

## 物业管理行业专题报告

# 群英谱

2018年8月27日

### 投资要点

- 目前，资本市场对于非港股上市的物业管理公司的研究仍然基本处于空白状态。但是，想要全面认识物业管理板块，则需要投资者不仅能够熟悉上市公司的情况，也需要熟悉他们的同行，即非港股上市的物业管理龙头的经营情况。更何况，我们预计，一些非上市的物业管理公司，也可能在不远的未来登陆港股市场。
- 这篇报告根据可以获得的公开信息，介绍了万科物业、长城物业、保利物业、金地物业、龙湖服务、金科服务、嘉宝股份、新城悦和永升生活服务的基本情况。绿城服务、碧桂园服务等，由于本有专门的研究报告覆盖，我们不在这篇报告里重复介绍。

物业管理行业龙头公司营业收入及毛利率（单位：百万人民币）

企业	2015		2016		2017		2018H1	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
万科物业	2,970	23.1%	4,260	22.1%	7,127	18.7%	4,589	17.3%
绿城服务	2,919	18.2%	3,722	19.2%	5,140	18.4%	-	-
保利物业	1,936	19.2%	2,548	19.3%	3,237	19.4%	1,853	21.9%
碧桂园服务	1,672	30.6%	2,358	33.9%	3,122	33.2%	2,016	39.0%
恒大物业	1,318	-	1,948	-	3,024	-	-	-
中海物业	2,239	20.6%	2,901	23.9%	2,955	23.3%	1,678	27.7%
长城物业	1,647	-	1,797	-	2,101	-	1,099	-
金地物业	1,207	2.9%	1,642	1.0%	2,052	6.4%	-	-
龙湖物业	1,015	0.0%	1,445	0.0%	2,019	0.0%	1,232	0.0%
雅生活服务	934	15.9%	1,245	25.0%	1,761	33.5%	1,406	36.3%
金科物业	589	23.2%	973	22.3%	1,227	23.8%	654	24.4%
融创物业	500	-	733	-	约900.0	-	-	-
中奥到家	420	33.3%	635	24.7%	978	30.4%	-	-
南都物业	470	29.8%	576	27.2%	818	24.4%	-	-

物业管理行业龙头公司业主增值服务收入及占比（单位：百万人民币）

业主增值服务收入	2015	占比	2016	占比	2017	占比	2018H1	占比
雅生活服务	57.70	6%	54.63	4%	101.80	6%	79.93	6%
绿城服务	276.98	9%	484.03	13%	900.07	18%	-	-
碧桂园服务	122.32	7%	194.31	8%	241.82	8%	171.16	8%
中奥到家	2.30	1%	20.00	3%	23.40	2%	-	-
南都物业	20.32	4%	34.06	6%	52.64	6%	-	-
保利物业	185.56	10%	213.88	8%	285.07	9%	314.51	17%

物业管理行业龙头公司合约面积、在管面积（单位：百万平米）

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

以上表格资料来源：公司公告，中信证券研究部汇总、测算



## 强于大市（维持）

### 中信证券研究部

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

张全国

电话：010-60838015

邮件：zhangquanguo@citics.com

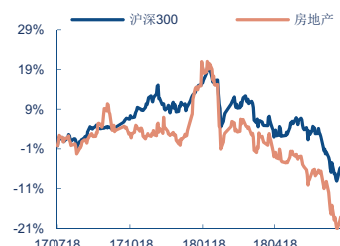
执业证书编号：S1010517050001

联系人：郭一辰

电话：010-60836751

邮件：guoyichen@citics.com

### 相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

### 相关研究

1. 物业管理行业专题研究报告—物业管理公司为何毛利率差异巨大(2018-07-19)
2. 房地产行业跟踪报告—物业管理行业十问十答(2018-06-29)
3. 物业管理行业专题研究报告—透视海外成熟物管企业，看好中国龙头面积和服务领域双扩张(2018-06-07)

目录

**万科物业** ..... 1

综合实力排名第一的行业龙头 ..... 1

合伙奋斗优化管理，扎实服务提升品质 ..... 3

**长城物业** ..... 4

独立发展时间最长的物业龙头 ..... 4

适度盈利，持续稳定收入增长 ..... 4

**保利物业** ..... 5

依托大开发企业的物业龙头 ..... 5

强调社区增值服务，努力提升业主满意度 ..... 6

**金地物业** ..... 7

合约服务面积迅速增长的物管龙头 ..... 7

增值服务特色鲜明 ..... 8

**龙湖智慧服务** ..... 9

**金科服务** ..... 10

**嘉宝股份** ..... 11

**新城悦** ..... 12

**永升生活服务** ..... 13

## 插图目录

图 1：万科物业营业收入及占比.....	1
图 2：万科物业毛利及毛利率 .....	1
图 3：长城物业营业收入及增速.....	4
图 4：长城物业净利润及经理率.....	4
图 5：长城物业一应云智慧平台示意图.....	5
图 6：保利物业近三年收入和毛利率 .....	6
图 7：保利物业服务面积来源 .....	6
图 8：金地集团物业板块收入和毛利率.....	8
图 9：金地物业的服务面积.....	8
图 10：龙湖智慧服务的收入和盈利状况.....	10
图 11：龙湖智慧服务的雇员人数变化.....	10
图 12：嘉宝股份德净利润和净利润率 .....	12
图 13：嘉宝股份收入/毛利/毛利率 .....	12
图 14：新城悦物业板块收入和毛利率 .....	12
图 15：新城悦合约面积和在管面积.....	12
图 16：永升生活服务经营状况变化.....	14
图 17：永升生活服务管理面积变化.....	14
图 18：永升生活服务在管面积分布.....	14
图 19：永升生活服务第三方物业中标率.....	14
图 20：永升生活服务营业收入来源.....	15
图 21：永升生活服务物业管理服务收入构成 .....	15

## 表格目录

表 1: 2018 年中国物业服务百强前 16 名 .....	1
表 2: 万科物业的主要业务介绍 .....	2
表 3: 万科物业财务数据 .....	2
表 4: 重点企业 APP 建设情况 .....	2
表 5: 万科物业服务, 客户满意度和资产保值增值 .....	3
表 6: 万科物业控股企业列举 .....	3
表 7: 长城物业股东结构 .....	4
表 8: 长城物业管理的典型项目 .....	4
表 9: 保利物业简要财务指标 .....	6
表 10: 保利物业的服务子品牌 .....	6
表 11: 保利物业养老业务内容一览 .....	7
表 12: 金地物业半径颐养的具体服务项目 .....	8
表 13: 金地物业荣尚荟金尾燕管家的服务体系 .....	9
表 14: 龙湖智慧服务外接项目 (来自第三方) 分布列表 .....	10
表 15: 金科股份物业管理板块收入增长情况和毛利率情况 .....	10
表 16: 嘉宝股份 2015 年以来大事一览 .....	11
表 17: 新橙社 App 主要功能 .....	13
表 18: 橙管家服务具体内容 .....	13
表 19: 永升生活服务品牌产品线 .....	15

物业管理已经在港股市场形成一个板块，我们也已经覆盖了绿城服务、碧桂园服务、雅生活服务、中海物业等公司。不过，诸多龙头物业管理公司实际并未登陆主流资本市场。我们认为，投资者应该去认识这些公司。一方面，其中一些公司很可能在未来登陆主流资本市场；另一方面，只观察一个行业的一部分，是无法全面深入认识这个行业的。

