



新城悦 – IPO 点评

报告摘要

公司概况

- 新城悦是一家物业管理服务公司，根据中指院的《2018年中国物业服务百强企业研究报告》，公司在中国物业服务百强企业中排名第16位。截至2018年4月，新城悦拥有约7,330万平方米的合约建筑面积，及约3,700万平方米的在管建筑面积。
- 新城悦，顾名思义是新城集团体系内的物管平台，虽然和在港上市的新城发展 (1030 HK) 没有从属关系，但控股股东同为王振华先生。截至2018年4月，在公司7,330万平方米的合约建面中，约75%来自新城集团。
- 物业管理服务是公司的主要收入来源，约占2017年总收入的66%，服务范围包括保安、公共设备保养、公共及停车区域管理、及客户服务。此外还提供增值服务，占2017年总收入的34%，服务包括物业开发商相关服务、小区相关服务及专业服务。
- FY2015-FY2017，公司收入分别约为4亿元（人民币，下同）、5.7亿元及8.7亿元，CAGR为47%；净利润分别约2,221万元、人民币4,333万元及7,341万元，净利率分别约为5.5%、7.6%以及8.5%。

行业状况及前景

- 中国房地产市场发展多年渐趋成熟，2017年商品房销售建面约17亿平方米，经历多年的积累，物管行业将进入黄金时期。根据中指院报告，预计2020年全国物业管理行业规模可达243亿平方米。
- 行业整合，强者愈强就成了大趋势，2018年首季百强房企销售额约70,000亿元，占全国总销售约70%。然而下游物业管理行业虽有同样整合之势但仍然分散，物管百强所占的市场份额只有约三成，行业龙头预期还大幅受惠整合红利。

优势与机遇

- 新城集团是中国增长最快的物业开发商之一，据克而瑞数据，新城控股在2018年首9个月的合约销售额约1,600亿元，排名第8位。新城控股的强劲销售将支撑同系公司的未来发展。
- 除一般物管服务外，公司还提供其他增值服务，以多样化的服务范围增加住户的满意度，从而使公司能够保持对物业管理服务的保留率，为未来带来稳定收入。

弱项与风险

- 房地产市场波动，以及政府对房地产行业的调控政策可能导致未来增速放慢。
- 国务院明确表示从2019年1月1日起，将各项社保费交由税务部门统一征收。表示企业以前按照社保缴费基数下限申报和缴纳的，在明年起都要按员工实际工资来缴纳五险一金。公司超过80%的成本为直接员工支出及外包成本，我们预计整体成本会上升，这是公司以至整个行业在短期最大的不利因素。

(转下页...)

IPO 专用评级: 5

-- 评级分为0至10，10为最高

-- 评级基于以下标准:

1. 公司营运 (0-3): 2
2. 行业前景 (0-3): 2
3. 招股估值 (0-2): 1
4. 市场情绪 (0-2): 0

主要发售统计数字

上市日期	11月6日
发行股数(百万股)	200.0
-- 当中旧股数目及占比	0; 0%
发行后总股本(百万股)	800.0
发行价范围(港元)	2.90-3.90
发行后市值(百万港元)	2320-3120
备考预测盈利(百万港元)	--
备考预测全市盈率(倍)	--
备考每股净资产(港元)	0.93-1.17
备考市净率(倍)	3.12-3.33

保荐人 华泰金融

账簿 华泰金融、新城晋峰证券、国泰君安、
管理人 西证(香港)证券、东方证券(香港)、
交银国际

会计师 罗兵咸永道

资料来源: 公司招股书

黄焯伟 行业分析师

+852-2213 1402

stevewong@eif.com.hk

投资估值

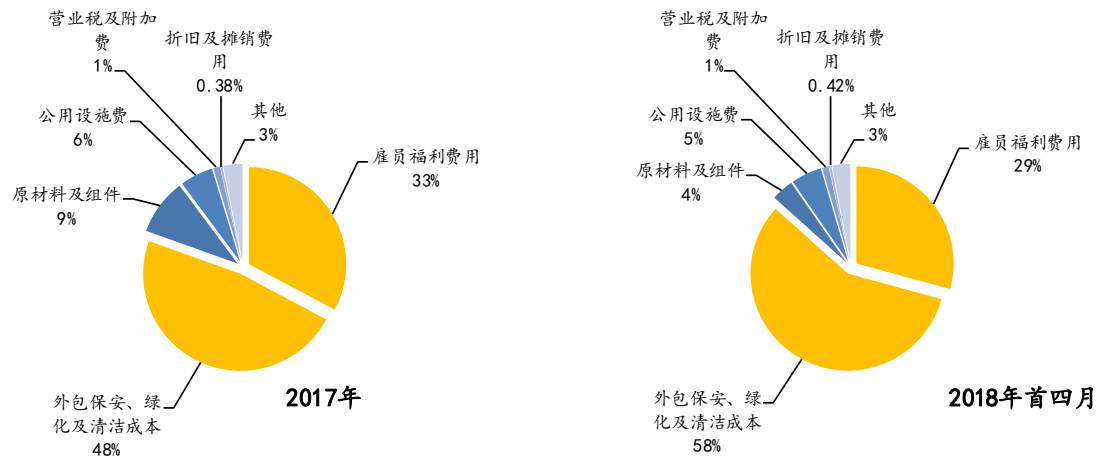
- 假设新城悦以下限定价（每股 2.9 港元），以 2017 年的净利润 7341 万元计算，静态市盈率（完全摊薄）约 27.5 倍。我们估计公司 2017 年底的待转化合同管理面积约 3200 万平方米，假设分三年转化（行业平均数），若利润能力保持在平稳水平，估计 2018 年净利润约 1 亿元，相当于市盈率（完全摊薄）20 倍，与其他物管公司相约，但考虑到市场情绪短期比较负面，给予 IPO 专用评级“5”。

