



2020年2月21日

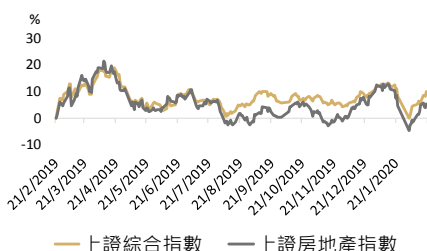
在下一个维度寻觅蓝海

投资评级

物业开发及管理：中性

投资亮点

市场表现



数据源：彭博

数据截至 2020 年 2 月 20 日

譚美琪 Cynthia Tam
CFA

宝新证券研究部助理经理

电话：(852) 2379 8906

电邮：cynthia.tam@hk1282sec.com

更多：



■ 维持对房地产行业中性看法

2020年，我们维持对房地产行业中性看法，虽然我们预期收紧政策减少，但今年受新冠肺炎疫情影响，早前内地多个城市已要求发展商停止售楼活动，会拖累全年住宅销售增长，加上人民币仍处弱势，为外债比例高的内房板块带来负担。同时，过往棚改带来的需求增长已不复见，价量均有压力。不过鉴于地产上下游产业链长，行业为国家经济之定海神针，政策收紧空间不大，但凡有偏鸽政策出台，都可为投资者带来机会。市场预料行业会于第二季度逐渐恢复，现时不用过份悲观。

■ 疫情影响下，政策方向将会是「地方微调放松」

参考当年沙士于第一季度扩散，第二季进一步爆发，我国GDP当季同比增速由第一季度的11.1%下跌至第二季度的9.1%，期后于第三季度开始逐渐回复增长动力，可见疫症预计影响GDP一个季度。房地产为经济定海神针，政策于今年会适度趋松。最近各地推出政策应对疫情，相关政策主要是延迟缴纳土地出让金、放宽预售条件、开竣工时间顺延等多方面扶持房企的政策，可见政策偏向于支持行业稳健发展，我们认为将来的政策方向将会是以「地方微调放松」作主旋律。

■ 物管板块具长线投资价值，但应等待更好入市时机

物业管理板块于2019年至今跑赢大市，原因包括1) 房市红海市场足以支持物业管理行业发展；2) 物业管理公司收入模式稳定，进可攻退可守；3) 增值服务业务为增长点；4) 行内并购支持强者恒强；5) 2B及2G为住宅物业管理以外的蓝海市场。我们认为该板块具长线投资价值，但现时估值属偏高，投资者宜等待更好入市时机。

■ 行业首选为雅生活服务(03319)，目标价40港元

行业首选为雅生活服务(03319)，利好因素包括1) 早前收购广州粤华股权及中民物业有助集团拓展非住宅物业管理业务；2) 第三方管理面积增速快；以及3) 增值服务增速胜同业。我们预测集团2019/20/21年盈利分别为12.4亿元人民币/18.5亿元人民币/23.5亿元人民币，使用26倍市盈率，得到每股估值为40港元，予以「持有」评级。

房地产开发行业分析

1. 2019 年第 4 季的房地产板块升浪能否于 2020 年卷土重来?	4
2. 行业供需面分析	7
3. 2020 年房市去向: 等待疫情过后, 供给驱动销售增长	9
4. 2020 年政策展望	13

物业管理行业分析

1. 为何看好物业管理板块?	22
2. 行业背景	23
3. 投资亮点	32
4. 从多个维度分析企业增长潜力	41

雅生活服务(03319)

1. 收入及净利增长快速	51
2. 管理面积快速扩张	54
3. 开拓非住宅物管细分市场	61
4. 增值业务动力强	65
5. 估值	70
6. 财务报表分析和预测	71

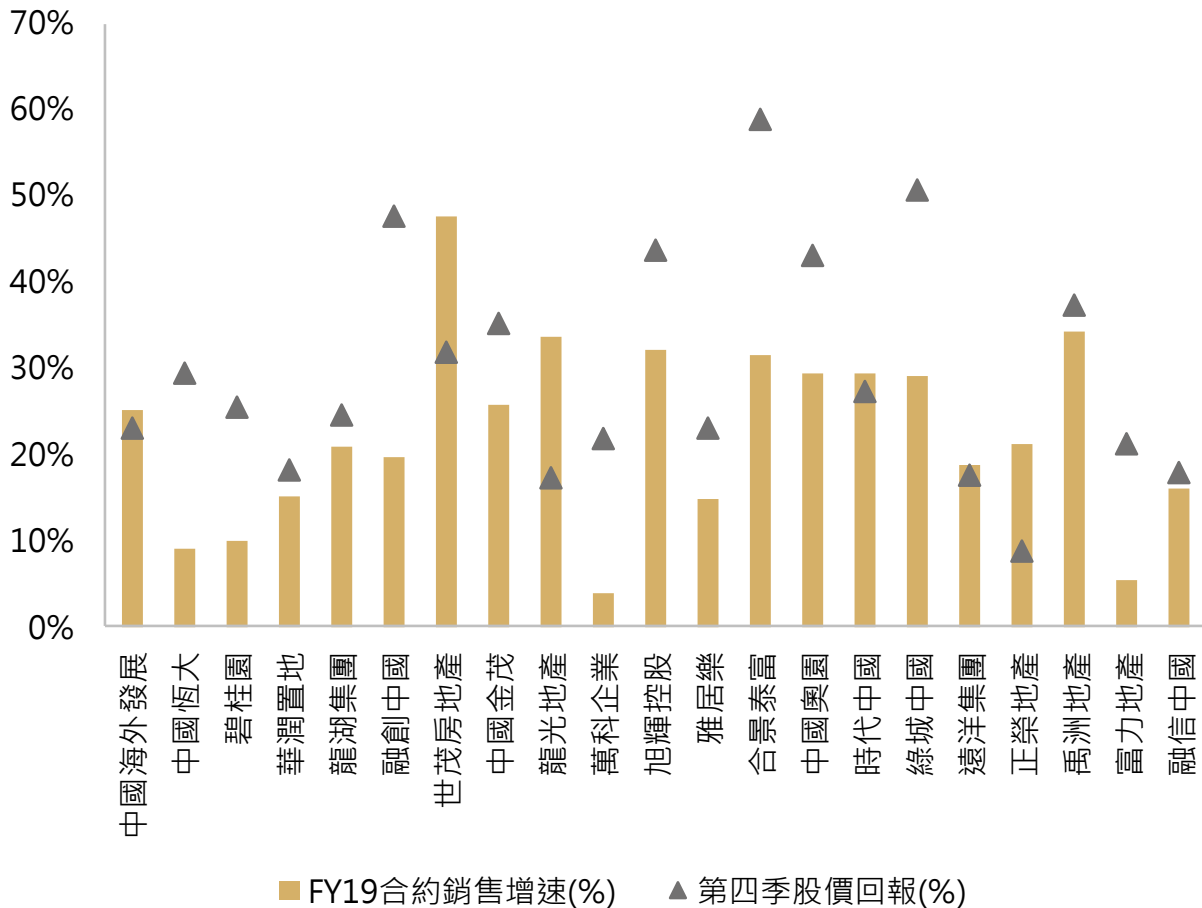
房地产开发行业分析



1. 2019 年第 4 季的房地产板块升浪能否于 2020 年卷土重来？

要推测升浪会否重来，就要先分析升浪背后的原因，再判断该等利好因素于 2020 年是否仍然存在。

图 1：第 4 季行业回报



数据源：彭博、宝新整合

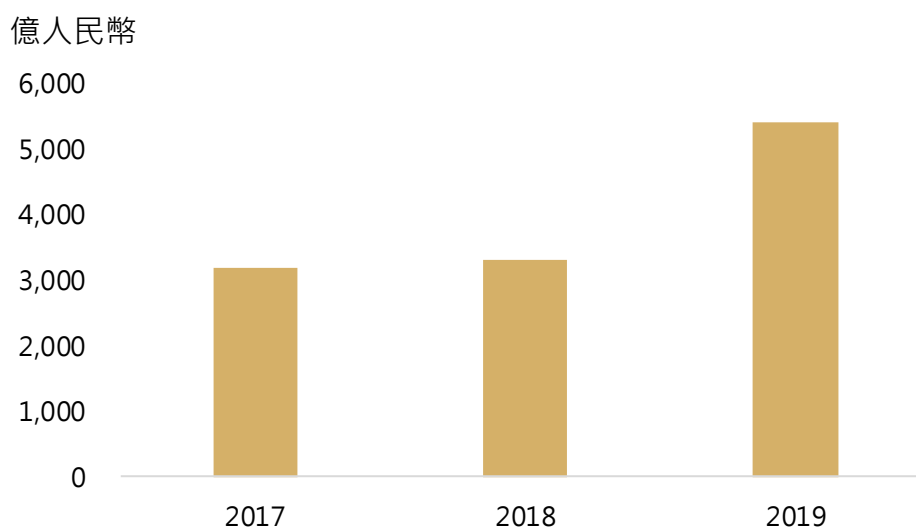
2019 年第 4 季房地产板块跑赢大市，主要原因包括：1) 销售数据理想；2) 政策支持；3) 人民币兑美金转强。

1) **销售数据理想**：内房股第四季销售增长强劲，恒大、碧桂园、世茂房地产、龙光地产、旭辉控股、合景泰富、时代中国、绿城中国均增长逾 4 成。若按全年销售金额计算，世茂房地产、禹洲地产、龙光地产、旭辉控股、合景泰富分别增长 47.6%、34.1%、33.7%、32% 及 31.5%。

2) **政策支持**：中央对内房行业释出两大正面讯号。第一个正面讯号是证监会向发展商包括富力(2777)及首创置业(2868)批出 H 股发行准许。第二个正面讯号是 2019 年 12 月的中央政治局会议并无提及内地房地产行业，较 7 月时立场更为「鸽派」，象征内地未来有机会释出更多放松政策。

3) **人民币兑美金转强**：内房要在境内银行融资不易，因此在资金需求下，很多房企选择在离岸市场发债。根据行业数据显示，2019 年全年，房地产企业海外融资总额达到 752 亿美元，同比上涨 52%，发债总额创下新高。

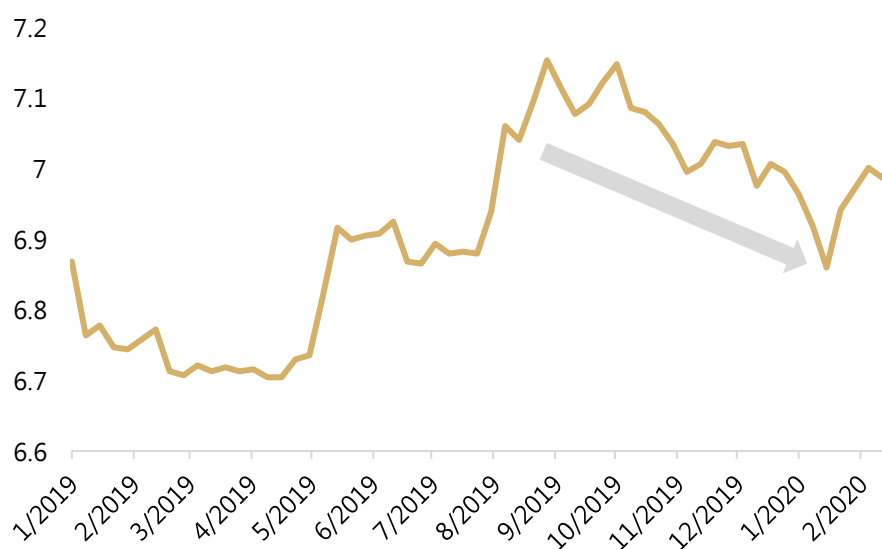
图 2：房企美元债发行规模



数据源：彭博、宝新整合

在第 4 季人民币兑美金转强的情况下，房企的外债偿还压力减少，行业风险降低，令投资者再次配置内房股。

图 3：人民币兑美金走势



数据源：彭博、宝新整合

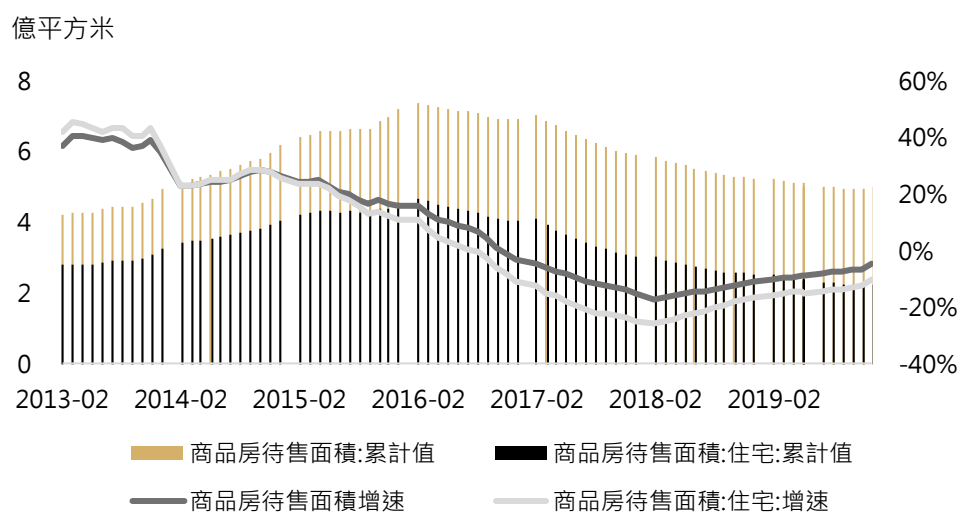
2020年，我们维持对房地产行业中性看法，虽然我们预期收紧政策减少，但今年受新冠肺炎疫情影响，早前内地多个城市已要求发展商停止售楼活动，会拖累全年住宅销售增长，加上人民币仍处弱势，为外债比例高的内房板块带来负担。同时，行业现行库存(广义)水平正在增加，过往棚改带来的需求增长已不复见，价量均有压力。不过鉴于地产上下游产业链长，行业为国家经济之定海神针，政策收紧空间不大，但凡有偏鸽政策出台，都可为投资者带来机会。

2. 行业供需面分析

2.1 狭义地产库存

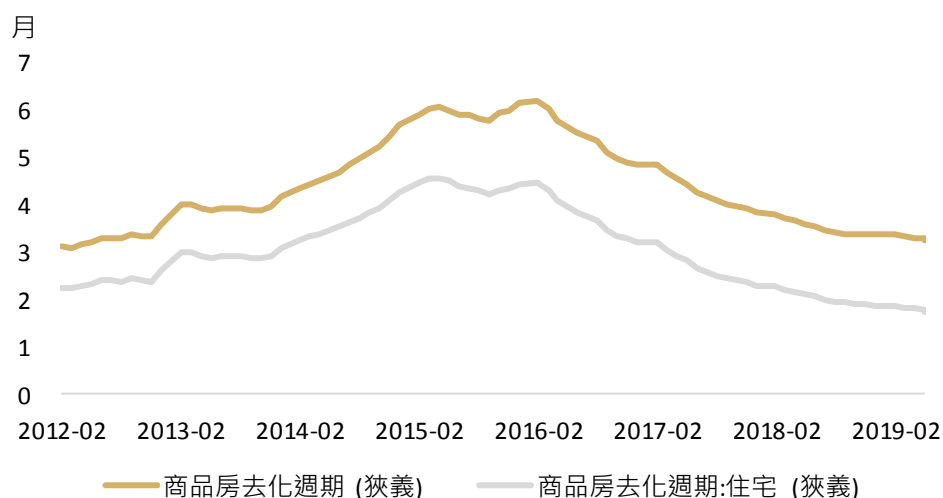
从狭义地产库存去化周期看，2019年12月底，商品房待售面积为4.98亿平方米，同比下降4.9%，较2018年底减少2,600万平方米，商品房库存去化周期为3.2个月，其中住宅商品房库存去化周期为1.7个月，虽去化周期降低，但库存去化速度有所减慢。

图4：商品房库存(狭义)



数据来源：万得、宝新整合

图5：商品房去化周期(狭义)

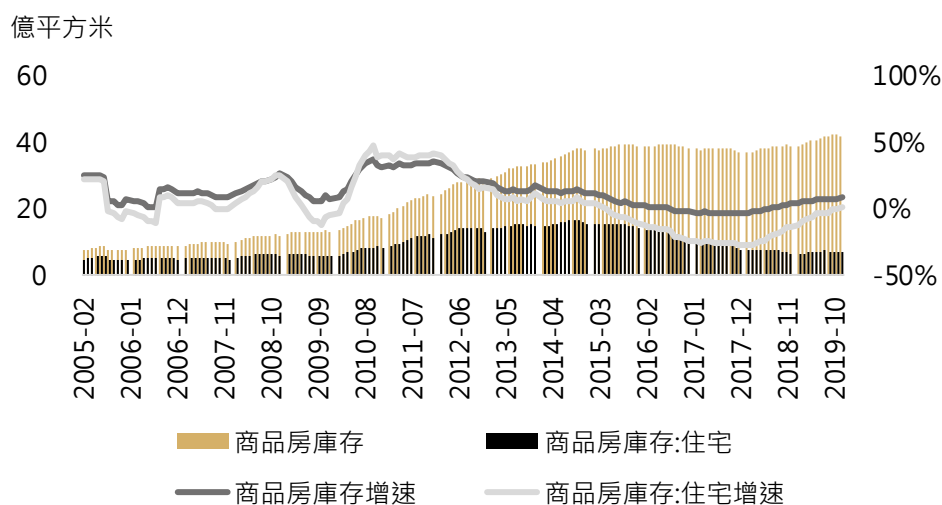


数据来源：万得、宝新整合

■ 2.2 广义地产库存

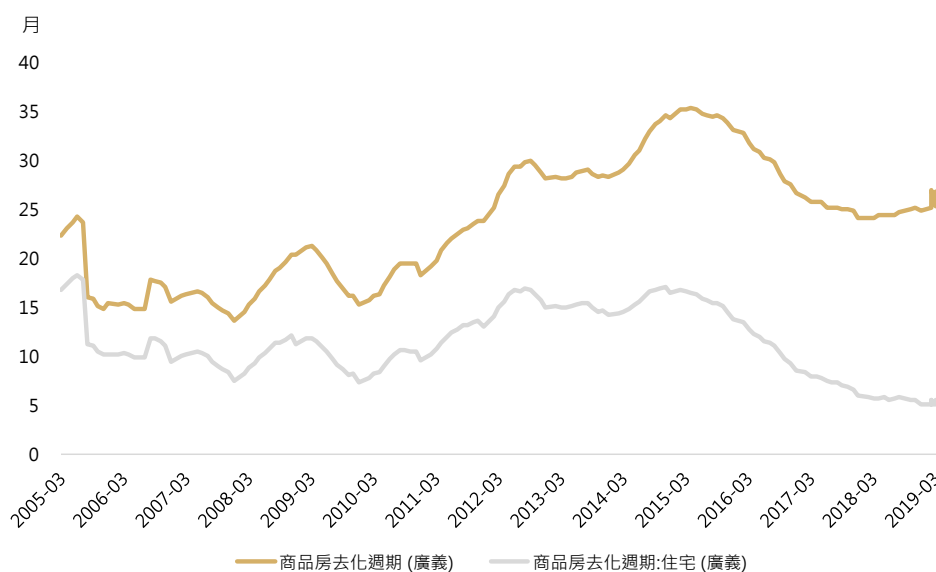
待售面积仅包含已竣工且未销售面积，未考虑已开工未竣工面积，容易低估地产库存。因而我们偏向用广义地产库存去化周期去分析，计及新开工面积及销售面积，12月底商品房库存去化周期为27个月，对于现时高于两年的去化周期，而库存自2018年开始正在增加，我们认为值得关注，虽尚未到达危险水平，但在棚改政策退坡下，社会刚性需求不足，加上全球经济有衰退风险，我国房屋需求难大增，以及人口增长进一步放慢，导致库存周期有回升风险。

图6：商品房库存(广义)



数据源：万得、宝新整合

图7：商品房去化周期(广义)



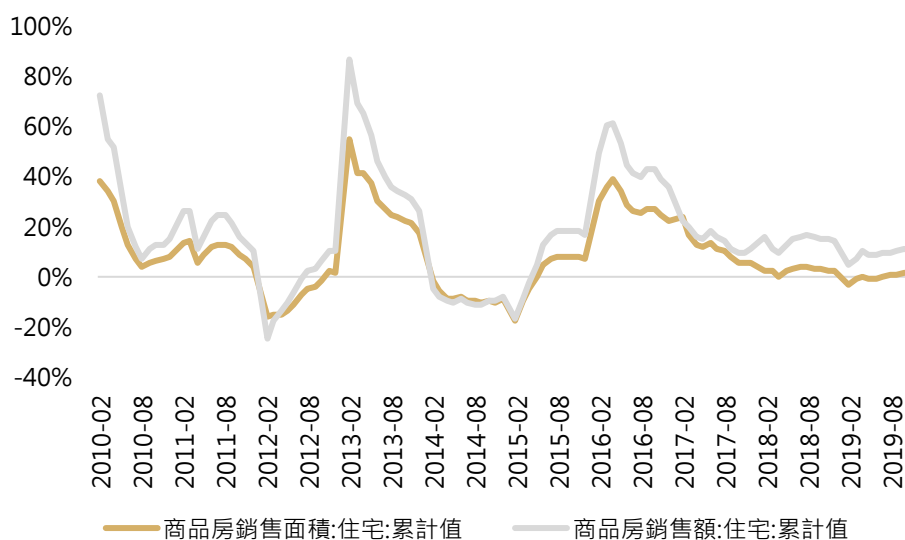
数据源：万得、宝新整合

3. 2020 年房市去向：等待疫情过后，供给驱动销售增长

3.1 2019 年销售情况

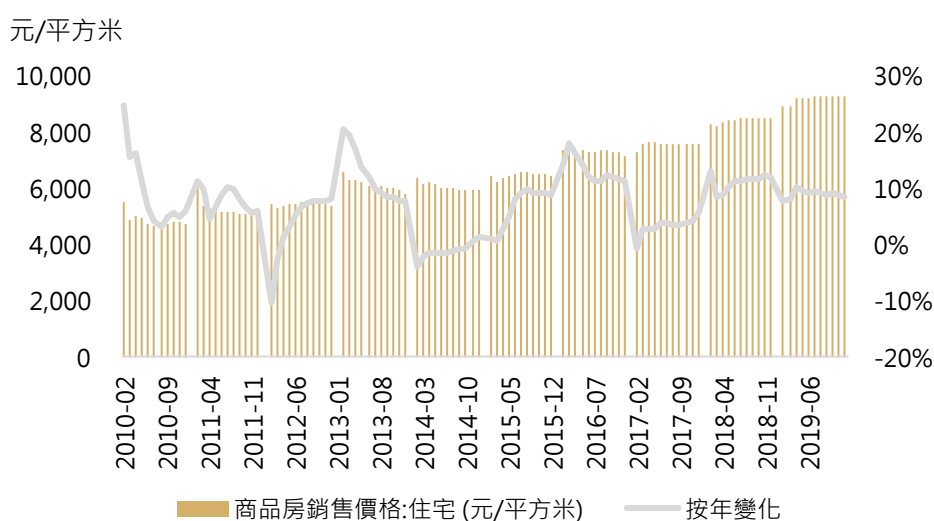
2019 年全国商品房销售面积累计 17.2 亿平方米，按年跌 0.1%；销售金额 16.0 万亿元人民币，按年增长 6.5%，隐含全国新房销售均价按年上涨 6.6%。

