

中国物管行业: 多维增长高速赛道, 增值服务再上台阶

"十四五"新亮点:物业管理首次进入国家五年规划

我们认为中国物业管理行业正迎来政策甜蜜期。疫情之下,物业管理企业体现了其在防疫与社会管理方面的重要价值,社会关注度显著提升; 2021 年 3 月 13 日,新华社发布了"十四五"规划和 2035 年远景目标纲要全文,相比过去的五年规划,"十四五"规划首次提到物业管理-"提高物业服务覆盖率、服务质量和标准化水平"。我们认为,这意味着物业管理行业对于国家的战略重要性有所提升,物业管理行业面临的政策环境将持续改善。考虑中国政策由上而下的传导机制,我们预计"十四五"前半期有望见到中央及地方利好政策密集出台,政策催化剂充足。在政策方向上,我们预计: 1) 物业管理渗透率将进一步提升,老旧小区逐渐被纳入管理; 2) 物业费定价趋于更市场化,涨价空间有望进一步被打开; 3) 对增值服务的支持政策有望发力。我们相信"十四五"期间,行业集中度将进一步提升,行业迎来高速高质量发展期。

2020 年业绩同业比较:规模、利润继续高增,收入结构改善,ROE 走势分化

我们统计了 22 家主流港股物管企业(4 家大型/9 家中型/9 家小型物管企业)的 2020 年业绩,亮点有: 1)规模高增持续,合约面积 /在管面积 /收入 /毛利率 /净利润 20 年同比增速均值分别为+42% /+52% /+43% /+2.2% /+74%。若剔除 13 家于 20 年上市的物管企业,20 年合约面积 /在管面积 /收入 /毛利率 /净利润同比增速均值分别为+38% /+45% /+42% /+0.7% /+61%; 2) 收入结构改善,20 年社区增值服务收入同比增速均值达 78.7%,对收入贡献均值由 19 年的12.1%提升至 16.1%,非业主增值服务中第三方业务比例也有所提升。值得注意是,20 年 ROE均值 23.7%,较 19 年的 49.4%下降 25.6 个百分点,若剔除 13 家 2020 年上市募资的物管企业,20 年 ROE均值为 25.1%,较 19 年的 27.3%下降 2.2 个百分点。个股 2020 年 ROE 走势分化,部分个股资产周转率有所下降。

优质物管企业估值韧性强

在 20 年亮眼的业绩与积极的前瞻指引下,截止 4 月 15 日,大型/中型/小型物管企业平均 21 年 PE 分别为 47x/28x/13x, 22 年 PE 分别为 31x/20x/9x, 大中型物管企业已完全了消化了 2020 年四季度板块大规模融资对估值的影响; 虽然可投资标的迅速增加,但优质个股估值体现较强韧性; 考虑政策、基本面的积极因素,我们认为行业估值中枢至少在 21-23 年有望维持在较高水平。目前龙头物业股由于优势稳固,估值相对乐观; 部分中型物业股仍存估值修复空间; 小型物业股整体估值低企,体现行业竞争较激烈,小型物管企业发展风险较高, 然而我们认为,港股市场不乏具一定护城河、规模有望突围的优质物业股。换言之,优质小型物业股存在超额收益的。

增加覆盖五只物业管理股

考虑物管企业仍处于高成长期,我们用 22 年 PE 给予公司估值,同时用 DCF 估值法进行交叉 检验。在我们目前覆盖个股的基础上(宝龙商业 9909 HK 与时代邻里 9928 HK),我们增加首 次覆盖五只优质物业管理企业,包括碧桂园服务(6098 HK,"增持",TP 86.90 港元),中 海物业(2669 HK,"买入",TP 8.76 港元),新城悦服务(1755 HK,"买入",TP 32.00 港元),滨江服务(3316 HK,"买入",TP33.26 港元),银城生活服务(1922 HK,"买入",TP 6.70 港元)。综合基本面与流动性,我们目前首选标的是碧桂园服务、中海物业、新城悦服务与宝龙商业,小型物业股中建议重点关注滨江服务。

分析师

刘洁琦 +852 2359 1903 Jiegi.liu@ztsc.com.hk

请阅读最后一页的重要声明 页码: 1/50



目录

"十四五"新亮点:物业管理首次进入国家五年规划	3
政策有望发力,支持市场化定价及增值服务发展	3
2020 年年报同业比较	5
规模继续高增,收入结构改善,利润率稳中有升	5 7
行业估值与投资建议	3
龙头股优势稳固,估值溢价提升	9
碧桂园服务 (6098 HK):助推行业变革与整合的龙头	3
中海物业(2669 HK): 外拓发力,积极拥抱"十四五"新目标15	9
新城悦服务(1755 HK): 全面发展的优质中型物管企业25	5
宝龙商业(9909 HK):未来三年成长路径清晰31	1
时代邻里(9928 HK):外拓与社区增值服务发力34	4
滨江服务 (3316 HK): 高端品牌享誉杭州,盈利能力行业突出	7
银城生活服务 (1922 HK):江苏二手盘运营专家,低估值高 ROE 标的	
公司及行业评级定义49	9



"十四五"新亮点:物业管理首次进入国家五年规划

政策有望发力,支持市场化定价及增值服务发展

疫情之下,物业管理企业体现了其在防疫与社会管理方面的价值,社会关注显著提升;特别是,2020年五一劳动节,习近平主席给郑州圆方(物业管理)集团回信,肯定物业管理基层员工做出的贡献。

2021年3月13日,新华社发布了"十四五"规划和2035年远景目标纲要全文,<u>相比过去的五年规划,"十四五"规划首次提到物业管理,提出"提高物业服务覆盖率、服务质量和标准化水平",以"提高城市治理水平"</u>。我们认为,这意味着物业管理行业相对国家的战略重要性有所提升,物业管理行业面临的政策环境将持续改善。

在政策方向方面,我们预计: 1)物业管理渗透率将进一步提升,老旧小区逐渐被纳入管理; 2)物业费定价趋于 更市场化,涨价空间有望进一步被打开; 3)对增值服务的支持政策有望发力。考虑中国政策由上而下的传导 机制,我们预计"十四五"前半期有望见到中央及地方利好政策密集出台,政策催化剂充足。

图表 1: 2020 年以来	物业管理行业利好政策不断	图表 2: "十 对比	四五" vs "十三五" 生活性服	务业、城市管理相关政策表述
2020年8月关于开展城市居住社区建设补短板行动的意	鼓励引入专业化物业服务,暂不具备条件的,通过 社区托管、社会组织代管或居民自管等方式,提高 物业管理覆盖率。	十三五	关于生活性服务业政策表述 第二十四章:加快推动服务	关于城市管理政策表述 第三十四章:建设和谐宜居
见(住建部)		1 = д.	业优质高效发展 提高生	城市 创新城市治理方
2020 年 11 月 关于制定第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议	推动生活性服务业向高品质和多样化升级,加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、 物业等服务业		活性服务业品质, <u>加快教育</u> 培训、健康养老、文化娱 乐、体育健身等领域发展	式,改革城市管理和执法体制,推进城市精细化、全周期、合作性管理
2021年1月关于加强和改进住宅物业管理工作的通知(住建部牵头)	扩大物业管理覆盖范围 结合城镇老旧小区改造,引导居民协商确定老旧小区的管理模式,推动建立物业管理长效机制。 鼓励物业服务企业统一管理在管项目周边老旧小区 提升物业服务质量 支持物业服务企业兼并重组,推动物业服务规模化、品牌化经营完善物业服务价格形成机制促进线上线下服务融合发展。鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸,探索"物业服务生活服务"模式,满足居民多样化多层次居住生活需求。引导物业服务企业通过智慧物业管理服务平台,提供定制化产品和个性化服务,实现一键预约、服务上门。物业服务企业开展养老、家政等生活性服务业务,可依规申请相应优惠扶持政策。	"十四五"	第十章: 促进服务业繁荣发展 加快生活性服务业品质化发展,以提升便利度和改善服务体验为导向,推动生活性服务业向高品质和多样化升级。加快发展健康、养老、托育、文化、旅游、体育、物业等服务业,加强公益性、基础性服务业供给,扩大覆盖全生命期的各类服务供给。	第二十九章:全面提升城市品质提高城市治理水平坚持党建引领、重心下移、科技赋能,不断提升城市治理科学化精细化智能化水平,推进市域社会治理现代化。改革完善城市管理体制加强物业服务监管,提高物业服务覆盖率、服务质量和标准化水平。
2021 年 3 月 "十四 五" "规划和 2035	加快发展健康、养老、托育、文化、旅游、体育、 物业等服务业			
年远景目标纲要	提高物业服务覆盖率、服务质量和标准化水平 中泰国际评论:首次在5年规划提到物管			

来源:新闻、中泰国际研究部

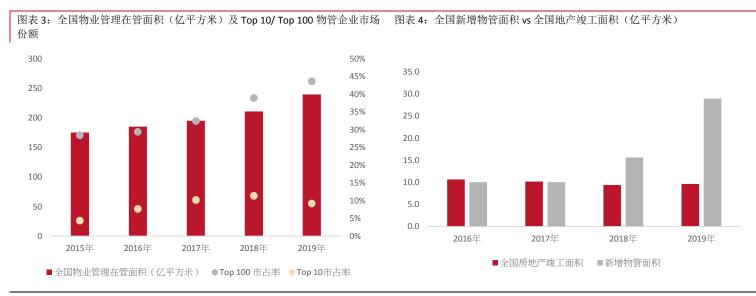
来源:新闻,中泰国际研究部

行业向规范化发展,有助市场集中度进一步提升

2015-19 年,中国百强物管企业市占率由 28%提升至 44%,十强物管企业市占率由 4%提升至 9%。对现代服务业而言,80%的优质企业集中度为理想水平;目前中国仍有 23 万家物管企业,市场仍然比较分散,集中度仍有较大上升空间。展望"十四五",我们认为物管行业将向规范化发展,助推行业集中度进一步提升;1)中小开发商有动力将项目委托予规模开发商管理,以提升项目竞争力;2)物管渗透率进一步提升,老旧住宅小区与非住宅项目(医院、学校、公建等)将纳入专业管理,利好品牌优质、有规模的物管企业提升市占率。我们预计"十四五"期间百强物管企业市占率有望提升至 60%以上。

请阅读最后一页的重要声明 页码: 3/50





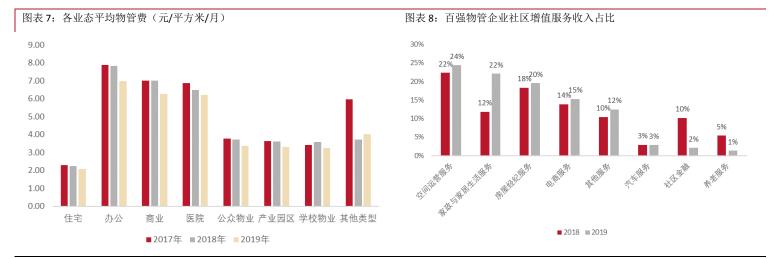
来源:中指研究院、中泰国际研究部整理

来源:中指研究院,国家统计局,中泰国际研究部



来源: 国家统计局、中泰国际研究部整理

来源: 国家统计局、中泰国际研究部整理



来源:中指研究院、中泰国际研究部整理

来源:中指研究院,中泰国际研究部整理

请阅读最后一页的重要声明 页码: 4/50

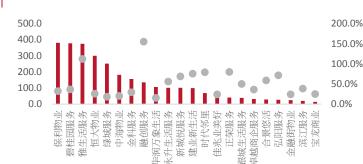


2020年年报同业比较

我们统计了 22 家主要港股物管企业,包括:1)4家大型标的-碧桂园服务(6098 HK)/恒大物业(6666 HK)/华 润万象生活(1209 HK)/融创服务(1516 HK); 2)9 家中型标的-雅生活服务(3319 HK)/金科服务(9666 HK)/绿城服务(2869 HK)/永升生活服务(1995 HK)/保利物业(6049 HK)/中海物业(2669 HK)/新城悦服 务(1755 HK)/宝龙商业(9909 HK)/合景悠活(3913 HK); 3)9 家小型标的-卓越商企服务(6989 HK)时代 邻里(9928 HK)、建业新生活(9983 HK)、正荣服务(6958 HK)、滨江服务(3316 HK)、佳兆业美好(2168 HK)、弘阳服务(1971 HK)、金融街物业(1502 HK)、银城生活服务(1922 HK)。

规模继续高增, 收入结构改善, 利润率稳中有升

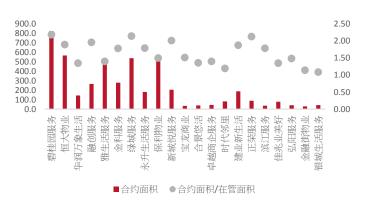
2020 年物管企业继续实现高速规模扩张: 1) 合约面积 /在管面积 /收入 /净利润 20 年同比增速均值分别为+42% /+52% /+43% /+74%; 2) 若剔除 13 家于 20 年上市的物管企业, 20 年合约面积 /在管面积 /收入 /净利润同比增 速均值分别为+38% /+45% /+42% /+61%。 **盈利能力稳中有升**: 1) 20 年平均毛利率/应占净利润率分别达 28.6%/14.3%, 较 19 年提升 2.2%/2.2%; 2) 若剔除 20 年 IPO 企业,平均毛利率/应占净利率为 26.4%/13.1%, 较 19 年提高 0.7%/1.2%。我们认为,社保减免、规模效应支撑了基础物业管理服务的毛利率,高毛利率的增值服 <u>**务发力亦是支撑盈利能力的重要因素**: 1)20</u> 年社区增值服务收入平均同比增速达 78.7%; 2)对收入贡献均值 达 16.1%, 较 19 年的 12.1%提升 4.0%。其中,美居、家居服务等服务增长较快。我们观察到,随着物管企业初 步实现规模突破,社区增值服务物管企业的战略重要性显著提升,相信可以支持增值服务继续快速增长。



图表 9: 20 年主要上市物管企业在管面积(百万方)及增速

0.0%

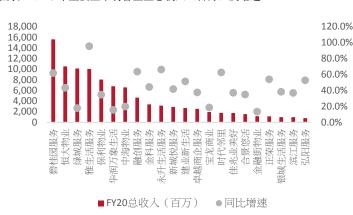
■在管面积(百万平方米) ●同比增速 图表 10: 20 年主要上市物管企业合约面积(百万方)及合约/在管面积比



来源: 彭博、公司资料、中泰国际研究部。华润万象生活、宝龙商业、合景悠 活为住宅板块物业管理面积, 其他为公司总管理面积

来源: 彭博、公司资料、中泰国际研究部。华润万象生活、宝龙商业、合景 悠活为住宅板块物业合约面积,其他为公司总合约面积





图表 12: 20 年主要上市物管企业收入构成



来源:彭博、公司资料、中泰国际研究部。^除中海物业货币为港币之外,其 他为人民币

来源: 彭博、公司资料、中泰国际研究部。^华润万象生活、宝龙商业、合 景悠活为住宅物管管理板块收入构成,其他为公司总收入构成

请阅读最后一页的重要声明 页码: 5/50





来源: 彭博、中泰国际研究部

来源:彭博、中泰国际研究部。^除中海物业货币为港币之外,其他为人民 币



来源:彭博、中泰国际研究部。^除中海物业货币为港币之外,其他为人民币。*建业新生活社区增值服务包括家居生活服务

来源:彭博、中泰国际研究部。^除中海物业货币为港币之外,其他为人民币。*建业新生活社区增值服务包括家居生活服务。单方收入计算为总社区增值服务/平均在管面积。

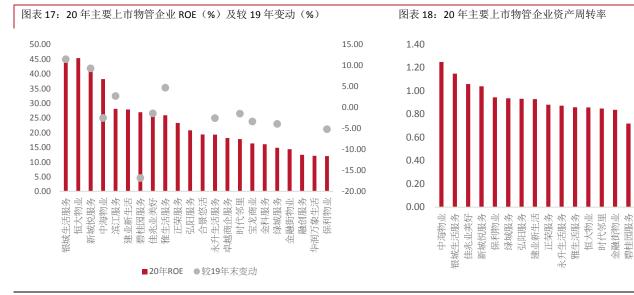
请阅读最后一页的重要声明 页码: 6/50



ROE 分化,现金充沛

2020 年 22 家样本企业平均 ROE 为 23.7%, 其中 ROE 最高的五家物管企业分别为银城生活服务、恒大物业、新 城悦服务、中海物业与滨江服务。20 年 ROE 均值较 19 年的 49.4%下降 25.6 个百分点, 若剔除 13 家 2020 年上 市募资的物管企业, 20 年 ROE 均值为 25.1%, 较 19 年的 27.3%下降 2.2 个百分点。个股 2020 年 ROE 走势分化, 四家物管企业实现了 ROE 的提升,他们分别为雅生活服务、新城悦服务、滨江服务与银城生活服务。

截止 2020 年末, 22 家样本企业现金对当年净利润的均值为 8.1x, 若剔除 13 家 2020 年上市募资的物管企业, 现金对当年净利润的均值为 6.8x, 体现上市物管企业现金充沛, 收购能力強。



来源:彭博、公司资料、中泰国际研究部。因 IPO 对物管企业 ROE 有显著一次 性影响,故不列出 20 年上市物管企业的 ROE 变动

来源:彭博、公司资料、中泰国际研究部。^除中海物业货币为港币之外, 其他为人民币

卓越商企服务 融创服务

金科服务

16.0

14.0

12.0

10.0

8.0

6.0

4.0

2.0

0.0

E HATTHE

滨江服务



来源: 彭博、公司资料、中泰国际研究部

来源: 彭博、中泰国际研究部。^除中海物业货币为港币之外,其他为人民 币

请阅读最后一页的重要声明 页码: 7/50

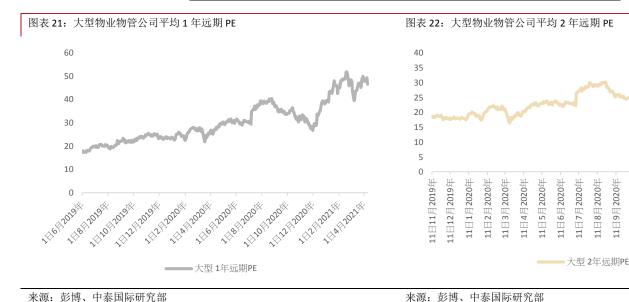


行业估值与投资建议

2020 年四季度华润万象生活、恒大物业、融创服务、金科服务等大中型物管企业集中上市,叠加碧桂园服务配 股融资,物管板块总融资额达 650 亿港元,造成估值压力引发调整; 2020 年 12 月,板块估值修复重启,在亮 眼的 20 年业绩与积极的 21/"十四五"指引下,截止 4 月 15 日,大型/中型/小型物管企业平均 21 年 PE 分别为 47x/28x/13x, 22 年 PE 分别为 31x/20x/9x, 虽然板块迅速扩容的背景下, 但优质大中型物管企业仍然体现较强 估值韧性。

