

业务范围及区域双突破，效率提升红利持续释放

——时代邻里 (9928.HK) 2020 年中期业绩点评

海外公司简报

买入 (维持)

当前价/目标价：12.62/13.82 港元

分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)

021-52523801

hemiannan@ebsec.com

黄帅斌 (执业证书编号：S0930520080005)

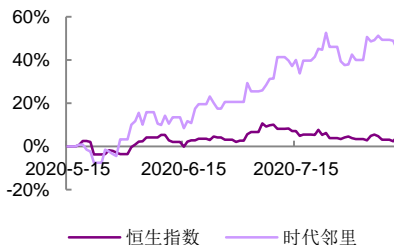
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

总市值(百万港元)	12,439
总股本(百万股)	986
12个月低/高(港元)	4.60/13.74
近三个月换手率	84%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.44	60.41	159.67
绝对	5.69	57.47	163.29

资料来源：Wind

◆20 年中期营收+54%，归母净利润+76.2%

公司发布 20 年中期业绩，营收 7.02 亿元同比+54%，归母净利润 0.84 亿元同比+76.2%。经营效率进一步提升，归母净利率提升 2.7pc 至 12%，毛利率提升 1.5pc 至 28.4%，管理费用率下降 0.6pc 至 10%。

◆业务拓展：业务范围和业务区域双突破

截止 2020 年 6 月 30 日，物管合约面积+67%至 7526 万平米，在管面积+39%至 4835 万平米。在管面积增量 992 万平米，其中来自收并购 575 万平米（广州浩晴和耀城），来自关联方及外拓 548 万平米，终止面积 131 万平米。合约面积增量 2597 万平米，主要由于收购上海科箭（在管 1600 万平米）计入合约面积。合管比 1.56，若上海科箭项目交付后降至 1.17，较 2019 年末 1.28 略有下降。2020 年 7 月公司通过配股募资 7.8 亿港元。预计下半年公司仍将保持较为积极的外拓策略。

业务拓展取得领域及区域双突破。区域方面，收购上海科箭，业务范围扩张至华东地区；领域方面，上半年新增 5 项城市公共服务项目（在管 2230 万平米），通过上海科箭进入工业物流管理领域，通过广州浩晴和耀城进入电力细分领域，全口径下公司总合约面积达到 1.06 亿平米。

◆收入拆分：智慧工程服务放量，非业主增值服务有韧性

基础物管营收+44%至 4.2 亿元，增速与在管面积相当（39%）。其中来自非住宅的收入占比同比+6.3pc 至 44.1%，来自第三方面积的收入占比同比+11.5pc 至 46.6%。

业主增值服务营收+42%至 4475 万元，其中公共空间租赁及停车位管理和生活服务收入增速分别为 13%和 128%。疫情期间，业主居家需求爆发，生活服务能力得到进一步提升。

非业主增值服务营收+64%至 1.92 亿元，分项来看，子类目较 2019 上半年增加城市更新项目服务及房屋中介服务。协销服务、施工现场服务、开荒清洁服务收入同比增速分别为 38%、-7%和 139%。

其他专业服务营收+261%至 4099 万元，分项来看，子类目较 2019 上半年增加城市公共服务。电梯服务、智能化工程服务、市政环卫服务收入同比增速分别为 113%、531%和 105%。全资子公司广州市邻里智能化工程完成 70 个项目的智慧车场远端管控改造和 30 个项目的全国智慧管控接入。

◆经营分析：效率提升红利持续释放

由于上市后公司角色定位由“成本和品牌中心”转向“利润中心”，持续优化运营流程，推行成本控制措施，运营效率进一步提升。基础服务、非业主增值服务、业主增值服务、其他专业服务毛利率分别提升 2.2、0.7、1.9、1.4 个百分点，整体毛利率提升 1.5 个百分点。

◆上调目标价至 13.82 港元，维持“买入”评级

公司不断拓展业务范围和收入来源，并强化在非住宅领域的核心优势，同时区域范围突破大湾区，进入华东地区，整体转型面向城市服务的综合物业管理服务提供商。

我们维持原盈利预测，因配股导致股本增加，20-22 年预测 EPS 调整至 0.23、0.39、0.58 元。鉴于行业整体估值提升，以及公司实现经营范围和经营区域双突破，风险溢价持续下行，我们上调 2021 年 PE 至 32 倍，上调目标价至 13.82 港元，维持“买入”评级。

◆风险提示

人工成本快速上升风险；增值服务拓展不确定性风险；关联方依赖风险；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	696	1,081	1,699	2,843	4,212
营业收入增长率	34.1%	55.4%	57.1%	67.4%	48.1%
净利润（百万元）	64	96	225	383	575
净利润增长率	88.0%	51.6%	133.3%	70.5%	50.0%
EPS（元）	0.07	0.10	0.23	0.39	0.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	80.6%	15.1%	28.5%	39.4%	45.9%
P/E	162	116	50	29	19
P/B	104	12	11	9	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 11 日；汇率：1 港元=0.9 元

