

证券研究报告 / 行业深度报告

物业管理板块 2020 年年度策略：

优于大势

上次评级： 优于大势

花开堪折直须折

报告摘要：

板块复盘：截止至 11 月 11 日，核心物业股股价指数较年初上升达 109.61%，而同期恒生综指上升 8.5%，头部公司估值创新高，市场对于板块的认可度、关注度持续提升。目前龙头物管公司 2020 年 PE 大多在 20-30 倍区间，考虑到未来两年规模、业绩增速可观、政策面持续友善、社区增值服务仍有挖掘空间等因素，我们认为物业板块仍具备相当的投资价值。但面对全市场对于物管行业的热捧，我们认为在个股的选择上更应保持冷静，倾向于选择基本面确定性强、增值服务或非住宅物业领域有先发、差异化优势的龙头公司。

2020 年趋势展望：

确定性逻辑进一步强化，板块估值无下修风险：竣工拐点已现，龙头物管公司其关联方将如期交付大量项目，由于增量项目比例的持续提升，部分龙头物管公司能够在保证服务质量的同时获取超越行业均值的基础服务毛利率。同时得益于增量面积的大量交付以及充沛的合同面积，板块估值无下修风险。

收并购迎来又一个丰年：充沛的现金与 IPO 后募集的大量资金，我们判断 2020 年物业管理行业将继续迎来收并购的大年，我们更希望能够见到一些在业态、布局区域上形成互补，“质”上的增长。

市场拓展竞争加剧，非住宅业态收入占比提升：行业虽无短期增长的近忧，但仍有基数增长后中长期增速放缓的远虑，因此明年市场拓展的竞争必然会进一步加剧。非住宅物业竞争相对缓和且易形成差异化优势，明年龙头物管公司在非住宅领域必将会有大的动作。

科技赋能提升行业全要素生产率，经营提效带来结构性机会：相较于科技应用对全行业潜移默化的改变，部分公司受益于分拆上市后的经营提效，将迎来利润水平的修复，结构性机会值得把握。

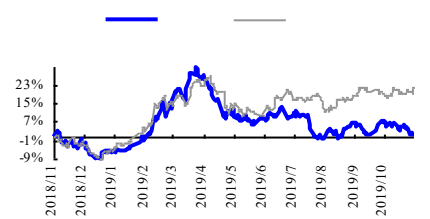
社区增值服务暂未达到瓶颈，明年将延续高速增长态势。

政策环境保持友好，行业加速迈向真正的市场化。

维持行业优于大势评级，首先推荐碧桂园服务、中航善达、永升生活服务，长期关注绿城服务。

风险提示：增值服务、非住宅业态拓展不及预期；房地产市场超预期下滑。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5.61%	1.19%	4.31%
相对收益	-4.41%	-4.88%	-17.56%

行业数据

成分股数量 (只)	168
总市值 (亿)	23725
流通市值 (亿)	20862
市盈率 (倍)	10.12
市净率 (倍)	1.72
成分股总营收 (亿)	23230
成分股总净利润 (亿)	2061
成分股资产负债率 (%)	79.06

相关报告

《东北证券房地产周报:推盘促销助力头部房企销售提速,临港自贸区推人才新政》

2019-11-04

《六合区限购放松点评:南京六合区限购放松,区域市场或迎改善》

2019-10-21

《东北证券房地产周报:南京六合限购放松,蓝光嘉宝服务成功上市》

2019-10-21

《2019 年 1-9 月房地产数据点评:销售持续回暖,新开工、竣工面积剪刀差收窄》

2019-10-19

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
碧桂园服务	23.81	0.58	0.82	1.11	41.29	29.20	21.45	买入
中航善达	22.23	0.46	0.65	0.91	30.98	22.02	15.76	买入
永升生活服务	4.35	0.14	0.21	0.27	30.76	21.06	16.03	买入
绿城服务	7.82	0.22	0.29	0.36	35.55	26.97	21.73	买入

备注: 单位均为人民币

证券分析师: 张云凯

执业证书编号: S0550519080009

研究助理: 沈路遥

执业证书编号: S0550118070032

021-20363213 shenly@nesc.cn

目 录

1. 板块复盘	5
2. 增长确定性依旧会是明年的主旋律	7
2.1. 龙头市占率加速提升	7
2.2. 增长确定性，利润无承压	8
3. 市场化拓展发力明显，收并购迎来有一个丰年	11
4. 政策环境友善，行业正迈向真正的市场化	13
5. 科技赋能提升全行业生产效率，经营提效带来结构性机会	14
6. 多元业态，多元业务，开枝散叶，静待成果	16
6.1. 非住宅物业重视度提升	16
6.2. 增值服务收入贡献上升，有望保持高速增长	19
6.3. 业务广度或服务深度，解决行业长期痛点	22
7. 投资建议	22
7.1. 碧桂园服务（6098.HK）	24
7.2. 中航善达（000043.SZ）	25
7.3. 永升生活服务（1995.HK）	26
7.4. 绿城服务（2869.HK）	27

图目录

图 1: 物业板块、恒生宗旨走势对比	5
图 2: 碧桂园服务、雅生活服务 PE(TTM)走势	7
图 3: 碧桂园服务雅生活服务 PS(TTM)走势	7
图 4: 碧桂园服务、绿城服务、中海物业、永升生活服务股价走势	7
图 5: 百强物管公司管理规模与份额变化	8
图 6: top10 物管公司集中度	8
图 7: 重点物管公司合同面积/在管面积变化	9
图 8: 房屋累计竣工面积及同比	10
图 9: 房屋累计施工面积及同比	10
图 10: 碧桂园服务关联方在管面积中增量比例	10
图 11: 永升生活服务在管面积中增量比例	10
图 12: 来自于非关联方在管面积及同比增长	11
图 13: 非关联方面积占比	11
图 14: 万科物业智能科技服务群体	14
图 15: 万科物业智能科技运营体系	14
图 16: 万科物业智能科技示意图	15
图 17: 保利物业分项业务毛利率水平	15
图 18: 保利物业整体毛利率、溢利率	15
图 19: 招商物业基础服务毛利率	15
图 20: 中航善达物业板块历年毛利率	15
图 21: 东急不动产的房屋全周期服务示意图	17
图 22: 长沙滨江文化园	18
图 23: 天津周大福金融中心	18
图 24: 碧桂园服务与开源市政府签约	19
图 25: 保利物业与辽宁省东港市孤山镇签约	19
图 26: 业主增值服务占比: 第一部分	20
图 27: 业主增值服务占比: 第二部分	20
图 28: 永升生活服务开展的旅游相关产品	21
图 29: 非住宅领域、社区增值服务领域的突围	22

表目录

表 1: 第三阶段板块及公司涨幅	6
表 2: 第四阶段板块及公司涨幅	6
表 3: 上市物管公司市占率变化	8
表 4: 上市物管公司 2019H1 在管面积、合同面积增长情况	9
表 5: 上市物管公司关联方销售情况	9
表 6: 上市物管公司基础服务收入占比&毛利率	10
表 7: 招商积余（中航善达）2019 年成立的部分合资公司	12
表 8: 龙头物管公司近几年部分收并购事件	12
表 9: 2019 年政府对于物业管理行业的部分政策	13
表 10: 各类非住宅业态特点	16
表 11: 中航物业 7-10 月项目拓展情况	17
表 12: 龙头物管公司在机构物业领域的相关动作	18
表 13: 上市物管公司增值服务收入占比及结构	19
表 14: 碧桂园服务盈利模型预测	24
表 15: 中航善达盈利模型预测	25
表 16: 永升生活服务盈利模型预测	26
表 17: 绿城服务盈利模型预测	27

1. 板块复盘

物业板块于 2019 年获取了可观的相对和绝对收益。由于物业板块上市公司数量较少、上市时间较短，市场上并无可观察的板块指数，我们根据市值、交易量等要素筛选了七只核心物业股：碧桂园服务、绿城服务、中海物业、雅生活服务、彩生活、永升生活服务、新城悦服务作为样本，以其总股本作为权重制作股价指数，截止至 11 月 11 日，核心物业股股价指数较年初上升达 109.61%，而同期恒生综指上升 8.5%，优秀龙头物管公司估值创新高，市场对于物业公司的认可度、关注度持续提升。

图 1：物业板块、恒生宗旨走势对比



数据来源：东北证券整理，Wind

对于 2018、19 年的物业股走势，我们将其划分为四个阶段：

➤ **第一阶段（2018 年 2 月-2018 年 7 月）：启于雅生活服务上市，止于社保新政**
第一阶段之前物业板块上市公司数量较少且股价表现有所分化，基本面良好的绿城服务、中海物业一直以来表现良好。雅生活服务于 2018 年 2 月 9 日挂牌上市，由于其高于同行的利润水平，雅居乐、绿地集团的双重背书，IPO 即获得 19 倍超额认购，自此资本市场打开了对于物业行业的利润想象空间，带动了彩生活、中奥到家等公司的普涨。

➤ **第二阶段（2018 年 8 月-2019 年 1 月）：社保新政、大盘萎靡**

受 7 月底国务院、人社部印发的《国家税务和地方税收征管体制改革方案》中明确自 2019 年 1 月 1 日起社保将交于税务统一征收，市场对于人力成本密集型的物管行业未来利润率有所担忧，引发了一轮普跌。此后由于大盘表现萎靡，物业股整体表现一般。