龙头股优势稳固, 估值溢价提升

根据 4 月 15 日收盘价,大型物管企业平均 21/22 年 PE 分别为 47x/31x; 若剔除商管龙头华润万象生活,平均 21/22 年 PE 分别为 42x/27x,由于 1) 龙头优势稳固; 2) 增速不输中小企业,大型物管企业估值抬升。考虑 1) 物管行业积极发展的趋势未变,"十四五"期行业将进入高速、高质发展期;2)龙头物管企业有望进一步提 升市场占有率与企业运营效率、实现较快利润增长; 3) 在政策的支持下,物管行业轻资产扩张、正现金流的 特点亦不会轻易改变,我们认为截止 22-23 年,龙头物管企业估值有望维持在相对高位。



来源: 彭博、中泰国际研究部



35 30 25 20 15 10 5 0 1日2月2021年 1日4月2021年 1日3月2020年 1日4月2020年 1日5月2020年 1日6月2020年 1日7月2020年 1日8月2020年 1日9月2020年 日10月2020年 . 日11月2020年 . 日12月2020年 1日1月2021年 1日3月2021年 1日2月2020年 大型(excl 华润) 2年远期PE

图表 24: 大型物业物管公司平均 2 年远期 PE (剔除华润万象生活)

11日11月2020年

11日10月2020年

11日12月2020年 11目1月2021年 11日2月2021年 11日3月2021年

来源: 彭博、中泰国际研究部

来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 8/50



部分中型物业股仍存估值修复空间

根据 4 月 15 日收盘价,中型物管企业平均 21/22 年 PE 分别为 28x/20x,平均估值相对饱满;参考历史估值,我们认为,物管企业与地产行业类似,市场相对分散,中型企业由于 1)基数相对较小、2)在深耕区域有品牌竞争力,成长确定性不输全国龙头企业。我们认为对于优质中型物业股,25x 2 年远期 PE 为较合适的估值。目前个股仍存在估值修复空间。



来源: 彭博、中泰国际研究部

来源: 彭博、中泰国际研究部

小型物业股估值低企, 优质个股配置价值凸显

根据 4 月 15 日收盘价,小型物管企业平均 21/22 年 PE 分别为 13x/9x。由于行业竞争较激烈,小型物管企业发展存在一定不确定性,我们认为这是相较大中型物管股估值有较大折让的主因;然而我们认为,港股市场不乏具备一定护城河、规模有望突围的优质物业股。优质小型物业股存超额收益的空间。



来源: 彭博、中泰国际研究部

来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 9/50



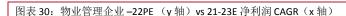
增加覆盖五只物业管理股,首选碧桂园服务、中海物业、新城悦与宝龙商业

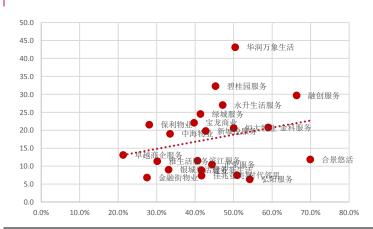
考虑物管企业仍处于高成长期,我们用 22 年 PE 给予公司估值,同时用 DCF 估值法进行交叉检验。在我们目前 覆盖个股的基础上(宝龙商业 9909 HK 与时代邻里 9928 HK),我们增加首次覆盖五只优质物业管理企业,包括 碧桂园服务(6098 HK,"增持",TP 86.9 港元),中海物业(2669 HK,"买入",TP 8.76 港元),新城悦服 务(1755 HK,"买入",TP 32.0 港元),滨江服务(3316 HK,"买入",TP33.26 港元),银城生活服务(1922 HK,"买入",TP 6.70 港元)。综合基本面与流动性,我们目前首选标的是碧桂园服务、中海物业、新城悦服务与宝龙商业,小型物业股中建议重点关注滨江服务。

图表 29: 同业估值比较 (更新于 2021 年 4 月 15 日)

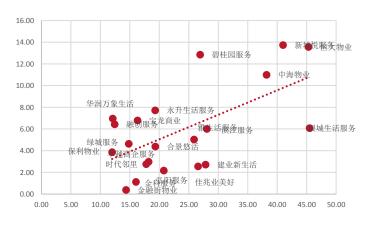
公司名	代码	股价	市值	年结		市盈率			市净率			股息率		目标价	目标 22年
		港元/股	十亿 港元											港元/股	PE
		(HKD)	(HKD)		FY21	FY22	FY23	FY21	FY22	FY23	FY20	FY21	FY22		
碧桂园服务	6098 HK	74.95	224.3	12/2020	47.0	32.3	22.9	10.7	8.6	6.7	0.4	0.5	0.8	86.90	37.5
恒大物业	6666 HK	14.84	160.4	12/2020	31.4	20.8	15.8	9.8	7.2	5.3	0.0	0.8	1.1	NR	NR
华润万象生活	1209 HK	45.85	104.7	12/2020	59.9	43.1	31.4	6.2	5.7	5.1	0.3	0.5	0.8	NR	NR
融创服务	1516 HK	23.80	73.9	12/2020	49.8	30.4	21.7	5.8	5.0	4.2	0.3	0.6	0.9	NR	NR
雅生活服务	3319 HK	31.95	42.6	12/2020	15.1	11.6	8.7	3.9	3.1	2.4	1.2	2.7	3.5	NR	NR
金科服务	9666 HK	62.05	40.5	12/2020	31.0	20.2	13.1	4.2	3.7	3.0	0.9	1.3	2.0	NR	NR
绿城服务	2869 HK	11.62	37.6	12/2020	32.6	24.3	17.8	4.2	3.9	3.3	1.0	1.3	1.7	NR	NR
永升生活服务	1995 HK	17.64	29.5	12/2020	39.4	26.2	18.5	7.5	6.1	4.7	0.5	0.9	1.4	NR	NR
保利物业	6049 HK	51.85	28.7	12/2020	27.3	21.1	17.1	3.6	3.1	2.7	1.0	1.2	1.5	NR	NR
中海物业	2669 HK	7.30	24.0	12/2020	25.6	19.2	14.4	8.6	6.5	5.0	0.9	1.2	1.6	8.72	23.0
新城悦服务	1755 HK	25.80	22.5	12/2020	28.7	20.2	14.2	7.6	6.4	5.2	1.3	1.7	2.5	32.00	25.0
宝龙商业	9909 HK	26.10	16.8	12/2020	31.9	22.3	16.4	5.8	5.1	4.4	1.1	1.6	2.3	32.80	28.0
合景悠活	3913 HK	7.81	15.8	12/2020	19.6	12.3	7.6	3.7	3.0	2.3	1.0	1.8	2.8	NR	NR
卓越商企服务	6989 HK	9.34	11.4	12/2020	18.2	13.0	8.9	2.7	2.4	n/a	1.0	1.7	2.3	NR	NR
时代邻里	9928 HK	5.75	5.7	12/2020	11.1	7.5	5.7	2.3	1.9	1.5	1.5	2.7	4.0	11.24	15.0
建业新生活	9983 HK	6.95	8.7	12/2020	12.2	8.9	5.9	2.3	1.9	1.5	5.2	3.1	4.1	NR	NR
正荣服务	6958 HK	4.90	5.1	12/2020	15.0	10.3	7.8	n/a	n/a	n/a	1.7	1.9	2.9	NR	NR
滨江服务	3316 HK	21.35	5.9	12/2020	16.6	11.5	8.2	4.8	3.7	2.8	2.6	1.8	2.6	33.26	17.5
佳兆业美好	2168 HK	25.05	3.9	12/2020	9.8	6.5	3.1	2.3	2.0	n/a	2.7	3.9	5.4	NR	NR
弘阳服务	1971 HK	4.35	1.8	12/2020	9.6	6.4	4.5	2.7	2.5	2.1	1.4	3.3	5.1	NR	NR
金融街物业	1502 HK	4.68	1.7	12/2020	8.6	6.8	6.8	1.3	1.1	1.0	3.9	3.9	5.0	NR	NR
银城生活服务	1922 HK	4.69	1.3	12/2020	12.0	9.0	6.8	4.6	3.4	2.5	1.9	2.5	3.3	6.70	12.5
均值-大型物管:					47.0	31.7	22.9	8.1	6.6	5.3	0.3	0.6	0.9		
均值-中型物管:					27.9	19.7	14.2	5.5	4.5	3.7	1.0	1.5	2.1		
均值-小型物管:	企业				12.6	8.9	6.4	2.9	2.4	1.9	2.4	2.7	3.8		

来源: 彭博、公司资料、中泰国际研究部预测





图表 31: 物业管理企业 -20 PB (y 轴) vs 20 ROE (x 轴)



来源: 彭博、中泰国际研究部预测。^20 年净利润剔除上市费用影响

来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 10/50



碧桂园服务(6098 HK, "增持", TP 86.90 港元)

作为行业龙头、潜在的标准制定者,碧桂园服务有望在"十四五"进一步显著提升物管市场的市占率;公司亦体现出强大的上下游资源整合能力,增值服务与城市服务有望实现商业模式的突破,2025 年千亿营收可期。展望 21-23 年,不考虑蓝光嘉宝收购,我们预计公司收入由 156 亿人民币增至 451 亿,CAGR 42%;净利润由 26.9 亿增至 23 年的 79.0 亿元,3 年 CAGR43%。我们用相对估值法估值,给予 86.90 港元的目标价,对应 37.5x 的 22 年 PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用 1.5%-2.5%的永续增长率,与 9.0-13.0%的 WACC,得出公司的估值区间在 80.7-147.9 港元,目标价位于保守估值区间。

<u>中海物业(2669 HK,"买入",TP8.76 港元)</u>

20 年公司实现三项重要突破: 1) 夯实了与控股股东中建集团体系的合作; 2) 物管业务外拓、政企合作发力; 3) 兴海物联外拓发力。展望""十四五"",公司提出了更清晰的五年增长目标(30%+ CAGR),我们认为公司已为加速发展的崭新五年做好了充分的准备,业绩达标的概率相当高。21-23 年,我们预计在管面积由 1.82 亿平方米上升至 3.98 亿,3 年 CAGR 30%; 收入由 65.5 亿港元(下同)上升至 158 亿,CAGR 34%; 净利润由 7.0 亿港元增至 16.70 亿元,3 年 CAGR 34%。我们用相对估值法估值,给予 8.76 港元的目标价,对应 23x 的 22 年 PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用 1.5-2.5%的永续增长率,与 13.0-17.0%的 WACC,得出公司的估值区间在 8.76-12.74 港元,目标价处于保守区间。

新城悦服务(1775 HK,"买入",TP32.00 港元)

在中型物管企业中,新城悦服务在关联企业支持、外拓、收并购能力三个维度均具备较强竞争力; 19-20 年公司在社区增值服务亦实现了跨越式发展,我们认为公司有望持续实现较快规模及利润增长。展望 21-23 年,我们预计公司在管面积由 1 亿平增至 2.8 亿,3 年 CAGR 40%; 收入由 28.7 亿元人民币(下同)增至 73.3 亿元,CAGR 37%; 应占净利润由 4.5 亿增至 23 年的 13.2 亿元,CAGR43%。我们用相对估值法估值,给予 32.00 港元的目标价,对应 25x 的 22 年 PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用 1.5-2.5%的永续增长率,与 13.0-17.0%的WACC,得出公司的估值区间在 26.8-39.1 港元,目标价位于合理估值区间。

宝龙商业(9909 HK, "买入", TP32.80 港元)

2020 年公司着力于"保开业、去空铺、调结构"; CEO 陈德力在业绩会上宣布了清晰的三年发展规划: 1) 21 年提经营、强系统、优团队; 2) 22 年精服务、扩规模、树标杆; 3) 23 年兴科技、建生态、领行业。3 年后目标: 1) 商业出租率超 95%, 开业面积超 1500 万方(3 年 CAGR 20.3%+),长三角规模排名行业前三; 2) 住宅合约面积超 5000 万方(3 年 CAGR 29.1%+),毛利率提升至 25%+(vs 20 年 23.1%),增值服务收入占比超40%。管理层目标明确务实,过往执行能力持续得到验证,我们看好公司发展。我们重申 32.80 港元的目标价,对应 28x 的 22 年 PE。

时代邻里(9928 HK,"买入",TP11.24 港元)

2020 年业绩增长超预期,在新的战略下,我们预计公司的增长质量将持续提升。公司宣布了 "4321"核心战略: 1)深耕大湾区、长三角、成渝和华中四大核心城市群; 2)布局住宅、产业和政府公建三大核心业态; 3)实现物管服务+社区增值服务两大核心增长点; 4)建立一个全生命周期的"科技+服务"平台。在规模扩张与增长质量的目标上,公司提出: 1)20-23年应占核心净利润达到50%+的三年 CAGR; 2)2021年/2022年新增3800万/4600万方的第三方合约面积(vs 2020:3000万方),项目投拓与项目并购的比例上升为5/5和6/4(vs 2020:7/3); 3)2024年社区增值服务占收入比重提升至25%以上。我们看好公司清晰的发展战略与推动高质量增长的决心。我们重申目标价11.24港元,对应15x的22年PE。

请阅读最后一页的重要声明 页码: 11/50



滨江服务(3316 HK,"买入",TP33.26 港元)

滨江服务是杭州高端物管的标杆,随着滨江集团交付提速以及公司品牌外拓发力,我们看好公司未来 3 年规模扩张提速;公司的高端定位亦确保了充足物管费市场化空间;公司的 5S 增值服务战略聚焦公司核心竞争力,我们相信亦将助力收入及利润快速增长。未来 3 年,我们认为公司将在浙江省实现又快又好的增长。展望 21-23 年,我们预计公司在管面积由 2,000 万平增至 5,810 万平,3 年 CAGR 43%;收入由 9.6 亿元人民币(下同)增至 31.2 亿元,CAGR 48%;应占净利润由 2.2 亿增至 23 年的 6.1 亿,CAGR 41%。我们用相对估值法估值,给予 33.26 港元的目标价,对应 18x 的 22 年 PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用 1.5-2.5%的永续增长率,与 18.0-22.0%的 WACC,得出公司的估值区间在 31.9-41.4 港元,目标价位于保守估值区间。

银城生活服务(1922 HK, "买入", TP 6.70 港元)

在小型物管企业中,我们看好银城生活服务,因为: 1)公司管理、拓展二手盘项目能力突出,有望受惠于"十四五"物业管理覆盖率提升; 2)江苏市场广阔,估计住宅存量规模超 20 亿平方米,可以支持公司规模扩张; 3)20年 ROE 达 45.51%,为行业较高水平,PB/ROE 为行业较低水平,投资价值凸显。展望 21-23 年,我们预计公司在管面积由 3,920 万平增至 1.02 亿平,3 年 CAGR 37.7%;收入由 9.62 亿元人民币(下同)增至 23.88亿元,CAGR 35%;应占净利润由 0.67 亿增至 23 年的 1.58 亿,CAGR33%。我们用相对估值法估值,给予 6.70 港元的目标价,对应 12.5x 的 22 年 PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用 0.5-1.5%的永续增长率,与 18.0-22.0%的 WACC,得出公司的估值区间在 7.6-9.4 港元,目标价位于保守估值区间。

请阅读最后一页的重要声明 页码: 12/50



碧桂园服务 (6098 HK): 助推行业变革与整合的龙头

首次覆盖,给予86.90港元的目标价与"增持"评级

作为行业龙头、潜在的标准制定者,碧桂园服务有望在"十四五"进一步显著提升物管市场的市占率;公司亦体现出强大的上下游资源整合能力,增值服务与城市服务有望实现商业模式的突破,2025 年千亿营收可期。展望 21-23 年,不考虑蓝光嘉宝收购,我们预计公司收入由 156 亿人民币增至 451 亿,CAGR 42%;净利润由 26.9 亿增至 23 年的 82.4 亿元,3 年 CAGR45.3%。相对估值法估值,给予 86.90 港元的目标价,对应 37.5x 的 22 年 PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用 1.5%-2.5%的永续增长率,与 9.0-13.0%的 WACC,得出公司的估值区间在 80.7-147.9 港元,目标价位于合理偏保守估值区间。目标价对应现价有 15.9%的上升空间,我们给予"增持"评级。

行业领军地位稳固,积极增长势头不减

公司合约面积于 20 年末达 8.2 亿平方米,位列上市物管企业第一,较排名第二/第三的保利物业/恒大物业高 44%/43%。20 年<u>公司品牌拓展发力</u>,全年新增合约面积 1.3 亿平方米,其中品牌拓展、碧桂园、收并购分别贡献 53.3%、35.1%、11.5%,品牌拓展新增面积首次超过碧桂园渠道新增面积。2021 年 3 月 23 日,公司向蓝光嘉宝发起全面收购要约,以 51.06 港元/股收购蓝光嘉宝所有上市 H 股,预计总作价 75 亿元,交易规模创行业记录;收购将扩大公司合约/在管面积约 26%/34%,快速完善公司全国布局。"十四五"政府推动物业管理行业标准化发展,作为行业龙头、潜在的标准制定者,我们认为行业环境利好碧桂园服务外拓、收并购,规模持续积极增长概率较高。