附录

表 1: 利润表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	696	1,081	1,699	2,843	4,212
营业成本	505	776	1,198	1,984	2,947
营业毛利	190	305	501	859	1,265
其他收入	2	6	6	7	7
销售费用	-8	-10	-16	-27	-40
管理费用	-90	-125	-196	-311	-461
EBITDA	95	166	275	505	748
折旧	-6	-7	-13	-11	-12
EBIT	87	136	298	509	764
财务费用	-5	-14	32	9	21
EBT	87	136	298	509	764
所得税	-22	-40	-74	-127	-191
净利润(含少数股东损益)	64	95	223	381	573
净利润(不含少数股东损益)	64	96	225	383	575
年内已发行普通股加权平均数	909	909	986	986	986
EPS (元)	0.07	0.10	0.23	0.39	0.58

资料来源: 公司公告、光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3468	1257	1641	2311	3191
货币资金	1182	971	1111	1570	2138
存货	2	4	4	4	4
应收账款及其他应收款项	212	213	455	664	970
受限制银行存款	0	4	6	9	14
预付款、按金及其他应收款	2051	48	48	48	48
非流动资产:	178	244	245	245	247
固定资产/PP&E	28	35	37	37	38
于联营公司之权益	67	71	71	71	71
商誉	47	69	69	69	69
递延税项资产	13	21	21	21	21
使用权资产	4	9	9	9	9
总资产	3646	1501	1886	2556	3437
流动负债:	2086	584	824	1246	1755
贸易应付款项	112	122	189	312	464
其他应付款	1741	243	382	639	946
合约负债	49	174	208	250	300
应交税费	29	40	40	40	40
租赁负债	2	6	6	6	6
非流动负债:	1453	18	18	18	18
递延税项负债	1	5	5	5	5
租赁负债	2	12	12	12	12
经营性负债合计	3539	602	841	1264	1773

股本	0	8	8	8	8
储备	103	888	1034	1284	1658
少数股东权益	4	3	2	0	-2
股东权益合计(不含少数股东权益)	103	896	1043	1292	1666
股东权益合计(含少数股东权益)	107	899	1044	1292	1665
负债及股东权益总计	3646	1501	1886	2556	3437

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1115	-857	233	603	781
净利润	87	136	225	383	575
折旧摊销	6	7	13	11	12
营运资本变化	1026	2106	-4	210	197
其他非现金调整	-4	-3106	-1	-2	-2
投资活动现金流	-1543	1661	-15	-11	-13
资本性支出	7	32	-15	-11	-13
投资变化	450	2858	0	0	0
其他投资活动产生的现金流量净额	-1382	1150	0	0	0
融资活动现金流	1524	-1011	-78	-134	-200
债务增加	1675	0	0	0	0
债务减少	74	1606	0	0	0
股本增加	0	767	0	0	0
支付的股利合计	74	99	-78	-134	-200
其他筹资活动产生的现金流量净额	-3	-37	0	0	0
净现金流	1096	-207	140	458	568

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 4：关键指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	34.1%	55.4%	57.1%	67.4%	48.1%
净利润增长率	88.0%	51.6%	133.3%	70.5%	50.0%
EBITDA 增长率	80.9%	76.1%	64.9%	83.8%	48.3%
EBT 增长率	86.5%	80.6%	64.2%	89.0%	49.3%
估值指标					
PE	162.5	116.2	49.8	29.2	19.5
PB	104.2	12.4	10.7	8.7	6.7
EV/EBITDA	143.4	65.0	39.8	21.6	14.5
EV/EBIT	156.5	79.9	36.7	21.4	14.2
EV/NOPLAT	156.5	79.9	36.7	21.4	14.2
EV/Sales	19.5	10.0	6.4	3.8	2.6
盈利能力 (%)					
毛利率	27.4%	28.2%	29.5%	30.2%	30.0%
EBITDA 率	13.6%	15.4%	16.2%	17.7%	17.8%
EBT 率	12.7%	14.7%	15.4%	17.4%	17.5%
税后净利润率 (归属母公司)	9.1%	8.9%	13.2%	13.5%	13.6%

ROA	2.4%	10.6%	13.8%	19.3%	21.4%
ROE (归属母公司) (摊薄)	80.6%	15.1%	28.5%	39.4%	45.9%
偿债能力					
流动比率	1.7	2.2	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.7	2.1	2.0	1.9	1.8
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS (元)	0.07	0.10	0.23	0.39	0.58
每股红利 (元)	0.00	0.03	0.08	0.14	0.20
每股经营现金流 (元)	1.23	-0.87	0.24	0.61	0.79
每股自由现金流(FCFF) (元)	1.21	-0.21	0.14	0.47	0.58
每股净资产 (元)	0.12	0.91	1.06	1.31	1.69
每股销售收入 (元)	0.77	1.10	1.72	2.88	4.27

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