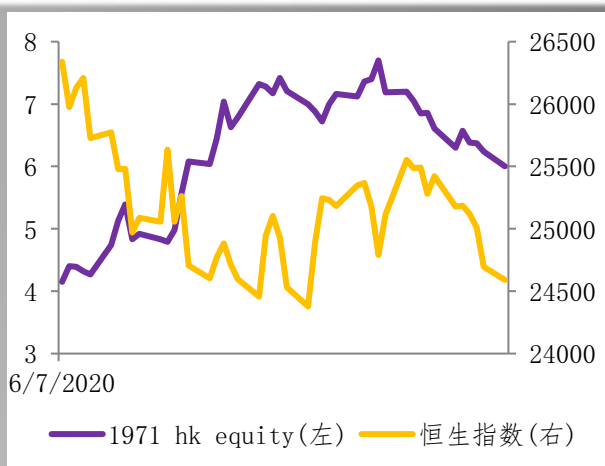


公司研究 | 业绩报告总结 (买入, 目标价 9.35 元)

弘阳服务 (1971 HK)

收购滁州宇润物业管理 51%股权



主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	45.1
2020E 平均市净率 (x)	4.8
2020E 平均股息收益率 (%)	0.4

资料来源: 彭博

股价表现 (%)

1 个月	-18.3
3 个月	-
今年以来	-

资料来源: 彭博

斥资 3672 万元收购滁州宇润物业管理的 51% 股权。集团宣布斥资 3672 万元人民币向南京诚瑞收购滁州宇润物业管理有限公司 (目标公司) 的 51% 股权。滁州宇润物业管理有限公司的项目主要位于中国江苏省、安徽省及湖南省, 在管总建筑面积为 423 万平方米。2018 年及 2019 年的除税后溢利分别约为 516.9 及 274.4 万元人民币, 截至 2020 年 6 月 30 日止六个月的除税后溢利则为 335.6 万人民币。另外, 按目标公司 100% 股权计算, 截至今年 6 月底的估值为 7530 万元人民币。

收购价格合理。按上述收购价计算及公司资料, 今次收购目标公司 51% 股权相当于 2020 年预测年度化市盈率 10.7 倍, 与及 2021 年预测市盈率的约 9 倍。以现时内地物业管理市场竞争激烈的收并购环境中, 我们认为公司斥资的收购价位于合理的水平。

收购有助于提升集团规模及效益。目标公司的在管总建筑面积相当于集团今年 6 月底止在管总建筑面积的约为 22.6%, 今次收购有助集团进一步扩充业务营运规模, 扩大集团于江苏省、安徽省及湖南省的市场占有率, 从而达致规模经济效益, 减低日后管理成本, 并提高管理效率。另一方面, 今次为集团上市后首次收购, 我们预期未来将续有收购活动, 以续扩大集团的规模。

维持买入评级。我们维持公司目标价 9.35 元, 相当于 2021 年 23 倍的市盈率, 并基于 2021 年 0.35x 的市盈增长率, 维持买入评级。

财务简表:

	营业收入 (人民币百 万元)	同比 (%)	纯利 (人民币百 万元)	同比 (%)	每股盈利 (人民币)	市盈率	市帐率	股息率 (%)	ROE (%)
2017	257.1	-	28.7	-	-	-	-	-	-
2018	349.0	36%	33.0	15%	-	-	-	-	-
2019	503.0	44%	59.1	79%	-	-	-	-	-
2020E	726.3	44%	60.2	2%	0.15	37.6	4.0	0.5	10.5
2021E	1,129.6	56%	152.2	153%	0.37	14.9	3.4	1.3	23.1

资料来源: 公司资料、光银国际预测

光银国际研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

图表 1：重点物业管理企业估值表（截至 2020 年 9 月 7 日）

代码	名称	股价 (当地货币)	市盈率			盈利增长 (%)		市盈率 (倍)			市净率			股息率	市值 (百万港元)
			2018	2019E	2020E	2018-2021	2021	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
香港上市同业															
物业管理公司															
6098 hk equity	碧桂园服务	52.40	55.47	49.38	34.94	0.50	0.69	18.70	16.18	11.87	0.58	139072.43			
2869 hk equity	绿城服务	9.60	38.01	37.90	29.40	0.20	1.47	4.02	5.26	4.71	1.09	30145.60			
2669 hk equity	中海物业	6.68	38.33	32.39	25.15	0.33	0.76	13.04	10.76	8.13	0.90	21824.75			
3319 hk equity	雅生活服务	37.00	29.28	24.43	18.54	0.41	0.45	6.68	5.75	4.91	1.69	48133.36			
1995 hk equity	永升生活服务	17.18	71.43	58.64	37.99	0.79	0.48	7.80	11.29	9.31	0.51	26626.18			
1755 hk equity	新城悦服务	22.20	55.76	36.18	24.37	0.60	0.41	16.78	12.59	9.48	1.43	17593.51			
6049 hk equity	保利物业	64.00	47.37	43.92	32.42	0.45	0.72	6.05	5.51	4.90	0.69	35966.67			
9909 hk equity	宝龙商业	25.25	50.59	46.88	32.18	0.45	0.71	8.42	7.40	6.48	1.14	15692.88			
9928 hk equity	时代邻里	10.80	67.49	36.11	20.99	0.84	0.25	8.90	5.87	4.87	0.79	9807.44			
3662 hk equity	奥园健康	6.62	24.03	17.06	12.11	0.63	0.19	4.91	4.04	3.26	2.33	4698.84			
1778 hk equity	彩生活	3.74	8.88	8.50	7.84	0.06	1.26	1.17	1.08	0.96	3.16	5383.01			
2168 hk equity	佳兆业美好	27.30	16.93	15.26	11.07	0.83	0.13	3.14	2.95	2.53	2.52	4050.20			
3316 hk equity	滨江服务	16.76	32.95	25.00	19.08	0.44	0.43	5.55	-	-	2.00	4544.13			
2606 hk equity	蓝光嘉宝服务	47.85	13.14	12.10	9.13	0.40	0.23	3.30	2.81	2.30	3.04	8228.32			
1895 hk equity	鑫苑服务	3.18	12.77	-	-	-	-	1.81	-	-	-	1730.93			
1922 hk equity	银城生活服务	7.90	42.93	-	-	-	-	15.01	-	-	-	2081.11			
3686 hk equity	祈福生活服务	0.56	5.59	-	-	-	-	1.20	-	-	-	558.36			
1941 hk equity	牌星集团	1.41	12.80	-	-	-	-	6.44	-	-	-	555.27			
9916 hk equity	兴业物联	1.65	12.13	-	-	-	-	3.83	-	-	-	660.00			
6093 hk equity	和泓服务	2.36	51.09	-	-	-	-	4.93	-	-	-	1104.00			
1538 hk equity	中奥到家	1.28	7.42	6.72	5.38	-	-	1.19	0.99	0.82	2.51	1042.55			
平均数			33.07	30.03	21.37		0.58	7.75	7.04	5.67	1.56	26554.81			

资料来源：彭博、光银国际

图2：财务报表

收益帐					
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	257,140	348,981	502,990	726,297	1,129,574
YoY	0.0%	35.7%	44.1%	44.4%	55.5%
营业成本	(199,091)	(279,209)	(375,546)	(541,014)	(818,795)
毛利	58,049	69,772	127,444	185,283	310,779
毛利率(%)	22.6%	20.0%	25.3%	25.5%	27.5%
销售成本	(694)	(699)	(364)	(796)	(1,237)
行政开支	(16,996)	(24,227)	(50,944)	(100,261)	(97,143)
金融资产减值亏损净额	(73)	(160)	(384)	(726)	(1,130)
其他收入	1,073	632	3,129	2,355	3,663
其他开支	(1,554)	(37)	(190)	(274)	(427)
营运盈利	39,805	45,281	78,691	85,581	214,505
营运利润率(%)	15.5%	13.0%	15.6%	11.8%	19.0%
融资成本	(1,174)	(837)	(392)	(150)	(125)
税前利润	38,631	44,444	78,299	85,431	214,380
所得税开支	(9,919)	(11,453)	(21,232)	(23,066)	(57,883)
有效税率	25.7%	25.8%	27.1%	27.0%	27.0%
应占溢利归属于非控股权益	0	0	(1,994)	2,178	4,288
应占溢利归属于母公司拥有人	28,712	32,991	59,061	60,186	152,210
核心应占溢利归属于母公司拥有人	28,712	32,991	59,061	84,186	152,210
资产负债表					
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
存货	11	35	19	27	41
贸易应收款项	9,981	8,440	25,626	29,848	46,421
应收关联公司款项	42,882	167,124	262,730	298,478	464,209
预付款项、按金及其他应收款	4,355	5,951	32,030	29,848	61,894
现金及现金等价物	69,635	37,709	179,111	524,263	587,130
流动资产总值	126,864	252,979	502,616	885,564	1,162,795
物业、厂房及设备	4,696	7,821	9,326	35,747	62,358
商誉					
其他无形资产	1,427	1,635	8,631	8,631	8,631
递延税项资产	1,272	1,446	6,313	6,313	6,313
其他非流动资产	2,581	260	322	322	322
非流动资产总值	9,976	11,162	36,893	63,314	89,925
资产总值	136,840	264,141	539,509	948,879	1,252,720
贸易应付款项	8,649	15,359	43,155	41,502	62,812
其他应付款项、已收按金及应计费用					
合同负债	28,201	48,295	81,907	88,934	134,596
应付关联公司款项	33,329	73,876	38,418	81,523	123,380
计息银行借贷	0	5,000	0	0	0
应付税项	3,237	5,867	27,731	23,066	57,883
流动负债总额	119,656	213,710	319,925	375,837	591,782
递延税项负债	0	256	2,250	2,250	2,250
非动负债总额	0	256	2,250	2,250	2,250
母公司拥有人应占权益					
总权益	17,184	50,175	217,334	570,792	658,689
权益及负债总额	136,840	264,141	539,509	948,879	1,252,720
现金流量表					
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
经营活动现金流量净额	79,976	27,452	110,999	85,789	123,309
投资活动现金流量净额	71,337	(105,135)	(27,977)	(28,600)	(30,000)
融资活动现金流量净额	(110,850)	45,757	58,380	287,963	(30,442)
现金变动	40,463	(31,926)	141,402	345,152	62,867
期初现金	29,172	69,635	37,709	179,111	524,263
期末现金	69,635	37,709	179,111	524,263	587,130

证券研究报告

2020年9月8日

资料来源：公司资料，光银国际预测

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

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。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

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。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,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。在一些司法管辖区域内,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管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% 及(iv)未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。