➤ **第三阶段（2019 年 1 月-2019 年 9 月）：确定性持续验证，新股上市提振板块热度**

2018 年下半年，陆续有碧桂园服务、新城悦服务、永升生活服务上市，板块热度有明显提升。受上市物业公司年报披露、19 年年初的大盘回暖等一系列因素影响，物业板块表现突出，这一阶段市场明显青睐于关联公司开发实力强劲、未来在管面积、业绩增长确定性强的公司。

表 1: 第三阶段板块及公司涨幅

公司/指数	区间涨跌幅 (2019.1.1-2019.9.1)
恒生综指	0.40%
核心物业股股价指数	60.51%
碧桂园服务	83.67%
绿城服务	21.05%
中海物业	75.61%
雅生活服务	48.86%
永升生活服务	118.02%
新城悦服务	55.83%
彩生活	2.58%

数据来源: 东北证券整理

➤ 第四阶段 (2019 年 9 月-至今): 中报催化, 新一轮普涨

8 月下半旬, 物业公司公布的半年报大多超市场预期, 不仅是基础服务收入、在管面积增长普遍超预期, 社区增值服务的增速更是惊人, 部分公司仅今年上半年的社区增值服务收入即达到 2018 年全年水平, 板块内的结构性上涨也变为新一轮普涨, 部分公司估值突破新高。

事实上, 由于物业公司的业绩强确定性, 目前时间节点下估值已切换至 2020 年, 龙头物管公司其 2020 年 PE 大多在 20-30 倍区间, 考虑到短期业绩增速无下滑风险、政策面持续友善、社区增值服务仍有挖掘空间等因素, 我们认为物业板块仍具备相当的投资价值。但面对全市场对于物管行业的热捧, 我们认为在个股的选择上更应保持冷静, 倾向于选择基本面确定性强、增值服务或非住宅物业领域有先发、独特优势的龙头公司。

表 2: 第四阶段板块及公司涨幅

公司/指数	区间涨跌幅 (2019.1.1-2019.9.1)	区间涨跌幅 (2019.9.1-2019.11.11)
恒生综指	0.40%	5.10%
核心物业股股价指数	60.51%	26.00%
碧桂园服务	83.67%	16.74%
绿城服务	21.05%	21.76%
中海物业	75.61%	16.61%
雅生活服务	48.86%	60.37%
永升生活服务	118.02%	19.48%
新城悦服务	55.83%	70.80%
彩生活	2.58%	6.54%

数据来源: 东北证券整理

图 2: 碧桂园服务、雅生活服务 PE(TTM)走势



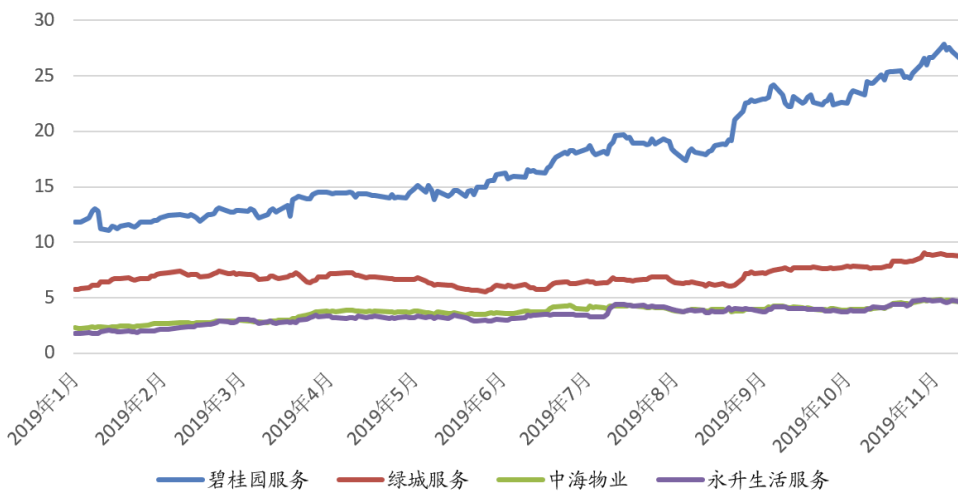
数据来源: 东北证券

图 3: 碧桂园服务雅生活服务 PS(TTM)走势



数据来源: 东北证券

图 4: 碧桂园服务、绿城服务、中海物业、永升生活服务股价走势



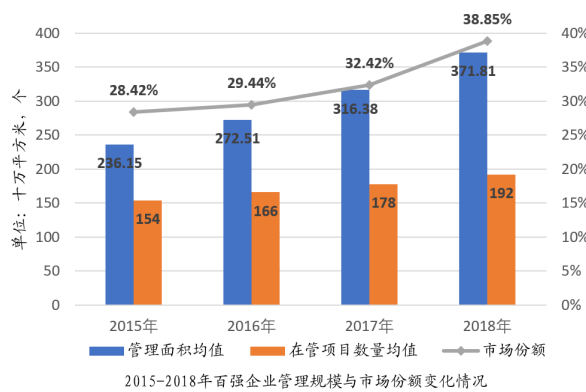
数据来源: 东北证券, Wind

2. 增长确定性依旧会是明年的主旋律

2.1. 龙头市占率加速提升

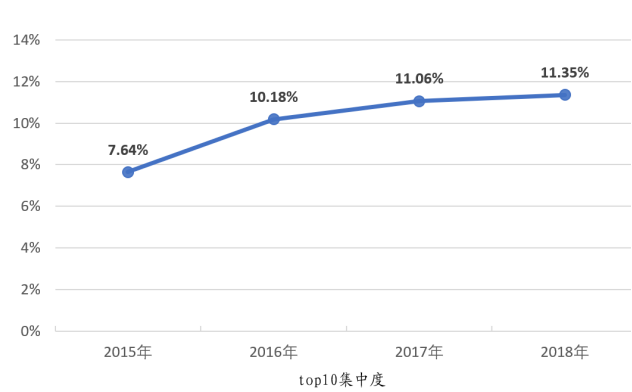
销售高峰结转、市场化拓展共同发力，龙头市占率加速提升。根据中指院数据，截止至 2018 年底，百强物管公司平均在管面积为 3718 万平米，同比提升 17.52%；TOP10 物管公司在管面积均值达 2.39 亿平米，市场份额由 11.06% 上升至 11.35%，行业保持向龙头集中的趋势。

图 5: 百强物管公司管理规模与份额变化



数据来源: 东北证券, 中指院

图 6: top10 物管公司集中度



数据来源: 东北证券, 中指院

根据上市物管公司的年报、半年报数据统计, 龙头物管公司的集中度有加速提升趋势, 以碧桂园服务为例, 公司在管面积由 1.82 亿平米增长至 2.17 亿平米, 同期其市占率由 0.86% 提升至 1.02%, 获得长足进步; 另一方面, 我们也可以看到物管行业的集中度依旧很低, 仅行业最头部的公司市占率突破了 1%, 集中度远不及上游开发业或发达国家的物业管理行业, 未来仍存在较大提升空间。

对于物业管理的行业集中度, 我们判断短期内将维持加速提升的趋势, 原因是物管公司在接管关联方交付的大量项目的同时, 也在努力进行市场化拓展获取存量项目和中小型开发商所开发的增量项目; 长期来看由于物业管理行业的低专业门槛、强地域属性的特点, 最终行业集中度将接近上游开发业, 但略低于开发业。

表 3: 上市物管公司市占率变化

规模	公司	2018 年		2019H1	
		在管面积 (万平方米)	市占率	在管面积 (万平方米)	市占率
大于一亿平米在管面积	碧桂园服务	18150.8	0.86%	21681.2	1.02%
	绿城服务	17040.0	0.81%	18420	0.86%
	中海物业	14090.0	0.67%	14220	0.67%
	雅生活服务	13811.96	0.66%	21120	0.99%
小于一亿平米在管面积	永升生活服务	4024	0.19%	4900	0.23%
	新城悦服务	4288.7	0.20%	4443.4	0.21%
	滨江服务	1163.3	0.06%	1310	0.06%
	佳兆业美好	2686.9	0.13%	3630	0.17%

数据来源: 东北证券整理

备注: 截止至 2018 年底, 物管行业整体在管面积约为 210 亿平米, 2019 年年中在管面积为截止至 18 年底的在管面积与 19 年上半年的房屋竣工面积之和 (213.24 亿平米)

