

银城生活服务 (1922 HK)

规模增长趋势积极，增值业务多点开花

重申对公司的正面看法及 6.70 港元的目标价

宏观来看，物业管理行业于“十四五”期间进入政策甜蜜期，政策催化剂充足；中观来看，行业竞争正变得更加激烈；微观来看，作为江苏省的二手盘管理专家，公司管理能力、品牌影响力突出，具备护城河，未来三年有望实现持续较快规模、利润增长。我们重申对公司在管面积与应占净利的预测：1) 20-23 年，在管面积由 3,920 万平方米增至 1.02 亿平方米，3 年 CAGR 37.7%；2) 应占净利由 0.67 亿增至 1.58 亿元人民币，CAGR 33.1%。我们重申 6.70 港元的目标价，对应 12.5x 的 22 年 PE。最新收盘价 4.67 港元，对应 8.7x 的 22 年 PE，相对目标价有 43.7% 的潜在升幅。

持续深耕江苏，品牌拓展积极

我们于 5 月 13 日为公司举办了一场投资者非交易路演，总裁李春玲先生/ CFO 黄雪梅女士/ 资本市场中心总监徐赞先生出席，就投资者关心的企业战略、行业竞争力等问题展开交流。**战略方面**，公司将在未来三年继续执行区域集中化战略，以成为江苏龙头企业为目标，巩固南京第一的市场地位，深耕长三角富裕城市。**企业竞争力方面**，虽然行业竞争激烈，公司在区域市场仍体现出较强的拓展能力。以苏南区域为例，过去 3 年表现超预期，管理面积由 100+万平方米增至 1000+万平方米，近期公司在无锡更是首次实现了**涨价进驻**。**业绩方面**，一季度在管面积净增加 200 万平方米，相当于我们估计的全年新增在管面积的约 15%，扩展进度符合我们预期；一季度新增面积中约 80% 来自第三方项目，新进入了南通、芜湖、济宁与邢台四个城市；此外，值得注意的是，关联地产企业银城国际(1902 HK) 21 年前四月销售非常积极，合约销售额同比增 321% 至 100 亿人民币，合约销售面积同比增 265% 至 44.8 万平方米。**公司目标未来三年实现收入、在管面积 CAGR 不低于 35%，管理层对公司中长期的持续稳健增长充满信心。**

社区增值、专业服务多点开花

增值服务方面，公司于 20 年新增了外卖旗手的换电业务，有智能换电站 200 个，在网骑手客户 1,500 人，日均换电 2200 次；我们预计 21 年换电业务服务规模将显著扩大。专业服务方面，公司前瞻布局，目前已建立了全面的服务资质与较强的外拓能力；目前公司旗下有银城科技、先禾园林、灿泽工程、京安保安四家专业服务公司，其中 1) 银城科技管理 4000+ 电梯，服务 40 家非银城企业；2) 先禾园林已进入市政园林绿化养护服务，管理 470 万平方米绿化面积，服务 37 家非银城企业。**我们认为公司的社区增值、专业服务布局具备前瞻性，有潜力在中长期为公司打开新的利润增长空间。**

风险提示：（一）人民币汇率波动加剧；（二）疫情发展超预期；

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2021 年 05 月 18 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	696	962	1,384	1,834	2,388
增长率	48.8%	38.2%	43.9%	32.5%	30.2%
股东应占净利润	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	24.6	15.4	11.5	8.7	6.6
每股股息(人民币)	0.04	0.08	0.10	0.13	0.18
股息率	1.0%	2.0%	2.6%	3.5%	4.6%
每股净资产(人民币)	0.46	0.65	0.88	1.20	1.61
市净率	8.5	6.0	4.4	3.2	2.4

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

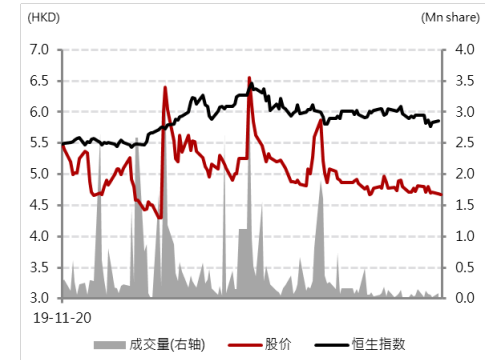
目标价：6.70 港元（维持）

股票资料（更新至 2021 年 5 月 18 日）

收盘价	4.67 港元
总市值	1,247.60 百万港元
流通股比例	25.81 %
已发行总股本	267.15 百万股
52 周价格区间	1.99-9.69 港元
3 个月日均成交额	1.44 百万港元
主要股东	黄清平 (37.26%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图（更新至 2021 年 5 月 18 日）



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20210416 银城生活服务首次覆盖报告：江苏二手盘运营专家，低估值高 ROE 标的

分析师

刘洁琦

+852 2359 1903

Jieqi.liu@ztsc.com.hk

图表 1: 财务摘要 (年结: 12月31日; 人民币百万人民币)

