

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

经营提效，交出上市首年高分答卷

事件:

公司发布 2019 年全年业绩，合计实现营收 16.2 亿元，同比增长 35%，实现归属于母公司股东的净利润 1.79 亿元，同比增长 34%；扣除上市开支后，则利润为 2.08 亿元，同比增长 56%；商业运营、物业管理的在管面积稳步增长，分别为 698、1151 万方。

首家上市的轻资产商管公司，业绩增长同具确定性。截至 2019 年底，公司商业运营板块在管面积共计 698 万平米，当年新开 6 个购物中心，新增管理面积 53.7 万方；商业板块贡献收入约 13.35 亿元，占全部收入的 82.4%。公司作为商业运营行业的龙头公司，各项经营指标稳中向好，2019 年全年平均出租率为 89.4%，较 2018 年上升 4.9pct，平均人流量、平均营业额均稳中有升，分别为 10.59 人/平米/月与 646 元/平米/月。尽管公司的收入结构上与传统物管公司有着明显差异，得益于宝龙地产开发中的商业项目，其未来业绩同样具备确定性，2020、2021 年公司分别计划新开业 11、16 个商业综合体项目。

科技赋能，管理提质。2019 年，公司扣除上市费用的管理费用仅为 0.88 亿元，同比小幅增长 9.3%，扣除上市费用后的管理费用率仅为 5.42%，较 2018 年同期下降 1.27 个百分点，人均能效的明显改善带来了增收更增利的现象。科技赋能方面，公司与腾讯合作开发的“纽扣计划”推出了针对租户和顾客使用的小程序，宝龙悠悠更是在 30 个项目上线运营，我们相信公司在科技研发方面的未雨绸缪，有望为其带来资源优势与竞争优势。

积极外拓，稳步推进。2019 年，公司外拓取得显著进展，外拓项目带来收入 6240 万元，同比增长 17.1%，过去四年的 cagr 高达 148% 公司将继续发力市场拓展，通过管理输出和收并购的方式来扩展管理面积。

首次覆盖，给予买入评级，预计 2020-2022 年 EPS 为 0.48、0.66、0.88 元，对应的 PE 为 20.8、15.1、11.3 倍，给予 2020 年 27 倍估值，目标价 14.4HKD。

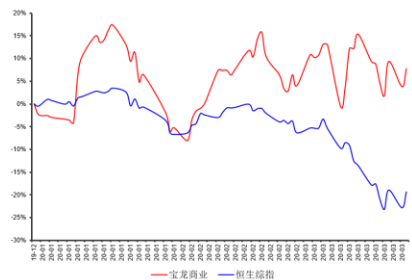
风险提示：外拓进度不及预期，疫情对商场开业、经营带来影响

股票数据

2020/03/27

6 个月目标价 (港元)	14.4
收盘价 (港元)	11.0
股价区间 (港元)	9.05-12.4
总市值 (十亿港元)	6.84
总股本 (百万股)	621.5
A 股 (百万股)	0
B 股/H 股 (百万股)	0/621.5
日均成交量 (百万股)	4.63

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	9%	9%
相对收益	16%	24%	26%

相关报告

- 《保利物业：央企物管排头兵，率先由“大”物业走向“大物管”》 20191213
- 《以香港经验看疫情对物管行业的短期冲击和长期变化》 20200220
- 永升生活服务 (1995.HK)：低溢价、高质量并购落地 20200204

证券分析师：张云凯

执业证书编号：S0550519080009
13917726696 zhangyk@nesc.cn

研究助理：沈路遥

执业证书编号：S0550118070032
18616639299 shenly@nesc.cn

联系人：吴胤翔

执业证书编号：S0550119080063
18117166023 wuyx@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,200	1,620	2,198	3,033	4,084
(+/-)%	23.37%	34.99%	35.61%	38.03%	34.64%
归属母公司净利润	133	179	295	408	546
(+/-)%	69.67%	33.95%	65.36%	38.13%	33.92%
每股收益 (元)	0.21	0.29	0.48	0.66	0.88
市盈率	46.14	34.45	20.83	15.08	11.26
市净率	26.76	3.88	2.65	2.36	2.06
净资产收益率 (%)	57.99%	11.25%	12.72%	15.65%	18.27%
股息收益率 (%)	0%	0.87%	1.44%	1.99%	2.66%
总股本 (百万股)	621.5	621.5	621.5	621.5	621.5