图 8：全国商品房住宅销售面积及销售增速



数据来源：万得、宝新整合

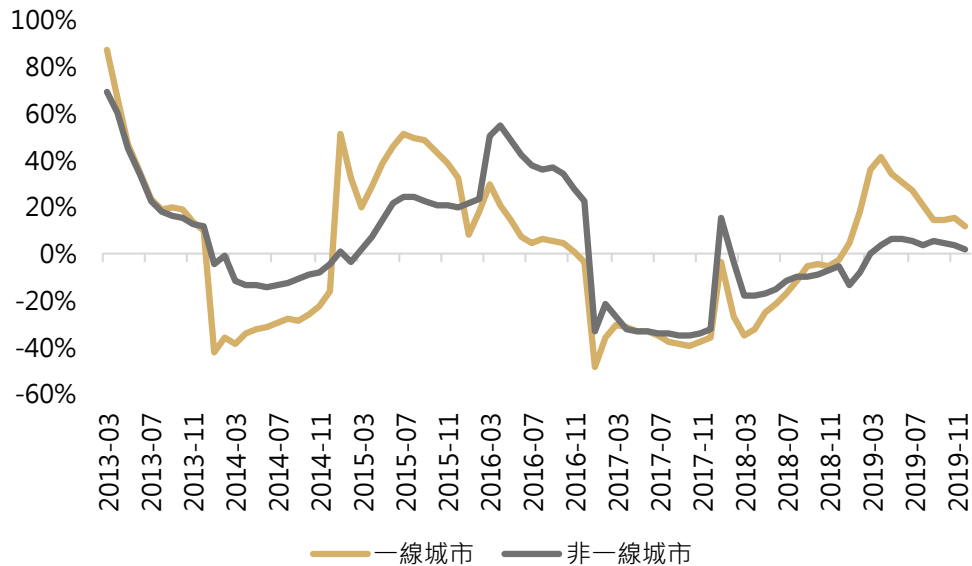
图 9：全国商品房住宅销售均价变化



数据来源：万得、宝新整合

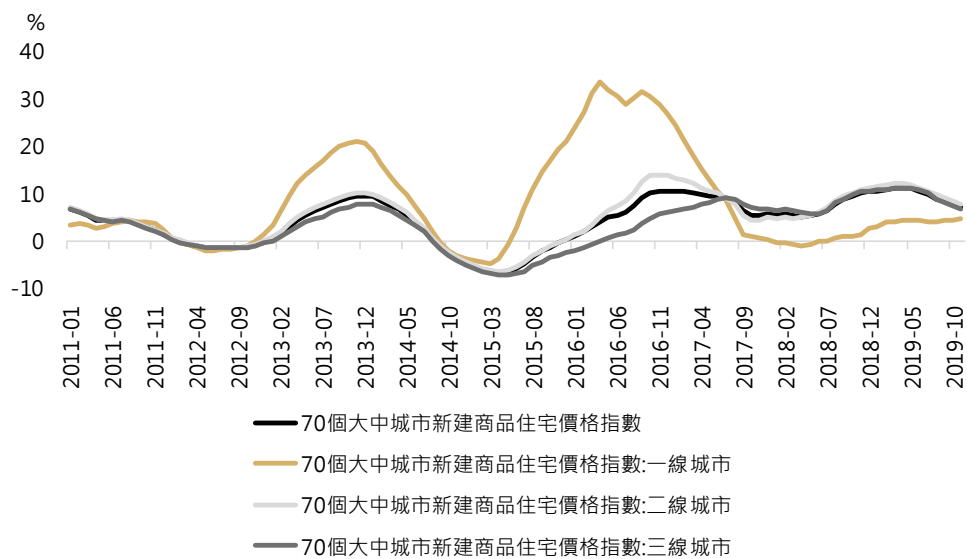
结构上而言，一线城市销售在 2019 年增速领跑二三线城市，上半年小阳春主因需求在长期调控背景下的集中释放，叠加房贷利率走低，需求边际走强。二线城市方面，在近年来「人才争夺战」中受益最多，外来人口增加产生了购房需求，部分城市如西安、苏州等的房价及地价曾出现新一轮的上涨。但随之而来的因城施策调控升级，投资热度于下半年稍为减退。三四线城市方面，随着货币化安置的逐渐退出，以及因城施策、「三稳」等调控方针快速向三四线城市下沉，大多数三四线城市销售开始回归平淡。总结 2019 年，部分城市调控政策结构性松绑，加上供给勉强支撑销售，房市整体增长持平。

图 10：商品房成交面积(30 大中城市)按年变化



数据来源：万得、宝新整合

图 11：70 个大中城市新建商品住宅价格指数按年变化



数据来源：万得、宝新整合

■ 3.2 2020 年继续依靠供给驱动销售增长

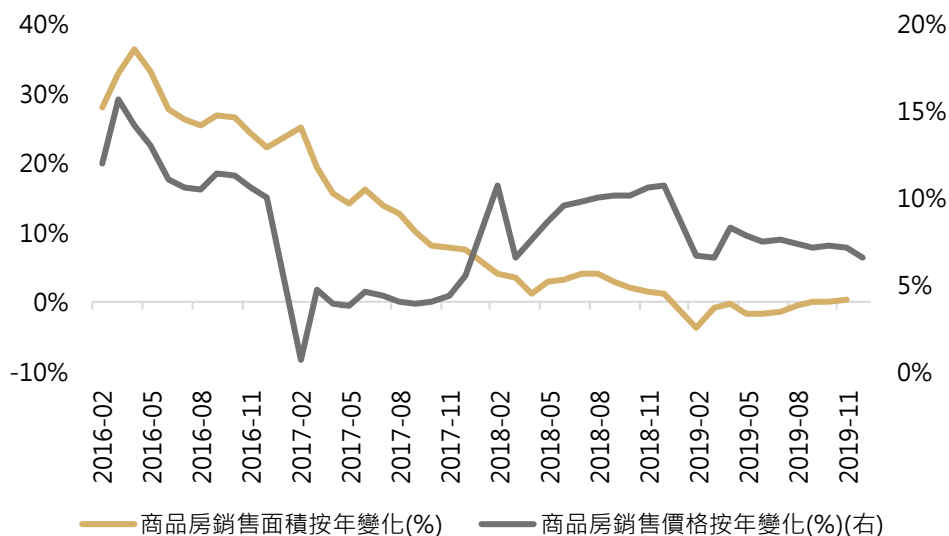
从 2016 年开始，商品房的销售增长处于一个下降的势态，但这段时间内，其实可以把 2016 年至今的房市运行阶段作一个细分。

表 1：行业运行情况

年份	特点
2016 年	房地产行业在去库存政策和流动性持续释放的支持下，热度不断提高和蔓延，各线城市均呈现量价齐升的局面，同时，热点城市的土地成交价格同样连续攀升，大部分城市都创出历史新高。
2017 年	政府对房地产行业坚持住房居住属性的政策思路，实行市场调控，房价快速上涨的势头得到有效抑制。
2018 年	在中国整体经济面临一定压力的大环境下，不同城市分化明显，到下半年大部分城市市场出现降温，过去两年持续火热的土地市场也在第四季度逐渐回归理性。
2019 年	部分城市调控政策结构性松绑，加上供给勉强支撑销售，房市整体增长持平。

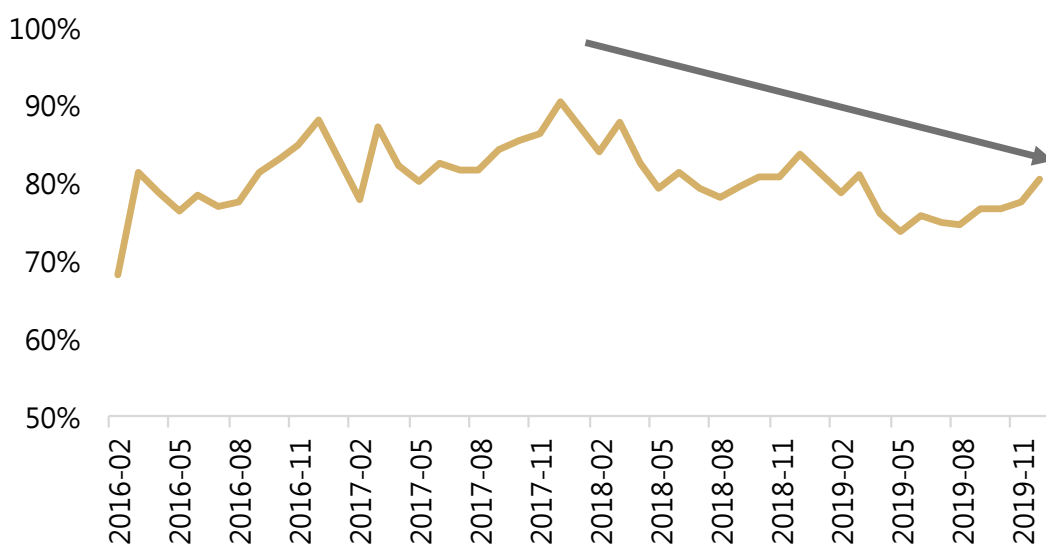
数据源：宝新整合

结合政策基调及销售价格增长动力来看，我们认为房地产市场在这段时间分别经历了「供不应求」、「供需两旺」、「供给支撑销售」三个阶段。

图 12：2016 年至今商品房的销售面积、销售价格增速


数据来源：万得、宝新整合

同时，我们看到新开工去化率自 2018 年开始逐渐回落，反映刚性需求增长动力疲弱，于 2019 年末仅约 81%，较 2018 年初的约 90%有所下降。

图 13：新开工去化率


数据来源：万得、宝新整合

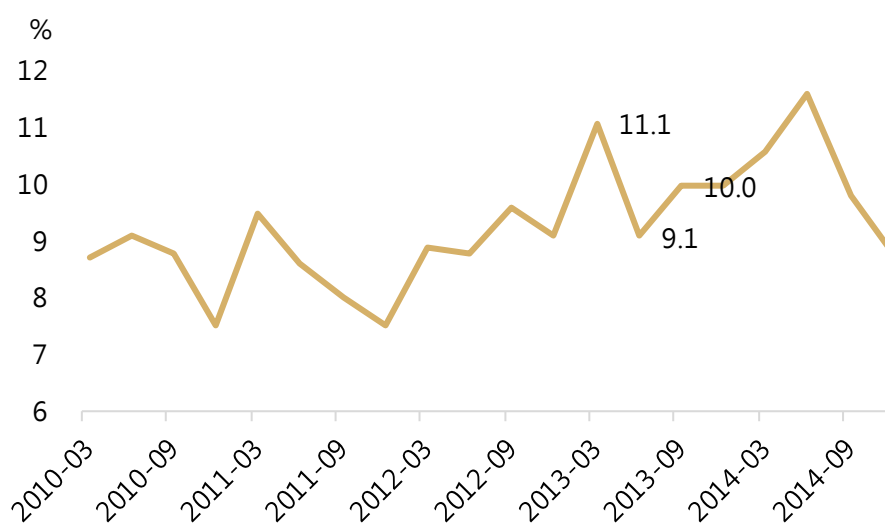
由 2018 年下半年开始，中国房地产市场基本结束高增长势头，房价从 2018 年末的约 11% 增速降至 2019 年末的约 7%，反映供需关系发生逆转，棚改力度大幅减弱、刚性需求减少、中国经济下行压力加大、调控政策推出等因素都解释了市场热度的收敛。受疫情影响，购房者的购房计划受到一定影响，一些资金较紧张的房企面对着营运上的压力，不排除行业会出现「以价换量」的可能，导致价量都比 2019 年逊色。

4. 2020 年政策展望

■ 4.1 新型冠状病毒对经济带来挑战

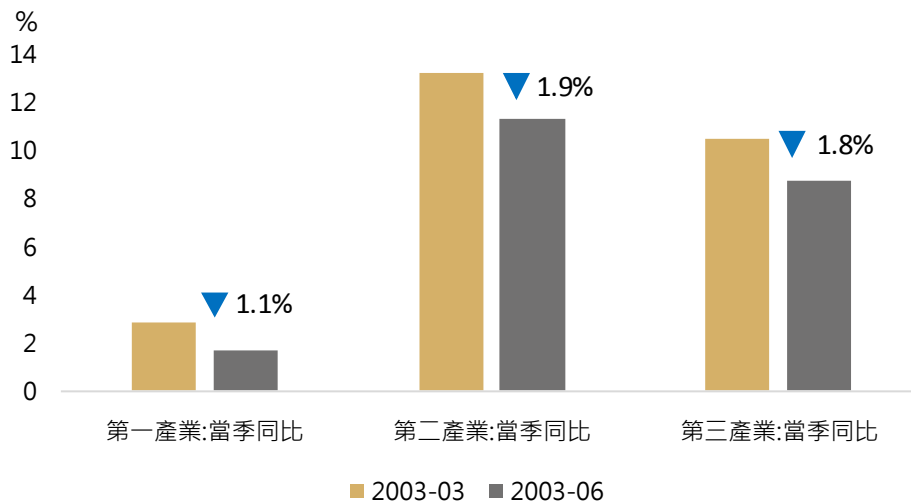
参考当年沙士于第一季度扩散，第二季进一步爆发，我国 GDP 当季同比增速由第一季度的 11.1% 下跌至第二季度的 9.1%，期后于第三季度开始逐渐回复增长动力，可见疫症预计影响 GDP 一个季度。加上现时中国经济对消费和服务业的依赖远高于沙士时期，其对 GDP 的贡献率从 2003 年的 41% 上升到 2018 年的 53%，因此新型冠状病毒对经济带来挑战。

图 14：沙士对 GDP 的影响



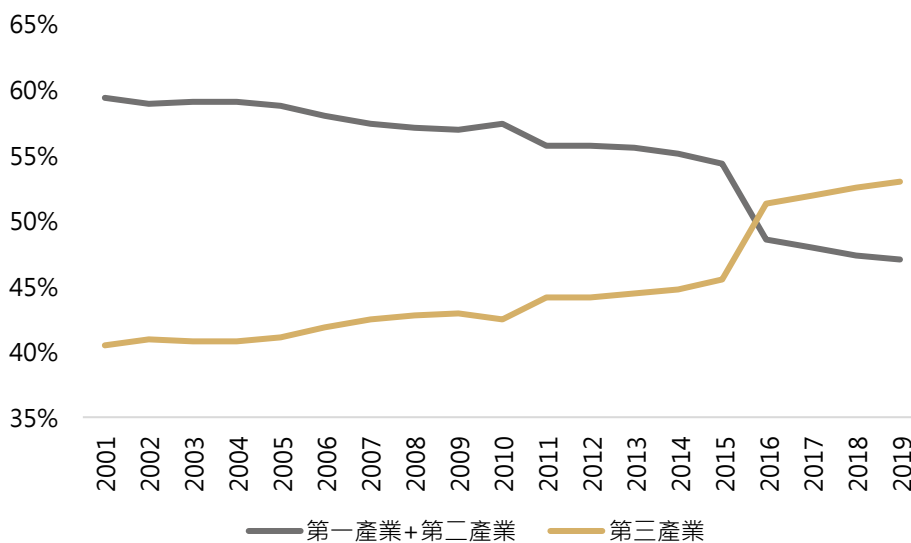
数据源：万得、宝新整合

图 15：沙士对各产业的影响



数据源：万得、宝新整合

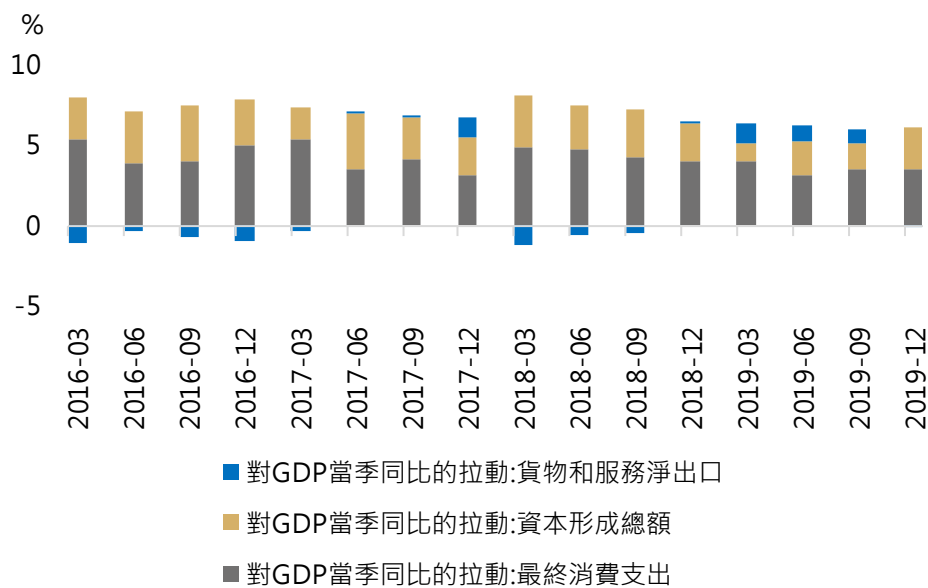
图 16：第三产业对经济占比远高于沙士时期



数据源：万得、宝新整合

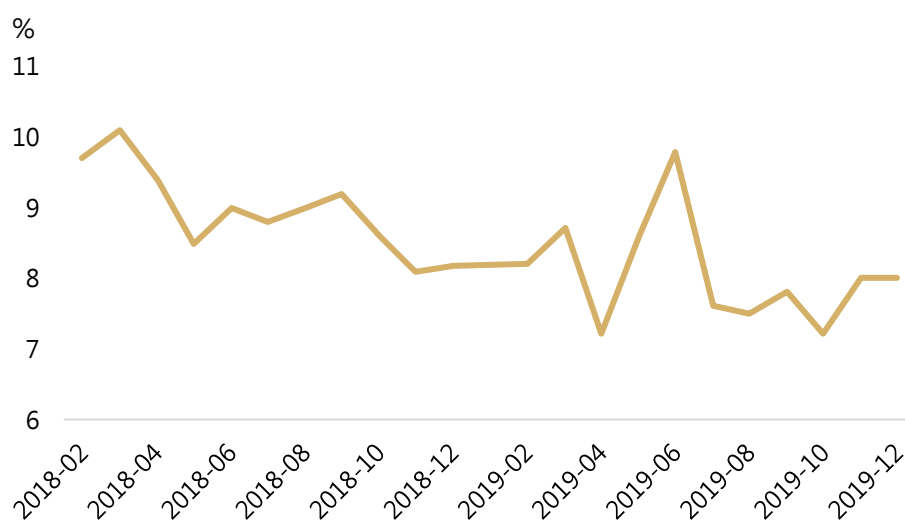
■ 4.2 房地产为经济定海神针

2019 年的中央经济工作会议强调要「确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升」，在疫情影响下，中央会加大力度从各方面稳经济，三头马车的重要性会再放大，房产一向对国家经济有牵一发而动全身的影响，房地产市场牵涉国内固定投资，地产上下游产业链长，同时会透过财富效应影响国民消费，对 GDP 起关键作用。作为经济定海神针，过往的调控政策会在一城一策的框架下微调。

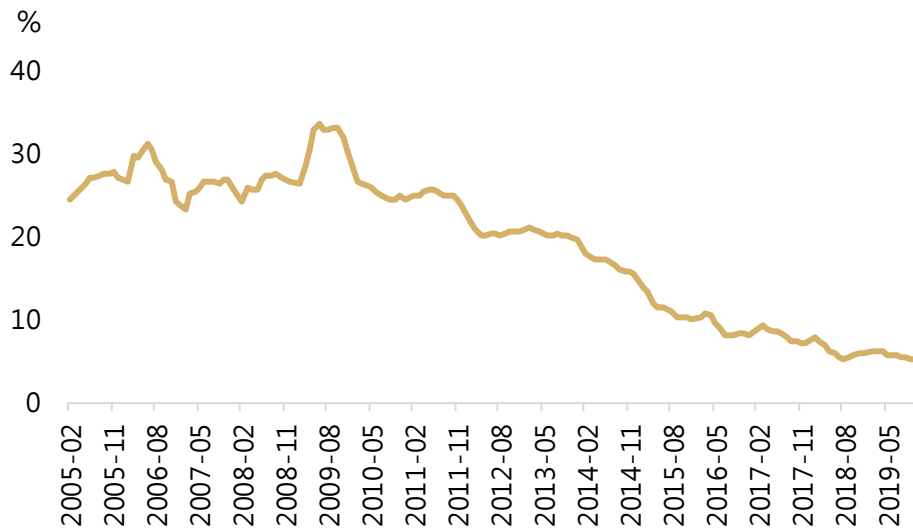
图 17：三大需求对 GDP 的拉动


数据来源：万得、宝新整合

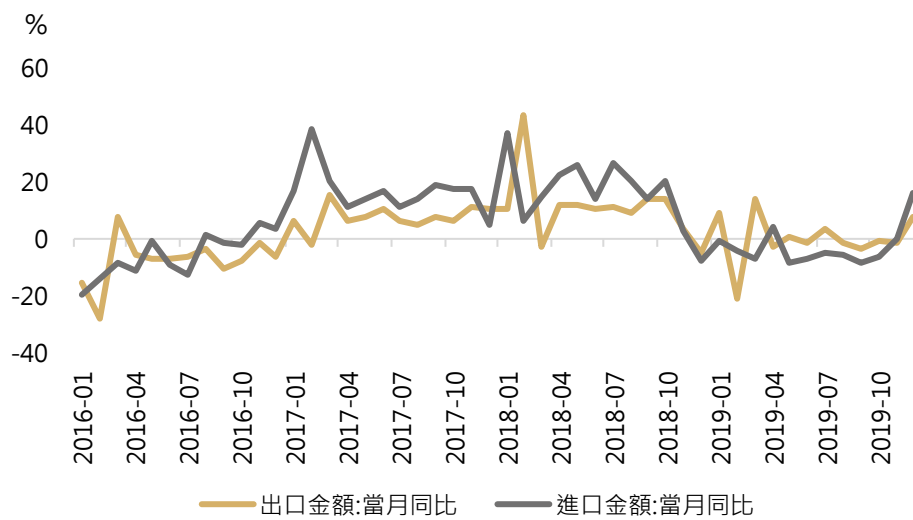
其实疫情爆发以前，内地经济增长已逐渐放缓，无论从社会消费品零售数据，或进出口数据，都看到当时要 GDP 保 6 并不容易，而今年疫情在第一季爆发，市民都留在家中避免感染，工厂停工，影响到各行业产业链，面对经济下行压力加大，2020 年逆周期调节政策将进一步加码。

图 18：社会消费品零售总额增长


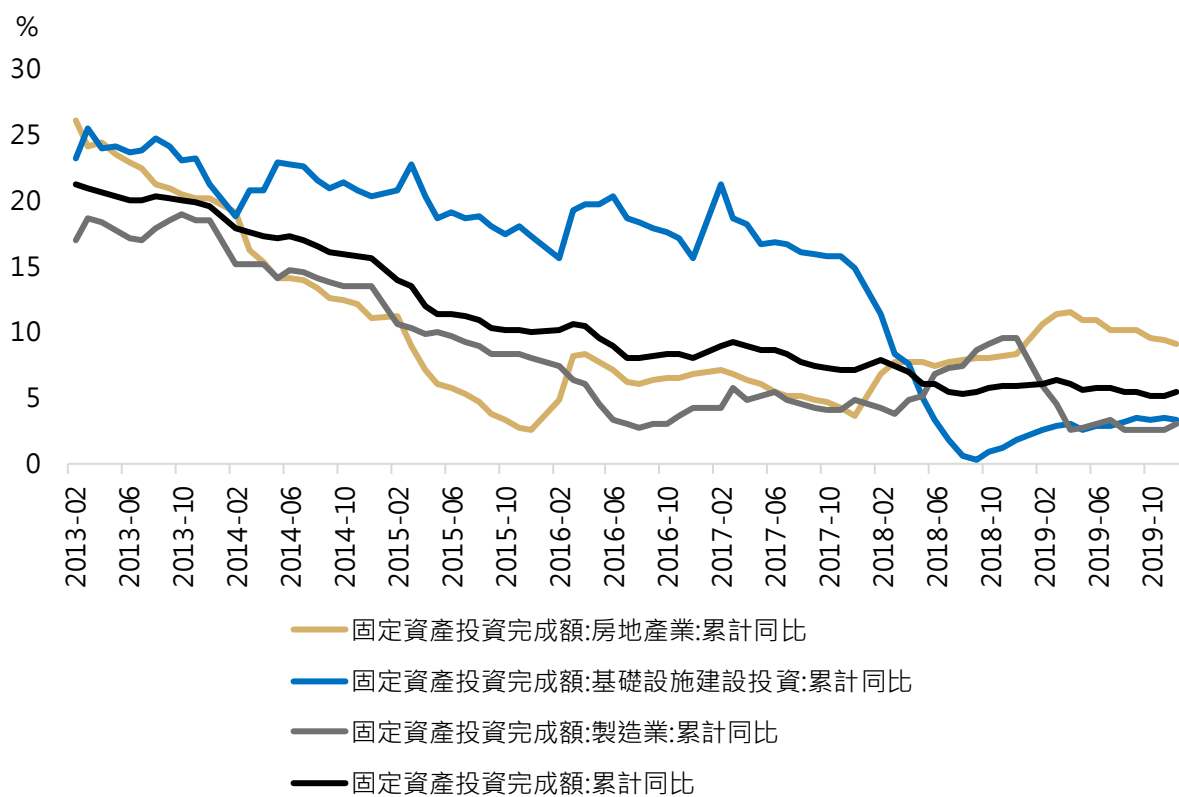
数据来源：万得、宝新整合

图 19：固定资产投资累计同比增速


数据源：万得、宝新整合

图 20：进出口同比增速


数据源：万得、宝新整合

图 21：固定资产投资及其三大分项


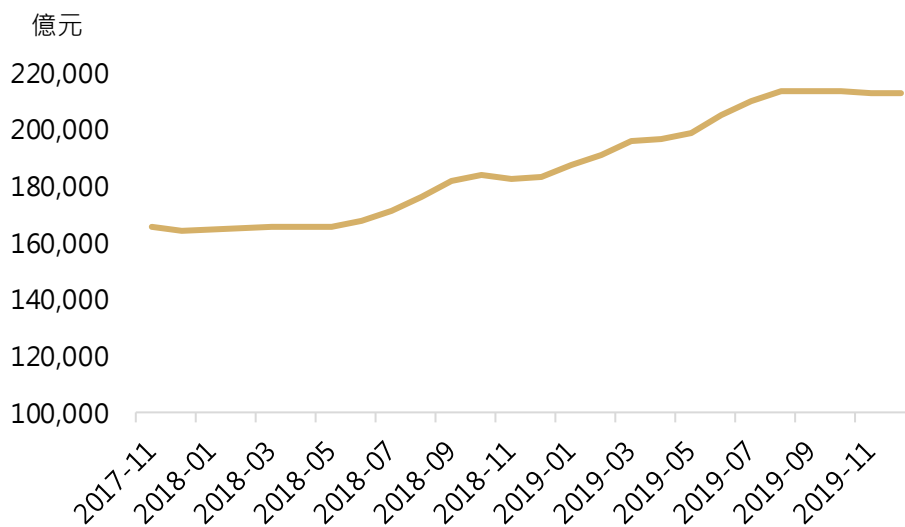
数据来源：万得、宝新整合

在综合考虑稳增长、调结构、控风险这三大政策逻辑之后，预料 2020 年中国政府仍将实施逆周期宏观经济政策，适当放水，以及透过财政政策稳增长，预料会加大对基建及房地产市场健康发展的支持。早于疫情前，政策已有轻微放松的迹象，有关基建的利好政策包括 1) 2019 年 11 月份，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元；2) 调低部分基建项目的资本金比例，以吸引信贷资金与社会资金的参与，证明了政府想透过刺激固定资产投资拉动经济的决心。面对现时的疫情，政府会在今年余下时间在消费及投资两方面着手刺激经济，房地产在我国城镇家庭资产中占有相当大的比重，在财富效应下，要稳定楼市为必要任务。同时，地产上下游产业链长，对多个行业有直接或间接影响，故地产行业为经济定海神针，加上地方政府对土地出让收入依赖度高，我们预料今年针对房市的收紧政策会较过往少，最近各地政府出台相关新政来稳住房企，正好证明房地产政策于今年会适度趋松此观点。