分部	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业管理	553	772	1,134	1,525	2,013
住宅	344	398	549	659	785
非住宅	209	374	585	867	1,228
0	0				
社区增值	143	190	250	308	375
公共空间管理	102	142	185	222	266
健身服务	22	17	20	23	26
生活社区便利服务	19	30	45	64	83
error check	0	0	0	0	0
总收入	696	962	1,384	1,834	2,388
利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	696	962	1,384	1,834	2,388
服务成本	-584	-800	-1,153	-1,529	-1,990
毛利	112	162	231	305	398
销售费用	-4	-5			
管理费用	-55	-61	-94	-125	-162
其他收入	10	16	0	0	0
其他支出	0	0	0	0	0
JV&ASSO	-1	0	0	0	0
金融资产减值	-8	-4	0	0	0
营业利润	54	108	137	180	236
财务费用	-8	-10	-12	-14	-17
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	0.46	0.65	0.88	1.20	1.61
每股股息	0.04	0.08	0.10	0.13	0.18
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
存货	1	5	5	5	5
投资及金融资产	0	5	6	7	9
应收账款	188	285	380	482	640
现金及现金等价物	448	567	784	896	1,190
流动资产合计	637	862	1,175	1,390	1,844
PP&E	48	55	66	79	95
于合营联营权益	3	6	8	10	13
无形资产	0	26	26	26	26
金融资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7	32	32	32	32
资产总计	695	981	1,307	1,538	2,010
贸易及其他应付款项	307	235	402	442	657
合同负债	193	234	320	414	542
短期借款	50	280	280	280	280
其他流动负债	19	12	12	12	12
流动负债合计	569	761	1,014	1,148	1,491
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	24	34	48	67
负债合计	573	785	1,048	1,196	1,558
股东应占权益	122	173	236	320	430
少数股东权益	0	22	22	22	22
股东权益合计	122	196	259	342	452

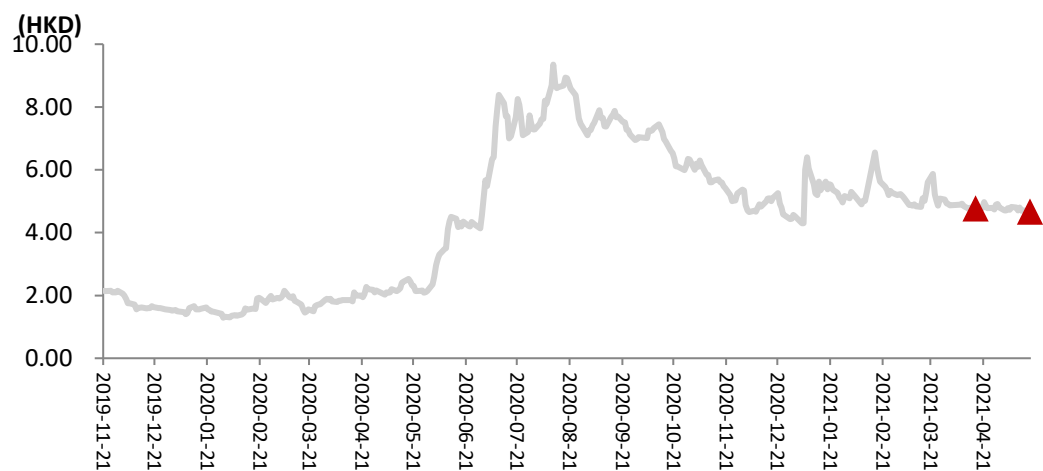
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	2022E
净利润	33	67	90	119	158
加回: 少数股东权益	0	3	0	0	0
加回: D&A	-12	-15	-20	-26	-33
营运资金增加(减少)	54	-132	158	31	185
应收账款	-70	-97	-95	-103	-158
合同负债	75	40	86	94	128
存货	-0	-4	0	0	0
贸易及其他应付款项	48	-72	167	40	215
其他经营性现金流	30	5	39	52	69
经营活动所得现金流	106	-72	267	177	379
资本开支	-17	-23	-29	-38	-50
出售/(收购)	71	0	0	0	0
投资	18	-5	-1	-1	-1
其他投资性开支	0	0	0	0	0
投资活动所得现金流	71	-28	-30	-39	-51
股息分派	-27	-10	-20	-27	-36
发行股票	108	0	0	0	0
非控股权变动	0	0	0	0	0
借款净增加(减少)	20	230	0	0	0
其他融资性开支	48	0			
融资活动所得现金流	149	220	-20	-27	-36
总现金流	326	120	217	111	292

重要指标	2019A	2021A	2021E	2022E	2022E
增长率:					
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%
每股基本盈利	n/a	59.9%	33.7%	32.8%	31.8%
盈利能力:					
毛利率	16.1%	16.8%	16.7%	16.6%	16.7%
应占核心净利润率	6.6%	7.0%	6.5%	6.5%	6.6%
SG&A/收入	-8.6%	-6.9%	-6.8%	-6.8%	-6.8%
ROE	34.0%	42.4%	39.6%	39.8%	39.7%
ROA	6.1%	8.0%	7.9%	8.4%	8.9%
周转天数:					
应收账款周转天数	99	89	86	85	85
应付账款周转天数	111	101	83	83	83
其他:					
股息分派率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

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	2021-4-16	4.77	买入（首次覆盖）	HK\$6.70
2	2021-5-18	4.67	买入	HK\$6.70

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

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顾问的意见。

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

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805