表 1：2018 年中国物业服务百强前 16 名

排名	企业	备注	排名	企业	备注
1	万科物业	万科子公司	9	龙湖智慧服务	龙湖集团主航道业务
2	绿城服务	上市公司	10	金科物业	金科股份子公司
3	碧桂园服务	上市公司	11	中海物业	上市公司
4	长城物业	十强中开发商背景最淡的企业	11	华润物业	
5	保利物业	挂牌新三板的企业	11	雅生活服务	上市公司
6	彩生活	上市公司	14	首开鸿城	首开集团（首开股份股东）下属公司
7	恒大物业	中国恒大子公司	14	融创物业	
8	金地物业	金地集团子公司	16	嘉宝股份	此前曾在新三板上市，蓝光发展子公司

资料来源：中国指数研究院，有排名并列的情况，我们对并列之后的公司进行排名的退位处理。即如果有 3 个第 11 名，则没有 12/13 名。

本报告根据可以获得的公开资料，对万科物业、长城物业、保利物业、金地物业、龙湖智慧服务、金科服务、嘉宝股份、新城悦和永升生活服务展开介绍。

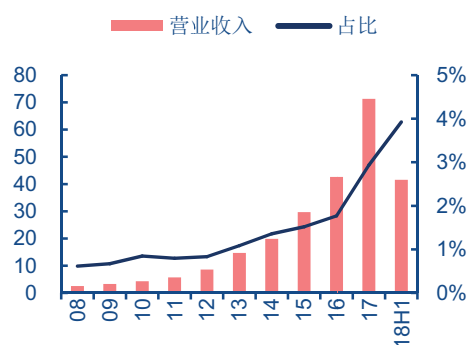
## 万科物业

### 综合实力排名第一的行业龙头

万科物业，是万科控股子公司。目前，万科公司持有万科物业 63% 的股权，同时占万科物业 71% 的表决权。2017 年，万科物业引入战略投资者，其中博裕资本认购万科物业 25% 的股份，58 集团认购万科物业 5% 的股份。

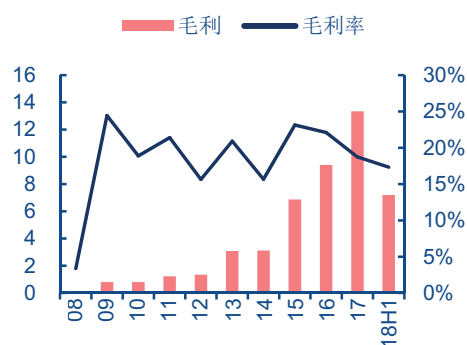
截至 2018 年上半年末，万科物业服务累计签约面积超过 4.7 亿平米，共有员工 72529 人。2018 年上半年公司实现营业收入 41.6 亿，同比增长 29.8%。万科物业深耕客户需求，创设国内首家物业行业二手房专营店，2018 年 5 月，原万科租售中心正式更名为朴邻·万科物业二手房专营店，在全国开有 355 家门店。在 2018 中国物业服务企业百强评选中，万科物业连续第九年蝉联“中国物业服务百强企业综合实力 TOP1”。

图 1：万科物业营业收入及占比 单位：亿元



资料来源：公司公告

图 2：万科物业毛利及毛利率 单位：亿元



资料来源：公司公告

截至 2018 年 1 月底，万科物业已布局中国 69 个最具发展潜力的大中城市，合同项目共计 2429 个，其中住宅项目 1833 个，商企项目 596 个，服务 328 万户家庭，超 1174 万人口。公司所服务的业态比较全面，既深入社区，也服务于写字楼、商业、公建等。

表 2：万科物业的主要业务介绍

业务	介绍
住宅物业服务	住宅物业项目参照服务体系安全管理，环境绿化，保洁管理，设施设备维护管理。
商写物业服务	为自用型物业提供 FM 服务，助力企业客户聚焦核心业务发展；为运营型物业提供 PM 服务，提升不动产全生命周期资产价值。到 2017 年 3 月底，万科物业商写业务在管项目面积达到 2196 万平米。为腾讯深圳滨海全球总部，腾讯微信总部，阿里北京绿地中国区总部，蚂蚁金服总部等提供总部服务。
开发商服务	早期专注于物业服务方案设计和销售案场保安保洁服务，现在则围绕房地产开发业务节点，提供一系列物业相关专业服务。在 70 个城市，500 多个销售案场提供服务。
资产服务	房产经纪，房屋美居，社区资产为着力点，构建房屋资产全周期服务，发现并提升房屋资产的真实价值。房产经纪至今代理房屋近 18 万套，美居中心为业主提供装修和家具产品，服务面积超过 3000 万平方米。资产投资业务目前包括批量车位投资，包销代售，也包括少数会所，社区商铺资产运营改造。
智能科技	智慧生态社区连接业主，车辆，设备和人员，智能数据监测运营中心，物联网产品。追求提升效率，降低成本，最终提升业主满意度。
生活服务	友邻市集，社区共建等。

资料来源：万科物业网站，中信证券研究部

表 3：万科物业财务数据

单位：亿元

	2018H1	2017H1
总收入	45.9	36.7
其中：万科外部收入	41.6	32.0
其中：万科内部收入	4.3	4.7
费用	38.4	31.1
利润	7.4	5.6
资产	104.6	86.7
负债	63.6	49.7

资料来源：公司公告

万科物业十分重视科技赋能和服务线上化。在主要物业管理企业开发的 APP 中，万科物业的 APP 住这儿，在 2018 年 7 月的 MAU 达到 55 万，远远领先于任何其他物业管理公司的 APP。实际上万科物业的在管面积并不是业内最大的，这更加说明公司在技术应用方面明显领先于同业。

表 4：重点企业 APP 建设情况

物业管理公司	APP 名	评论数	评分	最新发布日期	更新频率	2018 年 7 月 MAU
金地物业	享家社区	95	2.5	2018 年 6 月 9 日	约 1 月 1 次	2 万
金地物业	享当家	26	3.2	2018 年 8 月 18 日	约 3 月 1 次	未收录
新城悦	新橙社	82	2.5	2018 年 7 月 28 日	约 0.5 月 1 次	<2 万
保利物业	悠悦荟	7	2.7	2017 年 11 月 9 日	约 6 月 1 次	
蓝光发展	嘉宝生活家	128	2.9	2018 年 8 月 11 日	约 0.5 月 1 次	未收录
万科物业	住这儿	863	3.0	2018 年 8 月 22 日	约 0.5 月 1 次	55 万
南都物业	悦嘉家	37	2.8	2018 年 8 月 23 日	约 3 月 1 次	未收录
雅生活服务	雅管家	136	3.2	2018 年 8 月 6 日	约 1 月 1 次	<2 万
中海物业	优你家	113	3.6	2018 年 6 月 11 日	约 3 月 1 次	未收录
绿城服务	绿城+	32	4.9	2018 年 7 月 4 日	约 2 月 1 次	未收录
绿城服务	幸福绿城	1400	3.9	2018 年 6 月 5 日	约 3 月 1 次	3 万
碧桂园服务	凤凰会	104	3.4	2018 年 8 月 13 日	约 1 月 1 次	4 万
彩生活	彩之云	208	2.3	2018 年 8 月 4 日	约 2 月 1 次	18 万
中奥到家	爱到家	无	无	ios 未上架	无	未收录
金科物业	大社区	无	无	ios 未上架	无	未收录

资料来源：APP 评论、版本数据采用 ios 平台口径，资料来源与 App Store。MAU 即月活跃用户人数(Monthly Active Users),即一个月内使用该 APP 的独立用户数量，资料来源于艾瑞数据 (iResearch)。

## 合伙奋斗优化管理，扎实服务提升品质

物业管理作为劳动密集型产业，随着其在管规模的扩张，存在管理上的挑战。4 亿平米的在管面积和 4000 万平米在管面积，其管理模式并不相同。基础服务并无规模效应，如果企业不能进行有效的管理创新，则扩张在管面积很可能伴随着管理失控，而管理失控则伴随着业主满意度下降和优质在管面积丧失。万科的合伙人机制使得组织扁平化，员工和公司利益更加一致。配合数字化管理系统，公司强化了对一线项目的管控，提高了效率。