图 22：房地产对其它行业的影响


数据源：宝新整合

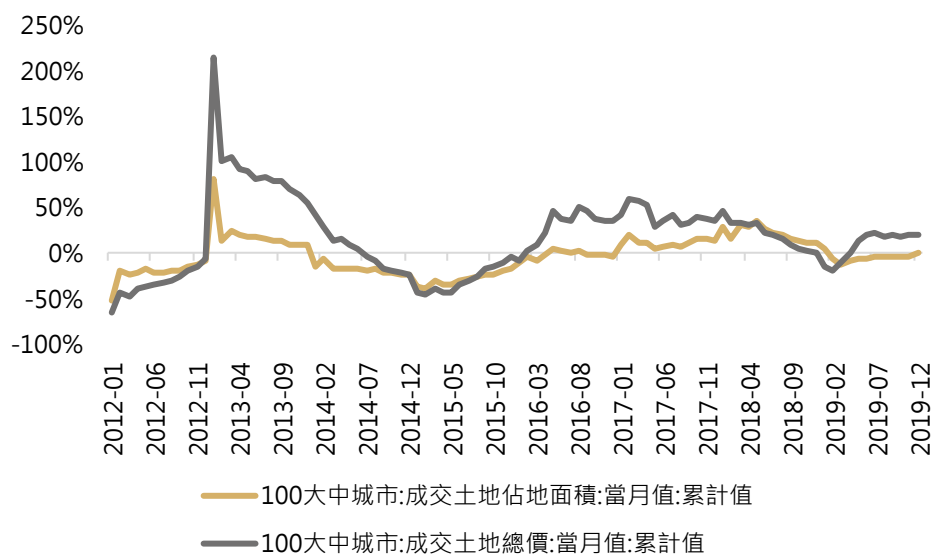
2018 年全中国土地出让金收入达 6.5 万亿元，同期地方财政收入约 9.8 万亿元，2018 年地方卖地收入相当于地方财政的三分之二。面对日渐增加的地方政府债务，稳定房市以保持土地市场稳健发展，才能纾缓政府的财政压力。

图 23：地方政府债务余额


数据源：万得、宝新整合

2019 年土地投资降温，100 个大中城市成交土地占地面积 66,167 万平方米，同比减少 0.7%；成交土地规划建筑面积 130,067 万平米，同比增 2.1%，相比 2018 年的 9.8% 增幅明显减少；土地成交总价 40,112 亿元，同比增长 20.8%，累计土地成交楼面均价 3,084 元/平米，同比增长 18.3%。

图 24：百城成交土地占地累计面积按年变化



数据来源：万得、宝新整合

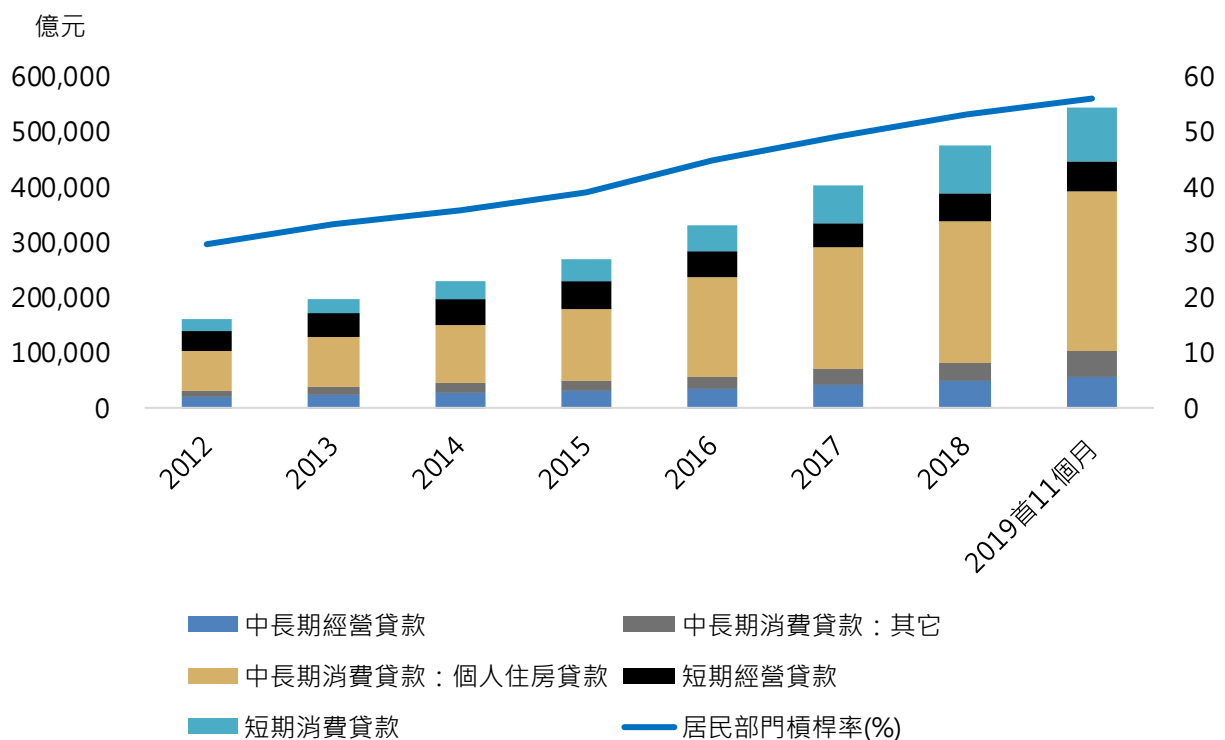
整体而言，土地市场热度减退。现在疫情对房企的投资拿地节奏有一定影响，倘房市政策未作进一步调整，让商品房销售再遇冷风，令房企拿地意愿及能力大幅减弱，将会大幅减少地方财政收入，因此我们认为房市政策只能边际放松。

■ 4.3 一城一策框架下微调

- 风控仍然不容忽视，「房住不炒」中短期内不会改变

住户部门杠杆率一直以来持续攀升，从 2010 年的 27.3% 上升至 2019 年的 56.3%。2010 至 2019 年间，个人住房贷款余额从 5.3 万亿元增至逾 29 万亿元，占住户部门贷款余额的比例保持在 5 至 6 成。由于房贷杠杆大，因此风控仍然不容忽视，「房住不炒」的原则中短期内不会改变。

图 25：住户部门杠杆率



数据源：万得、宝新整合

- 一城一策框架下微调

2019 年第四季开始，陆续有地方政府出现了政策放松的信号，比如海南、南通、天津、南京六合等地区调整了落户政策或人才购房政策，在不违背「房住不炒」的原则之下，以「人才引进」的方式对限购政策进行松绑，另外河北张家港亦取消住房限售令。其实自从 12 月的中央政治局会议不再提及房地产内容，市场对于政策放松的预期逐步加大。本轮从 2016 年开始的楼市调控政策周期可能接近尾声，但在房住不炒的框架下，大幅放松机会不大，因为风控仍然不容忽视，维持健康发展才是政府的目标，就算最近各地推出政策应对疫情，相关政策主要是延迟缴纳土地出让金、放宽预售条件、开竣工时间顺延等多方面扶持房企的政策，可见政策偏向于支持行业稳健发展，我们认为将来的政策方向将会是以「地方微调放松」作主旋律。

物业管理行业分析



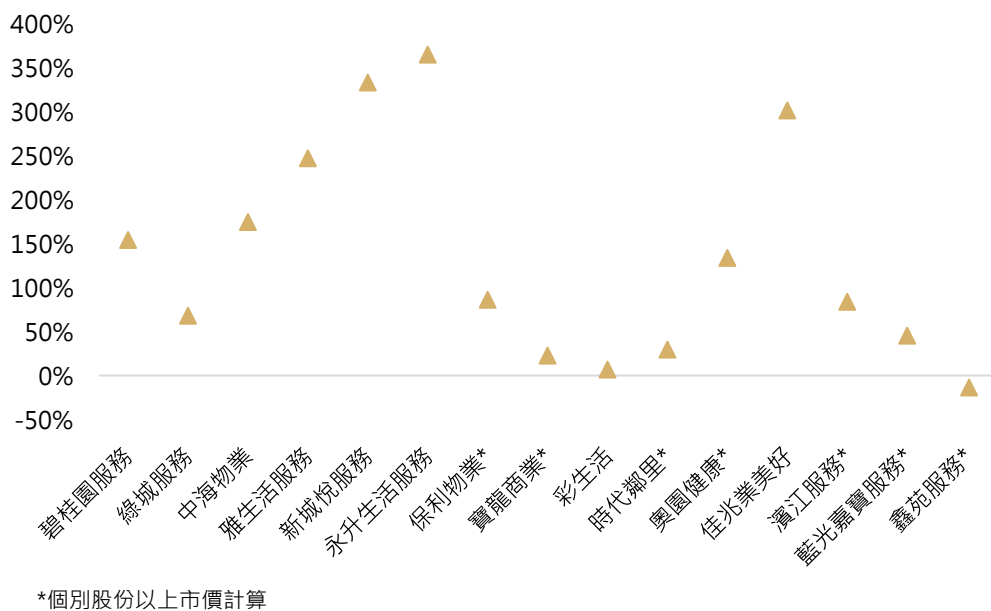
1. 为何看好物业管理板块？

近年多家内房分拆旗下物业管理公司，并在板块长升长有的形势下深受投资者追捧。究竟物业管理板块升浪会否在 2020 年持续存在？

物业管理板块跑赢大市，受投资者追捧的主因包括：1) 房市红海市场足以支持物业管理行业发展；2) 物业管理公司收入模式稳定，进可攻退可守；3) 增值服务业务为增长点；4) 行内并购支持强者恒强；5) 2B 及 2G 为住宅物业管理以外的蓝海市场。

我们认为以上利好因素于 2020 年仍然存在，但现时估值属偏高，投资者宜等待更好入市时机。

图 26：2019 年至今行业回报



数据源：彭博、宝新整合

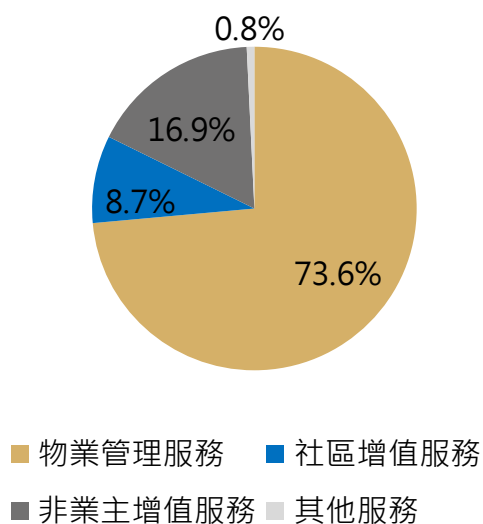
2. 行业背景

2.1 收入构成

简单来说，行业收入 = 物业管理收入 + 业主增值服务收入 + 非业主增值服务收入

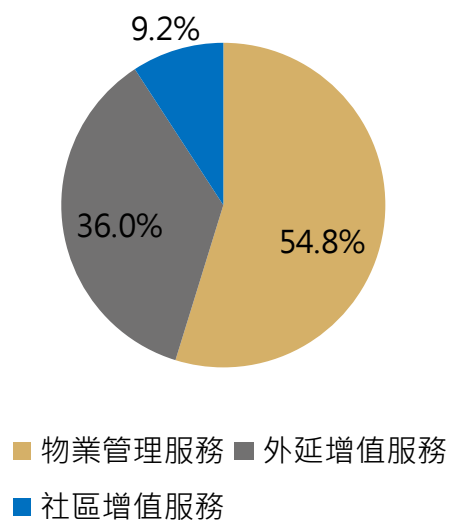
个别物管公司的收入分布(2019 年中期)

图 27: 碧桂园服务



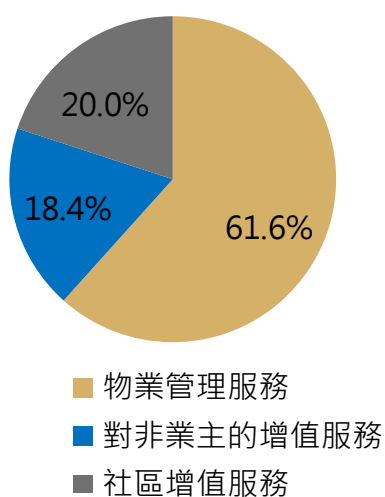
数据源: 公司年报

图 28: 雅生活服务



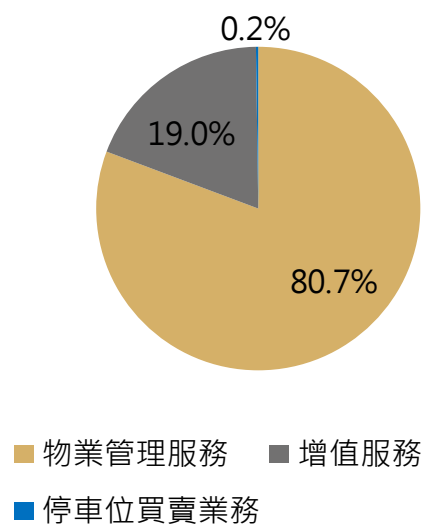
数据源: 公司年报

图 29: 永升生活服务

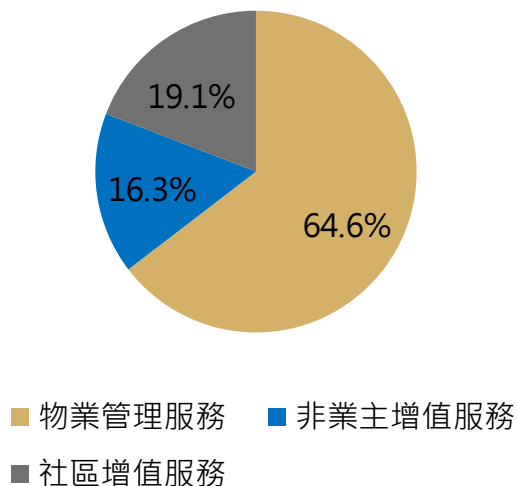
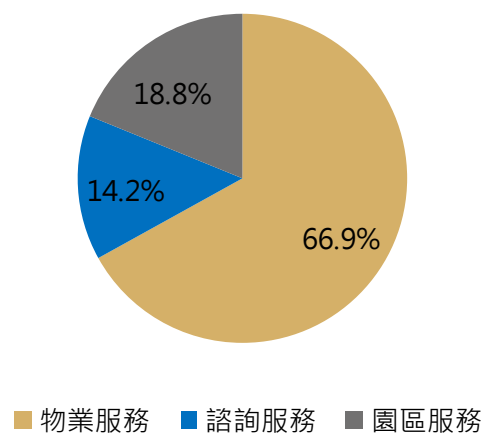


数据源: 公司年报

图 30: 中海物业



数据源: 公司年报

图 31：保利物业

图 32：绿城服务


数据源：公司年报

数据源：公司年报

■ 增值服务内容

增值服务分非业主增值服务和小区增值服务两类。非业主增值服务的服务对象主要为房地产开发商，为开发商提供从项目设计和开发阶段的项目规划、设计管理、建筑管理及营销管理咨询服务，到楼盘交付后物业销售的全周期服务，主要包括案场协销、咨询服务、代理销售、房屋检验和工程服务等，小区增值服务的对象主要为小区业主，为业主提供小区生活相关的全方位服务，包括小区空间服务、小区生活服务、资产管理服务、教育养老服务及小区工程服务等。

图 33：非业主增值服务


数据源：雅生活服务财报

图 34：业主增值服务


数据源：雅生活服务财报

■ 2.2 行业收费模式

在中国，物业管理费可按包干制或酬金制收取。中国物业管理行业的主流收费方式为「包干制」，特别是对于住宅物业而言，由于该收费方式可通过省去业主和住户对大额支出的若干集体决策程序，从而提升效率，并激励物业管理服务提供商优化其业务，以提高盈利能力。另一方面，非住宅物业则逐渐开始采用酬金制，使业主更深入地参与其物业管理，得以更加密切的监督物业管理服务提供商的表现。

表 2: 包干制及酬金制的比较

	包干制	酬金制
物业费	固定	按约定比例
盈亏分担	由物管公司承担	由业主承担
物管公司责任	无需报告资金预算及支出情况	有义务公报资金预算及支出情况
优势	节省管理成本，提升效率	透明度较高，减少业主与物管公司的矛盾
劣势	不透明	操作复杂，执行难

数据源：宝新整合

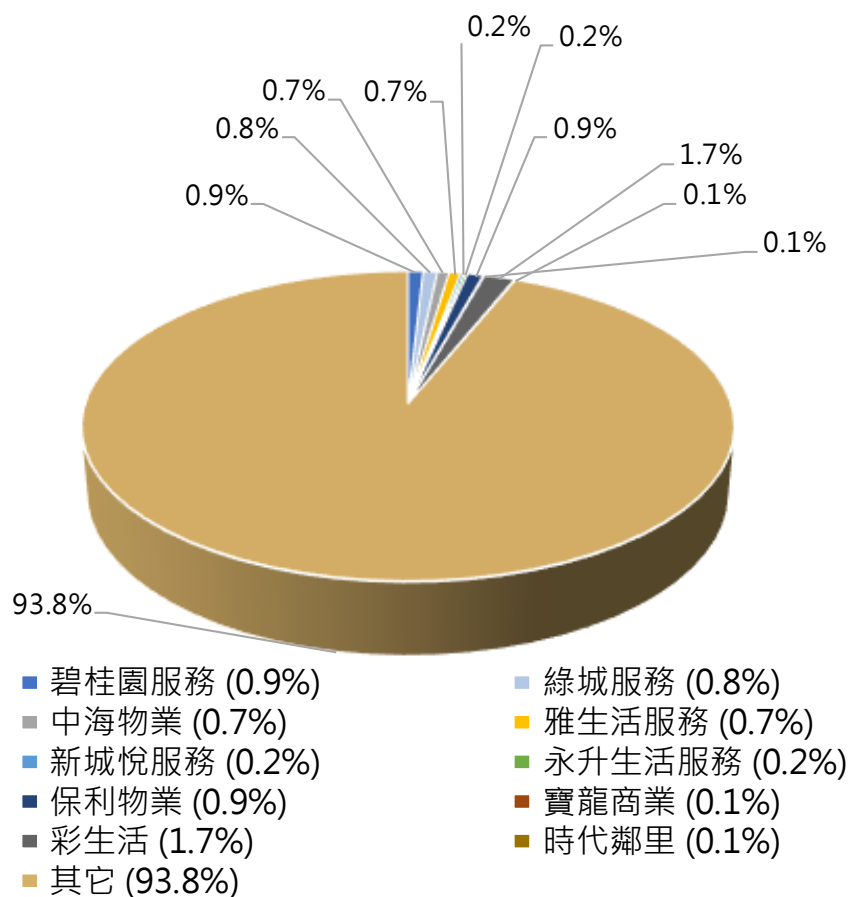
■ 2.3 行业红利

国务院于 2003 年 6 月颁布《物业管理条例》，标志着中国物业管理行业监管框架之里程碑。其后，一系列鼓励物业管理行业发展的利好政策相继生效，包括但不限于《国家发展改革委关于放开部分服务价格意见的通知》（要求省级价格主管部门废止对保障性住房、房改房、老旧小区及前期物业管理服务以外的非保障性住房的所有价格控制或指导政策）及《国务院办公厅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》（旨在推广（其中包括）将提供物业管理服务的标准化作为住宅服务业产业升级及多元化的一部分）。物业管理行业的监管框架日趋完善和成熟，行业确立了一个公开公平的市场制度，促进了中国物业管理行业的显著成长。

■ 2.4 行业格局

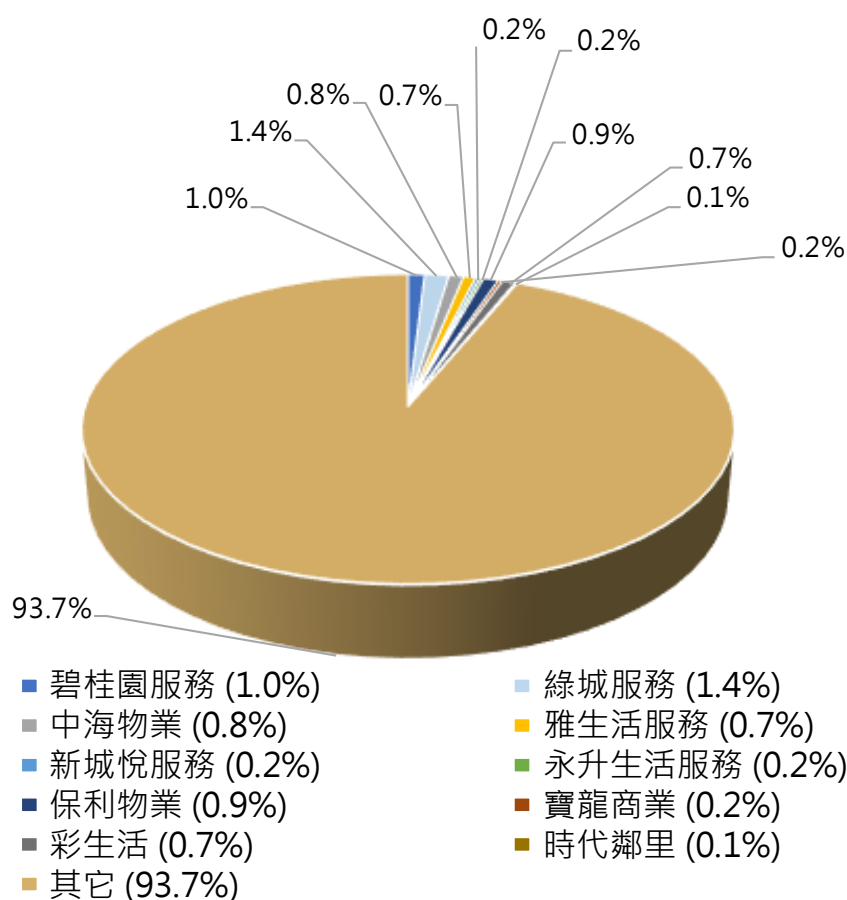
目前行业市场格局较为分散，按物业管理面积衡量，除了彩生活占 1.72%外，各头部企业的市场份额普遍在 1% 以下，但随着并购增加，行业正在加快整合，行业集中度处上升趋势。

图 35：2018 年头部企业市占率(在管面积口径)



数据源：中指院、宝新整合

图 36：2018 年头部企业市占率(收入口径)