整合上下游资源, 向千亿营收进发

公司目标于 2025 年实现千亿营收(隐含 45%的 5 年 CAGR),其中物管/增值服务(包括社区团购)/商业商写/城市服务收入分别达 500 亿 (42% CAGR)/ 300 亿(57% CAGR)/ 150 亿(n/a)/ 200 亿(87% CAGR)。我们认为收购上下游优质标的是扩大营收、变现社区流量的重要途径,2020年公司已展示了其行业内资源整合的能力。通过收购文津国际、城市纵横、满国康洁和福建东飞,建立了社区增值服务与城市服务领域专业能力(保险服务、电梯广告、城乡环卫服务)。2020年社区增值服务收入同比增 100.1%至 17.3 亿,占收入比重由 19 年的 9.0%上升至11.1%;毛利率 65.1%;单方增值服务收入同比增 40%至 5.3 元/平/年。城市服务收入达 8 亿,毛利率 32.5%。增值服务利润率保持基本稳定。我们相信公司是最有潜力实现增值服务商业模式突破的物管企业。

风险提示: 1) 收并购市场价格过高; 2) 增值服务增长不及预期; 3) 人力成本上升超预期主要财务数据(百万人民币)(估值更新至2021年4月15日)

年结:12月31日	19 实际	20 实际	21 预测	22 预测	23 预测
总收入	9,645	15,600	25,030	33,716	45,070
增长率	106.3%	61.7%	60.4%	34.7%	33.7%
股东净利润	1,671	2,686	4,012	5,828	8,240
增长率	81.0%	60.8%	49.4%	45.2%	41.4%
每股盈利 (人民币)	0.62	0.98	1.32	1.92	2.72
市盈率	100.9	63.7	47.0	32.3	22.9
每股股息(人民币)	0.15	0.23	0.32	0.47	0.67
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%
每股净资产(人民币)	1.98	4.97	5.81	7.26	9.31
市净率	31.4	12.5	10.7	8.6	6.7

来源:公司资料、中泰国际研究部预测。^预测未计入蓝光嘉宝收购

首次覆盖

评级:增持

目标价: 86.90 港元

股票资料 (更新至 2021 年 4 月 15 日)

收盘价	74.95 港元
总市值	224,348.91 百万港元
流通股比例	50.52 %
已发行总股本	2,993.31 百万股
52 周价格区间	32.4-82 港元
3 个月日均成交额	680.82 百万港元
主要股东	杨惠妍(48.58%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

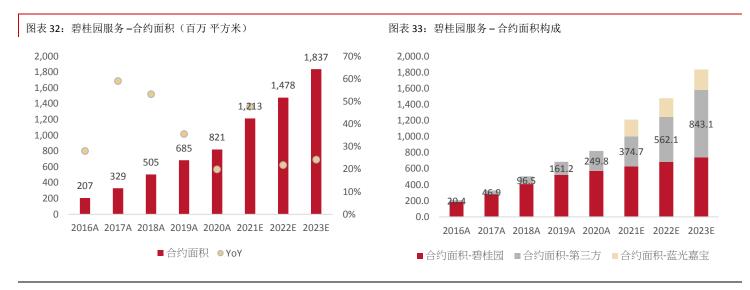
股价走势图 (更新至 2021 年 4 月 15 日)



来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 13/50

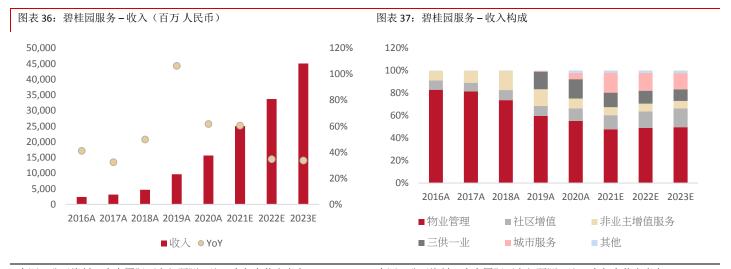




来源:公司资料,中泰国际研究部预测。注:21年及以后数据含蓝光嘉宝 来源:公司资料,中泰国际研究部



来源:公司资料,中泰国际研究部预测。注:21年及以后数据含蓝光嘉宝 来源:公司资料,中泰国际研究部预测

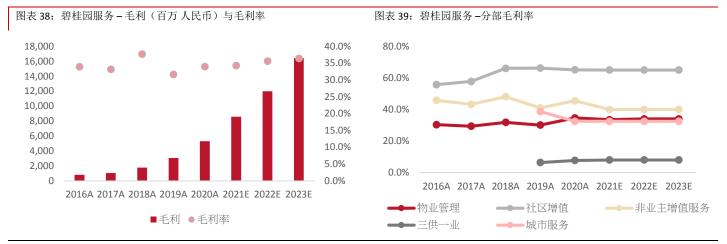


来源:公司资料,中泰国际研究部预测。注:未包含蓝光嘉宝

来源:公司资料,中泰国际研究部预测。注:未包含蓝光嘉宝

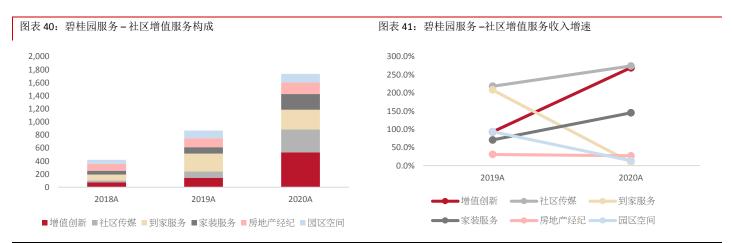
请阅读最后一页的重要声明 页码: 14/50





来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

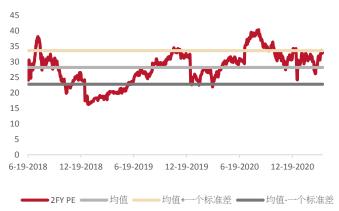
请阅读最后一页的重要声明 页码: 15/50



图表 44: 碧桂园服务 -1 年远期 PE



图表 45: 碧桂园服务 - 2 年远期 PE



来源: 彭博, 中泰国际研究部

来源: 彭博, 中泰国际研究部

图表 46: 碧桂园服务: DCF 估值

DCF估值	FY21E F	Y22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	永续价值
息税前利润	5,417	7,839	11,081	14,626	18,722	23,402	28,551	30,835	32,377	33,024	
YoY		44.7%	38.0%	32.0%	28.0%	25.0%	22.0%	8.0%	5.0%	2.0%	
加: 折旧&摊销	101	132	171	171	206	247	271	298	328	361	
减: 所得税	(1,367)	(1,976)	(2,790)	(3,683)	(4,714)	(5,893)	(7,189)	(7,764)	(8,153)	(8,316)	l
加: 营运资金变动	3,812	727	4,594	6,065	7,763	9,703	11,838	12,785	13,424	13,693	
减:资本开支	(552)	(772)	(1,081)	(1,428)	(1,827)	(2,284)	(2,787)	(3,010)	(3,160)	(3,223)	ı
自由现金流	7,413	5,950	11,975	15,752	20,149	25,176	30,685	33,145	34,817	35,539	402,779
永续增长率	2.0%		参数	无风险利率	3	Beta	市场风险溢	价			
WACC	11.0%			3.15%		0.9	8.50%				
股权处度 (举手五五三)	217.017										

股权价值 (港币百万元) 股权价值 (每股/港币) 317,817 104.9

敏感性分析

港币 元/股				WACC		
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
	1.5%	134.6	116.1	101.7	90.1	80.7
永续	1.8%	137.6	118.2	103.2	91.3	81.6
增长率	2.0%	140.8	120.5	104.9	92.5	82.5
	2.3%	144.2	122.9	106.6	93.8	83.5
	2.5%	147.9	125.5	108.5	95.2	84.6

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 16/50



分部	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	202
物业管理	5,749	8,607	11,969	16,493	22,389	净利润	1,671	2,686	4,012	5,828	8,2
社区増值	865	1,731	3,116	4,986	7,479	加回:少数股东权益	48	96	137	158	2
非小主增值服务	1,422	1,370	1,781	2,315	3,009	加回:D&A	60	78	101	132	1
三供一业	1,515	2,699	3,239	3,887	4,664	营运资金增加(减少)	1,528	387	3,812	727	4,5
城市服务	68	884	4,461	5,339	6,484	应收账款	-938	-3,240	-1,027	-3,306	-2,9
其他	25	309	464	696	1,044	合同负债	579	964	1,845	924	2,8
总收入	9,645	15,600	25,030	33,716	45,070	存货	-5	-123	0	0	2,0
利润表			2021E	2022E	2023E	贸易及其他应付款项	1,893	2,786	2,995	3,108	4,7
营业收入	2019A	2020A				其他经营性现金流	-49	894	-150	-213	-3
	9,645	15,600	25,030	33,716	45,070	经营活动所得现金流	3,257	4,140	7,913	6,632	12,9
服务成本 毛利	-6,593	-10,301 5,300	-16,458	-21,721 11,995	-28,651 16,419	资本开支	-107	-1,039	-552	-772	-1,(
	3,052		8,573	•		出售/(收购)	-468	0	0	0	_,,
消售费用	-67	-136	-3,204	-4,214	-5,408	投资	-1154	-1,285	-513	-616	-5
管理费用 其他收入	-1,208	-1,951	0	0	0	其他投资性开支	100	-4,572	-152	-200	-3
	51	121			0	投资活动所得现金流	-1,628	-6,897	-1,217	-1,588	-2,:
其他收入及收益,净额 金融资产减值	178	394 -98	0	0		IXXIII4III IGXXIIIII	-1,020	-0,037	-1,217	-1,500	_,.
	-31				0	股息分派	-237	-409	-672	-983	-1,4
营业利润	1,976	3,630	5,417	7,839	11,081	发行股票	1715	6,433	0	-383	-1,-
财务收入/(费用)净额	92	44	50	65	80	非控股权益变动	-68	1,191	0	0	
IV&ASSO	8	41	49	58	70	借款净增加(减少)	0	3,812	-3,203	0	
除税前溢利	2,076	3,715	5,516	7,962	11,231	其他融资性开支	-11	3,812	-3,203	-200	-1
所得税	-358	-933	-1,367	-1,976	-2,790	融资活动所得现金流	1,399	11,058	-4,024		-1,6
咸: 少数股东权益	48	96	137	158	201	融负泊列州守观亚派	1,399	11,058	-4,024	-1,183	-1,0
应占净利润	1,671	2,686	4,012	5,828	8,240	总现金流	3,028	0.201	2.672	3,861	9,1
股息	-409	-672	-983	-1,428	-2,019	志戏並派	3,028	8,301	2,672	3,801	9,1
留存收益	1,262	2,015	3,029	4,400	6,221						
每股基本盈利 	0.62	0.98	1.32	1.92	2.72						
每股净资产	1.98	4.97	5.81	7.26	9.31						
每股股息	0.15	0.23	0.32	0.47	0.67						
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E	重要指标	2019A	2020A	2021E	2022E	202
存货	14	137	137	137	137	<u>增长率:</u>					
按公允价值计入其他全面收益的	1,281	2,566	3,079	3,695	4,434	收入	106.3%	61.7%	60.4%	34.7%	33.
应收账款	2,004	5,244	6,270	9,576	12,508	物业管理	67%	50%	39%	38%	3
现金及现金等价物	6,914	15,215	17,878	21,716	30,842	社区增值	107%	100%	80%	60%	5
受限制现金	12	126	126	126	126	非业主增值服务	80%	-4%	30%	30%	30
流动资产合计	10,224	23,288	27,491	35,251	48,048	三供一业	n/a	78%	20%	20%	2
PP&E	341	1,379	1,931	2,704	3,785	城市服务	n/a	1193%	405%	20%	2
于合营联营权益	80	312	361	419	489	应占净利润	81.0%	60.8%	49.4%	45.2%	41.
无形资产	1,604	6,176	6,176	6,176	6,176	每股基本盈利	68.8%	58.3%	35.6%	45.2%	41.
递延所得税资产	11	38	38	38	38						
其他非流动资产	10	10	10	10	10	<u>盈利能力</u> :					
资产总计	12,269	31,204	36,007	44,598	58,547	毛利率	31.6%	34.0%	34.2%	35.6%	36.
						应占净利润率	17.3%	17.7%	16.0%	17.3%	18.3
贸易及其他应付款项	4,690	7,476	10,470	13,579	18,287	SG&A/收入	-13.2%	-13.4%	-12.8%	-12.5%	-12.0
合同负债	1,618	2,582	4,427	5,351	8,170	ROE	41.7%	24.6%	22.6%	27.0%	30.
可换股债 券		3,203	0	0	0	ROA	18.8%	12.4%	11.9%	14.5%	16.
银行借款		362	362	362	362						
其他流动负债	119	611	611	611	611	<u>周转天数:</u>					
流动负债合计	6,427	14,233	15,870	19,902	27,429	应收账款周转天数	52	84	83	85	
银行借款		248	248	248	248	应付账款周转天数	184	213	196	199	2
其他非流动负债	162	564	564	564	564						
负债合计	6,590	15,045	16,682	20,715	28,241						
						<u>其他:</u>					
股东应占权益	5,373	14,566	17,595	21,995	28,216	股息分派率	24.5%	25.0%	24.5%	24.5%	24.
少数股东权益	306	1,593	1,730	1,888	2,089						
					30,305						

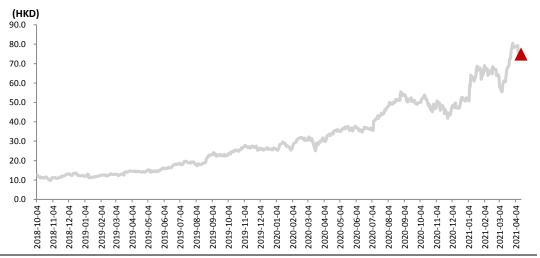
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 17/50



历史建议和目标价

碧桂园服务 (6098 HK)股价表现及评级



来源:彭博,中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021-4-16	74.95	增持(首次覆盖))	HK\$86.90

请阅读最后一页的重要声明 页码: 18/50



中海物业(2669 HK):外拓发力,积极拥抱"十四五"新目标

首次覆盖,给予8.76港元的目标价与"买入"评级

2020年公司实现三项重要突破: 1) 夯实了与控股股东中建集团体系的合作; 2) 物管业务外拓、政企合作发力; 3) 兴海物联外拓发力。展望"十四五",公司提出了更清晰的五年增长目标(30%+ CAGR),我们认为公司已为加速前行的崭新五年做好了充分的准备,业绩达标的概率相当高。21-23年,我们预计在管面积由 1.82 亿平方米上升至 3.98 亿,3 年 CAGR 30%; 收入由 65.5 亿港元(下同)上升至 158 亿,CAGR 34%; 净利润由 7.0 亿港元增至 16.70 亿元,3 年 CAGR 34%。我们用相对估值法估值,给予 8.76 港元的目标价,对应 23x 的 22 年 PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用 1.5-2.5%的永续增长率,与 13.0-17.0%的 WACC,得出公司的估值区间在 8.76-12.74 港元,目标价处于保守估值区间。目标价对应现价有 20.0%的上升空间,我们给予"买入"评级。

夯实与中建集团的合作基础,协同效应潜力巨大

2020 年,公司与实控人中国建筑集团的合作加速落地: 1)深化与三局项目的物业合作; 2)与中建四局物业形成战略合作; 3)与中建六局达成物业公司股权合作。**公司全年新增第三方合约面积 2837.1 万方,其中 730 万方或 25.6%来自中建及相关单位**。2020 年公司与中建集团的合作实现突破,我们相信为积极的五年规划打下基础; 中国建筑股份(601668 SH)20 年累计房屋施工面积 15.4 亿方,房屋新开工面积 3.4 亿方,公司与中建集团的协同效应潜力巨大。

被市场忽视的的第三方拓展能力

2020 年新增第三方合约面积 2837.1 万方, 其中 2110 万方或 74.4%来自公开市场、中小发展商战略合作获取项目、政企合资/平台公司以及内部推荐。我们认为服务品质是外拓能力的根基,过去 5 年公司对服务品质高度关注,公司根基扎实: 1)客户满意度由 16 年的 61%上升至 92%; 2)2020 年 435 万方在管面积实现提价,较 19 年增 74%, 20 年平均提价升幅为15.46%,提价能力显著提升,体现客户粘性增加。公司的央企背景亦使得公司在与政府平台与政府采购方面具竞争优势。展望"十四五",公司提出关联方与第三方在管面积的比例达1:1 的目标,体现公司亦在战略层面显著提升对外拓的关注。值得注意的是,公司的智慧园区解决运行平台兴海物联于 2020 年亦在外拓实现了突破,2020 年合约中 73%来自外部市场,19%来自中海物业,8%来自关联方,较以往主要依赖中海物业的模式发生了巨大变化,在物联网全面普及的趋势下,兴海物联成长潜力不可小觑。我们预计,随着物管服务与兴海物联外拓能力被验证,公司有望获得进一步估值修复。

风险提示: 1) 外拓节奏不及预期; 2) 增值服务增长不及预期; 3) 人力成本上升超预期主要财务数据(百万港元)(估值更新至 2021 年 4 月 15 日)

年结:12月31日	19 实际	20 实际	21 预测	22 预测	23 预测
总收入	5,466	6,545	8,900	11,869	15,817
增长率	30.8%	19.7%	36.0%	33.4%	33.3%
股东净利润	538	700	938	1,247	1,665
增长率	33.4%	30.2%	34.1%	32.8%	33.6%
每股盈利 (港元)	0.16	0.21	0.29	0.38	0.51
市盈率	44.6	34.3	25.6	19.2	14.4
每股股息(港元)	0.05	0.06	0.09	0.11	0.15
股息率	0.7%	0.9%	1.2%	1.6%	2.1%
每股净资产(港元)	0.46	0.65	0.85	1.12	1.47
市净率	15.8	11.2	8.6	6.5	5.0

来源:公司资料、中泰国际研究部预测

首次覆盖

评级: 买入

目标价: 8.76 港元

股票资料 (更新至 2021 年 4 月 15 日)

 收盘价
 7.30港元

 总市值
 23,994.08百万港元

 流通股比例
 38.82%

 已发行总股本
 3,286.86百万股

 52周价格区间
 3.9-9.36港元

 3个月日均成交额
 114.31百万港元

 主要股东
 中国海外集团(56.02%)

