



2019年5月14日

新城悦控股 (1755.HK)

深耕长三角高速增长物管公司

新城悦成立于1996年的物管公司，跟随着新城发展深耕长三角，虽然两者没有从属关系但控股股东同为一人。截至2018年底新城悦在管面积约4300万平方米，另外在手已签待生效面积达6900万平方米，为在管面积的1.6倍，加上新城发展还有1.1亿平米之土储，将支持新城悦未来营业利润增长。公司目标2020年在管面积冲破一亿平米大关，相当于复合年增长率约53%。我们考虑其在长三角稳固及领先的市场地位、较高的待生效面积比率及盈利水平，给予公司目标价每股港币10元，相当于1倍2019年市盈率对盈利增长比率，首予“买入”评级。

报告摘要

深耕长三角物管行业。新城悦成立于1996年，原在新城发展控股(1030 HK)中为集团提供物管服务，新城悦跟随着集团发展，以长三角为基础(约占三分之二合约面积)。随着新城发展销售规模急速上升，为专注物业开发和投资业务，集团决定于2016年把新城物业服务板块拨离，但大股东仍然同为王振华先生。

关联方新城发展销售增长强劲。新城销售保持强劲增长，过往五年销售额及面积分别以复合年增长率约60%和50%上升。2017年全口径合约销售额冲破千亿元(人民币·下同)大关，并在2018年突破两千亿元，销售规模全国排名第八。2019年目标销售为2700亿元，同比增长22%。第一季度实现累计合同销售金额约467亿元，同比增长约23%；累计销售面积约415万平方米，同比增长约36%。增长势头良好，亦支撑着新城悦未来盈利上升。

盈利增长能见度高。截至2018年底新城悦在管面积约4300万平方米，另外在手已签待生效面积达6900万平方米，为在管面积的1.6倍，加上新城发展还有1.1亿平米之土储，将支持新城悦未来盈利增长保持较高水平。除关联项目外，公司亦与其他房地产开发商维持良好合作关系加强外拓能力。公司目标2020年在管面积冲破一亿平方米之大关，相当于复合年增长率约53%。

增值服务未来潜力具大。除了传统物管外，新城悦还提供增值服务予开发商及业主住户。其中，社区增值服务还是处于初步发展阶段，占总收入约4%。主要针对住户生活需求市场，发展潜力巨大。分部收入在2016-18年间以复合年增长率约40%上升，我们认为随着新城悦楼盘管理规模上升，分部收入将按比例有所增长，考虑到增值服务的高利润(毛利率超过80%)，未来利润贡献将更为显著。

首予“买入”评级。与大型物管公司比较，新城悦管理规模虽然较低，但在新城发展强劲增长带动下，公司盈利增长并不逊色。公司现价约20倍2019年市盈率，较其他同规模的物管公司相若，考虑其在长三角稳固及领先的市场地位、较充裕的待生效面积比率及较高的盈利水平，未来收并购将成为新城悦额外的增长空间。我们给予公司目标价每股港币10元，相当于1倍2019年市盈率对盈利增长比率(PEG)，首予“买入”评级。

风险提示：长三角以至国内房产销售放缓；工资成本上升；公司股权集中度高

(31/12年结; 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	866	1,150	1,836	2,562	3,337
增长率(%)	51%	33%	60%	40%	30%
净利润	73	150	228	335	450
增长率(%)	69%	105%	52%	47%	34%
毛利率(%)	28%	29%	31%	32%	33%
净利率(%)	8%	13%	12%	13%	13%
每股收益(人民币)	0.12	0.24	0.28	0.41	0.55
每股账面价值(人民币)	0.26	1.03	1.31	1.72	2.27
市盈率	47.0	23.5	20.3	13.8	10.3
市净率	22.0	5.5	4.3	3.3	2.5
净资产收益率(%)	63%	30%	24%	27%	28%
股息收益率(%)	0%	2%	1%	2%	3%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

公司首次覆盖

证券研究报告

房地产行业

投资评级: **买入**
 目标价格: **10.00元**
 现价(2019-5-10): 6.54港元

总市值(百万港元) 5,363
 流通市值(百万港元) 4,022
 总股本(百万股) 820
 流通股本(百万股) 615
 12个月低/高(港元) 2.9/8.49
 平均成交(百万港元) 15.6

股东结构
 王振华 75.00%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.88	29.58	NA
绝对收益	-17.42	29.76	NA

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 房地产行业分析师
 +852-22131402
 stevewong@eif.com.hk

1. 2016 从集团拨离独立发展

新城悦由王振华先生（“王总”）于 1996 年成立。王总于 1993 年开始从事物业开发业务，1996 年 6 月以王总牵头与其他少数股东创建新城发展（1030 HK）并以从事房地产项目发展为主。集团通过收购和成立子公司逐步扩大业务，其中一项主要策略为藉提高物业管理服务水平令客户满意度上升，从而提高新城品牌的知名度。2017 年全口径合约销售额超过 1000 亿元，并在 2018 年突破 2000 亿元，按销售规模计算全国排名第八。

新城发展销售规模急速上升，为专注物业开发和投资业务，集团决定在 2016 年把新城物业服务板块拨离并由王总及其家族成员所持有，及后推广出“新城悦”品牌。虽然控股股东还是王总，但从此新城发展和新城悦就再没有从属关系。

新城悦（包括其在新城发展架构中的时间）已在中国提供物业管理服务逾 22 年。根据中国指数研究院（“中指院”）统计，按增长速度公司在中国于 2018 年物业服务百强企业中排名第七，并连续四年名列中国物业管理服务企业成长性十强。按长三角地区在管总建筑面积计算，公司排名第六。

值得一提的是新城发展拥有规模庞大的投资性物业，当中以“吾悦广场”为首的商场资产最为重要。2018 年为新城发展带来 12 亿元的租金收入。然而，吾悦广场的租赁及管理业务均由新城发展负责，其收入盈利都归入新城发展中。新城悦的收入未包括吾悦广场，吾悦广场未来的发展亦与新城悦未有直接关系。

