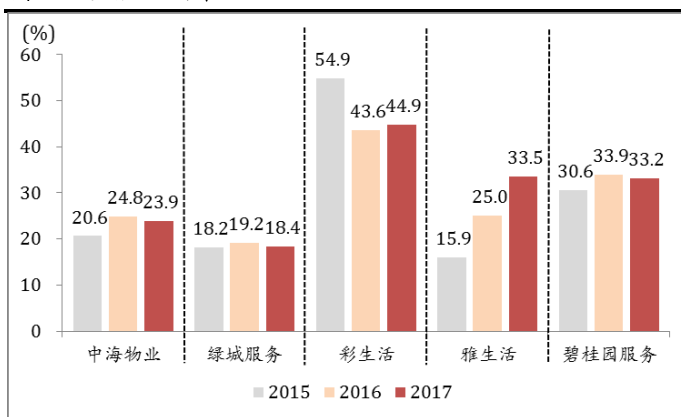
圖 35:增值服務占收入比



資料來源：公司,招銀國際

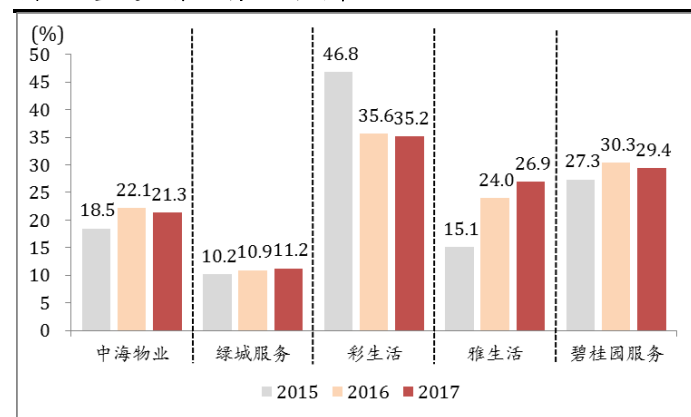
公司之間的毛利率差異較大，主要由于存量項目差異所致。酬金制項目利潤率明顯高于包乾制項目；辦公和商業物業項目高于住宅項目；新落成物業項目高于老舊物業項目；中高端高于低端物業。儘管綠城服務收入最高并且保持了較快增長，但由于存量項目的基礎物業服務毛利率偏低，綠城服務的整體毛利率偏低。

圖 36:整體毛利率



資料來源：公司,招銀國際

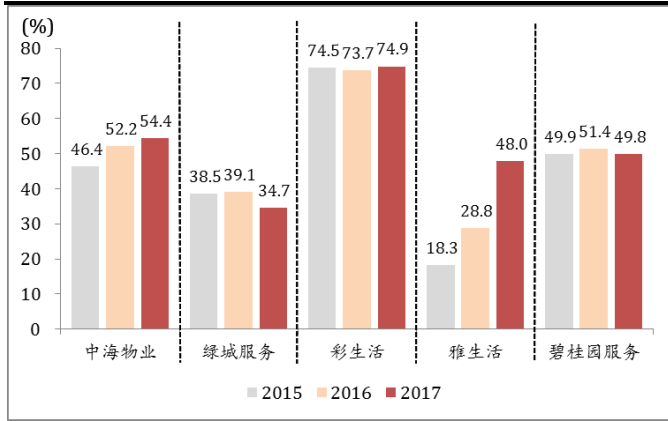
圖 37:基礎物業服務毛利率



資料來源：公司,招銀國際

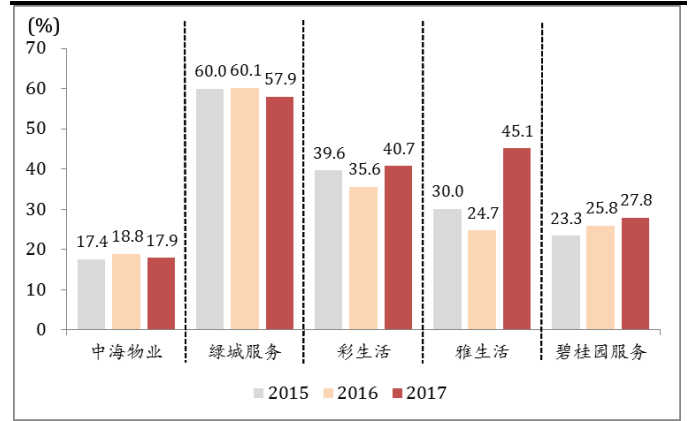
多家物業公司已經發力增值服務。由于增值服務的商業模式不同，增值服務的毛利率相差較大。增值服務享有的高毛利率提高了企業開展增值業務的積極性，逐漸成為利潤重要貢獻來源。其中綠城服務的增值服務業務對毛利貢獻超過 50%。我們認為增值服務占利潤的比重將會繼續增加。