 银乐发展(5.16%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

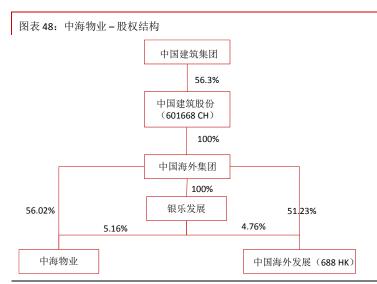
股价走势图 (更新至 2021 年 4 月 15 日)



来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 19/50





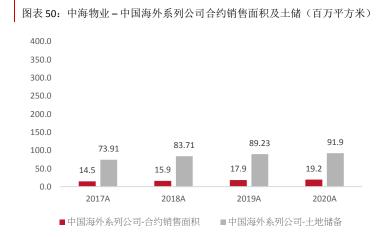




来源:公司资料,中泰国际研究部

来源:公司资料,中泰国际研究部

图表 51: 中海物业 - 在管面积(百万平方米)

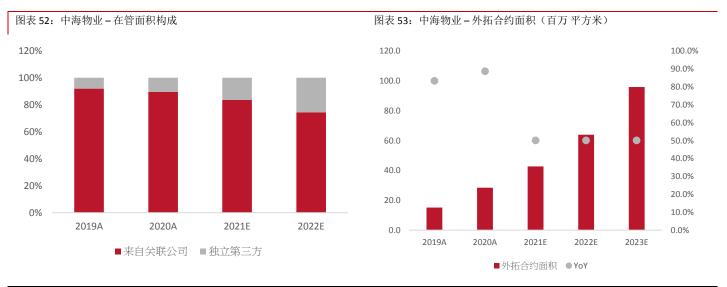


400 40% 350 35% 300 30% 250 25% 200 20% 150 15% 100 10% 50 5% 0 0% 2021E 2022E 2016A 2017A 2018A 2019A 2020A

来源:公司资料,中泰国际研究部

来源:公司资料,中泰国际研究部。在管面积中约 40~50%为酬金制收费

■在管面积 ● YoY



来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

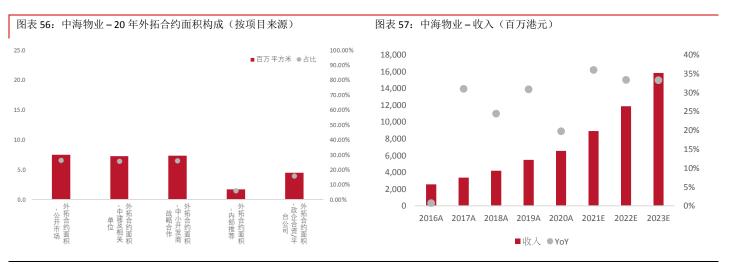
请阅读最后一页的重要声明 页码: 20/50



图表 54: 中海物业 – 外拓合约面积 vs 新增第三方在管面积(百万平方 图表 55: 中海物业 - 20 年外拓合约面积构成 (按项目类型) 米) 120.0 100 00% 95.7 100.0 20.0 80.00% 70.00% 80.0 63.8 61.8 15.0 60.00% 60.0 50.00% 42.6 38.6 10.0 40.00% 40.0 19.3 20.0 7.1 10.00% 0.0 0.00% 2020A 2023E 2021E 2022E 外拓合约面积-住宅 外拓合约面积-商写 外拓合约面积-产业园 外拓合约面积-其他 ■外拓合约面积-第三方 ■净新增在管面积-第三方 ■百万平方米 ●占比

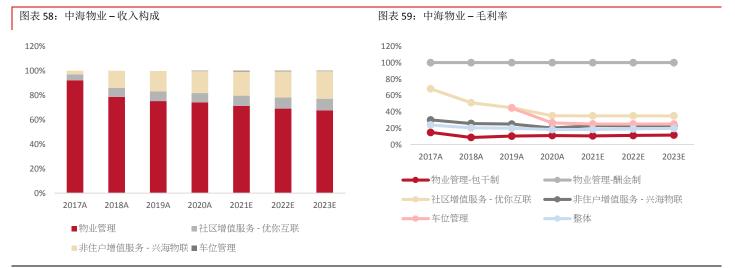
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



来源:公司资料,中泰国际研究部

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

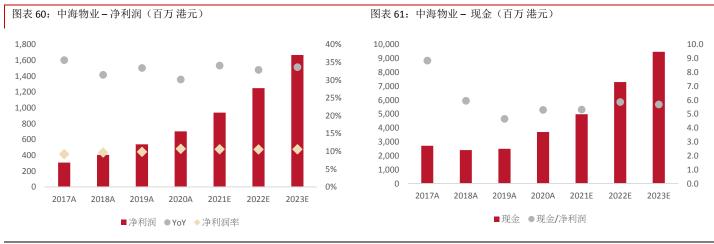


来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 21/50





来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



来源: 彭博, 中泰国际研究部

来源: 彭博, 中泰国际研究部

図主 64	中海物心:	DCF 仕店
1817₹ h 4.	H- 76:47/1 NV •	1)(F 1\(\text{D}\)1\(\text{D}\)

DCF估值	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	永续价值
息税前利润	1,267	1,682	2,247	2,831	3,454	4,075	4,646	5,110	5,366	5,473	
YoY		32.8%	30.0%	26.0%	22.0%	18.0%	14.0%	10.0%	5.0%	2.0%	
加:折旧&摊销	59	71	85	102	122	146	161	177	195	214	
减:所得税	-316	-420	-560	-706	-861	-1,016	-1,159	-1,275	-1,338	-1,365	
加:营运资金变动	445	1,412	989	1,246	1,520	1,794	2,045	2,249	2,362	2,409	
减:资本开支	-128	-161	-202	-203	-248	-293	-334	-367	-385	-393	
自由现金流	1,326	2,585	2,558	3,269	3,986	4,706	5,359	5,895	6,198	6,338	49,728
永续增长率	2.0%		参数	无风险利率		Beta	市场风险	溢价	债务权重		
WACC	15.0%			3.15%		1.4	8.50%		0.00%		
股权价值(港币百万元)	34,068										

股权价值(港币百万元) 股权价值(每股/港币)

10.4

敏感性分析

港币 百万元				WACC		
		13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
	1.50%	12.20	11.12	10.21	9.43	8.76
永续	1.75%	12.33	11.22	10.29	9.49	8.81
增长率	2.00%	12.46	11.32	10.36	9.56	8.86
	2.25%	12.59	11.42	10.45	9.62	8.91
	2.50%	12.74	11.53	10.53	9.69	8.97

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 22 / 50



图表 65: 财务摘要(年结: 12月 31日; 百万港元)

分部	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业管理	4,108	4,857	6,347	8,190	10,686
包干制	3,837	4,576	6,020	7,770	10,139
酬金制	271	282	327	419	547
其他	0	0	0	0	0
社区增值服务 - 优你互联	431	497	745	1,080	1,512
非住户增值服务-兴海物理	917	1,172	1,758	2,549	3,569
车位管理	10	19	50	50	50
总收入	5,466	6,545	8,900	11,869	15,817
利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,466	6,545	8,900	11,869	15,817
服务成本	-4,375	-5,349	-7,263	-9,618	-12,742
毛利	1,090.4	1,195.4	1,636	2,251	3,076
其他收入及受益	66.2	121.2	120	120	120
IP公允价值变动	2.6	-4.8	0	0	0
管理费用	-395.8	-339.6	-489	-688	-949
金融资产减值	-0.9	-38.2	0.00	0.00	0.00
营业利润	762.5	934.1	1,267	1,682	2,247
财务收入/(费用)净额	-2.4	-3.2	-4.1	-5.3	-6.9
JV&ASS0	0.4	0.7	0.9	1.2	1.6
除税前溢利	760.5	931.6	1,264	1,678	2,241
所得税	-216.4	-224.4	-316	-420	-560
减: 少数股东权益	6.3	7.2	9.3	12.1	15.8
应占净利润	537.8	700.0	938.4	1,246.6	1,665.2
股息	-164.3	-210.4	-282	-374	-500
留存收益	373.5	489.6	657	873	1,166
每股基本盈利	0.16	0.21	0.29	0.38	0.51
每股净资产	0.46	0.65	0.85	1.12	1.47
每股股息	0.05	0.06	0.09	0.11	0.15
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
存货	418	606	606	606	606
按金及预付款	97	385	500	650	845
应收账款	766	846	1,351	1,579	2,326
现金及现金等价物	2,496	3,706	4,983	7,295	9,462
其他流动资产	198	194	194	194	194
流动资产合计	3,976	5,736	7,441	10,131	13,240
PP&E	56	68	89	116	150
投资性房产	146	163	211	275	357
应收关联方款项	0	89	89	89	89
其他非流动资产	117	138	138	138	138
资产总计	4,295	6,194	7,968	10,748	13,974
应付账款及其他应付款项	1,746	2,743	3,309	4,705	5,913
客户按金及预收款	740	935	1,377	1,747	2,416
其他流动负债	210	275	357	464	603
流动负债合计	2,696	3,953	5,043	6,916	8,932
银行借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,496	57	74	97	126
负债合计	2,761	4,010	5,118	7,013	9,058
股东应占权益	1,514	2,149	2,806	3,678	4,844
少数股东权益	21	35	45	57	73
股东权益合计	1,535	2,184	2,851	3,735	4,917

现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	2022E
净利润	537.8	700.0	938.4	1,246.6	1,665.2
加回:少数股东权益	6.3	7.2	9.3	12.1	15.8
加回: D&A	40.8	49.0	58.8	70.5	84.7
营运资金增加 (减少)	-296.3	659.1	444.5	1,412.0	988.8
应收账款及按金	-153.4	-367.0	-620.6	-377.9	-942.1
存货	-387.8	-188.1	0.0	0.0	0.0
贸易及其他应付款项	231.0	1,192.2	1,008.1	1,765.7	1,876.6
其他	13.8	22.0	57.0	24.2	54.2
其他经营性现金流	18.6	0.0	0.0	0.0	0.0
经营活动所得现金流	307.2	1,415.3	1,451.1	2,741.3	2,754.4
CFC/net profit	0.6	2.0	1.5	2.2	1.7
资本开支	-36.0	-77.6	-128.1	-160.6	-201.8
出售/(收购)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资	-470.7	0.0	0.0	0.0	0.0
关联方资金往来	0.0	-88.9	0.0	0.0	0.0
其他投资性开支	9.6	124.0	168.0	13.0	-18.0
投资活动所得现金流	-496.5	-40.5	41.5	-145.4	-218.1
股息分派	-138.0	-164.3	-210.4	-281.5	-374.0
发行股票	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
同系附属公司还款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
借款净增加(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资性开支	-15.8	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动所得现金流	-153.9	-164.3	-210.4	-281.5	-374.0
总现金流	-343.2	1,210.5	1,282.2	2,314.3	2,162.3

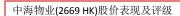
重要指标 2019A 2020A 2021E 2022E 增长率: 收入 30.8% 19.7% 36.0% 33.4% 物业管理 25.1% 18.2% 30.7% 29.0%	33.3% 30.5% 40.0%
物业管理 25.1% 18.2% 30.7% 29.0%	30.5% 40.0%
10 at 1 at	40.0%
社区增值服务 - 优你互联 38.2% 15.2% 50.0% 45.0%	40.0%
非住户增值服务 - 兴海物联 57.4% 27.8% 50.0% 45.0%	10.070
车位管理 0.0% 100.6% 158.4% 0.0%	0.0%
应占净利润 33.4% 30.2% 34.1% 32.8%	33.6%
每股基本盈利 33.4% 30.2% 34.1% 32.8%	33.6%
<u>盈利能力</u> :	
毛利率 20.0% 18.3% 18.4% 19.0%	19.4%
应占净利润率 9.8% 10.7% 10.5% 10.5%	10.5%
SG&A/收入 -7.2% -5.5% -5.8%	-6.0%
ROE 40.3% 37.6% 37.3% 37.9%	38.5%
ROA 13.7% 13.3% 13.3% 13.3%	13.5%
周转天数:	
应收账款周转天数 44.7 44.3 44.4 44.4	44.4
应付账款周转天数 138.0 151.1 150.0 150.0	150.0
其他:	
股息分派率 30.6% 30.1% 30.0% 30.0%	30.0%

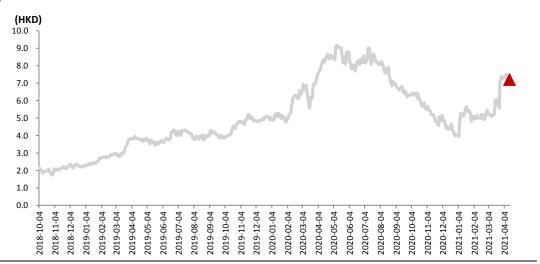
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 23/50



历史建议和目标价





来源:彭博,中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021-04-16	7.30	买入(首次覆盖))	HK\$8.76

请阅读最后一页的重要声明 页码: 24/50



新城悦服务(1755 HK):全面发展的优质中型物管企业

首次覆盖,给予32.00港元的目标价与"买入"评级

在中型物管企业中,新城悦服务在关联企业支持、外拓、收并购能力三个维度均具备较强竞争力;19-20年公司在社区增值服务亦实现了跨越式发展,我们认为公司有望持续实现较快规模及利润增长。展望21-23年,我们预计公司在管面积由1亿平增至2.8亿,3年CAGR40%;收入由28.7亿元人民币(下同)增至73.3亿元,CAGR37%;应占净利润由4.5亿增至23年的13.2亿元,CAGR43%。我们用相对估值法估值,给予32.00港元的目标价,对应25x的22年PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用1.5-2.5%的永续增长率,与13.0-17.0%的WACC,得出公司的估值区间在26.8-39.1港元,目标价位于合理估值区间。目标价对应现价有26.5%的上升空间,我们给予"买入"评级。

新城控股土储能力突出,新城悦外拓能力快速提升

新城控股为新城悦服务快速发展"保驾护航" 截止 20 年末,新城控股拥有总土储 1.43 亿平方米,按面积计排行全国第五; 21 年计划竣工 4,310 万平方米; 截止 20 年末,满足三条红线中的两条红线要求,并于 20 年 12 月与 21 年 1 月,被惠誉与穆迪上调评级至 BB+与 Ba1。整体土储及财务水平均属行业较优水平,我们认为土储优势可以延续。值得注意的是,过去两年公司外拓能力快速提升。20 年通过第三方外拓新增合约面积 1,900 万方,对总新增合约面积的贡献达 35%(vs 19 年: 25%),其中 70%+为新盘项目。

社区增值服务实现跨越式发展

公司来自社区增值服务的收入由 18 年的 4800 万增至 20 年的 5.0 亿, 2 年 CAGR 222%,对收入贡献由 4.2%上升至 17.4%;其中非周期业务(公共资源管理/线上零售/团膳/设施设备管理)占社区增值服务总收入的比重达 51.2%;毛利率 43%;单方社区增值服务收入由 18 年的 1.2 元/平上升至 20 年的 6.2 元/平,未来仍有较大上升空间。我们认为 1)战略层面的重视 2)深耕长三角的布局(60.9%的在管面积)将持续支持公司社区增值服务快速增长。

交易流动性显著改善

3月15日公司被纳入深港通交易标的;3月23日公司宣布完成配股,大股东持股由配股前的73.09%下降至68.89%,公司持股结构更加合理;配股融资额约10亿港元,配股后预计公司在手现金进一步上升至约27亿人民币。

风险提示: 1) 外拓节奏不及预期; 2) 增值服务增长不及预期; 3) 人力成本上升超预期主要财务数据(百万人民币)(估值更新至2021年4月15日)

年结:12月31日	19A	20A	21E	22E	23E
总收入	2,024	2,866	4,009	5,444	7,325
增长率	72.5%	41.6%	39.9%	35.8%	34.5%
股东净利润	282	452	642	925	1,315
增长率	85.3%	60.4%	42.0%	44.0%	42.1%
每股盈利 (人民币)	0.34	0.55	0.74	1.06	1.51
市盈率	63.0	38.9	28.7	20.2	14.2
每股股息(人民币)	0.18	0.28	0.37	0.53	0.75
股息率	0.8%	1.3%	1.7%	2.5%	3.5%
每股净资产(人民币)	1.13	1.56	2.83	3.36	4.12
市净率	19.0	13.7	7.6	6.4	5.2

来源:公司资料、中泰国际研究部预测

首次覆盖

评级: 买入

目标价: 32.00 港元

股票资料 (更新至 2021 年 4 月 15 日)

收盘价	25.80 港元
总市值	22,478.51 百万港元
流通股比例	30.33 %
已发行总股本	871.26 百万股
52 周价格区间	15.615-27.8 港元
3 个月日均成交额	110.16 百万股
主要股东	王振华(73.17%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

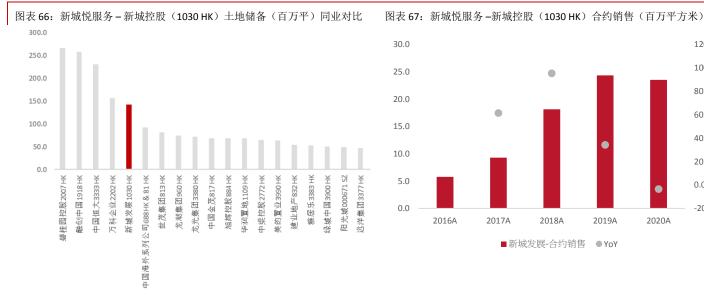
股价走势图 (更新至 2021 年 4 月 15 日)

