

买入 (维持)

目标价: 14.80 港元

现价: 11.96 港元

预期升幅: 23.7%

#### 市场数据

日期 2020.08.12

收盘价(港元)	11.96
总股本(亿股)	9.86
总市值(亿港元)	117.93
净资产(亿元)	9.62
总资产(亿元)	16.95
每股净资产(元)	0.97

数据来源: Wind

#### 相关报告

《扎根大湾区,多元业务高速发展》20200705

《业务保持高速扩张》20200313

#### 海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

孙钟涟

sunzhonglian@xyzq.com.cn

SAC: S0190119100068

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

09928.HK 时代邻里

## 收并购超额完成,积极探索多元业务

2020年08月12日

#### 主要财务指标

会计年度	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	702	1,865	2,950	4,309
同比增长(%)	54.0	72.4	58.2	46.1
净利润(百万元)	84	223	400	625
同比增长(%)	101	85.5	79.7	56.1
毛利率(%)	28.4	29.0	29.9	30.9
净利润率(%)	12.0	11.9	13.6	14.5
净资产收益率(%)	9.1	21.0	29.4	34.1
每股收益(分)	9.3	24.5	44.1	68.8
每股股息(分)	--	6.8	12.2	19.1

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 投资要点

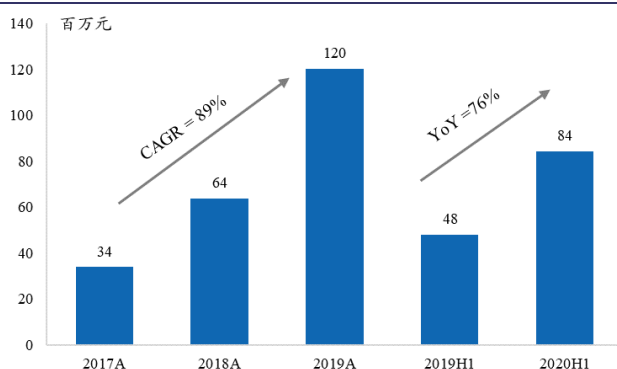
- **维持“买入”评级,目标价14.80港元:**公司在深耕大湾区的基础上,实现规模和区域的双突破,积极探索多元增值业务和专业服务领域,通过内生+外延的发展模式进行高速扩张,2020上半年已经完成3笔并购,管理层执行力强。我们预计公司2020-2022年营业收入分别为18.7、29.5和43.1亿元,分别同比增长72.4%、58.2%和46.1%;归母净利润分别为2.2、4.0和6.3亿元,分别同比增长85.5%、79.7%和56.1%,增速远高于行业平均水平。我们维持公司的“买入”评级,维持目标价14.80港元,相当于2021年30倍PE,较当前股价还有23.7%的上升空间。
- **归母核心净利润同比增长76%,符合预期:**公司2020上半年营业收入7.02亿人民币(下同),同比增长54.0%,其中物业管理、非业主增值、社区增值和其他专业服务的占比分别为61%、27%、6%和6%;归母核心净利润为0.84亿元,同比增长76%,符合预期。
- **2020上半年收并购目标超额完成:**2020上半年,公司收购广州浩晴、广州耀城和上海科箭3家物业管理公司,新增合约面积2197万平米;新增在管面积575万平米(上海科箭6月28日完成收购,未转在管面积),占到上半年新增在管面积的51%。收并购丰富了公司业态,令公司进入工业物流领域,同时拓展在管规模,巩固了公司在大湾区公建领域的地位。
- **自主外拓令业务布局多元化:**2020上半年,公司积极探索有特色的专业服务领域,通过自主外拓新增5项城市公共服务项目,管理面积约2228万平米。2020上半年,公司其他专业服务收入为4099万元,同比增长261%;其中,智能化工程服务、市政环卫服务、电梯服务和城市公共服务分别占比31%、25%、23%和21%。
- **完成首次配股,现金充裕:**公司于2020年7月完成首次配股,募资1亿美金,充实公司现金流,截至目前预计公司的在手现金超过16亿人民币,为公司业务发展奠定良好的资本基础。同时,此次配售引入多位长线投资者,进一步优化股东结构。

