

蒙眼狂奔阶段渐去，精细化发展时代已至

——物管行业 2019 年年报回顾

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **成长属性依旧，龙头优势渐显。**成长属性依旧，龙头优势明显。2019 年 21 家物业公司合计的营业收入为 447.1 亿元，同比增长 36.3%，其中大中型公司成长性更优。盈利能力与营收增长趋势一致，行业的高成长属性并未变化，大量中小型企业将带动行业整体利润率维持当前的较高水平，对行业利润率见顶回落的担忧仍为时过早。此外，行业资产负债率逐年下降，杠杆水平低经营风险小，2019 年平均资产负债率 46%，扣预后资产负债率仅 38%。
- **物管业务：外拓能力重要性凸显，收购理性“质”在“量”先。**2019 年行业物管业务整体营业收入达 400.3 亿元，同比增速 34.6%，其中大型公司增速明显高于中小型企业。物管业务营收占比逐年下降，毛利率基本维持稳定。在管面积持续扩张，大型公司项目储备整体优于中小型企业。在管面积出现两大趋势：1) 头部企业外拓能力成熟带来三方项目占比快速提升；2) 大型公司纷纷抢滩非住领域，非住业态占比大幅提升。此外，行业收购更趋于理性，“质”在“量”先，收购开始为公司长期战略服务。
- **增值服务：利润占比逐年攀升，社区增值服务方兴未艾。**增值服务业务增速远超基础物管业务，2019 年增值服务营业收入合计 137.2 亿元，同比增长 59.3%。由于增值服务尤其社区增值服务业务仍处于探索与成长阶段，一旦某一细分类别服务的盈利模式获得认可，物管企业可以将其进行快速复制，形成增量收入及利润。2019 年增值服务利润率小幅波动，但公司间差异较大，未来将向行业均值回归。由于较高的利润率水平和优异的成长性，2019 年增值服务毛利占比已达 54.0%。其中，社区增值服务毛利率水平更高，与地产周期相关性低，拥有更为广阔的空间。

投资建议与投资标的

- 物管板块自 2018 年起的上市热潮仍在延续，今年将陆续迎来多家头部企业上市，行业也获得了资本市场前所未有的关注，龙头公司的估值水平不断攀升，市场开始运用消费成长的框架来分析行业未来的成长性。回顾行业上市企业 2019 年的年报情况，无论是物业管理业务还是增值服务业务，都印证了行业优异的成长属性，更重要的是通过外拓面积占比、非住宅项目占比、社区增值服务增长等方面，都隐隐预示了一个结论，即行业及头部企业的成长远未见顶。具体来看我们看好以下两条主线：1) 成长属性优中选优，建议关注碧桂园服务(06098，未评级)、永升生活服务(01995，未评级)、新城悦服务(01755，未评级)、雅生活服务(03319，未评级)；2) 非住宅市场龙头地位渐显，推荐招商积余(001914，增持)、保利物业(06049，买入)，建议关注新大正(002968，未评级)。

风险提示

- 房地产长期低迷。
- 人力成本上升。
- 多元化发展不及预期。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

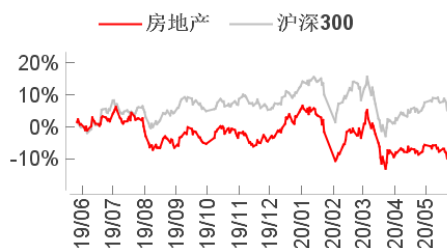
行业

房地产行业

报告发布日期

2020 年 05 月 25 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

房诚琦

021-63325888*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518070003

联系人

吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

目 录

1	成长属性依旧，分化趋势渐显.....	5
1.1	成长属性依旧，龙头优势明显	5
1.2	盈利能力稳中有降，与规模增长趋势基本一致	11
1.3	货币资金稳健增长，杠杆水平逐年下降	12
2	物管业务：外拓能力重要性凸显，收购理性“质”在“量”先.....	14
2.1	营收仍处高增通道，利润率逐步趋稳.....	14
2.2	在管面积持续扩张，大型公司项目储备更优	17
2.3	两大趋势：非住、三方项目占比逐年攀升.....	20
2.3.1	三方项目占比提升，外拓能力逐渐成熟	20
2.3.2	非住领域空间广阔，头部企业抢占高地	21
2.4	“质”在“量”先，收购战略愈发明晰.....	23
3	增值服务：利润占比逐年攀升，社区增值服务方兴未艾	24
3.1	营收成长性更佳，利润占比逐年上升	24
3.2	社区增值服务方兴未艾，把握成长大机遇.....	26
	投资建议	28
	风险提示	28

图表目录

图 1: 2019 年行业整体营业收入同比增长 36%	6
图 2: 2019 年大型公司营收同比增长 34%	6
图 3: 2019 年中型公司营收同比增长 48%	6
图 4: 2019 年小型公司营收同比增长 34%	6
图 5: 2019 年行业整体毛利润同比增长 36%	7
图 6: 2019 年大型公司毛利润同比增长 32%	7
图 7: 2019 年中型公司毛利润增速领先行业	7
图 8: 2019 年小型公司毛利润同比增长 34%	7
图 9: 2019 年行业(剔除招商积余)净利润同比增长 47%	8
图 10: 2019 年大型公司净利润同比增长 43%	8
图 11: 2019 年中型公司净利润增速领先行业	8
图 12: 2019 年小型公司净利润同比增长 46%	8
图 13: 大型公司(剔除招商积余)营收集中度逐年攀升	9
图 14: 大型公司(剔除招商积余)毛利集中度达 63%	9
图 15: 2019 年行业整体管理费用同比增速 29%	10
图 16: 2019 年大型公司管理费用同比增长 28%	10
图 17: 2019 年中型公司管理费用同比增长 31%	10
图 18: 2019 年小型公司管理费用同比增长 29%	10
图 19: 2019 年行业平均管理费用率继续下滑	11
图 20: 2019 年大型公司管理费用率控制能力强	11
图 21: 2019 年行业平均毛利率略有下降至 28.5%	12
图 22: 2019 年中型公司毛利率维持上升	12
图 23: 2019 年行业平均净利率维持稳定	12
图 24: 2019 年大型公司净利率略有下降	12
图 25: 2019 年行业货币资金同比增长 44%	13
图 26: 2019 年大型公司货币资金同比增长 34%	13
图 27: 2019 年中型公司货币资金同比增长 36%	13
图 28: 2019 年小型公司货币资金同比增长 179%	13
图 29: 行业资产负债率逐年下降	14
图 30: 2019 年大型公司资产负债率略高于中小公司	14
图 31: 2019 年行业物管业务整体营收同比增长 35%	15
图 32: 2019 年大型公司物管业务营收同比增长 36%	15
图 33: 2019 年中型公司物管业务营收同比增长 30%	15

图 34: 2019 年小型公司物管业务营收同比增长 31%.....	15
图 35: 物管业务营业收入占比逐年下降	16
图 36: 中型公司物管业务营收占比快速下降	16
图 37: 2019 年行业物管业务利润增速与营收增速一致.....	16
图 38: 行业平均毛利率基本维持稳定	16
图 39: 大型公司、中型公司物管业务毛利率水平出现分化.....	17
图 40: 行业总在管面积维持近 30% 增速	18
图 41: 2019 年大型公司在管面积增速与行业增速一致	18
图 42: 2019 年中型公司在管面积增速高于行业增速	18
图 43: 2019 年小型公司在管面积增速低于行业增速	18
图 44: 上市物管企业 2016-19 年在管面积平均复合增速为 30.6%.....	19
图 45: 大型公司储备面积情况明显好于中小型公司	19
图 46: 典型公司第三方项目在管面积占比明显提升	20
图 47: 典型公司非住宅项目在管面积占比明显提升	21
图 48: 2019 年上市物企增值服务营收增长 59%.....	24
图 49: 2019 年上市物企增值服务毛利润增长 58%	24
图 50: 2018-2019 年典型上市物企增值服务利润率情况.....	25
图 51: 2019 年上市物管企业增值服务营收占比近 4 成	25
图 52: 2019 年上市物管企业增值服务毛利占比超 5 成	25
图 53: 社区增值服务营收增速迭创新高	26
图 54: 非业主增值服务营收增速有所放缓.....	26
图 55: 2018-2019 年典型上市物企社区增值服务利润率情况.....	27
图 56: 2018-2019 年典型上市物企非业主增值服务利润率情况	27
表 1: 物管公司分类情况.....	5
表 2: 上市物管企业第三方项目在管面积情况	20
表 3: 上市物管企业非住宅项目在管面积情况	22
表 4: 2019 年部分物管企业外拓细分业态情况	22
表 5: 2019 年物业企业典型并购事件.....	23
表 6: 上市物管企业增值服务营收、利润占比情况.....	25
表 7: 上市物管企业估值情况	28

1 成长属性依旧，分化趋势渐显

截止至 2019 年末，A+H 股挂牌上市的物业公司已达 21 家，我们根据其 2019 年年报数据，按照在管面积将 21 家公司分为大型公司、中型公司、小型公司以便于分析。我们分类的标准为：在管面积超过 1 亿平的为大型公司（共计 7 家）；在管面积在 4000 万方-1 亿平的为中型公司（共计 8 家）；在管面积不到 4000 万方的为小型公司（共计 6 家）。下文中如无特殊说明，分类均按此执行。

表 1：物管公司分类情况

类型	公司	在管面积（亿平）
大型公司 在管面积超过 1 亿平	彩生活	3.60
	碧桂园服务	2.76
	保利物业	2.87
	雅生活服务	2.34
	绿城服务	2.12
	中海物业	1.51
	招商积余	1.53
中型公司 在管面积 4000 万方~1 亿平	新大正	0.70
	永升生活服务	0.65
	新城悦	0.60
	蓝光嘉宝服务	0.72
	南都物业	0.61
	中奥到家	0.65
	时代邻里	0.47
	佳兆业美好	0.46
小型公司 在管面积小于 4000 万方	宝龙商业	0.19
	奥园健康	0.15
	滨江服务	0.14
	祈福生活服务	0.10
	浦江中国	0.07
	兴业物联	0.02