图 1：新城悦的重大里程碑

年度	事件	年度	事件
1993 年	王振华先生（“王总”）开始从事物业开发业务	2016 年	于 2016 年 10 月开始推广「新城悦」品牌服务 上海新城万嘉物业服务有限公司的清水颐园于 2016 年 10 月荣获上海市物业管理行业协会授予的「上海物业管理示范（优秀）住宅小区」称号
1996 年	新城发展成立以从事房地产项目发展为主 集团物管业务营运子公司西藏新城悦成立， 开始提供物业管理服务		中指院评选的 2016 年中国物业服务 百强企业中： - 物业管理机构排名第 24 位 - 按增长计，排名第 6 位
2005 年	由新城悦管理的住宅开发项目 — 常州四季新城 荣获 住建部授予「全国物业管理示范住宅小区」称号		新城发展把新城悦拨离
2010 年	推出「金领结」管家式服务（「橙管家」 服务的前身）	2017 年	推出「橙管家」服务，为管理的物业提供管家式 服务
2011 年	公司管理的以下住宅社区荣获江苏省住房和城乡 建设 厅授予的「物业管理优秀项目」称号： - 江苏新城物业服务有限公司的金色新城 - 江苏新城物业服务有限公司的新成长岛		中指院评选的 2017 年中国物业服务 百强企业中： - 物业管理机构排名第 19 位 - 按增长计，排名第 6 位
2015 年	中指院评选的 2015 年中国物业服务百 强企业： - 物业管理机构排名第 23 位 - 按增长计，排名第 5 位	2018 年	2018 年 11 月公司在联交所成功上市， 募集资金约 5.4 亿元
			中指院评选的 2018 年中国物业服务 百强企业中： - 物业管理机构排名第 16 位 - 按增长计，排名第 7 位

资料来源：公司资料、安信国际

2. 深耕长三角地区

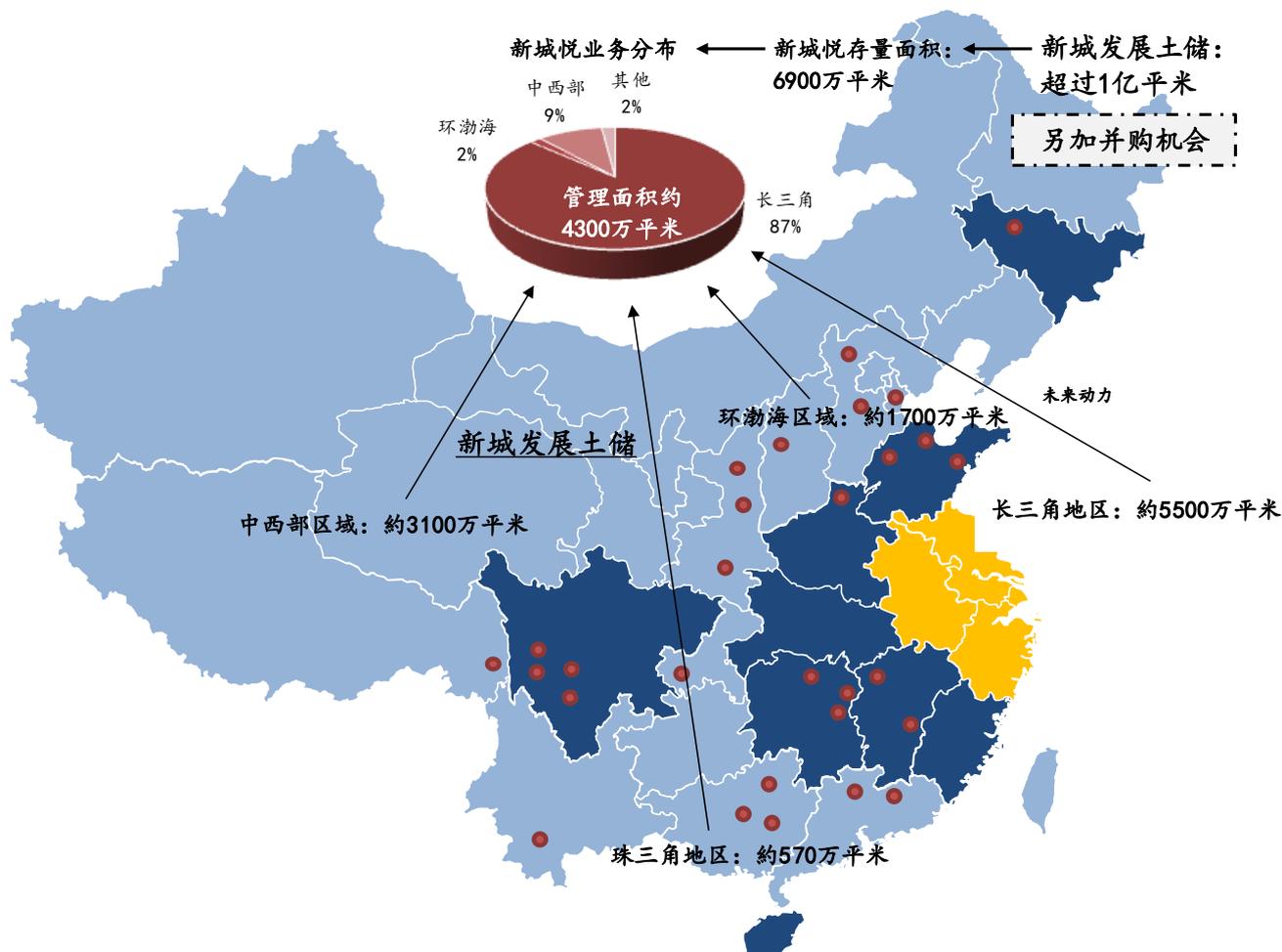
虽然新城悦与新城发展在 2016 年资产拨离后就没有从属关系，但两家公司之控股股东同为一人。新城发展旗下的楼盘都会首先委托新城悦作为物管服务提供商。新城发展楼盘的收入贡献及在管面积分别占新城悦总量的 78% 及 71%。

新城发展作为一家深耕长三角的发展商，在长三角的市场地位巩固，作为新城发展的关联方，新城悦在深耕长三角的策略上带有天然优势。截至 2018 年，公司物业服务收入中，约 83% 来自于长三角，其中江苏省占 62%。新城发展土储中将直接影响新城悦的发展，截至 2018 年底，新城发展土储总建面约 1.1 亿平方米，长三角地区约占 50%，其中上海占 1.3%、江苏省约占 33%、浙江省约占 11%。

未来，房地产行业政策环境相对平稳，既不会明显放松，又不会刻意收紧。整个房地产板块净负债率有所提高，在银根从紧的环境下，大规房企在拿地方面有一定优势。各地土地溢价率在 2019 年第一季度又再度上升，龙头企业具备增加优质土地储备的可能性。同时房地产行业集中度不断提升，大企业品牌效应和规模效应凸显。2018 年十大房企全口径市占率约 27%，较 2017 年上升约 3 个百分点。每年企业上榜的门槛都在提高。借着新城发展在长三角以至全国主要城市的领导地位，我们预期新城悦的市场地位将更加稳固。

