



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

袁豪

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090001
(8621)20328529
hao.yuan@bocichina.com

田世欣

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com

万科公告点评：万科物业改造升级，推进平台化发展

公告：

2015年6月26日，万科(000002.CH/人民币 13.43; 2202.HK/港币 18.34, 买入)公告董事会通过关于物业服务市场化发展及建立事业合伙人机制的议案，具体决议如下：1) 同意万科物业业务通过市场化道路，追求快速增长的总体策略。未来几年新承接项目将大部分来自非万科开发的楼盘，鼓励通过并购与合作实现快速增长，鼓励开展更多物业服务的创新，做深社区服务，提升物业服务竞争力；2) 同意万科物业业务引入事业合伙人机制。面向万科物业员工参与设立的持股主体增发10%股份，其中3.3%在2015年内分配给物业员工，剩余6.7%待未来在满足设定的考核指标后，再转让给物业员工。

点评：

万科物业进行改造升级，有望更高速、更高质增长。根据万科周刊数据，万科物业成立24年后，目前已布局全国59个城市，管理面积超1.1亿平米，覆盖65万户家庭，还管理超1.2万亿元客户资产，累计物业费收缴率达到96.11%，并且根据被中国物业管理协会报告，万科物业的综合实力排名全国首位，并在管理规模、总资产、年经营收入、年纳税总额等分项均为行业第一，但在利润率表现以及规模增速方面表现一般。而本次万科物业的市场化改造之后，公司将由原先内生增长向外延扩张转变、由原先简单物业服务向更创新社区服务衍生，并将引入事业合伙人机制，绑定员工利益，激发公司活力，这将推动万科物业实现更高速、更高质的增长。

物管市场空间广阔，万科物业市占率提升空间巨大。根据中国物业管理协会公布数据，截至2012年全国管理物业总面积为145.3亿平米，同期TOP200的物业管理企业占比仅为13.6%，并且同期物业管理公司总数高达7.1万家，在此基础上我们估算截至2014年总面积已经达到161.3亿平米（作为物业存量市场，未来市场规模仍将持续增长），同期行业龙头如万科物业和彩生活的管理面积分别为1.1亿平米和2.1亿平米，分别占比仅为0.7%和1.3%，可见物业管理行业小而分散的特点尤其明显，未来集中度提升空间巨大，万科物业作为龙头的规模增长空间也值得期待。

推进“互联网+”平台化发展，对比彩生活估值可达150亿。根据万科周刊信息，万科物业将采用移动互联网技术的应用进行“互联网+”改造，通过构建“睿服务”FIT模型，将物业管理中的人、设备和事件数据化之后用互联网技术连接起来，由此实现减少基层成本人员、减少职能部门、提升基层创收人员、提升物业透明度、提升物管服务质量；同时也由此构建了“睿平台”，并以此为线上中心，而线下服务将外包出去，或由不同的主体来参与，类似于微信构建自己的O2O生态圈，这将利于公司获得更高速、更高质的增长。另一方面，参考彩生活2014年市盈率为53倍，按照万科物业2014年净利润2.99亿元及估算同期市盈率为50倍，因而我们估算万科物业估值可达150亿元。

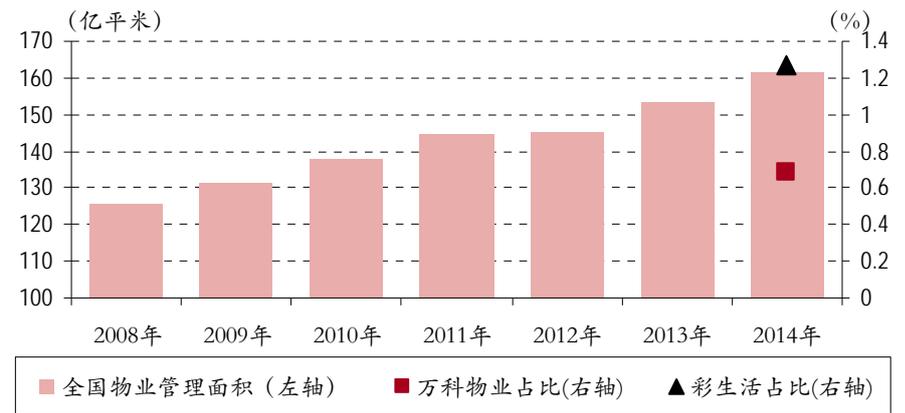
积极尝试行业内转型升级，重申万科A股、H股买入评级。作为行业龙头，万科销售持续领先行业，市占率不断提升，凸现行业集中度提升背景下龙头房企的优势，预计在后续行业整合并购过程中公司将继续受益于集中度的提升；另外，我们看好公司构建以住宅地产、消费地产和产业地产等三大主业组成的新战略蓝图，并积极进行行业内的转型升级，其中近期产业地产中物流地产也正式大力拓展，同时此次物业业务市场化运营也将获得更优质增长；此外，在公司层面以及业务层面的全面事业合伙人制度的配合下，公司在未来地产白银十年中将有更广阔的发展空间。我们维持公司2015-16年每股收益预期分别为1.78元和2.15元，重申A股、H股买入评级。

图表 1.截至 2012 年我国物业管理行业综合实力 TOP10 及分项 TOP10

综合实力 TOP10	管理规模 TOP10	总资产 TOP10	年经营收入 TOP10	年净利润 TOP10	年纳税总额 TOP10	净利润率领先 TOP10	管理规模成长 TOP10	经营收入成长 TOP10
1 万科物业发展有限公司	万科物业发展有限公司	万科物业发展有限公司	万科物业发展有限公司	保利物业管理有限公司	万科物业发展有限公司	深圳市彩生活服务集团有限公司	深圳市彩生活服务集团有限公司	河北卓达物业服务集团有限公司
2 保利物业管理有限公司	保利物业管理有限公司	北京首开鸿城实业有限公司	保利物业管理有限公司	万科物业发展有限公司	保利物业管理有限公司	上海农工商旺都物业管理有限公司	北京金隅物业管理有限责任公司	鑫苑物业服务集团有限公司
3 长城物业集团股份有限公司	长城物业集团股份有限公司	广东碧桂园物业服务集团有限公司	长城物业集团股份有限公司	深圳市龙城物管业管理有限公司	绿城物业服务集团有限公司	鑫苑物业服务集团有限公司	佳兆业物业管理(深圳)有限公司	广东中奥物业管理有限公司
4 绿城物业服务集团有限公司	广东中奥物业管理集团有限公司	中油阳光物业管理集团有限公司	绿城物业服务集团有限公司	鑫苑物业服务集团有限公司	长城物业集团股份有限公司	深圳市龙城物业管理有限公司	重庆市金科物业服务集团有限公司	宁波银亿物业管理有限公司
5 北京首开鸿城实业有限公司	绿城物业服务集团有限公司	保利物业管理有限公司	中海物业管理集团有限公司	河北卓达物业服务集团有限公司	中海物业管理集团有限公司	福建永安物业管理有限公司	广州广电物业管理有限公司	保利物业管理集团有限公司
6 中海物业管理有限公司	深圳市彩生活服务集团有限公司	四川嘉宝资产管理集团有限公司	北京首开鸿城实业有限公司	四川嘉宝资产管理集团有限公司	招商局物业管理有限公司	深圳市恒基物业管理有限公司	宁波银亿物业管理有限公司	佳兆业物业管理(深圳)有限公司
7 招商局物业管理有限公司	广东碧桂园物业服务集团有限公司	深圳市华佳宏物业投资集团有限公司	中航物业管理有限公司	深圳市彩生活服务集团有限公司	中航物业管理有限公司	上海中企物业管理有限公司	鑫苑物业服务集团有限公司	深圳市明喆物业管理有限公司
8 中航物业管理有限公司	北京首开鸿城实业有限公司	长城物业集团股份有限公司	招商局物业管理有限公司	深圳市金地物业管理有限公司	广东公诚物业管理有限公司	大连新型物业管理有限公司	北京金融街物业管理有限责任公司	广州粤华物业管理有限公司
9 深圳市金地物业管理有限公司	中海物业管理有限公司	中海物业管理有限公司	广东公诚物业管理有限公司	广州珠江酒店管理有限公司	北京首开鸿城实业有限公司	深圳市常安物业服务集团有限公司	广东中奥物业管理有限公司	长城物业集团股份有限公司
10 广东中奥物业管理有限公司	深圳市金地物业管理有限公司	招商局物业管理有限公司	深圳市金地物业管理有限公司	佳兆业物业管理(深圳)有限公司	河北卓达物业服务集团有限公司	永旺永乐苏房(苏州)物业服务集团有限公司	深圳市明喆物业管理有限公司	新疆广汇物业管理有限公司

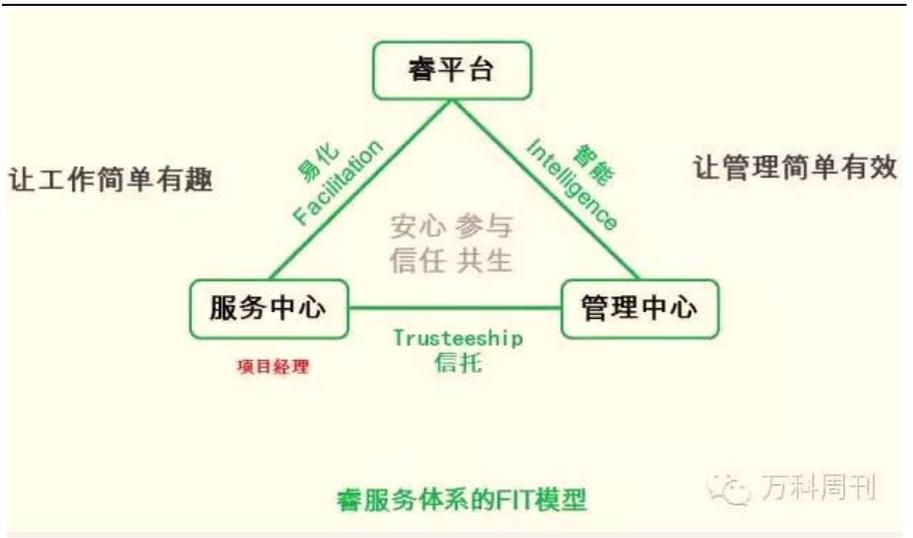
资料来源：中国物业管理协会，中银国际研究

图表 2.我国全国物业管理面积以及万科物业、彩生活管理占比情况



资料来源：中国物业管理协会，万科周刊，彩生活公告，中银国际研究

图表 3.万科物业睿服务体系的 FIT 模型



资料来源：万科周刊，中银国际研究

图表 4.万科物业的估值估算

财务年度	彩生活 2014年	万科物业 2014年	备注
营业收入(亿元)	3.89	41.25	彩生活采用酬金制计收入，该模式毛利率较高，但应收账款也较大
净利润(亿元)	1.46	2.99	
净利率(%)	37	7	
市盈率(倍)	53	50	按照 14 年 50 倍市盈率估值估算
估值(亿元)	77	150	

资料来源：万科周刊，彩生活公告，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371