

建业新生活(9983.HK):

中部物管龙头，跨跃式发展可期

龙头公司市场集中度快速提升

目前物业管理行业仍是一个高度分散的行业，根据统计局数据，2018年末全国物业管理企业仍超过20万家，各地物业服务水平参差不齐。尽管物业管理企业近年来数量仍有增加，但物业管理服务市场随着政策、市场竞争及信息技术的变化，物业管理行业的集中度仍逐年提升，市场份额不断向优质龙头企业集中，百强物业管理公司市场份额快速提升。2014—2018年，百强企业的全国市场份额从22.6%上升至39.7%，预计未来百强企业市场份额仍将持续走高，优质的龙头公司将获得远高于行业平均增速的成长。

中部地区物管龙头

公司是一家扎根于中部地区的综合服务提供商，在重点业务省份河南提供物业管理服务已超过20年。根据公司招股说明书及中指院提供的资料，2020年公司位列物业服务百强企业第12名。截至2019年12月31日，公司物业管理及增值服务覆盖河南省全省18个地级市（包括104个县级城市中的81个县级城市）以及海南省海口市，超过一百万名业主及住户。截至2019年12月31日，公司的合约总建筑面积约为114.7百万平方米，在管总建筑面积约为57.0百万平方米，公司储备面积5771.5万平方米，储备面积是在管面积的1.01倍，未来三年增长的真实性及可预见较高。

建业地产2016—2019合约销售高速增长

建业地产(0832.HK)的合约销售金额由2016年的201.46亿元提升至2019年的1011.5亿元，跨跃千亿规模的门槛，4年复合增长率达71.23%。合约销售面积由2016年的276万平方米提升至2019年的1435万平方米，4年复合增长率达73.24%。截至2019年12月31日，建业地产进入河南省的18个地级城市和104个县级城市，土地储备建筑面积约5093万平方米，其

香港

物业管理

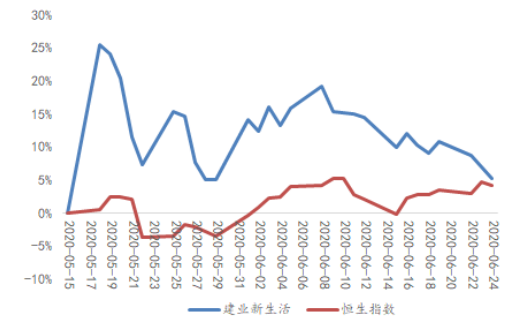
2020年06月29日

买入

目标价	HKD11.00
收盘价 (26 June 20)	HKD8.80
上升/下降空间	25%
恒生指数	24549.99
总市值 (HKD 亿)	110
52周最高/最低 (HKD)	11.48/7.88

资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部整理

近一年股价涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部整理

相关报告:

- 《物业管理行业2020年投资策略: 拥抱物业管理的黄金时代》
- 《物业管理行业: 万亿市场规模, 行业迎来黄金发展期》
- 《物业管理行业展望: 龙头空间广阔, 买入正当时》
- 《物业管理行业: 房地产行业战略转型, 物管公司迎来上市潮》
- 《保利物业(6049.HK): 高速增长的央企物管龙头》
- 《新城悦服务(1755.HK): 业绩快速增长仍将延续》
- 《雅生活服务(3319.HK): 收并购战略助推公司跨跃式发展》
- 《永升生活服务(1995.HK): 业绩高速增长符合预期, 看好长期成长潜力》
- 《碧桂园服务(6098.HK): 业绩进入快速释放期》

徐进

SFC CE No.: BFC540

+852 2899 8300

xujin@guosen.com.hk

中权益建筑面积约 3858 万平方米。建业地产及期关联企业的高速发展为建业新生活未来在管面积的稳步增长提供了坚实的保障。

投资建议

截至 2019 年 12 月 31 日，建业新生活储备面积 5771.5 万平方米，储备面积是在管面积的 1.01 倍，且建业地产在 2019 年末的土地储备建筑面积达 5093 万平方米，其中权益建筑面积约 3858 万平方米，建业地产及其关联企业在 2016—2019 年的跨跃式发展为建业新生活未来合约及在管面积的稳步增长提供了坚实的保障，公司未来三年合约及在管面积的增长确定性及其可预见性较高。

我们预计公司 2020—2022 年营业收入分别为 26.44 亿元、38.34 亿元、53.68 亿元，归母净利润分别为 3.11 亿元、4.53 亿元、6.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.25 元、0.36 元、0.53 元。给予公司 2020 年 PE40X，对应目标价 11 港元，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

风险提示

房地产行业调整超预期导致业绩增长放缓；人员成本大幅上升。

表 1 Forecast summary

Fiscal year ending	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue (CNY mn)	693.99	1754.40	2644.20	3834.09	5367.73
Operating Profit (CNY mn)	115.17	323.86	458.36	663.89	946.29
Reported Profit (CNY mn)	19.46	233.96	311.19	452.61	664.89
EPS(CNY)	0.02	0.19	0.25	0.36	0.53
EPS growth(%)	(16.87)	1102.26	33.01	45.44	46.90
DPS(CNY)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BVPS(CNY)	0.09	0.30	1.89	2.17	2.49
P/E (x)	514.65	42.81	32.18	22.13	15.06
Dividend Yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B (x)	85.84	27.11	4.25	3.70	3.23
Net debt/equity(%)	310.52	(153.23)	(130.76)	(144.55)	(162.19)
EBITDA(CNY mn)	122.17	337.91	479.36	692.89	983.29
ROE(%)	17.22	96.26	22.85	17.88	22.88
ROA(%)	1.46	16.79	11.19	10.03	12.10

