

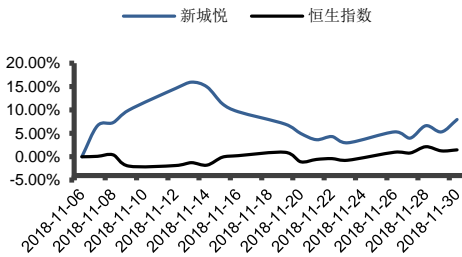
具备成长潜力，“小而美”的综合物业服务公司

——新城悦（1755.HK）投资价值报告

研究所

证券分析师：张蕾 S0350516070002
021-58980267 zhangl06@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
新城悦	7.97	7.97	7.97
恒生指数	7.81	-4.95	-10.52

市场数据 2018/11/30

当前价格 (港元)	3.25
52周价格区间 (港元)	2.9-3.63
总市值 (百万港元)	2,665
流通市值 (百万港元)	2,665
总股本 (万股)	82,000
流通股 (万股)	82,000
日均成交额 (百万港元)	27.20
近一月换手 (%)	20.19

相关报告

无

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点:

- 新城悦：深耕江浙沪的综合性物业服务公司。**新城悦为新城集团旗下第三家上市公司，主营业务为为物业开发商、社区业主以及租户提供物业管理服务和增值服务。截止2018年11月30日，公司第一大股东王振华先生持股比例73.17%，为上市公司的实际控制人，公司的股权结构集中。新城悦在中国指数研究院发布的2018中国物业服务百强企业中排名第16位，在中国物业服务百强企业成长性排名第7位。
- 聚焦中高端市场、多业态服务定位，“1+3”策略获得阶段性成果。**公司管理业态包含中高端住宅、办公写字楼等多种物业类型，签约项目覆盖21个省、直辖市及自治区的62个城市。1)公司在巩固长三角区位优势的同时，加强物业管理项目的跨区域拓展，2015年以来收入占比提升超过10个百分点。公司未来将继续做深江浙沪下沉市场，巩固现有优势区域，同时坚持全国化布局发展战略。2)服务产品定位中高端，公司住宅项目平均物业费单价大约在2元/月*平方米左右，非住宅项目平均物业费单价在4-5元/月*平方米水平区间。3)项目呈多元化结构，非住宅项目收入占比超过三成。截止20180430，公司在管项目中住宅面积占比77.6%、收入占比68.2%。
- 背靠快速发展的地产开发商新锐新城控股，未来储备面积增长可靠，第三方拓展同时发力。**1)截止20180731，公司总合约建筑面积83.8百万平方米，总在管建筑面积37.7百万平方米。2015-2017年在管面积CAGR37%，合约面积CAGR45%。2)公司合约建筑面积来自于新城联署集团的占比76%，未来新城集团的一手项目仍将作为公司管理项目主要来源。过去3年新城控股销售面积CAGR达到64%，根据中指院数据，2018年1-11月新城控股累计销售面积1578万平方米，排名行业第7位。3)第三方拓展取得明显突破。2015-20180430合约面积中来自于第三方占比由4.5%提升至24.4%，2015-2017年合约面积来自第三方的规模CAGR高达232%。
- 财务状况稳健，资产质量良好，现金流充沛。**1)公司收入、利润高速增长，2015-2017年CAGR分别为47%、82%。其中物业管理服务和增值服务收入2015-2017年CAGR分别为39%、68%。2)公司增量项目以一手盘为主、近几年服务外包比例显著提升，且公司在长三角区域项目密度较高，具备区域集中优势和规模效应。公司费用控制情况良好，三项费用率、尤其是管理费率保持稳定，新城悦员工

社保缴费合规性好，外包服务暂未出现成本传递现象。综合考虑新盘增量效应、公司成本管控能力以及社保缴费的合规程度，预计未来公司利润率水平可维持稳定。3) 现金流充沛。公司 2015-2017 年经营现金流量净额为人民币 9150 万元、9391 万元和 19825 万元，净现金流分别为人民币-4441 万元、32305 万元、19053 万元。

- **从物业公司商业模式看估值，新城悦处于较低水平。** 1) 物业管理服务、增值服务均为规模驱动，单位面积盈利能力差异体现不同公司管理运营能力和业务拓展深度的差异，我们认为给予单位面积盈利能力更强的公司更高的估值水平是合理的。考虑到市值应同时反应各公司已公告的潜在管理面积规模，我们认为物管公司估值应当同时考虑两个要素：单位面积盈利能力、已公告储备面积，据此原则计算出新城悦的估值处于相对较低水平。2) 基础物业服务业务没有明显的规模效应，但增值业务规模效应应当较为显著，且高毛利、高附加值的增值业务预期将成为未来物管公司利润贡献主力。建议同时关注 P/S 估值水平，新城悦当前 P/S 估值处于港股 6 家可比上市物业公司中下水平。
- **盈利预测和投资评级：首次覆盖买入评级** 预计公司 2018-2020 年归属母公司股东净利润为人民币 1.06 亿元、1.36 亿元、1.74 亿元，摊薄 EPS 为人民币 0.13 元、0.17 元、0.21 元，对应动态 PE 为 22.2 倍、17.3 倍、13.6 倍。新城悦定位多业态综合物业服务提供商，当前储备合同面积约为在管面积的 1.2 倍，兄弟开发商新城控股集团近几年销售面积增长迅速、土地储备充裕，公司未来一手储备项目增长有保障。本次融资部分资金用于新项目开拓、社区智能化服务水平提升及增值业务拓展，配以合理的一线人员激励机制和稳健的外延扩张战略，预计未来几年公司将进入规模和盈利快速双升的状态。单位合约面积市值/单位在管面积利润口径的估值来看，新城悦处于可比上市公司中较低水平。首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：** 1) 上游周期风险；2) 人力成本上涨风险；3) 公司未来规模增长和增值业务拓展不达预期风险；4) 公司业绩不达预期风险；5) 小盘股流动性风险；6) 股价波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	866	1,059	1,321	1,659
增长率(%)	51.0%	22.3%	24.7%	25.6%
归母净利润(百万元)	73	106	136	174
增长率(%)	69.4%	44.8%	28.3%	27.4%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.13	0.17	0.21
ROE(%)	48.5%	12.7%	13.7%	14.9%