房地产行业已经到了稳定的阶段，两会明确提出在本届政府任内（2022 年）完成房地产税立法。立法到推进再到实施，可能要缓五年以上，但政策推出势在必行，终归会出现。理论上针对存量住房设置税收，将影响人们的投资心理，抑制投机行为。如此推论下去，城市中的空置房降低，长远有利于物业管理业务的发展，市场对优质物管需求上升，新城悦作为长三角龙头，将是受惠企业之一。

图 2：新城发展的土储（2018 年）



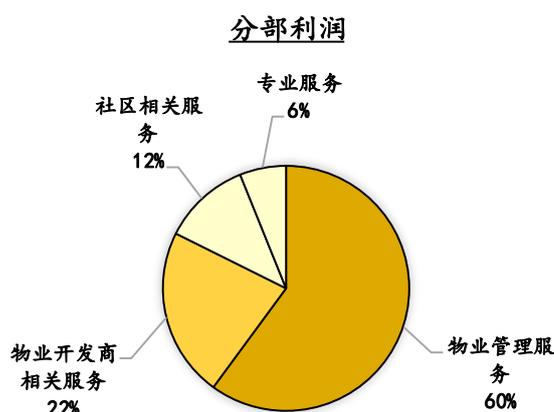
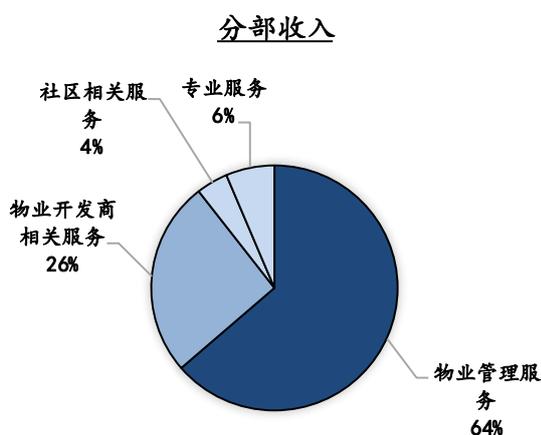
资料来源：公司资料、安信国际

3. 四大收入板块，业务逻辑清晰

新城悦的拥有四大业务板块，收入结构清晰。四大板块如下：一、传统物业管理服务，向楼盘住户提供一般广泛的管理服务，包括维护、保安、清洁、园艺、公共区域管理等其他物管相关服务。公司现时所管理的物业以住宅物业为主，占整体在管面积约 70%。但新城悦一直寻求多样化的物业组合，亦向非住宅物业发展，包括写字楼、多用途综合体、及技术产业园等。公司按管理面积收费，随着管理面积上升，总分部收入亦会有所增长。此外，管理费单价亦会随着管理成本上升及整体社会通胀而有所调整，但在管面积单价按年升幅有限，我们认为公司增长动力还是以量升为主。二、开发商增值服务，主要包括向物业开发商提供的销售案场协助服务。三、社区增值服务，主要包括管理商住楼盘小区公共区域、拎包入住服务、经营社区 APP、和资产管理（停车位销售及二手房中介服务）。四、专业服务，如为商住楼盘小区内的智慧化设施提供保养、及为开发商提供智慧化工程承包服务等。

图 3：新城悦收入结构（2018 年）

图 4：新城悦利润结构（2018 年）



资料来源：公司资料、安信国际

资料来源：公司资料、安信国际

从四大业务板块的构成，我们可以看出新城悦对新城发展而言，两者之间的辅助关系。非业主增值服务中，新城悦主要为发展商（主要为新城发展）提供销售协助服务，是针对楼盘销售前的服务收入。这一块主要与新城发展的未来销量及推盘节奏有较大关系，针对的时间主要是楼盘开售前至整个预售过程为主。第二阶段为楼盘交付后，新城悦为业主提供的一般物管服务，这一部分主要与新城发展的交付时间表关系较密切。第三阶段主要是对象为业主（或住户）的二次消费市场，针对他们在生活上的需求，新城悦满足其需要以争取后期稳定及持续性高的收入，亦是物管行业未来兵家必争之地。

图 5：新城悦四大板块的逻辑结构



资料来源：公司资料、安信国际

4. 站在巨人的肩膀上，盈利增长能见度高

传统物业管理服务板块的结构

传统物业管理服务在 2018 年收入约 7.3 亿元，占总收入约 64%。分部毛利约 2 亿元，占新城悦总毛利约 60%。虽然增值服务增长较高，但传统物管服务仍是新城悦的主要收入来源，在可见的未来仍是支撑起公司利润的重要支柱。截至 2018 年底，管理面积约 4,300 万平方米，其中大部分是包干制，酬金制面积只有 77 万平方米，收入及毛利贡献估计约 230 万元，占 2018 年分部收入及毛利约 0.3%及 1%，影响不大。传统物管板块收入主要受均价及面积两大维度影响：

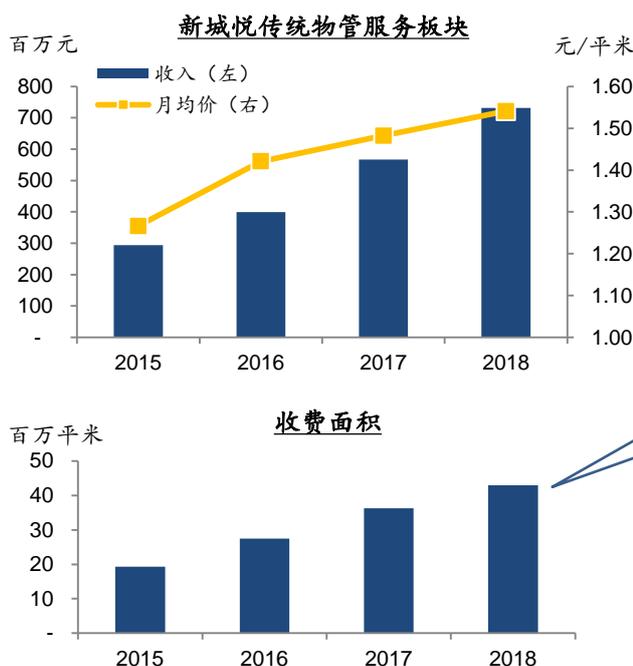
- 1. 管理费均价：**据了解旧有项目管理费均价约每平米 1.6 元，新项目管理费在楼盘单价上升及管理质量预期改善的前题下均价上升至约 2.2 元。虽然旧有项目单价内生有机增长有限，但随着新项目陆续落成，其收入贡献占比上升会拉动整体均价有所提高。
- 2. 在管面积：**截至 2018 年底，管理面积约 4,300 万平方米，其中新城系项目管理面积约 3,050 万平方米，第三方项目管理面积约 1,250 万平方米。关联方新城发展的销售交付情况直接影响公司短期收入。