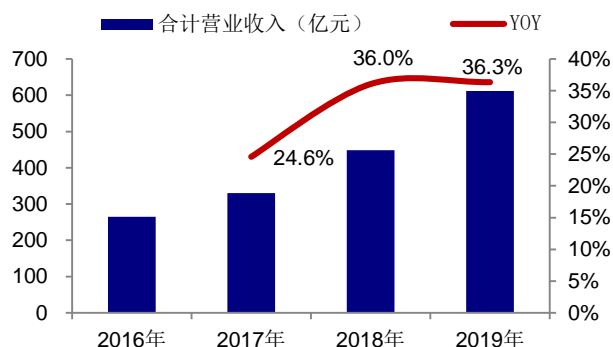
数据来源：公司年报、东方证券研究所

1.1 成长属性依旧，龙头优势明显

整体营收维持高增态势，大、中型公司成长属性依旧。2019 年 21 家物业公司合计的营业收入为 447.1 亿元，同比增长 36.3%，增速较 2018 年略增 0.3 个百分点，行业维持较好的成长属性。具体来看，大型公司营收增速自 2018 年的 38.4% 下降 4.6 个百分点至 33.8%，但主要是受到招商积余的影响，若剔除招商积余大型公司 2019 年营收增速则仍高达 44%；中型公司维持了领先的成长

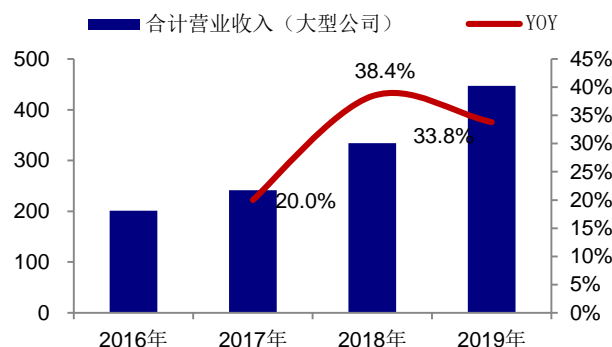
性，2019 年营收同比增速为 47.5%，较 2018 年大幅提升；小型公司营收同比增速亦有所提升至 34%。总的来看，大、中型公司营业收入增速后劲十足，但部分小型公司收入增速堪忧。

图 1：2019 年行业整体营业收入同比增长 36%



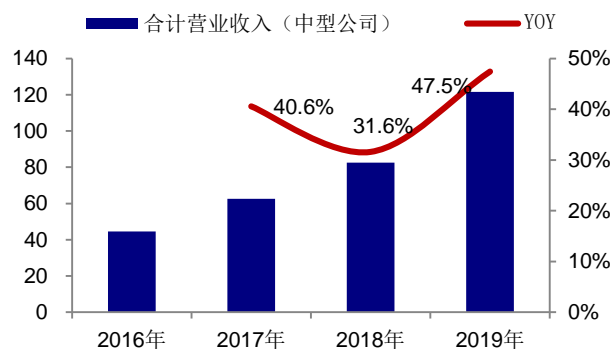
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 2：2019 年大型公司营收同比增长 34%



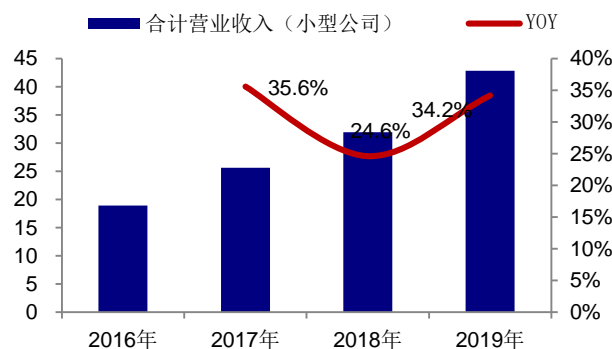
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 3：2019 年中型公司营收同比增长 48%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

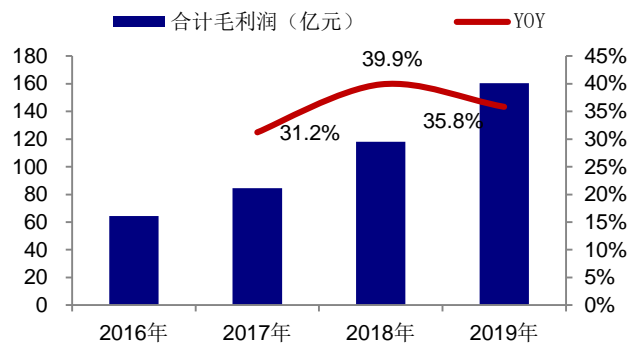
图 4：2019 年小型公司营收同比增长 34%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

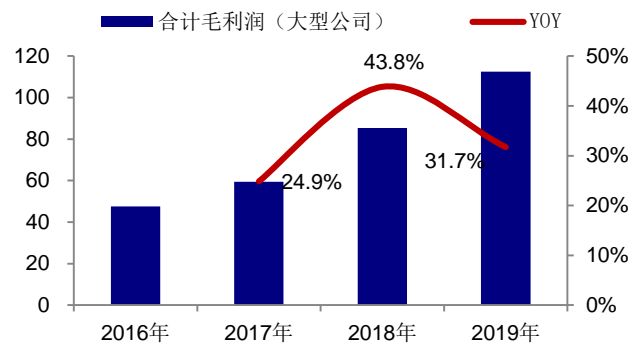
利润增速小幅回落，中型公司维持领先。从毛利润看，2019 年行业实现 160.4 亿元，同比增长 35.8%，增速较 2018 年回落 4.1 个百分点，过去 3 年均维持 30% 以上的较高增速，行业良好成长属性进一步兑现。分规模看，大型公司增速略有下滑，剔除招商积余的影响同比增速为 40.2%，较 2018 年略有下滑；中型公司同比增速达 52%；小型公司增速 33.8%。**整体看，大型、中型公司的利润增速更快，其中中型公司最优。**

图 5：2019 年行业整体毛利润同比增长 36%



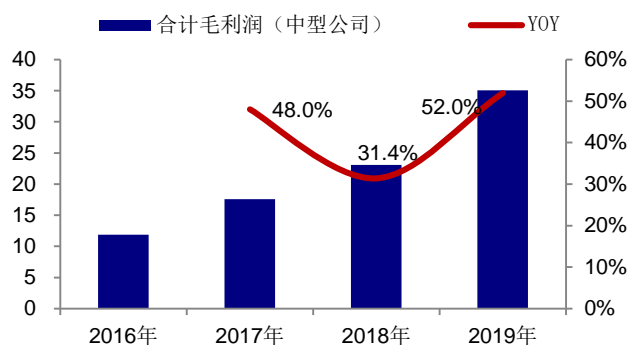
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 6：2019 年大型公司毛利润同比增长 32%



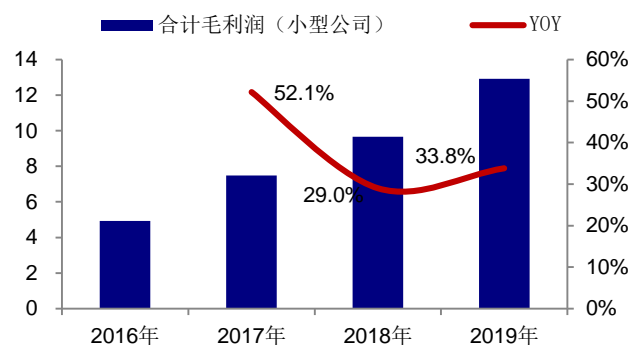
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 7：2019 年中型公司毛利润增速领先行业



资料来源：公司年报、东方证券研究所

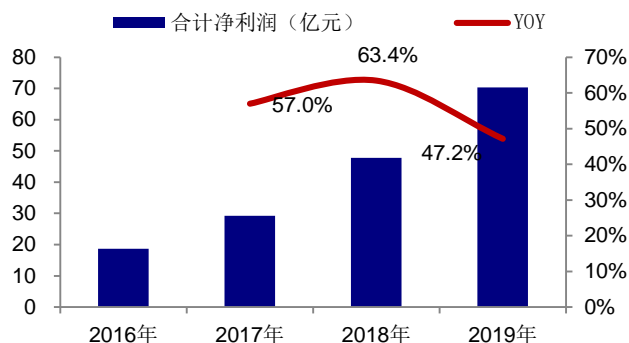
图 8：2019 年小型公司毛利润同比增长 34%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

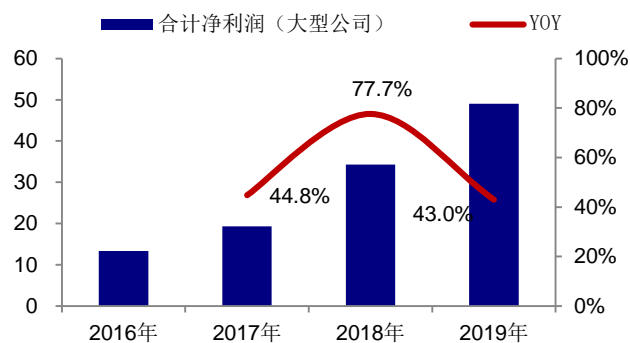
净利润增速与毛利润增值基本一致，中型公司维持领先。2019 年行业公司实现净利润 73.2 亿元，同比增长 29.9%。但由于净利润受到招商积余较大干扰，若剔除招商积余的影响，2019 年净利润增速为 47.2%，较 2018 年回落 16 个百分点。分规模看亦与毛利润呈现相同的格局：大型公司增速放缓但仍维持高速增长，中型公司一枝独秀后劲十足，小型公司间差异分化良莠不齐。

图 9：2019 年行业(剔除招商积余)净利润同比增长 47%



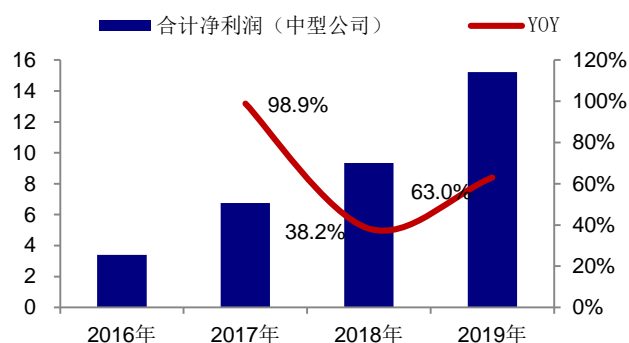
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 10：2019 年大型公司净利润同比增长 43%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 11：2019 年中型公司净利润增速领先行业



资料来源：公司年报、东方证券研究所

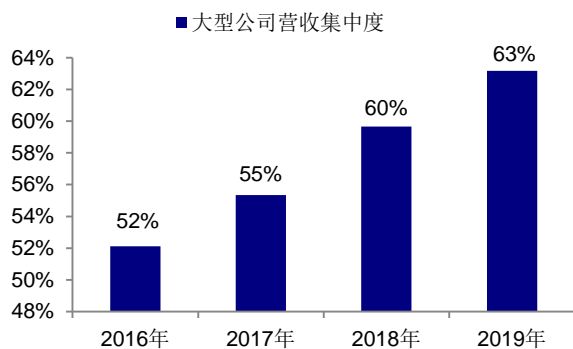
图 12：2019 年小型公司净利润同比增长 46%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