较高的服务品质，也来自于公司对毛利率的态度。万科物业对服务品质和客户满意度重视程度超过当期盈利。这表现为公司的毛利率相对较低（和包干制公司相比）。2018 年初，在接受媒体采访时，万科物业的首席执行官朱保全表示，未来三年万科物业属于“花钱的三年”，而不是“赚钱的三年”。万科物业的主要工作是提升住户对物业管理的满意度，打造品质物业。

表 5：万科物业服务，客户满意度和资产保值增值

区域	项目	价格成果
上海	春申复地城	2016 年 10 月万科物业进驻，解决停车矛盾，南北通行，设备设施改造，停水矛盾，有效提升服务品质，2 个月后房价上涨 6500 元/平米，房价总体趋势好于片区。
南京	星雨华府	这是万科物业接管的第一个二手盘，2016 年 4 月入驻，进行项目基础设施改造，绿化带整改，管家入户访谈，社区活动等，小区幸福社区氛围浓厚，房价明显上涨。
南京	托乐嘉	2016 年 11 月入驻，路面整修，铁艺出新，楼道粉刷，绿化补种，开展社区活动，房价已经上涨到 30000 元/平米左右。
苏州	湖滨花园南区	2017 年 1 月入驻，小区环境变好了，绿化美了，停车有序，安全有保障，房价提升了近 20%。
合肥	合肥国际花都	2016 年 11 月签约，做好小区秩序和环境维护，做好小区设备运营管理，专业服务能力得到业主认可。入驻一个月，二手房售价提升就有 3000 元/平米。
武汉	顶琇物业	2015 年，独立法人顶琇物业引入睿服务品牌，和万科物业强强合作。稳定运营一年多，顶琇物业所在母公司所开发楼盘销售溢价达到 1000-2000 元/平米。

资料来源：万科物业网站

所谓花钱，当然不仅意味着加大基础服务的投入，也意味着加大增值服务的培育。朱保全说：“只有行业和业主的资产深度挂钩，让物业管理在业主资产保值增值的过程中体现出真正的价值，物业行业的未来才有一片更加广阔的天地”。我们相信，有一些新的服务内容尽管在短期是没有盈利的，在中长期也是可能提升客户资产价值，从而巩固公司核心竞争力的。

万科物业为了建设社区生态圈，还成立了万物成长基金（私募投资基金）。目前，基金已经启动运作，并按照主营业务基于社区生态；商业模式已完成由 0 到 1 的验证，万科物业可助力 1 到 10 的成长；通过信息技术可以提效的三大原则，选择投资标的。

表 6：万科物业控股企业列举

项目	企业经营情况
万睿科技	智能物业技术与运营方案提供商。提供咨询、设计、施工、集成、运维等建筑全周期、全方位、一站式服务，服务对象涵盖住宅社区、商业综合体、写字楼、酒店、公共建筑等多个类型。目前已将专业领域拓展至楼宇机电设备运维等配套服务。
万物仓	专注于为个人、家庭及企业用户提供便捷、安全的物品存储服务。万物仓已进驻北京、上海、深圳、广州、南京、杭州等核心城市，全国拥有 200+门店。
第五食堂	自家厨房、单位餐厅、学校食堂、社会餐饮以外的第五个餐饮选择。秉承“微利经营、服务社区”的理念，专业为社区居民提供一日三餐：活力早餐、丰富午餐、营养晚餐、悠闲下午茶、饕餮夜宵。同时第五食堂兼有外卖配送、团餐膳食服务，为社区及社区周边写字楼、企事业单位、家庭、社区、商超等提供营养、超值、便捷、安全的餐饮服务。

资料来源：万科物业网站

目前来看，万科物业是物业服务板块中最能兼顾品质和规模的企业之一。我们相信，如果万科物业未来能在主流资本市场上市，则有可能成为物业服务板块市值最大的公司。



## 长城物业

### 独立发展时间最长的物业龙头

长城物业创立于 1987 年，前身为长城地产房产管理部，经过公司制改造、员工持股改制等，公司已经成为物业管理行业市场化运营领先的龙头企业。与其他物管行业领先企业相比，公司独立发展时间最长，目前几乎没有开发企业色彩。上市公司中洲控股参股了长城物业。

根据中洲控股披露，2018 年上半年底，长城物业总资产 19.3 亿元，归母净资产 4.6 亿元。目前，长城物业员工人数约 30000 人（含分包方），着力打造“物业管理发展”与“社区生态建设”双主航道的发展模式。

表 7：长城物业股东结构

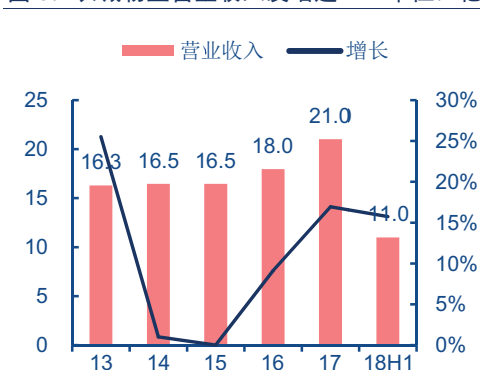
股东	持股比例
长城物业集团股份有限公司工会委员会	54.80%
深圳市中洲投资控股股份有限公司	19.49%
深圳市同达投资咨询有限责任公司	10.00%
深圳市睿哲企业管理咨询有限公司	8.00%
深圳市常睿企业管理咨询有限公司	5.00%
成都市盛美同赢投资合伙企业(有限合伙)等	2.04%
深圳市长城物流有限公司	0.69%

资料来源：企查查、中洲控股公告

### 适度盈利，持续稳定收入增长

到 2017 年，长城物业的营业收入已经突破 20 亿元，公司维持了较快的发展速度。公司设立五大区域（华南、华北、华中、华东、华西），物业服务范围覆盖 80 余个城市，物业项目约 750 余个，管理面积逾 1.7 亿平方米。所服务的业类型包括：住宅（独立式房屋、多层、高层）和公建（写字楼、商业综合体、政府办公楼、大学、医院、公园、会展中心、工业物流园区等）。

图 3：长城物业营业收入及增速 单位：亿元



资料来源：中洲控股定期公告

图 4：长城物业净利润及经理率 单位：亿元



资料来源：中洲控股定期公告

表 8：长城物业管理的典型项目

项目类型	项目名称
大型社区	东莞 长城世家；成都 天府长城；深圳 白沙岭；北京 回龙观；北京 东湖湾；北京 国奥村
度假公寓	绥中 山海同湾；秦皇岛 奥景蓝湾；秦皇岛 湾海一号
别墅	大连 东方优山美地；上海 晶苑四季御庭；南昌 绿地海域香廷；北京 赢海山庄；上海 绿地新南路一号；福州 名城湾流；无锡 绿地东望景苑