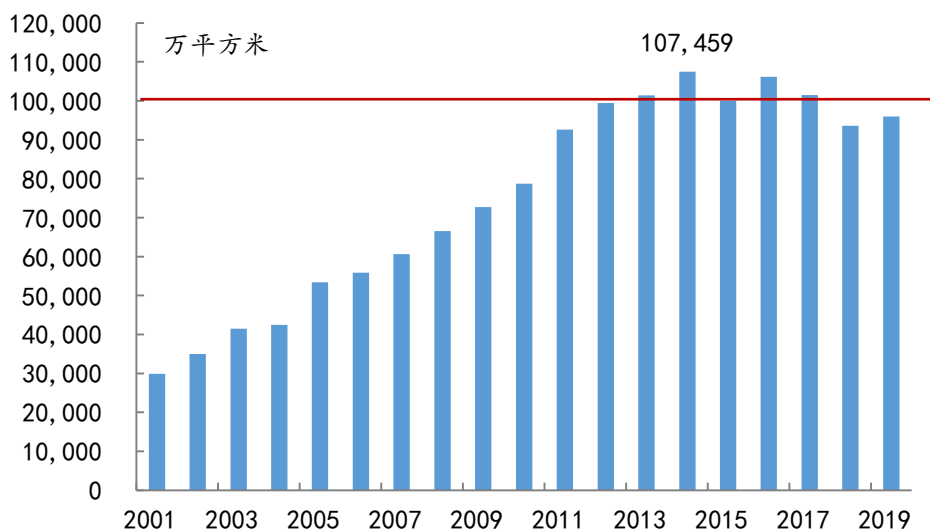
资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

正文部分

物业管理行业规模持续增长，未来成长空间广阔

房地产开发是物业管理行业上游行业的基础，中国房地产行业自 1998 年以来经历了近 20 年的高速发展，近年来虽然增速有所放缓，但仍具备稳健、平稳的增长前景。物业管理公司规模的增长主要由房屋的持续竣工以及未覆盖社区的不断被接管所驱动。从近年来全国竣工房屋面积规模来看，2011—2017 年全国竣工房屋面积超过 10 亿平方米，意味着 2011—2017 年年均提供新建物业服务量达到 10 亿平方米以上。2019 年全国竣工房屋面积仍维持在 9.59 亿平方米的高位，我们预计未来在城镇化水平不断提升的推动下，我们预计全国竣工房屋面积仍能维持高位，促进物业管理行业规模稳步增长。

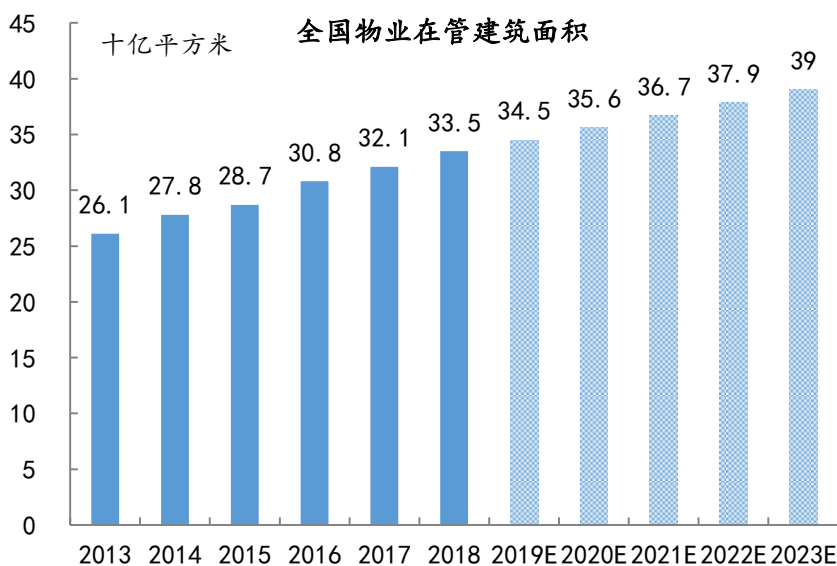
图 1 2011—2017 年全国房屋年竣工面积超过 10 亿平方米



资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

近年来，随着城镇化进程加快、国民生产总值及人均可支配收入的不断增加，全国物业管理行业企业数量和在管面积规模不断扩大。根据 Frost & Sullivan 的数据，全国物业管理行业在管面积由 2013 年的 261 亿平方米提升至 2018 年末的 335 亿平方米，年复合增速 5.12%。