注：表中盈利预测数据币种为人民币。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 新城悦：深耕江浙沪的综合性物业服务公司	5
2、 聚焦中高端市场，多业态服务定位，“1+3”战略获得阶段性成果	5
3、 背靠快速发展的地产开发商新城控股，未来储备面积增长可靠，第三方拓展同时发力	7
4、 财务状况稳健，资产质量良好，现金流充沛	10
5、 从物业公司商业模式看估值：新城悦处于较低水平	13
6、 盈利预测和投资评级	14
7、 风险提示	15

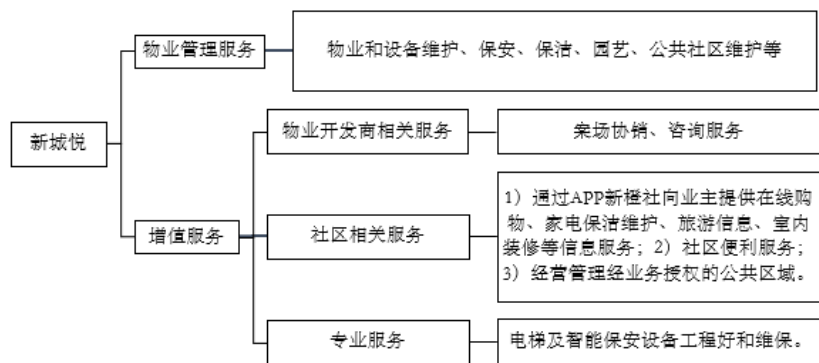
图表目录

图 1: 公司业务架构	5
图 2: 新城悦项目地区分布情况	6
图 3: 新橙社 APP 主要功能	7
图 4: 新橙社 APP 收入 (单位: 百万元 RMB)	7
图 5: 新城控股集团项目分布 (绿色/红色分别代表住宅和商业项目)	8
图 6: 新城控股 2017 年部分房地产项目举例	9
图 7: 新城悦物业管理服务和增值服务毛利率 (%)	11
图 8: 新城悦增值服务拆分毛利率 (%)	11
表 1: 新城悦管理规模和收费制	6
表 2: 新城悦在管项目类型	7
表 3: 新城悦项目来源	8
表 4: 新城控股 (601155.SH) 销售面积和新增土地储备 (单位: 万平方米、%)	9
表 5: 新城悦收入构成及净利润 (单位: 万元 RMB、%)	10
表 6: 新城悦增值服务收入拆分 (单位: 万元 RMB、%)	10
表 7: 新城悦外包成本占销售成本比例 (单位: 万元 RMB、%)	11
表 8: 新城悦总成本费用构成 (单位: 万元 RMB、%)	11
表 9: 新城悦社保缴费情况 (单位: 万元 RMB)	12
表 10: 新城悦货币资金规模和带息债务规模 (单位: 万元 RMB)	12
表 11: 新城悦财务数据汇总 (单位: 万元 RMB、%)	12
表 12: 港股上市物业公司估值横向比较	13
表 13: 新城悦盈利预测结果 (单位: 万元 RMB、%)	14

1、新城悦：深耕江浙沪的综合性物业服务公司

新城悦控股有限公司，1996 年成立，主营业务为为物业开发商、社区业主以及租户提供物业管理服务和增值服务，为新城集团旗下第三家上市公司。公司依托“新城悦”物业服务品牌，为业主提供以家庭为核心的，基于高品质物业管理服务基础之上的全面生活解决方案。公司于 2018 年 11 月 6 日登陆港交所，代码 1755.HK。

图 1：公司业务架构



资料来源：新城悦招股书，国海证券研究所

截止 2018 年 11 月 30 日，公司第一大股东王振华先生共持有公司 6 亿股普通股，本次 IPO 实际发行 2.2 亿股（含超额配售）普通股，王先生持有 IPO 发行完成后上市公司 73.17% 的股份，为上市公司的实际控制人，公司的股权结构集中。新城悦在中国指数研究院发布的 2018 中国物业服务百强企业中排名第 16 位，在中国物业服务百强企业成长性排名第 7 位。

2、聚焦中高端市场，多业态服务定位，“1+3”战略获得阶段性成果

1) 过去三年管理项目规模快速扩张，服务项目包含多种业态

截止 20180731，公司在管项目面积 37.7 百万平方米，签约面积已达到 83.8 百万平方米。2015-2017 年在管面积 CAGR37%，合约面积 CAGR45%。公司管理服务业态包含中高端住宅、办公写字楼等多种物业类型，截止 20180731 公司签约项目覆盖 21 个省、直辖市及自治区的 62 个城市，共计 349 个项目，服务超过 30 万家庭。公司在管项目以包干制为主。