**风险提示:业务扩张和收购不及预期;物业管理费提价受阻;收缴率不及预期;增值业务拓展不及预期。**

## 报告正文

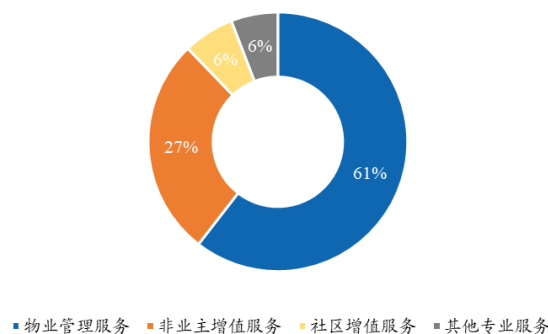
- **归母核心净利润同比增长 76%，符合预期：**公司 2020 上半年营业收入 7.02 亿人民币（下同），同比增长 54.0%，其中物业管理、非业主增值、社区增值和其他专业服务的占比分别为 61%、27%、6%和 6%；归母核心净利润为 0.84 亿元，同比增长 76%，符合预期。

图 1、公司的核心净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

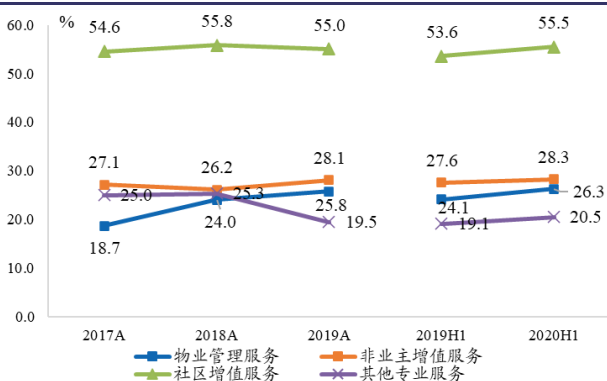
图 2、公司的营收结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

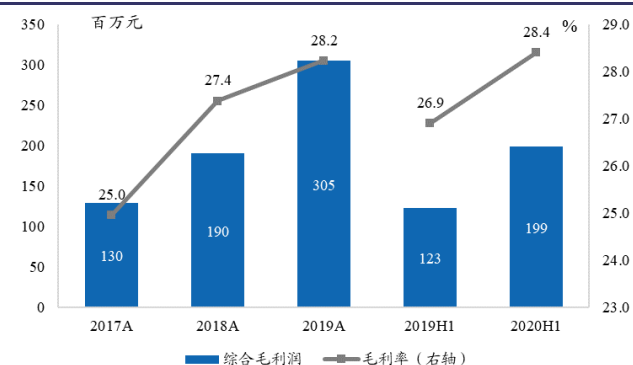
- **运营优化，提效增益：**2020H1，公司综合毛利率为 28.4%，同比增加 1.5 个百分点，主要由于业务规模扩大，营运效率提高。物业管理服务毛利率同比增加 2.2 个百分点，由于智能化、自动化技术的应用，成本管控成效显著，公司人力成本占收入比重下降 6.5 个百分点至 49%。非业主增值服务由于新增高毛利房屋中介服务业务，毛利率提升 0.7 个百分点。社区增值服务因高毛利生活服务收入增加，毛利率提升 1.9 个百分点。其他专业服务因业务规模扩大和新增城市公共服务，毛利率提升 1.4 个百分点。

图 3、分部毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、综合毛利润及毛利率

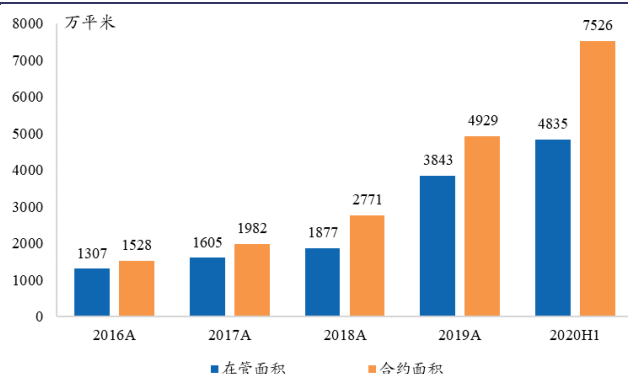


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2020 上半年收并购目标超额完成：**2020 上半年，公司收购广州浩晴、广州耀城和上海科箭 3 家物业管理公司，新增合约面积 2197 万平米；新增在管面积 575 万平米（上海科箭 6 月 28 日完成收购，未转在管面积），占到上半年新增在管面积的 51%。收并购丰富了公司业态，令公司进入工业物流领域，同时拓展在管规模，巩固了公司在大湾区公建领域的地位。截至 2020 年 6 月 30 日，公司物业管理服务在管面积为 4835 万平米，合约面积为 7526 万平米，分别较 2019 年末增长 25.8%和 52.7%。