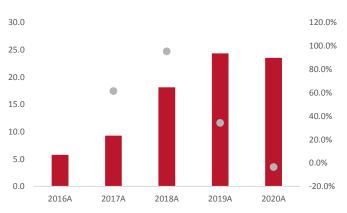


来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 25/50



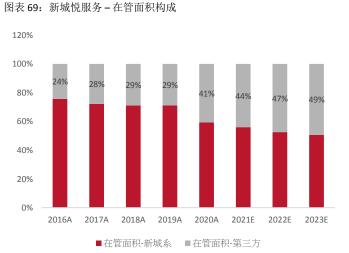




■新城发展-合约销售 ●YoY

来源:公司资料,中泰国际研究部。^万科、碧桂园、阳光城为20年年中数 来源:公司资料,中泰国际研究部





来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



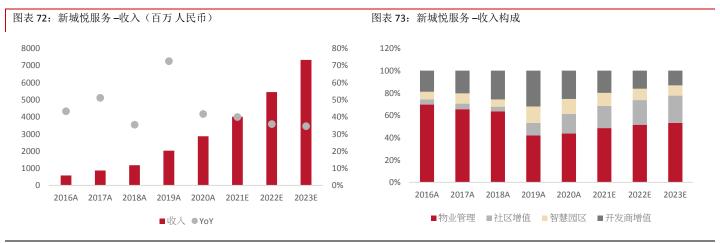


来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

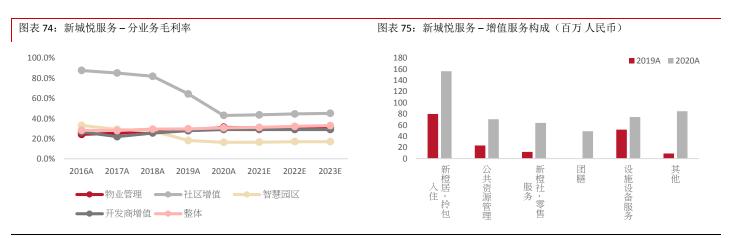
请阅读最后一页的重要声明 页码: 26 / 50





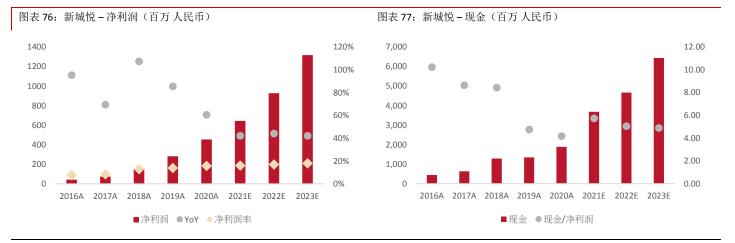
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



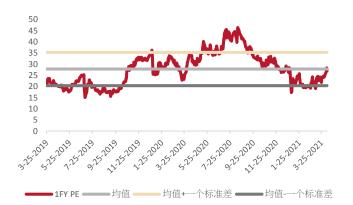
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

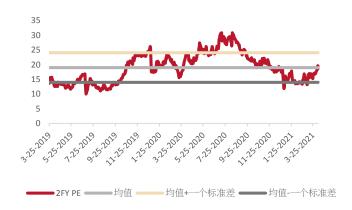
请阅读最后一页的重要声明 页码: 27/50



图表 78: 新城悦服务 -1 年远期 PE



图表 79: 新城悦服务 - 2 年远期 PE



来源:彭博,中泰国际研究部

来源: 彭博, 中泰国际研究部

图表 80: 新城悦服务: DCF 估值

DCF估值	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	永续价值
息税前利润	861	1,250	1,777	2,221	2,643	3,066	3,465	3,811	4,078	4,241	
YoY		45.1%	42.2%	25.0%	19.0%	16.0%	13.0%	10.0%	7.0%	4.0%	
加:折旧&摊销	20	26	34	41	49	59	65	71	78	86	
减: 所得税	(204)	(294)	(417)	(521)	(620)	(719)	(813)	(894)	(956)	(995)	
加: 营运资金变动	314	113	430	538	640	743	839	923	988	1,027	
减: 资本开支	(6)	(8)	(10)	(13)	(15)	(17)	(19)	(21)	(23)	(24)	
自由现金流	985	1,087	1,815	2,267	2,698	3,131	3,536	3,890	4,164	4,336	34,019
永续增长率	2.0%		参数	无风险利	率	Beta	市场风险	溢价			
WACC	15.0%			3.15%		1.4	8.50%				

敏感性分析

港元/股				WACC		
		13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
	1.5%	37.4	34.1	31.3	28.9	26.8
永续	1.8%	37.8	34.4	31.5	29.1	27.0
增长率	2.0%	38.2	34.7	31.7	29.2	27.1
	2.3%	38.6	35.0	32.0	29.5	27.3
	2.5%	39.1	35.4	32.3	29.7	27.4

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 28/50



来自新城 独立第三方 社区增值 智慧园区 开发商增值 总收入 2, 利润表 20: 营业收入 2 营业收入 2 1 1 2 2 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	849 658 191 228 300 648 2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6 -10 375	1,255 906 343 498 389 725 2,866 2020A 2866 -1986 881 -23 -258 63	1,949 1,309 640 796 467 797 4,009 2021E 4,009 -2,760 1,249	2,813 1,809 1,004 1,194 560 877 5,444 2022E 5,444 -3,697	3,896 2,422 1,474 1,792 672 965 7,325 2022E	净利润 加回:少数股东权益 加回:D&A 营运资金增加(减少) 应收账款 预付款项、按金及其他 存货 应付账款 其他经营性现金流 经营活动所得现金流	282 20 6 219 -270 -11 1 498 18	452 37 16 124 -94 -136 -7 361 158	642 40 20 314 -153 -24 0 491 -25	925 60 26 113 -157 -176 0 446	1,31 8 3 43 -24
独立第三方 社区增值 智慧园区 开发商增值 記收入 2, 利润表 20: 营业收入 2 医务成本 -1 毛利 背售费用 管理费用 其他收入 其他收入 其他收入 其他收入 其他收入 其他收入 其他收入 其他收入	191 228 300 648 2,024 019A 2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6	343 498 389 725 2,866 2020A 2866 -1986 881 -23 -258	640 796 467 797 4,009 2021E 4,009 -2,760	1,004 1,194 560 877 5,444 2022E 5,444 -3,697	1,474 1,792 672 965 7,325 2022E	加回: D&A 营运资金增加(减少) 应收账款 预付款项、按金及其他 存货 应付账款 其他经营性现金流	6 219 -270 -11 1 498 18	16 124 -94 -136 -7 361	20 314 -153 -24 0 491	26 113 -157 -176 0 446	-24 -9
社区增值智慧园区 开发商增值 这收入 2, 利润表 203 营业收入 2, 利润表 203 营业收入 2, 对润表 15利 销售费用 管理费用 - 转他收入 转他费用 转他收入及收益,净额 验融资产减值 营业利润 对务收入/(费用)净额 余税前溢利 后得税 或: 少数股东权益 立占净利润 处息 图存收益 服股基本盈利 原股基本盈利	228 300 648 2,024 019A 2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6	498 389 725 2,866 2020A 2866 -1986 881 -23 -258	796 467 797 4,009 2021E 4,009 -2,760	1,194 560 877 5,444 2022E 5,444 -3,697	1,792 672 965 7,325 2022E	营运资金增加(减少) 应收账款 预付款项、按金及其他 存货 应付账款 其他经营性现金流	219 -270 -11 1 498 18	-94 -136 -7 361	-153 -24 0 491	-157 -176 0 446	-24 -9
智慧园区 开发商增值 2.收入 2. 引润表 20: 营业收入 2. 营业收入 2. 营业收入 3. 营业收入 4. 是务成本 -1 营理费用 -1 电性收入及收益,净额 验融资产减值 营业利润 结务收入/(费用)/净额 余税前溢利 后得税 或:少数股东权益 这占净利润 及息 -8 8存收益 品股基本盈利 6. 品股净资产 1.	300 648 2,024 2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6	389 725 2,866 2020A 2866 -1986 881 -23 -258	467 797 4,009 2021E 4,009 -2,760	560 877 5,444 2022E 5,444 -3,697	672 965 7,325 2022E 7,325	应收账款 预付款项、按金及其他 存货 应付账款 其他经营性现金流	-270 -11 1 498 18	-94 -136 -7 361	-153 -24 0 491	-157 -176 0 446	-24
开发商增值	648 2,024 2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6	725 2,866 2020A 2866 -1986 881 -23 -258	797 4,009 2021E 4,009 -2,760	877 5,444 2022E 5,444 -3,697	965 7,325 2022E 7,325	预付款项、按金及其他 存货 应付账款 其他经营性现金流	-11 1 498 18	-136 -7 361	-24 0 491	-176 0 446	
2 (2 (2 (2 (2 (2 (2 (2 (2 (2 (2 (2 (2 (2	2,024 2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6 -10	2,866 2020A 2866 -1986 881 -23 -258	4,009 2021E 4,009 -2,760	5,444 2022E 5,444 -3,697	7,325 2022E 7,325	存货 应付账款 <u>其他经营性现金流</u>	1 498 18	-7 361	0 491	0 446	-
1	2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6 -1	2866 -1986 881 -23 -258	2021E 4,009 -2,760	2022E 5,444 -3,697	2022E 7,325	应付账款 其他经营性现金流	498 18	361	491	446	
 紅收入 2 2 2 3 3 4 5 4 5 4 5 4 5 4 4 5 4 4 5 4 5 6 6 7 7 8 8 9 9<td>2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6</td><td>2866 -1986 881 -23 -258</td><td>4,009 -2,760</td><td>5,444 -3,697</td><td>7,325</td><td>其他经营性现金流</td><td>18</td><td></td><td></td><td></td><td></td>	2024 1424 600 -11 -234 26 -1 6	2866 -1986 881 -23 -258	4,009 -2,760	5,444 -3,697	7,325	其他经营性现金流	18				
45 成本 -1 15 利 16 售费用 15 理费用	1424 600 -11 -234 26 -1 6	-1986 881 -23 -258	-2,760	-3,697				158	-25		7
45 成本 -1 15 利 16 售费用 15 理费用	1424 600 -11 -234 26 -1 6	-1986 881 -23 -258	-2,760	-3,697		经营活动所得现金流			20	-22	
当 当 生 き 生 き 生 き 生 他 し 大 し し た し し し し し し し し し し し し し	600 -11 -234 26 -1 6 -10	-23 -258					545	787	991	1,103	1,7
 (主要用) (主要用) (主要用) (主を力) <	-11 -234 26 -1 6	-23 -258			-4,917	资本开支	-4	-5	-6	-8	
当售费用	-234 26 -1 6 -10	-258		1,747	2,408	出售/(收购)	0	-168	-33	0	
 は他收入 は他收入 は他收入及收益,净额 融资产减值 なりの は他收入及收益,净额 は他收入/(费用)净额 は分前溢利 行得税 は、少数股东权益 ならか利润 し息 おおいます。 おおいますす。 おおいますす。 おおいますがます。 おおいますます。 おおいますます。 おおいますする。 おおいますがまする。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますますます。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますする。 おおいますますますますます。 おおい	-234 26 -1 6 -10	-258			,	投资	-274	0	0	0	
t他收入 t他费用 t他收入及收益,净额 s融资产减值 f业利润 扩 外前溢利 行得税 1. 少数股东权益 1. 少数股东权益 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1.	26 -1 6 -10		-361	-463	-586	其他投资性开支	15	0	0	0	
其他费用 其他收入及收益,净额	-1 6 -10	05	0.00	0.00	0.00	投资活动所得现金流	-264	-173	-39	-8	
 (地收入及收益,浄额 (計量) (計量) (計量) (計量) (計量) (計量) (計量) (計量)	6 -10	-4	0.00	0.00	0.00						
融资产减值 「 シル利润 対务收入/(费用))净额 統税前溢利 (得税 1、・少数股东权益 Z 占净利润 投息 1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1・1	-10	-23	0.00	0.00	0.00	股息分派	-82	-144	-226	-321	-4
ド业利润 対务收入/(费用))净额 統 税前溢利 (得税 式: 少数股东权益 江 占净利润 投息 3 存收益		-21	-26.76	-34.78	-45.22	发行股票	0	0	863	0	
才务收入/(费用)净额 条税前溢利 所得税 或: 少数股东权益 或占净利润 及息	3/3	614				回购股票	-112	0	0	0	
株税前溢利 行得税 成: 少数股东权益 以占净利润 及 占净利润 股息 2存收益 野股基本盈利 5股净资产			861	1,250	1,777	借款净增加(减少)	0	0	0	0	
所得税 或: 少数股东权益 攻占净利润 及島 召存收益 毎股基本盈利 「最股净资产	17	22	25	30	35	股东注资	0	0	0	0	
成: 少数股东权益位占净利润股息四百个收益日报基本盈利日报净资产1	392	636	886	1,280	1,812	其他融资性开支	-31	73	203	209	4
拉占净利润 及息 - 留存收益 弱股基本盈利 (新版)	-90	-147	-204	-294	-417	融资活动所得现金流	-225	-71	840	-112	-
程存收益 p股基本盈利 p股净资产	20	37	40	60	80	融负值例则待戏金派	-223	-/ 1	040	-112	
宿存收益 原股基本盈利 (原股净资产	282	452	642	925	1,315	#ma **	50	540	4700	000	4-
原股基本盈利 (原股净资产 1	-144	-226	-321	-463	-658	总现金流	56	543	1793	983	17
F股净资产 1	138	227	321	463	658						
	0.34	0.55	0.74	1.06	1.51						
=00.00.白	1.13	1.56	2.83	3.36	4.12						
再股股息 (0.18	0.28	0.37	0.53	0.75						
8产负债表 20:	019A	2020A	2021E	2022E	2022E	重要指标	2019A	2020A	2021E	2022E	202
字 货	11	18	18	18	18	增长率:					
合约资产	131	247	314	448	577	收入	72.5%	41.6%	39.9%	35.8%	34.
安公允价值计入损益的资产	208	245	245	245	245	物业管理	16.0%	47.8%	0.0%	0.0%	0.
贸易应收款项	263	357	509	667	916	社区增值	267.7%	182.6%	60.0%	50.0%	50.
顶付款项、按金及其他应收 影	100	237	261	436	531	智慧园区	263.1%	10.7%	20.0%	20.0%	20.
见金及现金等价物 1,	,339	1,882	3,675	4,658	6,429	开发商增值	118.3%	11.9%	10.0%	10.0%	10.
	2,052	2,985	5,021	6,472	8,715	应占净利润	85.3%	60.4%	42.0%	44.0%	42.
P&E	9	14	14	14	14	每股基本盈利	41.7%	61.8%	35.4%	42.6%	42.
· 使用权资产	11	10	10	10	10	- JIX	12.770	01.070	55.170	12.070	
- 形次文/ - 形资产	12	197	197	197	197	<u>盈利能力</u> :					
600000 6延所得税资产	40	58	58	58	58	<u>無行能力</u> 。 毛利率	29.6%	30.7%	31.2%	32.1%	32.
安全 安全	4	8	8	8	8	应占净利润率					
x並 安公允价值计入其他全面收 <i>入</i>	2	1	1	1			13.9%	15.8%	16.0%	17.0%	18.
					1	SG&A/收入	-12.1%	-9.8%	-9.0%	-8.5%	-8.
安公允价值计入损益的资产	70	40	40	40	40	ROE	30.6%	38.1%	32.1%	32.8%	38
其他非流动资产	0	0	0	0	0	ROA	15.0%	16.4%	14.8%	15.2%	16
8产总计 2	2200	3314	5,350	6,800	9,044	田# * 工 * * ·					
7.8.7.世孙庆 <i>任物</i> 年			4.65-	2	2	<u>周转天数:</u>					
	774	1,135	1,625	2,071	2,845	应收账款周转天数	17	21	22	23	
	441	722	1,083	1,624	2,436	应付账款周转天数	150	173	180	180	
	,215	1,856	2,708	3,696	5,281						
<u> </u>	18	48	48	48	48						
负债合计 1,	,233	1,904	2,756	3,744	5,329	<u>其他:</u>					
						股息分派率	51.2%	49.9%	50.0%	50.0%	50
设东应占权益	924	1,282	2,466	2,929	3,587						
少数股东权益	43	128	128	128	128						

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 29 / 50



历史建议和目标价

新城悦服务 (1755 HK)股价表现及评级



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021-4-16	25.80	买入(首次覆盖)	HK\$32.00

请阅读最后一页的重要声明 页码: 30/50



宝龙商业(9909 HK): 未来三年成长路径清晰

重申 32.8 港元的目标价与"买入"评级

2020 年公司财报业绩扎实, 21-23 年规划清晰, CEO 陈德力先生 20 年 6 月加入公司,管理层已顺利完成调整期;随着疫情受控,相信 21 年公司将驶入发展快车道。我们重申 32.80 港元的目标价,对应 40x/28x的 21 年/22 年 PE。目标价对前收市价有 25.7%的上升空间,我们重申 "买入"评级。

2020年应占净利润同比增70.8%,商业出租率进一步提升

公司财务数据方面 公司 2020 年收入同比增 18.6%至 19.2 亿元人民币(下同),与我们的预期基本一致;其中商业运营管理与住宅管理板块分别同比增 17.1% / 25.6% 至 15.6 亿 /3.6 亿元;应占净利润同比增 70.8%至 3.05 亿元,较我们的预期高 8.6%;应占净利润率由 19 年的 11%显著提升至 20 年的 15.9%,主要由于:1)受惠于增值服务占比提升及有效的成本管控,毛利率由 19 年的 26.4%上升至 20 年的 30.9%;2)SG&A 占收入比重由 19 年的 9.8%下降至 20 年的 8.9%。全年经营性现金流同比增 48.9%至 7.95 亿元。现金同比增 31.8%至 34.5 亿元。**商业运营方面** 公司 20 年新开业 9 个商场,截止 20 年底,商业在管面积达 857.3 万平方米;20 年新签约 33 个项目,总建面 248 万方,其中有 4 个独立第三方项目;20 年底商场出租率达 89.9%,较 19 年底的 89.4%进一步提升;我们计算单位平均面积商业运营收入由 19 年的 12.31 元/平/月上升至 20 年的 12.48 元/平/月。2020 年,商业管理行业受到来自疫情的严峻挑战,公司的开业及外拓节奏略低于预期,然而运营效率进一步提升,验证了公司的管理能力。住宅管理方面 截止 20 年底,在管面积/合约面积达 1440 万/2322 万平,同比增 25.2%/19.1%;增值服务占住宅管理收入比重由去年的 17.5%上升至 20.2%;分部毛利率由 19 年的 12.9%显著上升至 20 年的 23.1%。