圖 38: 增值服務毛利率



資料來源：公司,招銀國際

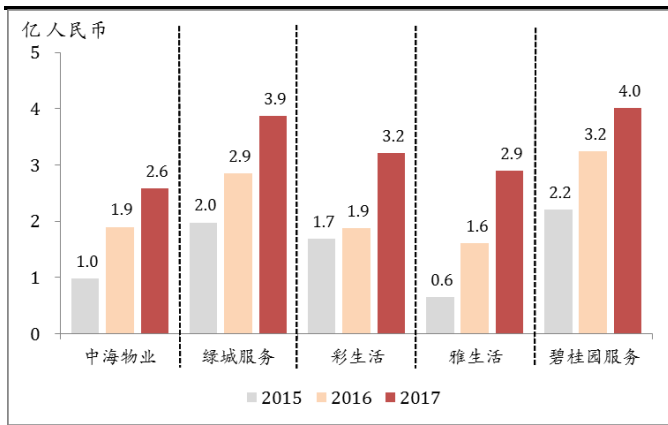
圖 39: 增值服務占毛利比重



資料來源：公司,招銀國際

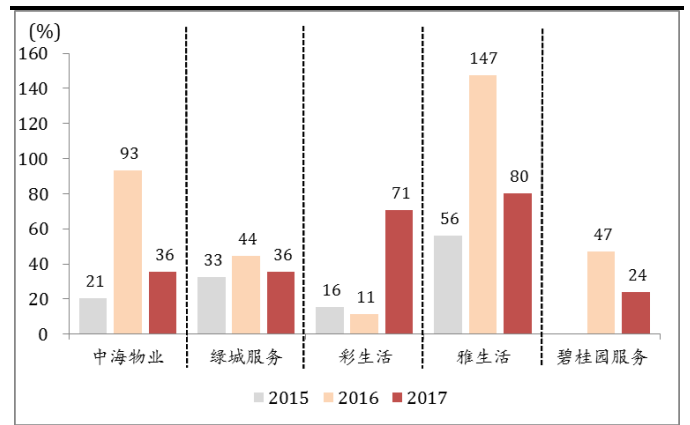
淨利潤方面，大型物業公司盈利增長近年來保持較穩健增長。我們認為在隨著第三方項目拓展、收并購的加速，利潤仍然能夠保持較高增速。

圖 40: 淨利潤



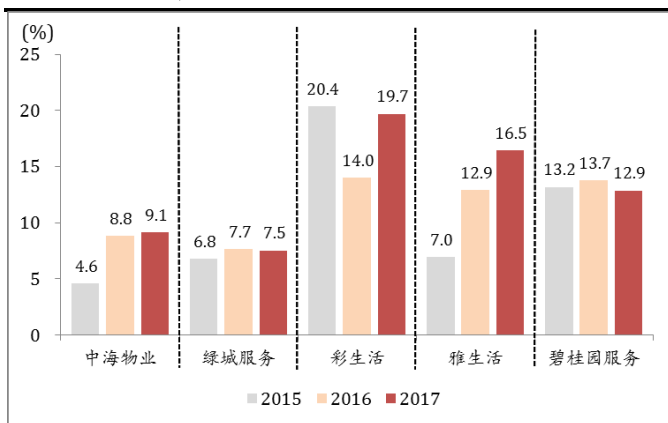
資料來源：公司,招銀國際

圖 41: 淨利潤同比



資料來源：公司,招銀國際

圖 42: 淨利潤率



資料來源：公司,招銀國際

總體而言，規模型物業企業盈利能力强，充足的管理面積使得公司擁有穩定可期的基礎物業服務收入。由于在管項目結構差異，各公司的基礎物業服務毛利率差異較大。由于存量業務基礎物業服務增長低，增長的主要手段包括(1)通過收并購、新接項目以增加在管面積；(2)大力度開展增值服務。

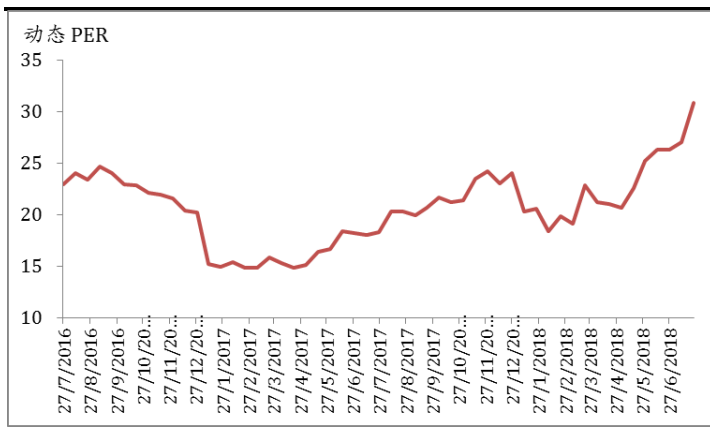
增值服務方面，該板塊的利潤率明顯高于基礎物業服務，是未來利潤增長主要動力。但由于增值服務開展時間普遍較短，我們認為短期存在一定波動。此外，各公司增值業務的模式各不相同，利潤率水平存在較大差異，橫向比較的意義并不大。我們認為更應該關注增長和商業模式。