新城发展的情况

关联方新城发展销售增长强劲，2018 年销售额同比上升 75%，销售面积同比上升 95%至 1800 万平米。新城过往保持较快增长，过去五年销售额及面积分别以复合年增长率约 60%和 50%上升，在销售高速增长的同时，公司亦把握合适时机添置新土储，2018 年全年新购土储约 4770 万平方米，2018 年底总土储约 1.1 亿平方米。截至 2018 年底未结转面积约 2200 万平米，预计在未来 2 年交付，会成为新城悦的在管面积并贡献收入。新城发展预计 2019 年将交付约 1500 万平方米予新城悦，相当于 2018 年底在管面积 4300 万平方米的 35%，新城悦短期增长锁定率较高。

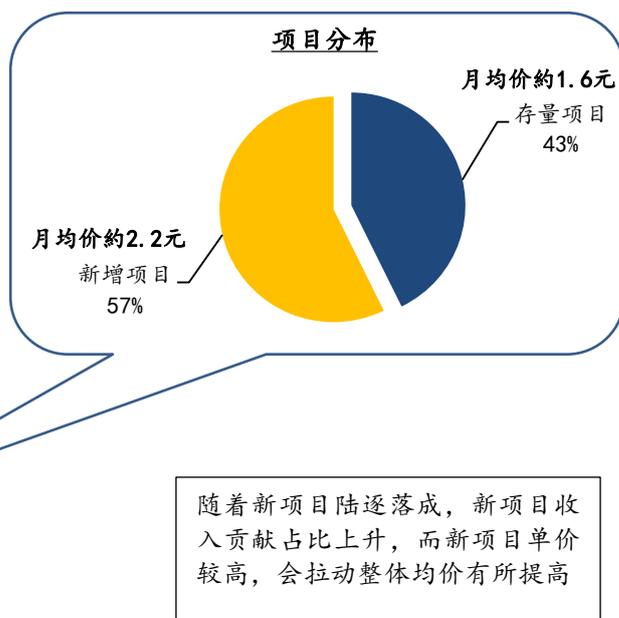
此外，新城发展还有 1.1 亿平方米之土储，将能够支持新城悦未来五年的营业增长。新城发展 2019 年的销售目标暂定为 2700 亿元，同比增长 22%，保持高于同业平均水平，并支持开发商增值服务的短期发展。盈利能力有望稳步上升，净利增长保持强劲。新城发展公告，第一季度公司实现累计合同销售金额约 467 亿元，比上年同期增长约 23%，累计销售面积约 415 万平方米，比上年同期增长约 36%。增长势头保持较高水平。

图 6：传统物管服务板块收入



资料来源：公司资料、安信国际

图 7：传统物管服务板块收入分布 (2018 年)



资料来源：公司资料、安信国际估计

5. 2020年在管面积冲亿平米

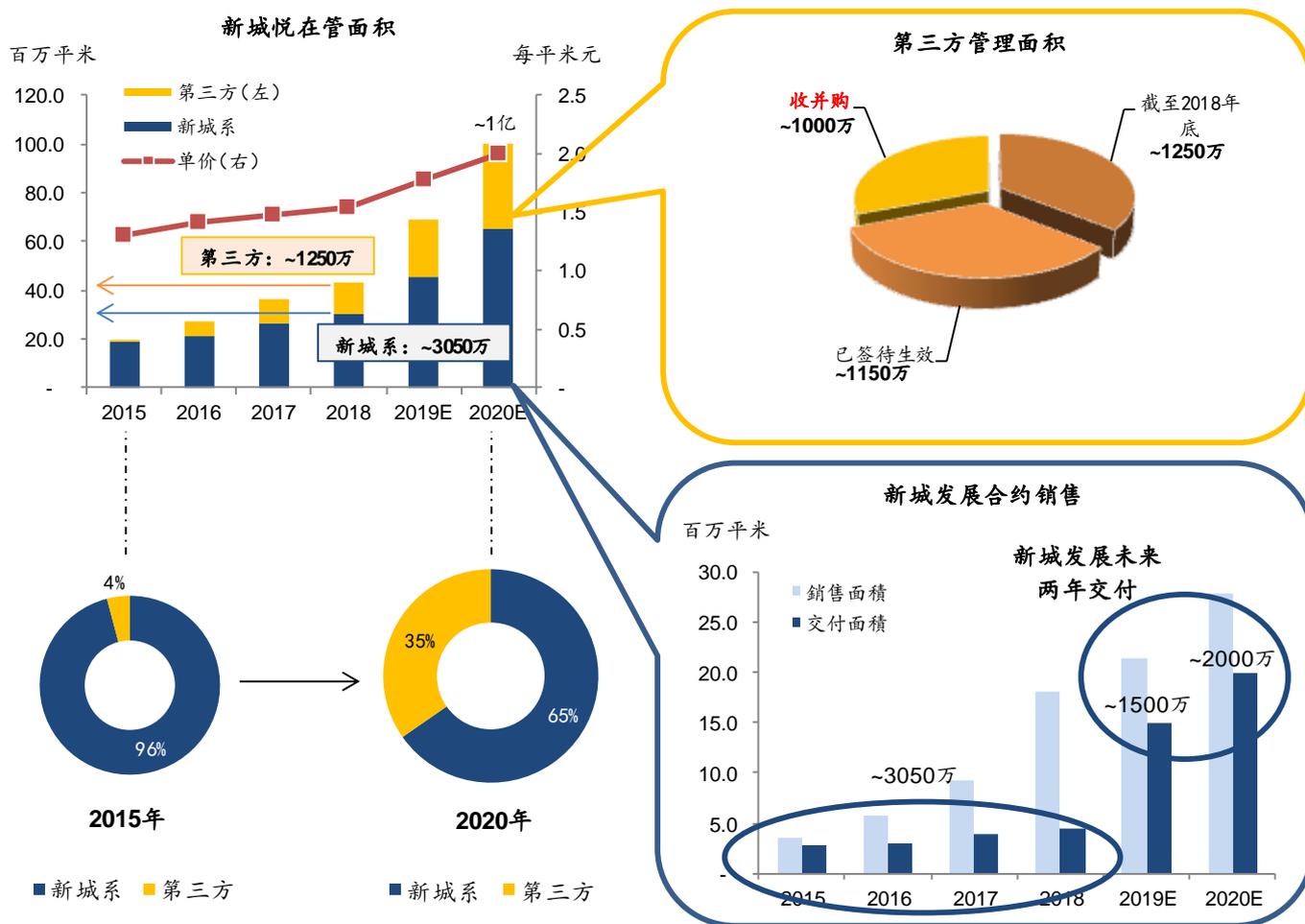
新城悦截至2018年底在管面积约4300万平方米，另外在手已签待生效面积达6900万平方米，预计将在未来3年陆逐生效，我们预期公司未来三年增长将保持较高速度。公司物管服务覆盖超过20个省、直辖市和自治区。除新城发展外，公司亦与其他地产开发商维持良好合作关系，以加强外拓能力。公司目标2020年在管面积冲破一亿平方米大关，相当于复合年增长率约53%，其中由新城系项目所占面积约三分之二、第三方项目所占面积约三分之一。公司在管面积增长动力主要有三：