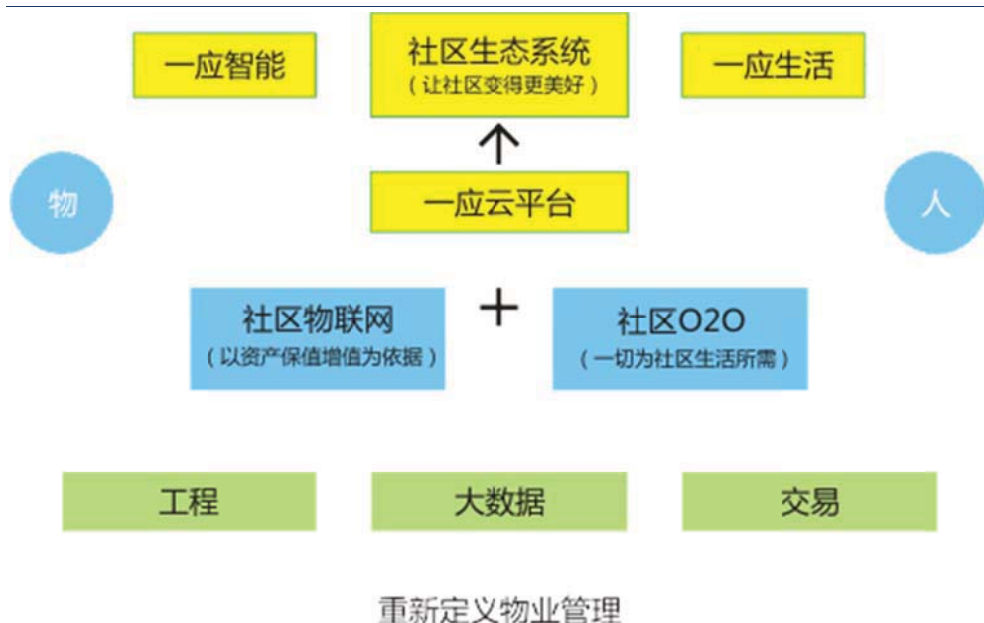
项目类型	项目名称
写字楼	银川 国际贸易中心；上海 绿地中心；深圳 安徽大厦；西安 绿地中心；乌鲁木齐 绿地中心；南昌 绿地紫峰大厦；西安 绿地中央广场领海大厦；南京 紫金（建邺）科技创业特别社区先导区
商业	顺德 北滘商业广场；成都 南熙里；北京 金泉广场；北京 康健宝盛广场；无锡 哥伦布广场；深圳 东海坊
城市综合体	苏州 繁花中心；重庆 台北城；重庆 绿地海外滩；南昌 绿地未来城；武汉 绿地国际金融城；呼和浩特 鼎盛世纪广场

资料来源：长城物业网站

公司的净利润率始终在 8% 以下，在业内处于适中水平，明显低于碧桂园服务，和绿城服务基本相当，高于金地物业等（根据金地物业披露毛利率判断）。

在社区生态建设领域，公司以一应云智慧平台为依托展开，集物业服务、社区商务和公共服务于一体，是物业服务行业的一体化解决方案。一应云智慧平台包括一应智能与一应生活。从报修、投诉、查费缴费、订餐、洗衣、购物等社区生活服务，到智能停车系统、能耗管理、水电检测控制、楼宇管理等智能化物业管理模式，一应云智慧平台实现对物对人综合管理。

图 5：长城物业一应云智慧平台示意图



资料来源：长城物业网站

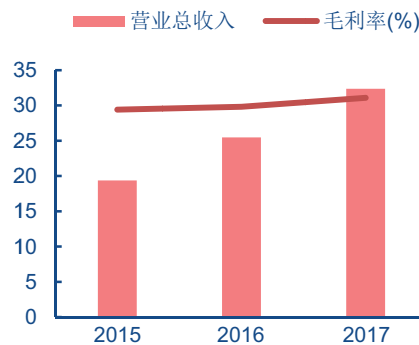
## 保利物业

### 依托大开发企业的物业龙头

保利物业成立于 1996 年，为保利地产控股子公司，在 2017 年 8 月在新三板挂牌（代码：871893.OC）。公司是一家综合性的物业管理服务商，服务业态涵盖住宅、办公楼、工业园区、商业综合体、旅游综合体、酒店公寓、学校等多种业态。服务内容包括基础物业管理服务、顾问咨询及协销配合服务和社区增值服务。

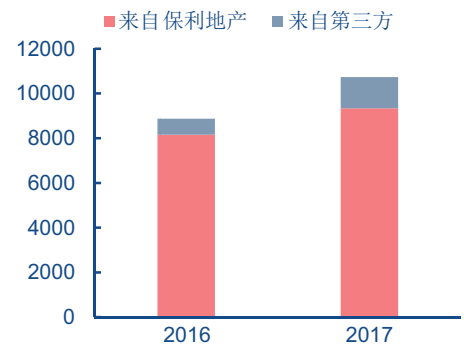
截至 2017 年底，公司旗下拥有分、子公司 113 家，总员工逾 26000 人。业务分布于北京、上海、广州、成都等全国 60 多个大中城市，承接的物业管理项目 400 余个。2018 年，根据中国指数研究院评选，公司位列物业服务百强企业综合排名第 5 名。

图 6：保利物业近三年收入和毛利率  
单位：亿元



资料来源：公司公告

图 7：保利物业服务面积来源  
单位：万平方米



资料来源：公司公告

2017 年，公司在管面积 10732 万平方米，合同面积 17423 万平方米。公司在管面积中有 9335 万平方米来自于保利地产开发的物业。公司近年来积极扩展第三方物业来源，新增管理面积中外拓合同已占比 23%。因而 2017 年来自于保利地产的物业占比也由 2016 年的 92% 下降至 87%。展望未来，我们有理由相信保利地产所开发的项目，将持续成为公司重要的物业在管面积来源，短期而言公司的在管面积增长是比较确定的。

公司 2017 年营业收入 32.37 亿元，其中 29.51 亿元来自于物业管理服务收入，占比 91.2%，2.85 亿元来自于社区增值服务收入，占比 8.8%。2017 年之前，公司对业务划分的方式和其他物业管理企业不同，不设非业主增值服务科目，而把面向开发企业的协销和顾问等纳入物业管理的范畴。公司 2018 年上半年净利润达到 1.85 亿元，由于物业管理行业的在管面积比较稳定，上下半年的业绩差异不会太大（一般随着在管面积扩大，下半年的业绩会略超上半年）。我们认为，公司到 2018 年全年的业绩将超过 3 亿元。

表 9：保利物业简要财务指标

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018E
营业收入	19.4	25.5	32.4	18.5
营业成本	15.6	20.6	26.1	14.5
毛利率	19%	19%	19%	22%
税金及附加	1.1	0.7	0.3	0.1
管理费用和其它	1.5	2.3	2.9	1.6
营业利润	1.1	2.0	3.2	2.5
归属于股东净利润	0.8	1.4	2.3	1.9

资料来源：公司公告（含预测）

## 强调社区增值服务，努力提升业主满意度

公司有着明确的物业服务理念和服务体系。公司根据不同业态、不同客户层次建立了“亲情和院”和“东方礼遇”两个子品牌。“亲情和院”致力于给予业主舒适的居住环境，包含基础的服务需求。“东方礼遇”则定位于高端居住客户（与保利地产“天字系”楼盘并存），力图从各个方面为客户带来尊崇感受。我们认为，明确的分层次品牌有利于提高公司单位面积效益、提升毛利率，也与母公司的地产开发形成协同效应。

表 10：保利物业的服务子品牌

服务品牌	服务理念	主要服务内容
亲情和院	安全	安防：封闭管理、巡查监控等；客服：定期温馨巡查等；工程：设备维护、免费定期居家用电安全检测等。
	便捷	小区门岗主动服务，门口迎送客户，星级上门维修。
	融洽	强化岗位礼节，改进服务中心前台的客户接待服务。
	舒适	希望保利业主真切的心理感受与认同。

服务品牌	服务理念	主要服务内容
东方礼遇	尊崇	24 小时值班经理，24 小时客服前台，24 小时维修服务，管家服务，全程礼宾服务，访客汽车基本清洗、专属停放，和院健康生活馆，专属定制服务。
	信赖	一对一专人接待，私事保密处理。
	人文	注重员工的东方人文素养。