在行業集中度上升的背景下，大型企業背靠母公司將獲取更多的優質資源，基礎物業服務增長可期，而增值服務的開展也將擁有更多資源，具有更好的爆發能力。

1.6 投資建議

我們給予中國物業行業“優于大市”的評級，并預期規模型企業將繼續保持高速增長。同時，我們也看到在市場避險情緒高漲狀態下，由于物業行業的抗周期性以及基本面的持續向好，物業板塊成爲資金流入的標的。

圖 40: 行業估值-PER



資料來源：Bloomberg, 招銀國際

我們認為目前上市的物業企業中，首選背靠大開發商的規模型物業企業。估值水平持續提高，我們認為目前股價已經反映了市場對行業高增長的預期，目前主要的投資風險來自業績的兌現，我們也看到上市物業企業紛紛加快收并購的步伐。我們繼續看好增速高、估值相對較低、基數低空間大的公司，首選 **雅生活 (3319 HK, 買入)**。

圖 41: 同業比較

	股价 港元	市值 亿港元	PE			未来3年 EPS CAGR	PEG	ROE			评级
	25/7/2018		18E	19E	20E			18E	19E	20E	
绿城服务	8.05	224	37.7	28.6	21.9	0.31	1.20	24.4	26.9	29.0	买入
中海物业	2.83	93	23.6	19.5	16.5	0.21	1.10	37.7	35.0	31.8	买入
雅生活	14.70	196	25.2	16.8	12.8	0.41	0.61	17.9	17.6	19.9	买入
彩生活	8.62	114	17.4	14.2	11.2	0.24	0.74	23.0	22.4	22.7	未评级
碧桂园服务	13.54	339	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	未评级

資料來源：Bloomberg, 招銀國際

雅生活 (3319 HK)

進入高速成長期

- ❖ **朝陽行業的投資機會。**近年來隨著城鎮化水平和人均可支配收入的不斷提高，物業行業開始顯現出其價值。我們認為物業行業在傳統物業管理和社區經濟兩個領域充滿巨大潛力，隨著城鎮化進一步推進，物業行業的價值也將不斷提升。我們對物業行業的前景保持樂觀。
- ❖ **物業行業的後起之秀。**雅生活是以中高端物業為主的物業管理服務供應商。公司在2017年經歷一系列重組和公司治理的建設後，在今年2月9日成功上市，新發行3.33億H股，占發行後股本的25%，發行價格為每股12.3港元，集資近40億港元。截止到2017年底，公司已在全國69個城市布局，在管面積達7,834萬平。
- ❖ **來自兩大開發商支持。**雅生活于去年6月收購綠地控股旗下的綠地物業，同年8月，公司與綠地控股建立戰略聯盟，綠地控股通過旗下公司向雅生活注資10億人民幣，目前綠地持有雅生活15%的股權。目前雅生活以“雅居樂物業”和“綠地物業”兩個品牌開展經營。公司的兩個大股東已經同意每年分別向雅生活交付相當面積的物業項目。除此之外，兩個股東也將在非業主增值服務上與雅生活開展合作，這包括一手房的代理銷售。我們認為目前行業規模競爭激進，集中度上升，而擁有強大股東背景的物業公司將有很大優勢。
- ❖ **規模快速擴大。**根據公司管理層介紹，在雅生活成功上市後，公司將著力擴大業務規模，通過(1)內在增長和(2)收并購增加管理項目面積。除股東每年交付的面積外，公司也積極拓展第三方業務。2017年，公司成立了200人的市場拓展團隊，專門面向第三方發商爭取項目。收并購方面，根據招股書顯示，近40億港元的集資額中，65%將用于收并購或戰略投資。在今年4月9日，公司宣布收購南京紫竹物業51%的股權，總代價2.05億人民幣。
- ❖ **給予買入評級。**我們預計公司2018-2020每股盈利0.51元、0.74元和1.02元人民幣。我們預計公司今年收入有望超過綠城服務(2869 HK,買入)達6.8億人民幣。
- ❖ **投資風險：**(1)收并購存在較大不確定性；(2)大股東支持不及預期；(3)增值服務增長不及預期。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	1,245	1,761	4,000	5,821	7,918
淨利潤(百萬人民幣)	161	290	677	986	1,365
EPS(人民幣)	0.22	0.35	0.51	0.74	1.02
EPS變動(%)	N.A	59.1	45.1	45.6	38.5
市盈率(x)	54.1	34.0	23.4	16.1	11.6
市帳率(x)	32.3	22.3	3.8	3.3	2.8
股息率(%)	n.a.	n.a.	1.7	2.8	3.9
權益收益率(%)	57.5	19.7	13.3	17.6	21.4
淨財務杠杆率(%)	88.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