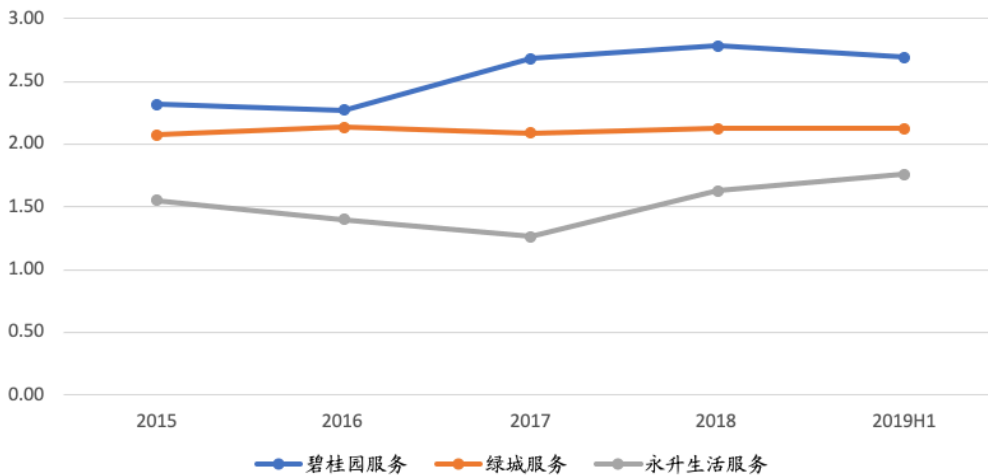
2.2. 增长确定性, 利润无承压

背靠龙头房企的物管公司因强确定性而备受资本市场青睐。2019 年上半年, 背靠龙头开发商的物管公司其在管面积大多获明显增长, 而合同面积的增速更是高于在管面积。

我们重点跟踪的物业管理公司中, 碧桂园服务、绿城服务其合同面积/在管面积的比

值保持在 2 倍以上，锁定了未来 2-3 年的增长；而永升生活服务该比值近两年有迅速提升，截止至 19H1 为 1.76 倍。

图 7: 重点物管公司合同面积/在管面积变化



数据来源: 东北证券, 公司公告

表 4: 上市物管公司 2019H1 在管面积、合同面积增长情况

规模	公司	2019H1			
		在管面积增长值 (万平方米)	在管面积增长值 : 关联方 (万平方米)	合同面积增长值 (万平方米)	合同面积增长值 : 关联方 (万平方米)
大于一亿平 米在管面积	碧桂园服务	3530	2693	7900	-
	绿城服务	1380	-	1490	-
	永升生活服务	876	126	2060	-
小于一亿平 米在管面积	新城悦服务	155	208	2060	1862
	滨江服务	147	-	260	-
	佳兆业美好	943	-	923	-

数据来源: 东北证券整理

受益于地产开发业的马太效应，物管公司背后的龙头开发商今年大多依旧交出了一份满意的答卷。由于以期房为绝对主力的销售结构，龙头物管公司的在管面积、收入的强确定性已锁定至 2021 年，未来且具备持续可跟踪性。

表 5: 上市物管公司关联方销售情况

公司	关联方	2019 年 1-10 月销售表现 (操盘口径)			
		销售金额	销售金额同比	销售面积	销售面积同比
碧桂园服务	碧桂园	6322.6	3.4%	7025.1	8.0%
绿城服务	绿城	1503.2	36.9%	796.3	33.7%
中海物业	中海地产	2675.7	22.0%	1439.9	5.9%
招商积余	招商蛇口	1253.7	-5.1%	646.1	2.2%
永升生活服务	旭辉集团	1356.8	14.1%	802.5	6.1%
新城悦服务	新城控股	1871.3	3.0%	1643.5	14.2%

滨江服务

滨江集团

702.1

0.8%

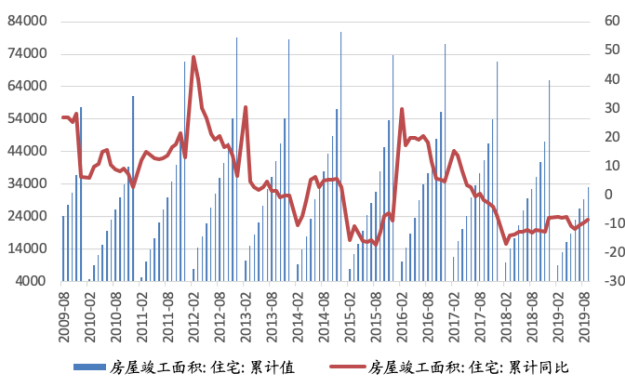
247.5

49.4%

数据来源：东北证券整理，克而瑞

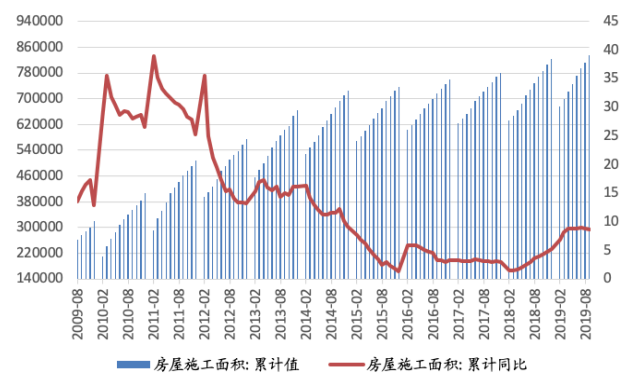
房屋竣工面积累计同比增速已连续三个月出现回暖，2019年1-9月房屋累计竣工面积为4.67亿平方米，同比下降8.60%，已较年内最大跌幅收窄4.1个百分点，随着未来竣工结转的提速，未来龙头物管公司的增量项目比例将持续提升，这意味着物管行业长期面临的刚性人力成本上升和物业费提价困难这两大问题在短期内不会对公司的利润造成影响，也就是说龙头物管公司在未来能够在不侵蚀业主权益的基础上获取合理的高毛利率，如碧桂园服务、永升生活服务，其在管面积中交付三年以内的项目比例在未来两年将持续提升，若仅考虑来自关联方的在管面积，则其2020年增量项目的比例达到60.0%、55.5%。

图 8：房屋累计竣工面积及同比



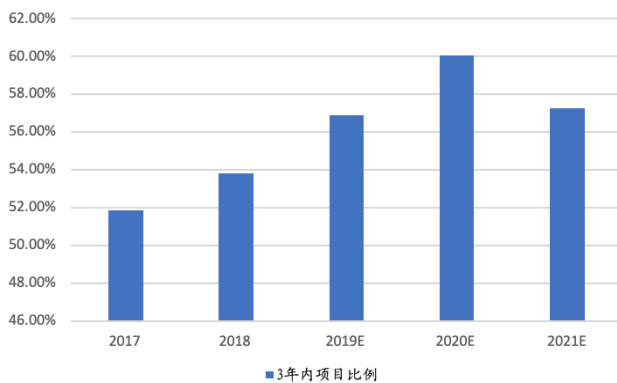
数据来源：东北证券，统计局

图 9：房屋累计施工面积及同比



数据来源：东北证券，统计局

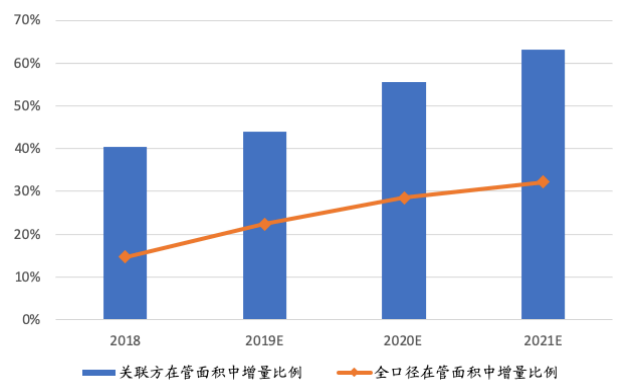
图 10：碧桂园服务关联方在管面积中增量比例



数据来源：东北证券整理，公司公告

备注：我们设定交付3年以内的项目均为增量项目。计算过程中分母为物管公司来源于关联方的收费在管面积，分子为交付时间三年以内的来源于关联方的在管面积。

图 11：永升生活服务在管面积中增量比例



数据来源：东北证券整理，公司公告

表 6：上市物管公司基础服务收入占比&毛利率

公司	增值服务	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
碧桂园服务	基础服务收入占比	85.7%	82.9%	81.7%	74.1%	74.4%
	基础服务毛利率	27.3%	30.3%	29.4%	31.9%	35.7%

绿城服务	基础服务收入占比	71.6%	70.4%	69.3%	74.1%	67.0%
	基础服务毛利率	10.2%	10.9%	11.2%	11.4%	11.9%
中海物业	基础服务收入占比	-	-	-	82.5%	81.0%
	基础服务毛利率	-	-	-	18.0%	16.8%
永升生活服务	基础服务收入占比	62.6%	61.7%	65.1%	62.0%	61.6%
	基础服务毛利率	9.8%	14.7%	18.0%	20.7%	20.8%
新城悦服务	基础服务收入占比	77.2%	76.3%	74.8%	70.0%	59.7%
	基础服务毛利率	21.4%	24.2%	25.3%	27.8%	28.1%
雅生活服务	基础服务收入占比	73.9%	78.6%	68.5%	48.1%	70.9%
	基础服务毛利率	15.1%	24.9%	26.9%	27.4%	26.6%
蓝光嘉宝服务	基础服务收入占比	-	58.0%	62.7%	61.4%	-
	基础服务毛利率	-	26.7%	30.3%	28.0%	-
彩生活	基础服务收入占比	70.9%	78.9%	75.6%	84.8%	83.5%
	基础服务毛利率	46.8%	35.6%	35.2%	26.1%	26.5%
滨江服务	基础服务收入占比	64.1%	66.7%	62.4%	62.1%	60.2%
	基础服务毛利率	9.3%	9.8%	15.5%	15.6%	15.9%
佳兆业美好	基础服务收入占比	38.9%	38.8%	40.1%	42.0%	41.8%
	基础服务毛利率	34.6%	29.5%	31.9%	33.0%	34.1%
保利物业	基础服务收入占比	-	74.3%	74.6%	68.8%	70.5%
	基础服务毛利率	-	13.1%	13.7%	14.1%	20.4%