资料来源：公司公告，公司官网

服务体系上，公司建立了“全介通”和“大客服”两个核心产品系列。“全介通”服务于“物”，提供前期咨询、物业租售、物业托管打理、商业物业整体运营等服务；“大客服”服务于“人”，核心理念是“全员客服化”，每个小区的服务人员在社区实行区域性服务管理。业主有问题，不用找客服中心，直接找区域所在管家。我们认为，“大客服”的服务理念，节省了业主的沟通成本，也降低了线上交流的距离感，也能一定程度上确立责任人，保证服务质量。

增值服务是公司最关注的利润增长点，公司积极拓展增值服务内容形式，比较有特色的有二，一是社区养老服务，二是社区物流配送体系。社区养老健康业务是公司布局的重点，主打品牌“和悦会”，2018 年 3 月成立了全资子公司负责社区养老服务的运营。社区物流配送品牌“熊猫仓”，则利用物业管理公司的天然优势，布局物流配送的“最后一公里”，提高了物业购物和物流额配送的体验（公司同时也在进行围绕物流的其他业务探索）。

表 11：保利物业养老业务内容一览

产品名称	主要服务内容
和悦会	社区养老居家服务平台，提供居家养老、社区养老、特色医养及养老延伸等服务。包括：日间照料、术后照护、短期照料；专属营养套餐；上门助洁、助浴、助餐、助医、助急；提供健康管理指导方案；中医按摩、养生理疗、器械康复；可穿戴设备，实时监测健康；老年用品；老年精神生活关怀。
和院生活馆	线下的实体健康服务场所。汇集健康管理、康复护理、休闲娱乐、生活服务等功能，同时与三甲医院合作，开通绿色医疗通道。

资料来源：公司官网

公司同样重视线上化平台的建立，建立了“芯智慧”社区云服务平台，提升物业管理的质量和效率，主要包含：物业信息化协同管理平台（PMS）、智慧社区商业运营与生活服务云平台（OSS）、智慧社区物业物联网综合管理平台（EBA）和社区及居家健康养老信息平台（HEP）。

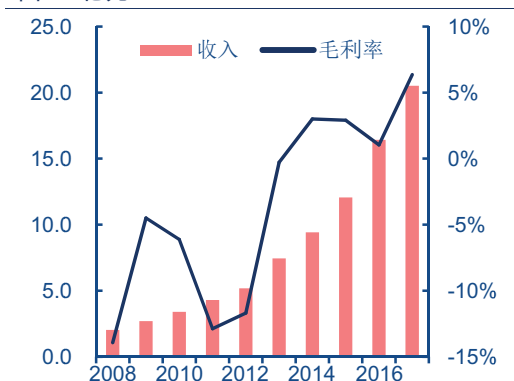
总而言之，保利物业在管面积较大，且背靠大开发企业，未来在管面积增长的确信性比较强。此外，保利物业的业主增值服务，有类似绿城服务的“大服务”身影，教育、养老等业务虽然现在规模较小，长期而言则可能具备较大发展空间。

## 金地物业

### 合约服务面积迅速增长的物管龙头

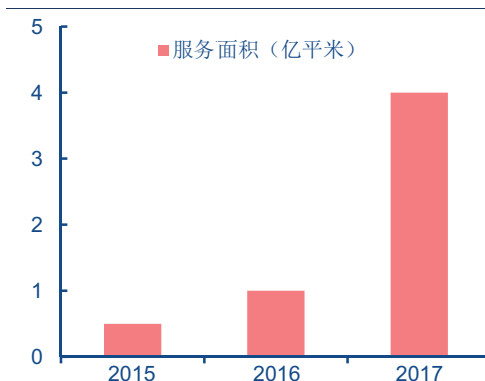
金地物业是 A 股上市公司金地集团提供物业管理服务、资产和客户资源运营的平台。根据金地集团披露，到 2017 年底，公司服务面积超过 4 亿平米。公司网站披露，公司当前管理业务布局全国 100 多个大中城市，合约服务面积突破 5 亿平方米，服务客户累积达到 500 余万人。2018 年，中国指数研究院评选，金地物业排名物业服务百强企业综合实力第 8 名，百强企业服务质量第一名。

图 8：金地集团物业板块收入和毛利率  
单位：亿元



资料来源：金地集团公告

图 9：金地物业的服务面积 单位：亿平方米



资料来源：金地集团公告

金地集团的物业管理板块 2017 年营业收入达到 20.5 亿元。金地集团所披露的物业管理业务收入，可能会略低于金地物业作为一个独立的公司可能的业务收入（由于可能存在内部关联方收入）。

金地物业板块的毛利率水平明显低于同行。到 2017 年金地物业毛利率达到 2008 年以来的最高点，也仅有 6.4%。金地物业在 2017 年毛利达到 1.3 亿元。物业管理行业的毛利率差异一般不能以公司成本控制能力差来解释。金地物业偏低的毛利率，可能说明金地物业在服务成本投入方面十分慷慨。金地物业服务质量排名靠前，可能和低毛利是相关的。当然，这也可能是由于金地物业快速拓展第三方开发的物业面积，而在费率方面多有让步。

金地集团披露了“企业集团的主要构成”，其中业务性质为物业管理的上市公司子公司如下：上海金地物业服务有限公司，武汉金地怡家物业管理有限公司，大连金地物业管理有限公司，深圳市金地物业管理有限公司。2017 年年报披露，金地集团对上述子公司的持股比例均为 100%。

## 增值服务特色鲜明

金地物业旗下的增值服务，以楼宇工程、半径颐养、荣尚荟和智慧享联最有特色。

楼宇工程是金地集团的全资子公司。该公司提供涵盖居民住宅社区，城市综合体，工业综合园区等多业态的综合解决方案及楼宇设备管理方案，主要聚焦智能化安防系统等。该公司自主研发智慧社区方案，智能停车场云系统，智能访客管理系统及物业设备管理云平台等。我们认为，严格意义来说，楼宇工程不能算一种增值服务，而应该算为开展物业基础服务进行的专业化探索。由于金地在这种专业化探索领域展现出必要的实力，因此楼宇工程也就成为了金地、融创、华夏幸福、金科、新力、富力、荣和、嘉和灯公司的智能化安防系统战略合作伙伴。

半径颐养是金地物业旗下的居家养老护理服务品牌，也是目前来看几大物业公司所掌握的最成熟的居家养老品牌（尽管其他开发企业也有居家养老业务，但很多并不由物业公司所掌握）。该业务透过深圳市半径颐养健康管理服务有限公司开展，而该公司也是 A 股公司的全资子公司。

表 12：金地物业半径颐养的具体服务项目

项目	定义
医护半径	为长者匹配适合的专业护理人员，护理长者个人卫生，为长者定制康复训练及理疗计划等。
生活半径	强化长者日常生活的安全系数，陪同长者外出就医，优化长者起居环境，使长者享受安全、舒适、惬意的日常生活。
心理半径	为长者设计针对性专业慰藉，辅导计划，协助其面对及解决在情绪、行为和适应上遇到的心里困难。

项目	定义
情感半径	为长者量身定制膳食计划，娱乐计划，兴趣计划，运动计划，家庭计划，用游戏和互动，加强他们的满足感，保持其身心愉悦，被尊重的正常晚年社交活动。

资料来源：金地物业网站

荣尚荟是金地物业的高端物业管理服务品牌。荣尚荟本身不是一种增值服务，而是物业管理基础服务的品质升级版。深圳中心\*天元、深圳湾公馆、苏州诚品居所、深圳中海油大厦、北京金地中心、深圳金地总部等选择了荣尚荟的服务。