表 1: 新城悦管理规模和收费制

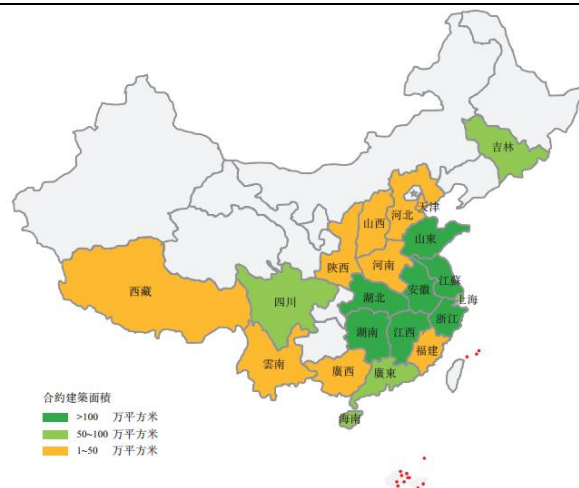
管理项目规模 (单位: 万平方米)						包干制 VS 酬金制 (在管项目, 单位: 万平方米)					
	2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	20180430		2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	20180430
在管面积	1933.90	2749.00	3627.70	36.96%	3702.70	包干制	1865.9	2683.4	3550.5	37.94%	3625.5
同比	-	42.15%	31.96%	-	-	占比	96.48%	97.61%	97.87%	-	97.92%
合约面积	3230.00	4770.00	6780.00	44.88%	7330.00	酬金制	68	65.6	77.2	6.55%	77.2
同比	-	47.68%	42.14%	-	-	占比	3.52%	2.39%	2.13%	-	2.08%
储备面积	1296.10	2021.00	3152.30	55.95%	3631.30						
同比	-	55.93%	55.98%	-	-						

资料来源: 新城悦招股书, 国海证券研究所

2) “1+3” 战略取得阶段性成果

公司在区域战略上与新城控股集团相关度高: 坚持以上海为中枢, 长三角地区为核心, 并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张的“1+3”战略布局。新城悦 2015 年以来在长三角地区收入占公司物业管理服务总收入比例维持在 80% 以上。近年来公司加大了长三角地区以外的项目拓展, 取得了一定的成果, 收入占比由 2015 年的 4.6% 提升至 2018 年 4 月底的 16.6%。新城悦未来将继续做深江浙沪并于该区域内逐步下沉, 巩固现有优势区域, 同时坚持全国化布局发展战略。

图 2: 新城悦项目地区分布情况



资料来源: 新城悦招股书, 国海证券研究所

3) 服务产品定位中高端, 物业费收缴情况良好

公司住宅项目的平均物业费单价大约在 2 元/月*平方米左右 (不同地区存在一费制和多费制差异, 这里为统一口径后的估算价), 非住宅项目平均物业费单价在

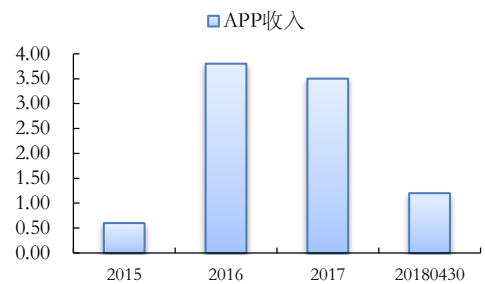
4-5元/月*平方米水平区间。公司平均物业费收缴率大约为93%，考虑3年内追缴回的情况收缴比率可达到98%。公司对应收款项采取较为保守的坏账亏损率计提原则，坏账准备拨备计提较为充分。

除传统物业服务外，新城悦还通过新橙社APP为住户提供基础物业管理和增值服务相关的信息服务内容，包括物业缴费、社区公告、电梯紧急救助，米面粮油、家庭清洁等生活用品优惠购买和配送服务，标准化家政服务，邻里活动和社交互动平台服务等等。截止20180430，新橙社APP注册用户数28.6万，月活跃用户率29.7%。

图 3: 新橙社 APP 主要功能



图 4: 新橙社 APP 收入 (单位: 百万元 RMB)



资料来源: 新城悦招股书, 国海证券研究所

资料来源: 新城悦招股书, 国海证券研究所

4) 项目结构稳定, 非住宅项目物业管理收入贡献 30%以上

截止20180430,公司在管项目建筑面积中住宅占比77.6%、非住宅占比22.4%;从2018年1-4月物业管理收入构成来看,住宅项目占比68.2%、非住宅项目收入占比31.8%。

表 2: 新城悦在管项目类型

	在管面积项目类型 (单位: 万平方米、%)					在管项目类型 (按收入) (单位: 万元、%)					
	2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	20180430	2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	20180430	
住宅	1463.30	2122.50	2810.40	38.59%	2871.90	住宅	21972.40	28486.20	39296.10	33.73%	14812.10
占比	75.67%	77.21%	77.47%	-	77.56%	占比	74.77%	71.36%	69.28%	-	68.19%
非住宅	470.6	626.5	817.3	31.78%	830.8	非住宅	7415.4	11433.9	17421.6	53.28%	6908.4
占比	24.33%	22.79%	22.53%	-	22.44%	占比	25.23%	28.64%	30.72%	-	31.81%

资料来源: 新城悦招股书, 国海证券研究所

3、 背靠快速发展的地产开发商新城控股, 未来储备面积增长可靠, 第三方拓展同时发力

1) 新城控股开发项目为公司项目主要来源

按合约建筑面积口径和在管面积口径,新城悦项目来自于开发商新城控股的占比分别为 76%、72%,包括新城悦所开发的住宅和商业物业,其中商业物业部分主要为写字楼和配套住宅(商场不包含在内)。