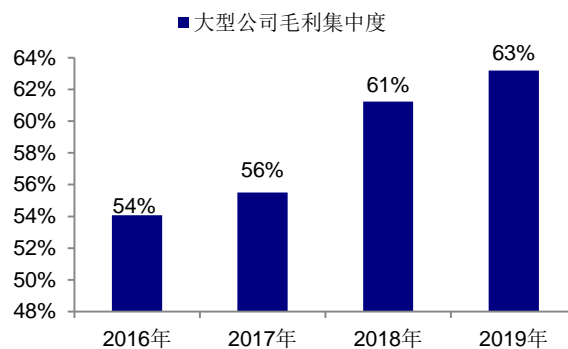
行业营收、利润龙头集中度明显提升，6 家大型公司占比已超 6 成。由于大型公司通过母公司交付和并购扩张，在过去几年中维持了非常高的复合增速，造成行业营收、利润的集中度在过去几年中出现了明显的提升。剔除招商积余后的 6 家大型公司，2016-2019 年营收集中度由 52% 攀升至 63%，毛利的集中度亦由 54% 上升至 63%。考虑到行业仍有大量龙头企业并未实现上市，未来龙头公司的集中度将会更高，进一步挤压小型公司的发展空间。

图 13：大型公司（剔除招商积余）营收集中度逐年攀升



资料来源：公司年报、东方证券研究所

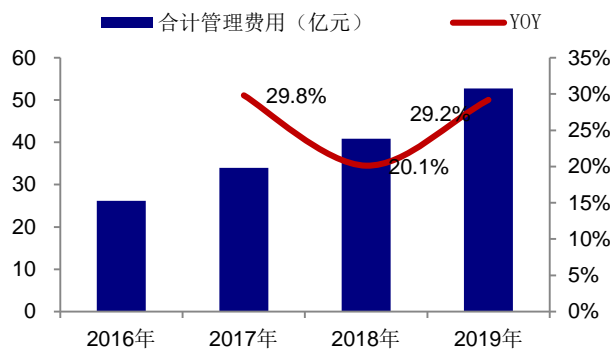
图 14：大型公司（剔除招商积余）毛利集中度达 63%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

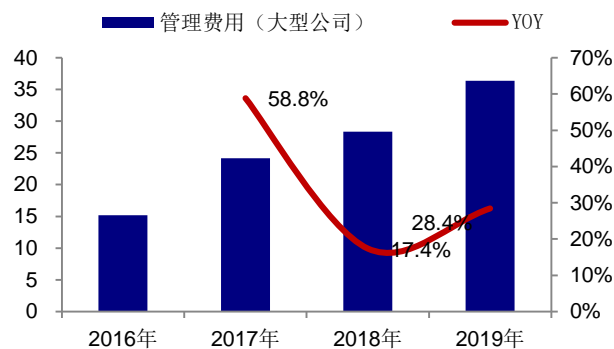
大型公司费用管控能力更优，中型公司面临规模扩张与费用管控的平衡压力。对于现阶段的物业行业而言，三项费用中主要由管理费用构成，因此管理费用的管控能力对于公司中长期的成长至关重要。行业 2019 年管理费用同比增长 29%，大型、中型、小型公司的同比增速分别为 28%、31%、29%。大型公司在完成第一阶段的快速规模扩张后，总部能力和规模效应逐步显现，使其管理费用的增速低于规模增速。中型公司在规模扩张上仍有较强诉求，预计未来在管理费用的增长上仍有一定压力。

图 15：2019 年行业整体管理费用同比增速 29%



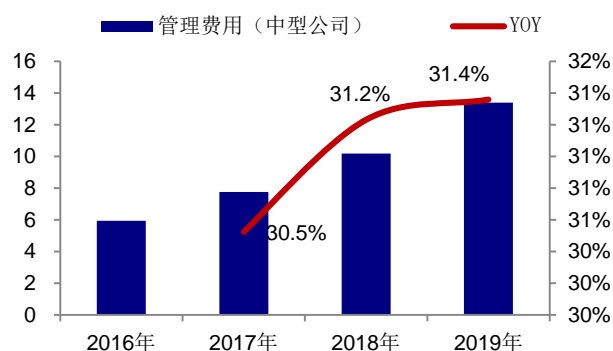
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 16：2019 年大型公司管理费用同比增长 28%



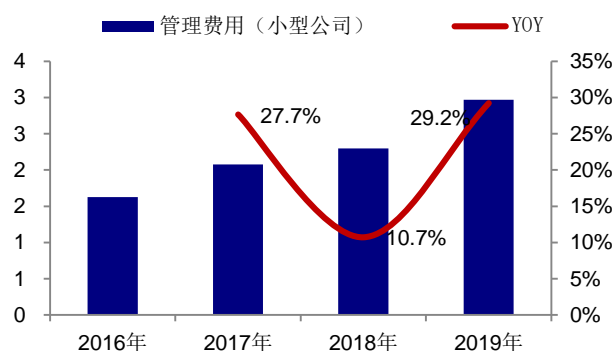
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 17：2019 年中型公司管理费用同比增长 31%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

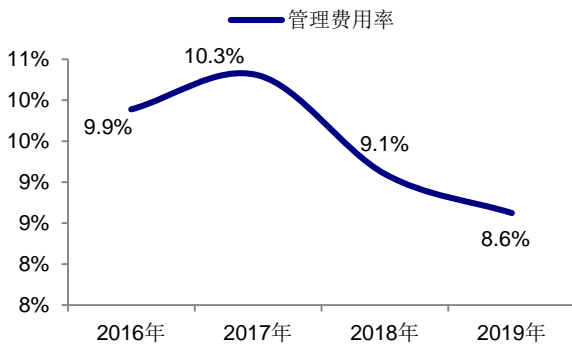
图 18：2019 年小型公司管理费用同比增长 29%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

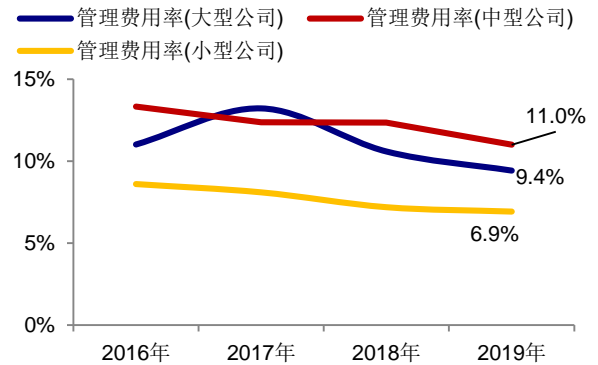
管理费用率逐年走低，大型公司控费能力具备显著优势。总体而言，物管行业仍是一个处于快速扩张成长的行业，在此阶段大量资本涌入，公司扩张诉求强烈，行业竞争激烈。但我们可以看到，近几年来行业的管理费用率并未出现持续上升，相反却出现了冲高后的持续回落，2019 年平均管理费用率为 8.6%，较 2018 年回落 0.5 个百分点。这在一定程度上也说明行业是具有规模效应的，未来随着科技化应用的推进尤其是集团总部的科技化管理水平的提升，规模效应将持续显现。在科技化投入力度最大的大型公司，未来在费用管控上的能力优势将与中小型企业进一步扩大。

图 19：2019 年行业平均管理费用率继续下滑



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 20：2019 年大型公司管理费用率控制能力强



资料来源：公司年报、东方证券研究所

1.2 盈利能力稳中有降，与规模增长趋势基本一致

从 2019 年年报数据看，行业盈利情况出现了两大趋势：1）整体利润率稳中略降，2019 年行业毛利率和净利率分别较 2018 年下降了 0.6、0.1 个百分点；2）中型公司维持更好的盈利能力。但究其根本，这两点体现出的是头部公司由于其存量在管面积体量巨大，新增的高毛利项目和增值服务业的增长已无法完全对冲存量项目利润率下降的影响，使得公司整体利润率出现下降。2019 年大型公司的毛利率和净利率分别下降 1.4、1.7 个百分点，而中型公司毛利率和净利率则分别上升了 0.4 和 1.1 个百分点。

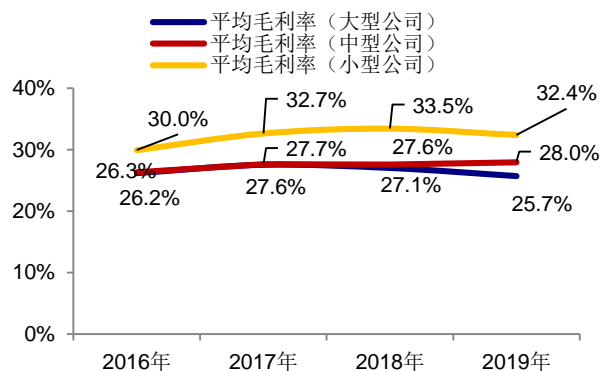
我们认为，行业的高成长属性并未发生改变，大量中小型公司将带动行业整体利润率维持当前的较高水平，对于行业利润率见顶回落的担忧仍为时过早，高盈利水平也将为行业估值提供较好的支撑。

图 21：2019 年行业平均毛利率略有下降至 28.5%



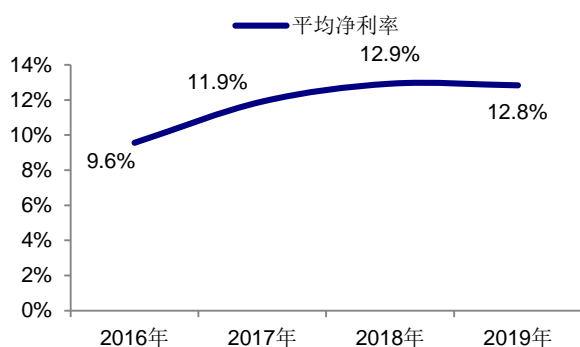
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 22：2019 年中型公司毛利率维持上升



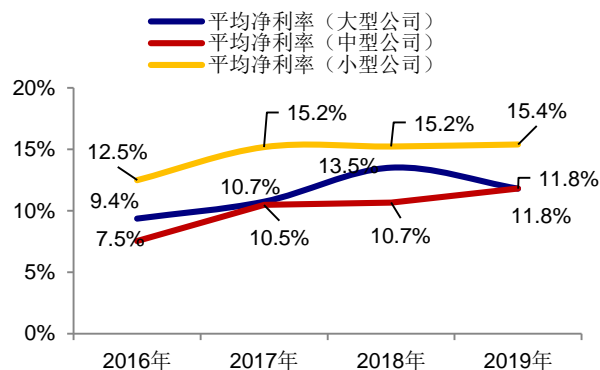
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 23：2019 年行业平均净利率维持稳定