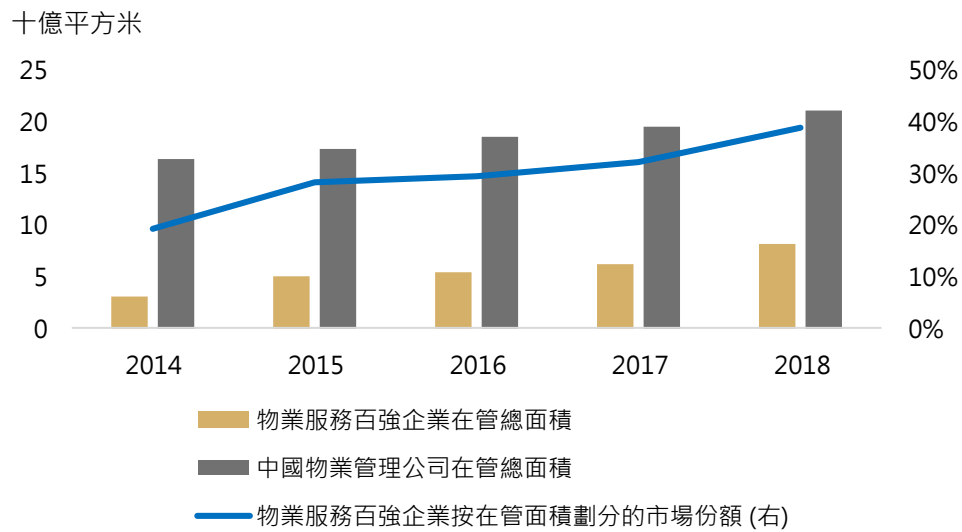


数据来源：中指院、宝新整合

2.5 行业趋势

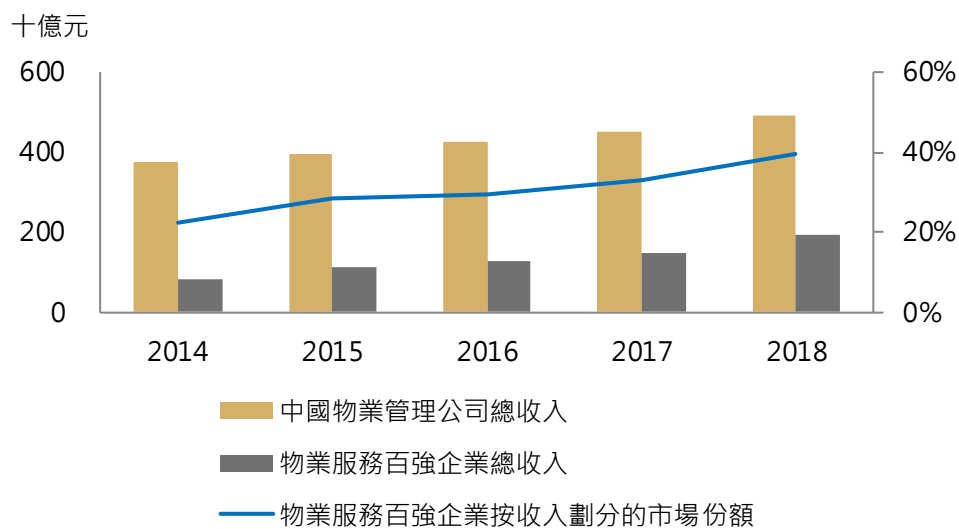
市场集中度提高

近年，大型物业管理公司透过内部增长及并购中小型物业管理公司积极加速扩张，以扩大物业管理规模及实现规模经济效益，藉此提高市场地位，市场趋于更加集中。根据中指院的资料，物业服务百强企业的在管总面积于 2014 年至 2018 年按 26.5% 的复合年增长率增加，高于行业增幅。物业服务百强企业在管面积的集中度由 2014 年的 19.5% 上升至 2018 年的 38.9%。

图 37：百强物业管理公司集中度提升(在管面积口径)


数据来源：中指院、宝新整合

根据中指院的资料，中国物业管理公司的总收入于 2014 年至 2018 年按 6.9% 的复合年增长率增加，物业服务百强企业的收入则按 23.0% 的复合年增长率增加，故集中度由 2014 年的 22.6% 上升至 2018 年的 39.7%，平均每年增加 4.3%，显示行业集中度处在快速提升通道。

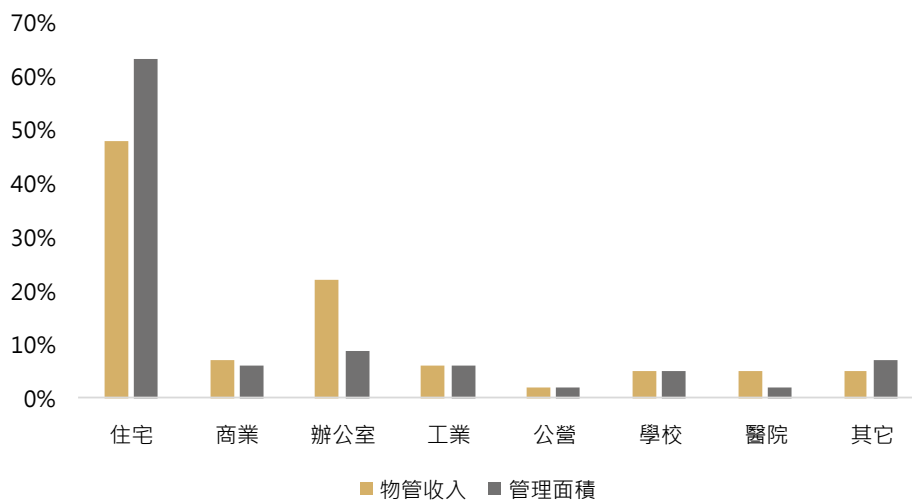
图 38：百强物业管理公司集中度提升(收入口径)


数据来源：中指院、宝新整合

■ 在管物业类型及服务多元化

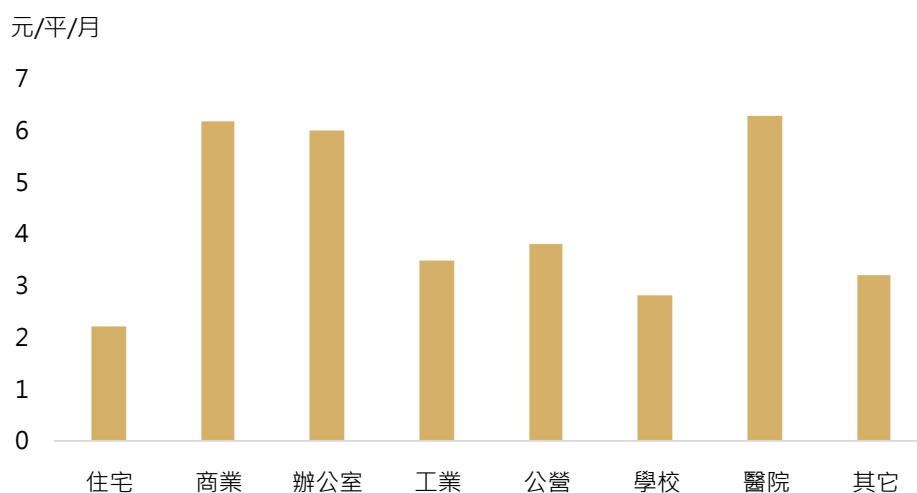
现今，中国物业管理行业服务于多类物业，包括住宅物业、商业物业、写字楼、公共物业、产业园、学校、医院及其他物业。尽管住宅物业占物业服务百强企业在管总面积的大部分(约 74%)，中国物业管理公司正不断加强非住宅物业管理的类别多样化，原因是 1) 非住宅物业涵盖的业态类型多元，各类业态的服务标准及要求不尽相同，需要管理方具备丰富的行业经验，因此进入门槛高，可为物管公司在竞争较大的住宅物业以外的细分市场另觅增长点；2) 公共物业的管理费较住宅物业高，虽毛利率现阶段较低，但透过规模经济、善用智能化、提升运营效益，未来有毛利率扩张的可能；3) 收缴率相较住宅物业更高，因为牵涉的业主数量较少，同时，合约续租率可较稳定，提价可能性亦较高。

图 39：于 2018 年物业服务百强企业按物业类型划分的收入及在管面积



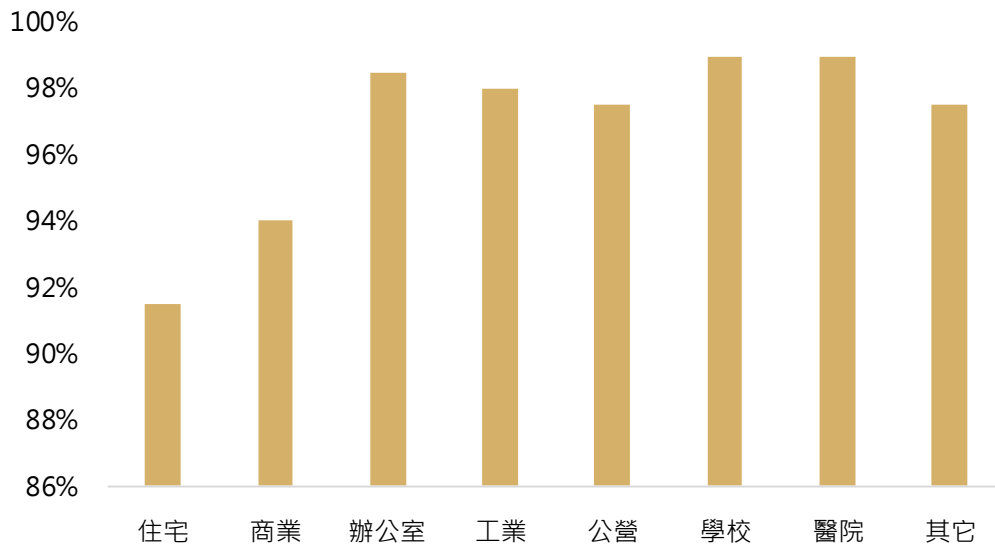
数据源：中指院、宝新整合

图 40：于 2018 年物业服务五百强企业按物业类型划分的物业费



数据源：中指院、宝新整合

图 41：于 2018 年物业服务五百强企业按物业类型划分的收缴率



数据来源：中指院、宝新整合

总括而言，非住宅物管的进入门槛、物业费、收缴率相较住宅物业高，盈利能力存提升空间，将成为国内物管公司的新蓝海。

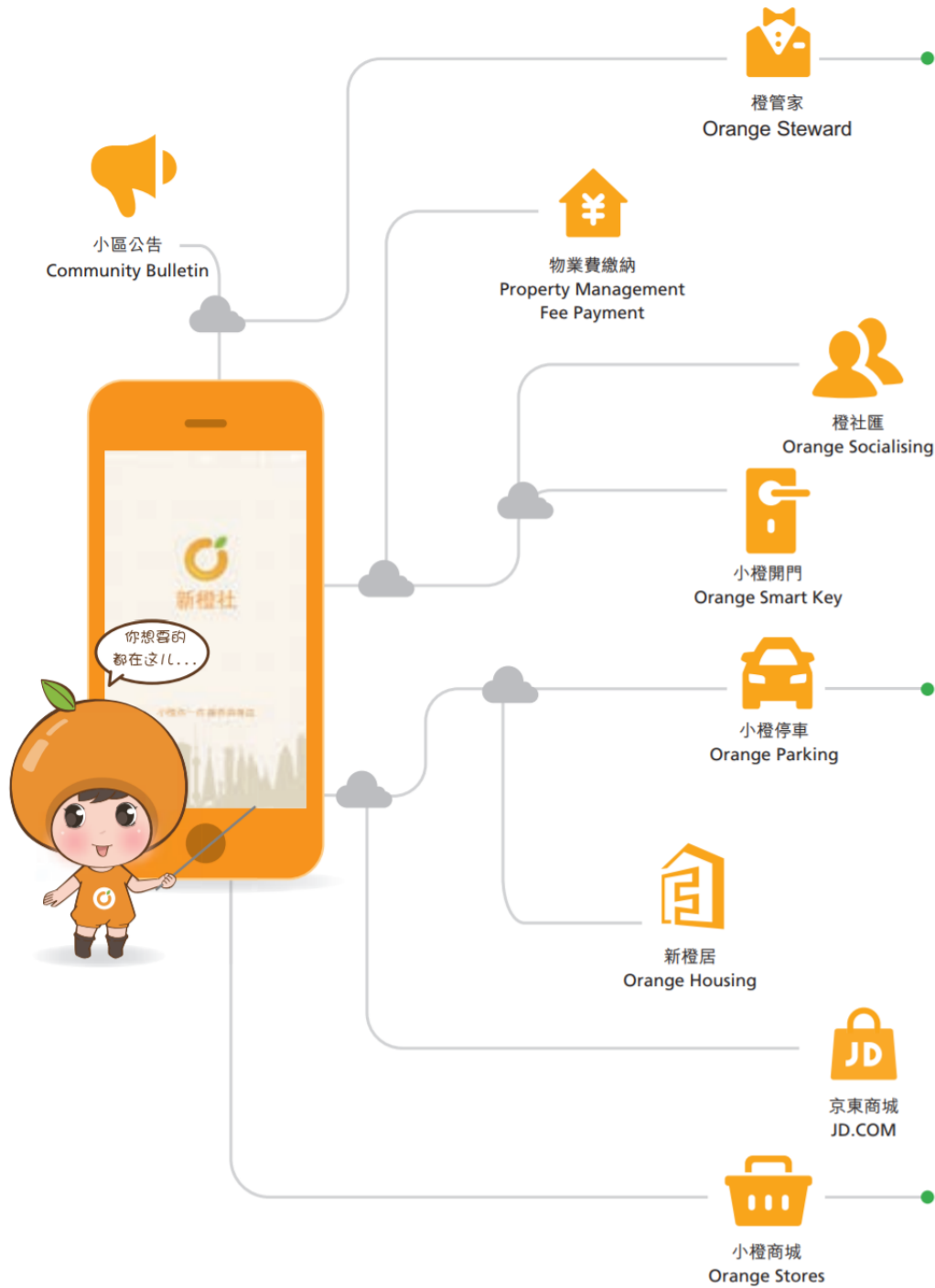
■ 成本控制

物业服务企业已通过创新技术解决方案和适当提高分包商服务比例来降低其整体销售成本，提高运营效率并提升服务质量。分包可使物业服务企业降低总体人工成本，并利用分包商在各自领域的专业知识来提高服务效率。

■ 智慧小区兴起

随着互联网、移动应用程序、云计算、人工智能及其他相关技术的普及以及中国政府的鼓励，物业管理公司不断为其物业管理组合开发智能化及智能管理，旨在透过线上线下信息及资源整合，实现各项服务的数字化、自动化、现代化及协同化，及向业主、住户及租客提供一站式服务平台。

图 42：例子—新城悦服务的新橙社 APP 集成各种小区相关服务和智能化功能



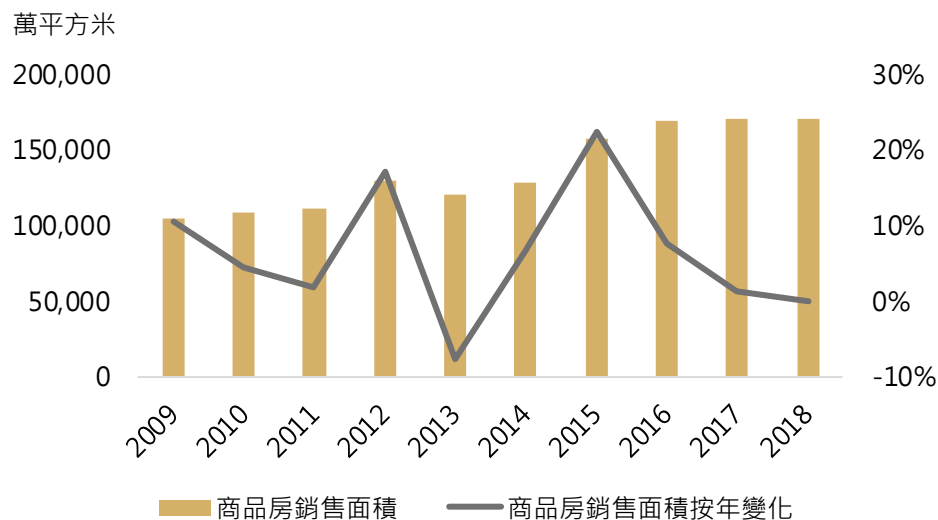
数据源：新城悦服务财报

3. 投资亮点

■ 3.1 房市红海市场足以支持物业管理行业发展

2019 年全国商品房销售面积累计 17.2 亿平方米，按年跌 0.1%。

图 43：商品房销售面积

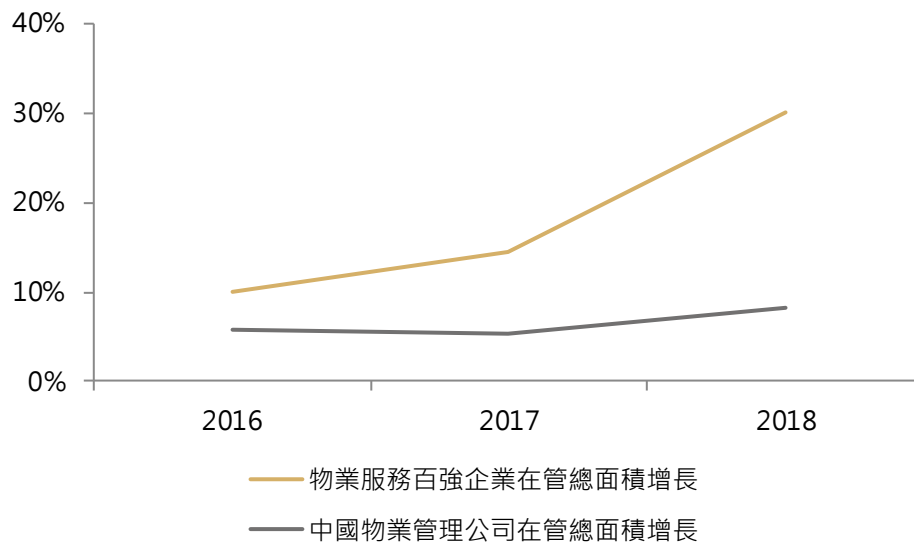


数据源：万得、宝新整合

虽然房市销售已转向温和，但物业管理行业仍处于上升周期，特别是百强企业，皆因马太效应下，百强可依靠服务质素、定价能力及行内并购，于行业中取胜，致使价(管理费)量(管理面积)齐升变得可行。

根据中指院的资料，中国物业管理公司的在管总面积于 2014 年至 2018 年按 6.3% 的复合年增长率增加，同时，物业服务百强企业的在管总面积于 2014 年至 2018 年按 26.5% 的复合年增长率增加，显示百强的增速超同业。

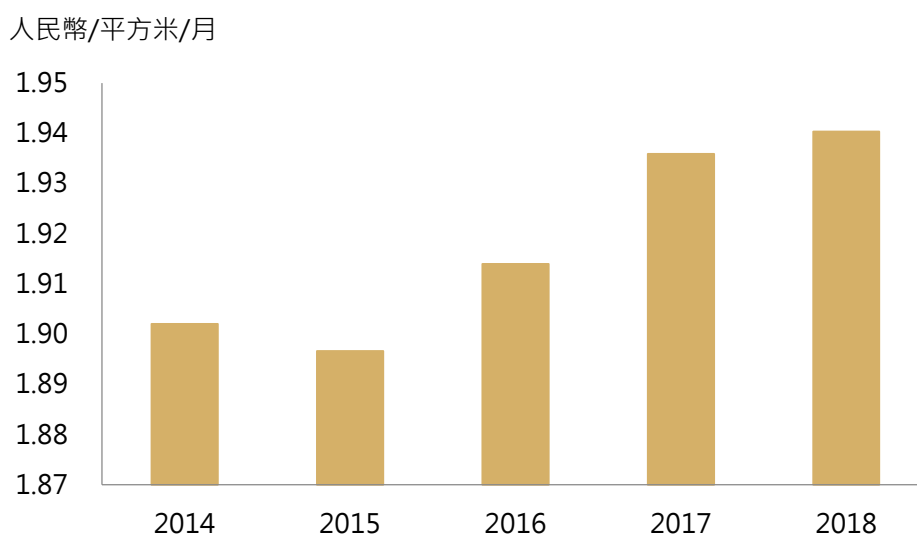
图 44：百强企业之管理面积增长



数据源：中指院、宝新整合

另一方面，虽然全国的物业销售面积增长温和，但物业管理费正处于上升的阶段，原因包括 1) 政策促使物业管理行业市场化；2) 人民对生活质量的追求提升，过往管理粗放、服务少且质量弱的物管服务已不足以满足住户需要。

图 45：中国物业管理公司之管理费用



数据源：中指院、宝新整合

在过去的 20 年中，内地城镇化率每年上升至少 1 个百分点，随之而来的是人均可支配收入显著提高，促进了物业管理行业的发展。根据中指院的资料，中国城镇化率从 1998 年的 33.4% 增至 2018 年的 59.6%。同时，中国经济快速增长推动城镇人口的人均可支配收入持续增加，人均可支配收入于 2018 年增至人民币 39,251 元，自 2009 年以来的复合年增长率为 9.6%。生活条件得以改善，中国消费者对更好的物业管理服务的需求日益提升，成为中国物业管理行业增长的驱动力之一。

图 46：增值服务与物业管理服务相辅相成



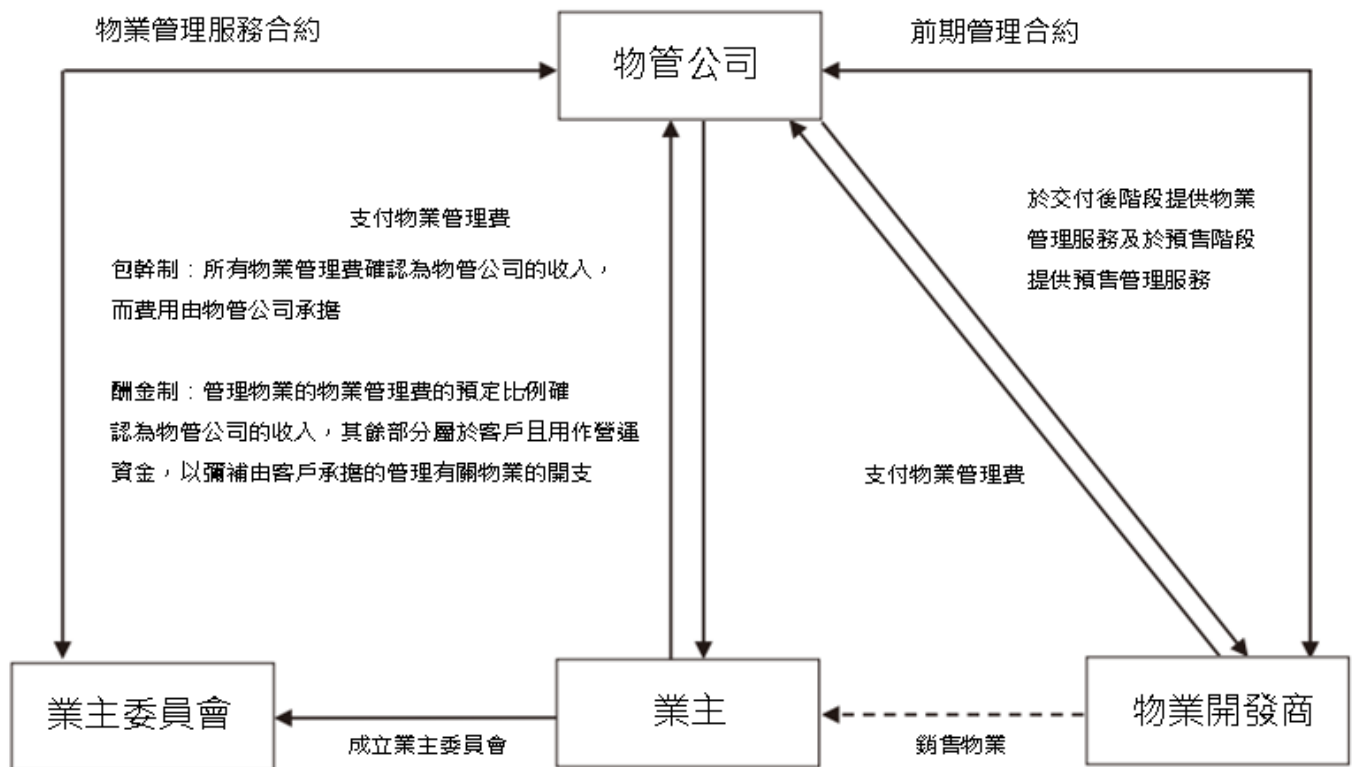
数据源：中指院、宝新整合

消费者于挑选物业管理服务供货商时越来越重视服务质量而不再仅依据成本考虑作出选择。中高收入阶层消费者更愿意付高价享受优质生活，带动行业发展增值服务。

■ 3.2 收入模式穩定，進可攻退可守

一般而言，物業管理服務合同在成立業主協會後持續 3-5 年(而前期物業管理合同大部分沒有固定期限)，並收取預定的固定管理費。根據各上市公司財報顯示，物業管理公司的續約率逾 90%，現金收繳率亦然。同時，行業屬輕資產，負債比例低，對投資者而言屬「進可攻退可守」的選擇。