表 13：金地物业荣尚荟金尾燕管家的服务体系

服务种类	内容
尊贵礼宾服务	前台礼宾服务，临时代管物品，代收代发快递，服务咨询，无线网络等 代办代购服务，报刊订阅，水电煤气代办，蔬菜配送，生鲜速递等 便捷借用服务，电源适配器，婴儿座椅，轮椅路仗，环保购物袋，雨伞等
国际商务服务	代为办理预定酒店和机票，商务秘书，打字复印，代发传真，代订礼品，鲜花服务，行李打包，皮鞋抛光，会务组织安排等
运动健康服务	定制体检预约，私人齿科预约，私人健身教练，私人游泳教练，私人美容美甲
智能家政服务	专业开荒清洁委托，木地板专业保养，石材专业保养翻新，衣物清洗熨烫
休闲文娱服务	时尚派对，私人会所预定，艺术演出席位预定等

资料来源：荣尚荟网站

智慧享联为房地产公司，物业公司，酒店和社区提供全面的产品、技术和增值服务解决方案。包括金地物业的线上化平台，即“智享生态圈联盟”（享家社区 APP，享当家 APP，享家物业管理平台，享家微信公众号）；一个以三户模型为理论基础，从底层革新物业经营及收费的系统平台；针对物业管理行业专业技能培训的专业学习平台；IEMP，门禁平台和智慧停车场；智享+Home 智能家居系统等。智慧享联不仅是金地物业的线上应用集成，也是金地物业对外扩展的另一条路径。

整体上来看，金地物业是一家比较重视品质，比较在意口碑，相对牺牲短期盈利，并积极培育增值服务的龙头物业公司。从金地物业的特色品牌培育来看，我们注意到优秀的物业管理公司可以累积一些高口碑的“服务条线”，而这些服务条线可以在公司在管面积之外进行扩张，成为优秀物业管理公司新的盈利增长点。

## 龙湖智慧服务

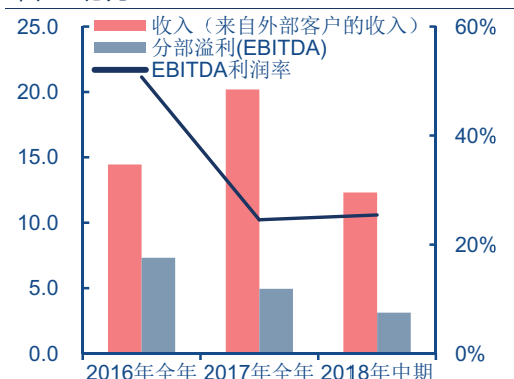
龙湖智慧服务的前身就是龙湖物业。龙湖集团网站显示，龙湖服务近 173 万户业主，合约面积达到 2.08 亿平方米。龙湖智慧服务是中国物业管理协会副会长单位，中国物业服务百强综合实力 TOP10，服务质量 TOP10。智慧服务板块是龙湖集团的主航道业务之一。

从公司的收入规模和盈利来看，龙湖智慧服务已经达到了不小的规模。2018 年上半年，龙湖智慧服务板块来自外部客户（这里的外部客户，不是说外接楼盘，即使是龙湖开发的楼盘，其业主付费当然也是龙湖的外部收入）的收入达到 12.3 亿元。龙湖智慧服务的盈利能力较高，EBITDA 利润率达到 25%。

龙湖智慧服务也比较关注盈利能力较高的非住宅物业管理。2018 年时，龙湖集团中报称，龙湖智慧服务将业务边界拓展到轨道交通综合枢纽，市政管理等更广阔的城市空间。公司对住宅、商场、写字楼、会展、创意产业园，航空后勤等业态管理多有涉及。我们相信，较多的公建服务，能对于公司盈利水平产生正向贡献。目前龙湖智慧服务只是在重庆、杭州等少数城市管理了大量的第三方项目。我们相信，凭借公司良好的口碑，公司在管面积将有效扩大，服务第三方占比未来可能提高。

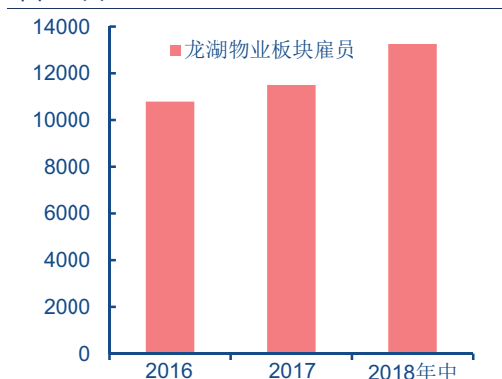


图 10: 龙湖智慧服务的收入和盈利状况  
单位: 亿元



资料来源: 龙湖集团定期公告

图 11: 龙湖智慧服务的雇员人数变化  
单位: 人



资料来源: 龙湖集团定期公告

表 14: 龙湖智慧服务外接项目（来自第三方）分布列表

城市	外接项目
沈阳	巧克力城, 裕沁听月轩
大连	未名山, 大湖山语
北京	雁栖半岛, 上河村, 奇点中心, 未来城, 怡龙别墅
青岛	悦公馆
烟台	杏林苑, 佰和悦府
南京	月牙湖花园, 长江之家
无锡	正大凯悦, 东方航空
苏州	白领公寓, 水岸清华
南通	南通御锦城, 南通五洲御锦城, 南通莱茵雅苑
上海	慧芝湖项目, 上海汇豪天下
武汉	凯盟大厦
成都	佳辰广场, 航天佳苑, 康桥郡, 农商行大楼
重庆	金鹏金岭, 金山, 规划局, 规划展馆, 金山税务, 中信银行大楼, 农商行大楼, 小样创业园, 半山华府, 海悦蓝庭, 西部航空, 光亮天润城, 中交锦悦, 茶庄印象, 方山境, 重庆西站, 朔源居, 翔龙江畔, 长江之星, 力帆红星, 富州新城, 富州D街区, 富州北郡, 会展二期办公楼, 市政城维, 国博展馆, 会议中心
长沙	托斯卡纳
杭州	名城湖左岸, 温馨人家, 江滨花园碧景湾, 水印城, 伊萨卡国际城, 怡景花城, 金棕榈花园, 亿城嘉园, 红街公寓, 云滨湾, 梅怡馆工业园,
厦门	奥斯卡

资料来源: 龙湖集团网站

## 金科服务

金科服务是金科股份的下属公司, 具有物业管理的壹级资质。公司将传统的物业管理升级为美好生活服务商, 通过科技赋能的方式, 打造智慧生活社区, 业务覆盖重庆、北京、四川、江苏、湖南、陕西、山东等省市。到 2018 年上半年, 公司累计进驻城市已达 123 个, 管理项目超过 600 个, 管理面积达 2.16 亿平米, 管理业态涵盖住宅、商业中心、高校、政府、酒店等多种类型。目前, 公司有在职工人 12000 人, 综合实力在中西部地区排名第一位。

表 15: 金科股份物业管理板块收入增长情况和毛利率情况

	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017 年报	2018 中报
收入	4.4	5.9	9.7	12.3	6.5
收入增速	41.2%	35.4%	65.2%	26.1%	44.4%
毛利率	19.9%	23.2%	22.3%	23.8%	24.4%

资料来源: 金科股份公告



公司到 2017 年时营业收入达到 12.3 亿元，毛利率在业内处于中高水平，达到 24% 左右。

公司注意开拓增值服务，发展“智能家居服务，家庭环境服务，汽车后服务，不动产管理服务，生活配送服务，旅游出行服务”六大配套服务。公司旗下培育了金科家居中心这一一站式放心家装平台，提供拎包入住，全屋定制家居解决方案。有超过 26000 名业主选择了金科家装中心的服务。

## 嘉宝股份

嘉宝股份(834962)曾经在新三板挂牌，目前已经退市。公司是蓝光发展(600046.SH)旗下控股公司。2018 年中国物业服务百强企业排行榜中，嘉宝股份排名进入前 20 名。到 2017 年，公司实现营业收入 9.72 亿元，同比增长 42.9%；归于公司股东净利润 1.92 亿元，同比增长 91.1%。公司到 2017 年底累计在管项目 313 个，面积 5329 万平方米，累计联盟面积 1.2 亿平方米。公司是中国物业管理协会副会长单位，拥有国家物业管理企业一级资质。公司服务物业的形态包括住宅、商业和写字楼，在中西部地区有较强的品牌影响力。