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 24：2019 年大型公司净利率略有下降

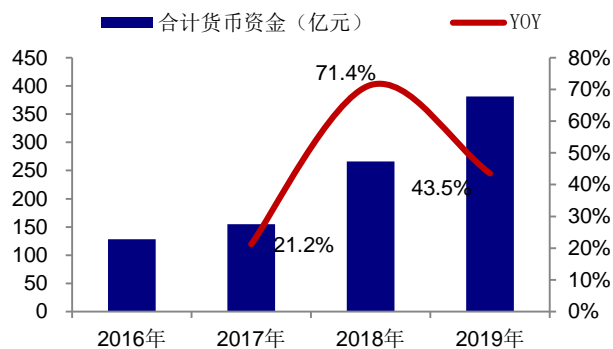


资料来源：公司年报、东方证券研究所

1.3 货币资金稳健增长，杠杆水平逐年下降

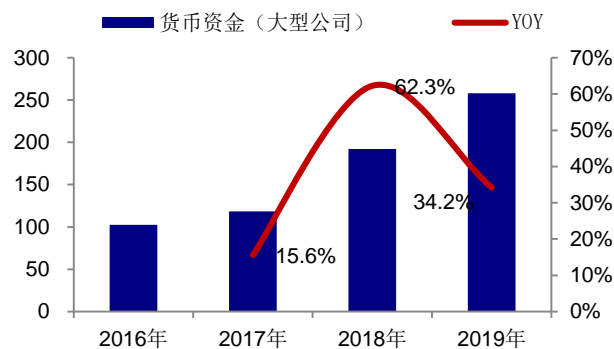
行业“现金牛”特征明显，剔除上市影响货币资金增速与利润增速基本一致。行业 2019 年货币资金合计达 381.6 亿元，同比增长 43.5%，各公司均拥有充足的货币资金，也帮助行业平稳度过了此次疫情的影响。由于货币资金受到公司 IPO 的影响，不同规模的公司货币资金各年的增速离散程度较大。若剔除 IPO 的影响，各公司货币资金的增长接近其利润增速，也表明行业及公司的成长是较为健康也是具备可持续性的。

图 25：2019 年行业货币资金同比增长 44%



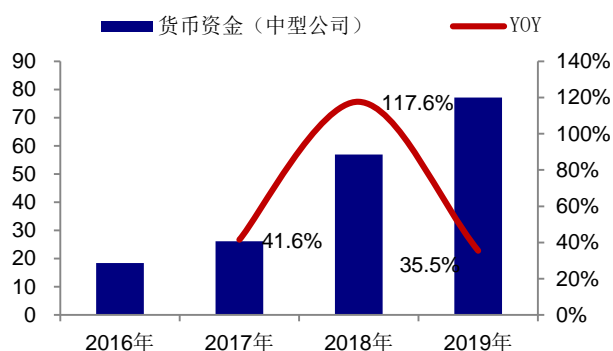
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 26：2019 年大型公司货币资金同比增长 34%



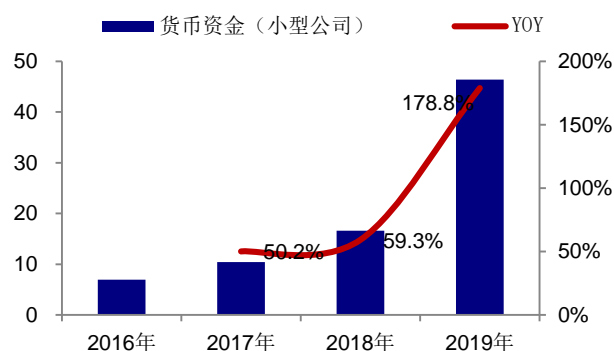
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 27：2019 年中型公司货币资金同比增长 36%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

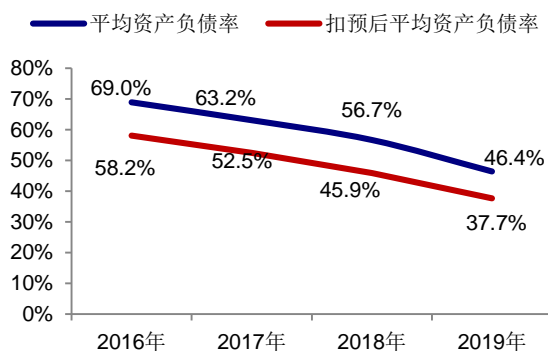
图 28：2019 年小型公司货币资金同比增长 179%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

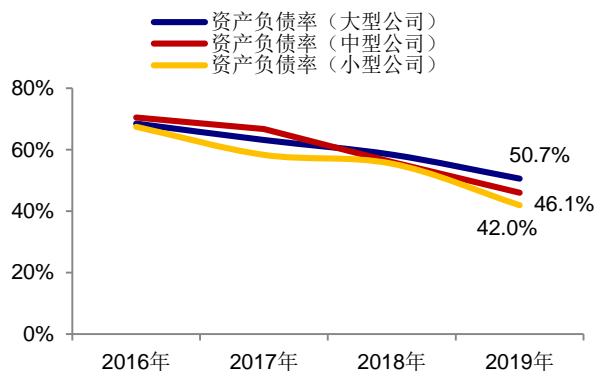
行业资产负债率逐年下降，杠杆水平低经营风险小。从偿债能力看，行业自 2016 年来资产负债率和逐年下降，由 2016 年的 69.0% 下降 22.6 个百分点至 46.4%。由于物业行业收费模式的特殊性，存在部分预缴的物业费计入了合同负债/预收账款科目（短期负债），而这部分可以视为暂未确认的营业收入，因此物业公司的真实资产负债率应扣除合同负债/预收账款项，2019 年行业扣预后的真实资产负债率仅 37.7%，行业杠杆率水平较低。分规模看，大型公司的负债率相对中小型公司更高，但差距并不大，分布在 40-50% 之间。

图 29：行业资产负债率逐年下降



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 30：2019 年大型公司资产负债率略高于中小型公司



资料来源：公司年报、东方证券研究所

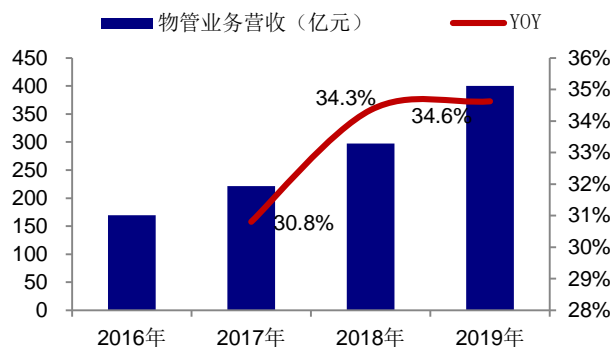
2 物管业务：外拓能力重要性凸显，收购理性“质”在“量”先

2.1 营收仍处高增通道，利润率逐步趋稳

物业管理业务作为物管企业的核心业务，是企业的安身立命之本和扩张发展之源。从 2019 年年报数据来看，行业物管业务的营业收入仍然维持了非常高的增速，2019 年行业整体营业收入达 400.3 亿元，同比增速 34.6%，增速与 2018 年基本持平。分规模来看，大型公司的增速明显高于中小型企业，达到 36.2%，高于中型公司的 29.5% 和小型公司的 31.3%。

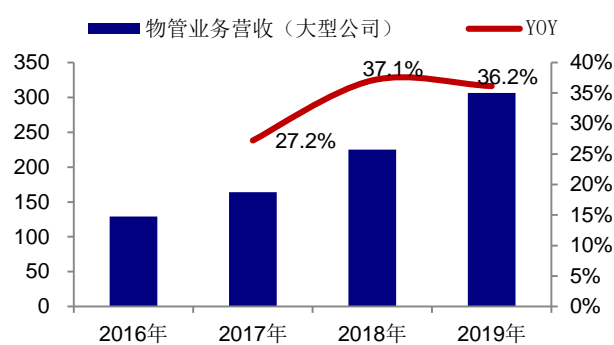
行业物管业务收入情况反映了几点行业现状：1）行业整体仍处于快速成长阶段，无论是大型公司还是中小型企业都处于快速增长通道，未来几年收入规模高速增长的状态预计仍能维持；2）大型公司的龙头效应已逐步开始显现，强者恒强的逻辑一样将适用于物管行业；3）中型公司应该充分利用行业机遇，努力实现弯道超车进入头部行列，分享未来龙头红利。

图 31：2019 年行业物管业务整体营收同比增长 35%



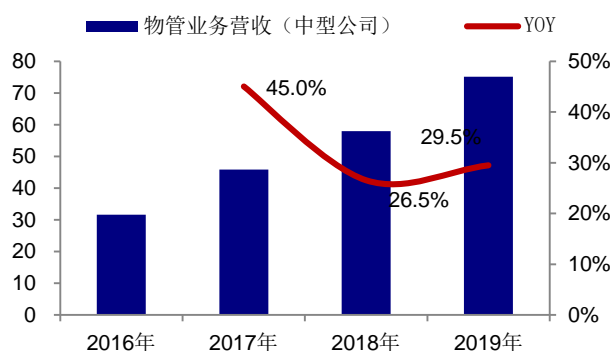
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 32：2019 年大型公司物管业务营收同比增长 36%



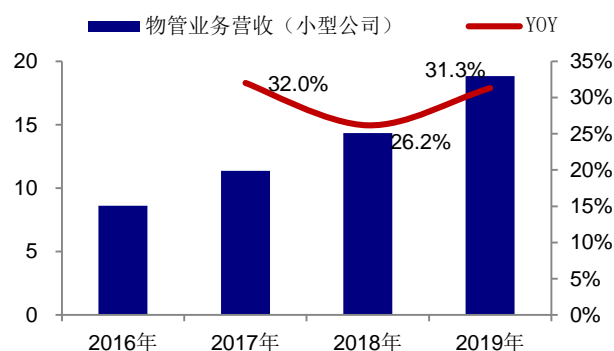
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 33：2019 年中型公司物管业务营收同比增长 30%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

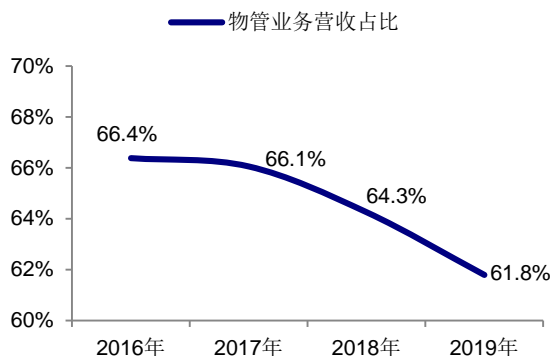
图 34：2019 年小型公司物管业务营收同比增长 31%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

