

## 新城悦(1755.HK)NDR 纪要

我们于5月21日为新城悦于香港举办了NDR，公司副总经理兼联席公司秘书尤建峰先生出席。以下为会议纪要，问答环节实录请见附件。

### 2019 主要业务指引

公司目标19年收入同比增长60%以上，由于业务结构变化整体毛利率预计持平，SG&A占收入比重预计比18年有所下降。详细看三个业务板块：物业服务在管面积目标由18年底的4290万平方米增至20年底的1亿平方米（50%+ CAGR），毛利率预计继续提升。增值服务收入预计同比增长100%，主要由以下业务板块拉动：1) 开发商增值服务收入预计19年同比增100%左右，毛利率预计可上升至30%左右，主要是由于定价更加市场化；2) 社区增值服务中的拎包入住服务预计19年同比增100%以上；3) 18年8月启动资产管理业务，一共去化668个车位，实现约800万收入，今年目标去化3000-5000个车位，实现收入3000-5000万，车位代销毛利率（50%~60%）较其它增值服务较低，会拉低增值服务整体毛利率水平；4) 公司目标3-5年内增值服务占收入比重提升至50%。专业服务的战略重点将由老旧小区改造转向新小区智能化施工，智能化施工一般在楼盘交付前9个月进行，所以与楼盘交付进度高度吻合，这一块业务目标19年收入在2亿左右，较18年同比增100%以上。值得注意的是，由于公司主要的新业务（车位代销、新小区智能工程）主要于18年下半年开始产生收入，我们预计19年上半年收入增长将非常显著。我们保守的估计19年净利润预计至少同比增60%左右。

### 公司近期不考虑配售

公司4月2日收到港交所的股权过度集中公告，市场担心公司配售以降低股权集中度。公司表示近期不考虑配售，根据港交所的上市条例，资产中现金占比高的公司融资受到限制，截止18年底公司资产中82.3%为现金。另外控股股东亦不想股权被稀释。

### 业绩成长确定性高，投资价值凸显，强烈建议投资者关注

公司目前的股价对应19.6倍19年市盈率，低于碧桂园服务的27.7倍和绿城服务的22.7倍。公司的成长性更好、成长确定性高，19年中期业绩有机会成为股价催化剂，强烈建议投资者关注。

**风险提示：**(一) 中国宏观经济进一步下行、(二) 房地产调控加码、(三) 人民币汇率波动。

### 主要财务数据

年结:12月31日 (百万人民币)	2017年 (实际)	2018年 (实际)	2019年 (预测)	2020年 (预测)	2021年 (预测)
总收入	866.4	1,149.9	1,773.0	2,542.5	4,011.0
增长率:	51.1%	32.7%	54.2%	43.4%	57.8%
经营利润	106.2	204.4	338.0	506.0	782.0
增长率:	61.7%	92.5%	65.4%	49.7%	54.5%
净利润	73.4	150.4	231.0	339.0	568.0
增长率:	69.4%	104.9%	53.6%	46.8%	67.6%
毛利率(%)	28.0	29.5	31.2	32.1	33.3
股东应占净利润率(%)	8.5	13.1	13.0	13.3	14.2
每股盈利(人民币)	不可比	0.24	0.27	0.47	0.69
每股净资产(人民币)	不可比	1.03	1.23	1.52	1.96

来源：彭博，中泰国际研究部

## 评级:未评级

### 公司基本资料 (更新至2019年05月22日)

最新价	6.00 (港元)
市值	4,920.00 (百万港元)
流通股比例	26.83 (%)
已发行总股本	820.00 (百万股)
52周价较高目前格区间	2.85-8.34 (港元)
3个月平均每日成交	16.22 (百万港元)
主要股东	王振华 占73.17%

资料来源：彭博

### 价格及成交量走势



资料来源：彭博

### 分析师

刘洁琦 (LIU Jieqi)

[Jieqi.liu@ztsc.com.hk](mailto:Jieqi.liu@ztsc.com.hk)

## Q&A

**Q:** 16 年现金流较其他年度较波动，原因是什么？

**A:** 16 年公司进行股改，根据中介要求清理了与关联方的往来款。

**Q:** 在同一个财务年度，新城悦来自新城控股的管理面积较新城控股本身的竣工面积高不少，原因是什么？

**A:** 在过去一段时间新城控股的竣工面积不包含地下车位面积，而新城悦的管理面积包含地下车位，这一部分的影响在 30%左右，余下的差异暂时不太清楚。2019 年，新城控股预计竣工面积为 1880 万平方米（包含合营联营以及地下车位）；新城悦这一边，我们预计 19 年来自新城控股的新增管理面积在 1300~1500 万平方米之间。

**Q:** 合约管理面积转化为在管面积的节奏是怎样的？

**A:** 我们粗略估计 60-70%的面积 2 年内交付，30%左右的面积需要 3 年左右时间交付。一般一个地块拿下来一次性签合约，新城控股的面积中有 30%左右是吾悦广场，吾悦广场项目属于大盘（40 万平米起）、一般分三期开发，所以 3-4 年才能全部开发完。