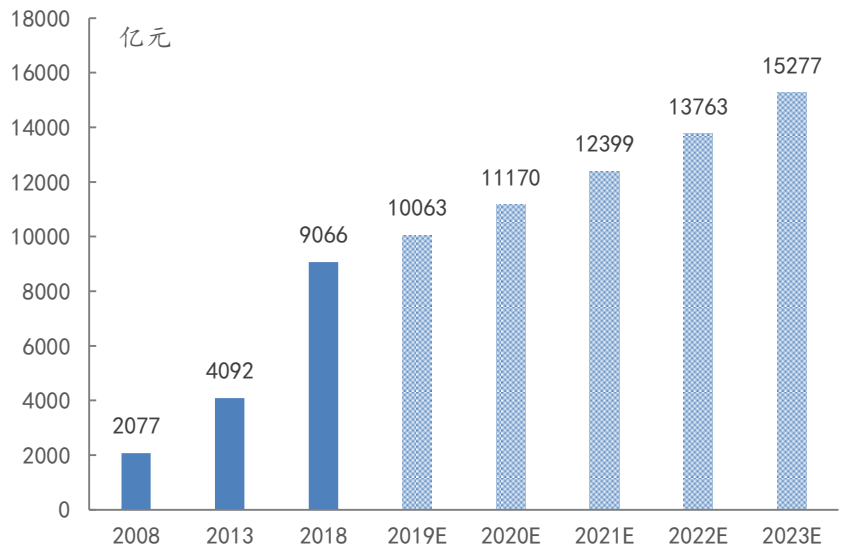
图2 2013—2023年全国物业在管建筑面积



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券（香港）研究部

根据国家统计局 2008 年、2013 年及 2018 年全国经济普查数据显示，全国物业管理行业在 2008 年、2013 年及 2018 年的营业收入规模分别为 2077、4092、9066 亿元，行业在 2008—2018 年的年复合增长率高达 15.88%。我们认为，物业管理行业营业收入的快速增长主要来自于：（1）房地产行业在过去 10 年的高速增长，尤其是 2015—2017 年连续三年全国房屋竣工面积超过 10 亿平方米，行业在管面积持续增加；（2）平均物业管理费稳步小幅提升；（3）物业服务企业在互联时代积极拓展多元营收渠道，不断挖掘新业务，增值服务收入占比不断提升；（4）智慧社区的普及、自动化水平的提升有助于创造收入及减少营业成本。随着中国城市化水平的不断提升，物业服务的专业化程度加强，物业服务产业链的不断延长及增值服务收入占比的持续提升，我们预计 2019—2023 年全国物业管理行业营业收入年复合增长速度将保持在 11% 左右，2019 年全国物业管理行业的营业收入在 2019 年末已超万亿规模，预计到 2023 年末全国物业管理规模将超过 1.5 万亿。

图3 预计2023年全国物业管理行业营业收入规模将超过1.5万亿



资料来源：国家统计局，国信证券（香港）研究部

表2：平均物业管理费稳步小幅提升（单位：元/平方米/月 人民币）

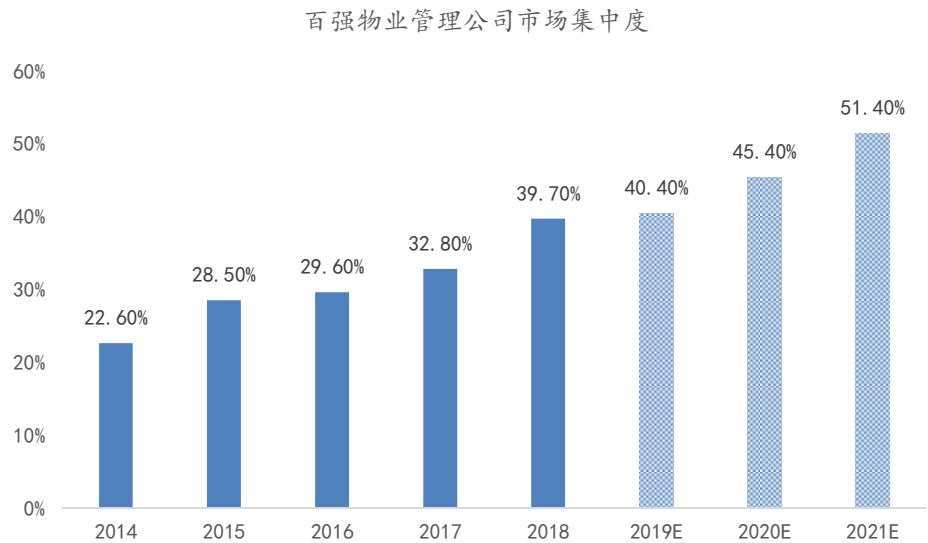
物业类型	城市	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
住宅	一线	2.38—3.05	2.33—3.12	2.41—3.12	2.43—3.15	2.42—3.15	2.43—3.18
	二线	1.18—2.2	1.18—2.25	1.18—2.24	1.2—2.29	1.28—2.32	1.32—2.38
	三线及四线	0.92—1.93	0.95—1.93	0.96—1.93	0.98—1.98	1.05—1.98	1.10—1.98
非住宅	一线	13.65	13.65	13.8	13.96	13.88	13.94
	二线	7.07	7.11	7.19	7.33	7.57	7.7
	三线及四线	3.07	3.1	3.11	3.18	3.26	3.31

资料来源：第一太平戴维斯，国信证券（香港）研究部

龙头公司市场集中度快速提升

目前物业管理行业仍是一个高度分散的行业，根据统计局数据，2018年末全国物业管理企业仍超过20万家，各地物业服务水平参差不齐。尽管物业管理企业近年来数量仍有增加，但物业管理服务市场随着政策、市场竞争及信息技术的变化，物业管理行业的集中度仍逐年提升，市场份额不断向优质龙头企业集中，百强物业管理公司市场份额快速提升。2014—2018年，百强企业的全国市场份额从22.6%上升至39.7%，预计未来百强企业市场份额仍将持续走高，优质的龙头公司将获得远高于行业平均增速的成长。