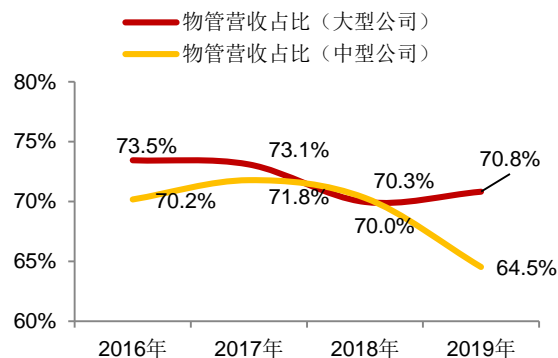
由于增值业务的蓬勃发展，物管业务的营收占比出现逐年下降趋势。从整体营收结构来看，行业物管业务的营收占比从 2016 年的 66.4% 下降到了 2019 年的 61.8%，且 2019 年的下降速度明显加快，2019 年的营收占比较 2018 年的下降幅度达 2.5 个百分点。其中，中型公司物管业务的营收占比下降的幅度最大，2019 年占比较 2018 年下降了 5.5 个百分点，原因在于中型公司在增值服务上的探索上更为积极同时物管营收基数相对较小。

图 35：物管业务营业收入占比逐年下降



资料来源：公司年报、东方证券研究所

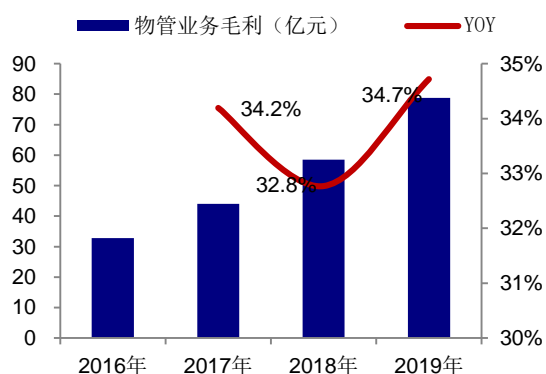
图 36：中型公司物管业务营收占比快速下降



资料来源：公司年报、东方证券研究所

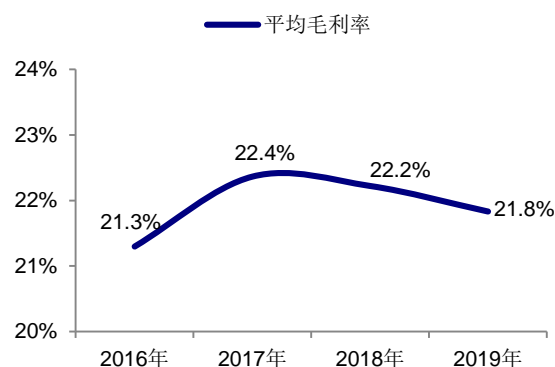
物管业务利润增速与营收增速一致，整体毛利率维持稳定。2016 年以来，行业整体毛利率略有波动但整体一直维持在 22% 左右的水平，2019 年行业平均毛利率为 21.8%，较 2018 年略微下降 0.4 个百分点。物管业务的毛利率主要受几大因素影响：1）存量项目受成本端刚性上升影响毛利率面临下降压力；2）新交付住宅项目的毛利率水平较高，对冲存量项目影响；3）非住宅项目占比提升影响系数提升，非住宅项目毛利率水平处于 20-30% 之间且能够维持稳定。

图 37：2019 年行业物管业务利润增速与营收增速一致



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 38：行业平均毛利率基本维持稳定

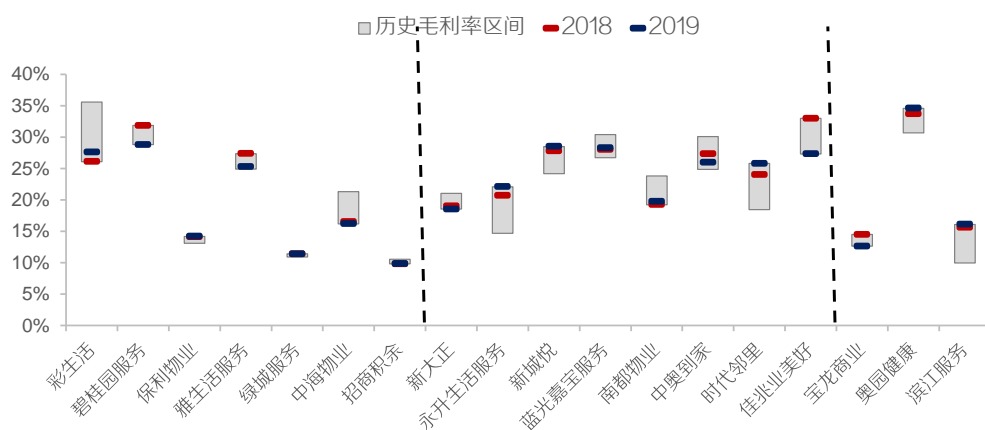


资料来源：公司年报、东方证券研究所

物管业务毛利率水平不会出现趋势性下降，但不同规模公司将会出现分化。2019 年物管业务毛利率较 2017 年高点下降 0.6 个百分点，引发市场一定的担心：是否行业毛利率水平已经触顶？我们的回答是否定的。从年报数据来看，无论是大型公司还是中小型公司，我们并没有发现出现趋势性下跌的状态，平均毛利率数值上的变化受到了部分公司物管业务内容划分变更的影响（例如中海物

业 2018 年物管业务划分变更后毛利率下降 4 个百分点)。此外，毛利率水平还受到公司上市时间的影响。我们在 2019 年 7 月 2 日发布的《探究物管公司利润率之真相》报告中提出，物管公司在上市后毛利率会出现抬升的情况，考虑到 2018 年、2019 年为物管企业集中上市时期，保利物业、招商积余等大型公司仍存毛利率提升的空间。我们认为，大型公司利润率面临一定的压力，但能够通过增量项目、总部科技化赋能和区域的规模化效应实现存量项目毛利率下降的对冲，基本维持当前利润率水平。中小型公司则完全可以通过增量高毛利项目进一步提升毛利率水平。从历史数据来看，大型公司的毛利率处于历史范围的偏下限位置，而中型公司则处于相对偏上限位置，预计未来分化的状态仍将维持。

图 39：大型公司、中型公司物管业务毛利率水平出现分化



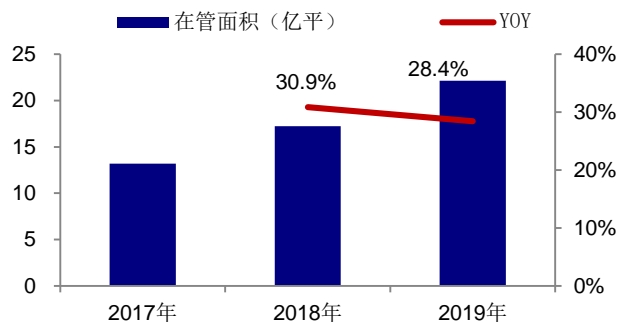
资料来源：公司年报、东方证券研究所

2.2 在管面积持续扩张，大型公司项目储备更优

在管面积增速格局与收入增速维持一致，头部效应逐步显现。2019 年行业总在管面积为 22.2 亿方，同比增长 28.4%，增速较 2018 年略有下降，但同比增速仍然维持在非常高的水平。分规模看，大型公司在管面积增速接近行业平均水平，中型公司增速快速提升达 31%，而小型公司增长则略显乏力，整体格局与收入增速基本一致。大中型公司受益于地产母公司的有力支持，同时在三方项目获取及收并购上能力更强，进而保证在管面积维持高增速。

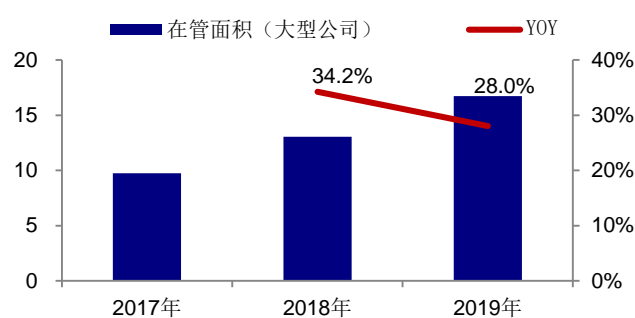
我们认为，现阶段而言母公司竣工交付项目和外拓项目对物管公司同样重要，两者不可偏废，越早实现“两条腿走路”的企业将具备更强的可持续发展能力，从这点来看，大型公司和部分中型公司明显更具竞争力。

图 40：行业总在管面积维持近 30% 增速



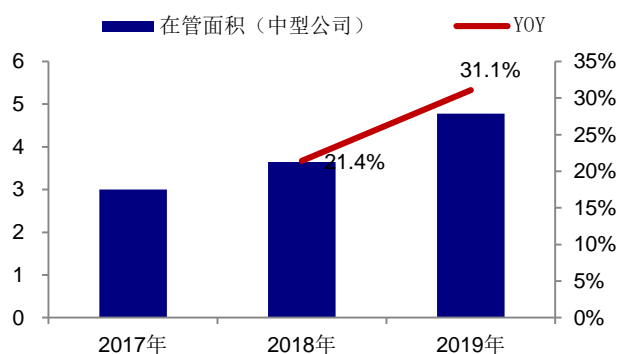
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 41：2019 年大型公司在管面积增速与行业增速一致



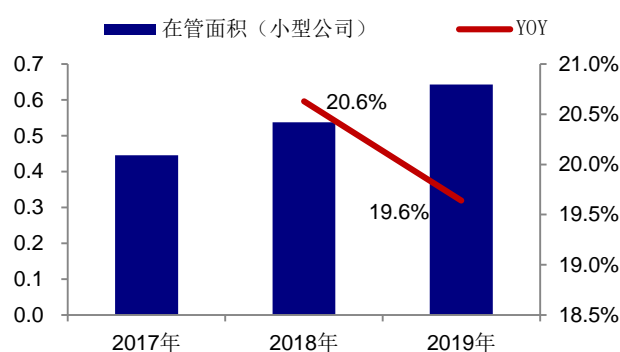
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 42：2019 年中型公司在管面积增速高于行业增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