表 3: 新城悦项目来源

合约建筑面积口径 (单位: 万平方米、%)						在管面积口径 (单位: 万平方米、%)					
	2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	20180430		2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	20180430
开发商	3079.00	3712.70	5167.30	29.55%	5545.9	开发商	1854.80	2080.30	2617.80	18.80%	2679.7
占比	95.46%	77.89%	76.20%	-	75.62%	占比	95.91%	75.67%	72.16%	-	72.37%
第三方	146.3	1053.6	1613.5	232.09%	1788.1	第三方	79.1	668.7	1009.9	257.31%	1023
占比	4.54%	22.11%	23.80%	-	24.38%	占比	4.09%	24.33%	27.84%	-	27.63%

注: 开发商指新城联署集团。资料来源: 新城悦招股书, 国海证券研究所

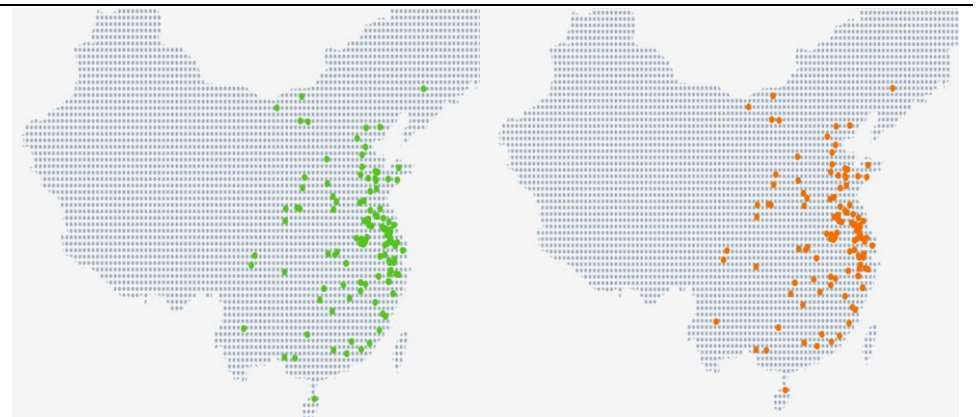
2) 依托新城控股集团, 储备项目可实现规模、多业态迅速扩张

截止 2018731, 公司储备面积 46.1 百万平方米, 公司合约建筑面积来自于新城联署集团的占比为 75.6%, 未来新城集团的一手项目仍将作为公司储备项目主要来源。

过去 3 年新城控股销售面积分别为 346 万平方米、575 万平方米、928 万平方米, CAGR 达到 63.8%, 2018 年前 10 个月新城控股累计销售面积 1446 万平方米, 同比增长 123.2%。根据中国指数研究院统计数据, 新城控股前 11 个月销售面积达到 1578 万平方米, 行业排名第 7 位 (前 6 位分别为碧桂园、恒大、万科、绿地、融创、保利)。

业态上, 住宅方面截止 2017 年底新城控股在全国 70 多个城市拥有储备总建筑面积 6800 万平方米, 其在商业开发上近年来亦取得不菲成绩, 将于全国 63 个大中城市布局 77 座吾悦广场。根据新城控股公告, 2017 年底已开业 23 个吾悦广场, 平均出租率 97.9%。

图 5: 新城控股集团项目分布 (绿色/红色分别代表住宅和商业项目)



资料来源: 新城控股官网, 国海证券研究所

表 4: 新城控股 (601155.SH) 销售面积和新增土地储备 (单位: 万平方米、%)

	2015	2016	2017	201801-10
累计销售面积	345.98	575	928.28	1,446.19
同比	25%	48.76%	61.44%	123.18%
行业排名	22	15	11	8
	2015	2016	2017	2018H1
新增土地储备	950.68	1,424.22	3,392.79	2073.93
住宅建筑面积	未公告	1,060.97	2,446.02	未公告
商业建筑面积	未公告	363.25	946.77	未公告