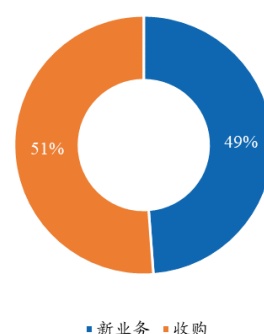
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 5、物业管理服务在管及合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2020H1 新增在管面积来源分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

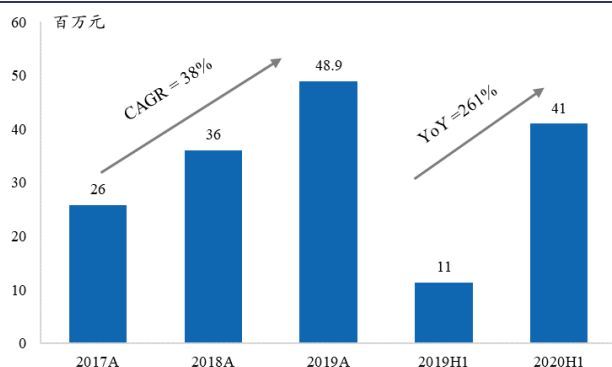
表 1、2020 公司的收并购情况

时间	并购标的	对价 (万元)	股本权益	区域及主要业务
2020-3-24	广州浩晴	3272.3	100%	广州浩晴为供电系统提供物业管理服务，具备专业资质，在管面积约 300 多万平米。丰富了公司非住宅公建类业态规模。
2020-5-9	广州耀城	1486.8	100%	广州耀城于广州市为供电系统单位及政府机关等提供物业管理服务，在管面积约 243 万平米。扩大了公司在非住宅公建类业态规模。
2020-06-28	上海科箭	23405.0	51%	上海科箭成立于 2009 年，总部位于上海，主要为工业物流地产提供物业管理。截至 2019 年底，公司在管项目 217 个，在管面积大约 1,600 万平方米，分布全国 18 个省和直辖市，约 70% 在管项目位于江浙沪等经济高速增长区域。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

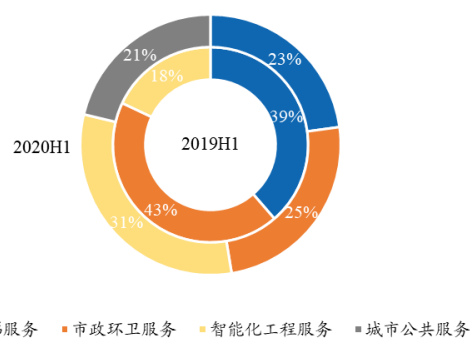
- **自主外拓令业务布局多元化：**2020 上半年，公司积极探索有特色的专业服务领域，通过自主外拓新增 5 项城市公共服务项目，管理面积约 2228 万平米。2020 上半年，公司其他专业服务收入为 4099 万元，同比增长 261%；其中，智能化工程服务、市政环卫服务、电梯服务和城市公共服务分别占比 31%、25%、23%和 21%。

图 7、其他专业服务收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2020H1 其他专业服务收入构成

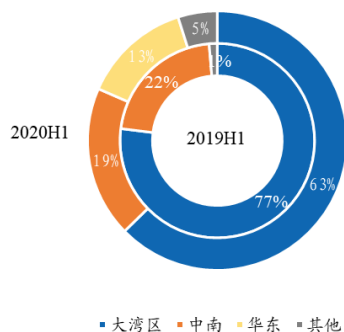


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **区域布局获优质突破：**公司坚持深耕大湾区，战略布局有经济增值潜力区域

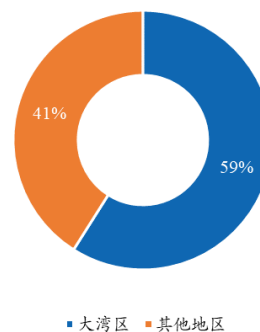
的策略, 2020 年上半年在华东区域实现优质突破。2020 上半年, 公司在大湾区、中南和华东地区物业管理的合约面积分别占比 63%、19%和 14%; 新增物业管理合约面积约 2730 万平米, 大湾区占比约 59%, 其他地区占比约 41%。