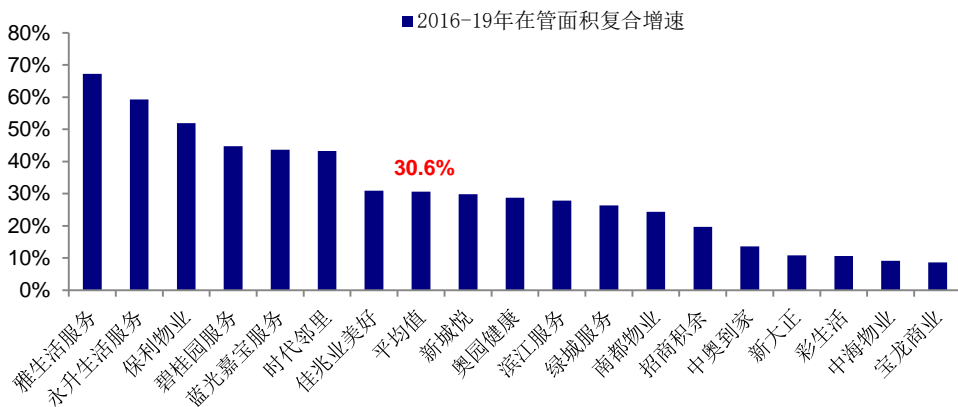
图 43：2019 年小型公司在管面积增速低于行业增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

分公司看，2016-19 年在管面积复合增速的差距进一步拉大，最高值公司（雅生活服务）的复合增速几乎是最低值公司（宝龙商业）的近 8 倍。从可以得到完整连续数据的 18 家公司情况看，共有 7 家公司的复合增速高于平均值 30.6%，其中雅生活服务、永升生活服务和保利物业的增速都超过了 50%，分别为 67.2%、59.3%和 51.9%。雅生活服务和永升生活服务均在过去几年中在收并购和外拓领域大举发力，而保利物业面积增长则主要来源于景区类物业的大幅扩张。正如我们上文所述，拥有长期高增速的公司不能够仅靠母公司的竣工交付项目，必须逐步建立自身外拓获取项目的造血能力，形成内生+外拓的双轮驱动结构。

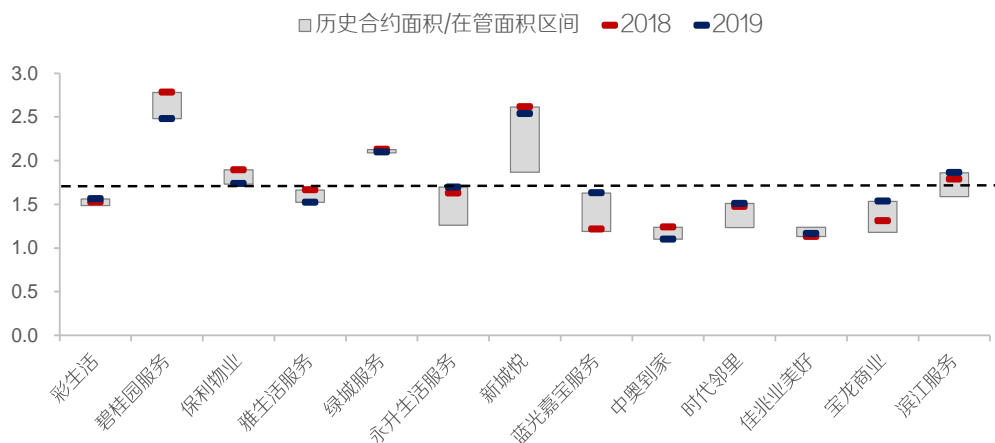
图 44：上市物管企业 2016-19 年在管面积平均复合增速为 30.6%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

大型公司项目储备深度明显好于中小型公司。我们将合约面积/在管面积视为公司项目储备的深度，从可以获得连续有效数据的 13 家公司情况来看，平均值为 1.7，2019 年数据高于平均值的公司为碧桂园服务（2.5）、新城悦（2.5）、绿城服务（2.1）、滨江服务（1.9）、永升生活服务（1.7）和保利物业（1.7）。可以发现，大型公司的项目储备情况明显好于中小型公司，当然中型公司中也不乏永升、新城悦这样项目储备情况相当不错的公司，充足的储备项目能够支撑公司未来收入端的稳定增长。

图 45：大型公司储备面积情况明显好于中小型公司



资料来源：公司年报、东方证券研究所

注：部分公司未披露合约面积

2.3 两大趋势：非住、三方项目占比逐年攀升

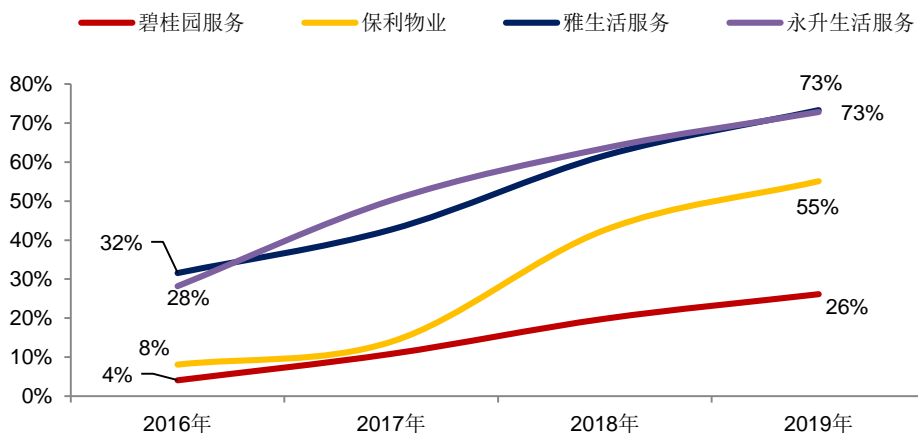
整理上市物管企业过去几年的在管情况，可以发现两个有意思的趋势：

- 1) 越来越多公司开始重视第三方项目的开拓，第三方项目在管面积的占比也出现了明显的上升趋势。
- 2) 越来越多公司开始单独披露非住宅项目的在管面积，非住宅项目的在管面积占比也呈现明显的上升态势。

2.3.1 三方项目占比提升，外拓能力逐渐成熟

随着近年来开发商之间合作项目数量不断攀升，物管企业开始将项目获取来源拓展到合作项目甚至纯第三方项目上。从能够获得连续有效数据的公司情况看，绝大部分公司第三方项目在管面积的占比都出现了明显的提升。其中 2019 年占比最高的为永升生活服务及雅生活服务，占比均高达 73%；另外蓝光嘉宝服务和保利物业的占比也分别达到 59%和 55%；碧桂园服务虽然第三方项目在管面积占比为 26%，但 2016 年的占比仅 4%，通过 3 年占比也已出现明显的提升。

图 46：典型公司第三方项目在管面积占比明显提升



资料来源：公司年报、东方证券研究所

如果说从母公司获取的项目类似“坐销”，那第三方项目的获取则属于完全的“行销”，考验的不仅仅是公司市场拓展团队的拓展能力，更考验公司自身管理口碑、管理能力等硬实力。头部物管企业纷纷在市场化拓展团队的搭建上发力，我们欣喜的发现，经过几年的发展都已硕果累累。成熟的团队，配合头部房企自身过硬的管理能力，最终反映到第三方项目在管面积占比的大幅提升上。

表 2：上市物管企业第三方项目在管面积情况

公司	第三方项目在管面积（亿方）				第三方项目在管面积占比			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年

碧桂园服务	0.04	0.13	0.36	0.72	4%	11%	20%	26%
保利物业	0.07	0.15	0.81	1.58	8%	14%	43%	55%
雅生活服务	0.16	0.33	0.85	1.72	32%	43%	62%	73%
永升生活服务	0.05	0.13	0.26	0.48	28%	50%	64%	73%
新城悦	0.07	0.10	0.12	0.17	24%	28%	29%	29%
蓝光嘉宝服务	0.05	0.20	0.34	0.43	22%	45%	56%	59%
时代邻里	0.03	0.04	0.05	0.21	23%	25%	29%	55%
佳兆业美好	0.02	0.03	0.04	0.21	8%	14%	16%	46%

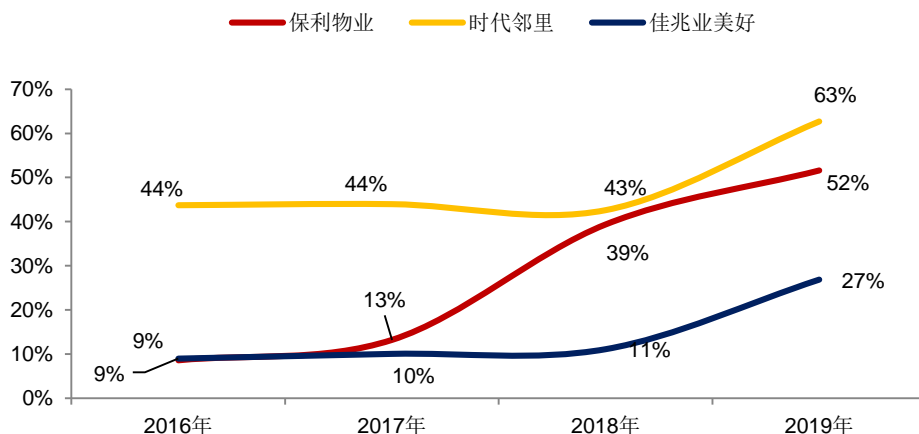
数据来源：各公司年报、东方证券研究所

2.3.2 非住领域空间广阔，头部企业抢占高地

我国巨大的住宅市场，造就了当前大中型物业公司几乎都以住宅物业为基本盘的格局。但随着招商积余、新大正等一批以非住宅物业为核心在管项目的公司的崛起，越来越多的物管企业意识到还有空间无比广阔的非住宅领域可供开拓。

随着自身管理能力的不断提升，同时也获益于上市后获得资本市场的助力，头部物管企业近几年纷纷开始切入非住宅领域。例如碧桂园服务布局城市服务业务、保利物业发力景区物业、新大正开拓机场领域、佳兆业美好布局商办市场等等。从典型企业数据看，保利物业非住宅项目在管面积占比从 2016 年的 9% 大幅提升至 2019 年的 52%，佳兆业美好也从 9% 提升至 27%。

图 47：典型公司非住宅项目在管面积占比明显提升



资料来源：公司年报、东方证券研究所

当前我国非住宅物管市场拥有几个显著特征：1）市场集中度极低，各类型的业态都还没有绝对龙头公司出现。2）伴随着公共服务及后勤保障市场化的大浪潮，非住宅市场整体空间将不断打开，市场容量的天花板不断上升，天高任鸟飞海阔凭鱼跃。3）由于非住宅业态往往面对的是单一业主，

虽然面临较高的掉单风险，但头部企业凭借过硬的服务能力是拥有一定议价能力的，也能够确保利润率的稳定。

表 3：上市物管企业非住宅项目在管面积情况

公司	非住宅项目在管面积（亿方）				非住宅项目在管面积占比			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
保利物业	0.07	0.14	0.75	1.48	9%	13%	39%	52%
绿城服务	-	-	-	-	24%	21%	22%	21%
永升生活服务	0.03	0.04	0.07	0.13	20%	16%	18%	19%
中奥到家	0.07	0.07	0.07	0.08	15%	13%	13%	12%
时代邻里	0.06	0.07	0.08	0.24	44%	44%	43%	63%
佳兆业美好	0.02	0.02	0.03	0.12	9%	10%	11%	27%