资料来源: 新城控股 (601155.SH) 公司公告, 中国指数研究院, 国海证券研究所

新城控股所开发项目权益占比普遍较高, 因此在后期建成项目的物业公司选择上具备很强话语权, 也就是说新城控股集团的销售面积基本上可转化为新城悦的储备合约建筑面积。

图 6: 新城控股 2017 年部分房地产项目举例

项目名称	地理位置	项目类别	项目状态	权益比例	合肥十里春风	肥东县	住宅	在建	43.90%	连云港吾悦广场	连云港市	综合体	在建	100.00%
					合肥桃李郡	瑶海区	住宅	在建	99.88%	南昌新建吾悦广场	新建区	综合体	在建	100.00%
					合肥西子花园	高新区	住宅	在建	19.31%	南京建邺吾悦广场	建邺区	综合体	在建	70.00%
南京香溢紫郡	高新区	住宅	竣工	95.87%	合肥大都会	滨湖新区	住宅	在建	50.00%	平湖吾悦广场	平湖市	综合体	在建	100.00%
南京香悦澜山	栖霞区	住宅	在建	95.87%	合肥时光印象	滨湖新区	住宅	在建	31.63%	钦州吾悦广场	钦州市	综合体	在建	100.00%
南京花漾紫郡	浦口区	住宅	在建	95.87%	常州新城公馆四期	武进区	住宅	在建	95.73%	上饶吾悦广场	上饶市	综合体	在建	100.00%
南京珠耀钟山	栖霞区	住宅	在建	67.25%	常州新城金都	天宁区	住宅	竣工	96.18%	嘉兴吾悦广场	嘉兴市	综合体	在建	100.00%
南京珠耀和山	栖霞区	住宅	在建	95.87%	常州帝景	武进区	住宅	竣工	95.80%	太原吾悦广场	太原市	综合体	在建	75.00%
南京保利天地	江宁区	住宅	在建	29.72%	常州新城隍府	新北区	住宅	在建	99.13%	台州玉环吾悦广场	玉环市	综合体	在建	100.00%
南京 G99 麒麟地块	江宁区	住宅	在建	32.59%	常州新城都未来	武进区	住宅	在建	99.50%	西安沣东吾悦广场	沣东新城	综合体	在建	100.00%
南京 G60 青龙小镇	江宁区	住宅	在建	32.59%	金坛新城金都花园	金坛区	住宅	在建	76.60%	仙居吾悦广场	仙居县	综合体	在建	100.00%
句容新城湖山	宝华镇	住宅	在建	95.87%	金坛新城金都花园二三期	金坛区	住宅	在建	76.60%	合肥东吾悦广场	肥东县	综合体	在建	100.00%
南京星悦天地广场	浦口区	住宅	在建	28.76%	无锡西渚地块	惠山区	住宅	在建	24.47%	安庆吾悦广场	迎江区	综合体	在建	100.00%
句容新城隍府	华阳镇	住宅	在建	100.00%	常州泰和之春项目	天宁区	住宅	在建	经营权	成都吾悦广场	龙泉驿区	综合体	在建	100.00%
宿迁太湖花园	经济开发区	住宅	在建	95.87%	常州新城桃李郡	武进区	住宅	在建	99.50%	长春吾悦广场	绿园区	综合体	在建	99.00%
宿迁水木清华三期	宿城区	住宅	在建	95.87%	常州环太湖艺术城项目	武进区	住宅	在建	48.35%	晋江吾悦广场	晋江市	综合体	在建	100.00%
柳州碧桂园	柳州市	住宅	在建	46.97%	常州新城长岛东区	武进区	住宅	在建	95.73%	宁波吾悦广场	镇海区	综合体	在建	100.00%
镇江高家项目	高资镇	住宅	在建	95.87%	常州金色新城剩余	钟楼区	住宅	在建	95.73%	衢州吾悦广场	柯城区	综合体	竣工	100.00%
莱安 2017-15 号地	汉河经济开发区	住宅	在建	31.64%	常州新城	武进区	住宅	在建	95.73%	珠海吾悦广场	珠海市	综合体	在建	100.00%
扬州市 G2055 地块	晋江区	住宅	在建	11.50%	常州金坛万建城	金坛区	住宅	在建	97.88%	义乌吾悦广场	江东街道	综合体	在建	51.00%
南京青龙市场	六合区	住宅	在建	23.97%	常州九州物资地块	天宁区	住宅	在建	48.83%	南昌吾悦广场	高新区	综合体	竣工	99.00%
淮安市融侨火车站地块	溧水区	住宅	在建	95.87%	溧阳天目湖大道 7-1#	溧阳市	住宅	在建	96.18%	镇江丹徒新城尚上城	丹徒新区	综合体	竣工	99.00%
淮安开 4 地块	经济开发区	住宅	在建	95.87%										

资料来源: 新城控股 2017 年年报, 国海证券研究所

期限上看, 新城控股集团的项目销售到交付平均大约两年, 即新城控股集团的销售面积平均在未来两年将逐步转化为公司的在管面积。

3) 第三方拓展进步明显

2015-20180430, 公司合约建筑面积中来自于第三方的比例由 4.5% 提升至 24.4%, 2015-2017 年来自于第三方的合约建筑面积和在管面积 CAGR 分别高达 232%、257%。(见表 3)

4、财务状况稳健，资产质量良好，现金流充沛

1) 2015-2017 年收入、利润高速增长，增值服务贡献呈提升趋势

公司 2017 年营业收入、净利润分别为人民币 8.66 亿元、7340 万元，2015-2017 年 CAGR 分别为 47.1%、81.8%。其中物业管理服务和增值服务收入占比分别为 65.5%和 34.5%，2015-2017 年物业管理服务、增值服务收入 CAGR 分别为 38.9%、67.7%。

表 5: 新城悦收入构成及净利润 (单位: 万元 RMB、%)

	2015	2016	2017	2015-2017CAGR	2018Q430
营业收入	40060	57378	86642	47.06%	-
物业管理服务收入	29387.8	39920.1	56717.7	38.92%	21720.5
%占比	73.36%	69.57%	65.46%	-	71.57%
增值服务收入	10637.9	17417.1	29919.3	67.71%	8626
%占比	26.55%	30.35%	34.53%	-	28.43%
净利润	2,220.90	4,333.30	7,340.60	81.80%	3856.6

资料来源: 新城悦招股书, 国海证券研究所

2) 增值服务收入增长势头较好，社区相关服务和专业服务占比提升有助抵御上游周期风险

增值业务中贡献最大的为物业开发商相关服务，主要为案场服务和咨询服务，该业务可能会受到上游房地产开发周期的一定影响。结合公司项目结构来看，还需持续跟踪新城控股集团开发销售节奏以及公司在第三方业务上的拓展情况。

增值业务中的社区相关服务和设备维护等专业服务收入有明显增长，2015-2017 年 CAGR 分别为 58.7%、133.5%，2017 年两者合计贡献收入 14.3%。