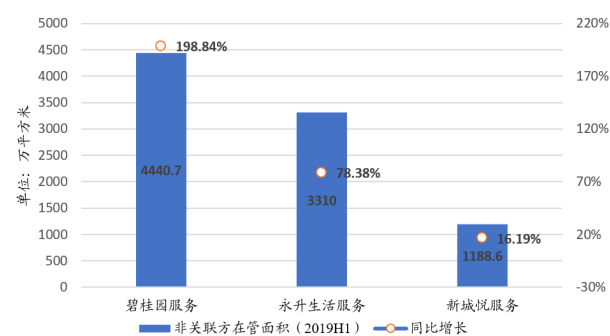
数据来源：东北证券整理，公司公告

备注：保利物业 2019 年数据统计至 1-4 月。

3. 市场化拓展发力明显，收并购迎来有一个丰年

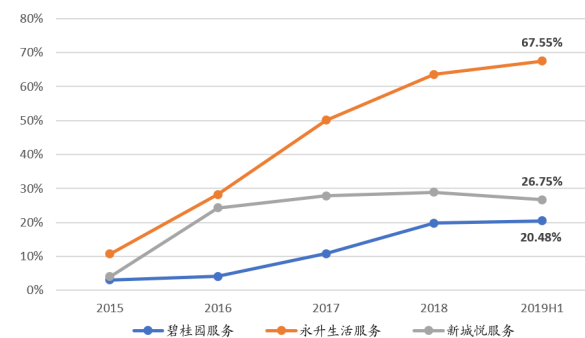
除了来自关联方的面积增长，物管公司对于来自于第三方项目的面积增长愈发重视，其又可细分为无资本金支出的内生式增长与针对中小型物管公司的收并购。

图 12：来自于非关联方在管面积及同比增长



数据来源：东北证券整理，公司公告

图 13：非关联方面积占比



数据来源：东北证券整理，公司公告

内生式增长包括通过招标进驻存量社区以及通过成立合资公司或合作的方式在预售前期即获取社区物业管理资质，进驻增量社区。一般来说，增量社区大多有着更高的利润水平与更广阔的后期社区增值服务开展空间。

长远来看，物管行业最终必将走向以存量项目市场化拓展为主的模式，彼时市场化

拓展能力的高低即代表了公司的发展潜力，因而当下对于内生增长的重视程度在一定程度上能够反映公司未来的竞争力。

表 7: 招商积余（中航善达）2019 年成立的部分合资公司

公司	时间	事件	合资方背景
招商积余（中航善达）	2019.10.08	中航物业出资 255 万元与济铁房建设立合资公司，占股 51%	济南房建控股股东为中国铁路济南局集团有限公司
	2019.07.10	中航物业出资 294 万元和山东铁路开发设立合资公司，占股 49%	山东铁路开发由山东铁路投资控股集团有限公司 100%控股
	2019.03.29	中航物业出资 306 万元和成都城投置地设立合资公司，占股 51%	成都城投置地由成都城投投资管理集团 100%控股

数据来源：东北证券整理

物业管理公司的轻资产现金奶牛属性以及资本市场对于行业整体较高的估值水平，使得 2018 年以来行业内收并购频发。诚然，收并购的增长模式能够带来快速、明显的业绩增长，但是其隐含着一定的风险，包括项目尽调、管理层适应融合、社区物业管理品质维护等。若后续的管理出现问题，则易出现丢盘等现象。

我们认为，2020 年依然会是收并购的大年，像是雅生活服务收购中民物业这样的超大规模收并购仍有可能再次出现；对于收并购的策略，我们希望企业能够在出手时更为谨慎，寻求在管理范围、管理业态、社区增值服务等方面的“质”的提升，而不是单纯以在管面积、收入为考核指标，寻求短期的“量”的提升。

表 8: 龙头物管公司近几年部分收并购事件

公司	时间	收并购对价	被收并购方
世贸发展	2019	-	合作并购海亮物业、三远物业
保利物业	2018	-	保利地产与合富辉煌一二手代理业务的合作重组顺利完成，保利地产同时成为合富辉煌的第二大股东
	2018	1860 万元	湖南天创 60%股权
	2019	408 万元	重庆新祥瑞 51%的总股权
蓝光嘉宝服务	2016	1.04 亿	国嘉物业
	2017	6000 万元	杭州绿宇 76%的股权
		2400 万元	上海真贤 80%股权
	2018	5200 万元	成都东景 65%股权
		3500 万元	泸州天立 70%股权
	230 万元	成都全程全部股份	
万科物业	2015	-	东莞卓圣、深圳卓宏等 5 家物业公司
	2016	-	上海中邦、浙江赞成、浙江华太等 16 家物业公司
	2017	-	浙江耀江、德润、昆山华地等 7 家物业公司
		-	西安荣邦物业、黄山悦榕物业、丽江悦榕物业
	2018	-	购买戴德梁行（Cushman&Wakefield）4.9%的股份（以发行后总股份计算）
碧桂园服务	2018	6.83 亿	北京盛世物业服务全部股权 70%、成都佳祥物业管理的 100%股权、成都清华逸家物业管理的 100%股权、南昌市洁佳物业的 100%股权、上海睿靖实业的 100%

	2019	3.75 亿	港联不动产服务 100%股权
	2019	1.96 亿	中国恒大旗下嘉凯城物业 100%股权
绿城服务	2019	2.43 亿	澳洲早教教育机构 montessoriacademy group holdings pty ltd56% 股权
永升服务	2018	4.62 亿	青岛雅园物业 55%股份

数据来源：东北证券整理，公司公告&新闻

4. 政策环境友善，行业正迈向真正的市场化

纵览 2019 年政府对于物业管理行业的相关表述和政策文件，其核心即在于“**放开**”二字，从物业费定价，到社区物业服务供应商更换，再到物管公司开展养老业务，无一不是鼓励态度，我们相信一个开放、充分市场化竞争的物业管理行业不仅能够为业主提供更好的服务，同时也能承担社会民生保障的重要一环。

除了以上相关政策，2019 年对于物业管理行业还有一件大事就是“北京业主”APP 的上线，截止至 2019 年年中，“北京业主”APP 已覆盖 2000 个社区，其中 18 个社区利用 APP 进行了投票，可以看到，移动互联网已逐渐渗透至这一传统行业，为其带来新的变化。

我们判断，与“北京业主”APP 相似手段将逐步推广，未来社区更换物业管理公司的难度会下降，这对物管公司的服务质量提出了更高的要求；同样的，优秀物管公司在进驻社区前和管理社区的过程中，也将拥有更为强势的话语权。

表 9：2019 年政府对于物业管理行业的部分政策

时间点	相关文件	具体内容
		民政部为促进“互联网+社区养老服务业”发展，提出运用互联网、大数据等推动业态创新，构建以老年人为中心的商业模式，开发适合不同收入群体老年人多样化、个性化潜在服务需求的产品，扩大消费需求。
2019.11	《杭州市老旧普通住宅小区物业服务补助资金管理暂行办法》	执行时间为 2020 年初至 2022 年底，为期三年。鼓励引导老旧小区引进专业化物业企业，提升物业服务水平。
	《银川市物业管理条例》	将银川市物业企业分为 AAA、AA、A、B、C 五个等级，与信用体系结合，实行差别化管理，对物业企业实行日常加减分，综合评定信用等级。
		郑州市“红色物业”党建提出，要提升物业服务企业党组织建设质量，加强物业企业日常管理，通过打造一批物业党建示范点形成示范带动，大力开展物业行业党建品牌创建。
2019.10		盘锦市将推动物业管理再上新台阶。市住建局树立“服务社会、保障民生”的理念，采取多项措施，积极开展物业管理服务提升行动，切实解决居民对小区物业的诉求，改善群众环境，积极引进物业服务企业。
	《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》	强调要完善物业服务、社区服务、保安服务等传统服务领域标准，树立行业服务标杆，选择市场化程度较高的行业，率先培育一批具有国际竞争力的中国服务品牌。
	《深圳经济特区物业管理》	坚持市场化方向解决物业管理问题，指出物业服务行业发

		展是商品房市场化的产物，物业管理矛盾的根本问题是市场化不彻底。
2019.08	-	国务院常务委员会指出，要以需求为导向，依托社区发展以居家为基础的多样化养老服务，为老年人提供助餐、助医、助行、助洁等便捷服务，新建小区和老旧小区改造要把养老服务作为重要配套。
2019.02	《江苏省物业收费管理办法》	取消了空置房收费减免的规定。业主应当从房屋买卖合同约定的房屋交付日开始，按月交付物业公共服务水平。
2019.01	《深圳市住宅物业服务收费指导标准》	多层住宅物业服务收费指导标准最高为 2.20 元/平方米/月，最低 0.90 元/平方米/月；高层住宅最高 5.63 元/平方米/月，最低 2.71 元/平方米/月；最高指导价较之前涨幅 40-60%。

数据来源：东北证券整理，新闻

5. 科技赋能提升全行业生产效率，经营提效带来结构性机会

科技赋能对物业管理行业带来的改变不仅仅是社区现场的自动道闸、无人门岗，更在于中后台的信息化 ERP 系统、大数据整合系统。

以万科物业为例，科技应用服务对象并不局限于业主、社区内进出车辆，而是同时服务于社区内设备/工作人员以及社区自身，其依托于社区线下的物联网产品来收集用户行为，通过后台的智能数据监测运营中心进行数据分析，获取精确的用户画像，再将其反馈至社区一线的物业服务人员，最终目的是在提升社区服务品质、整体效率的同时降低成本。

图 14: 万科物业智能科技服务群体



数据来源：东北证券，公司官网

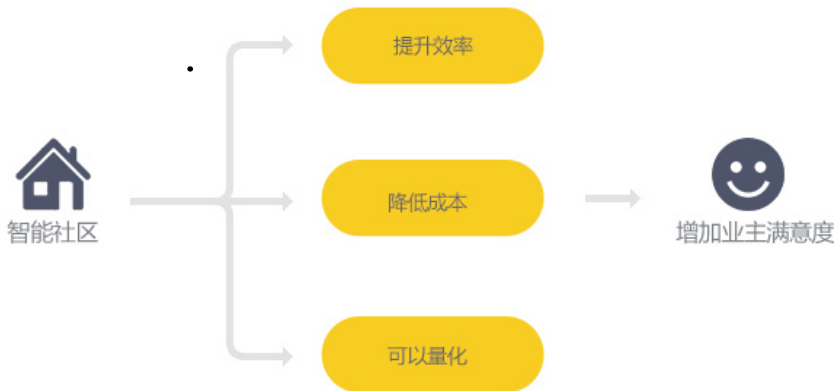
图 15: 万科物业智能科技运营体系



数据来源：东北证券，公司官网

随着 5G 时代万物互联的特征与与行业内头部公司对于科技应用重视程度的提升，我们判断物业管理行业的人均管理面积在未来几年将继续得到提升，将有效对冲刚性人力成本上升、物业管理费用提价困难的问题，但是这一提升并非是无止尽的；此外，科技应用的普及也有助于中后台及管理人员加强其管控半径与调度效率，带来整体服务品质的上升。

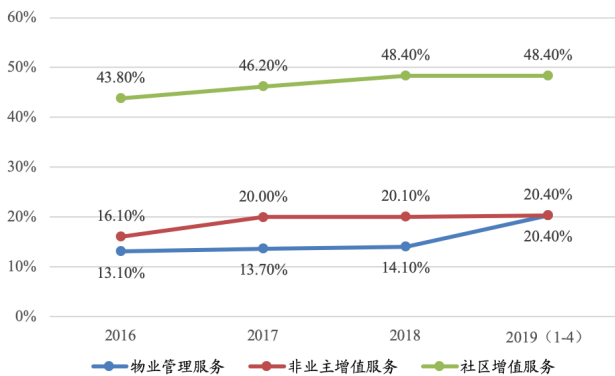
图 16: 万科物业智能科技示意图



数据来源: 东北证券, 公司官网

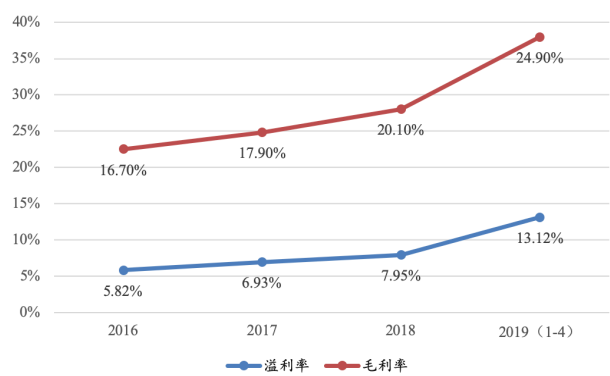
相较于科技应用对全行业潜移默化的改变, 部分公司受益于分拆上市后的经营提效, 将迎来利润水平的修复, 如保利物业, 中航善达 (招商积余), 这一结构性机会值得把握。

图 17: 保利物业分项业务毛利率水平



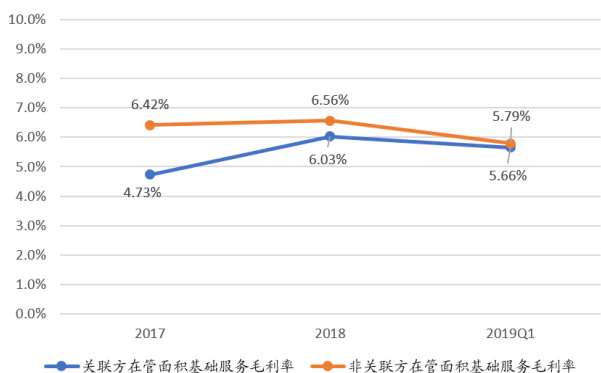
数据来源: 东北证券整理, 公司公告

图 18: 保利物业整体毛利率、溢利率



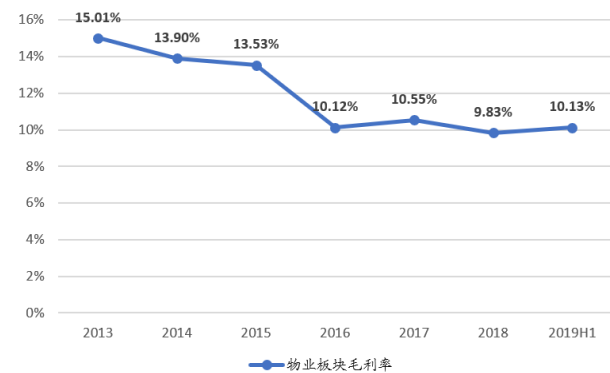
数据来源: 东北证券整理, 公司公告

图 19: 招商物业基础服务毛利率



数据来源: 东北证券整理, 公司公告

图 20: 中航善达物业板块历年毛利率



数据来源: 东北证券整理, 公司公告

6. 多元业态，多元业务，开枝散叶，静待成果

6.1. 非住宅物业重视度提升

从碧桂园服务的城市共生业务，到永升生活服务并购青岛雅园，再到保利物业的“大物业”战略，以住宅为主的传统物管公司对于非住宅业态的探索从未停歇。对于非住宅物业，目前主要的聚焦点在于商办类物业与机构类物业。

表 10: 各类非住宅业态特点

业态	包含物业类型	特点	困难点
商办物业	商业综合体，写字楼	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 物业费为非住宅业态中最高，利润水平丰厚； ➢ 有助于提升品牌形象； 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 办公物业市场竞争度较大，已有成熟的五大行等机构，且对管理方提出整售、出租的资源； ➢ 商业类物业大多由开发商旗下商管部门或公司管理，切入难度大，即使获取后也面临较大的再次更换风险；
	政府办公楼、图书馆、机场、学校等公建建筑	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 收入稳定，面对单业主未来物业费的上漲可能性更大； ➢ 物业费在非住宅物业中相对较低； 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 最难以切入的细分市场，需要一定的资源及背景；

数据来源：东北证券整理

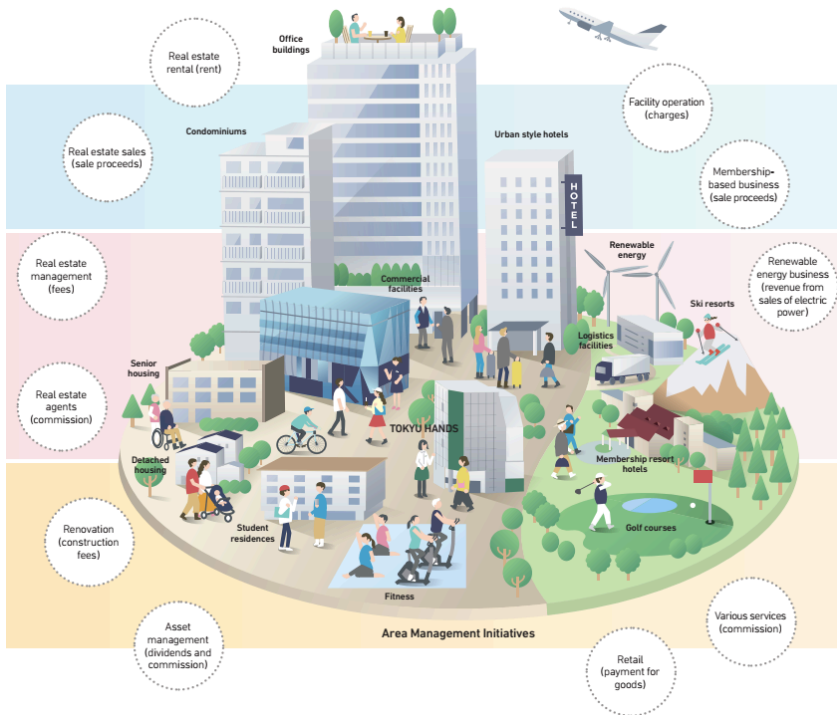
➢ 商办类物业

商办类业态的物业管理核心在于与业主共赢，帮助资产增值来获取更多收益，而非基础物业服务。从业务遍布全球的五大行来看，其业务范围均覆盖了咨询顾问、不动产经纪、物业管理、不动产基金等领域；而日本的综合不动产公司东急不动产更是提供了从建造再到出售、物管、翻新的不动产全周期服务链。

对于办公类物业，业主在选择物业管理方时不仅考虑其物管能力，更在意物业管理方是否能帮助其寻找意向租户或客户，这也是五大行在国内高端写字楼领域的地位依旧稳固的原因。

业主对物业管理方提出了更高的能力要求的同时，也给予物管公司更多的业务开展空间，目前国内的龙头物管公司，也在这一领域奋起直追。

图 21: 东急不动产的房屋全周期服务示意图



数据来源：东北证券，公司公告

对于商业综合体，其物业管理费大多与商户租金直接挂钩，更好的运营效益也代表了更高的物业费收入。在相当多的商业开发公司内，商业管理、运营团队与商业体的物业管理团队往往是一个部门，两者无法进行清晰的切割。

总体而言，商办类业态的高门槛也赋予了物管公司更多的业务开展空间和利润空间，随着住宅物业的市场竞争逐步白热化，各大龙头公司必然会在商办类业态发力，收并购、合作的方式皆有可能。

➤ 机构类物业

相较于由五大行、商管公司掌控的商办物业，机构类物业更像是有待开拓的蓝海市场，但随着众多物业公司的进入，该细分领域也将迎来激烈的竞争。相较而言，对于机构物业的细分领域，我们更青睐中航物业、保利物业、中海物业此类具备股东优势、先发资源和经验优势的物管公司。

表 11: 中航物业 7-10 月项目拓展情况

时间	区域/城市	项目
7月3日	湖南	长沙滨江文化园（续约）
7月4日	江西	南昌航空工业城南区生产区
7月4日	湖南	华融湘江银行：万境财智中心、鑫远杰座、天新城（续约）
7月11日	山西	山西移动省本部：办公大楼、物流中心
7月11日	江西	南昌航空工业城南区 F101 办公楼
7月中旬	天津	天津周大福金融中心
7月29日	长沙	中国人民银行长沙中心支行
7月29日	大连	大连理工大学凌水小区

7月30日	合肥	中关村协同发展创新智慧园
7月31日	天津	航信大厦
7月31日	天津	天津市滨海新区教育体育局所属中小学、幼儿园等
7月31日	江西	江西省高级人民法院（提价续约）
7月31日	江西	南昌市中级人民法院（提价续约）
8月2日	湖南	湖南美术馆
7月底	山东	台东高速收费服务、后勤类服务
9月9日	成都	成都城市音乐厅
9月9日	湖南	中国移动通信集团设计院湖南分公司
9月9日	湖南	国防科技大学
-	北京	大兴机场南航基地
9月20日	北京	中国地震局
10月18日	--	签署投资协议，成立济南高铁中航物业管理有限公司
10月9日	江西	南昌航空工业城南区 E101、F101、F105、K101

数据来源：东北证券整理，公司官微

图 22：长沙滨江文化园



数据来源：东北证券整理，公司官微

图 23：天津周大福金融中心



数据来源：东北证券整理，公司官微

此外，“放管服”改革的加速推进，也有助于大量政府类、公众类物业释放到市场，使得物管公司有机会参与其中。

表 12：龙头物管公司在机构物业领域的相关动作

公司	战略/方向	获取的典型机构类项目
中航物业	积极参与市场竞争，聚焦高端机构物业项目， 现布局全国	江西省高级人民法院（提价续约） 南昌市中级人民法院（提价续约） 台东高速收费服务、后勤类服务
中海物业	持续提升客户满意度和经营规模，以改善基础物 业管理服务不足之处，并借助物联网平台和移动 互联网平台为营销渠道，以提升非基础服务收入 占营收比重	雄安市民服务中心 港珠澳大桥口岸 西九龙高铁站
保利物业	镇兴中国 政府主导、保利供给模式	辽宁省东港市孤山镇 郟城县红花镇
碧桂园服务	城市共生计划	辽宁省开原市

	西昌市
万科物业	“物业城市”理念：运用市场机制，通过“专业服务+智慧平台+行政力量”相融合的方式，对城市公共空间、公共资源、公共项目实行全流程“管理+服务+运营”，包含市政养护、物业管理、停车场管理、辅助城市秩序维护、市民生活服务等多领域业务
	珠海大横琴投资有限公司与万科物业发展股份有限公司正式签署战略合作框架协议； 深圳市河流水质科技管控项目

数据来源：东北证券整理，公司公告&新闻

图 24：碧桂园服务与开原市政府签约



数据来源：东北证券整理，新闻

图 25：保利物业与辽宁省东港市孤山镇签约



数据来源：东北证券整理，新闻

6.2. 增值服务收入贡献上升，有望保持高速增长

增值服务收入在物管公司整体收入中的占比有了长足进步，可追踪的八家公司中，2015 年增值服务在收入中的平均占比为 31.9%，该数值在 2018 年年底、2019H1 时分别为 36.3%、35.1%；部分龙头公司如碧桂园服务、新城悦服务的增值服务收入占比更是有长足进步，分别由 2015 年时的 14.3%、22.8%，提升至 25.6%、40.3%。

表 13：上市物管公司增值服务收入占比及结构

公司	增值服务	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
碧桂园服务	业主增值服务占比	7.3%	8.3%	7.8%	9.0%	8.7%
	非业主增值服务占比	7.0%	8.8%	10.5%	16.9%	16.9%
	合计	14.3%	17.1%	18.3%	25.9%	25.6%
绿城服务	业主增值服务占比	9.5%	13.0%	17.5%	19.5%	18.8%
	非业主增值服务占比	18.9%	16.6%	13.2%	14.0%	14.2%
	合计	28.4%	29.6%	30.7%	33.5%	33.0%
中海物业	业主增值服务占比	-	-	-	5.7%	6.0%
	非业主增值服务占比	-	-	-	11.8%	13.0%
	合计	-	-	-	17.5%	19.0%
永升生活服务	业主增值服务占比	7.3%	10.8%	15.2%	18.4%	20.0%
	非业主增值服务占比	30.1%	27.5%	19.7%	19.6%	18.4%
	合计	37.4%	38.3%	34.9%	38.0%	38.4%
新城悦服务	业主增值服务占比	4.3%	4.7%	5.0%	4.2%	8.3%

	非业主增值服务占比	18.5%	19.0%	20.2%	25.8%	32.0%
	合计	22.8%	23.7%	25.2%	30.0%	40.3%
雅生活服务	业主增值服务占比	6.2%	4.4%	5.8%	8.6%	9.2%
	非业主增值服务占比	19.9%	17.0%	25.7%	43.3%	19.9%
	合计	26.1%	21.4%	31.5%	51.9%	29.1%
蓝光嘉宝服务	业主增值服务占比	-	19.3%	19.7%	22.8%	-
	非业主增值服务占比	-	22.7%	17.6%	15.8%	-
	合计	-	42.0%	37.3%	38.6%	-
彩生活	业主增值服务占比	12.8%	11.7%	17.0%	11.3%	11.0%
	非业主增值服务占比	16.3%	9.4%	7.4%	3.9%	5.5%
	合计	29.1%	21.1%	24.4%	15.2%	16.5%
滨江服务	业主增值服务占比	8.2%	8.1%	8.7%	7.4%	4.8%
	非业主增值服务占比	27.7%	25.2%	28.9%	30.5%	35.0%
	合计	35.9%	33.3%	37.6%	37.9%	39.8%
佳兆业美好	业主增值服务占比	7.6%	8.4%	8.6%	9.1%	10.1%
	非业主增值服务占比	53.5%	52.8%	51.3%	48.9%	48.1%
	合计	61.1%	61.2%	59.9%	58.0%	58.2%
保利物业	业主增值服务占比	-	10.1%	9.9%	14.7%	16.2%
	非业主增值服务占比	-	15.6%	15.5%	16.5%	13.3%
	合计	-	25.7%	25.4%	31.2%	29.5%

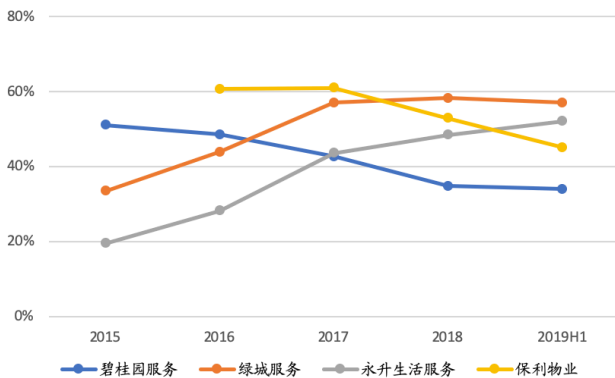
数据来源：东北证券整理，公司公告

相较于业主增值服务，大多公司的非业主增值服务，即给开发商提供的协销、交付前保洁，均呈现更快的增长，而资本市场出于非业主增值服务的强周期性与潜在的利益输送可能性，普遍不愿意给非业主增值服务估值溢价。

对于非业主增值服务，我们认为不该过分妖魔化之，一方面，非业主服务与未来在管面积的强确定性往往相辅相成，大量的合同面积也代表了大量需要服务的销售案场；其次，非业主增值服务不会面临断崖式下滑的风险，原因包括：1、非业主增值服务大多以订单制实施，服务周期为完整的前期销售阶段；2、开发行业龙头具备明显优势，在市场下行阶段还能获取一定增长。

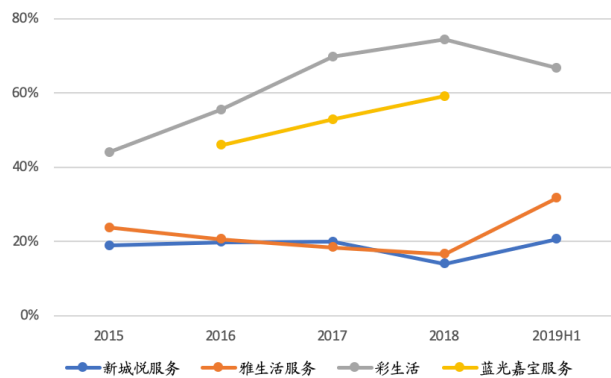
综上，我们认为对于非业主增值服务宜采取以下策略：理性看待，谨慎分析。

图 26：业主增值服务占比：第一部分



数据来源：东北证券整理，公司公告

图 27：业主增值服务占比：第二部分



数据来源：东北证券整理，公司公告

业主增值服务的开展颇具难度，但未来仍具备可观的挖掘空间。可跟踪数据上，物业板块上市公司 2015 年时社区增值服务的收入占比为 7.9%，而 2018 年、2019H1 时该数据为 10.9%、11.4%；在我们跟踪的重点公司里，永升生活服务的社区增值服务收入由 2015 年时的 7.3% 上升至 2019H1 的 20.0%，表现突出。

图 28：永升生活服务开展的旅游相关产品



数据来源：东北证券整理，公司官微

我们承认，社区增值服务的拓展的确困难重重。物业公司对于社区增值服务的探索已有多多年，无论是 1.0 模式下的保洁、家政类服务或是 3.0 模式下的专业类增值服务都已有尝试。但仍未有公司能够在物业、业主之间形成可持续性的渠道，相反在通过利用社区资源带来多金收入方面已形成较为成熟的商业模式。

短期来看，我们认为龙头物管公司的社区增值服务收入在 2020 年将继续保持快速增长，原因主要包括：1、随着在管面积的增长，社区资源利用带来的收入将同步提升；2、针对业主提供的服务水平、内容仍然较为为基础，在低存量的基础上有望保持高速增长；

长期来看，随着居民收入水平上升、消费需求的挖掘，社区增值服务的市场空间将持续增长，是物业管理公司未来业绩增长的重要来源。我们认为物管公司开展社区增值服务更像是千军万马过独木桥的状态，能够真正形成与业主之间良性发展、具备持续性的渠道的公司一定是凤毛麟角，这一类公司的估值有望重新定价。

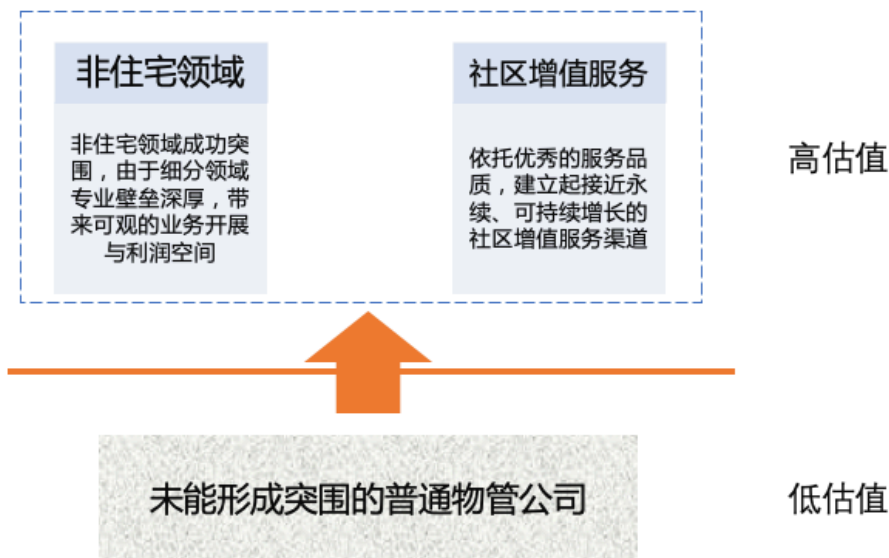
6.3. 业务广度或服务深度，解决行业长期痛点

我们承认，无论是由以住宅物业为主的传统物管公司向综合型大物管公司转型，或是依托于基础服务的良好品质，建立物管公司与业主之间可持续性的增值服务渠道，这两条道路都困难重重。

但以静态条件来看，行业长期将面临在管面积增速下降，存量项目比例提升，刚性人力成本的上升，物业费调价困难，合同到期后面临的丢盘风险等。若物管公司躺在现有的功劳簿上，这样的商业模式最终必然无法支撑高估值。

我们认为，短期对行业的估值无需担忧，但长期来看行业估值必然会分化，若物管公司成功在非住宅领域形成突围或建立了具备可持续性的社区增值服务渠道，市场将给予其较当下更高的估值；而突围失败的公司的估值水平将会下修。

图 29：非住宅领域、社区增值服务领域的突围



数据来源：东北证券整理

7. 投资建议

对于物业管理板块而言，2019 年必定是值得铭记的一年。资本市场对于物业股未来确定性、利润水平差异、科技赋能、增值服务拆分等问题的认识不断强化与清晰，也带来了行业估值的重估和板块亮眼表现。

对于 2020 年的物业行业及板块表现，我们做如下研判：

1、在管面积增长确定性逻辑进一步强化：2020 年龙头物管公司其关联方将如期交付大量项目，同时将为物管公司补充大量的合同面积，合同/在管面积比值虽有所下降但依旧保持足够的冗余度，得益于增量项目比例的持续提升，龙头物管公司（碧桂园服务、新城悦服务）能够在保证服务质量的同时获取超越行业均值的基础服务毛利率。

2、行业估值无下修风险：得益于增量面积的大量交付，行业内龙头公司的收入、利润将继续保持高速增长，同时充沛的合同面积更是锁定了远期的增长，这将支撑

物业管理行业目前的估值水平。但面对板块的普涨，择股上需更为谨慎。

3、迎来又一年的收并购丰年：物管行业天生的现金奶牛属性使得公司账面上有着充裕的现金，而公司 IPO 筹集的资金中大部分的目的也是用于收并购，因此我们判断 2020 年物业管理行业将继续迎来收并购的大年，相较于注重在管面积上的量的增长，我们更希望能够见到一些在业态、布局区域上形成互补，质上的增长。

4、市场拓展竞争加剧，非住宅业态占比提升：对于物管公司而言，虽无短期增长的近忧，但仍有基数增长后中长期增速放缓的远虑，因此明年市场拓展的难度必然会进一步加剧。相较于住宅业态的红海市场，非住宅物业的竞争环境相对缓和。我们认为明年龙头物管公司收入中来源于非住宅项目的比例将有所提升，同时他们在非住宅领域也将会有更大的动作。

5、科技赋能，经营提效：科技赋能不仅仅是包括社区明面上的智能道闸、监控、清洁等系统，更是中后台的 ERP 系统，科技对于物业管理行业带来的改变是全行业生产要素的提升；至于经营提效，主要是针对招商积余、保利物业此类由成本、品牌中心转向兼顾自身经营效益与服务品质模式的物管公司，将带来结构性机会。

6、社区增值服务延续快速增长：社区增值服务中来源于社区已有资源利用的多金收入将跟随在管面积同时增长；而围绕业主开展的业务与服务虽然拓展难度较大、内容基础，但基数仍然处于低位，我们判断明年社区增值服务收入将继续高速增长，未到达瓶颈。

7、政策环境友好，更换物管公司、物业费提价难度下降：政府对于物业管理行业的市场化竞争一直呈鼓励倾向，在可见的未来也将得以延续。截止至 2019 年年中，“北京业主”APP 已覆盖 2000 个社区，其中 18 个社区利用 APP 进行了投票，我们相信未来社区更换物业管理公司的难度会下降，这对物管公司的服务质量提出了更高的要求；同样的，优秀物管公司在进驻社区时和管理社区中，也将拥有更为强势的话语权。

个股标的的选择上，我们推荐收入确定性强、规模位居行业前列、三供一业带来突围可能性的碧桂园服务，多业态、双股东支撑，利润修复空间可观的中航善达（招商积余），小而美，管理层实力强劲的永升生活服务；此外，建议持续关注品质服务龙头绿城服务。

7.1. 碧桂园服务 (6098.HK)

2019 年中期报告期内实现收入 35.16 亿元，同比增长 74.4%，本公司股东应占净利润 8.17 亿元，同比大幅增长 73.4%，若剔除 2018 年所得税回拨影响，则同比大幅增长 97.9%，再超业绩预告。

在管面积增长符合预期，基础服务毛利率维持。截止至 6 月底，公司收费在管面积 2.17 亿平米，较去年年底增长 3530 万方，与我们的预测基本吻合；上半年公司整体毛利率 39.2%，其中基础服务毛利率 35.7%，我们一贯认为公司基础服务高毛利率是来源于其较高比例的增量项目与大盘优势，并非对业主利益的篡取，因此短期无承压风险。随着近两年关联方大量面积交付，我们认为公司的基础服务毛利率与整体仍能保持行业高位。截至 6 月底，公司合同面积达 5.84 亿平米，较去年年底增长 0.79 亿平米。

增值服务表现亮眼，社区增值服务仍具空间。上半年，公司社区增值服务贡献收入 3.07 亿元，同比增长 79.4%，其中家居生活服务、园区空间服务表现突出。若计算社区增值服务坪效，依然处于行业中低分位。随着社区增值服务的不断渗透，空间巨大；非业主增值服务实现收入 5.96 亿元，同比大幅增长 116%，其中尾盘、车位代理销售及租赁服务完成收入 0.81 亿元。

三供一业踏出第一步。上半年，三供一业的物业管理、供热服务收入 0.44、0.21 亿，随着三供一业业务开始贡献收入，未来有望成为公司新的收入增长极；此外，公司斥资 4 亿元与从事能源开发及工程技术的洲际海峡成立合资公司以拓展三供一业领域，未来公司有望率先在非住宅物业领域形成大的突破，获取先发优势。