管理层公布未来三年发展路径及经营目标

2020 年公司着力于"保开业、去空铺、调结构"; CEO 陈德力在业绩会上宣布了清晰的三年发展规划: 1) 21 年提经营、强系统、优团队; 2) 22 年精服务、扩规模、树标杆; 3) 23 年兴科技、建生态、领行业。3 年后目标: 1) 商业出租率超 95%, 开业面积超 1500 万方(3 年 CAGR 20.3%+),长三角规模排名行业前三; 2) 住宅合约面积超 5000 万方(3 年 CAGR 29.1%+),毛利率提升至 25%+(vs 20 年 23.1%),增值服务收入占比超 40%。管理层目标明确务实,过往执行能力持续得到验证,我们看好公司发展。

风险提示: (一)人民币汇率波动加剧; (二)疫情控制低于预期;

主要财务数据(百万人民币)(估值更新至2021年4月15日)

年结:12月31日	19 实际	20 实际	21 预测	22 预测	23 预测
总收入	1,620	1,921	2,621	3,542	4,418
增长率	35.00%	18.60%	36.40%	35.10%	24.70%
股东应占净利润	179	305	430	615	832
增长率	34.0%	70.7%	41.0%	43.0%	35.3%
每股盈利 (人民币)	0.44	0.49	0.68	0.97	1.32
市盈率	49.2	44.2	31.9	22.3	16.4
每股股息(人民币)	0.17	0.24	0.34	0.49	0.66
股息率	0.5%	1.1%	1.6%	2.3%	3.0%
每股净资产(人民币)	2.65	3.4	3.74	4.23	4.89
市净率	8.2	6.4	5.8	5.1	4.4

来源:公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

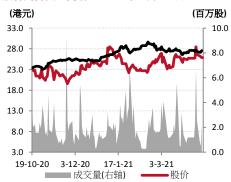
目标价: 32.80 港元

股票资料 (更新至 2021 年 4 月 15 日)

收盘价	26.10 港元
总市值	16,808.40 百万港元
流通股比例	22.81 %
已发行总股本	644.00 百万股
52 周价格区间	11.52-29.95 港元
3个月日均成交额	54.11 百万港元
主要股东	宝龙地产(62.89%)
	许华芳(6.99%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

股价走势图 (更新至 2021 年 4 月 15 日)



来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 31/50



图表 82:	财务摘要	(年结:	12月31日:	人民币百万人民币)

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
营业收入	1,620	1,921	2,621	3,542	4,418
服务成本	-1,192	-1,327	-1,805	-2,410	-2,962
毛利	428	595	816	1,132	1,456
销售费用	-42	-36	-249	-319	-353
管理费用	-117	-134	-249	-519	-333
其他收入及收益,净额	17.30	32.60	0.00	0.00	0.00
金融资产减值	-7.24	-22.80	0.00	0.00	0.00
营业利润	279	434	567	813	1,102
财务收入/(费用)净额	-32	-11	11	12	14
应占共同控制实体损益	0	-3	0	0	0
除税前溢利	247	420	578	825	1,116
所得税	-69	-113	-144	-206	-279
净利润(含少数股东权益)	179	307	433	619	837
少数股东权益	0	2	3	4	5
应占净利润	179	305	430	615	832
股息	-103	-153	-215	-308	-416
已发行普通股加权平均数	406	621	633	633	633
已发行普通股期末数	600	633	633	633	633
每股基本盈利	0.44	0.49	0.68	0.97	1.32
每股净资产	2.65	3.40	3.74	4.23	4.89
每股股息	0.17	0.24	0.34	0.49	0.66

现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	2022E
除所得税前利润	247	420	578	825	1,116
调整	7	-45	-6	-32	-43
营运资金变动	136	233	52	-68	49
其他	143	299	155	391	126
已付所得税	-69	-113	-144	-206	-279
经营现金流	534	795	634	911	970
购买物业及设备	-6	-3	-110	-20	0
出售物业及设备	137	0	0	0	0
与来往关联方款项	432	0	0	0	0
其他	139	-301	-60	-100	0
投资现金流	702	-304	-170	-120	0
发行股份	1,277	246	0	0	0
净借款所得	-267	0	0	0	0
股息		-103	-153	-215	-308
其他	-182	199	0	0	0
融资现金流	827	342	-153	-215	-308
现金及现金等价物增加	2,063	833	311	575	662
期初现金及现金等价物	1,040	2,616	3,450	3,761	4,336
期末现金及现金等价物	2,616	3,449	3,760	4,336	4,998

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
资产总计	3,091	4,520	4,972	5,724	6,430
非流动资产合计	267	801	914	934	934
固定资产-物业及设备	7	10	120	140	140
投资性房地产	207	688	688	688	688
递延所得税资产-非流运	48	75	75	75	75
受限制现金-非流动资产	0	0	0	0	0
于合营公司的投资-非流	5	3	5	5	5
按公允值计入损益的金	0	0	0	0	0
无形资产	0	5	5	5	5
商誉	0	21	21	21	21
流动资产合计	2,824	3,719	4,058	4,790	5,496
应收贸易款和应收票据	114	162	158	274	265
其他应收及预付款项-%	91	105	136	177	230
可收回所得税	3	3	3	3	3
受限制现金	0	1	1	1	1
货币资金	2,616	3,449	3,761	4,336	4,998
负债合计	1,504	2,355	2,580	3,024	3,314
非流动负债合计	190	666	666	666	666
流动负债合计	1,313	1,689	1914	2358	2648
贸易应付款	90	120	168	217	257
其他应付款	673	940	1129	1354	1625
承租人墊款	27	15	15	15	15
即期所得稅負債	34	101	101	101	101
借貸	-	-	0	0	0
租賃負債	226	202	170	137	106
合同負債	263	309	330	534	544
股东权益合计	1,587	2,166	2,392	2,700	3,116
股本及股本溢价	1,237	1,479	1,479	1,479	1,479
其他储备	22	42	42	42	42
留存收益	328	632	847	1,154	1,570
就股份奖励计划而持有的	股份	0			
少数股东权益	0	13	24	24	24

重要指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
增长率:					
收入	35.0%	18.6%	36.4%	35.1%	24.7%
应占净利润	34.0%	70.7%	41.0%	43.0%	35.3%
每股基本盈利	33.9%	11.6%	38.4%	43.0%	35.3%
盈利能力:					
無利能力: 手利率	26 40/	20.00/	24.40/	22.00/	22.00/
0.5.	26.4%	30.9%	31.1%	32.0%	32.9%
应占核心净利润率	12.8%	16.9%	16.4%	17.4%	18.8%
SG&A/收入	-9.8%	-8.9%	-9.5%	-9.0%	-8.0%
ROE	19.7%	16.3%	18.9%	24.2%	28.6%
ROA	6.8%	8.0%	9.1%	11.5%	13.7%
周转天数:					
7.5117 1201	22	26	22		22
应收账款周转天数	22	26	22	22	22
应付账款周转天数	25	29	29	29	29
合同负债/收入	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
其他:					
股息分派率	-57.8%	-50.0%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
胶总分冰率	-57.8%	-50.0%	-50.0%	-50.0%	-50.0%

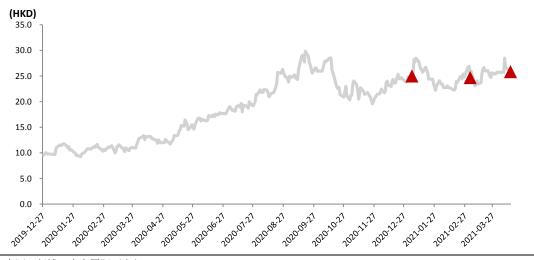
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 32/50



历史建议和目标价

宝龙商业 (9909 HK)股价表现及评级



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021-1-4	24.80	买入	HK\$32.10
2	2021-3-4	26.90	买入(上调目标价)	HK\$32.80
3	2021-4-16	26.10	买入	HK\$32.80

请阅读最后一页的重要声明 页码: 33/50



时代邻里(9928 HK):外拓与社区增值服务发力

重申 11.24 港元的目标价与买入评级

20 年业绩增长超预期,在新的战略指引下,我们预计公司的增长质量将持续提升。我们重申目标价 11.24 港元,对应 22x/15x 的 21 年/22 年 PE。目标价对前收市价有 100%的上升空间,我们重申"买入"评级。

2020年应占核心净利润同比增94%,外拓与增值服务发展亮眼

公司财务数据方面 公司 2020 年收入同比增 63%至 17.6 亿元人民币(下同),略低于我们的预期;其中物业管理服务/非业主增值服务/社区增值服务/专业服务收入分别同比增 48.9% / 53.3% /135.2% /187.3%至 10.1 亿 /4.2 亿 /1.9 亿 /1.4 亿元,社区增值服务占收入比首次突破 10%;应占核心净利润同比增 93.7%至 2.33 亿元,较我们的预期/公司目标高 7.7% /5.9%;应占净利润率由 19 年的 11.1% 显著提升至 20 年的 13.2%,主要由于:1)受惠于单价提升、成本管控与高毛利收入占比提升,整体毛利率由 19 年的 28.2% 上升至 20 年的 30.2%; 2) SG&A 占收入比重由 19 年的 11.6%下降至 20 年的 11.0%。运营方面 公司合约面积(不含城市公服)同比新增3,465 万平方米或 64.3%,达 8,170 万平方米,新增面积中,时代中国交付/自主外拓/收购(浩晴、耀城、科箭)分别贡献了 11.0% /25.6% /63.4%,外拓对增长贡献显著提升。公司在管面积(不含城市公服)同比增 79.1%达到 68.8 万平方米,按物业类型,非住宅面积占比 68.3%;按区域,粤港澳大湾区面积占比 66.1%。管理费收缴率由 19 年的 90%上升至 20 年的 93%。

坚持"4321"核心战略,推动高质量增长

在业绩会上,公司宣布了<u>"4321"核心战略</u>: 1) 深耕大湾区、长三角、成渝和华中<u>四</u>大核心城市群; 2) 布局住宅、产业和政府公建三大核心业态; 3) 实现物管服务+社区增值服务<u>两</u>大核心增长点; 4) 建立一个全生命周期的"科技+服务"平台。在规模扩张与增长质量的目标上,公司提出: 1) 20-23 年应占核心净利润达到 50%+的三年 CAGR; 2) 2021 年/2022 年新增3800 万/4600 万方的第三方合约面积(vs 2020:3000 万方),项目投拓与项目并购的比例上升为 5/5 和 6/4(vs 2020:7/3); 3) 2024 年社区增值服务占收入比重提升至 25%以上。<u>我们看好公司清晰的发展战略与推动高质量增长的决心</u>。

风险提示: (一) 市场利率大幅上升; (二) 公司规模扩张不及预期;

主要财务数据(百万人民币)(估值更新至2021年04月15日)

年结:12月31日	19 实际	20 实际	21 预测	22 预测	23 预测
总收入	1,081	1,758	2,883	4,032	5,222
增长率	55.4%	62.6%	63.9%	39.9%	29.5%
股东应占净利润	120	233	416	613	800
增长率	89.0%	93.7%	78.8%	47.4%	30.6%
每股盈利(人民币)	0.13	0.25	0.42	0.62	0.81
市盈率	35.9x	18.7x	11.1x	7.5x	5.7x
每股股息(人民币)	0.03	0.07	0.13	0.19	0.24
股息率	0.7%	1.5%	2.7%	4.0%	5.2%
每股净资产(人民币)	0.99	1.75	2.04	2.48	3.04
市净率	4.7x	2.7x	2.3x	1.9x	1.5x

来源:公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

目标价: 11.24 港元

股票资料(更新至 2021 年 4 月 15 日)

收盘价	5.75 港元
总市值	5,667.62 百万港元
流通股比例	48.71 %
已发行总股本	985.67 百万股
52 周价格区间	5.42-13.74 港元
3 个月日均成交额	43.23 百万港元
主要股东	岑钊雄(46.85%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

股价走势图 (更新至 2021 年 4 月 15 日)



来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 34/50



	图表 83: 财务摘要(年结: 12 月 31 日; 人民币千元)										
利润表	19A	20A	21E	22E	23E	现金流量表	19A	20E	21E	22E	23E
营业收入	1,081,341	1,758,427	2,882,576	4,031,961	5,222,227	除税前(亏损)/溢利	135,538	316,739	587,596	857,668	1,114,424
销售成本	(776,044)	(1,227,379)	(2,000,569)	(2,763,114)	(3,575,400)	财务费用	13,539	8,321	9,153	10,984	13,180
毛利	305,297	531,048	882,007	1,268,847	1,646,827	应占联营公司之 溢利/亏损	(3,393)	(2,101)	(3,000)	(3,000)	-3,000
其他收入及收益,净额	6,078	23,546	0	0	0	银行利息收入	(1,011)	0	0	0	0
销售费用	(10,380)	(46,885)	(28,826)	(40,320)	(52,222)	折旧与摊销	15,837	0	0	0	0
管理费用	(124,945)	(180,274)	(259,432)	(362,877)	(470,000)	其他调整	962	0	0	0	0
金融资产减值	(3,473)	(2,154)	0	0	0	营运资本变动	(984,760)	(121,886)	380,355	(124,463)	431,464
其他支出-其他	(26,893)	(2,322)	0	0	0	经营活动之现金	(823,288)	201,073	974,104	741,188	1,556,068
财务收入/(费用)净额	(13,539)	(8,321)	(9,153)	(10,984)	(13,180)	已付所得税	(33,763)	(79,865)	(157,841)	(230,760)	-300,084
应占联营公司损益	3,393	2,101	3,000	3,000	3,000	经营活动产生的 现金流量净额	(857,051)	121,208	816,263	510,428	1,255,983
除税前溢利	135,538	316,739	587,596	857,668	1,114,424	投资活动产生的现金流量净额	1,660,626	(666,372)	(43,177)	(181,925)	-234,850
所得税	(40,214)	(79,865)	(157,841)	(230,760)	(300,084)	筹资活动产生的 现金流量净额	(1,010,517)	621,696	(133,890)	(194,866)	-253,293
净利润(含少数股东权益)	95,324	236,874	429,755	626,907	814,339	现金及现金等价 物净增加额	(206,942)	76,532	639,197	133,636	767,840
核心应占净利润	120,067	232,600	415,790	612,942	800,374	期初现金及现金等价物余额	1,182,349	971,207	1,047,739	1,686,936	1,820,572
每股收益	0.13	0.25	0.42	2.29	2.29	汇率变动对现金 的影响	(4,200)	0	0	0	0
每股股息	0.03	0.07	0.13	1.03	1.03	期末现金及现金 等价物余额	971,207	1,047,739	1,686,936	1,820,572	2,588,412
每股净资产	0.99	1.75	2.04	10.76	10.76						
资产负债表	19A	20A	21E	22E	23E	重要指标	19A	20A	21E	22E	23E
总资产	1,500,942	2,648,951									
		2,048,331	3,291,806	4,093,746	5,072,598	增长率:					
流动资产合计	1,256,891	1,910,496	3,291,806 2,382,210	4,093,746 2,999,225	5,072,598 3,740,227	增长率: 收入	55.4%	62.6%	63.9%	39.9%	29.5%
流动资产合计 应收账款	1,256,891 213,482						55.4% 89.0%	62.6% 93.7%	63.9% 78.8%	39.9% 47.4%	29.5% 30.6%
		1,910,496	2,382,210	2,999,225	3,740,227	收入					
应收账款	213,482	1,910,496 574,082	2,382,210 531,564	2,999,225 1,014,942	3,740,227 988,104	收入 应占核心净利润	89.0%	93.7%	78.8%	47.4%	30.6%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计	213,482 971,207	1,910,496 574,082 1,047,739	2,382,210 531,564 1,686,936	2,999,225 1,014,942 1,820,572	3,740,227 988,104 2,588,412	收入 应占核心净利润	89.0%	93.7%	78.8%	47.4%	30.6%
应收账款 货币资金 其他	213,482 971,207 72,202	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711	收入 应占核心浄利润 每股收益	89.0%	93.7%	78.8%	47.4%	30.6%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫	213,482 971,207 72,202 244,051	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力:	89.0% 44.4%	93.7% 92.3%	78.8% 68.7%	47.4% 47.4%	30.6%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫款	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率	89.0% 44.4% 28.2%	93.7% 92.3% 30.2%	78.8% 68.7% 30.6%	47.4% 47.4% 31.5%	30.6% 30.6% 31.5%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫款 商誉	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占核心净利润	89.0% 44.4% 28.2% -11.6%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3%	78.8% 68.7% 30.6%	47.4% 47.4% 31.5%	30.6% 30.6% 31.5% -9%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫款 商誉 其他	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841 104,688	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957 390,152	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540 444,710	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802 507,373	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842 587,183	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占核心净利润率	89.0% 44.4% 28.2% -11.6% 11.1%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3% 13.2%	78.8% 68.7% 30.6% -9% 14.4%	47.4% 47.4% 31.5% -9%	30.6% 30.6% 31.5% -9% 15.3%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫款 商誉 其他 流动负债合计	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841 104,688 584,186	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957 390,152 851,550	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540 444,710 1,189,386	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802 507,373 1,548,302	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842 587,183 1,952,927	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占核心净利润率 ROE	89.0% 44.4% 28.2% -11.6% 11.1% 24.0%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3% 13.2% 17.8%	78.8% 68.7% 30.6% -9% 14.4% 22.3%	47.4% 47.4% 31.5% -9% 15.2% 27.5%	30.6% 30.6% 31.5% -9% 15.3% 29.4%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫款 商誉 其他 流动负债合计 应计负债及其他应付款	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841 104,688 584,186 242,862	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957 390,152 851,550 370,121	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540 444,710 1,189,386 616,461	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802 507,373 1,548,302 746,171	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842 587,183 1,952,927 1,017,041	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占核心净利润率 ROE	89.0% 44.4% 28.2% -11.6% 11.1% 24.0%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3% 13.2% 17.8%	78.8% 68.7% 30.6% -9% 14.4% 22.3%	47.4% 47.4% 31.5% -9% 15.2% 27.5%	30.6% 30.6% 31.5% -9% 15.3% 29.4%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫款 商誉 其他 流动负债合计 应计负债及其他应付款 合同负债	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841 104,688 584,186 242,862 173,614	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957 390,152 851,550 370,121 131,731	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540 444,710 1,189,386 616,461 171,250	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802 507,373 1,548,302 746,171 222,625	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842 587,183 1,952,927 1,017,041 289,413	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占核心净利润率 ROE	89.0% 44.4% 28.2% -11.6% 11.1% 24.0%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3% 13.2% 17.8%	78.8% 68.7% 30.6% -9% 14.4% 22.3%	47.4% 47.4% 31.5% -9% 15.2% 27.5%	30.6% 30.6% 31.5% -9% 15.3% 29.4%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫款 商誉 其他 流动负债合计 应计负债及其他应付款 合同负债	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841 104,688 584,186 242,862 173,614 122,129	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957 390,152 851,550 370,121 131,731 275,467	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540 444,710 1,189,386 616,461 171,250 327,444	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802 507,373 1,548,302 746,171 222,625 505,275	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842 587,183 1,952,927 1,017,041 289,413 572,243	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占核心净利润 ROE ROA	89.0% 44.4% 28.2% -11.6% 11.1% 24.0% 4.7%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3% 13.2% 17.8%	78.8% 68.7% 30.6% -9% 14.4% 22.3% 14.0%	47.4% 47.4% 31.5% -9% 15.2% 27.5% 16.6%	30.6% 30.6% 31.5% -9% 15.3% 29.4% 17.5%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫 款 商誉 其他 流动负债合计 应计负债及其他应付款 合同负债 应付账款	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841 104,688 584,186 242,862 173,614 122,129 45,581	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957 390,152 851,550 370,121 131,731 275,467 74,231	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540 444,710 1,189,386 616,461 171,250 327,444 74,231	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802 507,373 1,548,302 746,171 222,625 505,275 74,231	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842 587,183 1,952,927 1,017,041 289,413 572,243 74,231	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占核心净利润 ROE ROA 周转天数: 应收数 应付账款周转天	89.0% 44.4% 28.2% -11.6% 11.1% 24.0% 4.7%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3% 13.2% 17.8% 11.2%	78.8% 68.7% 30.6% -9% 14.4% 22.3% 14.0%	47.4% 47.4% 31.5% -9% 15.2% 27.5% 16.6%	30.6% 30.6% 31.5% -9% 15.3% 29.4% 17.5%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫 款 商誉 其他 流动负债合计 应计负债及其他应付款 合同负债 应付账款 其他	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841 104,688 584,186 242,862 173,614 122,129 45,581 17,525	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957 390,152 851,550 370,121 131,731 275,467 74,231 35,704	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540 444,710 1,189,386 616,461 171,250 327,444 74,231 35,704	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802 507,373 1,548,302 746,171 222,625 505,275 74,231 35,704	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842 587,183 1,952,927 1,017,041 289,413 572,243 74,231 35,704	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占率 ROE ROA 周转天聚聚 款 制 等 转 数 应数 位数 使 吸 使 吸 使 吸 使 吸 数 其他 应数 其他 应数 应数 其他 应数 点 图 数 应数 其 他 应数 应数 是 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证	89.0% 44.4% 28.2% -11.6% 11.1% 24.0% 4.7%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3% 13.2% 17.8% 11.2%	78.8% 68.7% 30.6% -9% 14.4% 22.3% 14.0%	47.4% 47.4% 31.5% -9% 15.2% 27.5% 16.6%	30.6% 30.6% 31.5% -9% 15.3% 29.4% 17.5%
应收账款 货币资金 其他 非流动资产合计 对联营公司的投资及垫 高誉 其他 流动负债合计 应计负债及其他应付款 合同负债 应付账款 其他 非流动负债合计	213,482 971,207 72,202 244,051 70,522 68,841 104,688 584,186 242,862 173,614 122,129 45,581 17,525 899,231	1,910,496 574,082 1,047,739 288,675 738,455 64,346 283,957 390,152 851,550 370,121 131,731 275,467 74,231 35,704 1,761,697	2,382,210 531,564 1,686,936 163,711 909,596 67,346 397,540 444,710 1,189,386 616,461 171,250 327,444 74,231 35,704 2,066,715	2,999,225 1,014,942 1,820,572 163,711 1,094,521 70,346 516,802 507,373 1,548,302 746,171 222,625 505,275 74,231 35,704 2,509,740	3,740,227 988,104 2,588,412 163,711 1,332,371 73,346 671,842 587,183 1,952,927 1,017,041 289,413 572,243 74,231 35,704 3,083,967	收入 应占核心净利润 每股收益 盈利能力: 毛利率 SG/收入比重 应占率 ROE ROA 周转天聚聚 款 制 等 转 数 应数 位数 使 吸 使 吸 使 吸 使 吸 数 其他 应数 其他 应数 应数 其他 应数 点 图 数 应数 其 他 应数 应数 是 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证 证	89.0% 44.4% 28.2% -11.6% 11.1% 24.0% 4.7%	93.7% 92.3% 30.2% -10.3% 13.2% 17.8% 11.2%	78.8% 68.7% 30.6% -9% 14.4% 22.3% 14.0%	47.4% 47.4% 31.5% -9% 15.2% 27.5% 16.6%	30.6% 30.6% 31.5% -9% 15.3% 29.4% 17.5%