表 6: 新城悦增值服务收入拆分 (单位: 万元 RMB、%)

	2015	2016	2017	2015-2017CAGR
物业开发商相关服务	7444	10864	17550	53.5%
%占比	18.58%	18.93%	20.26%	-
社区相关服务	1719	2727	4330	58.7%
%占比	4.29%	4.75%	5.00%	-
专业服务	1475	3826	8039	133.5%
%占比	3.68%	6.67%	9.28%	-

注: 表中占比皆为占总营业收入比重。资料来源: 新城悦招股书, 国海证券研究所

3) 新盘增量效应和服务外包有助基础物业服务毛利率稳步提升，增值业务毛利率有望维持在相对较高水平

2015年-2017年，公司的基础物业服务毛利率由21.4%提升至25.3%，主要因其新增项目以一手项目为主，新盘占比提升有助于提升基础物业服务毛利率水平。另一方面，近年来公司加强了劳动力密集型工种外包，外包成本占销售成本比例由2015年的19%提升到2018Q4的57.4%（见表7）。同时考虑到公司在长三角区域项目密度较高，具备一定的区域集中优势，在外包服务方面会存在一定的规模效应。因此，近几年基础物业服务的毛利率将有望继续稳中有升。

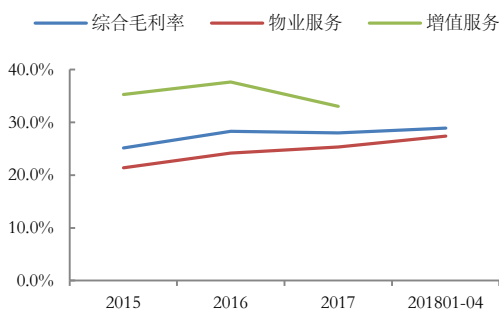
表 7：新城悦外包成本占销售成本比例（单位：万元 RMB、%）

	2015	2016	2017	201801-04
外包保安绿化保洁成本	5704.1	14690.1	29767.7	12389.4
销售成本	29981.2	41143.7	62412.4	21576.3
外包保安绿化保洁成本/销售成本	19.03%	35.70%	47.70%	57.42%

资料来源：新城悦招股书，国海证券研究所

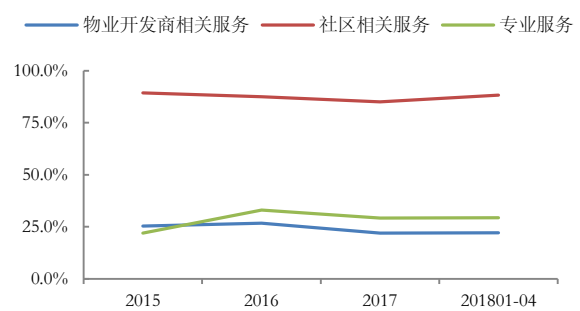
2015-2017年，公司增值业务毛利率分别为35.3%、37.6%和33.1%，整体来看高于基础物业服务，尤其是毛利率水平较高的社区相关服务及专业服务收入占比呈提升趋势，因此增值业务毛利率有望维持在相对基础物业服务而言的较高水平。预计公司整体毛利率水平也表现的较为稳健。

图 7：新城悦物业管理服务和增值服务毛利率（%）



资料来源：新城悦招股书，国海证券研究所

图 8：新城悦增值服务分拆毛利率（%）



资料来源：新城悦招股书，国海证券研究所

4) 成本端控制情况良好

2015-2017年公司三项费用率分别为16.2%、17.1%和15.9%，其中管理费率分别为14.9%、15.4%和14.9%。新城悦员工社保缴费合规性好，缴费率较高。当前社保新政尚无具体实施细则出台，外包服务方面暂未出现成本传递现象。综合考虑新盘增量效应、公司成本管控能力以及社保缴费的合规程度，预计未来公司利润率水平可维持稳定。

表 8：新城悦总成本费用构成（单位：万元 RMB、%）

	2015	2016	2017	201801-04
雇员福利费用	21589.7	26244.7	28777.4	9117.9
占比 (%) / 总成本费用	59.7%	51.7%	37.8%	33.8%

外包保安绿化保洁成本	5704.1	14690.1	29767.7	12389.4
占比 (%) / 总成本费用	15.8%	28.9%	39.1%	46.0%
专业服务及社区相关服务所用原材料及组件	547.5	1381.8	5828.1	798.0
公用设施费	1603.5	1966.6	3438.2	1103.1
其它	6693.2	6462.4	8341.7	3553.2
总成本费用	36138.0	50745.6	76153.1	26961.6

资料来源：新城悦招股书，国海证券研究所

表 9：新城悦社保缴费情况（单位：万元 RMB）

	2015	2016	2017
上一年员工薪资分红等	-	16614.1	20075.1
当年社保公积金公司缴纳	-	4026.1	5397.7

资料来源：新城悦招股书，国海证券研究所

5) 资产质量、现金流状况良好

公司资产以现金及现金等价物为主，2016 年、2017 年应收账款周转天数分别为 25.4 天、26.9 天，2017 年底短期有息债务规模相比货币资金规模较小。上市后随着公司权益资产的增加，资产负债率将有所降低。

表 10：新城悦货币资金规模和带息债务规模（单位：万元 RMB）

	2015	2016	2017
现金及现金等价物	11987	44292	63346
短期带息债务规模	6008	6590	6590

资料来源：新城悦招股书，国海证券研究所

公司 2015-2017 年经营现金流量净额为人民币 9150 万元、9391 万元和 19825 万元，净现金流-4441 万元、32305 万元、19053 万元。

表 11：新城悦财务数据汇总（单位：万元 RMB、%）

	2015	2016	2017	2015-2017CAGR	20180430
营业收入	40,060	57,378	86,642	47.06%	30,347
毛利率	25.16%	28.29%	27.96%	-	28.90%
净利润	2,221	4,333	7,341	81.80%	3,857
净利润率	5.54%	7.55%	8.47%	-	10.15%
ROE (%)	-195.16%	37.26%	38.83%	-	19.65%
资产负债率 (%)	103.12%	80.47%	76.76%	-	75.48%

资料来源：新城悦招股书，国海证券研究所

5、从物业公司商业模式看估值：新城悦处于较低水平

1) 单位合同面积市值/单位在管面积利润：新城悦处于较低水平

物业管理服务业务和增值服务业务均为规模驱动，我们认为高品质物业服务和高人力、物料投入相关度大，同业态不同定位项目的基础物业服务毛利率水平区间应当相对稳定，而增值业务收入则为基础物业服务之上的附加价值，单位面积盈利能力差异体现了不同公司之间管理运营能力和业务拓展深度的差异，因此给予单位面积盈利能力更强的公司更高的估值水平是合理的。

考虑到市值应当同时反应未来潜在管理面积规模这一要素，我们认为物业公司当前的估值应当同时考虑两个要素：单位面积盈利能力、已公告储备面积（不考虑关联开发商和第三方拓展的潜在增量），市场给予上市公司估值的差异源于对公司单位面积盈利能力变化的预期、和对公司未来储备面积增长的预期。根据以上原则，我们计算出港股 6 家上市物业公司估值的横向比较（见表 12），可以看出新城悦的估值处于较低水平。

表 12：港股上市物业公司估值横向比较

	新城悦 (1755.HK)	绿城服务 (2869.HK)	碧桂园服务 (6098.HK)	雅生活服务 (3319.HK)	彩生活 (1778.HK)	中海物业 (2669.HK)
规模：(单位：万平方米)						
在管面积	3,770	15,080	13,680	10,913	33,400	13,600
合约面积	8,380	31,110	38,600	18,563	48,400	未公告
注：新城悦为 20180731 数据，其它为截止 20180630 数据，中海物业未公告合约面积。						
区域和定位：						
地区	长三角	长三角、 环渤海	全国	珠三角、 长三角	全国	大陆、港澳
住宅项目物业费单价 (元/年*平方米)	2	3.13	2	2	1.2-1.5	未公告
单位面积盈利能力：						
2017 净利润 (万元 RMB)	7,341	38,748	40,174	28,973	32,066	25,642
2017 在管面积 (万平方米)	3,628	13,780	12,276	7,834	29,400	12,830
单位面积利润(元 RMB/平方米*年)	2.02	2.81	3.27	3.70	1.09	2.00
注：表中单位面积利润以 2017 年计算。						
估值水平(单位面积估值/单位面积利润)：						
总市值 (百万港元)	2,665	18,694	32,400	13,680	5,620	7,330
单位合同面积市值(港元/平米)	28.20	53.29	74.44	65.35	10.30	n.a
单位面积估值/单位面积利润 (倍)	13.94	18.95	22.75	17.67	9.44	n.a
注：总市值以 20181130 收盘价计算，汇率按 1 港元兑 0.8868 元人民币计算。						
其它估值指标：						
PE (2018E)	22.2	35.0	35.8	20.9	9.8	16.7
PB (MRQ)	15.36	8.25	16.03	2.45	1.77	7.43

PS (2018)	2.23	2.45	6.99	3.86	1.30	1.75
-----------	------	------	------	------	------	------

注：新城悦净资产取 2017 年底数据近似。

资料来源：各上市公司公告，Wind 资讯，国海证券研究所

2) PS 估值：新城悦处于中等偏下水平

基础物业服务业务没有明显的规模效应，但涉及社区生活服务的增值业务规模效应较为显著，且高毛利高附加值的增值业务预期将成为物管企业未来利润贡献主力，因此建议同时关注 P/S 估值水平。考虑到不同公司包干制/酬金制占比的差异，建议在对不同公司 P/S 估值做比较的时候同时考虑这一因素。表 12 中我们计算出港股 6 家上市物业公司 P/S 估值，新城悦处于中等偏下水平。

6、盈利预测和投资评级

1) 盈利预测

假设 1: 公司储备面积大部分来自于新城控股集团，且开发商贡献占比保持稳定；储备面积转化为在管面积周期与新城控股开发周期相关，假设为平均 2-3 年；由于存量项目物业费单价提升流程较为复杂，盈利预测中暂不考虑物业费单价上涨因素；

假设 2: 合约面积增量以一手新盘为主，基础物业服务毛利率在未来三年稳中有升。

假设 3: 增值服务继续维持相对较高增长趋势，增值服务毛利率维持稳定。

假设 4: 三项费用率维持稳定。

盈利预测结果：预计公司 2018-2020 年归属母公司股东净利润为人民币 1.06 亿元、1.36 亿元、1.74 亿元，摊薄 EPS 为人民币 0.13 元、0.17 元、0.21 元，对应动态 PE 为 22.2 倍、17.3 倍、13.6 倍。

表 13: 新城悦盈利预测结果 (单位: 万元 RMB、%)

	2017	2018E	2019E	2020E
物业管理服务收入	56,718	73,733	95,853	124,609
增值服务业务收入	29,919	32,212	36,279	41,319
营业收入	86,642	105,945	132,131	165,928
毛利率 (%)	28.0%	29.5%	29.6%	29.8%
三项费用率 (%)	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润	9,174	11,667	14,644	18,659
归母净利润	7,341	10,632	13,646	17,388
摊薄 EPS (元)	0.09	0.13	0.17	0.21
净利润率 (%)	10.6%	11.0%	11.1%	11.2%

ROE (%)	48.5%	12.7%	13.7%	14.9%
P/E	32.2	22.2	17.3	13.6
P/B	15.4	2.6	2.3	2.0
P/S	2.7	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA	25.7	21.5	18.0	15.0

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2) 公司评级与投资建议

新城悦定位多业态综合物业服务提供商，当前储备合同面积约为在管面积的 1.2 倍。公司背靠近几年快速发展的地产开发商新城控股集团，未来一手储备项目增长有保障，增量项目以新盘为主的结构将有利于公司整体物业管理费水平和毛利率的提升。本次融资部分资金将用于新项目开拓、社区智能化服务水平提升及增值业务拓展，配以合理的一线人员激励机制和稳健的外延扩张战略，预计未来几年公司将进入规模和盈利水平快速双升的状态。考虑更加适合衡量物业公司的估值指标单位合约面积估值/单位在管面积利润，新城悦处于可比上市公司中较低水平。首次覆盖给予买入评级。

7、风险提示

- 1) 上游房地产周期风险；
- 2) 人力成本上涨风险；
- 3) 公司未来规模增长和增值业务拓展不达预期风险；
- 4) 公司业绩不达预期风险；
- 5) 小盘股流动性风险；
- 6) 股价波动风险。

附表：新城悦盈利预测表

证券代码:	1755.HK				3.25	投资评级:	买入			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利指标					每股指标					
ROE	49%	13%	14%	15%	EPS	0.09	0.13	0.17	0.21	
毛利率	28%	29%	30%	30%	BVPS	0.19	1.10	1.26	1.47	
期间费率	16%	16%	16%	16%	估值					
销售净利率	11%	11%	11%	11%	P/E	32.2	22.2	17.3	13.6	
成长能力					P/B	15.4	2.6	2.3	2.0	
收入增长率	51%	22%	25%	26%	P/S	2.7	2.2	1.8	1.4	
利润增长率	69%	45%	28%	27%						
营运能力					利润表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	1.06	0.64	0.68	0.71	营业收入	86,642	105,945	132,131	165,928	
应收账款周转率	7.07	7.07	7.07	7.07	营业成本	62,412	74,691	93,038	116,503	
存货周转率	165.81	202.34	202.34	202.34	营业税金及附加	0	0	0	0	
偿债能力					销售费用	809	989	1,234	1,550	
资产负债率	77%	44%	45%	47%	管理费用	12,932	15,892	19,820	24,889	
流动比	1.22	2.25	2.19	2.14	财务费用	0	0	0	0	
速动比	1.21	2.25	2.18	2.13	其他费用/(-收入)	0	0	0	0	
资产负债表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	11,163	14,373	18,039	22,986	
现金及现金等价物	63,346	147,617	174,764	209,341	营业外净收支	138	0	0	0	
应收款项	12,261	14,993	18,698	23,481	利润总额	11,302	14,373	18,039	22,986	
存货净额	376	369	460	576	所得税费用	2,127	2,705	3,396	4,327	
其他流动资产	0	0	0	0	净利润	9,174	11,667	14,644	18,659	
流动资产合计	75,983	162,979	193,922	233,398	少数股东损益	1,834	1,035	998	1,271	
固定资产	1,564	1,416	1,287	1,170	归属于母公司净利润	7,341	10,632	13,646	17,388	
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	3,810	0	0	0	经营活动现金流	19,825	18,986	27,030	34,489	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	7,341	10,632	13,646	17,388	
资产总计	81,357	164,394	195,209	234,568	少数股东权益	1,834	1,035	998	1,271	
短期借款	6,590	6,590	6,590	6,590	折旧摊销	316	0	0	0	
应付款项	5,632	5,524	6,881	8,616	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	10,336	7,318	12,386	15,830	
其他流动负债	50,136	60,287	75,113	94,107	投资活动现金流	(772)	3,959	129	117	
流动负债合计	62,358	72,401	88,584	109,313	资本支出	(122)	149	129	117	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	95	95	95	95	其他	(650)	3,810	0	0	
长期负债合计	95	95	95	95	筹资活动现金流	0	61,327	(12)	(29)	
负债合计	62,453	72,496	88,679	109,407	债务融资	0	0	0	0	
普通股股本	0	3	3	3	权益融资	0	63,800	0	0	
股东权益	18,904	91,898	106,531	125,161	其它	0	(2,473)	(12)	(29)	
负债和股东权益总计	81,357	164,394	195,209	234,568	现金净增加额	19,053	84,271	27,147	34,577	

注：用于计算 EPS、BPS 等的加权平均股本数为 82000 万股，表中盈利预测数据币种为人民币，汇率按 1 港元兑换 0.8868 元人民币计算。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【社会服务业组介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，南京理工大学经济学学士，5年券商研究所行业研究从业经历，聚焦消费升级相关的现代服务领域研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

【分析师承诺】

张蕾，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先恒生指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随恒生指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后恒生指数。

股票投资评级

买入：相对恒生 指数涨幅 20%以上；
增持：相对恒生 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对恒生 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对恒生 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。