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,616	3,437	3,815	4,210	净利润(含少数股东权益)	179	295	408	546
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润(不含少数股东权益)	179	295	408	546
应收款项	208	257	283	311	营运资本变动	1,649	803	332	348
存货	0	0	0	0	支付的股利合计	111	148	204	273
其他流动资产	0	0	0	0					
流动资产合计	2,824	3,694	4,097	4,521	现金及现金等价物净增加额	2,063	821	377	395
商誉及无形资产	0	0	0	0	现金及现金等价物期初余额	553	2,616	3,437	3,815
土地使用权	0	0	0	0	现金及现金等价物期末余额	2,616	3,437	3,815	4,210
固定资产净值	7	7	8	8					
其他长期投资	207	218	228	240					
其他非流动资产	48	53	59	64					
非流动资产合计	267	278	295	312					
资产总计	3,091	3,973	4,392	4,833					
短期借贷及长期借贷当期到期	0	0	0	0					
应付款项及票据	90	94	99	104					
应交税金	41	45	50	55					
其他流动负债	1,183	1,242	1,304	1,369					
流动负债合计	1,313	1,381	1,452	1,528					
长期借贷	0	0	0	0					
其他非流动负债	190	210	230	254					
非流动负债合计	190	210	230	254					
负债合计	1,504	1,591	1,683	1,781					
归属于母公司股东权益合计	1,587	2,322	2,607	2,990					
少数股东权益	0	60	62	62					
负债和股东权益总计	3,091	3,973	4,392	4,833					

利润表 (百万元)					财务与估值指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,620	2,198	3,033	4,084	每股指标				
服务成本	-1,192	-1,624	-2,240	-3,017	每股收益(元)	0.29	0.48	0.66	0.88
毛利	428	573	793	1,067	每股净资产(元)	2.55	3.74	4.19	4.81
销售费用	-42	-57	-76	-103					
管理费用	-117	-121	-167	-225	成长性指标				
其他收入及收益,净额	17	12	13	15	营业收入增长率	34.99%	35.61%	38.03%	34.64%
金融资产减值	-7	-1	-1	-1	净利润增长率	33.95%	65.36%	38.13%	33.92%
营业利润	279	407	562	753	盈利能力指标				
财务收入/(费用)净额	-32	2	3	4	毛利率	26.44%	26.09%	26.14%	26.12%
除税前溢利	247	409	565	757	净利润率	11.02%	13.44%	13.45%	13.38%
所得税	-69	-114	-157	-210	运营效率指标				
净利润(含少数股东权益)	179	295	408	546	应收账款周转率(次)	5.18	9.46	11.24	13.76
净利润(不含少数股东权益)	179	295	408	546					

偿债能力指标					费用率指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债率	48.65%	40.04%	38.32%	36.85%	管理费用率	0.07	5.50%	5.50%	5.50%
流动比率	2.15	2.67	2.82	2.96	财务费用率	0.00	0.05%	0.04%	0.03%
速动比率	2.15	2.67	2.82	2.96	分红指标				
					分红比例	60.18%	50.00%	50.00%	50.00%
					股息收益率	0.87%	1.44%	1.99%	2.66%
					估值指标				
					P/E(倍)	34.45	20.83	15.08	11.26
					P/B(倍)	3.88	2.65	2.36	2.06
					P/S(倍)	3.80	2.80	2.03	1.51
					净资产收益率	11.25%	12.72%	15.65%	18.27%

资料来源：东北证券

分析师简介:

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，四川大学金融学本科，现任东北证券房地产行业组组长。曾任职上海国际信托和四川信托，3年半信托公司一线房地产业务从业经验。2017年加入东北证券研究所，曾获得东方财富2018年度房地产行业最佳分析师第2名；2019年证券时报“金翼奖”房地产行业第2名。

沈路遥，同济大学建筑与土木工程专业本科、硕士，现任东北证券房地产组研究助理。曾就职于金地商置集团，一年半房地产从业经验，2018年以来具有2年证券研究从业经历。

吴胤翔，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn