

投资评级 优于大市 维持

并购提升公司营收，疫情影响归母净利润

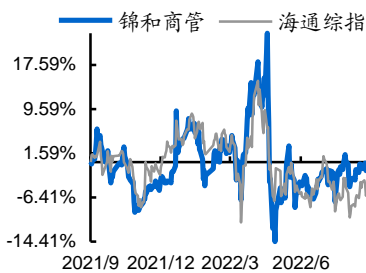
股票数据

08月31日收盘价(元)	5.78
52周股价波动(元)	4.85-7.19
总股本/流通A股(百万股)	473/180
总市值/流通市值(百万元)	2764/1050

相关研究

《新租赁准则影响归母净利润，并购扩张规模》2021.08.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.2	2.1	4.1
相对涨幅(%)	2.4	11.2	2.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:谢盐

Tel:(021)23219436

Email:xiey@htsec.com

证书:S0850511010019

投资要点:

- **事件。**公司公布2022年半年报。报告期内，公司实现营收5.21亿元，同比上升27.04%；归属于上市公司股东的净利润为0.63亿元，同比下降5.09%。公司拟以向全体股东每10股派发现金红利2.20元（含税）。
- **2022年上半年公司营收上升的主要原因：2021年公司完成多笔收并购及新项目的开拓使在管规模扩大导致收入增加。2022年上半年公司归母净利润下降的主要原因：受疫情影响，在建工程延误，项目招商进度慢于预期所致。**
- 根据2022年年报披露：公司的经营模式主要包括承租运营、参股运营和受托运营。截止报告期末，公司承租运营的项目有44个，可供出租运营的物业面积约72万平。公司受托运营的项目有25个，可供出租运营的物业面积约42万平。公司参股运营的项目有3个，可供出租运营的物业面积约12万平。
- 截止本报告期末，公司在管项目72个，在管面积逾120万平，整体项目数量、面积均处于行业领先地位。分地域看，上海62个项目，北京7个项目，杭州2个项目，南京1个项目。
- 1) 2022年1-6月，公司承租运营项目租赁收入合计3.93亿元，收入占比约75.56%，较去年同期增长约31.08%，主要系2021年完成多笔并购及新项目的开拓陆续增厚收入所致。2) 物业服务及其他收入合计1.27亿元，较去年同期增长约15.99%。
- 报告期内，公司利润来源主要由租赁和物业服务业务组成。其中：租赁业务毛利率为40.91%，物业服务及其他毛利率为33.22%。
- **投资建议：打造中国领先的城市更新领域商用物业服务商，“优于大市”评级。**公司是轻资产运营的服务型公司，主营业务为城市老旧物业、低效存量商用物业的定位设计、改造、招商、运营和服务。截止2022年上半年末，公司在管项目72个，在管面积逾120万平。预计公司2022-2023年EPS约为0.30元、0.36元，参考可比公司估值，给予公司2022年16-20倍的动态市盈率，对应合理价值区间为4.8元-6.0元，维持“优于大市”投资评级。
- **风险提示：**出租率和租金差下降风险；区域过度集中风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	739	909	1063	1276	1557
(+/-)YoY(%)	-10.1%	22.9%	17.0%	20.0%	22.0%
净利润(百万元)	156	124	141	172	210
(+/-)YoY(%)	-12.8%	-20.5%	13.4%	22.2%	22.1%
全面摊薄EPS(元)	0.33	0.26	0.30	0.36	0.44
毛利率(%)	34.0%	39.3%	35.0%	35.0%	35.0%
净资产收益率(%)	10.1%	11.0%	11.5%	12.8%	14.0%

资料来源：公司年报（2020-2021），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

考虑到疫情的影响,我们假设 2022-2024 年公司商业服务业收入增速分别为 17%、20%、22%。

表 1 2022-2024 年公司各业务收入增速假设表

收入增速假设	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
商务服务业	2.75%	-10.06%	22.93%	17.00%	20.00%	22.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

同时,我们假设 2022-2024 年公司商业服务业收入毛利率均为 35%。

表 2 2022-2024 年公司各业务毛利率假设表

毛利率假设	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
商务服务业	37.44%	34.00%	39.30%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

由此,我们预计 2022-2024 年公司合计营业总收入分别为 10.63 亿元、12.76 亿元、15.57 亿元。

表 3 2022-2024 年公司各业务收入预测表 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	821.96	739.26	908.76	1063.25	1275.90	1556.60
商务服务业	821.96	739.26	908.76	1063.25	1275.90	1556.60

资料来源: Wind, 海通证券研究所

综上,我们预计 2022-2024 年公司将分别实现归母净利润 1.41 亿元、1.72 亿元、2.10 亿元,则公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.30 元、0.36 元、0.44 元。

表 4 公司盈利预测表 (百万元)

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	821.96	739.26	908.76	1063.25	1275.90	1556.60
二、营业总成本	611.47	584.69	817.42	950.79	1131.75	1369.96
三、营业利润	234.68	186.32	110.19	134.24	170.23	218.39
四、利润总额	232.91	208.36	156.66	185.36	226.46	280.25
减: 所得税	53.49	52.05	37.88	44.49	54.35	70.06
五、净利润	179.42	156.31	118.79	140.87	172.11	210.19
减: 少数股东损益	0.41	0.18	-5.28	0.14	0.17	0.21
六、归属母公司所有者净利润	179.01	156.14	124.06	140.73	171.94	209.98
总股本	472.50	472.50	472.50	472.50	472.50	472.50
全面摊薄每股收益 (元/股)	0.38	0.33	0.26	0.30	0.36	0.44

注: 2019-2024 年全面摊薄每股收益按照公司最新总股本 4.73 亿股测算。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 相关上市地产公司估值表 (收盘价日期为 2022.8.30)

序号	项目	2021 年 EPS 预测 (元/股)	2022 年 EPS 预测 (元/股)	2021 年动态 PE (倍)	2022 年动态 PE (倍)
300947.SZ	德必集团	1.29	0.81	11.33	18.04
9909.HK	宝龙商业	0.69	0.81	5.17	4.40
	均值			8.25	11.22

注: 表中的 EPS 预测来自 wind 一致预期,港币汇率中间价为 1 港元=0.87153 人民币。由于卓越商企服务的物业管理业务成为主要业务,与公司的商业租赁有较大的差异,因此删除。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 出租率和租金差下降风险; 区域过度集中风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	909	1063	1276	1557
每股收益	0.26	0.30	0.36	0.44	营业成本	552	691	829	1012
每股净资产	2.39	2.60	2.85	3.16	毛利率%	39.3%	35.0%	35.0%	35.0%
每股经营现金流	0.89	0.44	0.50	0.66	营业税金及附加	7	8	9	11
每股股利	0.16	0.09	0.11	0.13	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	24	27	33	42
P/E	22.28	19.64	16.08	13.16	营业费用率%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%
P/B	2.45	2.25	2.05	1.85	管理费用	81	101	121	148
P/S	3.04	2.60	2.17	1.78	管理费用率%	8.9%	9.5%	9.5%	9.5%
EV/EBITDA	9.51	23.18	18.14	13.83	EBIT	243	234	280	340
股息率%	2.7%	1.5%	1.9%	2.3%	财务费用	152	122	136	153
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	16.7%	11.4%	10.6%	9.8%
毛利率	39.3%	35.0%	35.0%	35.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	13.7%	13.2%	13.5%	13.5%	投资收益	2	2	3	3
净资产收益率	11.0%	11.5%	12.8%	14.0%	营业利润	110	134	170	218
资产回报率	2.3%	2.6%	3.0%	3.5%	营业外收支	46	51	56	62
投资回报率	3.9%	3.8%	4.4%	5.1%	利润总额	157	185	226	280
盈利增长 (%)					EBITDA	641	242	289	348
营业收入增长率	22.9%	17.0%	20.0%	22.0%	所得税	38	44	54	70
EBIT 增长率	59.1%	-3.8%	19.5%	21.4%	有效所得税率%	24.2%	24.0%	24.0%	25.0%
净利润增长率	-20.5%	13.4%	22.2%	22.1%	少数股东损益	-5	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	124	141	172	210
资产负债率	76.7%	75.4%	74.1%	73.2%					
流动比率	0.58	0.78	1.01	1.28	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.52	0.72	0.95	1.22	货币资金	247	487	801	1269
现金比率	0.31	0.53	0.77	1.05	应收账款及应收票据	46	54	65	79
经营效率指标					存货	0	0	0	0
应收账款周转天数	18.57	18.57	18.57	18.57	其它流动资产	159	170	184	202
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	流动资产合计	452	711	1051	1551
总资产周转率	0.17	0.19	0.22	0.26	长期股权投资	202	202	202	202
固定资产周转率	146.03	138.45	166.53	185.74	固定资产	6	8	8	8
					在建工程	21	22	23	24
					无形资产	7	-133	-273	-413
					非流动资产合计	4905	4768	4628	4490
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	5357	5479	5679	6041
净利润	124	141	172	210	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-5	0	0	0	应付票据及应付账款	50	63	75	92
非现金支出	397	8	9	8	预收账款	42	49	58	71
非经营收益	147	-50	-48	-47	其它流动负债	693	800	907	1049
营运资金变动	-240	107	105	139	流动负债合计	785	911	1041	1212
经营活动现金流	422	206	238	310	长期借款	0	100	200	300
资产	-43	186	191	197	其它长期负债	3322	3119	2969	2912
投资	-265	0	0	0	非流动负债合计	3322	3219	3169	3212
其他	10	-3	-2	-2	负债总计	4107	4130	4209	4424
投资活动现金流	-298	183	189	195	实收资本	473	473	473	473
债权募资	0	100	100	43	归属于母公司所有者权益	1130	1228	1348	1495
股权募资	6	0	0	0	少数股东权益	121	121	121	122
其他	-513	-249	-212	-80	负债和所有者权益合计	5357	5479	5679	6041
融资活动现金流	-507	-149	-112	-37					
现金净流量	-382	240	315	468					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
谢益 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光大嘉宝,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,天健集团,金科股份,建发股份,卓越商企服务,融创服务,保利发展,旭辉控股集团,华发股份,金地集团,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,东方雨虹,世茂集团,美的置业,远洋服务,越秀服务,陆家嘴,万科 A,绿城中国,中国金茂

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。