图 1：新城悦首四月营运情况

(百万元)	2015年	2016年	2017年	2017年 首四月	2018年 首四月
总收入	400	573	866	218	303
毛利	100	162	242	62	88
毛利率 (%)	25%	28%	28%	28%	29%
销售及行政开支	(62)	(96)	(137)	(35)	(54)
开支收入比 (%)	-15%	-17%	-16%	-16%	-18%
营业利润	39	66	105	26	34
营业利率 (%)	10%	11%	12%	12%	11%
税前利润	38	66	113	29	39
净利润	22	43	73	19	27
净利率 (%)	6%	8%	8%	9%	9%
分部收入分布：					
物业管理服务收入	294	399	567	161	217
占比 (%)	73%	70%	65%	74%	72%
分部毛利	63	97	143	39	60
分部毛利率 (%)	21%	24%	25%	24%	27%
增值服务收入					
物业开发商相关服务	74	109	175	29	61
占比 (%)	19%	19%	20%	13%	20%
分部毛利	19	29	39	6	13
分部毛利率 (%)	25%	27%	22%	22%	22%
小区相关服务	17	27	43	15	12
占比 (%)	4%	5%	5%	7%	4%
分部毛利	15	24	37	13	11
分部毛利率 (%)	89%	88%	85%	85%	88%
专业服务	15	38	80	13	13
占比 (%)	4%	7%	9%	6%	4%
分部毛利	3	13	23	4	4
分部毛利率 (%)	22%	33%	29%	29%	29%

资料来源：招股书、安信国际

图 2：新城悦总销售成本百分比明细



资料来源：招股书、安信国际

图 3：主要在港上市之物管公司

碧桂园服务 (百万元)	2017 上半年	2018 上半年	同比增长
总收入	1,415	2,016	42%
物业管理服务	1,160	1,564	35%
非业主增值服务	139	276	98%
社区增值服务	112	171	53%
其他服务	3	5	50%
毛利率 (%)	34%	39%	
净利润	202	471	133%

面积 (百万平) 在管收费	2017年底	2018年6月	增长
	123	137	11%

雅生活服务 (百万元)	2017 上半年	2018 上半年	同比增长
总收入	692	1,406	103%
物业管理服务	547	750	37%
非业主增值服务	107	575	437%
业主增值服务	38	80	111%
毛利率 (%)	32%	36%	
净利润	112	332	196%

面积 (百万平) 在管收费	2017年底	2018年6月	增长
	78	109	39%

新城悦 (百万元)	2017 首四月	2018 首四月	同比增长
总收入	218	303	39%
物业管理服务	161	217	35%
物業開發商相關	29	61	112%
社區相關服務	15	12	-18%
專業服務	13	13	-2%
毛利率 (%)	28%	29%	
净利润	19	27	42%

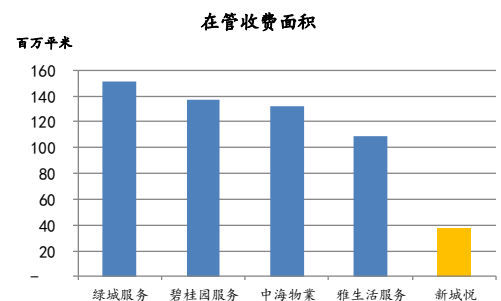
面积 (百万平) 在管收费	2017年底	2018年4月	增长
	36	37	2%

绿城服务 (百万元)	2017 上半年	2018 上半年	同比增长
总收入	2,203	2,927	33%
物业管理服务	1,529	2,015	32%
咨询服务	321	400	25%
园区生活服务	353	511	45%
毛利率 (%)	19%	19%	
净利润	178	229	29%

面积 (百万平) 在管收费	2017年底	2018年6月	增长
	138	151	9%

中海物業 (百万港元)	2017 上半年	2018 上半年	同比增长
总收入	1,592	1,906	20%
物业管理服务	1,491	1,772	19%
增值服务	101	135	34%
毛利率 (%)	27%	28%	
净利润	159	220	38%

面积 (百万平) 在管收费	2017年底	2018年6月	增长
	128	132	3%



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

此报告只提供给阁下作参考用途，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。

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