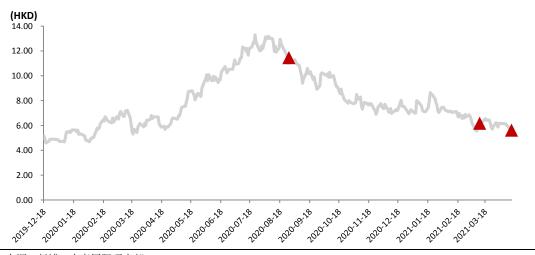
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 35 / 50



历史建议和目标价

时代邻里(9928 HK)股价表现及评级



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2020-08-27	HK\$11.00	买入(首次覆盖)	HK\$14.36
2	2021-03-12	HK\$6.08	买入(下调目标价)	HK\$11.24
3	2021-04-16	HK\$5.75	买入	HK\$11.24

请阅读最后一页的重要声明 页码: 36/50



滨江服务 (3316 HK): 高端品牌享誉杭州,盈利能力行业突出

首次覆盖,给予33.26港元的目标价与"买入"评级

滨江服务是杭州高端物管公司的标杆,随着滨江集团交付提速以及公司品牌外拓发力,我们看好公司未来3年规模扩张提速;公司的高端定位亦确保了充足物管费市场化空间;公司的5S增值服务战略聚焦公司核心竞争力,我们相信亦将助力收入及利润快速增长。未来3年,我们认为公司将在浙江省实现又快又好的增长。展望21-23年,我们预计公司在管面积由2,000万平增至5,810万平,3年CAGR43%;收入由9.6亿元人民币(下同)增至31.2亿元,CAGR48%;应占净利润由2.2亿增至23年的6.1亿,CAGR41%。我们用相对估值法估值,给予33.26港元的目标价,对应17.5x的22年PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用1.5-2.5%的永续增长率,与18.0-22.0%的WACC,得出公司的估值区间在31.9-41.4港元,目标价位于合理估值区间。目标价对应现价有51.9%的上升空间,我们给予"买入"评级。

滨江交付+第三方拓展齐发力

滨江集团将迎来交付高峰 18-20 年滨江集团销售发力,合约销售额 3 年 CAGR 30.4%,合约销售面积 CAGR 25.7%,全国排名(中指研究院)由 17 年的第 35 位上升至 20 年的第 26 位;考虑有 2-3 年的建设周期,我们预计 21-23 年将是滨江集团的交付高峰期。依托滨江集团在杭州的龙头地位(2020 年权益销售杭州第一),<u>滨江服务成功打造了杭州知名高端品牌,外拓成绩亮眼</u>: 1)15-20 年,第三方项目在管面积由 0.26 百万方上升至 6.93 百万方,占比由 4.8%上升至 34.7%;2)20 年净新增 370 万方第三方合约面积,21 年 1 季度新增 10 个项目共 214 万方合约面积,其中 70%项目来源于独立第三方,外拓显著发力。展望未来 3 年,公司拓展战略清晰;1)团队建设;2)从杭州出发,做透浙江省;3)依托滨江集团的快速发展以及品牌口碑做好外拓。我们认为,区域市场有深度、公司拓展有能力,未来 3 年加速发展可期。我们预计公司 21-23 年在管面积 CAGR 达 43%。

行业突出的盈利能力

2020年公司应占净利润率至 22.9%,处于行业较高水平,其中: 1)物业管理/社区增值服务/非住户增值服务毛利率分别达 18.8%/55.0%/45.3%; 2) SG&A 占收入比低至 4.4%,<u>我们认为公司的区域深耕战略利于成本管控,未来三年公司将继续深耕浙江省,我们认为此举有望维持高运营效率。</u>20年公司业主增值服务收入占比 9.8%,单方业主增值服务收入 5.47 元/平,考虑公司中高端物业的定位,我们认为增值服务增长潜力大; 20年公司提出 5S 增值服务战略(硬装/软装/中介/租赁/室内维修及职能设备),<u>我们认为业主增值服务战略清晰、定位切实,有望将成为公司重要的利润增长点。</u>

风险提示:1) 外拓进度不达预期; 2) 政策支持力度不达预期; 3) 人力成本上涨幅度超预期主要财务数据(百万人民币)(估值更新至2021年4月15日)

年结:12月31日	19 实际	20 实际	21 预测	22 预测	23 预测
总收入	702	960	1,468	2,197	3,115
增长率	37.8%	36.8%	52.8%	49.7%	41.8%
股东应占净利润	115	220	302	436	612
增长率	63.4%	91.4%	37.8%	44.1%	40.3%
每股盈利 (人民币)	0.44	0.79	1.09	1.58	2.21
市盈率	41.3	22.9	16.6	11.5	8.2
每股股息(人民币)	0.29	0.48	0.33	0.47	0.66
股息率	1.6%	2.6%	1.8%	2.6%	3.7%
每股净资产(人民币)	2.61	3.04	3.81	4.91	6.46
市净率	7.0	6.0	4.8	3.7	2.8

来源:公司资料、中泰国际研究部预测

首次覆盖

评级: 买入

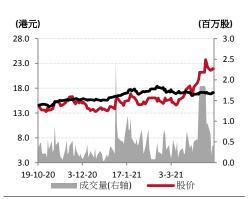
目标价: 33.26 港元

股票资料 (更新至 2021 年 4 月 15 日)

收盘价	21.35 港元
总市值	5,901.29 百万港元
流通股比例	28.37 %
已发行总股本	276.41 百万股
52 周价格区间	10.306-24.1 港元
3个月日均成交额	9.11 百万港元
主要股东	戚金兴(45.85%)

来源:彭博、中泰国际研究部

股价走势图 (更新至 2021 年 4 月 15 日)



来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 37/50







来源:中指研究院,中泰国际研究部

来源:中指研究院,中泰国际研究部

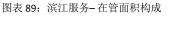




来源:中指研究院,中泰国际研究部

来源:中指研究院,中泰国际研究部







来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 38/50

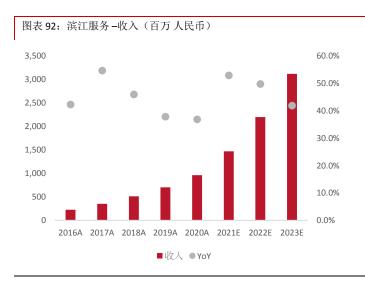


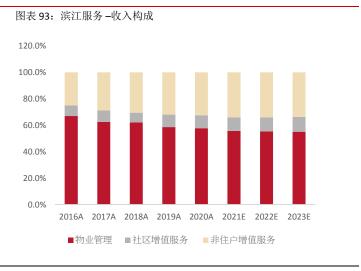




来源:公司资料,中泰国际研究部预测

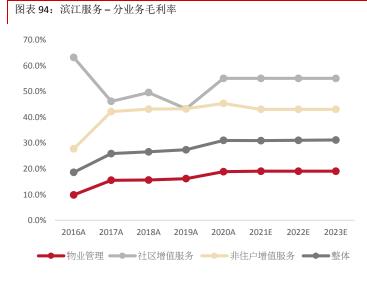
来源:公司资料,中泰国际研究部预测





来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



图表 95: 滨江服务-5S 增值服务体系

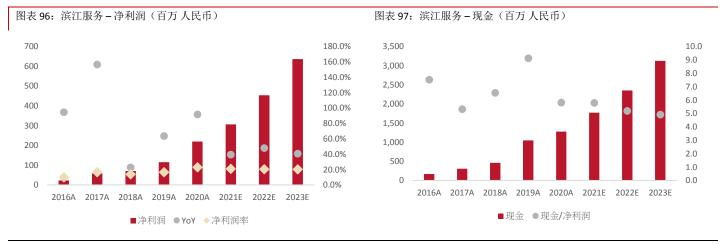


来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部

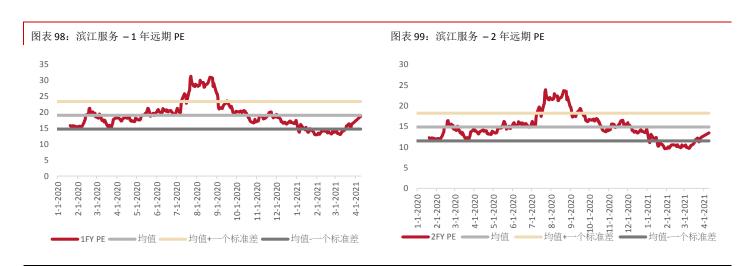
请阅读最后一页的重要声明 页码: 39 / 50





来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



来源: 彭博, 中泰国际研究部

来源: 彭博, 中泰国际研究部

图表 100: 滨江服务: DCF 估值

DCF估值	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E 永	:续价值
息税前利润	374	553	788	1,008	1,230	1,451	1,669	1,803	1,893	1,930	
YoY		47.6%	38.0%	28.0%	22.0%	18.0%	15.0%	8.0%	5.0%	2.0%	
加: 折旧&摊销	7	9	11	11	13	15	17	18	20	22	
减: 所得税	(101)	(146)	(204)	(262)	(319)	(377)	(433)	(468)	(491)	(501)	
加: 营运资金变动	236	278	367	469	573	676	777	839	881	899	
减:资本开支	(17)	(30)	(54)	(69)	(84)	(99)	(114)	(123)	(130)	(132)	
自由现金流	500	665	907	1,158	1,412	1,666	1,916	2,069	2,173	2,218	12,571
永续增长率	2.0%	***************************************	数 🧦	E风险利率	Ве	eta	市场风险溢价				
WACC	20.0%		3	.15%	2.	.0	8.50%				

股权价值(港币百万元) 股权价值(每股/港币)

币百万元) 9,948 **股/港币)** 36.0

敏感性分析

港元/股				WACC		
		18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%
	1.50%	40.5	38.0	35.7	33.7	31.9
永续	1.75%	40.7	38.1	35.8	33.8	32.0
增长率	2.00%	40.9	38.3	36.0	33.9	32.1
	2.25%	41.1	38.5	36.1	34.1	32.2
	2.50%	41.4	38.7	36.3	34.2	32.3

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 40 / 50



图表 101: 财务摘要(年	三结: 12月3	1日;人	民币百万人	.民币)	
分部	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业管理	412	554	818	1,215	1,717
滨江集团	289	375	520	679	856
独立第三方	123	180	298	536	862
社区增值服务	66	94	150	233	349
非住户增值服务	224	312	499	749	1,048
总收入	702	960	1,468	2,197	3,115
利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	702	960	1,468	2,197	3,115
服务成本	-505	-663	-1,015	-1,516	-2,146
毛利	197.0	297.3	453	681	969
其他净收益	0.7	-0.5	0	0	0
其他收入	4.0	10.3	0	0	0
管理费用	-57.4	-42.4	-66	-110	-156
其他支出	-0.3	-0.2	0.00	0.00	0.00
贸易应收款的减值损失	-4.5	-11.5	-12.23	-18.31	-25.96
营业利润	139.5	253.0	374.5	552.9	787.6
财务收入	19.5	31.0	30.0	30.0	30.0
财务费用	-1.7	-0.5	-0.7	-0.9	-1.2
JV&ASSO	-4.1	0.6	0.7	0.9	1.2
除税前溢利	153.3	284.0	404.5	582.9	817.6
所得税	-38.4	-63.7	-101	-146	-204
减: 少数股东权益	0.2	0.7	0.9	1.2	1.6
应占净利润	114.7	219.6	302.4	436.0	611.6
核心净利润	125.4	219.6	302.4	436.0	611.6
股息	-80.1	-131.6	-91	-131	-183
留存收益	34.6	87.9	212	305	428
每股基本盈利	0.44	0.79	1.09	1.58	2.21
每股净资产	2.61	3.04	3.81	4.91	6.46
每股股息	0.29	0.48	0.33	0.47	0.66

现金流量表	20104	20205	2021E	20225	2023F
,,_,,_,,	2019A	2020E		2022E	
净利润	114.7	219.6	302.4	436.0	611.6
加回: 少数股东权益	0.2	0.7	0.9	1.2	1.6
加回: D&A	5.1	6.1	7.3	8.8	10.5
营运资金增加(减少)	36.5	111.7	235.5	278.2	366.7
应收账款及其他应收款变	-13.2	-29.4	-53.2	-68.4	-84.6
存货	-32.9	-18.7	0.0	0.0	0.0
应付账款、其他应付款及	91.0	145.1	276.3	331.6	433.5
其他	-8.5	14.6	12.4	14.9	17.9
其他经营性现金流	2.1	-20.3	85.6	-41.1	-53.6
经营活动所得现金流	158.6	317.8	631.8	683.0	936.9
CFC/net profit	1.4	1.4	2.1	1.6	1.5
资本开支	-5.1	-9.2	-16.6	-30.0	-53.9
出售/(收购)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资	-522.0	58.7	0.0	0.0	0.0
其他投资性开支	6.6				
投资活动所得现金流	-520.6	50.9	-14.6	-28.4	-52.4
股息分派	-24.2	-80.1	-131.6	-90.7	-130.8
发行股票	429.9	0.0	0.0	0.0	0.0
因重组而视作分派	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
借款净增加(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资性开支	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动所得现金流	404.4	-80.1	-131.6	-90.7	-130.8
总现金流	42.4	288.5	485.7	563.9	753.7