图 9、合约面积区域布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2020H1 新增合约面积区域分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **完成首次配股, 现金充裕:** 公司于 2020 年 7 月完成首次配股, 募资 1 亿美金, 充实公司现金流, 截至目前预计公司的在手现金超过 16 亿人民币, 为公司业务发展奠定良好的资本基础。同时, 此次配售引入多位长线投资者, 进一步优化股东结构。
- **维持“买入”评级, 目标价 14.80 港元:** 2020 上半年, 公司在深耕大湾区的基础上, 实现规模和区域的双突破, 积极探索多元增值业务和专业服务领域, 通过内生+外延的发展模式进行高速扩张, 2020 上半年已经完成 3 笔并购, 管理层执行力强。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 18.7、29.5 和 43.1 亿元, 分别同比增长 72.4%、58.2%和 46.1%; 归母净利润分别为 2.2、4.0 和 6.3 亿元, 分别同比增长 85.5%、79.7%和 56.1%, 增速远高于行业平均水平。我们维持公司的“买入”评级, 维持目标价 14.80 港元, 相当于 2021 年 30 倍 PE, 较当前股价还有 23.7%的上升空间。
- **风险提示:** 业务扩张和收购不及预期; 物业管理费提价受阻; 收缴率不及预期; 增值业务拓展不及预期。

## 附表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1,257	1,737	2,524	3,598
货币资金	4	4	4	4
应收账款	213	368	582	851
其他应收款	17	17	17	17
存货	4	4	6	9
<b>非流动资产</b>	244	236	234	232
于联营公司权益	9	9	9	9
物业、厂房及设备	69	69	69	69
投资物业	34	34	34	34
<b>资产总计</b>	1,501	1,973	2,758	3,829
<b>流动负债</b>	584	890	1,376	1,979
贸易应付款项	122	294	460	662
其他应付款项	6	6	6	6
合同负债	243	419	663	968
应付所得税	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	18	18	18	18
递延税项负债	5	5	5	5
<b>负债合计</b>	602	908	1,393	1,997
股本	8	8	8	8
其他储备	888	888	888	888
留存收益	0	167	467	936
非控股股东权益	3	2	1	0
<b>股东权益合计</b>	899	1,065	1,365	1,832
<b>负债及权益合计</b>	1,501	1,973	2,758	3,829

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	136	299	539	842
贸易应收款项增加	(2)	(0)	(2)	(3)
预付款项增加	4	0	0	0
贸易应付款项增加	0	(30)	(49)	(61)
其他应付款项增加	0	0	0	0
合约负债增加	7	172	165	202
<b>经营活动产生现金流量</b>	(857)	351	627	902
<b>投资活动产生现金流量</b>	1,661	(5)	(5)	(5)
<b>融资活动产生现金流量</b>	(1,011)	(56)	(100)	(156)
现金净变动	(207)	290	522	741
现金的期初余额	1,182	971	1,261	1,783
现金的期末余额	971	1,261	1,783	2,524

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1,081	1,865	2,950	4,309
营业成本	776	1,325	2,068	2,979
毛利润	305	540	882	1,330
销售费用	0	0	1	2
管理费用	3	3	3	3
财务费用	27	37	50	60
其他收入	6	2	2	2
<b>税前利润</b>	136	299	539	842
所得税	40	78	140	218
<b>净利润</b>	95	222	399	624
归属母公司净利润	96	223	400	625
<b>EPS(元)</b>	0.13	0.25	0.44	0.69

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	34.1	55.4	72.4	58.2
营业利润增长率	84.8	56.5	120.8	80.1
净利润增长率	87.8	48.6	132.7	80.1
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	28.2	29.0	29.9	30.9
净利率	8.8	11.9	13.5	14.5
ROE	21.0	29.4	34.1	35.6
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	40.1	46.0	50.5	52.1
流动比率	2.2	2.0	1.8	1.8
速动比率	2.1	1.9	1.8	1.8
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.7	0.9	1.1	1.1
应收帐款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.1	0.2	0.4	0.7
每股经营现金	-0.9	0.4	0.7	1.0
每股净资产	1.0	1.2	1.5	2.0
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	40.2	22.3	14.3	10.1
PB	10.0	8.4	6.6	4.9

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、免吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。