**Q:** 2020 年在管面积达到 1 亿平方米的目标能否实现？

**A:** 我们认为实现的可能性还是非常大的：1) 2018 年底新城控股已开工面积达 7100 万平，由于开工项目一般可以在 12~13 个月后竣工，我们保守估计 19-20 年新城控股可以给我们约 4000 万平的在管面积；2) 18 年底第三方项目的已签约未交付的面积为 1240 万平，我们估计 19-20 年可交付 800 万平方米，这不是一个很激进的假设；3) 我们预计 19-20 年可实现 500 万平老项目（非期房，立即可转化为在管面积）拓展；4) 我们在这两年可能会做 1-2 单并购，购入 500-1000 万平的管理面积。综上，在管面积由 18 年底的 4290 万平上升至 20 年底的 1 亿平不太难。

**Q:** 新城悦能否确保拿到新城的项目？目前上海有第三方机构暗访楼盘，为物业服务公司排名，是否会影响到公司参与第三方项目招标的资质？

**A:** 对需要公开招标的项目，地方政府会适当的协助开发商中标自己开发的项目；纯商业项目不需要公开招标。我们没有特别关注第三方机构的排名，公司是一级资质，而且是上市公司，在历史上没有出现投标时不符合资格的情况。

**Q:** 新城悦的在管项目中，有多少有业主委员会？

**A:** 我们管理的项目设立业主委员会的比例约为 40%，算业主委员会比例比较高的。

**Q:** 开发商增值服务案场和前期咨询服务占比分别是多少？一个项目开发商增值服务收入和物业管理服务收入哪个更高？

**A:** 案场服务占开发商增值服务的 70%左右，前期咨询和验房占 30%。举例一个 10 万平的项目，案场服务收入 150 万左右（每个项目差不多，标准化服务），加上前期咨询大约 200 万收入，物业管理收入一年 240 万左右。

**Q:** 物业费定价受政府指导，公司能实现 35%的新项目毛利率吗？

**A:** 政府指导价会考虑未来 3 年的工资涨幅，并不是单纯在现有的工资加一个利润，如果这样就没有人做物业了。同时指导价也是参考社会平均工资及增幅来厘定，不同城市可能有不同方法。

**Q:** 我们通过渠道调查，得知公司项目层面的毛利率在 15%左右，低于报表中公布的 27.8%，原因是什么？

**A:** 在公司内部，有时项目层面的毛利率统计会去掉 SG&A，我认为这是您得到的数据与我们财务报表毛利率存在差异的原因。

**Q:** 今年的社保政策对公司有怎样的影响？

A: 今年的社保政策对我们是正向影响。广东社保费率一直在 14% · 江苏之前是 19% · 上海是 20% · 我们一直按照费率足额交付。考虑我们总员工数 5050 人 · 社保费率降低 19 年 5 月起执行 · 预计对我们有 900 万人民币的正向影响。

Q: 第三方项目的毛利率由多少？为何比新城控股的项目要低？

A: 17 年第三方项目的毛利率 20% · 18 年有所上升。第三方项目毛利率低的原因是 16-17 年第三方拓展面积主要来自老项目 · 平均楼龄长于新城控股的项目 · 而老项目的毛利率低。

Q: 为什么我们的毛利率比绿城服务高那么多？

A: 服务理念不一样。绿城是提供高端服务 · 配备流动管家 · 他们的服务质量在业内也是广受认可 · 但是人员素质高 · 成本也较高。像我们还有雅生活 · 碧桂园服务 · 我们是提供质价相符的服务；另外我们的关联开发商开发的项目中高端项目也比较少。

Q: 公司未来的派息率？

A: 我们不会盲目并购 · 派息率预计会维持在 50% 左右 · 我们想塑造物业管理公司 cash cow 的形象。

Q: 交付不同年份的项目 · 平均毛利率水平是怎样的？

A: 5 年内的项目毛利率在 35% 左右 · 5-10 年项目毛利率在 25% 左右 · 10 年以上项目毛利率在 10% 左右；10 年以上项目占我们总在管面积 10% 不到 · 未来占比会不断下降。所以我对未来物业管理服务的毛利率的提升很有信心。另外我们预计未来老项目提价有可能成为常态 · 老项目的毛利率有望稳定在 10%。

Q: 对公司加权物业费的指引？

A: 18 年底在 1.80~1.85 元 · 19 年的加权平均物业费预计在 2.2 元左右 · 20 年加权平均物业费有可能会下降到 2.15 左右 · 主要因为新城控股 2018 年的合约销售的城市能级有所下沉。

Q: 今年新城控股的销售是否会影影响新城悦 19 年的业绩指引？

A: 19-20 年的业绩指引与新城控股今年的销售没有关系 · 21 年开始会受到新城控股 19 年销售的影响。

# 公司及行业评级定义

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~ 5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-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，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 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、状况及独特需要作出各种证券、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者附属机构的观点。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。