数据来源：各公司年报、东方证券研究所

更为重要的是，我们发现头部物管企业在外拓项目时不再满足于住宅项目，而是着力切入各类非住宅的细分领域，涵盖了商业、办公、医院、园区等多种业态。头部物管企业在当下时点加大对非住宅细分赛道的外拓布局极为重要，不再过分追逐管理面积上的简单算术增长，而是努力拓宽能力边界，方能在行业增速放缓阶段获得更强的竞争优势。

表 4：2019 年部分物管企业外拓细分业态情况

公司	时间	外拓主体	外拓业态类型
佳兆业美好	2019 年 3 月	荣盛发展	商办
	2019 年 5 月	邵阳中环国际项目	商办
	2019 年 6 月	中关村医学工程转化（重庆）重心	医疗
	2019 年 6 月	星河集团	商办
长城物业	2019 年 4 月	东部战区总医院	医院
	2019 年 5 月	深国际物流	园区
	2019 年 9 月	尧矿建设	商办
	2019 年 9 月	十方泰和中医医学研究院	医院
	2019 年 11 月	天津临港园区	园区
万科物业	2019 年 4 月	上海保险交易所	商办
永升生活服务	2019 年 4 月	恒泰商业	商办
天健物业	2019 年 8 月	深圳市急救中心	医疗
保利物业	2019 年 9 月	恒颐医疗	医疗
龙光物业	2019 年 11 月	交通运输局大厦	商办
中海物业	2019 年 11 月	七彩林科股份	文旅

数据来源：嘉和家业、东方证券研究所

2.4 “质”在“量”先，收购战略愈发明晰

物管行业当前市场仍极度分散，上市物管企业借助资本市场的力量，能够通过收并购实现管理规模的快速扩张。2019 年对于行业仍是并购大年，多单大型收并购落地，其中雅生活在 2019 年 9 月以 20.6 亿元的交易对价收购了中民物业及新中民物业 60% 股权，创下了行业单笔收并购金额及标的方管理面积的两项记录。此单收并购的落地，帮助雅生活在管理面积层面一举进入行业第一梯队。除此之外，2019 年落地的大型收并购案例还包括碧桂园服务以 3.8 亿元收购港联不动产、永升生活服务以 4.6 亿元收购青岛雅园等。

2019 年是物管企业收并购从“重量”向“重质”转变的元年。诚然通过收并购能够实现管理规模的快速增长和布局区域的扩张，但物管行业具备的消费属性决定了投资者注重的并非一次性的交易价格，而是交易标的是否能够提供持续稳定的利润和现金流。此外，市场对于公司并购交易标的的评判标准也更为苛刻——传统住宅业态管理面积的简单堆砌并非最好的选择，优秀的收并购应当是以实现公司的中长期战略目标为出发点。因此我们看到碧桂园服务通过对港联不动产和联源物业的收并购补齐了一二线城市物业及商办类物业的短板，永升生活服务通过对青岛雅园的收并购实现了目标区域的扩张和高端商办物业的持续布局。这样基于长期视角的收并购也更易获得二级市场投资人的认可，有利于公司估值水平的进一步提升。

表 5：2019 年物业企业典型并购事件

公司	时间	被收购方	收购情况
雅生活	2019 年 1 月	青岛华仁物业	1.3 亿元收购青岛华仁物业 90% 股权
	2019 年 1 月	哈尔滨景阳	收购哈尔滨景阳物业 92% 股权
	2019 年 3 月	广州粤华	2.0 亿元收购广州粤华物业 51% 股权
	2019 年 9 月	中民物业	20.6 亿元收购中民物业及新中民物业各 60% 股权
中奥到家	2019 年 2 月	建屋物业	收购建屋物业 66% 股权
佳兆业物业	2019 年 4 月	嘉兴物业	3658 万元收购嘉兴物业 60% 股权
永升生活服务	2019 年 6 月	青岛雅园	4.6 亿元收购雅园物业 51% 股权
碧桂园服务	2019 年 1 月	联源物业	1.4 亿元收购联源物业 100% 股权
	2019 年 1 月	元海资产物业	1 亿元收购元海资产物业 100% 股权
	2019 年 7 月	港联不动产	3.8 亿元收购港联不动产 100% 股权
	2019 年 7 月	嘉凯城物业	1.9 亿元收购嘉凯城物业公司 100% 股权
中海物业	2019 年 8 月	中建捷诚物业	466.1 万元收购中建捷诚物业 100% 股权
深物业	2019 年 9 月	投控物业	收购投控物业 100% 股权
和泓服务	2019 年 10 月	-	2520 万元收购某公司 70% 股权
鑫苑服务	2019 年 10 月	康阳物业	收购康阳物业 100% 股权
佳兆业美好	2019 年 10 月	恒源物业	3416 万元收购江苏恒源物业 51% 股权
蓝光嘉宝服务	2019 年 11 月	常发物业	收购常发物业 100% 股权

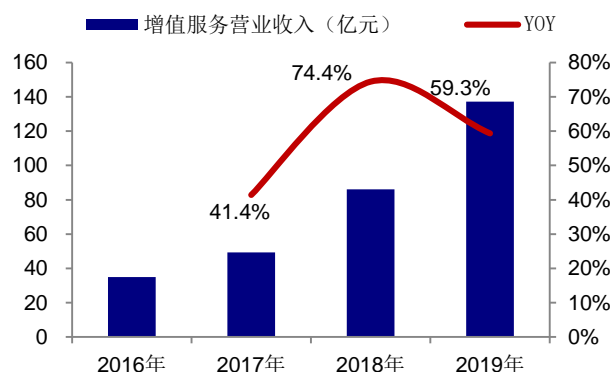
数据来源：嘉和家业、东方证券研究所

3 增值服务：利润占比逐年攀升，社区增值服务方兴未艾

3.1 营收成长性更佳，利润占比逐年上升

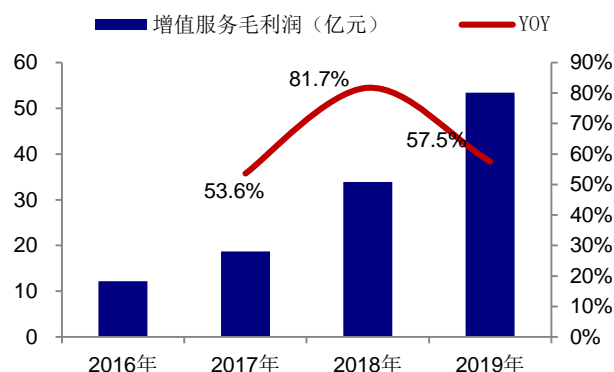
增值服务业务增速远超基础物管业务，共同缔造行业高成长属性。从单独披露增值服务业务数据的 11 家公司情况来看，2019 年增值服务营业收入合计 137.2 亿元，同比增长 59.3%；毛利润合计 53.4 亿元，同比增长 57.5%。可以发现，增值服务的营收、毛利增速均远超基础物管业务的增速。由于增值服务尤其社区增值服务业务仍处于探索与成长阶段，一旦某一细分类别服务的盈利模式获得认可（例如车位尾盘销售及拎包入住服务等），物管企业可以将其进行快速复制，形成增量收入及利润。受益于新业务的持续更迭和尝试，我们判断增值服务未来的收入和利润也将保持非线性的增长，并将伴随着不定期的爆发式增长。

图 48：2019 年上市物企增值服务营收增长 59%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

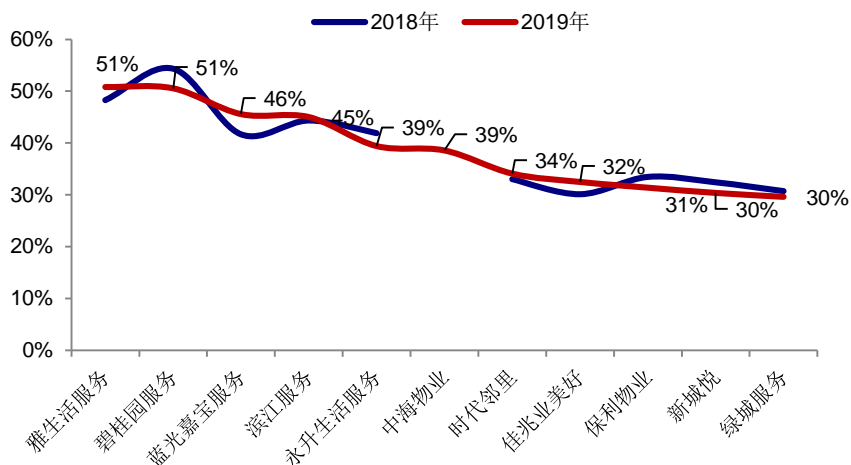
图 49：2019 年上市物企增值服务毛利润增长 58%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

增值服务利润率小幅波动，但公司间差异较大，未来将向行业均值回归。从披露数据的 11 家公司情况来看，2019 年增值服务的利润率水平并未出现大幅的波动，与 2018 年水平变动在 1-3 个百分点间，波动的主要原因在于各公司增值服务分项业务的利润率差异较大，各分项目当年营收占比的变动带来了利润率水平的波动。11 家公司 2019 年增值服务平均毛利率为 38.9%，较 2018 年的 39.0% 基本持平。但可以发现，公司间的利润率差异较大，毛利率最高的为雅生活服务（51%），最低的为绿城服务（30%）。站在中长期视角下，未来物管企业增值服务的毛利率水平将大概率向行业均值即 40% 左右回归。

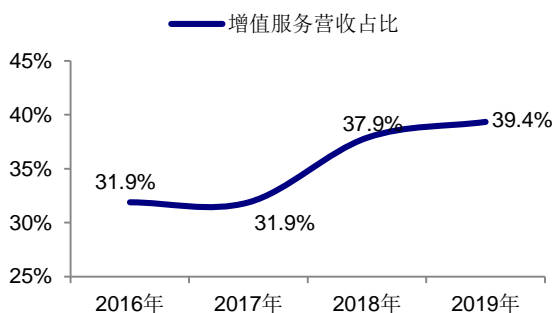
图 50：2018-2019 年典型上市物企增值服务利润率情况



资料来源：公司年报、东方证券研究所

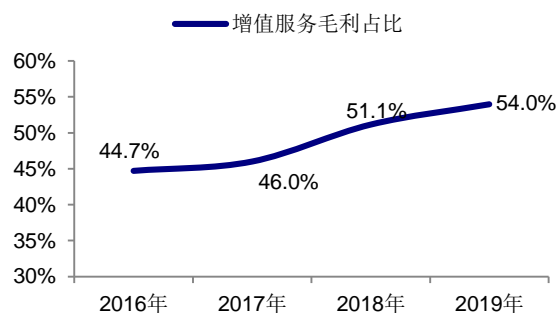
增值服务利润占比逐年攀升，占据半壁江山。从营收占比看，2019 年 11 家物管公司的增值服务应收占比为 39.4%，较 2018 年占比再度提升 1.5 个百分点。同时，由于较高的毛利率水平，其毛利润占比已经攀升至 54.0%，较 2018 年再度上升 2.9 个百分点。2019 年增值服务毛利占比最高的公司为滨江服务（66%），另外雅生活（62%）、绿城服务（60%）和新城悦（60%）的占比也超过了 60%。未来增值服务上的创新能力和项目外拓能力将成为奠定物管企业高速增长属性的两大基石。