图4 百强物业管理公司市场集中度(按收入划分)快速提升



资料来源：保利物业招股说明书，中国指数研究院，国信证券（香港）研究部

中部地区物管龙头

公司是一家扎根于中部地区的综合服务提供商，在重点业务省份河南提供物业管理服务已超过 20 年。根据公司招股说明书及中指院提供的资料，于 2017 年、2018 年及 2019 年、2020 年公司分别位列物业服务百强企业第 16 名、第 15 名、第 13 名、第 12 名。截至 2019 年 12 月 31 日，公司物业管理及增值服务覆盖河南省全省 18 个地级市（包括 104 个县级城市中的 81 个县级城市）以及海南省海口市，公司服务 312 项物业中超过一百万名业主及住户。公司管理的物业组合包括住宅物业、商场、文化旅游综合体、商业用公寓、办公楼、学校及政府机关等多种业态。

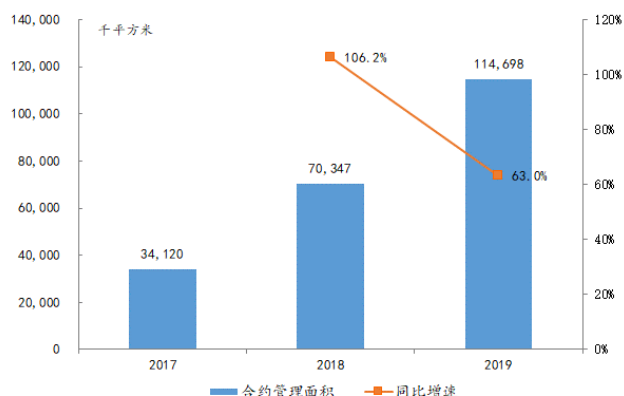
表3 2020年物业管理企业综合排名

排名	企业名称	排名	企业名称
1	碧桂园服务控股有限公司 (6098.HK)	10	金科物业服务集团有限公司
2	绿城物业服务集团有限公司 (2869.HK)	11	华润物业科技服务有限公司
3	保利物业发展股份有限公司 (6049.HK)	11	新城悦控股有限公司 (1755.HK)
4	雅居乐雅生活服务股份有限公司 (3319.HK)	11	四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司 (2606.HK)
5	恒大金碧物业 (金碧物业有限公司)	11	佳兆业美好有限公司 (2168.HK)
6	彩生活服务集团 (1778.HK)	11	幸福基业物业服务集团有限公司
7	龙湖物业服务集团有限公司	12	北京首开鸿城实业有限公司
8	深圳市金地物业管理有限公司	12	世茂天成物业服务集团有限公司
9	招商积余产业运营服务有限公司 (001914.SZ)	12	河南建业新生活服务有限公司 (9983.HK)

资料来源：搜狐网，中国指数研究院，国信证券（香港）研究部

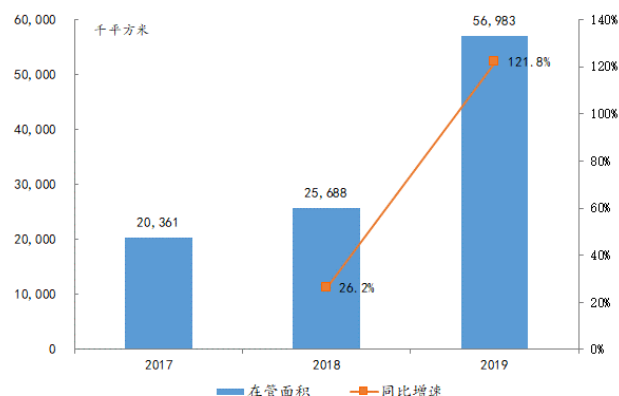
截至 2017 年、2018 年及 2019 年 12 月 31 日，公司的合约总建筑面积分别约为 34.1 百万平方米、70.3 百万平方米及 114.7 百万平方米，同期在管总建筑面积分别约为 20.4 百万平方米、25.7 百万平方米及 57.0 百万平方米，其中分别约 90.9%、83.7% 及 68.9% 由建业集团及其联营公司或合资企业开发。截至 2019 年 12 月 31 日，公司储备面积 5771.5 万平方米，储备面积是在管面积的 1.01 倍，未来三年增长的确切性及可预见较高。

图 5 2017 年—2019 年公司合约管理面积及同比增速



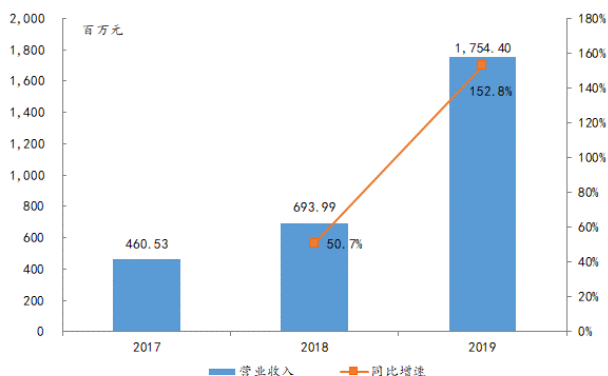
资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 6 2017 年—2019 年公司在管面积及同比增速



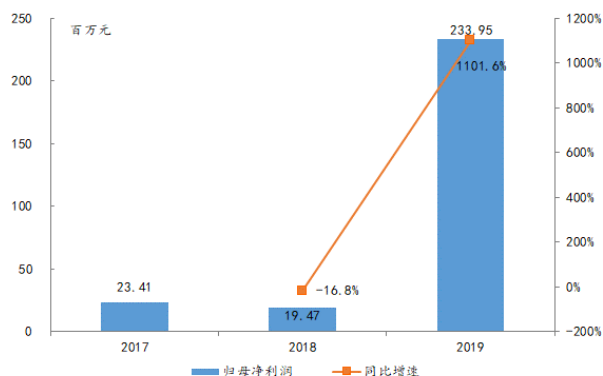
资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 7 2017 年—2019 年建业新生活营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 8 2017 年—2019 年建业新生活归母净利润及同比增速