图 47：收取物業管理費

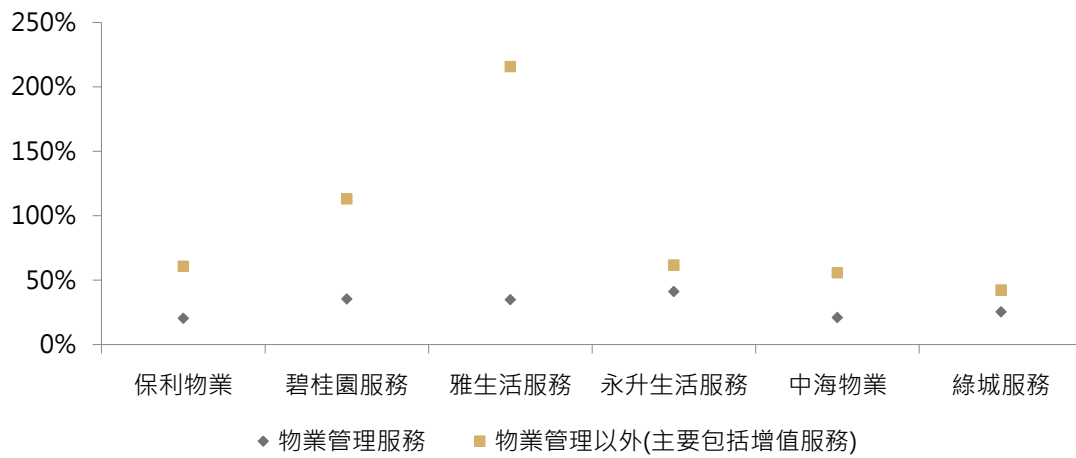


数据源：宝新整合

■ 3.3 增值服务业务为增长点

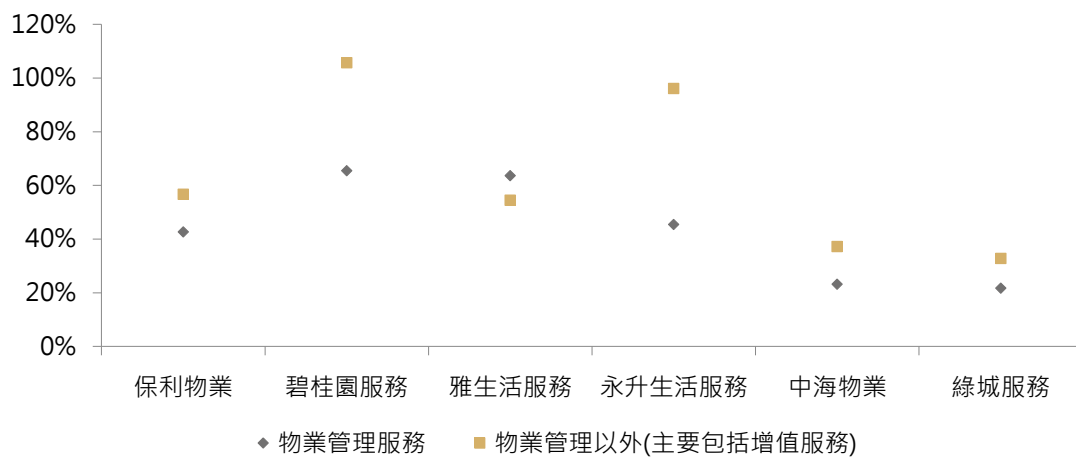
物業管理公司正透過提供盈利能力較高的增值服務，促進收入來源多樣化。該等增值服務主要包括向物業開發商提供案場協銷服務及諮詢服務，以及向業主及住戶提供小區增值服務，如小區生活服務、電子商務服務、物業價值管理服務及其他多種定制服務。

图 48：个别上市物业管理公司来自增值服务于 2018 年之收入增速



数据源：宝新整合

图 49：个别上市物业管理公司来自增值服务于 2019 年上半年之收入增速



数据源：宝新整合

■ 3.4 行内并购支持强者恒强

表 3：较大型的收购例子

雅生活服务

2017 年 6 月，集团收购了绿地物业。通过收购，集团一举进入了济南、武汉、杭州、石家庄和东莞市场，并获得了约 1.5 百万平方米的在管建筑面积，包括武汉绿地中心等大型高端商业综合体。绿地控股亦同意，自 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间，在法律许可的范围内尽量聘请雅生活管理其每年开发的建筑面积不少于 7.0 百万平方米的物业，并在每年为其所额外开发建筑面积为 3.0 百万平方米的物业选择物业管理服务供货商时给予集团优先权。绿地控股以开发中高端住宅及商业综合体为主。自此，集团在管面积中非住宅占比显着提升，明显从 2016 年的 2.5% 提升到 2017 年的 26.6%。

2018 至 2019 年间，集团以 1.3 亿元及 1.1 亿元签约收购青岛华仁 89.6% 股权及哈尔滨景阳 60% 股权。其在管面积分别为 5.9 百万平方米及 9.8 百万平方米，合计 15.5 百万平方米。集团收购广州粤华的在管面积 30 百万平方米，以及收购兰州城关 17.9 百万平方米的在管面积。

2019 年，雅生活以 15.6 亿元收购中民物业 60% 股权，及以不超过 5 亿元收购新中民物业 6 成股权。中民物业集团及新中民物业集团是全国最大的物业管理公司之一，截至 2018 年底，其下属的控股物业公司管理面积合计约 1.9 亿平方米、参股物业公司合计管理面积约 1 亿平方米，合计近 2,000 个项目。完成后，雅生活在管面积将突破 5 亿平方米，管理项目将突破 3,000 个。同时，中民物业集团及新中民物业集团经营业绩往绩卓越，截至 2018 年 12 月 31 日止年度，其收入合计约人民币 39.6 亿元，非税后净利润合计约人民币 3.51 亿元，项目续约率高达 95%。

碧桂园服务

2018 年，集团宣布以近 6.83 亿元人民币收购 5 家物管公司，分别是北京盛世物业的七成股权、成都佳祥物业、成都清华逸家物业、南昌市洁佳物业及上海睿靖实业 100% 股权。上述 5 家公司在 2017 年及 2018 年首 9 个月的除税前利润分别达 1,850.9 万元及 7,360 万元，净利润分别为 1,456.9 万元及 5,992 万元。期后 2019 年 3 月，集团收购北京盛世余下的 30% 股权。

2019 年，集团以 3.75 亿元人民币收购内地从事物业管理业务的港联不动产服务全部股权。后者于 2018 年底的可收费管理面积逾 13.4 百万平方米。港联不动产服务主要于中国从事物业管理，有五家附属公司，该等附属公司主要于中国天津、上海、武汉、广州及四川从事物业管理业务。同时，集团以 1.9 亿买入嘉凯城物业 100% 股权。

永升生活服务

2019年，集团以4.62亿元人民币收购青岛雅园55%股权，获得了包括青岛东海路9号、上海虹桥新地中心、上海虹桥国际展会、上海嘉定新地国际广场、南京新地中心、沈阳新地中心等核心地标性服务项目的管理权，核心地段建筑面积超过180万平方米的优质服务项目。

中海物业

2015年，中海宏洋地产同意以代价50百万元向中海物业转让中海宏洋物业之全部股权。当年，集团管理的总建筑面积增加约26.2百万平方米(当中7.8百万平方米乃来自中海宏洋物业及其附属公司的收购)至82.6百万平方米。

2017年，集团向中国海外发展全资拥有的中信房地产及北京中信房地产收购目标公司中信物业全部股权，作价1.9亿元人民币，目标公司在中国20个城市约120项物业提供物业管理服务，新增管理规模达24.1百万平方米。

2018年，集团全资附属公司深圳兴海收购青岛中海及大连中海合共244个停车位的使用权，代价分别为约人民币10.5百万元及人民币15.2百万元。停车位分别位于青岛中海于中国青岛开发及大连中海于中国大连开发的住宅开发项目。于同年，集团附属公司与中国海外发展的附属公司订立停车位协议及重庆房屋产权协议。集团以代价182.8百万元收购上海及广州的合共3,101个停车位使用权，并以代价8.6百万元收购重庆国际商务大厦A座28楼写字楼的房屋产权。

绿城服务

2017年，集团通过与鲜生活、安鲜达成立联营公司收购拓思有限公司，后者为一间以「好邻居」品牌名称经营并拥有超过20年历史之北京连锁式零售店铺，集团希望通过该收购去建立及完善自身的小区商业模式，为园区产品服务的快速发展带来助力。集团将原先的便利店模式升级为小区生鲜模式。利用园区的天然资源优势，以高频消费的生鲜产品为切入点，打造质高价优的小区生鲜品牌。

集团2018年与天津鼎辉合作成立余乐投资，以2,000万元持有余乐投资40%的股权，该公司主要参与养老地块建设及养老服务体系落地，落实集团于健康养老板块的战略布局，推进园区服务中养老服务体系的深化。同时，以总代价1,090.7万美元，通过收购及认购新股的方式获得了Tuotuo(一家主要于中国从事在线音乐教育的公司)47.73%的股权，完善集团从基础教育扩展到兴趣教育，从传统线下教育扩展到线上线下相结合的战略布局。

集团于2019年收购Montessori Academy Group Holdings Pty Ltd 56%股权，代价约为2.4亿元。目标公司于澳洲注册成立之有限公司，主要从事根据Montessori课程及体系进行向介乎0至2岁的婴儿、介乎2至3岁的幼儿及介乎3至6岁的学龄前儿童提供教育及托儿服务并提供日常教学。

数据源：宝新整合

■ 3.5 非住宅物管领域为蓝海

表 4：非住宅物管开拓例子

雅生活服务

集团于 2018 年成立卓森物业管理有限公司，服务高端商业及写字楼物业，聚焦北、上、广、深及武汉等重点城市，定位区域高端标杆项目，服务范围覆盖前期策划、运营管理、招商租赁及中介服务。期内，卓森物业管理成功中标未来杭州的城市新地标，杭州亚运会重点配套项目之一的「杭州之门」。

集团于 2019 年通过收购广州粤华物业有限公司，凭借其在非住宅领域的品牌知名度，迅速进入公建类物业服务市场，落地集团业态布局战略，并顺势成立第四大产业—公共服务板块，推进全业态覆盖。

2019 年，雅生活以 15.6 亿元收购中民物业 60% 股权，及以不超过 5 亿元收购新中民物业 6 成股权。中民物业集团及新中民物业集团广泛覆盖公共建筑、商业办公、住宅等多种业态，在中国的公共建筑及各细分领域拥有领先的市场占有率与极高知名度。

碧桂园服务

集团于 2018 年成立合资公司，开始「试水」 「三供一业」 （供水、供电、供热及物业管理）分离移交改革领域。

集团于 2018 年推出城市服务产品体系 — 碧桂园服务城市共生计划。2019 年，集团正式入驻辽宁省开原市，向其提供一体化的智能服务，在城市环境改善、公共灾害应急联动服务等诸多方面表现突出，并逐渐开展及实践增值服务模式。未来，碧桂园服务将作为新型城市治理公共服务的探行者，逐步形成基于数字化城市运维平台之上，利用市政公共服务覆盖城市基础设施、公园景区、文体场馆、交通枢纽、医院学校、商业写字楼、住宅小区等多业态整合下的一体化运营的城市大物业模式。

永升生活服务

在公众物业服务领域，永升于 2018 年完成太阳能德州小镇、德州市第二人民医院、厦门市气象台等项目物业服务的承接。在商办物业服务领域，永升于 2018 年先后承接国家级产业园区青岛国际创新园、江阴超高层地标性项目橙星广场、橙星大厦综合体，亦于 2019 年签约了如苏高新集团开发的苏州天都大厦等优质服务项目。其它标杆性服务项目还包括上海恒基旭辉中心、北京旭辉空港中心、武汉旭辉大厦等多个项目。

中海物业

2018 年，集团加强对商业及政府项目的拓展，包括北京雄安发展新区首个启动项目——雄安市民服务中心、深圳当代艺术馆与城市规划馆提供专业设施管理服务；同时集团在港澳地区进一步取得多项大型及地标性的设施管理合约，包括港珠澳大桥口岸、西九龙高铁站等知名地标项目，令集团囊括全港十五个出入境口岸中的十二个服务合约；此外，还夺得香港司法机构辖下所有物业的管理合约。上述物业管理服务有助提升及巩固集团在商业楼宇、政府物业方面的市场优势。

2019 年，集团成立商业物业管理事业部(海纳万商物业管理有限公司)，垂直化、扁平化、集约化管理全国商业项目，专业化打造商业物业品牌「海纳万商」。依托母公司高端商业资源，借助国资背景与良好的政商关系，积极承接各类政府、公建项目，不断拓宽管理边界，努力打造商务、政务楼宇服务第一品牌。

绿城服务

早于 2017 年，集团深入城市运营中有分量的公共建筑体、商业办公场所的服务——新签省级政府大型办公场所，如位于南昌的江西省委党校；增加服务商业研发办公项目，如位于杭州的阿里巴巴软件园二期、位于西安的延长石油科研中心。及后，于 2018 年签下以无锡国际金融中心(IFC)、西安中核长安印、台州天盛中心等为代表的地标式超高建筑体，与此同时集团由生活服务向城市综合服务纵深迈进，为上海浦东国际机场、温州机场、岳阳机场等城市窗口场所提供服务。

数据源：宝新整合

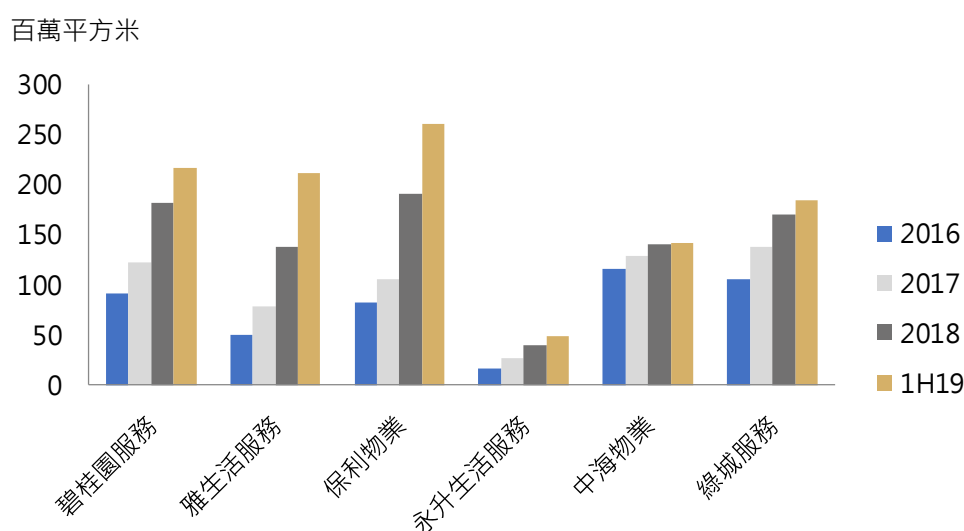
4. 从多个维度分析企业增长潜力

物业管理股在 2019 年录高增长，但波幅各异，投资者可从多个维度分析企业的增长潜力。1) 首先，合同管理面积的增长要视乎关联公司的支持及第三方项目的开拓能力；2) 增值服务增长可支持毛利率扩张；3) 并购能力可决定企业能否扩大版图及增加业态类型。

4.1 合同管理面积的增长要视乎母公司的支持及第三方项目的开拓能力

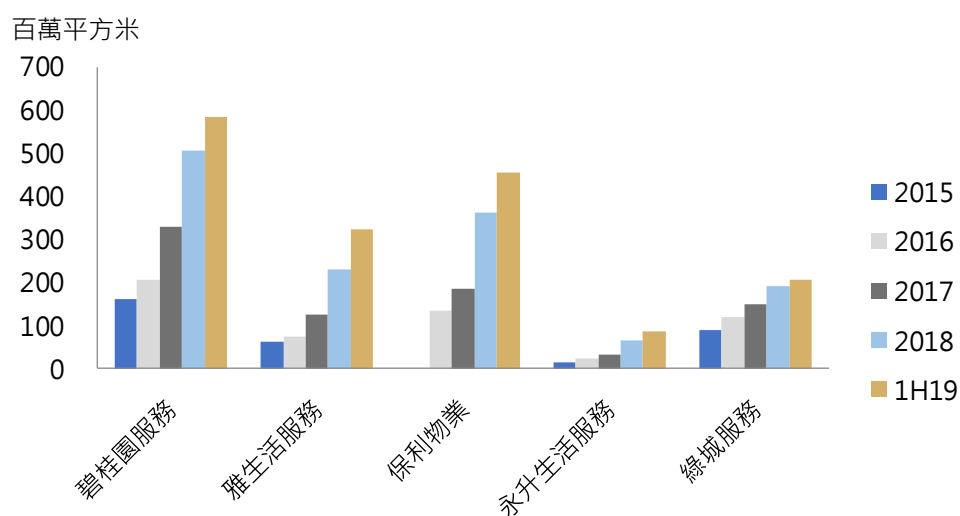
- 管理面积及储备面积的增长

图 50：在管面积比较



数据源：宝新整合

图 51：合同管理面积比较

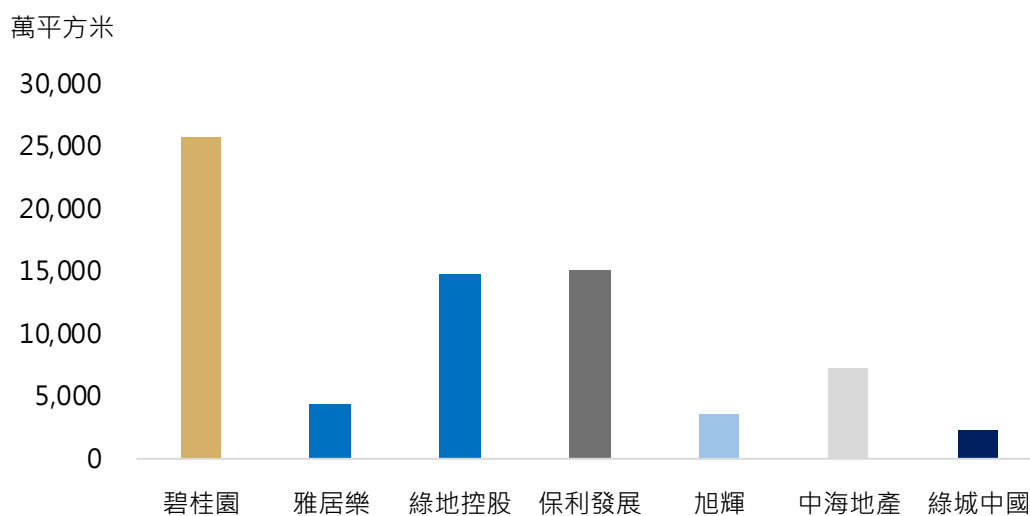


数据源：宝新整合

▪ 来自关联公司的支持

根据中指院资料，于 2018 年的物业服务百强企业中，约 76.0% 拥有物业开发背景，而就该等拥有物业开发背景的物业服务企业而言，来自其关联物业开发商的在管建筑面积占其在管总建筑面积的比例为 9.9% 至 100%，平均为 54.8%。(附注：碧桂园服务的关联物业开发商为碧桂园；雅生活的关联物业开发商为雅居乐及绿地；保利物业的关联物业开发商为保利发展；永升的关联物业开发商为旭辉；中海物业的关联物业开发商为中海系列；绿城的关联物业开发商为绿城中国。)

图 52：关联物业开发商的总土储建筑面积(2019 年上半年)

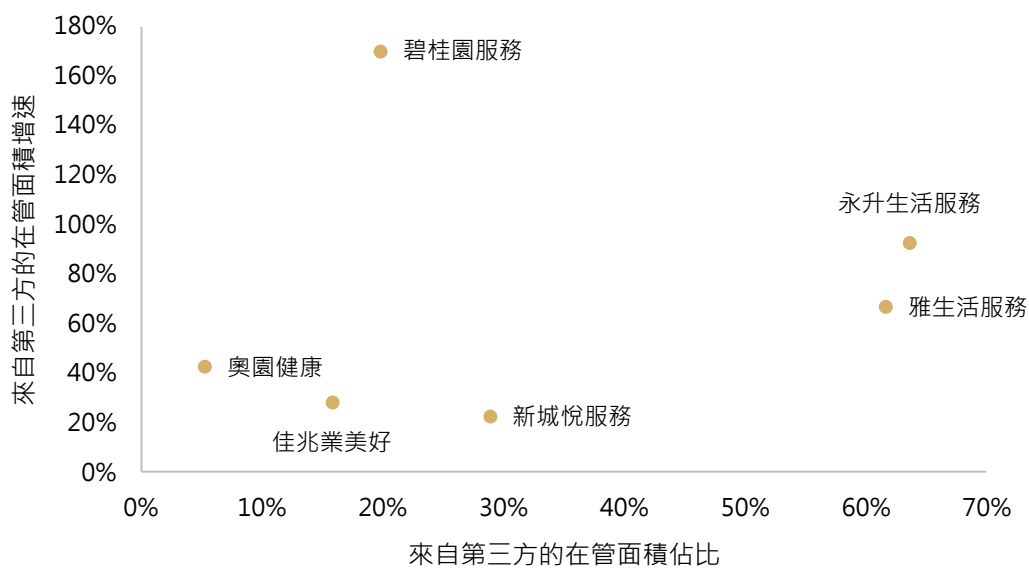


数据源：宝新整合

可以看到碧桂园服务的关联物业开发商-碧桂园拥有极为丰富的土储，部分解释了碧桂园服务相对同业的高估值。

▪ 第三方项目

图 53：来自第三方项目的在管面积占比及增速(2018 年)



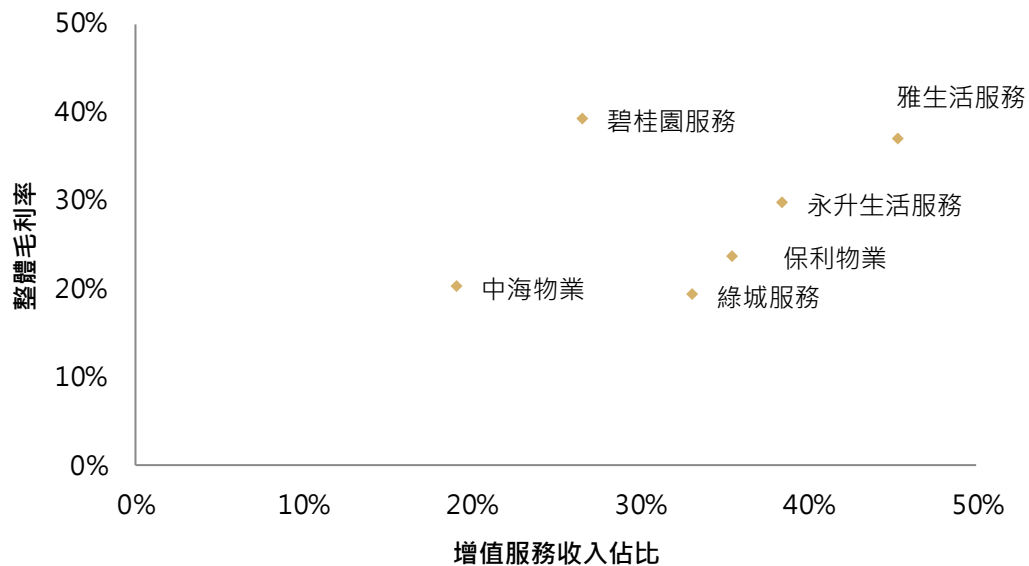
数据源：宝新整合

可以看到雅生活服务及永升生活服务的第三方项目在管面积占比较高，反映其开拓业务的能力高，并不只依赖于母企或关联公司的支持。

■ 4.2 增值服务增长可支持毛利率扩张

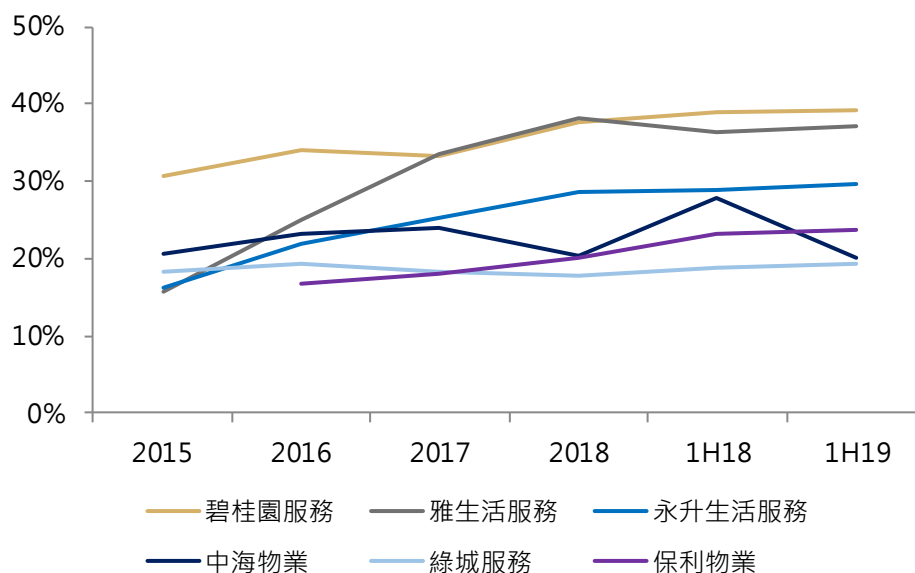
一般而言，物管公司的增值服务占比愈高，其毛利率亦愈高。于 2019 年上半年，雅生活服务的增值服务占比达 45% (外延增值服务及社区增值服务合计)，毛利率为 37%。不过，碧桂园服务为的物业管理服务毛利率比同业为高，因此整体毛利率与雅生活服务相若。