財務報表

利潤表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,245	1,761	4,000	5,821	7,918
物业管理服务	978	1,206	2,869	4,194	5,568
非业主增值服务	212	453	907	1,269	1,777
业主增值服务	55	102	224	358	573
销售成本	(933)	(1,170)	(2,609)	(3,807)	(5,138)
毛利	312	591	1,392	2,015	2,780
其他收入	5	11	24	46	56
销售费用	(19)	(33)	(80)	(116)	(158)
行政费用	(79)	(170)	(400)	(582)	(792)
其他收益	(1)	(0)	-	-	-
息税前收益	217	399	936	1,362	1,886
联营公司	-	-	-	-	-
净融资成本	15	4	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	232	403	936	1,362	1,886
所得税	(63)	(102)	(234)	(340)	(472)
非控制股东权益	(8)	(10)	(25)	(36)	(50)
净利润	161	290	677	986	1,365

来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	720	1,112	1,022	942	870
物业、厂房及设备	62	71	84	95	106
联营、合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他	647	12	12	13	14
无形资产	11	1,029	926	834	750
流动资产	1,179	1,399	6,228	7,874	9,845
存货	24	17	39	57	76
贸易及其他应收账款	223	488	1,000	1,455	1,980
现金及现金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735
受限制银行结余	3	0	0	0	0
其他	405	13	27	39	53
流动负债	1,000	1,015	2,101	3,066	4,139
贸易及其他应付帐款	732	923	2,007	2,928	3,952
预收款项	29	30	67	98	133
银行借款	200	-	-	-	-
其他	39	62	27	39	53
非流动负债	596	22	49	72	97
银行借款	596	-	-	-	-
其他	0	22	49	72	97
资产净额	303	1,474	5,100	5,678	6,479
非控股权益	24	2	27	62	112
权益股东应占总权益	280	1,472	5,074	5,616	6,367

来源:公司资料,招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	217	398	936	1,362	1,886
折旧和摊销	6	16	110	101	93
营运资金变动	187	(43)	561	497	535
税务开支	2	(7)	27	22	25
其他	(68)	(76)	(234)	(340)	(472)
经营活动所得现金净额	344	287	1,399	1,642	2,067
购置固定资产	(14)	(30)	(20)	(20)	(20)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(201)	79	24	46	56
投资活动所得现金净额	(215)	49	4	26	36
股份发行	16	1,203	3,195	-	-
净银行借贷	201	(809)	-	-	-
股息	-	(298)	(271)	(444)	(614)
利息支付	35	7	-	-	-
其他	(62)	(82)	(45)	(64)	(76)
融资活动所得现金净额	190	20	2,879	(508)	(690)
现金增加净额	319	357	4,283	1,160	1,413
年初现金及现金等价物	204	523	880	5,162	6,322
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735
年末资产负债表现金及现金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735

来源:公司资料,招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业管理服务	78.6	68.5	71.7	72.0	70.3
非业主增值服务	17.1	25.7	22.7	21.8	22.4
业主增值服务	4.4	5.8	5.6	6.2	7.2
总额	100.1	100.0	100.0	100.0	99.9

盈利能力比率(%)

毛利率	25.0	33.5	34.8	34.6	35.1
税前利率	18.6	22.9	23.4	23.4	23.8
息税前收益	12.9	16.5	16.9	16.9	17.2
有效税率	27.1	25.4	25.0	25.0	25.0

增长(%)

收入	33.2	41.5	127.2	45.5	36.0
毛利	109.4	89.5	135.6	44.8	38.0
净利润率	147.2	83.5	134.8	45.6	38.5
净利润	147.3	80.3	133.7	45.6	38.5

资产负债比率

流动比率(x)	1.2	1.4	3.0	2.6	2.4
平均应收账款周转天数	65	101	91	91	91
平均应付账款周转天数	286	288	281	281	281
平均存货周转天数	9.5	5.4	5.4	5.4	5.4
净负债/总权益比率(%)	88.6	net cash	net cash	net cash	net cash

回报率(%)

资本回报率	57.5	19.7	13.3	17.6	21.4
资产回报率	8.9	12.0	9.7	11.6	13.2

每股数据

每股盈利(人民币)	0.22	0.35	0.51	0.74	1.02
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	0.20	0.33	0.46
每股账面值(人民币)	0.37	0.53	3.11	3.59	4.21

来源:公司资料,招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45/46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

2018年07月26日