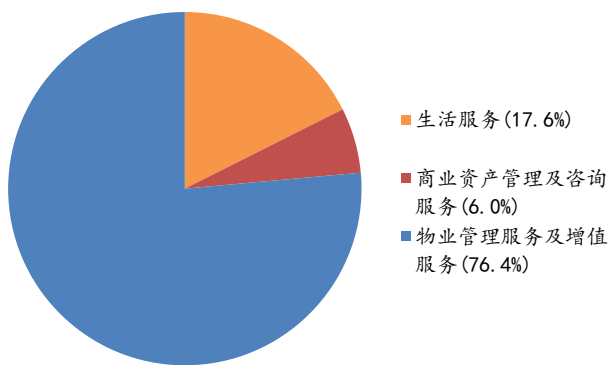
资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

公司有三条主要业务线，分别为物业管理及增值服务、生活服务、商业资产管理及咨询服务。（1）物业管理及增值服务是公司的最主要业务及最大的创收业务分部，该分部收入由物业管理、社区增值服务、非业主增值服务、智慧社区解决方案、物业代理和建业君邻会六个细分板块构成。截至 2019 年 12 月 31 日，公司源自物业管理服务及增值服务的收入约为 13.41 亿元，较 2018 年同期上涨 115.94%，大幅提升，物业管理服务及增值服务的总收入占比约为 76.4%。

(2) 生活服务分部收入由建业+（公司在建业+平台上提供的产品服务）、旅游服务及建业大食堂三个细分板块构成。截至2019年12月31日，公司源自生活服务的收入约为3.09亿元，较2018年同期增加约396.27%，生活服务的总收入占比约为17.6%。

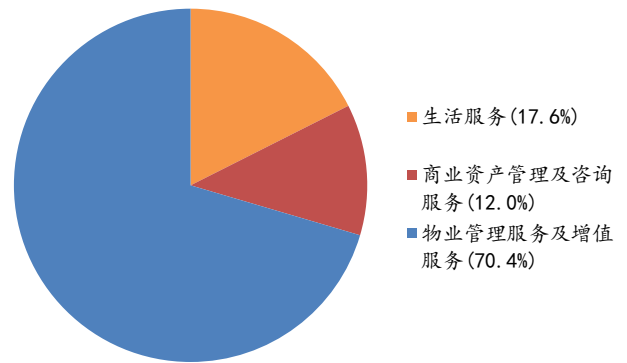
(3) 商业资产管理及咨询服务分部收入由酒店管理、商业资产管理及文化旅游综合体管理三个板块构成。截至2019年12月31日，公司源自商业资产管理及咨询服务的收入约为1.05亿元，较2018实现了约843.82%的大幅增长。

图9 2019年末公司收入构成占比



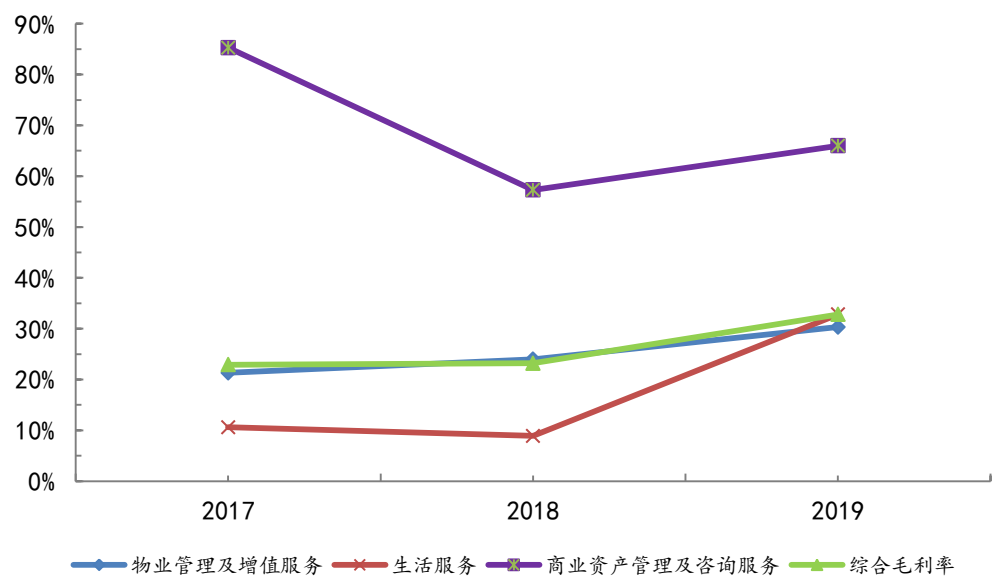
资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图10 2019年末公司毛利构成占比