来自新城发展项目的贡献：截至2018年底，来自新城系项目的在管面积约3050万平方米，在此基础上加上未来来自新城发展的交付，增长能见度高。新城发展2018年底未结转面积约2200万平方米，加上预计2019年销售量预计约2100万平方米，一共是4300万平方米，按交付期1-2年计算，到2020年来自新城系项目的在管面积估计约6500-7000万平方米，大至符合公司目标预期，可完全度高。

来自第三方项目 — 外拓自身增长：截至2018年底，来自第三方项目的在管面积约1250万平方米，已签约待生效面积约1150万平方米，以交付期两年计算，2020年底总生效面积约2400万平方米。公司把外拓策略由原先的接管业委会社区转变为接管预售状态的新社区，虽然此等项目要待成功交付后才能转变为新城悦的在管面积，但一般管理单价较高，盈利较佳。

来自第三方项目 — 来自收并购：除了内生增长外，公司亦会寻找并购目标，单项收购规模大约500-1000万平方米，收购将以补足地区性或业态的短板为主。但收购存在变数，公司亦不会为收购而收购，因此我们不会把收并购的潜在增长计入我们的财务模型及估计中。然而我们并不排除公司收并购的可能，这将是额外红利。

图8：新城悦收费面积



资料来源：公司资料、安信国际

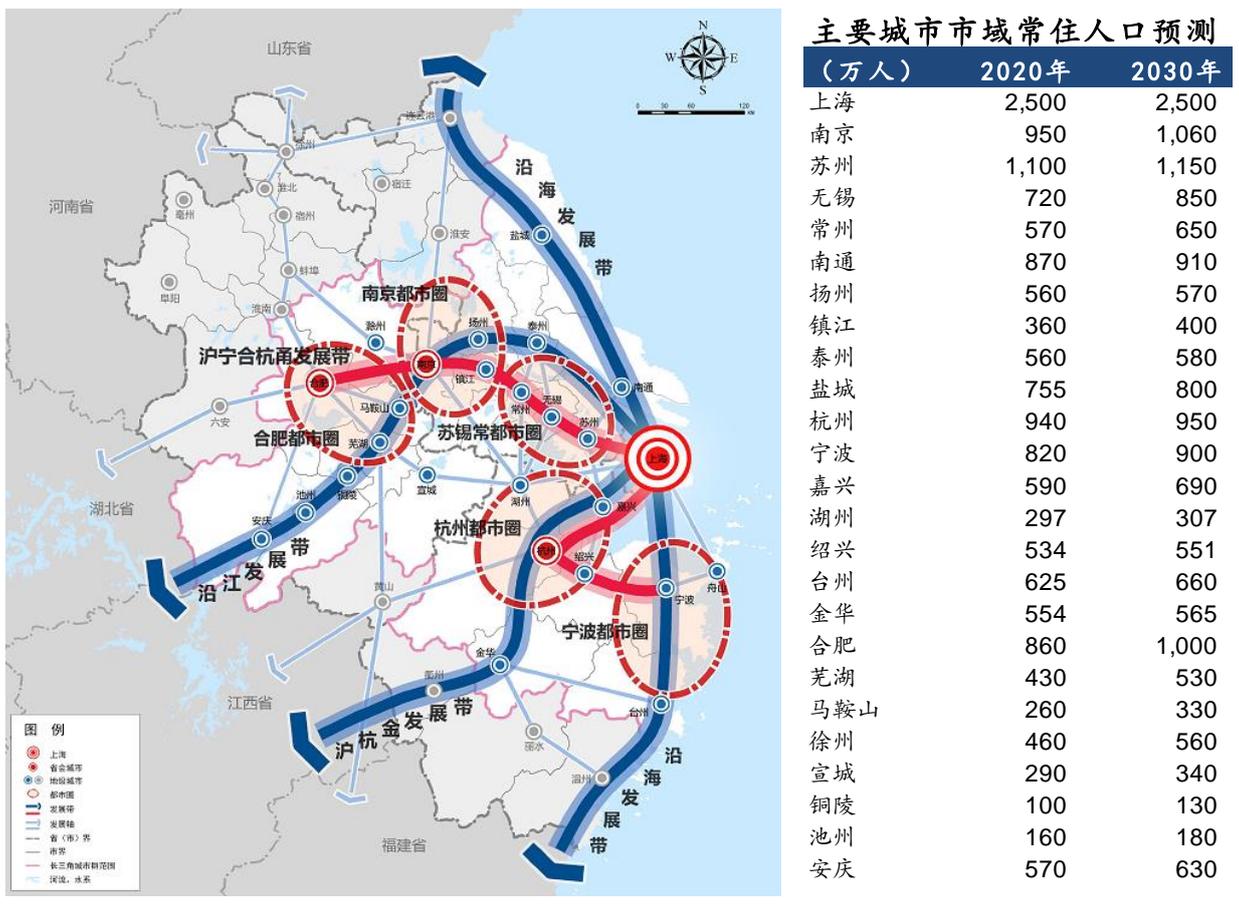
6. 长三角经济增长强劲，支持未来继续增长

新城悦坚持“1+3”策略，发展华中、华北、华南三大区域，并以深耕长三角经济圈为核心，优先考虑进一步加强长三角市场占有率。长三角城市群紧临东海，是中国城市化程度最高、城镇分布最密集、经济发展水平最高的地区。长三角经济圈是以上海为中心，南京、杭州为副中心，并辐射至周边热点城市，包括：江苏的苏州、无锡、徐州等；浙江的宁波、温州等；安徽的合肥、马鞍山等，共30多个城市。以沪杭、沪宁高速公路以及多条铁路为纽带，形成一个有机的整体，以经济产出及总人口而言，为中国最大的经济区。

按2018年生产总值排名，江苏和浙江分别全国位列第二及第四。长三角地区贡献了全国生产总值约20%、出口总额约37%及商品物业销售总建面约15%。该地区的常住人口总数约为1.5亿人，占中国人口的约11%。上海港是牵涉中国“一带一路”建设、长江经济带发展、长三角高质量一体化发展的重要港口，中国乃至全世界最大的集装箱港，连续九年居集装箱吞吐量全球首位。