图 54：增值服务收入相对整体毛利率



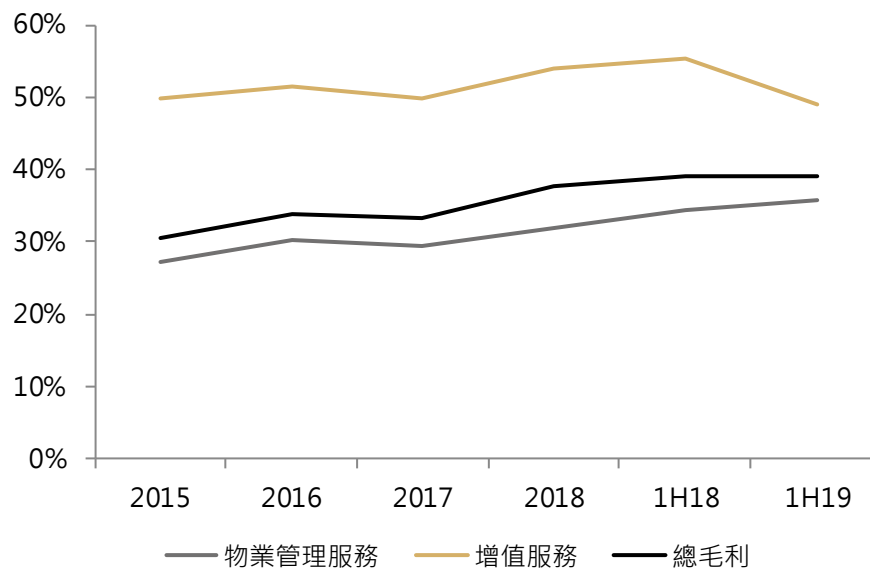
数据源：宝新整合

图 55：各物管公司的毛利率比较

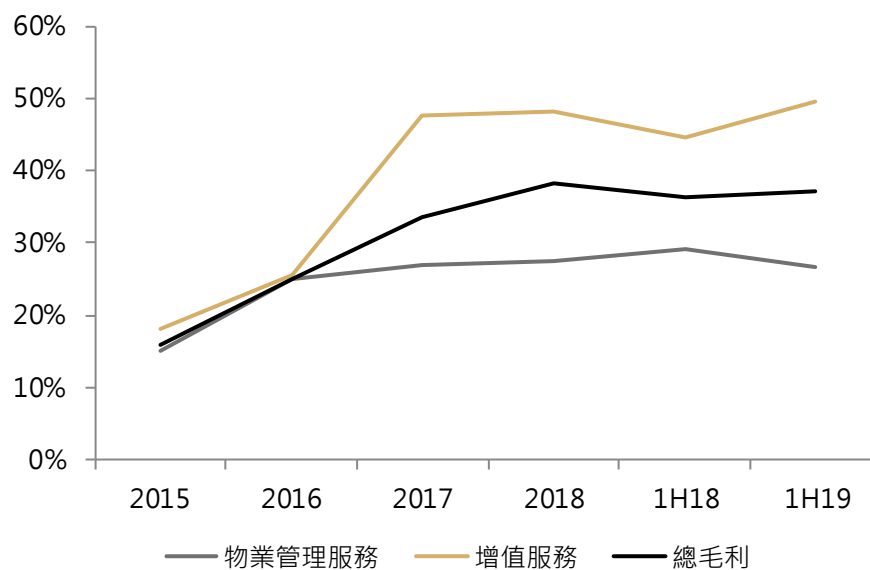


数据源：宝新整合

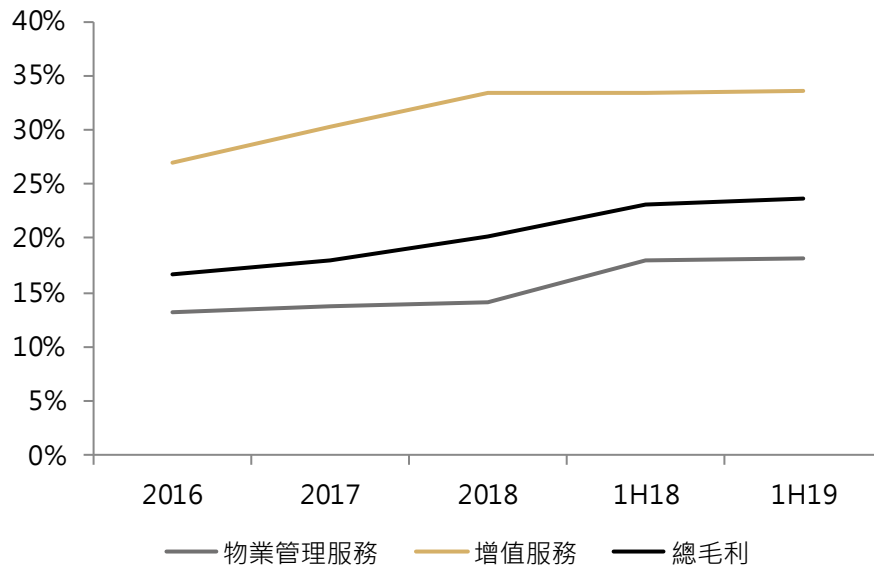
以下为各物管公司的分部毛利率，可见物业管理服务毛利率一般界乎于 10-40%；而增值服务毛利率一般界乎于 30%-60%。

图 56：碧桂园服务分部毛利率


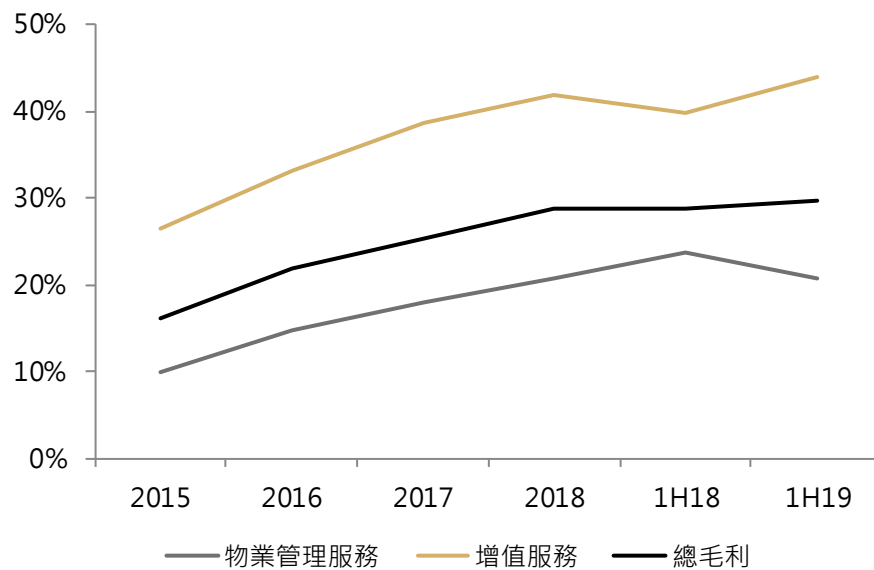
数据源：宝新整合

图 57：雅生活服务分部毛利率


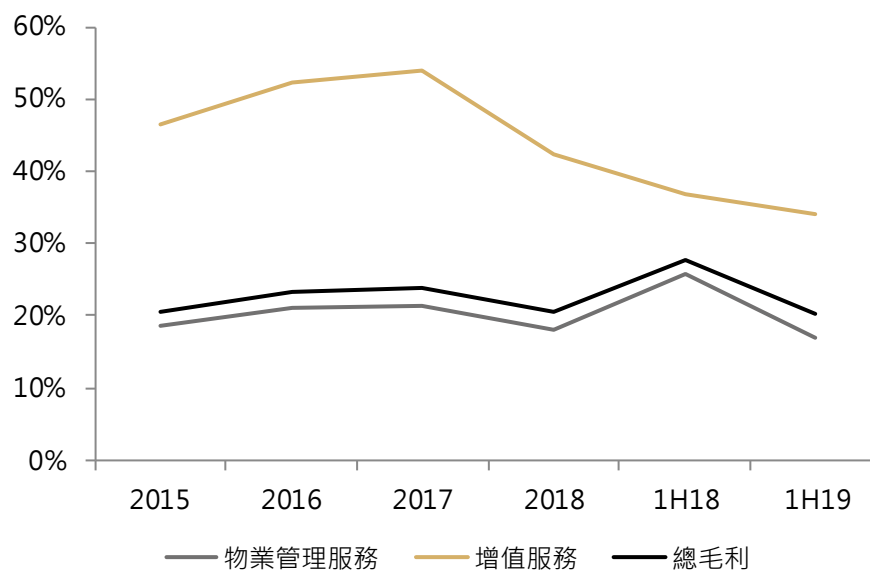
数据源：宝新整合

图 58：保利物业分部毛利率


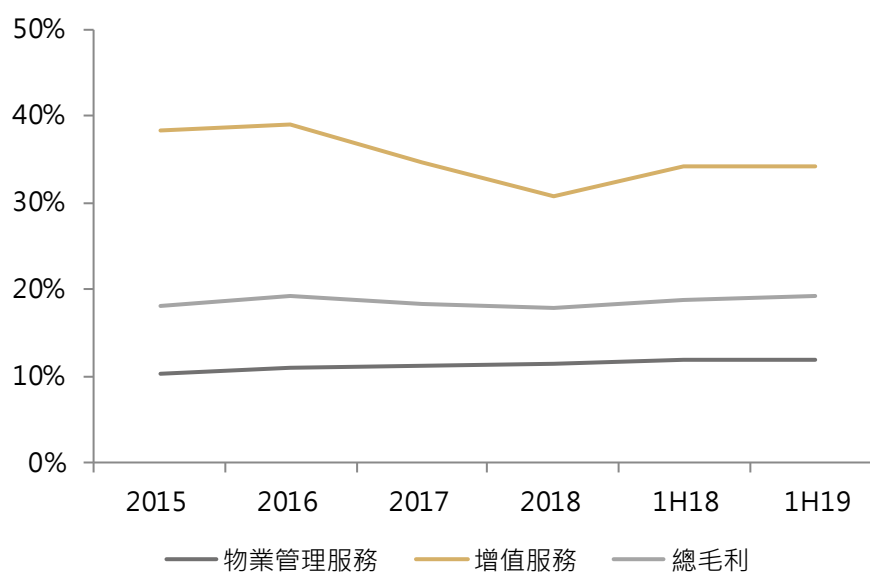
数据源：宝新整合

图 59：永升生活服务分部毛利率


数据源：宝新整合

图 60：中海物业分部毛利率


数据源：宝新整合

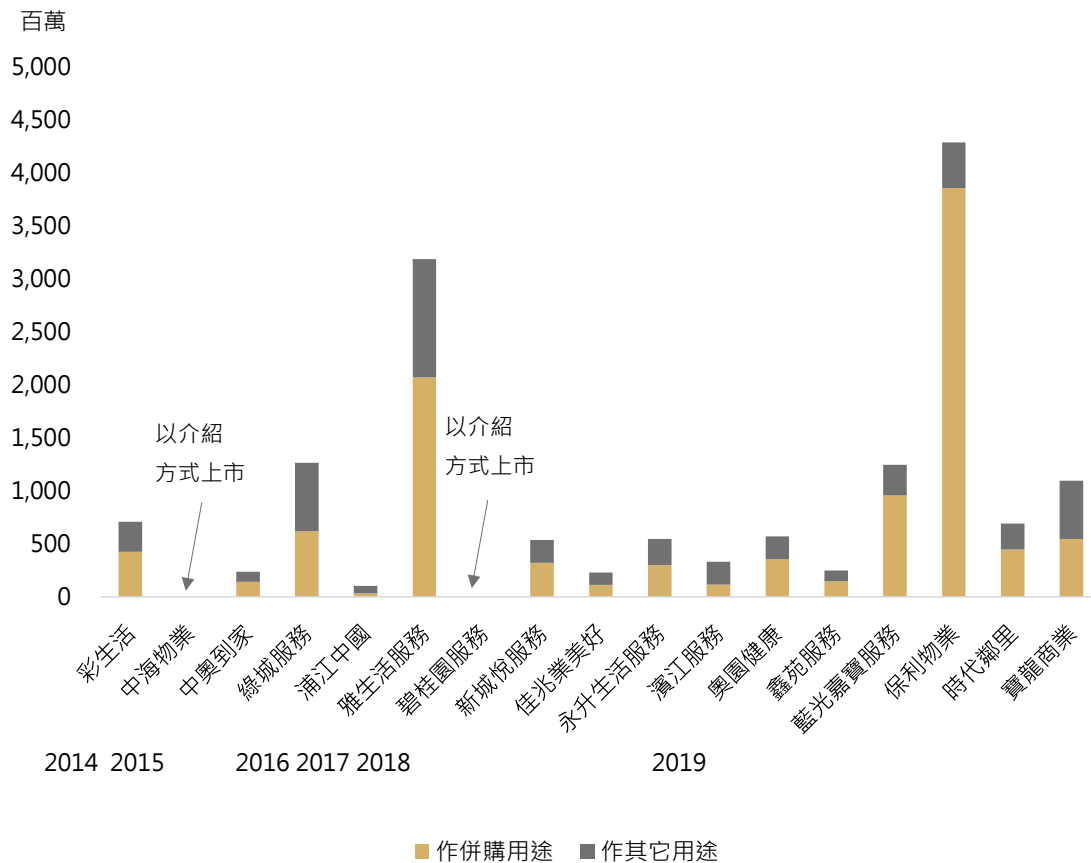
图 61：绿城服务分部毛利率


数据源：宝新整合

4.3 并购能力可决定企业能否扩大版图及增加业态类型

由于全国房市销售增长放缓，物业管理公司单靠关联物业开发商的管理面积输出并不足够，积极开拓第三方物业项目同时加大收并购才是上策。近年来多家物业管理公司分拆上市，目的是为了有足够资金进行收并购。

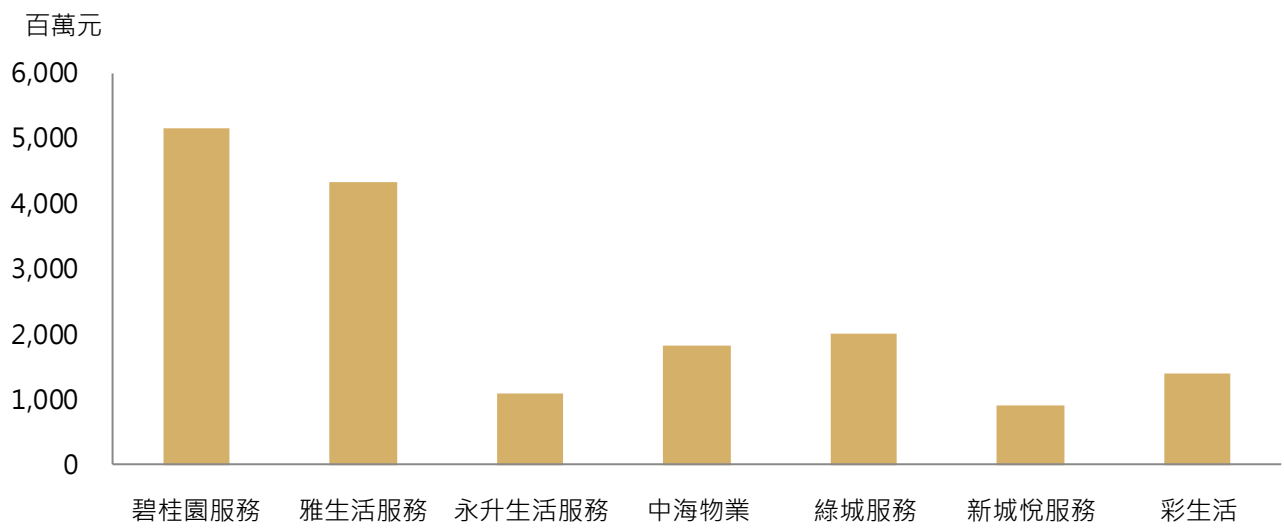
图 62：近年上市的物管公司及其资金用途



数据源：宝新整合

至目前为止，碧桂园服务及雅生活服务的现金水平较高，未来将有更多的机会进行收购，就在 2019 年下半年，雅生活以 15.6 亿元收购中民物业 60% 股权，及以不超过 5 亿元收购新中民物业 6 成股权。展望未来，物管公司将要进一步增加集团智能化技术运用以提升运营效益；扩阔服务范围，完善社区生态圈，如在社区发展生鲜模式、提供养老服务、教育服务等；开拓非住宅物管蓝海，这一切都需要资本的投放，因此强者恒强将为定律。

图 63：上市公司的现金水平



数据源：宝新整合

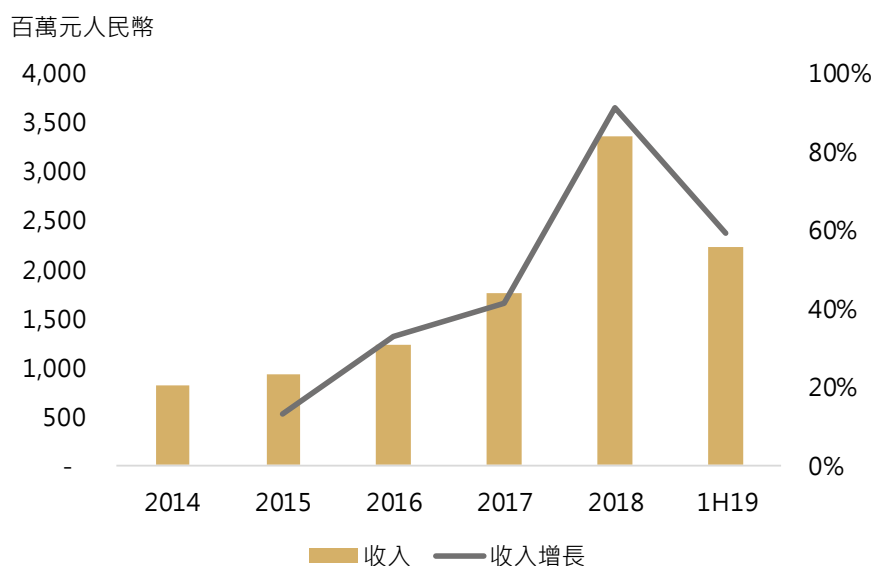
雅生活服务(03319)



1. 收入及净利增长快速

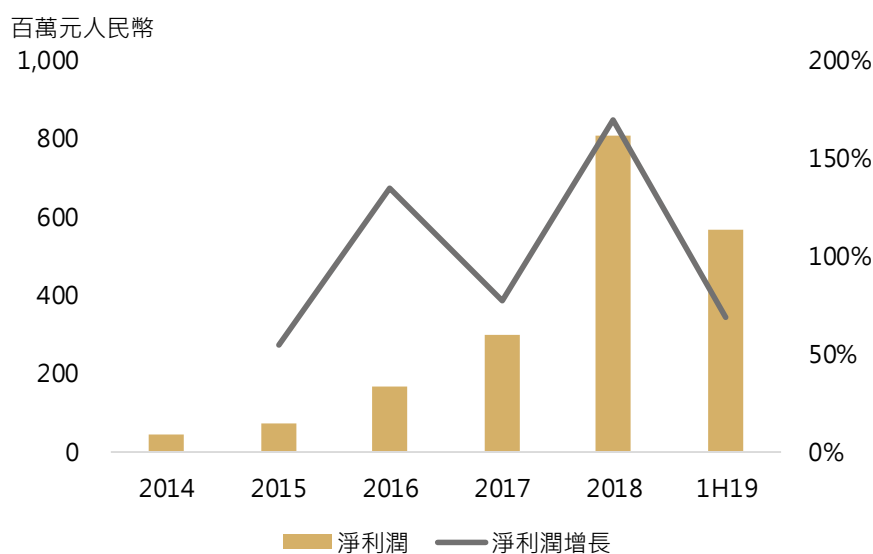
雅生活服务的收入由 2014 年的 8.3 亿元人民币增至 2018 年的 33.8 亿元，复合年增长率为 42.2%，净利润由 2014 年的 47 百万元增至 2018 年的 8.1 亿元，复合年增长率为 104.2%。以 2019 年中期业绩来看，收入及净利润分别增长 59.4%及 69.3%至 22.4 亿元及 5.7 亿元。集团三个分部业务物业管理服务、外延增值服务、社区增值服务均录增长，于 2019 年上半年分别增 63.6%、40.1%、157.5%。

图 64：历来收入增长



数据源：雅生活服务、宝新整合

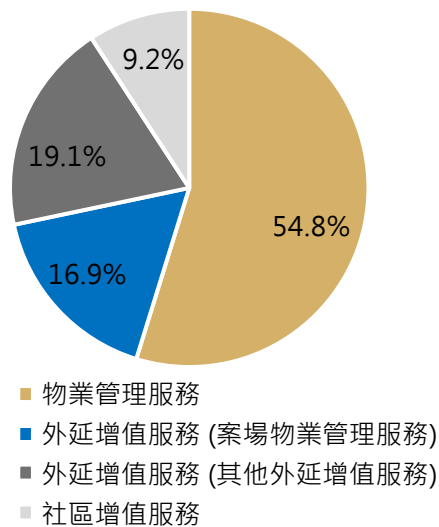
图 65：历来净利润增长



数据源：雅生活服务、宝新整合

集团主要收入来源是物业管理服务，占整体收入 54.8%，其次是提供给开发商的案场物业管理服务(占整体收入 16.9%)及其它外延增值服务(占整体收入 19.1%)，最后是社区增值服务(占整体收入 9.2%)，向业主和住户提供包括生活及综合服务，社区资源及家装宅配服务。

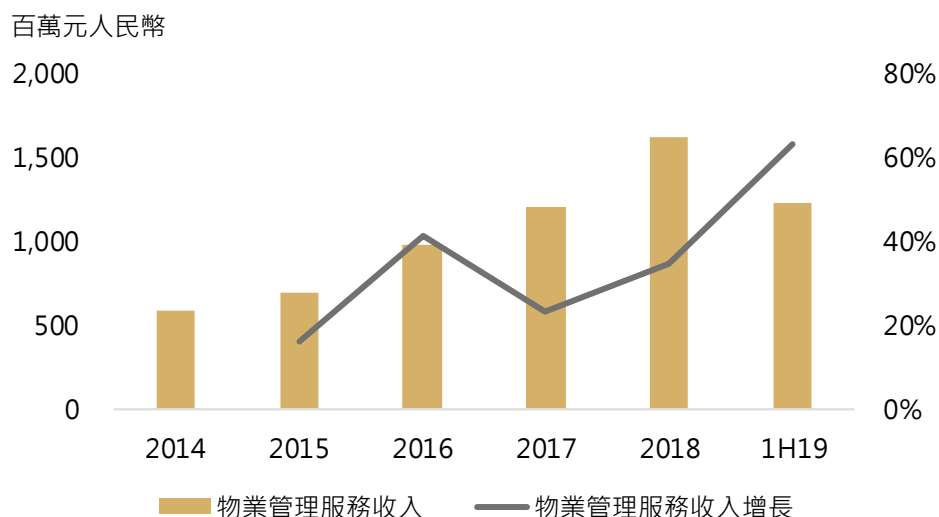
图 66：2019 年上半年收入分布



数据源：雅生活服务、宝新整合

于 2019 年上半年，集团的物业管理服务收入达 12.3 亿元，按年增 63.6%。

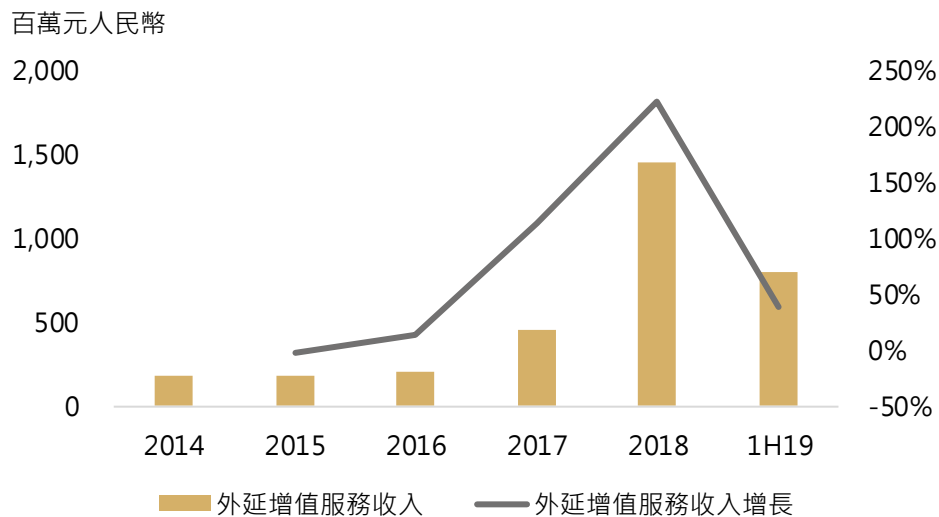
图 67：物业管理服务收入增长



数据源：雅生活服务、宝新整合

于 2019 年上半年，集团的外延增值服务收入达 8.1 亿元，按年增 40.3%，占总收入约 36%。

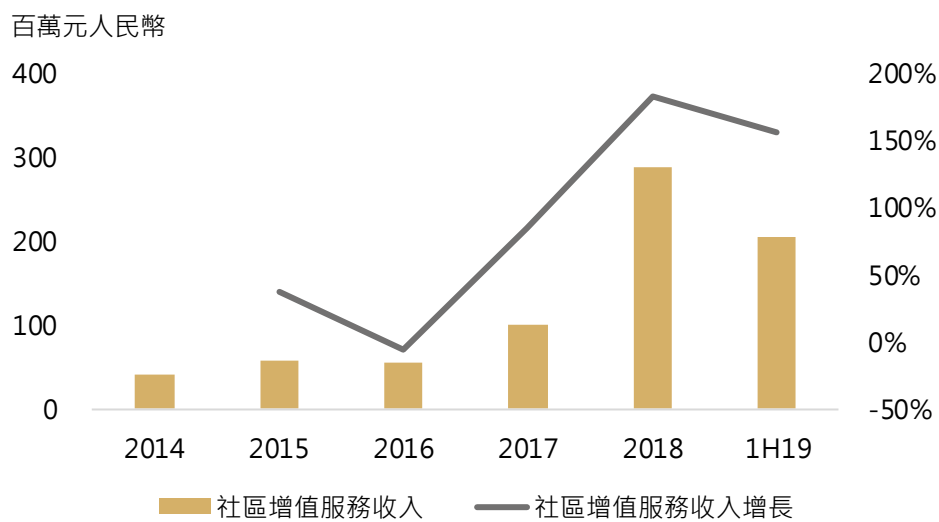
图 68：非业主增值服务收入增长



数据源：雅生活服务、宝新整合

于 2019 年上半年，集团的业主增值服务收入达 2.1 亿元，按年增 157.9%，占总收入约 9.2%。

图 69：业主增值服务收入增长

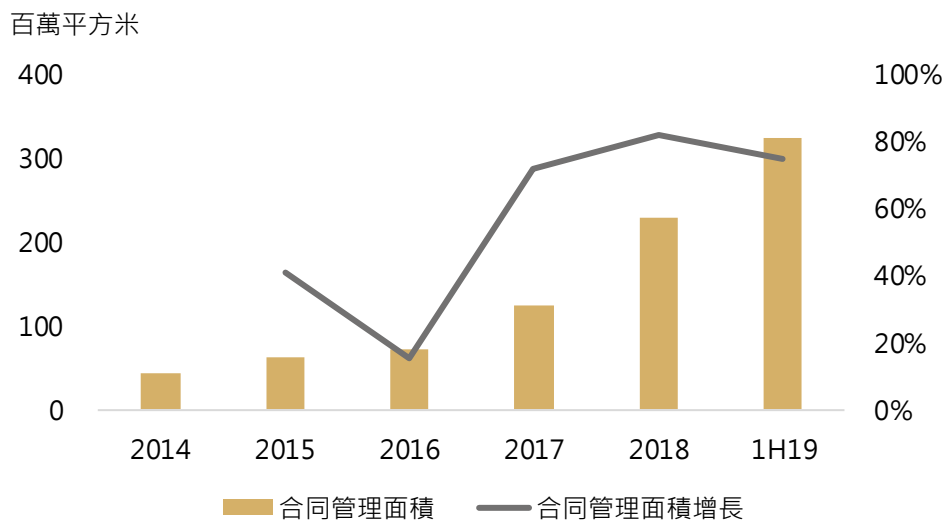


数据源：雅生活服务、宝新整合

2. 管理面积快速扩张

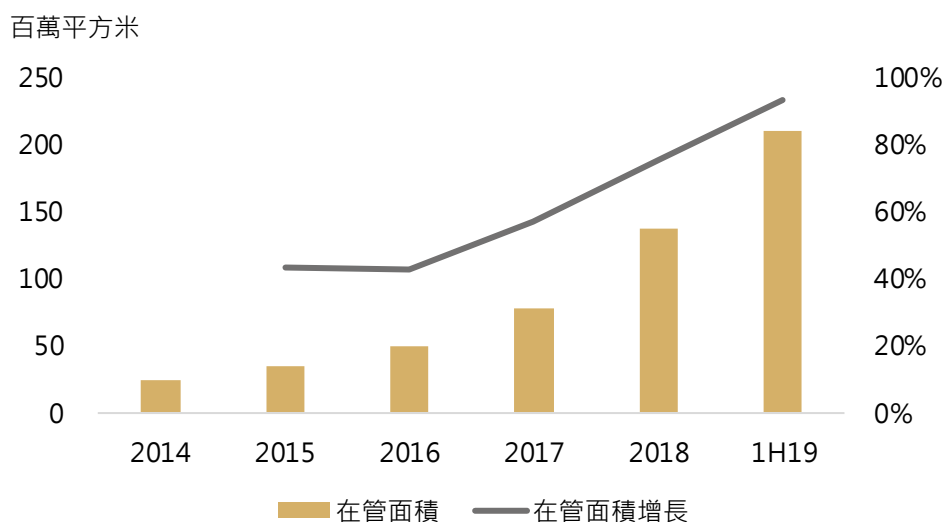
雅生活服务的合同管理面积由 2014 年的 44.9 百万平方米增至 2018 年的 229.8 百万平方米，复合年增长率为 50.4%，在管面积由 2014 年的 24.4 百万平方米增至 2018 年的 138.1 百万平方米，复合年增长率为 54.2%。当中，来自第三方的累计面积占比及增速比来自关联方的还要高。

图 70：历来合同管理面积增长



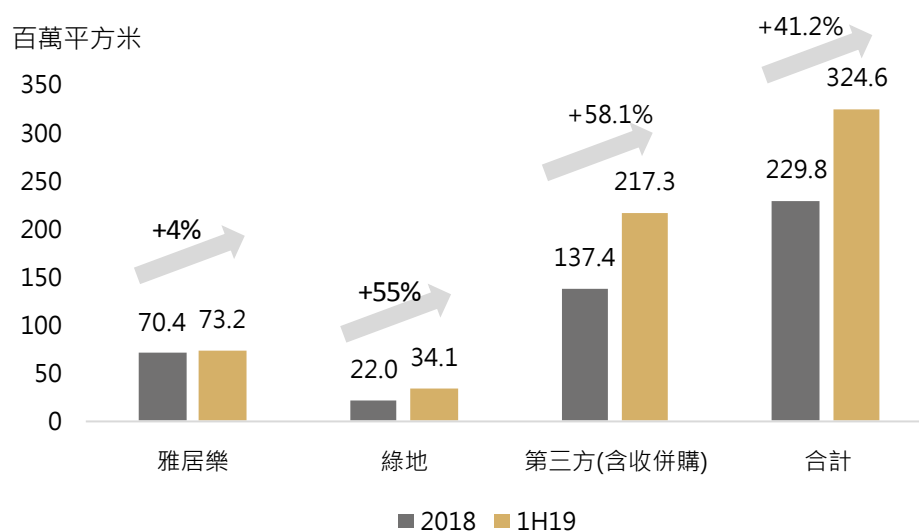
数据源：雅生活服务、宝新整合

图 71：历来在管面积增长

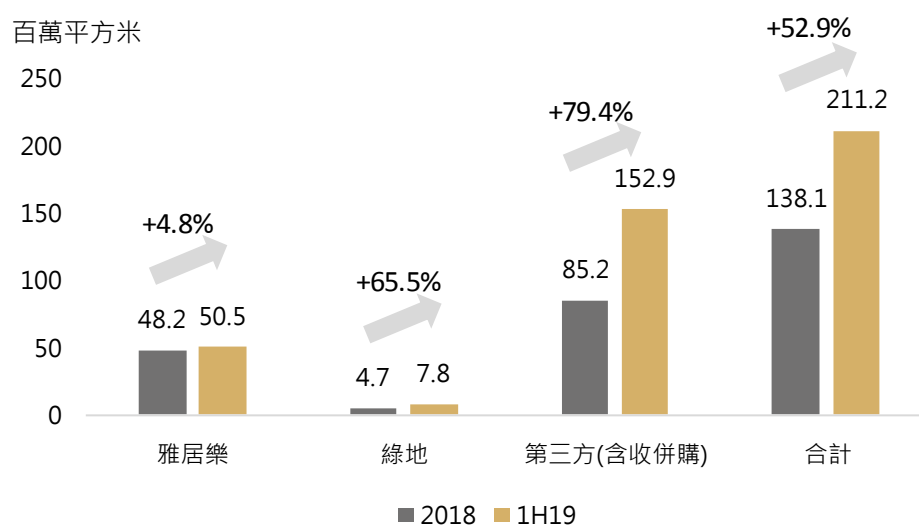


数据源：雅生活服务、宝新整合

截至 2019 年上半年，集团在管面积及合约面积分别为 211.2 百万平方米及 324.6 百万平方米。来自雅居乐集团和绿地控股的合约面积分别累计达 73.2 百万平方米及 34.1 百万平方米，较 2018 年底分别增长 4.0%及 55.0%，来自两大股东面积占总合约面积的 33.1%。来自第三方物业开发商的合约面积(含收购贡献)累计达 217.3 百万平方米，较 2018 年底增长 58.1%，占总合约面积的 66.9%。

图 72：2019 年上半年合同管理面积增长


数据源：雅生活服务、宝新整合

图 73：2019 年上半年在管面积增长


数据源：雅生活服务、宝新整合

■ 2.1 背靠两大股东

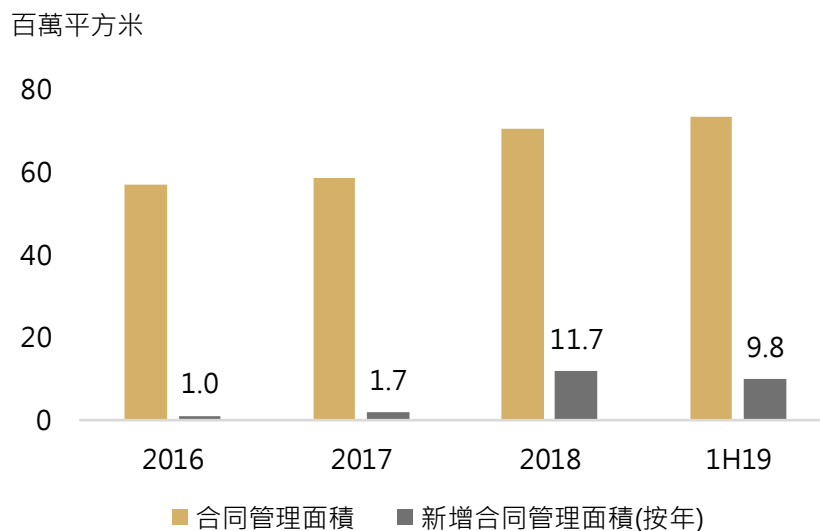
于 2017 年 6 月 30 日，集团自绿地控股收购了绿地物业。于 2017 年 8 月，绿地控股透过向公司注资人民币 10 亿元持有公司 20% 的股本权益，成为集团的长期战略股东。自此，集团依靠雅居乐和绿地控股两大物业开发行业领跑者，实行「雅居乐物业」和「绿地物业」双品牌发展战略。通过双方区域业务发展的深度融合，优势互补、提高区域能效、扩大业务规模，持续稳定承接来自两大股东的管理面积，建立并扩大在物业服务领域的品牌和规模效应。

■ 双品牌发展战略

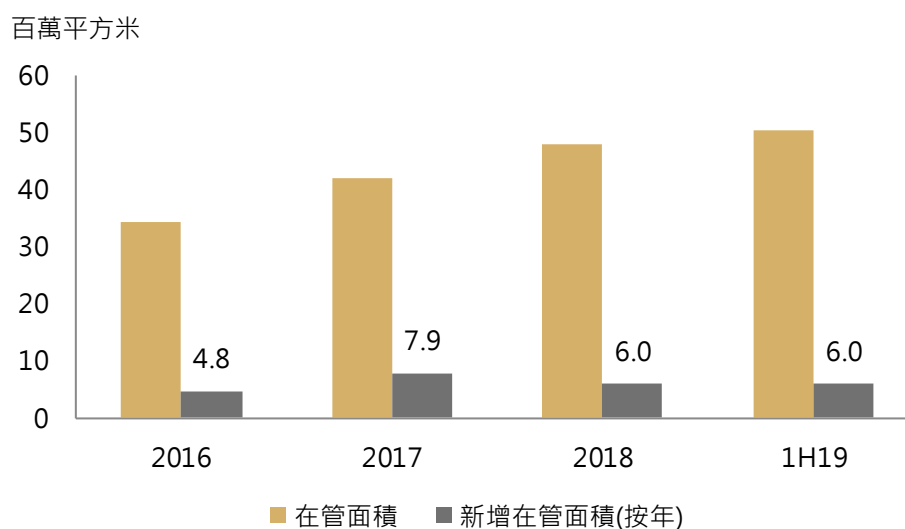
雅居乐品牌

雅居乐物业专注于中高端房地产及旅游地产开发；绿地控股开发项目则包括住宅及高层写字楼、多用途综合体、酒店、高铁站商务区及产业园。截至 2019 年 6 月，来自雅居乐的合约面积已达 7,317 万平方米，期内新增合约面积为 280 万平方米。

图 74：来自雅居乐的合同管理面积



数据来源：雅居乐、宝新整合

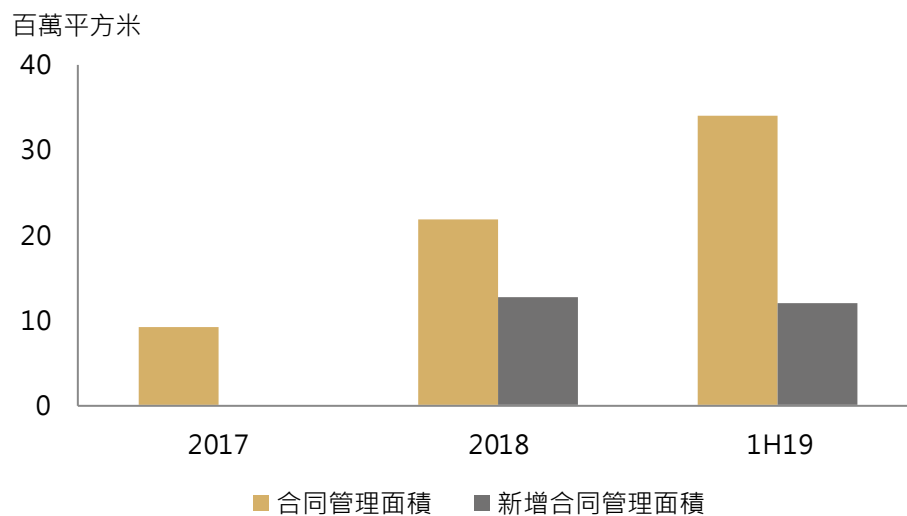
图 75：来自雅居乐的在管面积


数据源：雅生活服务、宝新整合

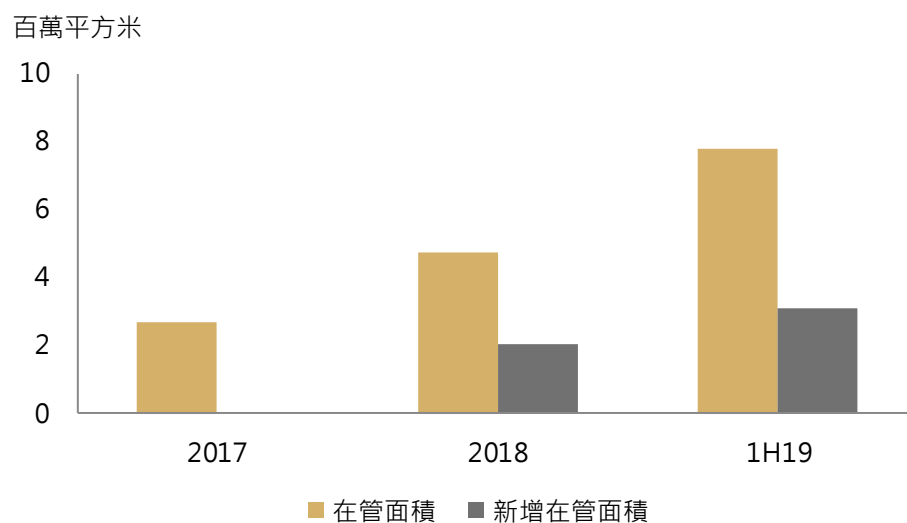
雅居乐于 2018 年及 2019 年上半年均向雅生活输送 6 百万平方米(以按年计算)。截至 2019 年 6 月 30 日，雅居乐的应占土地储备为 3,927 万平方米，并且有 23%位于大湾区，未来可为雅生活稳定输送位于优质区域的合约面积。

绿地物业品牌

根据当年投资合作框架协议，绿地控股同意，自 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间，在法律许可的范围内尽量聘请雅生活作为其物业管理服务供货商，每年向雅生活交付建筑面积不少于 7.0 百万平方米的物业供雅生活管理，并在每年为其额外开发的建筑面积为 3.0 百万平方米的物业选择未来物业管理服务供货商时给予雅生活优先权。截至 2019 年 6 月，来自绿地控股的累计合约面积为 3,413 万平方米，期内新增合约面积为 1,211 万平方米，超过战略合作协议中约定的全年承诺面积和优先面积总和。

图 76：来自绿地的合同管理面积


数据源：雅生活服务、宝新整合

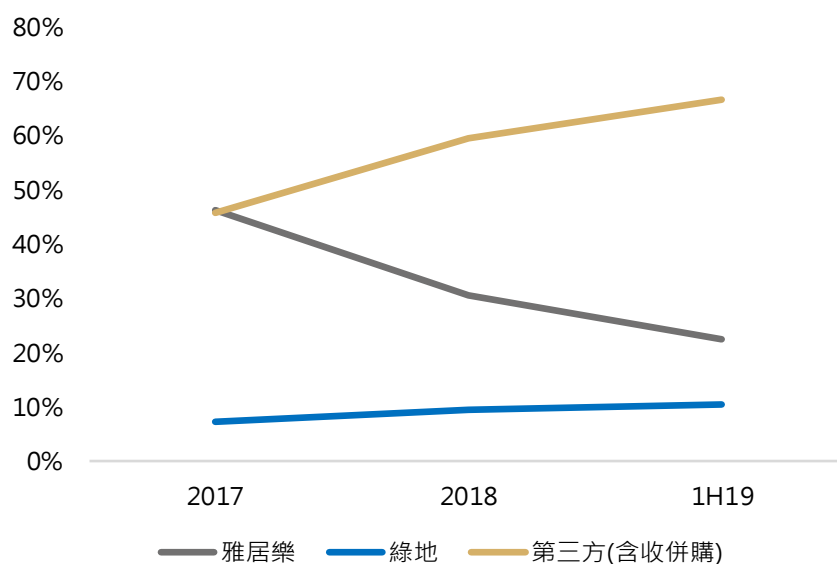
图 77：来自绿地的在管面积


数据源：雅生活服务、宝新整合

2.2 第三方拓展及收并购扩张规模

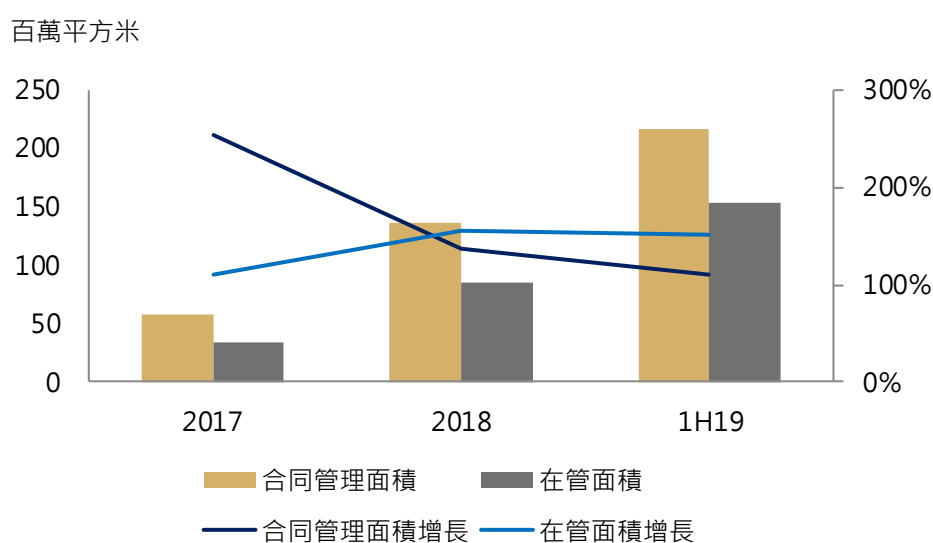
集团多年来积极推进第三方拓展及收并购，加速规模扩张，进一步扩大在不同区域和业态的辐射力及影响力。于 2019 年上半年，来自第三方项目的合约面积(含收并购贡献)累计达 217.3 百万平方米，较 2018 年底增长 58.1%，占总合约面积的 66.9%。

图 78：来自第三方的合同管理面积占比持续提升



数据源：雅生活服务、宝新整合

图 79：来自第三方的合同管理面积及在管面积



数据源：雅生活服务、宝新整合

表 5：上市以来至 2019 年上半年的收购

日期	收购对象	对价 (亿元)	新增合约面积 (百万平方米)	主要业态
4/2018	南京紫竹	2.05	27.6	公建、商业、住宅类
7/2018	兰州城关	1.48	17.9	公建、办公楼、住宅类
8/2018	京基物业	0.11	3.42	住宅类
1/2019	青岛华仁	1.33	6.08	公建、办公楼、住宅类
2/2019	哈尔滨景阳	1.14	10.48	住宅、商业、办公楼类
3/2019	广州粤华物业	1.95	30	公建类

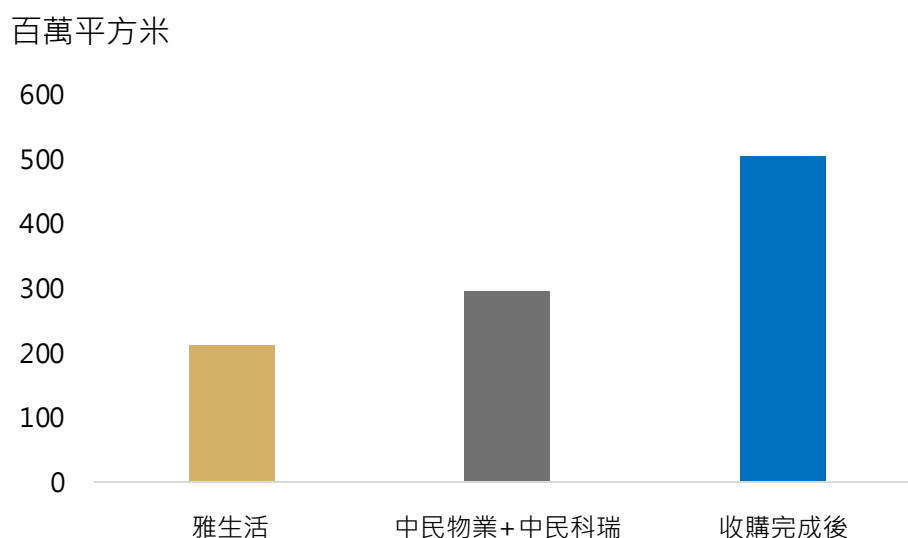
数据源：雅生活服务、宝新整合

于 2019 年，集团通过收购广州粤华物业，凭借其在非住宅领域的品牌知名度，迅速进入公建类物业服务市场，并顺势成立第四大产业 - 公共服务板块，推进全业态覆盖。

3. 开拓非住宅物管细分市场

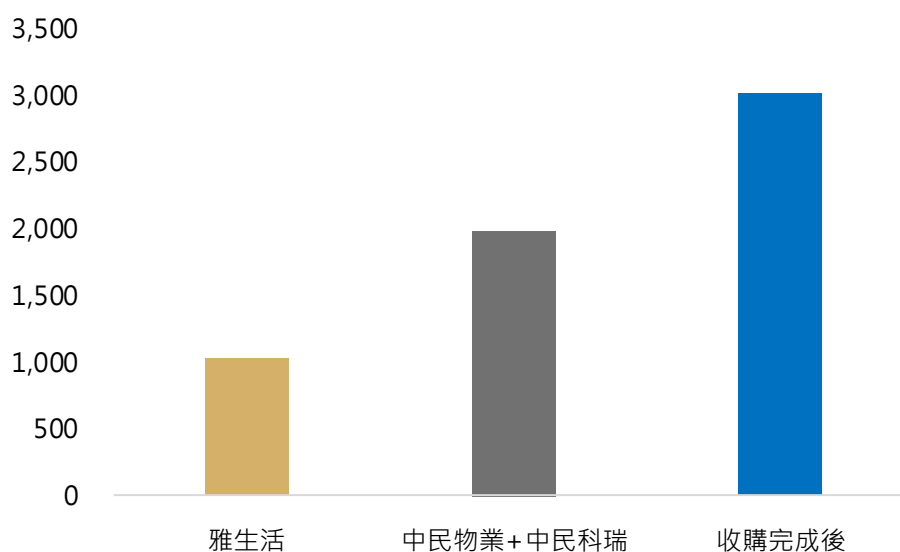
雅生活于9月26日公布，以15.6亿元人民币收购中民物业60%股权，及以不超过5亿元收购新中民物业6成股权，收购价对应市盈率为12.5倍。两间收购对象合计管理面积高达2.9亿平方米，多于雅生活本来的2.11亿平方米。完成收购后，雅生活在管面积将突破5亿平方米。两者合计近2,000个项目，收购后，雅生活管理项目将突破3,000个。

图 80：收购所带来的在管面积增长



数据源：雅生活服务、宝新整合

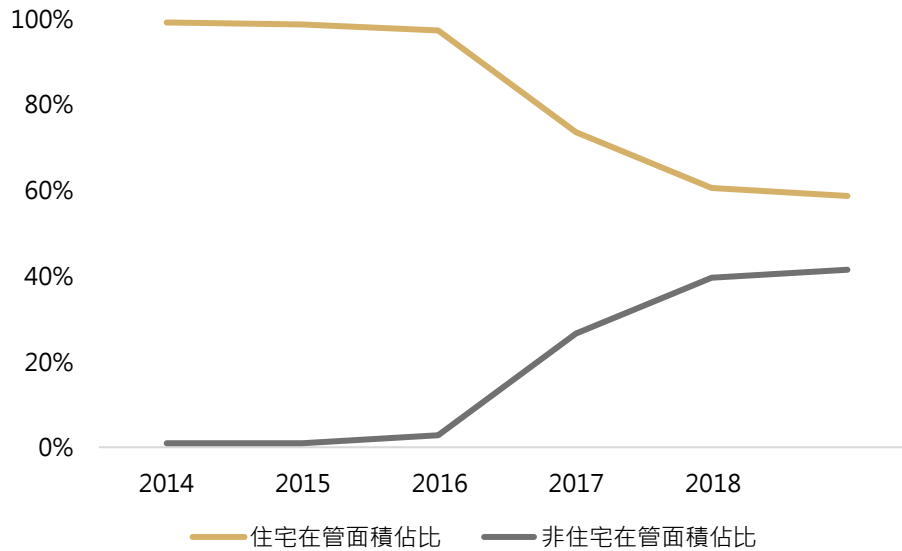
图 81：收购所带来的管理项目增长



数据源：雅生活服务、宝新整合

其实集团早前已在公共物管细分市场进行部署，2019年3月，雅生活以1.95亿元收购广州粤华物业51%的股权，填补了集团在华南区域公共建筑市场的业务空白。截至2019年6月底，雅生活在管面积中，非住宅类占比从2018年底的39.6%上升到41.3%。

图 82：雅生活的住宅类及非住宅类在管面积占比



数据源：雅生活服务、宝新整合

中民物业集团及新中民物业集团享有多种业态的先发优势，涵盖公共建筑(50%)、住宅(32%)、商业及办公业态(18%)。收购后，雅生活在管面积的非住宅类占比达56%。

中民标杆项目

图 83：世博会中国馆 (2G 项目)



数据源：各媒体

图 84：上海虹桥综合交通枢纽 (2G 项目)



数据源：各媒体

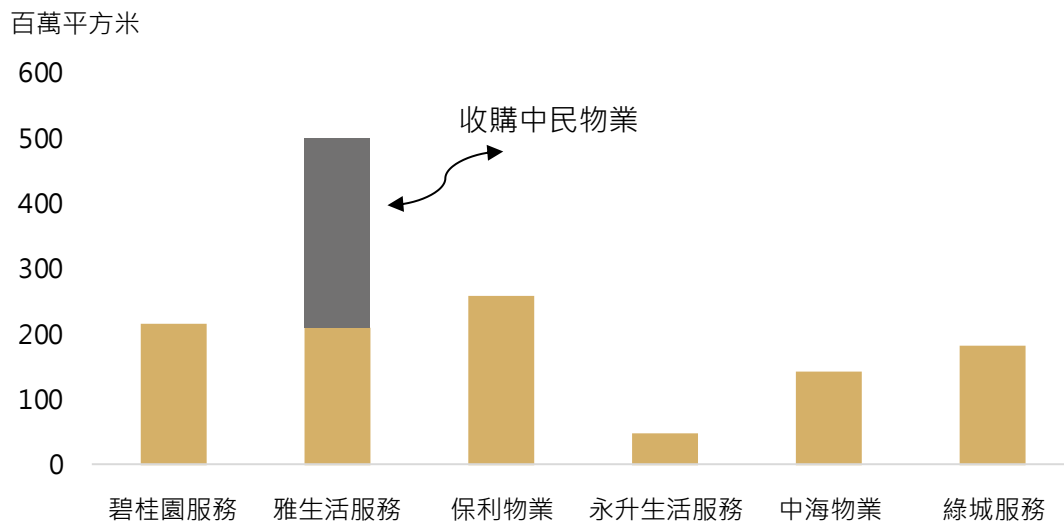
图 85：南京紫峰大厦 (2B 项目)



数据源：各媒体

中民物业集团及新中民物业集团已全国广泛布局经济发达的城市群，覆盖 28 个省、市、自治区，共 123 个城市，在管面积中 34% 位于长三角地区，24% 位于山东半岛地区，20% 位于川渝地区，4% 位于深圳。收购可助力雅生活集团迅速完善全国化战略布局，巩固于粤港澳大湾区、长江三角洲等区域的领先地位，提升市场份额；同时，补足集团在发展潜力极大的山东半岛、川渝等重点区域的覆盖。完成后，预计雅生活集团于长三角、粤港澳大湾区、山东半岛、川渝四大重点城市群的在管面积均将超过 4,000 万平方米，一跃成为各区域市场占有率领先企业，进一步体现以区域为中心的规模效应。

图 86：行业在管面积比较



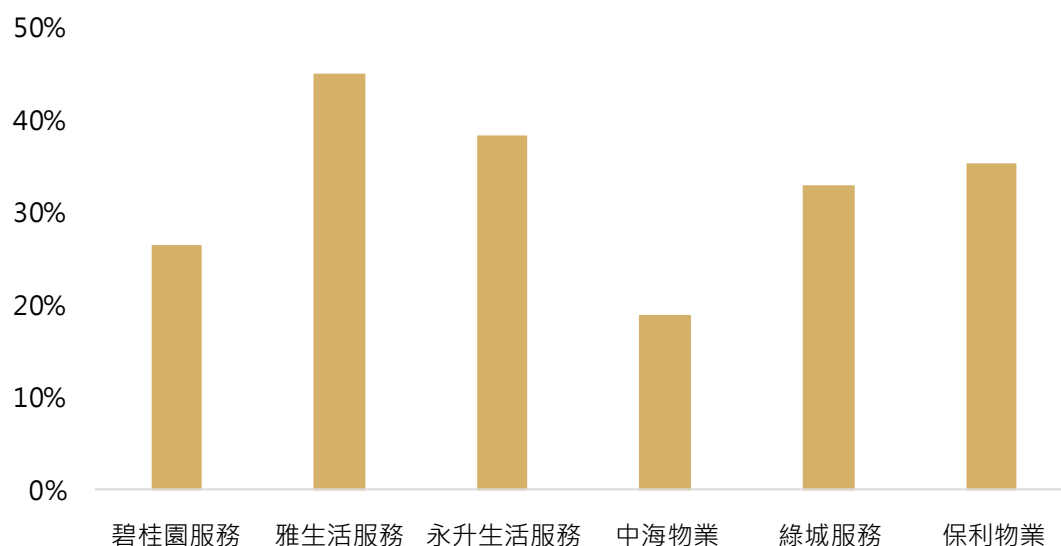
数据源：宝新整合

总结而言，非住宅物业管理是一个蓝海市场，但涵盖的业态类型多元，各类业态的服务标准及要求不尽相同，需要管理方具备丰富的行业经验，因此进入门槛高，雅生活透过并购可补足集团该分部的不足，为未来在竞争较大的住宅物业以外的细分市场另觅增长点。

4. 增值业务动力强

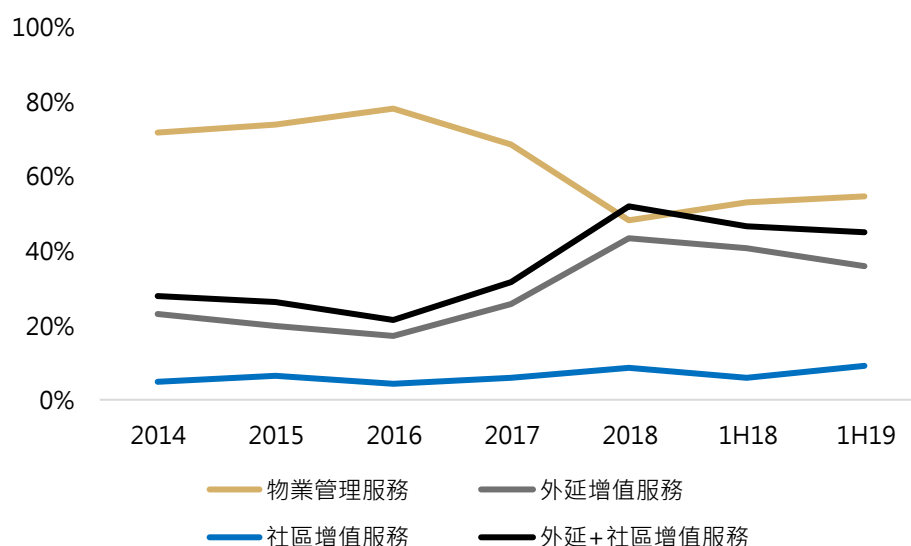
雅生活服务的增值服务收入占比较同业为高，于 2019 年上半年达 45.2%，而且占比持续提升，带动集团毛利率扩张。

图 87：行业增值服务收入占比的比较



数据源：宝新整合

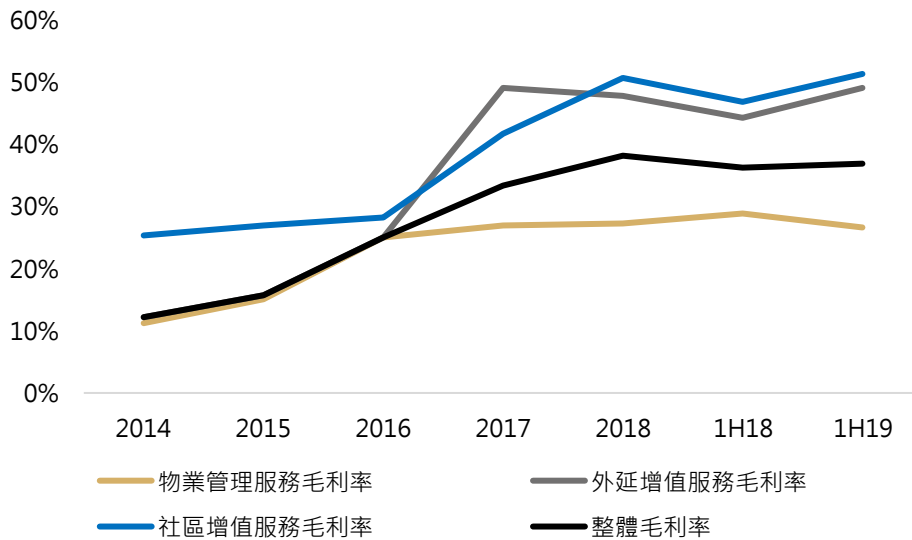
图 88：雅生活服务的增值业务收入占比提升



数据源：雅生活服务、宝新整合

于 2019 年上半年，其物业管理服务、外延增值服务、社区增值服务的毛利率分别为 26.6%、49.3%、及 51.5%，集团增值服务的业务增长，带领集团整体毛利率由 2014 年的 12.1%增至 2019 年上半年的 37%。

图 89：雅生活服务的整体毛利率持续提升



数据源：雅生活服务、宝新整合

■ 4.1 外延增值服务

外延增值服务主要包括提供给开发商的案场物业管理服务及其他外延增值服务。

图 90：为开发商提供闭环式全周期服务

案场物业管理

提供开发商案场物业管理服务，包括

- 礼宾接待
- 保安服务
- 场地保养
- 展示设备维护



营销

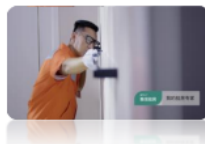
提供房地产全方位整合营销服务

- 产品定位及营销方案咨询
- 地产销售代理



验房及前期介入服务

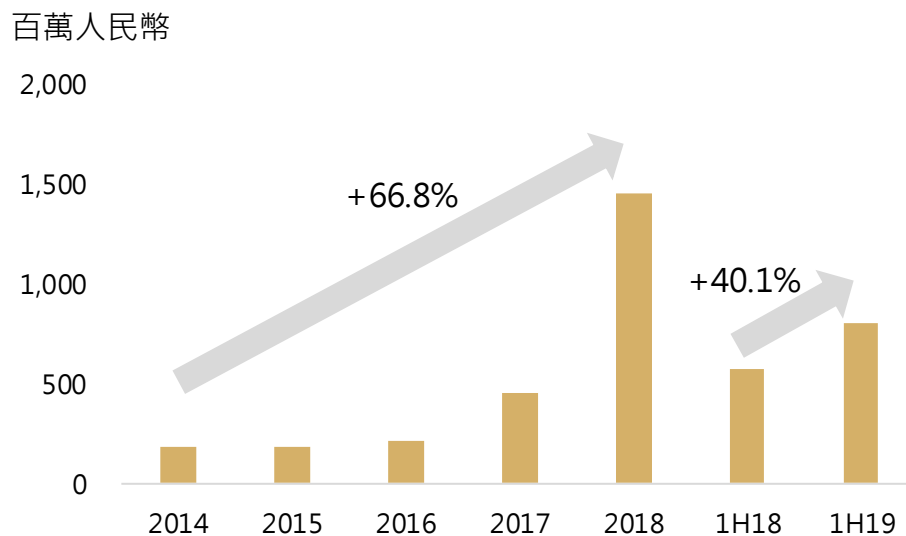
- 助力地产品质提升
- 获地产商高度认可
- 提升交房质量，避免“带病”交付物业，减少物业后期投入成本
- 提升业主满意度



数据源：雅生活服务、宝新整合

2019年上半年，集团外延增值服务收入达8.1亿元，较2018年同期增长40.3%，占总收入约36.0%。其中：
 (1) 案场物业管理服务所得收入占外延增值服务收入的47.0%，期内收入达3.8亿元，按年增长27.9%。
 (2) 其它外延增值服务占外延增值服务收入的53.0%，包括物业营销代理服务、房屋检验服务等。期内收入为4.3亿元，按年上升53.6%。

图 91：外延增值服务收入



数据源：雅生活服务、宝新整合

■ 4.2 社区增值服务

社区增值服务主要包括生活及综合服务，社区资源及家装宅配服务。社区增值服务主要是提升在管物业业主和住户的社区生活体验并实现其物业保值增值。

图 92：为业主和住户提升社区生活体验及实现物业保值增值



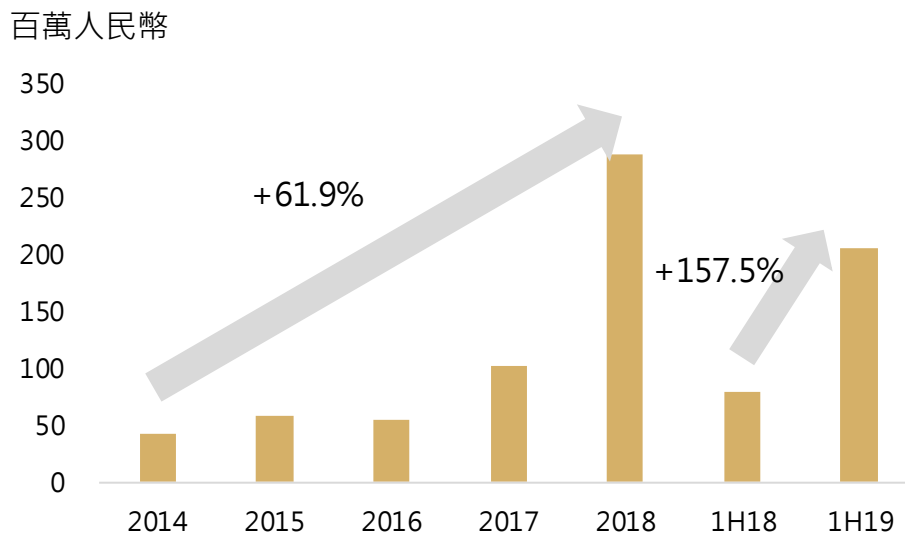
数据源：雅生活服务、宝新整合

2019 年上半年，社区增值服务收入达 2.1 亿元，按年增长 157.9%，占总收入约 9.2%。其中：

(1) 生活及综合服务包括：物业维修、家政服务、社区团购、综合咨询服务等。期内，生活及综合服务收入占社区增值服务收入约 35.4%。

(2) 社区资源服务主要包括：会所经营服务、物业租赁服务、酒店公寓营运、社区广告、停车场管理服务、社区资产的经营及二手房中介服务。期内，社区资源服务占社区增值服务所得收入约 42.2%。

(3) 家装宅配服务主要包括：拎包入住服务。期内，该类服务占社区增值服务收入约 22.4%。

图 93：社区增值服务收入


数据源：雅生活服务、宝新整合

5. 估值

表 6：同业数据比较

股票名稱	股票號碼	市值(億元)	收市價	FY19E PE	FY20E PE	FY21E PE	FY19E PB	FY20E PB	FY21E PB
碧桂園服務	6098.HK	862	31.8	50.7	37.9	27.8	15.5	11.9	8.9
綠城服務	2869.HK	282	10.1	47.3	35.7	27.4	9.5	7.8	6.5
中海物業	2669.HK	207	6.3	40.1	31.7	25.8	13.7	10.4	8.1
雅生活服務	3319.HK	492	36.9	38.7	27.4	21.1	7.2	6.1	5.1
新城悅服務	1755.HK	137	16.8	47.5	31.8	22.4	12.1	10.0	8.1
永升生活服務	1995.HK	128	8.4	55.4	35.7	24.8	10.6	8.7	7.0
保利物業	6049.HK	360	65.0	64.9	44.9	33.4	6.9	6.1	5.4
寶龍商業	9909.HK	72	11.6	34.4	23.1	16.2	3.5	3.1	2.8
彩生活	1778.HK	64	4.5	10.4	9.1	7.7	1.5	1.4	1.2
時代鄰里	9928.HK	60	6.6	49.8	24.9	13.9	NA	NA	NA
奧園健康	3662.HK	62	8.5	33.8	21.1	15.2	6.9	5.9	4.8
佳兆業美好	2168.HK	42	29.9	24.9	18.8	15.5	6.6	5.2	4.4
濱江服務	3316.HK	35	12.8	26.8	19.9	15.4	NA	NA	NA
藍光嘉寶服務	2606.HK	96	54.1	18.5	15.7	12.6	4.0	3.6	3.0
鑫苑服務	1895.HK	9	1.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA

數據源：彭博

數據截至 2020 年 2 月 20 日

我們認為行業首選為雅生活服務(03319)，利好因素包括 1) 早前收購廣州粵華股權及中民物業有助集團拓展非住宅物業管理業務；2) 第三方管理面積增速快；以及 3) 增值服務增速勝同業。我們預測集團 2019/20/21 年盈利分別為 12.4 億元人民幣/18.5 億元人民幣/23.5 億元人民幣，使用 26 倍市盈率，得到每股估值為 40 港元，予以「持有」評級。

6. 财务报表分析和预测

雅生活服務

損益表(百萬元人民幣)

截至12月31日	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	3,377	5,335	8,270	10,751
銷售成本	(2,087)	(3,441)	(5,519)	(7,337)
毛利	1,290	1,895	2,750	3,414
行政、銷售及推廣費用	(348)	(366)	(384)	(403)
其它費用	135	120	93	125
經營盈利	1,076	1,649	2,459	3,135
淨利息支出	(1)	0	0	0
除稅前溢利	1,075	1,649	2,459	3,135
所得稅開支	(264)	(412)	(615)	(784)
年度溢利	811	1,237	1,845	2,352
每股盈利(元)	0.62	0.93	1.38	1.76

資產負債表(百萬元人民幣)

截至12月31日	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
貿易及其他應收款項	1,165	1,334	2,067	2,688
現金及現金等價物	4,808	4,645	6,227	8,886
其它流動資產	16	15	15	15
總流動資產	5,989	5,994	8,310	11,589
物業、廠房及設備	80	79	77	76
無形資產	166	201	231	257
商譽	1,045	3,045	3,195	3,345
其它非流動資產	16	16	16	16
總資產	7,297	9,335	11,830	15,283
貿易及其他應付款項	1,169	1,548	2,484	3,301
合約負債	365	0	0	0
其它流動負債	192	150	150	150
總流動負債	1,726	1,698	2,634	3,451
非流動負債	60	895	610	894
總負債	1,787	2,594	3,244	4,345
股本	1,333	1,333	1,333	1,333
儲備	3,266	3,248	3,248	3,248
保留盈餘	823	2,060	3,905	6,256
公司擁有人應佔權益	5,422	6,642	8,486	10,838
非控股權益	88	100	100	100
權益總額	5,510	6,742	8,586	10,938
總權益及負債	7,297	9,335	11,830	15,283

資料來源：公司資料、寶新證券

3319.HK, 買入, 目標價: 40港元

現金流量表(百萬元人民幣)

截至12月31日	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
除稅前溢利	1,075	1,649	2,459	3,135
非現金項目	2	36	41	46
營運資金變動	(51)	(197)	202	198
經營活動的現金流量	883	1,339	2,553	3,229
資本支出	(19)	(10)	(10)	(10)
自由現金流	864	1,329	2,543	3,219
其它	(93)	(1080)	(560)	(160)
投資活動的現金流量	(112)	(1090)	(570)	(170)
股份發行所得款	3,313	0	0	0
其它	(171)	(412)	(400)	(400)
融資活動的現金流量	3,142	(412)	(400)	(400)
現金增加(減少)淨額	3,913	(163)	1,583	2,659
年初現金及現金等價物	880	4,808	4,645	6,227
匯率變動影響	15	0	0	0
年末現金及現金等價物	4,808	4,645	6,227	8,886

主要比率

截至12月31日	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
增長(%)				
收入	91.8%	58.0%	55.0%	30.0%
毛利	118.4%	46.9%	45.2%	24.1%
經營盈利	170.1%	53.2%	49.1%	27.5%
溢利	170.1%	52.5%	49.1%	27.5%
盈利能力(%)				
毛利率	38.2%	35.5%	33.3%	31.8%
經營利潤率	31.9%	30.9%	29.7%	29.2%
淨利潤率	24.0%	23.2%	22.3%	21.9%
平均資產回報率	16.3%	14.8%	17.3%	17.3%
平均股本回報率	22.9%	20.0%	23.9%	24.0%
流動性(x)				
流動比率	3.5	3.5	3.2	3.4
淨負債比率	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司資料、寶新證券

免责声明

本文件所载之数据仅作参考之用，并未顾及任何获得本文件人士的特定投资目标、财务状况或其特定需要。本文件所载之数据并不构成亦不应被视为任何投资意见、或任何认购、交易或出售任何投资产品或服务之要约或招揽。本文件所载之资料是从本公司认为可靠的数据源获得。此文件所反映之意见乃属宝新证券有限公司(「宝新证券」)之意见，且会在不通知的情况下作出更改。本公司并无就本文件所载之数据之准确性、完整性、正确性或适时性作出任何陈述或保证。另本公司毋须亦不会就任何人士使用本文件或其内容承担任何责任。本文件所引用之过去表现只供参考，并不是未来表现之征示。投资涉及风险。于认购本文件所提及之任何产品前(如有)，阁下应咨询其财务顾问之意见。若阁下决定不作该等咨询，亦应审慎考虑本文件所载任何产品对其是否适合。除非另有书面同意，本公司并非阁下之顾问或以阁下之受信人身份行事。若干投资产品或买卖服务并非适合每一位投资者，投资者宜因应本身之投资经验、投资目标、财政资源及其他相关条件，小心衡量自己是否适合参与此等买卖。

编写本报告的分析员(们)特此声明，本报告中所表达的意见只反映分析员(们)对此公司及其证券的个人意见。分析员(们)进一步确定分析员(们)没有，也不会因本报告所表达的具体建议或意见而得到直接或间接的报酬。宝新证券及其员工、董事随时可能替数据内容所述及的公司提供投资、顾问、融资或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份)拥有资料中所述及公司的证券；而宝新证券的员工、董事亦可能为本文件数据内容所述及公司的董事。此文件由宝新证券所提供，文件并未受证券及期货事务监察委员会审阅。