资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图11 2017—2019年建业新生活毛利率

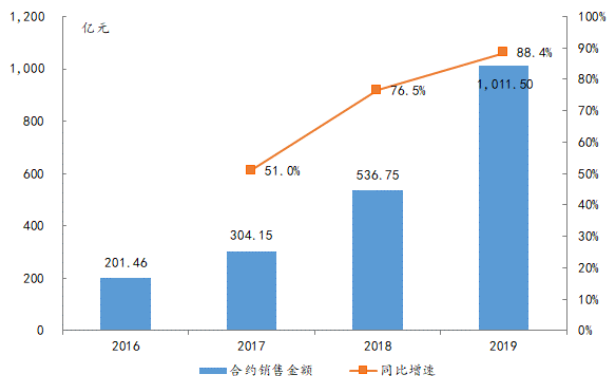


资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

建业地产 2016—2019 合约销售高速增长

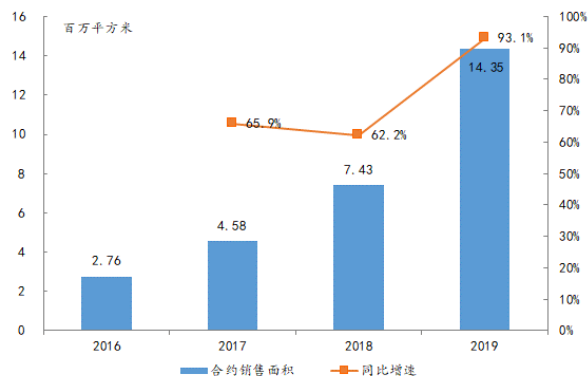
建业集团已在河南省深耕逾 20 年，自 2009 年起连续 11 年被中国房地产业协会及上海易居房地产研究院评选为“中国房地产开发企业 500 强区域运营 10 强”第一名。建业地产（0832.HK）的合约销售金额由 2016 年的 201.46 亿元提升至 2019 年的 1011.5 亿元，跨越千亿规模的门槛，4 年复合增长率达 71.23%。合约销售面积由 2016 年的 276 万平方米提升至 2019 年的 1435 万平方米，4 年复合增长率达 73.24%。截至 2019 年 12 月 31 日，建业地产进入河南省的 18 个地级城市和 104 个县级城市，土地储备建筑面积约 5093 万平方米，其中权益建筑面积约 3858 万平方米。建业地产及期关联企业的高速发展为建业新生活未来在管面积的稳步增长提供了坚实的保障。

图 7 2016 年—2019 年建业地产合约销售金额及同比增速



资料来源：建业地产（0832.HK）公司公告，国信证券（香港）研究部

图 8 2017 年—2019 年建业地产合约销售面积及同比增速

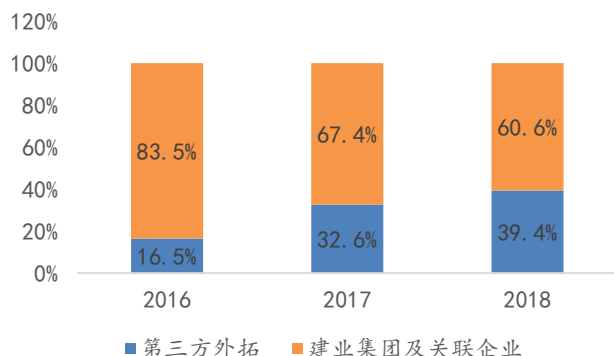


资料来源：：建业地产（0832.HK）公司公告，国信证券（香港）研究部

第三方市场化拓展能力稳步提升

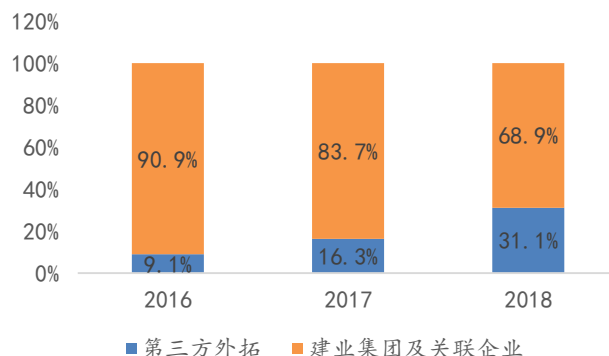
近年来，凭借着公司良好的品牌形象和优质的服务水平，公司除向建业集团相关关联企业开发的物业提供服务外，还积极进行市场化拓展，外拓项目中标数目稳步提升。截至 2019 年 12 月 31 日，公司源自第三方的外拓合同管理面积达到 4523.9 万平方米，较 2018 年同期大幅增长约 97.16%。2017—2019 年公司外拓合同管理面积占比分别为 16.5%、32.6%、39.4%，外拓项目在管面积占比分别为 9.1%、16.3%、31.1%，外拓合约管理面积及在管面积占比快速提升。

图 13 2017 年—2019 年建业新生活外拓合约管理面积占比



资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

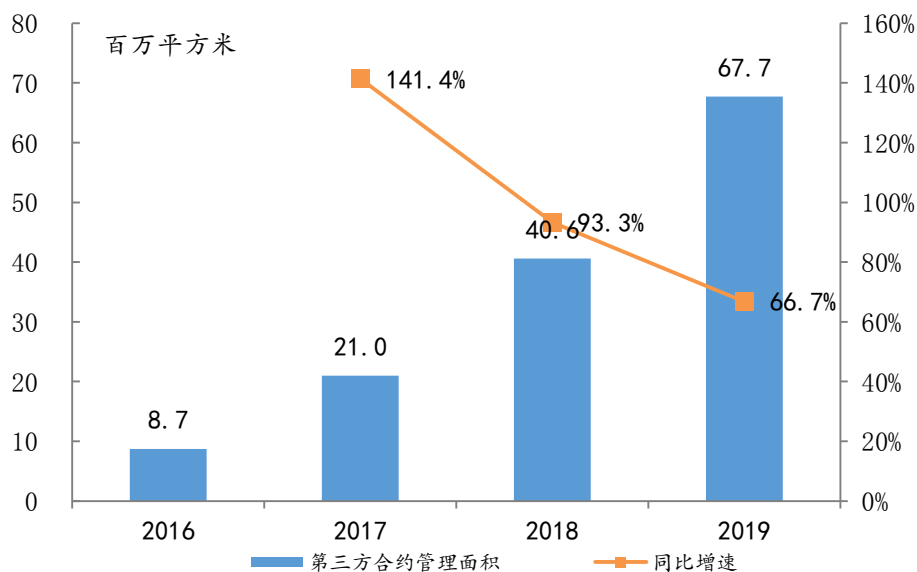
图 14 2017 年—2019 年建业新生活外拓在管面积占比



资料来源：：公司公告，国信证券（香港）研究部

2017—2019 年，公司源自第三方的外拓合同管理面积不断扩大，由 2017 年 12 月 31 日的约 8.7 百万平方米增加到 2019 年 12 月 31 日的约 67.7 百万平方米，复合年增长率达约 98.2%。

图 15 建业新生活 2017—2019 年源自第三方外拓合约管理面积高速增长



资料来源：保利物业公司公告，国信证券（香港）研究部

投资建议

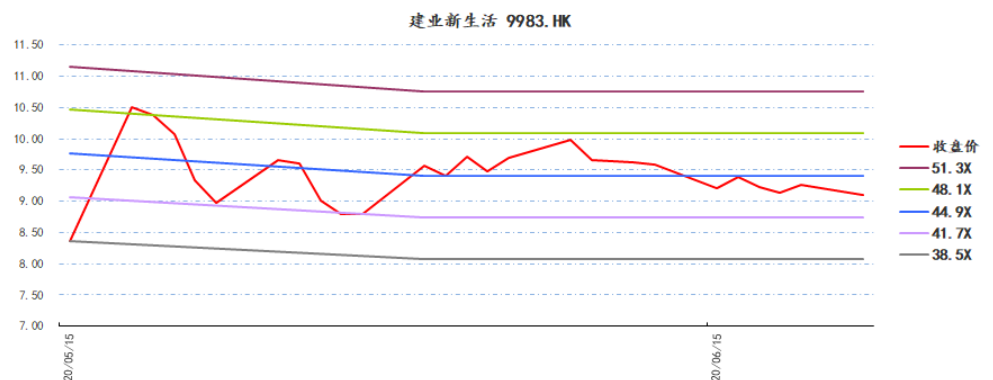
截至 2019 年 12 月 31 日，建业新生活储备面积 5771.5 万平方米，储备面积是在管面积的 1.01 倍，且建业地产在 2019 年末的土地储备建筑面积达 5093 万平方米，其中权益建筑面积约 3858 万平方米，建业地产及其关联企业在 2016—2019 年的跨越式发展为建业新生活未来合约及在管面积的稳步增长提供了坚实的保障，公司未来三年合约及在管面积的增长确定性及其可预见性较高。

我们预计公司 2020—2022 年营业收入分别为 26.44 亿元，38.34 亿元、53.68 亿元，归母净利润分别为 3.11 亿元、4.53 亿元、6.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.25 元、0.36 元、0.53 元。给予公司 2020 年 PE40X，对应目标价 11 港元，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

风险提示

房地产行业调整超预期导致业绩增长放缓；人员成本大幅上升。

图 18 (1638.HK) 近一年 PE Band (TTM)



资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

表 4：Forecast summary

Fiscal year ending	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue (CNY mn)	693.99	1754.40	2644.20	3834.09	5367.73
Operating Profit (CNY mn)	115.17	323.86	458.36	663.89	946.29
Reported Profit (CNY mn)	19.46	233.96	311.19	452.61	664.89
EPS(CNY)	0.02	0.19	0.25	0.36	0.53
EPS growth(%)	(16.87)	1102.26	33.01	45.44	46.90
DPS(CNY)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BVPS(CNY)	0.09	0.30	1.89	2.17	2.49
P/E (x)	514.65	42.81	32.18	22.13	15.06
Dividend Yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B (x)	85.84	27.11	4.25	3.70	3.23
Net debt/equity(%)	310.52	(153.23)	(130.76)	(144.55)	(162.19)
EBITDA(CNY mn)	122.17	337.91	479.36	692.89	983.29
ROE(%)	17.22	96.26	22.85	17.88	22.88
ROA(%)	1.46	16.79	11.19	10.03	12.10

资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

表 5：Summary of Profit & Loss (CNY mn)

Fiscal year ending	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue	693.99	1754.40	2644.20	3834.09	5367.73

Revenue growth (%)	50.69	152.80	50.72	45.00	40.00
Cost of sales	(533.31)	(1178.12)	(1824.50)	(2683.86)	(3757.41)
Gross profit	160.68	576.28	819.70	1150.23	1610.32
Other income/(expense)	49.41	20.46	25.46	30.46	40.46
Operating expenses	(98.11)	(276.80)	(386.80)	(516.80)	(704.49)
Operating profit	115.17	323.86	458.36	663.89	946.29
Operating profit growth (%)	14.37	181.20	41.53	44.84	42.54
Other non-operating income/(expense)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Finance income	0.22	0.93	2.00	2.00	2.00
Finance expenses	(43.02)	(17.22)	(27.00)	(29.08)	(24.43)
Associates & JCE	(0.51)	(0.03)	0.00	0.00	0.00
Profit before taxation	71.86	307.54	433.36	636.81	923.85
Taxation	(19.90)	(74.70)	(106.17)	(159.20)	(230.96)
Non-controlling interests	37.24	6.17	(16.00)	(25.00)	(28.00)
Net profit	19.46	233.96	311.19	452.61	664.89
Net profit growth (%)	0.02	0.19	0.25	0.36	0.53
EPS	(16.87)	1102.26	33.01	45.44	46.90
EPS growth(%)	49.57	9.47	47.08	26.53	26.67

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

表 6: Summary of Balance Sheet (CNY mn)

Fiscal year ending	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fixed assets	21.10	18.08	18.70	19.29	18.69
Associates & JCE	2.44	0.97	2.12	3.00	4.00
Others	259.75	82.20	82.26	84.08	85.08
Non-current assets	283.29	101.25	103.07	106.37	107.77
Inventories	0.00	5.18	0.00	0.00	0.00
Debtors & prepayments	870.78	767.29	844.32	827.46	813.02
Bank deposits & cash	134.26	584.79	3122.29	3963.50	5099.46
Others	35.51	4.92	28.68	33.00	41.00
Current assets	1040.55	1362.18	3995.29	4823.97	5953.48
Bank & other borrowings	6.43	0.00	0.00	0.00	0.00
Trade & payables	353.19	654.26	998.00	1286.00	1785.00
Taxation	32.46	50.66	73.00	95.00	119.00
Others	233.86	312.74	496.00	678.00	899.00
Current liabilities	625.94	1017.66	1567.00	2059.00	2803.00
Bank & other borrowings	430.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Others	170.58	64.14	143.15	129.05	114.21
Non-current liabilities	600.58	64.14	143.15	129.05	114.21
Net assets	97.32	381.63	2388.21	2742.29	3144.04
Share capital	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Premium & reserves	116.67	369.44	2354.88	2707.05	3104.15
Shareholders' funds	116.67	369.44	2354.88	2707.05	3104.15
Non-controlling interests	(19.36)	12.21	33.00	35.00	40.00
Total equity	97.31	381.65	2387.88	2742.05	3144.15
BVPS	0.09	0.30	1.89	2.17	2.49

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

表 7: Summary of Cashflow (CNY mn)

Fiscal year ending	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Profit Before Tax	71.86	307.54	433.36	636.81	923.85
Depreciation & amortization	7.00	14.05	21.00	29.00	37.00
Interest expense	43.02	17.22	36.52	32.25	28.66
Change in working capital	37.49	(12.24)	16.47	13.91	6.05
Tax paid	(13.94)	(50.88)	(106.17)	(159.20)	(230.96)
Other operating cashflow	(11.97)	5.01	(18.06)	(8.34)	(7.13)
Operating activities	133.46	280.70	383.11	544.42	757.47
Capex	(4.92)	(14.71)	(16.71)	(17.71)	(21.71)
Free cash flow	128.54	265.99	366.40	526.71	735.76
Disposal of non-current assets	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
Associates & JCE(net)	58.15	550.07	277.10	295.11	374.09
Interest received	90.06	54.94	53.14	66.05	58.04
Dividends received	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other investing cashflow	(5.78)	53.64	13.50	20.45	29.20
Investing activities	137.51	643.95	327.03	363.90	439.62
New loans raised	0.00	5.78	0.00	0.00	0.00
Repayment of loans	(173.50)	(436.43)	0.00	0.00	0.00
Dividends paid	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other financing cashflow	(85.02)	(43.64)	(72.66)	(67.11)	(61.14)
Financing activities	(258.52)	(474.29)	1827.34	(67.11)	(61.14)
Inc/(dec) in cash	12.45	450.36	2537.48	841.21	1135.95
Cash at beginning of year	121.81	134.26	584.81	3122.29	3963.50
Foreign exchange effect	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00
Cash at end of year	134.26	584.81	3122.29	3963.50	5099.46

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

表 8: Financial Ratios

Fiscal year ending	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Gross profit margin (%)	23.15	32.85	31.00	30.00	30.00
Operating profit margin (%)	16.60	18.46	17.33	17.32	17.63
Net profit margin (%)	2.80	13.34	11.77	11.80	12.39
Net debt/equity (%)	310.52	(153.23)	(130.76)	(144.55)	(162.19)

Net debt/total assets (%)	22.83	(39.96)	(76.18)	(80.39)	(84.13)
Current ratio (%)	166.24	133.85	254.96	234.29	212.40
Dividend payout (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Interest cover (x)	2.68	18.81	16.98	22.83	38.73
Acct Receivable Turnover days	464.32	170.40	111.23	79.58	55.78
Acct Payable Turnover days	208.68	156.06	165.27	155.31	149.16
Inventory Turnover days	0.00	0.80	0.52	0.00	0.00
Cash cycle days	255.64	15.14	(53.52)	(75.73)	(93.38)

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

表 9: Dupont Analysis

Fiscal year ending	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Tax burden(%)	27.08	76.07	71.81	71.07	71.97
Interest burden(%)	62.39	94.96	94.55	95.92	97.63
Operating profit margin (%)	16.60	18.46	17.33	17.32	17.63
Asset turnover(X)	0.52	1.26	0.95	0.85	0.98
Leverage ratio(X)	11.78	5.73	2.04	1.78	1.89
ROA (%)	1.46	16.79	11.19	10.03	12.10
ROE (%)	17.22	96.26	22.85	17.88	22.88

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index
Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance >20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index
Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance >5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance <-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数
评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数
评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传递，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。