国务院在2017年时发布《全面深化中国(上海)自由贸易试验区改革开放方案》，到2020年率先建立同国际投资和贸易通行规则相衔接的制度体系。在自由贸易港的发展模式下，未来区内税务及通关程序将被简化，并有望进一步放开外汇管制，建立离岸金融中心。政策带动下将继续刺激长三角投资，有助当区建设成为世界最大的城市群。我们看好长三角经济圈的长远发展，在经济财富效应下，人民对高质量物业管理及增值服务的需求及花费将会不断提升，有利龙头企业如新城悦的发展。

图9：长江三角洲城市群的經濟及房地產市場概覽



资料来源：发改委、安信国际

除金融发展外，上海自贸区下一阶段将聚焦更高质量的三区一堡建设，将以集成电路产业、智能制造、生物医药、航空航天、新材料等产业作为载体进行改革创新。在中国政府政策支持之下，该区域仍持续不断创新发展，包含特斯拉在上海兴建电动车工厂，带起电动车产业链，及去年下半年长三角九城市（上海，杭州、嘉兴、湖州、金华，苏州，合肥、宣城、芜湖）共同签署G60科创走廊科技合作框架协议，显示出长三角未来将成为科技人才培育及发展的决心。未来对工业园的管理需求预计有所上升，亦是新城悦的另一发展方向。

7. 增值服务为盈利增值

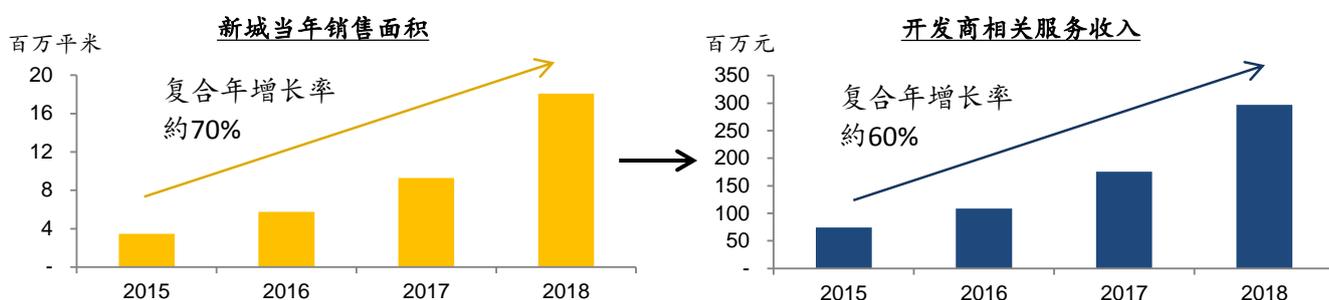
除了传统物业外，新城悦还提供三类增值服务：开发商相关服务、社区相关服务及专业服务。

开发商相关服务

开发商相关服务的业务范围比较容易理解，我们将其大致归纳为售前与售后两大部分。售前部分主要以辅助发展商销售为主，新城悦会向物业开发商（主要是关联方新城发展）提供销售案场协助服务，包括提供样板房保洁、保安、接待、停车、指引、组织服务活动等。售后部分主要以物业交付前的细部验收服务为主，亦包括咨询服务。

开发商相关服务主要以服务新城发展为主，占分部收入约 26%。分部收入在 2016-18 年间以复合年增长率 60% 上升，增长较高，主要受益于新城发展的高速销售增长。2018 年分部收入约 3 亿元。在高基数效应下，加上策略调控，我们预期新城发展的销售增长会有所放缓，新城悦给予开发商的增值服务收入之增长亦因此会减慢下来，我们估计未来三年的复合年增长率约 20%，毛利率保持稳定。

图 10：新城悦开发商相关服务收入



资料来源：公司资料、安信国际

社区相关服务及专业服务

这两部分所涵盖的范围比较广泛，社区增值服务所包括的业务有：商住项目公共区域管理（如出租广告区域）、拎包入住服务（一般从室内设计、小型工程、软装至家俱、家电购买协助等）、停车位及二手房中介销售服务等。另外新城悦为了增强住户日常生活的便利性，并整合线下物业管理与线上服务，发展了新橙社 APP，打造小区生活平台，覆盖上海、南京、常州、等 10 大城市。为小区业主提供物业缴费、公告、家用电器保洁维护等物业服务、以至在线购物、旅游资讯等生活辅助。新城悦新橙社 APP 注册用户截至 2018 年底约 55 万人。社区增值这一板块还是处于初步发展阶段，重点针对存量项目住户群的生活需求市场，发展潜力巨大。分部收入在 2016-18 年间以复合年增长率约 40% 上升，我们认为随着新城悦楼盘管理规模上升，分部收入将按比例有所增长，考虑到增值服务的高利润（毛利率超过 80%），未来利润贡献将更为显著。

此外公司亦会提供专业服务，如电梯及智慧化设备维保维修服务、及工程施工服务等。公司将增加这个业务板块的布局，并购有关标的企业让新城悦拥有核心技术如户内智能家居、智慧停车管理系统等专业领域，并上调有关业务关联交易 2019 年的上限至 2.5 亿元，发展潜力巨大。