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
存货	33	52	52	52	52
定期存款	429	369	369	369	369
应收账款及其他应收款	66	96	149	217	302
现金及现金等价物	517	805	1,291	1,855	2,609
受限制银行结余	40	46	46	46	46
流动资产合计	1,084	1,368	1,861	2,493	3,331
PP&E	13	15	24	45	88
定期存款	100	101	101	101	101
其他非流动资产	6	19	19	19	19
资产总计	1,204	1,503	2,004	2,658	3,540
应付账款及其他应付款项	318	473	750	1,081	1,515
合同負債	117	107	107	107	107
其他流动负债	41	62	75	89	107
流动负债合计	476	643	932	1,278	1,730
非流动负债	1	1	2	2	3
负债合计	477	644	933	1,280	1,733
股东应占权益	722	842	1,053	1,359	1,787
少数股东权益	5	17	18	19	20
股东权益合计	727	858	1,071	1,377	1,807

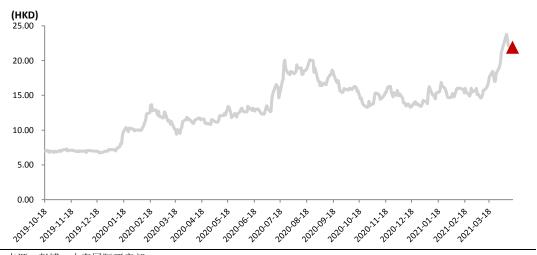
重要指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
增长率:					
收入	37.8%	36.8%	52.8%	49.7%	41.8%
物业管理	30.1%	34.7%	47.6%	48.6%	41.3%
社区增值服务	75.7%	41.8%	60.0%	55.0%	50.0%
非住户增值服务	44.2%	39.2%	60.0%	50.0%	40.0%
应占净利润	63.4%	91.4%	37.8%	44.1%	40.3%
每股基本盈利	25.5%	80.4%	37.8%	44.1%	40.3%
盈利能力 :					
毛利率	28.1%	31.0%	30.9%	31.0%	31.1%
应占净利润率	16.3%	22.9%	20.6%	19.8%	19.6%
SG&A/收入	-8.2%	-4.4%	-4.5%	-5.0%	-5.0%
ROE	25.2%	27.7%	31.4%	35.6%	38.4%
ROA	13.1%	16.2%	17.2%	18.7%	19.7%
周转天数:					
应收账款周转天数	28.4	30.4	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	136.8	148.4	150.0	150.0	150.0
其他:					
股息分派率	69.9%	60.0%	50.0%	50.0%	50.0%

请阅读最后一页的重要声明 页码: 41/50



历史建议和目标价

滨江服务 (3316 HK)股价表现及评级



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021-4-16	21.35	买入(首次覆盖)	HK\$33.26

请阅读最后一页的重要声明 页码: 42 / 50



银城生活服务 (1922 HK): 江苏二手盘运营专家,低估值高 ROE 标的

首次覆盖,给予6.70港元的目标价与"买入"评级

在小型物管企业中,我们看好银城生活服务,因为: 1)公司管理、拓展二手盘项目能力突出,有望受惠于"十四五"物业管理覆盖率提升; 2)江苏市场广阔,估计住宅存量规模约 20亿平方米左右,可以支持公司规模扩张; 3)20年 ROE 达 45.51%,为行业较高水平,PB/ROE为行业较低水平,投资价值凸显。展望 21-23年,我们预计公司在管面积由 3,920 万平增至1.02 亿平,3年 CAGR 37.7%;收入由 9.62 亿元人民币(下同)增至 23.88 亿元,CAGR 35%;应占净利润由 0.67 亿增至 23 年的 1.58 亿,CAGR33%。我们用相对估值法估值,给予 6.70 港元的目标价,对应 12.5x 的 22 年 PE。我们用绝对估值法交叉检验,采用 0.5-1.5%的永续增长率,与 18.0-22.0%的 WACC,得出公司的估值区间在 7.6-9.4 港元,目标价位于保守区间。目标价对应现价有 43.1%的上升空间,我们给予"买入"评级。

"同质比价、同价比质",深耕南京的二手盘管理专家

通过提供高性价比的服务,公司由二手盘市场突围,成功铸造南京知名品牌: 1)根据弗若斯特沙利文报告,于 2018年,公司按收益计在南京及江苏省的物业管理服务供应商中分别排名第一及第五; 2)17-20年,公司在管面积由 1,080 万方增至 3,920 万方,3 年 CAGR53.8%; 其中二手盘(业委会合同)项目在管面积由 640 万方增至 2,750 万方,3 年 CAGR62.9%; 3)2020年非住宅/住宅项目公开投标中标率分别为 60.3%/58.0%, 4)客户满意度/续约率由 19 年的 84% /90.4%提升至 20 年的 86%/94.1%。 2020年公司加快高利润非住宅项目的拓展,进一步丰富产品线: 1) 非住在管面积同比增 74%至 860 万方; 2)相对公司的住宅项目,非住宅项目具有更高的平均管理费(非住 4.64 元/平/月 vs 住宅 1.28 元/平/月)与毛利率(非住14.4% vs 住宅 7.1%),显著增厚了公司利润。公司发展基于专业的团队与成熟的管理体系(服务网格化、业务模块化、模块专业化、管理数据化),具备护城河。我们看好公司在竞争激烈的物管市场实现持续积极的增长,中期有望成长为江苏的头部的物管企业。

管理层股权激励到位

2020 年 7 月 16 日,公司控股股股东黄清平先生在场外转让 9.35 百万股股份(相当于总股本的 3.5%)予四位管理层(李春玲、黄雪梅、殷晓黎及范兴霞)以作为股权激励,转让价为 6.3 港元/股,较前五日平均收市价折让 20%,管理层股份限售期一年。<u>我们认为公司出色的管理</u>层即是公司的核心竞争力之一,通过股权激励高度绑定管理层利益,利好公司长远发展。

风险提示:1)交易流动性不足; 2)外拓进度不达预期; 3)人力成本上涨幅度超预期主要财务数据(百万人民币)(估值更新至2021年4月15日)

年结:12月31日	19A	20A	21E	22E	23E
总收入	696	962	1,384	1,834	2,388
增长率	48.8%	38.3%	43.9%	32.5%	30.2%
股东核心净利润	33	67	90	119	158
增长率	21.2%	103.2%	33.7%	32.8%	31.8%
每股盈利 (人民币)	0.16	0.25	0.34	0.45	0.59
市盈率	25.6	16.0	12.0	9.0	6.8
每股股息(人民币)	0.04	0.08	0.10	0.13	0.18
股息率	0.9%	1.9%	2.5%	3.3%	4.4%
每股净资产(人民币)	0.46	0.65	0.88	1.20	1.61
市净率	8.8	6.2	4.6	3.4	2.5

来源:公司资料、中泰国际研究部预测

首次覆盖

评级: 买入

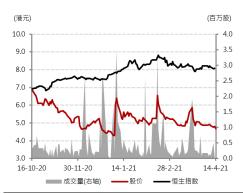
目标价: 6.70 港元

股票资料(更新至 2021 年 4 月 15 日)

收盘价	4.69 港元
总市值	1,252.94 百万港元
流通股比例	25.86 %
已发行总股本	267.15 百万股
52 周价格区间	1.8-9.69 港元
3 个月日均成交额	2.42 百万港元
主要股东	黄清平(38.91%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

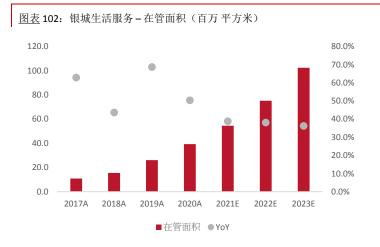
股价走势图 (更新至 2021 年 4 月 15 日)

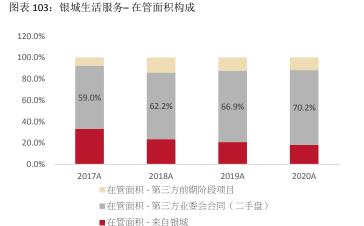


来源: 彭博、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明 页码: 43/50







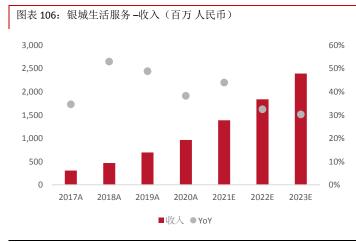
来源:公司资料,中泰国际研究部

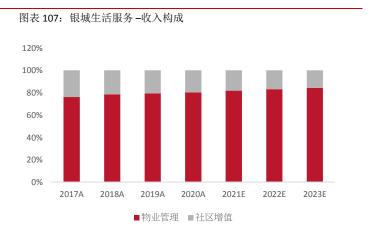




来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部。平均物业费 = 物业费收入/平均管理面积/12





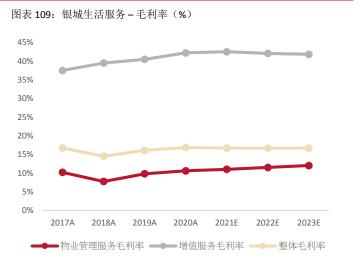
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

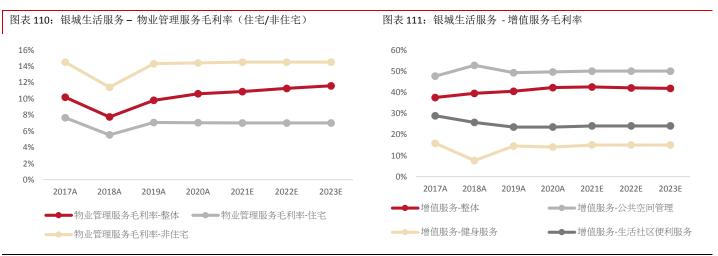
请阅读最后一页的重要声明 页码: 44/50





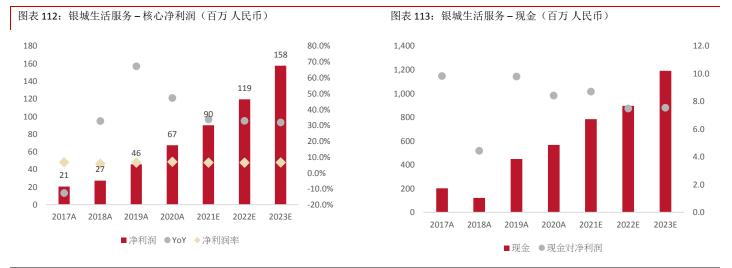


来源:公司资料,中泰国际研究部



来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测



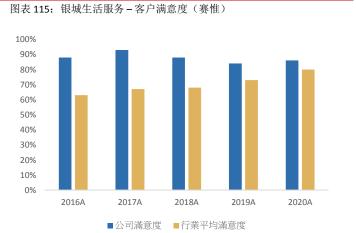
来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 45/50







来源:公司资料,中泰国际研究部预测

来源:公司资料,中泰国际研究部





来源:公司资料,中泰国际研究部

来源:公司资料,中泰国际研究部

图表 118: 银城生活服务: DCF 估值

DCF估值	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	永续价值
息税前利润	137	180	236	271	304	328	345	355	362	366	
YoY		31.7%	22.0%	15.0%	12.0%	8.0%	5.0%	3.0%	2.0%	1.0%	
加: 折旧&摊销	-20	-26	-33	-40	-48	-57	-63	-69	-76	-84	
减: 所得税	-35	-46	-61	-70	-79	-85	-89	-92	-94	-95	
加: 营运资金变动	158	31	185	213	239	258	271	279	284	287	
减: 资本开支	-29	-38	-50	-57	-64	-69	-73	-75	-76	-77	
自由现金流	211	101	277	317	352	374	390	397	400	397	2,109
永续增长率	1.0%		参数	无风险利率		Beta	5场风险溢价		债务成本	债务权重	
WACC	20.0%			3.15%		2.7	8.50%		4.50%	26%	

股权价值(港币百万元) 股权价值(每股/港币)

2,242 8.4

敏感性分析

港元/股	WACC						
		18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%	
	0.5%	9.3	8.8	8.3	8.0	7.6	
永续	0.8%	9.3	8.8	8.4	8.0	7.6	
增长率	1.0%	9.3	8.8	8.4	8.0	7.6	
	1.3%	9.4	8.9	8.4	8.0	7.6	
	1.5%	9.4	8.9	8.4	8.0	7.7	

来源:公司资料,中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明 页码: 46/50



图表 119: 财务摘要(年经	结: 12月31	. 日;人臣	民币百万人	民币)							
分部	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	20221
物业管理	553	772	1,134	1,525	2,013	净利润	33	67	90	119	158
住宅	344	398	549	659	785	加回: 少数股东权益	0	3	0	0	О
非住宅	209	374	585	867	1,228	加回: D&A	-12	-15	-20	-26	-33
	0	0				营运资金增加(减少)	54	-132	158	31	185
社区増值	143	190	250	308	375	应收账款	-70	-97	-95	-103	-158
公共空间管理	102	142	185	222	266	合同负债 存货	75 -0	40 -4	86 0	94 0	128 0
健身服务	22	17	20	23	26	贸易及其他应付款项	48	-72	167	40	215
生活社区便利服务	19	30	45	64	83	其他经营性现金流	30	5	39	52	69
error check	0	0	0	0	0	经营活动所得现金流	106	-72	267	177	379
总收入	696	962	1,384	1,834	2,388	资本开支	-17	-23	-29	-38	-50
利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	出售/(收购)	71	0	0	0	
						投资	18	-5	-1	-1	-1
营业收入	696	962	1,384	1,834	2,388	其他投资性开支	0	0	0	0	0
服务成本	-584	-800	-1,153	-1,529	-1,990	投资活动所得现金流	71	-28	-30	-39	-51
毛利	112	162	231	305	398						
销售费用	-4	-5				股息分派	-27	-10	-20	-27	-36
管理费用	-55	-61	-94	-125	-162	发行股票	108	0	0	0	0
其他收入	10	16	0	0	0	非控股权益变动	0	0	0	0	0
其他支出	0	0	0	0	0	借款浄増加(減少)	20	230	0	0	0
JV&ASS0	-1	0	0	0	0	其他融资性开支	48	0			
金融资产减值	-8	-4	0	0	0	融资活动所得现金流	149	220	-20	-27	-36
营业利润	54	108	137	180	236						
财务费用	-8	-10	-12	-14	-17	总现金流	326	120	217	111	292
除税前溢利	46	99	125	166	219						
所得税	-13	-29	-35	-46	-61						
减: 少数股东权益	0	3	0	0	0						
应占净利润	33	67	90	119	158						
股息	-10	-20	-27	-36	-47						
留存收益	23	47	63	84	110						
核心净利润	46	67	90	119	158						
每股基本盈利	0.16	0.25	0.34	0.45	0.59						
每股净资产	0.16	0.65	0.88	1.20	1.61	重要指标	2019A	2021A	2021E	2022E	2022E
每股股息	0.40	0.03	0.10	0.13	0.18	增长率:					
中	0.04	0.08	0.10	0.15	0.16	收入	48.8%	38.3%	43.9%	32.5%	30.2%
						应占净利润	21.2%	103.2%	33.7%	32.8%	31.8%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E	每股基本盈利	n/a	59.9%	33.7%	32.8%	31.8%
存货	1	5	5	5	5		•				
投资及金融资产	0	5	6	7	9	盈利能力:					
应收账款	188	285	380	482	640	毛利率	16.1%	16.8%	16.7%	16.6%	16.7%
现金及现金等价物	448	567	784	896	1,190	应占核心净利润率	6.6%	7.0%	6.5%	6.5%	6.6%
流动资产合计	637	862	1,175	1,390	1,844	SG&A/收入	-8.6%	-6.9%	-6.8%	-6.8%	-6.8%
PP&E	48	55	66	79	95	ROE	34.0%	42.4%	39.6%	39.8%	39.7%
于合营联营权益	3	6	8	10	13	ROA	6.1%	8.0%	7.9%	8.4%	8.9%
无形资产	0	26	26	26	26						
金融资产	0	0	0	0	0	周转天数:					
其他非流动资产	7	32	32	32	32	应收账款周转天数	99	89	86	85	85
资产总计	695	981	1,307	1,538	2,010	应付账款周转天数	111	101	83	83	83
贸易及其他应付款项	207	225	402	442	CET						
	307	235	402	442	657						
合同负债	193	234	320	414	542	<u>其他:</u>					
短期借款 其他流动负债	50	280	280	280	280	股息分派率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	19 569	761	1,014	1,148	12 1,491						
流动负债合计 长期借款	0	761	1,014	1,148	1,491						
其他非流动负债	4	24	34	48							
负债合计	573	785		1,196	67 1,558						
火灰 口月	3/3	/65	1,048	1,190	1,556						

股东应占权益

少数股东权益

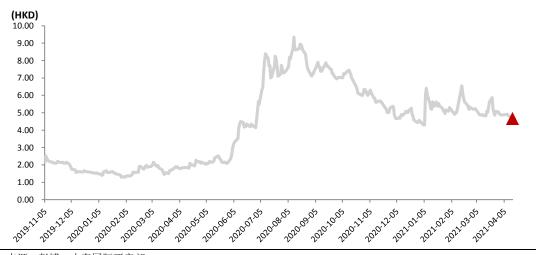
股东权益合计

请阅读最后一页的重要声明 页码: 47 / 50



历史建议和目标价

银城生活服务 (1922 HK)股价表现及评级



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期 前收市价		评级变动	目标价		
1	2021-04-16	4.69	买入(首次覆盖)	HK\$6.70		

请阅读最后一页的重要声明 页码: 48 / 50



页码: 49 / 50

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布日后的6个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的建集团涨跌幅为基准;

买入: 投资收益率领先同期恒生指数 20% 以上

增持: 投资收益率领先同期恒生指数介于5%至20%之间

中性: 投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至5%之间

卖出: 投资收益率落后同期恒生指数 10% 以上

行业投资评级:

以报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将领先恒生指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数将跟随恒生指数

谨慎: 行业基本面向淡,行业指数将落后恒生指数

请阅读最后一页的重要声明



重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司("中泰国际")分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息,但我们不保证该信息的准确性和完整性,报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究,但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外,绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者,任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顺问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露:

- (1) 在过去 12 个月,中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员,亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意,本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189 号李宝椿大厦 6 楼

电话: (852) 2359 1800

传真: (852) 2511 1799

请阅读最后一页的重要声明 页码: 50 / 50