根据嘉宝股份的官方网站披露，目前其有 400 个左右的在管项目，10000 名左右的公司在职员工，6000 万平米左右的受托管理面积，1.2 亿平米左右的合同签约面积，分布在 40 多个城市。

表 16：嘉宝股份 2015 年以来大事一览

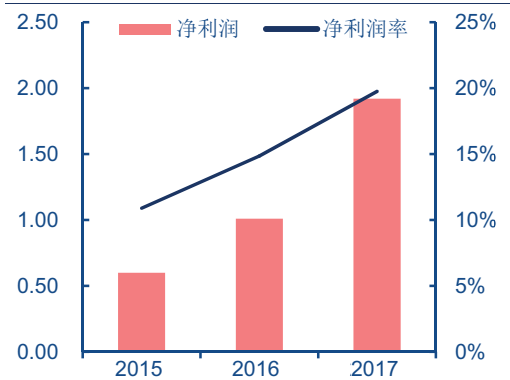
时间	事件
2015 年初	“充分授权，利益共享，风险共担”的原则，首次在全国推行项目合伙人机制
2015 年 10 月	和京东签署战略合作协议进军社区 O2O，签约悦华置地，联盟四川第二大物业企业；签约明德集团，联盟山东第一大物业企业。
2015 年 12 月	挂牌新三板。
2016 年 8 月	向四川省国嘉地产，四川德丰投资现金收购国嘉物业 100% 的股权。
2016 年 10 月	引入 6 家做市商，开始做市转让。
2017 年 5 月	进入创新层。
2017 年 9 月	现金收购杭州绿宇 76% 的股权(6000 万)绿宇拥有 801 万合同管理面积，上海真贤 80% 的股权(2400 万)真贤拥有 241 万合同管理面积，进入长三角。
2018 年 2 月	物业费资产支持专项计划收到交易所无异议函。
2018 年 5 月	5200 万收购成都东景物业 65% 的股权，增加管理面积 700 多万平米。
2018 年 6 月	3500 万收购泸州天立物业 70% 的股权，增加管理面积 400 万平米。
2018 年 7 月	公司终止在新三板挂牌。

资料来源：嘉宝股份公告

公司重视增值服务的发展。公司成立了拎包入住事业部，涉足家装业务。其服务包括硬装、团购家具家电、旧房改造、局部更新等。公司成立物业租售中心，累计房屋经纪交易额超过 30 亿元。重视业主增值服务，提供生态粮油、家政服务等常规性业主增值服务。

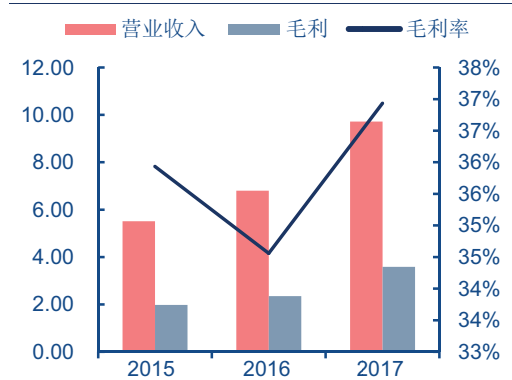
总体而言，嘉宝股份属于中等偏上的物业管理公司，其规模和竞争力略弱于当前上市公司绿城服务、碧桂园服务和雅生活服务，但差距并不大。公司的毛利率在包干制为主的企业是比较高的。

图 12: 嘉宝股份净利润和净利润率  
单位: 亿元



资料来源: 嘉宝股份公告

图 13: 嘉宝股份收入/毛利/毛利率  
单位: 亿元



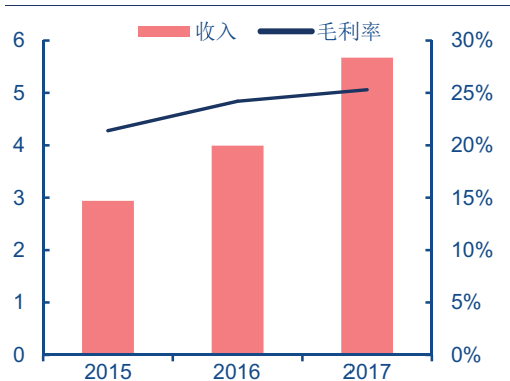
资料来源: 嘉宝股份公告

## 新城悦

新城悦成立于 1996 年, 成立之初是专门服务于新城控股的物业公司。王振华是公司的控股股东。

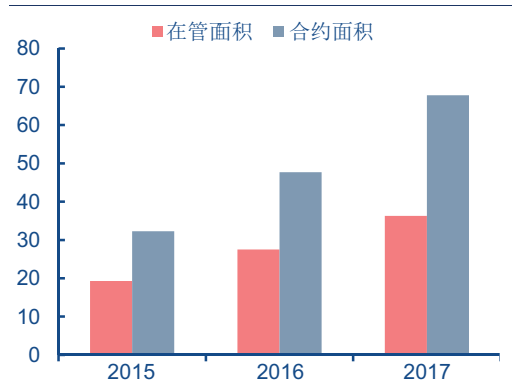
公司的发展一方面伴随新城控股的快速成长, 另一方面也积极拓展第三方的项目来源。到 2017 年年底, 公司有 76.2% 的服务面积和 78.6% 的服务收入来自于新城所开发的物业。2015-2017 年, 公司总合约建面和在管建面复合增长率分别为 45% 和 37%, 2017 年底, 公司业务覆盖全国 21 个省的 49 个城市, 合约建面和在管建面分别达到约 6781 万和 3628 万平米。

图 14: 新城悦物业板块收入和毛利率  
单位: 亿元



资料来源: 公司招股书

图 15: 新城悦合约面积和在管面积  
单位: 百万平米



资料来源: 公司招股书

2017 年, 公司物业管理服务收入约为 5.7 亿元, 住宅平均物业费达到 1.6 元/平米/月。公司主要采取包干制的收入计费模式, 公司物业管理服务 (即业内所谓基础服务) 毛利率超过 25%。

除基础服务之外, 公司提供三类增值服务, 分别是开发商相关服务、社区相关服务和专业服务, 2017 年分别贡献收入约 1.8 亿元、0.4 亿元、0.8 亿元。开发商相关服务包括为开

发商提供案场销售协助服务和整个物业开发期间的物业咨询服务，协销服务的主要对象是新城控股。

专业服务是指向物业开发商和物业项目提供包括电梯、智能保安设备等专业工程和维修服务。公司致力于建设智能化社区，未来希望与人工智能公司合作并计划引入包括内部监控系统、门禁系统、电梯控制系统、停车场门禁系统、自动锁门系统等在内的各项信息管理系统，加强智能管理运营。

社区相关服务方面，公司为业主提供在线购物、装饰装修、社区便利和公共资源管理等服务，这其中收入贡献最多的是传统类型的社区服务，即基于社区空间和资源开展的服务，如电梯广告、社区房屋出租等。公司开发了新橙社 App 整合物业管理服务和增值服务，以增强业主日常生活的便利性。截至 2017 年底，新橙社 App 约有 272964 位注册用户，月活跃用户率达到 26.1%。

表 17：新橙社 App 主要功能

物业管理服务	社区相关服务
为业主及租户提供管家式社区生活	有关在线购物、家政、旅游信息等线上信息服务
将业主及租户的要求与员工连接，以提供量身定制且即时的服务	社区活动及重要通知在线广播
	周边社区社交网络及沟通平台