图 11：新城悦开发商相关服务收入



资料来源：公司资料、安信国际

图 12：新城悦专业服务收入



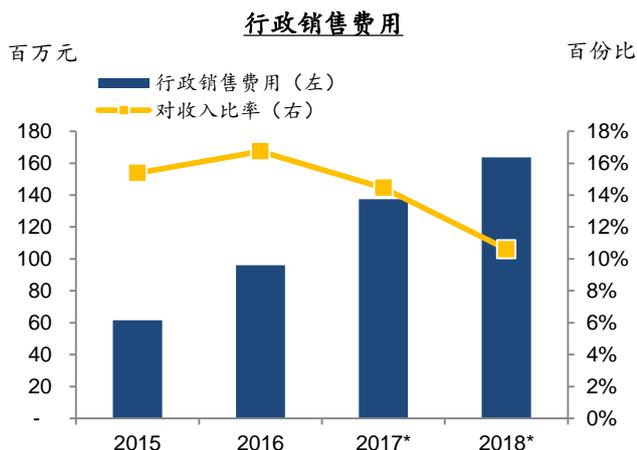
资料来源：公司资料、安信国际

8. 盈利能力改善，资产结构健康

规模效率上升，盈利能力改善

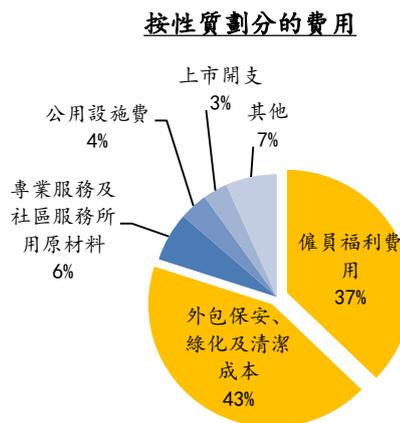
物业管理行业最大的费用来自劳工成本，公司 2018 年雇员福利费用及外包保安、绿化及清洁成本分别约 3.6 亿元及 4.1 亿元，分别约占总收入的 31% 及 36%。总劳工成本比率（对比总收入）从 2016 年高位约 71% 下降至 2018 年的 67%。我们归纳了三大原因：一、新楼盘落成，管理费单价较高，毛利率较佳；二、较高毛利率的社区增值服务（毛利率超过 80%）贡献上升；三、规模效应下，销售及行政开支相对下降。2018 年扣除上市有关费用等非经常性支出后，销售及行政开支约 1.2 亿元，占总收入的 11%，有关比率从 2016 年高位约 17% 大幅改善。我们预期公司在规模扩张下三费比率将保持较佳水平。

图 13：行政销售费用



资料来源：公司资料、安信国际

图 14：主要费用按性质划分

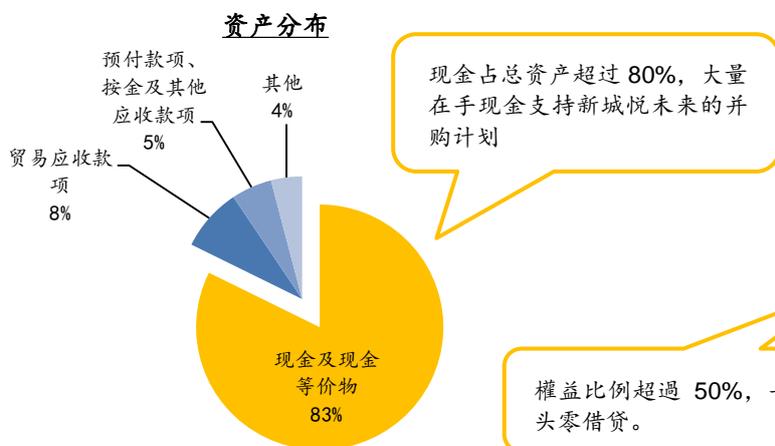


资料来源：公司资料、安信国际

资产结构优良

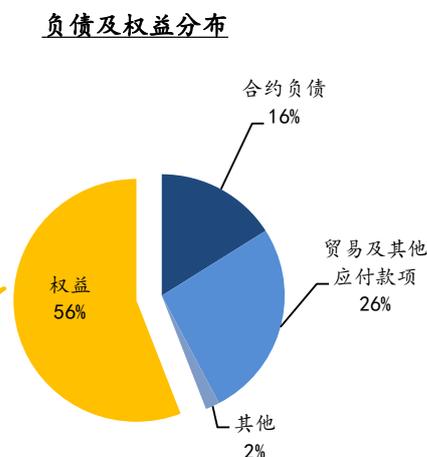
公司 2018 年净利约 1.5 亿元，经营活动的现金流约 1.9 亿元，物管行业普遍现金流较佳，在规模上升的情况下我们预期公司现金流压力较轻。此外，2018 年 11 月新城悦成功在香港主板挂牌上市，募集资金约 5.4 亿元，截至 2018 年底公司总资产规模上升至 15.5 亿元，其中 12.8 亿元为现金。大量在手现金支持新城悦未来的并购计划，按市场收购估计 8-10 倍市盈率计算，12.8 亿元的现金相当于能为公司带来新增净利润 1.3 至 1.6 亿元。公司手头为零借贷，若公司未来考虑借贷作杠杆，发展潜力空间巨大。

图 15：资产分布



资料来源：公司资料、安信国际

图 16：负债及权益分布



9. 现价未完全反映增长潜力，首予买入评级

根据中指院新城悦于2018年在中国物业服务百强企业中排名第七，按长三角地区在管总建筑面积计算，新城悦于2018年在中国物业服务百强企业中排名第六。新城悦拥有6900万平方米已签订待生效面积，约为2018年底4300万平米在管收费面积的1.6倍，预计在未来三年陆续交付。关联方新城发展销售增长强劲，2018年销售额同比上升75%，销售面积同比上升95%至1800万平米。此外，新城发展还有1.1亿平米之土储，将支持新城悦未来业务发展。除了传统物业外，新城悦还提供增值服务，以吸纳住宅居民在楼盘社区生活圈的消费需求。

与四家在港上市的大型物管公司（碧桂园服务、中海物业、绿城服务、雅生活）比较，新城悦的管理规模虽然较低，但在新城发展强劲增长的带动下，公司盈利增长并不逊色。未来收并购的机会将成为新城悦的额外增长空间。公司现价约20倍2019年市盈率，较其他同规模的物管公司（奥园健康、佳兆业物业、永升生活等）相若，但考虑其在长三角稳固及领先的市场地位、较高的待生效面积比率及较高的盈利水平，我们认为公司现价还有上升空间，这还未计入公司将来收并购项目的利润潜力。

然而公司因为股权高度集中，短期有配售风险，但考虑到新城悦预期高速的盈利增长，配售资金如果作收并购之用将可相抵销盈利摊薄效应。我们给予公司目标价每股港币10元，相当于1倍2019年的市盈率相对盈利增长比率（PEG），首予“买入”评级。

图 17：物管行业比较

新城悦 (百万元)	2015	2016	2017	2018	同比 增长	永升生活服务 (百万元)	2015	2016	2017	2018	同比 增长
总收入	400	573	866	1,150	33%	总收入	334	480	725	1,076	48%
物业管理服务	294	399	567	732	29%	物业管理服务	209	296	472	667	41%
物业开发商服务	74	109	175	297	69%	非业主增值服务	101	132	143	211	47%
社区相关服务	17	27	43	48	11%	社区增值服务	24	52	110	198	80%
专业服务	15	38	80	73	-9%						
总毛利	100	162	242	339	占比	总毛利	54	105	183	309	占比
物业管理服务	63	97	143	204	60%	物业管理服务	20	44	85	138	45%
物业开发商服务	19	29	39	76	22%	非业主增值服务	18	31	29	45	15%
社区相关服务	15	24	37	39	12%	社区增值服务	15	31	69	126	41%
专业服务	3	13	23	21	6%						
毛利率 (%)	25%	28%	28%	29%		毛利率 (%)	16%	22%	25%	29%	
净利润	22	43	73	150	105%	净利润	16	34	76	101	31%
净利率 (%)	6%	8%	8%	13%		净利率 (%)	5%	7%	11%	9%	
合约面积 (百万平)	32	48	68	112	33%	合约面积 (百万平)	15	23	33	66	21%
在管收费	19	27	36	43	13%	在管收费	10	16	26	40	13%
存量待交付	13	20	32	69	20%	存量待交付	5	7	7	25	8%
关联方比率	95%	78%	76%	78%		关联方比率	86%	61%	46%	36%	
佳兆业物业 (百万元)	2015	2016	2017	2018	同比 增长	奥园健康生活 (百万元)	2015	2016	2017	2018	同比 增长
总收入	478	539	669	896	34%	总收入	179	265	436	619	42%
物业管理服务	186	209	268	376	40%	物业管理服务	115	173	235	306	30%
交付前及顾问服务	247	249	296	356	20%	销售辅助服务	22	28	44	99	125%
社区增值服务	36	45	58	82	41%	社区增值服务	13	24	39	48	24%
智能解决方案服务	9	36	47	83	76%	商业运营管理服务	30	33	50	103	107%
						商业增值服务	-	8	68	63	-8%
总毛利	165	162	204	277	占比	总毛利	50	83	148	209	占比
物业管理服务	64	62	85	124	45%	物业管理服务分部	37	68	98	146	70%
交付前及顾问服务	89	79	85	103	37%	商业运营服务分部	13	14	50	62	30%
社区增值服务	10	12	22	29	11%						
智能解决方案服务	2	8	12	21	8%						
毛利率 (%)	35%	30%	31%	31%		毛利率 (%)	28%	31%	34%	34%	
净利润	58	58	71	54	-24%	净利润	27	41	70	78	12%
净利率 (%)	12%	11%	11%	6%		净利率 (%)	15%	15%	16%	13%	
合约面积 (百万平)	22	25	30	32	9%	合约面积 (百万平)	5	7	9	10	3%
在管收费	18	21	24	27	8%	在管收费 (物管)	5	7	9	10	3%
存量待交付	4	5	6	5	2%	存量待交付					
关联方面积	19	23	21	23		关联方面积	5	7	8	10	
关联方比率	89%	90%	86%	84%		关联方比率	100%	98%	95%	95%	

资料来源：公司资料、安信国际

附表：财务报表预测

合并损益表					
(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	866	1,150	1,836	2,562	3,337
物业管理服务	567	732	1,336	1,970	2,635
物业开发商相关服务	175	297	362	435	522
社区相关服务	43	48	57	69	83
专业服务	80	73	81	89	98
销售成本	(624)	(811)	(1,259)	(1,733)	(2,240)
毛利	242	339	577	829	1,098
管理和营销开支	(137)	(164)	(257)	(359)	(467)
融资收入(成本)	7	6	10	15	21
合、联营公司	-	-	-	-	-
其他	1	29	-	-	-
税前利润	113	211	330	485	651
所得税费用	(21)	(47)	(83)	(121)	(163)
扣除非控制权益	(18)	(13)	(19)	(29)	(38)
年度利润	73	150	228	335	450
利息折摊前利润	108	206	322	473	633
息税前利润	106	204	320	470	631
每股盈利 (人民币)	0.12	0.24	0.28	0.41	0.55
每股股息 (人民币)	不适用	0.10	0.08	0.12	0.16

资料来源：公司资料、安信国际

主要比率					
(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长 (%)					
收入	51%	33%	60%	40%	30%
息税前利润	61%	91%	56%	47%	34%
息税前利润	62%	92%	56%	47%	34%
净利润	69%	105%	52%	47%	34%
利润率 (%)					
毛利	28%	29%	31%	32%	33%
息税前利润	12%	18%	18%	18%	19%
息税前利润	12%	18%	17%	18%	19%
净利润	8%	13%	12%	13%	13%
其他比率 (%)					
股息分派	不适用	55%	30%	30%	30%
资产收益率	13%	14%	14%	17%	18%
净资产收益率	63%	30%	24%	27%	28%
杠杆比率 (倍)	4.8	2.2	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司资料、安信国际

(转下页...)

附表：财务报表预测（续）

合并资产负债表

(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	760	1,498	1,849	2,286	2,909
现金及现金等价物	633	1,278	1,511	1,830	2,344
存货	4	9	9	10	11
贸易应收款项	77	129	180	253	303
其他	46	82	148	193	251
非流动资产	54	54	60	66	73
物业、厂房及设备	16	8	10	13	15
无形资产	11	12	12	12	12
于合联营企业之投资	-	-	-	-	-
其他	27	34	37	41	45
流动负债	624	679	788	867	1,007
合约负债	181	249	274	301	331
贸易及其他应付款项	345	408	489	538	646
即期所得税负债	13	23	25	28	31
贷款	66	-	-	-	-
其他	19	-	-	-	-
非流动负债	1	6	6	7	8
递延所得税负债	-	5	5	6	6
其他	1	1	1	1	1
总权益	189	867	1,115	1,478	1,967
公司拥有人应占权益	154	845	1,073	1,408	1,858
非控制性权益	35	22	42	70	108
净债务（现金）	(568)	(1,278)	(1,511)	(1,830)	(2,344)
净负债率（%）	-300%	-147%	-136%	-124%	-119%
每股账面价值（人民币）	0.26	1.03	1.31	1.72	2.27

资料来源：公司资料、安信国际

附表：财务报表预测（续）

合并现金流

(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	113	211	330	485	651
营运资金变动	104	24	29	(24)	56
已付税金	(33)	(39)	(83)	(121)	(163)
折旧及摊销	2	2	2	2	3
其他	12	(5)	40	51	72
经营活动的现金流	198	192	319	393	619
物业、厂房及设备项目	(7)	4	(4)	(5)	(5)
投资在合营、项目公司	-	-	-	-	-
附属公司投资变动	(0)	-	-	-	-
金融资产变动	(0)	-	-	-	-
关联方帐目变动	-	-	-	-	-
已收利息	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
投资活动的现金流	(8)	4	(4)	(5)	(5)
已付股息	-	(78)	(82)	(68)	(101)
非控制性权益变动	-	(82)	-	-	-
已付利息	-	-	-	-	-
发行资本证券	-	897	-	-	-
新增借款	-	(66)	-	-	-
其他	-	(241)	-	-	-
筹资活动的现金流	-	430	(82)	(68)	(101)
现金增加净额	191	626	233	319	513
年终现金	633	1,278	1,511	1,830	2,344

资料来源：公司资料、安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010