

评级：买入(维持)

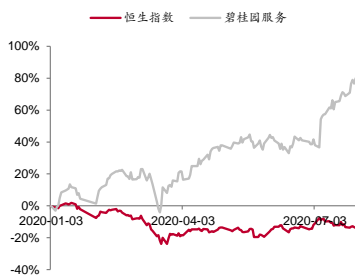
分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2759
流通股本(百万股)	2759
市价(港元)	46.75
市值(百万港元)	129001
流通市值(百万港元)	129001

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《公司深度报告：借力巨头，乘势而上》

《业绩增长强劲，龙头地位稳固》

公司盈利预测及估值(人民币)

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4675	9645	14266	18525	23451
增长率 yoy%	50	106	48	30	27
净利润	923	1671	2295	3294	4463
增长率 yoy%	130	81	37	44	35
每股收益(元)	0.33	0.61	0.83	1.19	1.62
每股现金流量	2.13	1.00	1.72	1.86	2.61
净资产收益率	40	29	29	30	29
P/E	66	48	33	25	19
PEG	0.5	0.6	0.9	0.6	0.5
P/B	20	15	10	7	5

备注：股价使用7月31日收盘价。

投资要点

- **事件：**2020年7月30日，公司拟分阶段有条件收购城市纵横100%股权。
- **点评：**
- **收购估值合理，拥有剩余股权收购选择权。**根据业绩承诺，2020/2021/2022年城市传媒收入不低于3.76/4.68/4.73亿元，扣非净利润不低于0.75/1.10/1.14亿元。收购分两阶段：第一阶段，公司以2019年静态PE10.5x的估价（最高不超过5.12亿元）收购城市传媒65%股权，其中35%股权对价与业绩承诺挂钩，若承诺达成则以2022年利润计收购对价为6.9x；第二阶段公司拥有收购选择权，若标的未来三年年化增速超过15%，则公司有权以11~12倍PE对价收购剩余35%股份。2019年城市纵横营收3.76亿元、近5年CAGR约17.4%，归母净利润7895万元、近5年CAGR约35.4%。
- **梯媒领先运营商，覆盖范围广。**城市纵横是原为新三板上市公司，是国内领先的楼宇媒体广告运营商，主业为楼宇电梯海报媒体的开发、运营和广告发布服务，广告点位资源丰富，一线城市以自营为主，二、三线城市以外购为主。根据公开电话会议，城市纵横在超过240座城市覆盖超过200万块广告版位，其中约4万个为自营。
- **标的平台&渠道+公司优质点位，协同效应可期。**城市纵横拥有成熟的平台和渠道资源，但增长受限于一线城市稀缺的优质广告点位。而上市公司作为物管龙头之一，拥有丰富的广告版位资源。根据公开电话会议，公司在管电梯4.4万台，电梯广告版位约13万个，其中近50%位于一线城市。此次收购后，公司可将自有广告点位由外包转自营，通过城市纵横的平台和渠道整理媒体资源、引入广告商流量，依托丰富的社区物管资源实施电梯海报的精准投放，协同效应可期。长期来看，公司有望凭借物管行业龙头的资源影响力，逐渐形成物业广告联盟，深度整合更大范围的社区传媒资源。
- **投资建议：**收购梯媒优质标的，有望协助公司将广告点位转为自营，深度布局社区传媒，协同效应可期。上调2020/21/22年归母净利润23.0/32.9/44.6亿元（调整前预测为22.04/31.92/43.60亿元）、同增37%/43%/35%（基于谨慎原则，假设2020年所得税税率恢复至25%），当前股价对应2020/21年估值33x/25x/19x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**物业管理费市场化提价进度不及预期；社区增值服务业务拓展进度不达预期；非业主增值服务有可能受到地产行业不景气的影响。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测 (人民币元)

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,675	9,645	14,266	18,525	23,451	货币资金	3,869	6,914	12,494	17,252	22,387
营业成本	2,914	6,593	9,616	12,128	14,984	存货	8	14	20	26	967
毛利率	37.68%	31.65%	32.60%	34.53%	36.10%	其他流动资产	793	3,296	2,977	3,863	4,888
其他收入	31	51	36	38	40	流动资产	4,671	10,224	15,491	21,140	28,241
销售费用	27	67	99	128	162	固定资产	113	312	179	208	235
营业费用率	0.57%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	无形资产	686	1,604	1,569	1,537	1,506
管理费用	760	1,208	1,758	2,245	2,795	其他长期资产	52	129	134	141	149
管理费用率	16.25%	12.52%	12.32%	12.12%	11.92%	非流动资产	851	2,045	1,883	1,886	1,890
财务费用	0	2	0	0	0	资产总计	5,522	12,269	17,374	23,026	30,131
财务费用率	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	短期借款	0	0	19	19	19
利润总额	1,069	2,076	3,147	4,517	6,121	应付账款	2,060	4,690	6,841	8,628	10,660
所得税	135	358	787	1,129	1,530	其他流动负债	1,067	1,737	2,509	3,230	4,063
所得税率	12.64%	17.23%	25.00%	25.00%	25.00%	流动负债	3,127	6,427	9,369	11,877	14,743
少数股东损益	11	48	66	94	127	长期负债	89	90	91	92	93
归属于母公司股东的净利润	923	1,671	2,295	3,294	4,463	其他长期负债	-24	72	52	51	50
净利率	19.75%	17.32%	16.09%	17.78%	19.03%	非流动性负债	65	162	143	143	143
摊薄每股收益(元)	0.33	0.61	0.83	1.19	1.62	负债合计	3,192	6,590	9,512	12,021	14,886
						股本	2	1,757	1,757	1,757	1,757
						资本公积	601	532	2,649	5,698	9,810
						股东权益合计	2,330	5,680	7,862	11,006	15,245
						少数股东权益	69	306	372	466	594
						负债股东权益总计	5,522	12,269	17,374	23,026	30,131
						比率分析					
							2018	2019	2020E	2021E	2022E
						增长率 (%)					
						营业收入	49.8	106.3	47.9	29.8	26.6
						净利润	129.8	81.0	37.4	43.5	35.5
						利润率 (%)					
						毛利率	37.7	31.6	32.6	34.5	36.1
						净利率	19.7	17.3	16.1	17.8	19.0
						回报率 (%)					
						净资产收益率	39.6	29.4	29.2	29.9	29.3
						总资产收益率	16.9	14.0	13.5	14.6	15.1
						其他 (%)					
						资产负债率	57.8	53.7	54.7	52.2	49.4
						所得税率	12.6	17.2	25.0	25.0	25.0
						股利支付率	19.3	10.6	10.6	10.6	10.6

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。