维持公司买入评级，预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.58、0.82、1.11 元。

风险提示：非业主增值服务开展不及预期，车位、尾盘代理销售公司完成比例不足预期；

表 14: 碧桂园服务盈利模型预测

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,122	4,675	7,335	10,499	14,554
(+/-)%	32.37%	49.76%	56.88%	43.14%	38.63%
归属母公司净利润	402	923	1,563	2,211	3,009
(+/-)%	23.92%	129.79%	69.32%	41.43%	36.10%
每股收益 (元)	0.16	0.37	0.58	0.82	1.11
市盈率	148.17	64.48	41.29	29.20	21.45
市净率	45.42	28.55	13.66	11.56	9.76
净资产收益率 (%)	43.59%	33.07%	39.58%	45.48%	43.59%
股息收益率 (%)	0.20%	0.51%	0.80%	1.13%	1.54%
总股本 (百万股)	2500	2500	2710.89	2710.89	2710.89

数据来源：东北证券预测

7.2. 中航善达 (000043.SZ)

前三季度，公司实现营业收入 13.37 亿元，同比增长 10.14%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.54 亿元，同比下降-92.41%；前三季度合计实现 39.18 亿元，同比下降-2.27%；合计实现归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，同比下降-83.35%。

经营效益保持良好，扣非后归母净利润同比上升。本期公司归母净利润同比大幅下降的原因主要是去年公司转让了贵阳中航 70% 股权、惠东县康宏发展 51% 股权，今年前三季度投资收益较去年同期下降 98.2%；事实上，第三季度公司实现扣非后归母净利润为 0.44 亿元，同比大幅增长 424.39%；前三季度的扣非后归母净利润为 1.23 亿元，同比增长 17.56%，证明公司目前的主业物业板块经营效益保持良好。

中航物业市场化拓展持续收获，内生增长强劲。在上半年获签 6 亿元的物业管理合同后，三季度公司先后中标台东高速收费、后勤服务、湖南美术馆、天津周大福金融中心、北京大兴机场南航基地等大型、重点项目。我们相信公司凭借在机构类物业的管理经验，未来的内生增长动力依旧强劲。

中性利润修复假设下仍具空间。招商物业过去几年的利润表现差强人意，更多是由于其作为上市公司招商蛇口下的子公司，承担了品牌中心的责任；事实上，招商物业在管项目大多位于一二线城市，具有深厚的社区增值服务挖掘空间，且具备可观的待交付面积，我们相信未来其盈利水平将逐步修复至物管行业中枢位置。而中航物业在管的机构类物业虽无可观的利润率与社区增值服务可能性，但有着收入、利润率稳定，竞争相对不激烈的优势。

维持公司买入评级，我们认为公司物业板块 2019-21 年净利润分别为 4.58、6.55、9.23 亿元。

风险提示：利润修复不及预期

表 15: 中航善达盈利模型预测

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,893	6,656	8,796	10,730	12,918
(+/-)%	-6.89%	12.94%	32.16%	21.99%	20.39%
归属母公司净利润	151	857	489	688	962
(+/-)%	-6.74%	468.85%	-42.90%	40.69%	39.75%
每股收益 (元)	0.23	1.28	0.46	0.65	0.91
市盈率	100.62	17.69	30.98	22.02	15.76
市净率	3.63	3.13	2.89	2.61	2.29
净资产收益率 (%)	3.60%	17.69%	9.33%	11.85%	14.55%
股息收益率 (%)	4.90%	3.71%	0.94%	1.26%	1.68%
总股本 (百万股)	667	667	1,060	1,060	1,060

数据来源：东北证券预测

7.3. 永升生活服务 (1995.HK)

2019年上半年,公司合计实现营业收入7.08亿元,同比增长61.4%,实现溢利0.905亿元,同比大幅增长119.7%,溢利增速再超业绩预告;净利率提升3.4个百分点达到12.8%,主要原因是:1、在管面积的增长带来基础服务收入的增长;2、高毛利的社区增值服务渗透率不断提升。

第三方拓展持续发力,签约面积增长超在管面积增长。截止至6月底,公司在管面积4900万平方米,较年初新增约900万方,来自旭辉、第三方的新增收费面积分别为126、750万平方米;签约物业建筑面积达到8620万方,较年初增长约2000万方,其中来自于旭辉、第三方的面积分别为340、1720万方。我们预计2019、2020年公司的在管面积为6100、8700万方。

社区增值服务快速增长,经纪业务表现突出。上半年,社区增值服务贡献了约20%的收入与43%的毛利,细分业务中家居生活服务与物业经纪服务表现突出,在社区增值服务收入中占比49%、29%,分别较2018年提升3.25pct、6.71pct。随着业主对于公司基础物业服务质量的认可以及社区增值服务持续渗透,未来公司收入结构中社区增值服务占比、整体毛利率有望继续提升。

住宅、商办物业多元业态,内生增长值得期待。公司设立了“悦泽”商办品牌专注于商办物业管理,今年6月收购了专注于商办物业的青岛雅园55%股权,对于非住宅业态的重视可见一斑。未来2年随着旭辉控股开发中的商办物业逐步交付,非住宅物业收入占比有望进一步提升。

此外,公司拥有同业内规格最高的股份奖励计划,公司第三大股东, Best Legend 信托计划持股2.87亿股,占总股本的18.68%,将作为授予管理层的股份激励来源。

维持公司买入评级。预计2019、2020、2021年EPS分别为0.14、0.21、0.27元。

风险提示:面积增长对第三方项目依赖度较高;第三方项目影响基础服务毛利率;社区增值服务开展不及预期。

表 16: 永升生活服务盈利模型预测

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	725	1,076	1,715	2,345	2,738
(+/-)%	51.12%	45.94%	75.28%	45.38%	31.26%
归属母公司净利润	76	100	218	317	417
(+/-)%	127.50%	31.14%	117.87%	45.35%	31.28%
每股收益 (元)	0.05	0.07	0.14	0.21	0.27
市盈率	85.30	65.05	30.76	21.06	16.03
市净率	26.65	7.25	5.98	5.44	4.95
净资产收益率 (%)	31.24%	11.15%	19.57%	25.86%	30.86%
股息收益率 (%)		0.41%	0.88%	1.46%	1.92%
总股本 (百万股)	1500	1500	1536	1536	1536

数据来源: 东北证券预测

7.4. 绿城服务 (2869.HK)

2019 年上半年，公司实现收入人民币 36.63 亿元，同比增长 25.1%；期内溢利为 2.32 亿元，同比增长 6.9%，若剔除员工成本中以权益结算的股份支付费用，期内溢利为 2.71 亿元，同比增长 24.8%；经调整后的净利率为 7.4%，与去年同期持平，略高于 2018 年全年的 7.3%。

内生增长动力强劲，在管面积获增长。截止至 6 月底，公司在管面积为 1.842 亿平方米，较 2018 年同期的 1.508 亿平方米净增长 3340 万平方米，较去年年底增长 1380 万平方米，住宅、非住宅业态分别增长 11.7、2.1 百万平方米；储备面积达到 2.07 亿平方米，较去年年底 1490 万平方米。得益于在管面积的持续增长，上半年公司录得物业管理收入 24.53 亿元，同比增长 21.7%；毛利率与去年同期持平，为 11.9%。

园区服务利润率企稳，规模获良好发展。上半年，园区服务录得收入 6.90 亿元，同比增长 34.8%，其中园区产品与服务、居家生活服务表现突出，分别录得收入 1.21、0.30 亿元，分别同比增长 85.9%、66.7%，占比为 32.7%、7.3%；受区域房地产市场影响，占比最大的物业资管服务增速仅为 11.5%，录得收入 2.8 亿元，占比 40.5%。园区服务毛利率为 31.3%，略高于去年同期的 30.2%，预计全年毛利率将继续保持稳定。

品质龙头，谱写属于自己的故事。绿城服务作为行业内服务品质的龙头，已连续 6 年蝉联“中国物业服务百强满意度领先企业”的头名，其敢为人先探索多种社区增值服务，同样由于增值服务的前期资金投入影响了公司过去的利润水平。但是我们相信公司在长三角区域的口碑、品质、布局优势能够令公司拥有可持续的内生增长动力与社区增值服务模式突破的可能性，我们对公司中长期的发展具备信心。

维持公司买入评级。预计 2019、20、21 年 EPS 为 0.22、0.29、0.36 元。

风险提示：内生增长不及预期，社区增值服务收入增长缓慢

表 17: 绿城服务盈利模型预测

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,140	6,710	8,364	10,385	12,953
(+/-)%	38.10%	30.54%	24.65%	24.16%	24.73%
归属母公司净利润	387	483	600	796	1,005
(+/-)%	35.31%	24.81%	24.29%	32.56%	26.27%
每股收益 (元)	0.14	0.17	0.22	0.29	0.36
市盈率	56.16	46.01	35.55	26.97	21.73
市净率	11.33	9.33	8.22	7.47	6.79
净资产收益率(%)	20.18%	20.74%	22.64%	27.28%	31.40%
股息收益率(%)	0.17%	0.23%	0.69%	0.92%	1.16%
总股本 (百万股)	2778.78	2778.78	2786.15	2786.15	2786.15

数据来源：东北证券预测

分析师简介:

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，三年半信托公司一线业务从业经验，2017年加入东北证券研究咨询分公司，现任房地产组组长。

沈路遥，同济大学土木工程专业学士、硕士，一年房地产开发行业从业经验，2018年加入东北证券研究咨询分公司。

吴胤翔，同济大学土木工程专业硕士，2019年加入东北证券研究咨询分公司。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn