



受惠新城发展庞大土储, 2019 增长将保持强劲

新城悦 2018 年净利大幅上升, 主要受惠关联方新城发展 (1030 HK) 的强劲结转及盈利能力改善。公司收入同比上升 33% 至 11.5 亿元 (人民币·下同), 其中开发商 (主要为新城发展) 增值服务分部收入同比大升 69% 至 3 亿元。公司毛利率同比上升 1.5 个百分点至 29.5%。截至 2018 年底, 新城悦的收费在管面积约 4300 万平方米。考虑到关联方新城发展 (1030 HK) 约 2200 万平米之已销未结转面积 (预计在未来 2-3 年交付) 及 1.1 亿平米之土储, 将支持新城悦中期发展。我们估计公司 2019 市盈率有望低于 20 倍, 估值合理。

报告摘要

盈利能力大幅提升。新城悦 2018 年净利大幅上升, 主要受惠关联方新城发展 (1030 HK) 的强劲结转及盈利能力改善。公司收入同比上升 33% 至 11.5 亿元, 其中开发商 (主要为新城发展) 增值服务分部收入同比大升 69% 至 3 亿元。公司毛利率同比上升 1.5 个百分点至 29.5%, 盈利能力改善主要来自: 1) 物业管理服务因新盘收入贡献上升, 盈利结构改善提升分部毛利率 2.5 个百分点至 27.8%; 2) 开发商增值服务在规模效益带动下, 分部毛利率同比改善 3.5 个百分点至 25.5%。毛利率上升迭加经营杠杆, 令净利率同比增加 4.6 个百分点至 13%, 净利同比上升 105% 至 1.5 亿元。董事会建议派发每股人民币 0.1 元末期息, 按 8.2 亿股计算, 分派比例约 55%。

受惠新城发展的高速增长。关联方新城发展 (1030 HK) 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 万平方米, 截至 2018 年底未结转面积约 2200 万平方米, 预计在未来 2-3 年交付, 此还有 1.1 亿平米之土储, 将能够支持新城悦未来五年的营业增长。截至 2018 年底, 新城悦的收费在管面积约 4300 万平方米, 并计划两年内增至 1 亿平米。

2019 业绩可保持强劲。公司新项目管理费较高, 其毛利率估计约 35% (高于现水平的 28%) 随着新项目占比上升, 公司整体利润水平将保持平稳往上。另外新城发展 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。

深耕长三角并受惠行业整合。新城悦未来还是坚持“1+3 策略”, 深耕长三角, 并发展环渤海、中西部、珠三角 (以至大湾区) 发展。作为龙头房企 (新城 2018 年销售额全国排名第八) 在品牌效应的带动下, 新城悦将在物管行业整合中受惠。根据中指院的《2018 年中国物业服务百强企业研究报告》, 新城悦在中国物业服务百强企业中排名第 16 位。

估值合理。撤除一次性之上市费用 (约 3000 万元) 我们估计公司核心净利约 1.7 亿元, 约 26 倍全摊薄 2018 年静态市盈率, 按新城发展 2019 年交付计划估值, 公司收入估计将上升 30% 以上, 加上盈利能力改善等因素, 估计公司 2019 市盈率有望低于 20 倍, 估值合理。

风险提示: 经济下行对结转造成压力; 人力成本上升。

(31/12 年结; 百万元)	2015	2016	2017	2018
营业收入	400	573	866	1,150
增长率 (%)	-	43%	51%	33%
净利润	22	43	73	150
增长率 (%)	-	95%	69%	105%
毛利率 (%)	25%	28%	28%	29%
净利率 (%)	6%	8%	8%	13%
每股收益 (港元)	0.04	0.08	0.14	0.27
每股账面价值 (港元)	-	0.15	0.31	1.17
市盈率	149.4	81.8	45.8	24.2
市净率	-	44.1	21.4	5.6
净资产收益率 (%)	-	-	63%	30%
股息收益率 (%)	-	-	-	2%

数据来源: 公司资料、彭博、安信国际

投资评级: 未有

目标价格: 未有

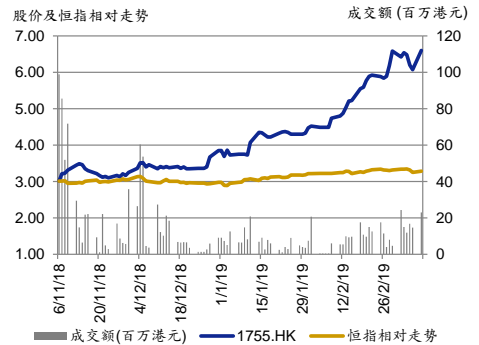
现价 (2019-3-11): 6.60 港元

总市值(百万港元)	5,412
流通市值(百万港元)	1,353
总股本(百万股)	820
流通股本(百万股)	205
12 个月低/高(港元)	2.9/7.0
平均成交(百万港元)	9.41

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	36.22	82.95	NA
绝对收益	37.50	93.55	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

图 1: 公司业绩总结

(百万元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	同比增长
总收入	400	573	866	1,150	33%
毛利	100	162	242	339	40%
毛利率 (%)	25%	28%	28%	29%	2%
销售及行政开支	(62)	(96)	(137)	(164)	19%
开支收入比 (%)	-15%	-17%	-16%	-14%	
营业利润	39	66	105	175	67%
营业利率 (%)	10%	11%	12%	15%	3%
税前利润	38	66	113	211	86%
净利润	22	43	73	150	105%
净利率 (%)	6%	8%	8%	13%	5%
物业管理服务					
分部收入	294	399	567	732	29%
毛利	63	97	143	204	42%
毛利率 (%)	21%	24%	25%	28%	3%
(百万平方米)					
总签约面积	32.3	47.7	67.8	112.2	65%
新城系总关联方面积	30.8	37.1	51.7	87.7	70%
待转化合同管理面积	12.9	20.2	31.5	69.3	120%
收费面积	19.3	27.5	36.3	42.9	18%
新城销售面积	3.5	5.8	9.3	18.1	95%
新城结转面积	2.8	3.1	3.8	4.5	16%
非业主增值服务					
分部收入	74	109	175	297	69%
毛利	19	29	39	76	96%
毛利率 (%)	25%	27%	22%	26%	4%
业主增值服务					
分部收入	17	27	43	48	11%
毛利	15	24	37	39	6%
毛利率 (%)	89%	88%	85%	82%	-3%
专业服务					
分部收入	15	38	80	73	-9%
毛利	3	13	23	21	-12%
毛利率 (%)	22%	33%	29%	28%	-1%

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