图 51：2019 年上市物管企业增值服务营收占比近 4 成



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 52：2019 年上市物管企业增值服务毛利占比超 5 成



资料来源：公司年报、东方证券研究所

表 6：上市物管企业增值服务营收、利润占比情况

公司	增值服务营收占比				增值服务毛利占比			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
碧桂园服务	17%	18%	26%	24%	25%	27%	37%	38%

保利物业	26%	25%	31%	36%	41%	43%	52%	55%
雅生活服务	21%	32%	52%	45%	22%	45%	66%	62%
绿城服务	30%	31%	34%	36%	-	58%	58%	60%
中海物业	-	-	-	25%	-	-	-	48%
永升生活服务	38%	35%	38%	43%	58%	53%	55%	57%
新城悦	30%	35%	36%	58%	40%	41%	40%	60%
蓝光嘉宝服务	42%	37%	39%	46%	52%	48%	48%	58%
时代邻里	39%	31%	37%	33%	51%	47%	44%	40%
佳兆业美好	55%	53%	49%	47%	57%	52%	48%	51%
滨江服务	22%	22%	38%	41%	-	-	63%	66%

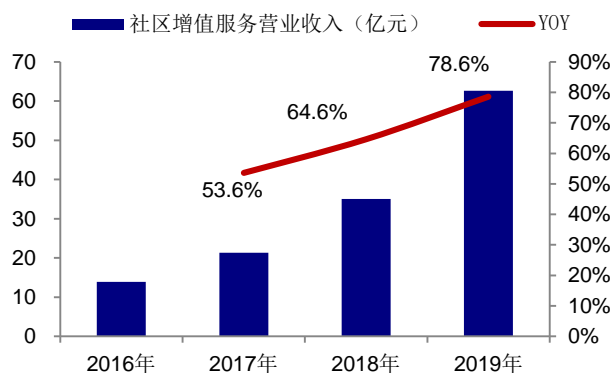
数据来源：各公司年报、东方证券研究所

注：绿城服务的非业主增值服务为“提供顾问咨询服务”。

3.2 社区增值服务方兴未艾，把握成长大机遇

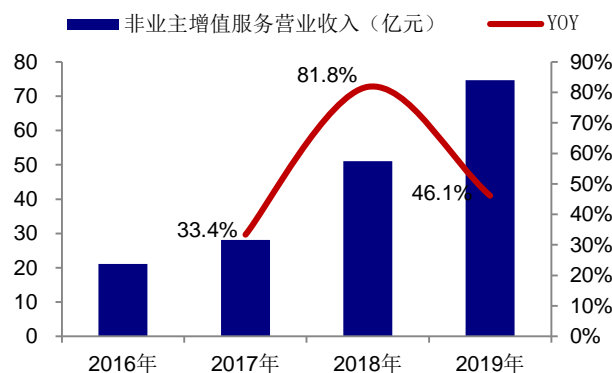
非业主增值服务增速回落，社区增值服务方兴未艾。增值服务分为非业主增值服务与社区增值服务，一般我们认为非业主增值服务仍与房地产的销售周期有较强的相关性，而社区增值服务则具备更强的消费属性，这点从两者营收的增速上获得了较好的体现。2019 年 11 家披露信息的物管企业非业主增值服务营收增速为 46.1%，较 2018 年出现了明显的回落；但同期社区增值服务营收增速则较 2018 年提升 14 个百分点至 78.6%，也使增值服务整体与房地产销售周期的相关性进一步减弱。

图 53：社区增值服务营收增速迭创新高



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 54：非业主增值服务营收增速有所放缓

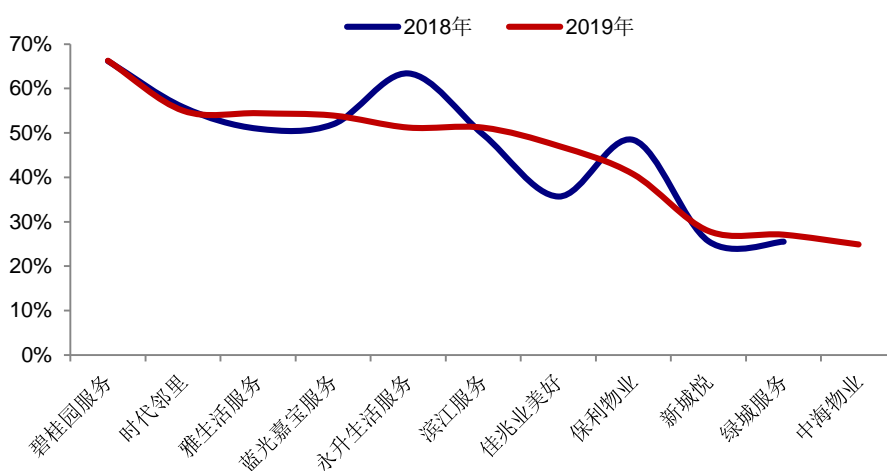


资料来源：公司年报、东方证券研究所

非业主增值服务利润率均值回归，社区增值服务利润率弹性更佳。由于提供服务场景的差异，非业主增值服务和社区增值服务的利润率也有较大差异，一般我们认为毛利率水平排序为社区增值服

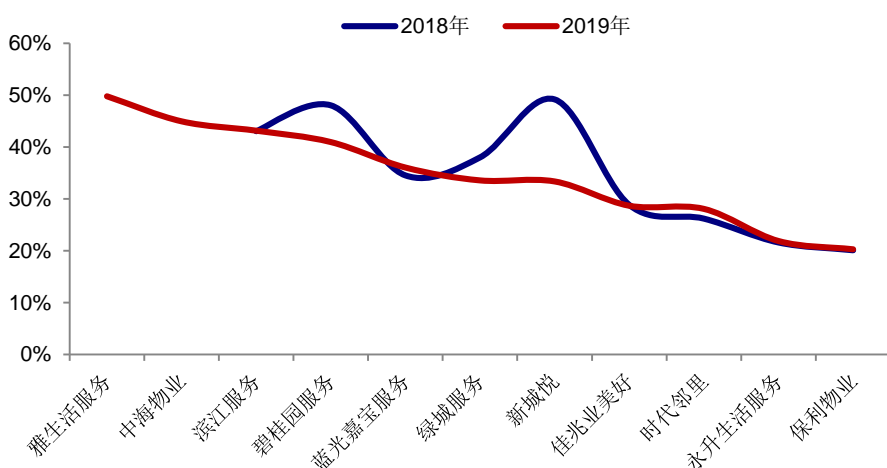
务>非业主增值服务>物业管理服务。2019年11家物管企业的社区增值服务平均毛利率为45%，高于非业主增值服务35%的平均毛利率。此外，我们发现典型公司社区增值服务毛利率的方差会明显高于非业主增值服务，这主要是由于各公司非业主增值服务的内容相对接近，利润率的差异主要体现在定价上，而各家公司的社区增值服务内容则有较大差异，因此对应了不同水平的毛利率。我们判断，这一现象未来将被强化，即各公司非业主增值服务的毛利率向均值30-35%回归，而社区增值服务的毛利率水平将继续拉大。

图 55：2018-2019 年典型上市物企社区增值服务利润率情况



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 56：2018-2019 年典型上市物企非业主增值服务利润率情况



资料来源：公司年报、东方证券研究所

投资建议

物管板块 2018 年起的上市热潮仍在延续，2019 年板块相继迎来了蓝光嘉宝服务、保利物业等一批行业头部公司。展望 2020 年，明确表示有拆分上市计划的公司就包括世茂服务、金科服务、华润物业等。2019 年起，行业也获得了资本市场前所未有的关注，龙头公司的估值水平不断攀升，市场也逐渐跳出地产周期的逻辑，开始运用消费成长的框架来分析行业未来的成长性。回顾行业上市企业 2019 年的年报情况，无论是物业管理业务还是增值服务业务，都印证了行业优异的成长属性，更重要的是通过外拓面积占比、非住宅项目占比、社区增值服务增长等方面，都隐隐预示了一个结论，即行业及头部企业的成长远未见顶。具体来看我们看好以下两条主线：1）成长属性优中选优，建议关注碧桂园服务、永升生活服务、新城悦、雅生活；2）非住宅市场龙头地位渐显，推荐招商积余、保利物业，建议关注新大正。

表 7：上市物管企业估值情况

公司	代码	市值（亿元）	股价（元/股）5/22	PE（2020E）
碧桂园服务	6098.HK	897	32.51	40
保利物业	6049.HK	401	72.42	55
绿城服务	2869.HK	282	9.55	45
中海物业	2669.HK	245	7.45	35
雅生活服务	3319.HK	494	36.98	29
招商积余	001914.SZ	329	31.03	53
新大正	002968.SZ	59	54.79	44
永升生活服务	1995.HK	158	10.26	43
新城悦	1755.HK	146	17.81	36
蓝光嘉宝服务	2606.HK	64	35.71	11
南都物业	603506.SH	34	25.07	24
彩生活	1778.HK	47	3.29	8
佳兆业美好	2168.HK	39	27.67	18
宝龙商业	9909.HK	83	13.26	32
奥园健康	3662.HK	55	7.55	33

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

房地产长期低迷：国内物管企业的增值服务中非业主服务主要提供案场协销等服务，与开发商的销售推案密切相关，如果房地产市场长期低迷，销售推货减少，收入将受到影响。社区增值服务中的经纪类业务也与房地产市场的景气度相关，如果市场冷清，成交低迷，企业收入也将受影响。

人力成本上升：我国的人口红利正在消退，人工成本持续上升，尤其是社保规范化以后，对于物业管理这样的人力密集型行业存在较大的成本冲击。

多元化发展不及预期：物管企业发展多元化业务存在失败风险，在以及市场过热的情况下，可能会‘给出过高的收购溢价，导致多元化发展失败。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