资料来源：公司招股书

表 18：橙管家服务具体内容

种类	内容
客户服务	确保客诉需求 30 分钟响应，24 小时内入户解决。业主通过“新橙社 APP”智能服务平台可以完成一键提交、全线监控、透明点评。
安全管理服务	确保外来人员车辆严格管控、陌生面孔出入仔细盘问、临时出入小区查验登记、实时监控中心访客过滤。
零打搅服务	空早晚高峰保洁、绿化作业，确保避免影响业主顺畅出行；安全队伍夜间穿布鞋巡逻、对讲机统一佩戴耳机；保洁取水桶底加隔音材料、移动垃圾箱加设无声路垫。
全周期式服务	开发阶段——2 次审图，N 次施工优化建议；验收阶段——交付前 90 天，分户验收完成，交付前 30 天，承接查验完成；交房阶段——交付前 7 天，团队集训和演练，与业主第一次正式见面；装修阶段——业主家装期间，装修小管家全程跟进；居家服务——“橙管家”服务体系全面开启。

资料来源：公司招股书

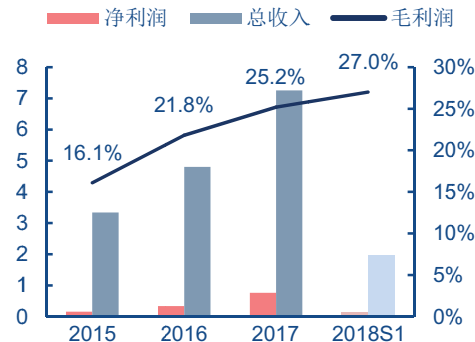
综合来看，到 2017 年，公司收入达到 8.6 亿元，其中披露来自控股股东控制的实体或联营企业的收入，占总收入的 26.7%。

## 永升生活服务

永升生活服务成立于 2002 年，是港股上市公司旭辉集团参股的物业服务公司。旭辉控股集团持股 29.46%，除此之外，林中、林峰、林伟三兄弟另合计持有公司 64.91% 股权，林氏兄弟为公司的实际控制人。2018 年 8 月 10 日，公司向香港交易所提交招股说明书，现已进入上市流程。

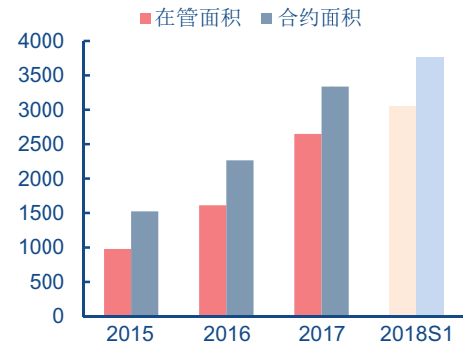
公司是一家综合性的物业服务管理商，近些年发展迅猛。截止 2018 年 3 月 31 日，公司旗下共有子公司 6 家，员工 5533 人，业务主要分部于东部沿海和中部地区的 34 个大中城市，服务超过 16.9 万名业主。

图 16：永升生活服务经营状况变化  
单位：亿元，%



资料来源：公司招股说明书

图 17：永升生活服务管理面积变化  
单位：万平方米

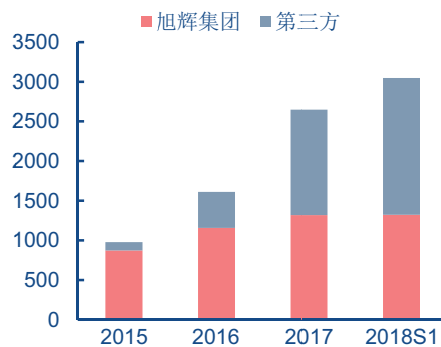


资料来源：公司招股说明书

公司近几年发展迅速，自 2015 年至 2017 年，在管建筑面积、营业收入及净利润之复合年增长率分别为 64.6%、47.4%及 121.3%，在物业服务百强企业中分别排名第 7 位、第 11 位及第 5 位。

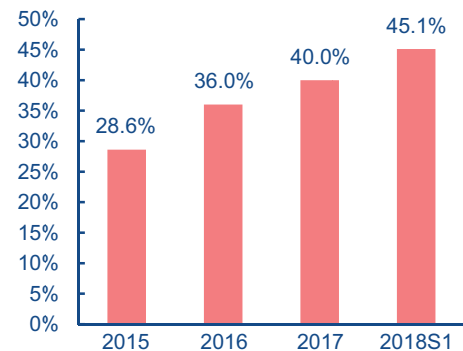
截止 2018 年 3 月 21 日，公司在管总面积为 3046.9 万平方米，合约面积 3765.4 万平方米。公司作为旭辉集团旗下物业管理平台，过去以承接旭辉集团开发的物业为主。2013 年，公司开始积极拓展第三方物业，至 2018 年 3 月 31 日，已经有 56.6%在管面积来自第三方开发商。公司与第三方开发商及业主订立了 3 份战略合作协议，以获得物业管理的优先权。第三方物业中标率在 2018 年第一季度已达到 45.1%。

图 18：永升生活服务在管面积分布  
单位：万平方米



资料来源：公司招股说明书

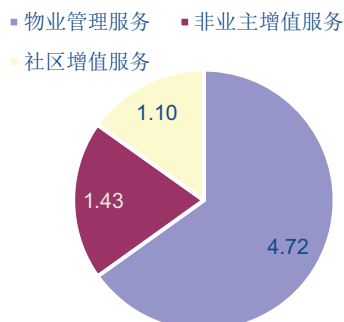
图 19：永升生活服务第三方物业中标率



资料来源：公司招股说明书

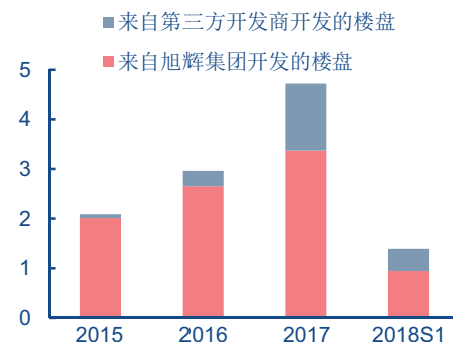
当然，公司在争夺第三方开发的物业管理权时，报价策略是比较激进的。公司营业收入的绝大多数还是来自于旭辉集团所开发的物业，而公司面向第三方所提供的服务，定价相对较低。随着公司服务第三方开发物业比例的上升，2015 年后公司平均物业管理费逐年下降（2015-2017 年分别为 2.7、2.6、2.1 元/平方米·月），2018 年初公司定价有启稳迹象。

图 20：永升生活服务营业收入来源 单位：亿元



资料来源：公司招股说明书

图 21：永升生活服务物业管理服务收入构成



资料来源：公司招股说明书

公司的主要经营业务同样也分为物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务三项。公司的物业管理服务主要以包干制收入，截至 2018 年 3 月 31 日，采取包干制管理的业务，占总在管面积的 87.6%，总收入的 99.2%。

公司建立了多个品牌线条针对不同的物业形态和层次。我们认为，丰富精准的品牌产品线，有助于公司进行物业的精细化服务，并且树立品牌效应。

表 19：永升生活服务品牌产品线

针对业态	品牌	针对业态	品牌
高端住宅	铂悦管家	商办物业	悦泽商办
家庭住宅	37 度小区	非住宅物业	悦泽公众

资料来源：公司招股说明书

公司的社区增值服务处于拓展阶段，近几年发展迅速。其中比较有特色的是拎包入住服务，提供拎包入住服务旨在令业主或住户可随时入住现成单元。业主及住户可向公司提出入住要求，公司根据预算为其配置成套家具、家电及配件，并从中获取酬劳。



## 分析师声明

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

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

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

## 法律主体声明

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

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

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

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

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

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

## 一般性声明

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

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

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

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

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。