

强烈推荐 (维持)

盈利能力提升, 业绩超预期

目标股价: 8.80 港元
当前股价: 7.25 港元

银城生活服务 01922.HK

基础数据

流通市值 (百万港元)	1,936.9
企业价值 (百万港元)	1,494.8
账面价值 (百万港元)	135.3
发行股份 (百万股)	267.15
公众持股比例 (%)	28.6
近3个月平均日交易量 (百万港元)	14.7
主要股东持股比例 (%)	
Silver Huang Holding Limited	35.98
Silver Dai Holding Limited	13.05

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-2.91	233.7	240.75
绝对表现	-0.55	243.35	238.62
近12个月最高价(港元)	20-08-11	9.69	
近12个月最低价(港元)	20-02-03	1.23	

近一年股价走势图



数据来源: 贝格数据、克而瑞证券

相关报告

1、《银城生活服务 01922.HK: 聚焦金陵, 卓尔不群》2020-03-16

分析师 徐婵娟, CFA

执业证号: BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

分析师 王祎馨

执业证号: BPR543

852-25105555

zoe.wang@cricsec.com

- **维持“强烈推荐”评级, 调高目标价至 8.80 港元/股。**银城生活服务于近期发布了 2020 年中期业绩, 收入增速符合预期, 盈利能力提升超出预期。我们和管理层进行了沟通, 结合中期业绩, 调整了盈利预测。最新模型给予公司每股估值 8.80 港元, 对应 2020-21 年 PE 为 27.6x 和 21.3x。
- **2020 年中期业绩:** 公司 2020H1 收入 4.2 亿元, 同比增长 39.1%; 毛利率 19.5%, 相较 2019H1 提升 2.1 个百分点; 归母净利润 2,954 万元, 同比增长 181.8%; 归母净利润率 7.1%, 相较 2019H1 提升 3.6 个百分点。截至 2020 年 6 月底, 公司在管面积达 3,372 万方, 相较 2019 年底增长 29.3%; 合约面积 3,731 万方, 相较 2019 年底增长 21.3%。
- **管理规模扩大, 物管服务收入高增, 毛利率明显改善。**2020H1 物业管理服务收入 3.4 亿元, 同比增长 39.8%; 毛利率 14.7%, 相较 2019H1 提升 3.2 个百分点。物管服务收入增长主要因为在管面积大幅增长, 2020H1 新增面积已占全年目标六成以上。毛利率提升主要因为: 1) 前期新接的二手盘项目进入提价盈利期; 2) 公司上半年并购的汇仁恒安 (毛利率 20% 左右) 已于 3 月并表, 对公司物管板块毛利率有抬升作用; 3) 疫情期间社保减免也对毛利率提升有正向作用。
- **收购南京头部医院物管, 管理业态愈加丰富。**公司于 2020 年 3 月以 4,590 万元收购了南京汇仁恒安物业管理有限公司 (简称“汇仁恒安”) 51% 股权, 对应整体估值 9,000 万元, 相当于 21.2x 的 2019 年 PE。汇仁恒安主要于江苏省南京市从事医院物业管理服务, 在管面积超 100 万方, 在管项目 18 个, 包括江苏省人民医院、南京市中西医结合医院等三甲医院。该标的已从 2020 年 3 月起并表。
- **基于公司 2020H1 良好的业绩表现, 我们调整了盈利预测模型。**预计 2020-21 年收入 10.3 亿元和 13.7 亿元, 同比增长 47.6% 和 33.5%; 2020-21 年归母净利润 7,651 万元和 9,938 万元, 同比增长 131.0% 和 29.9%, 相较旧预测提升 8.3% 和 1.6%; 2020 年底在管面积 3,830 万方。
- **风险提示:** 二手盘后续提价不顺; 并购投后整合不利

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	305.9	467.7	695.8	1,026.7	1,370.2
折旧摊销息税前利润	37.7	50.6	66.3	137.7	174.1
息税前利润	30.1	40.1	54.6	123.3	156.1
净利润	20.6	27.3	33.1	76.5	99.4
每股收益 (港元)	0.09	0.12	0.14	0.32	0.41
每股经营性现金流 (港元)	0.20	0.15	0.45	0.18	0.72
每股股息 (港元)	NA	NA	0.04	0.10	0.12
每股净资产 (港元)	0.23	0.31	0.52	0.80	1.15
市盈率 (x)	80.9	61.7	51.5	22.8	17.5
市现率 (x)	36.9	47.2	16.1	39.3	10.1
股息收益率 (%)	NA	NA	0.6	1.3	1.7
市净率 (x)	31.9	23.0	14.0	9.1	6.3
EV/sales (x)	4.2	2.8	1.9	1.3	1.0
EV/EBITDA (x)	34.1	25.7	19.8	9.8	7.7
EV/EBIT (x)	42.7	32.4	24.1	10.9	8.6

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表					
会计年度,					
百万元人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	305.9	467.7	695.8	1,026.7	1,370.2
营业成本	(254.8)	(399.7)	(583.9)	(841.2)	(1,130.2)
毛利润	51.1	67.9	111.9	185.6	240.0
销售及管理费用	(28.4)	(33.5)	(59.6)	(64.6)	(86.2)
息税折旧摊销前利润	37.7	50.6	66.3	137.7	174.1
折旧及摊销	(7.6)	(10.4)	(11.6)	(14.4)	(18.0)
息税前利润	30.1	40.1	54.6	123.3	156.1
净利息费用	(2.7)	(3.2)	(8.0)	(9.5)	(10.8)
应占联营公司损益	0.0	0.0	(0.5)	(2.7)	0.0
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	27.4	36.9	46.1	111.1	145.3
所得税	(7.5)	(9.8)	(12.9)	(30.5)	(39.2)
少数股东损益	(0.8)	(0.2)	0.1	4.0	6.7
归母净利润	20.6	27.3	33.1	76.5	99.4
股利	0.0	0.0	(10.1)	(23.0)	(29.8)
留存收益	20.6	27.3	23.1	53.6	69.6

核心业务数据

会计年度,					
百万元人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
在管面积 (百万平方米)	10.8	15.5	26.1	38.3	51.1
在管面积同比增速 (%)	62.8	43.6	68.6	46.8	33.4
合约面积 (百万平方米)	14.0	22.3	30.8	42.3	55.6
物管服务收入占比 (%)	76.1	78.6	79.5	80.3	80.8
增值服务收入占比 (%)	23.9	21.4	20.5	19.7	19.2
第三方管理面积占比 (%)	66.9	76.5	79.2	82.7	84.5
毛利率 (%)	16.7	14.5	16.1	18.1	17.5
息税折旧及摊销前利润率 (%)	12.3	10.8	9.5	13.4	12.7
息税前利润率 (%)	9.8	8.6	7.9	12.0	11.4
净利率 (%)	6.7	5.8	4.8	7.5	7.3
净资产收益率 (%)	39.5	37.8	27.3	44.3	41.4
已动用资本回报率 (%)	(28.9)	(60.7)	(30.4)	(45.2)	(122.0)
资产收益率 (%)	6.9	7.1	4.8	8.0	9.2
流动比率 (x)	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
利息备付率 (x)	13.7	15.8	8.3	14.6	16.1
负债股权比率 (%)	57.4	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/ (现金)	(162.5)	(91.4)	(397.8)	(316.7)	(339.8)
净负债/ 股权 (%)	(311.2)	(124.9)	(326.6)	(164.7)	(123.4)

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

资产负债表					
会计年度,					
百万元人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	202.5	121.4	447.8	536.7	489.8
应收账款	46.3	178.5	137.7	182.9	219.7
存货	0.8	0.7	0.8	1.2	1.6
其他流动资产	10.9	17.4	50.7	74.8	99.8
流动资产总计	260.6	318.0	637.1	795.6	810.9
固定资产	16.9	26.2	18.6	24.2	31.2
其他长期资产	22.9	43.0	39.0	134.5	235.5
资产总计	300.4	387.2	694.7	954.3	1,077.6
短期负债	10.0	30.0	50.0	220.0	150.0
应付账款	4.7	13.9	10.4	15.4	20.6
其他流动负债	191.8	253.9	508.4	522.5	627.6
流动负债总计	206.5	297.8	568.9	757.9	798.2
长期负债	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	11.7	16.3	4.0	4.0	4.0
总负债	248.2	314.1	572.9	762.0	802.2
股本	0.0	0.0	2.4	2.4	2.4
留存收益	52.1	72.3	119.9	170.3	237.8
资本公积	52.1	72.3	122.2	172.7	240.2
少数股东权益	0.1	0.8	(0.4)	19.6	35.2
股东权益总计	52.2	73.2	121.8	192.3	275.4
负债和股东权益	300.4	387.2	694.7	954.3	1,077.6

现金流量表

会计年度,					
百万元人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
息税折旧及摊销前利润	37.7	50.6	66.3	137.7	174.1
营运资本变动	20.2	(2.3)	53.8	(50.6)	48.0
其他	(12.7)	(12.5)	(14.3)	(42.7)	(50.0)
经营活动现金流	45.2	35.7	105.8	44.4	172.1
资本支出	(8.3)	(13.3)	(17.4)	(20.0)	(25.0)
投资变动	34.2	(2.4)	(7.5)	(95.5)	(101.0)
其他	(1.1)	(88.8)	96.2	0.0	0.0
投资活动现金流	24.7	(104.5)	71.3	(115.5)	(126.0)
股权融资	0.2	36.4	108.1	0.0	0.0
债务融资	(10.0)	(10.0)	20.0	170.0	(70.0)
股息及其他筹资支出	(2.3)	(38.8)	21.3	(180.1)	47.0
筹资活动现金流	(12.1)	(12.4)	149.4	(10.1)	(23.0)
现金净增加额	57.8	(81.2)	326.5	(81.1)	23.1

银城生活服务 2020H1 中报点评

2020 年中期业绩：银城生活服务于近期公布了 2020 年中期业绩。公司 2020H1 收入 4.2 亿元，同比增长 39.1%；毛利率 19.5%，相较 2019H1 提升 2.1 个百分点；归母净利润 2,954 万元，同比增长 181.8%；归母净利润率 7.1%，相较 2019H1 提升 3.6 个百分点。截至 2020 年 6 月底，公司在管面积达 3,372 万方，相较 2019 年底增长 29.3%；合约面积 3,731 万方，相较 2019 年底增长 21.3%。

管理规模扩大，物管服务收入高增，毛利率明显改善。2020H1 物业管理服务收入 3.4 亿元，同比增长 39.8%；毛利率 14.7%，相较 2019H1 提升 3.2 个百分点。物管服务收入增长主要因为在管面积大幅增长，从 2019 年底的 2,608 万方提升至 2020 年 6 月底的 3,372 万方，新增面积已占全年目标六成以上。毛利率提升主要因为：1) 前期新接的二手盘项目进入提价盈利期；2) 公司上半年并购的汇仁恒安（主要从事医院物管，毛利率 20%左右）已于 3 月并表，对公司物管板块毛利率有抬升作用；3) 疫情期间社保减免也对毛利率提升有正向作用。2020H1 净利润率提升显著主要因为去年产生了一次性上市费用，剔除该影响后，净利润率仍因毛利率改善而有所提升。

共用空间增值服务和生活社区便利服务保持高增长，健身服务受疫情影响显著。2020H1 生活社区增值服务收入同比增长 36.4%，其中公用空间增值服务、健身服务、生活社区便利服务三个业务收入分别同比+50.8%、-35.2%和+67.4%。社区增值服务 2020H1 整体毛利率 39.7%，相较 2019H1 下降 1.6 个百分点，主要因为：1) 受疫情影响，三项子业务毛利率均有所下降；2) 板块收入结构改变，毛利率相对较低的生活社区便利服务收入占比提升。

表 1：银城生活服务 2020H1 收入和毛利率

	2019H1	2020H1	2020H1 vs 2019H1
总收入（百万元）	299.7	416.9	+39.1%
物业管理	240.6	336.3	+39.8%
生活社区便利服务	59.0	80.5	+36.4%
共用空间增值服务	40.5	61.1	+50.8%
健身服务	11.3	7.3	-35.2%
生活社区便利服务	7.3	12.1	+67.4%
毛利率	17.4%	19.5%	+2.1ppt
物业管理	11.5%	14.7%	+3.2ppt
生活社区便利服务	41.3%	39.7%	-1.6ppt
共用空间增值服务	53.1%	46.8%	-6.3ppt
健身服务	9.6%	8.4%	-1.1ppt
生活社区便利服务	24.6%	22.8%	-1.8ppt

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2: 银城生活服务 2020H1 利润表核心数据

单位: 百万元	2019H1	2020H1	2020H1 vs 2019H1
收入	299.7	416.9	+39.1%
成本	-247.5	-335.4	+35.5%
毛利润	52.2	81.5	+56.1%
毛利率	17.4%	19.5%	+2.1ppt
经营性费用	-32.9	-30.6	-7.1%
其他收入/支出	-2.4	-1.3	-48.0%
经营性利润	16.8	49.6	+195.0%
经营性利润率	5.6%	11.9%	+6.3ppt
财务费用/收入	-1.6	-4.4	+175.0%
所得税	-4.6	-14.0	+205.0%
少数股东权益	0.1	0.4	+305.3%
归母净利润	10.5	29.5	+181.8%
归母净利率	3.5%	7.1%	+3.6ppt

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

基于公司 2020H1 良好的业绩表现, 我们调整了盈利预测模型。小幅上调 2020-21 年收入至 10.3 亿元和 13.7 亿元, 同比增长 47.6%和 33.5%, 相较旧预测分别增多 1.2%和 1.1%。考虑到 2020H1 毛利率显著改善, 我们将 2020 全年毛利率上调 2.9 个百分点至 18.1%。鉴于 2021 年疫情或将有所缓解, 届时社保减免有可能取消, 谨慎起见, 预计 2021 年毛利率较 2020 年小幅下滑至 17.5%, 但仍高于旧预测 2.1 个百分点。受益于毛利率改善, 预计 2020-21 年归母净利润将达 7,651 万元和 9,938 万元, 分别同比增长 131.0%和 29.9%。预计 2020-21 年归母净利率分别为 7.5% 和 7.3%, 相较旧预测提升 0.5 个百分点和 0.03 个百分点。公司上半年外拓成效显著, 我们预计 2020 年底在管面积将增长至 3,830 万方, 相较旧预测提升 6.5%。

表 3: 关键指标新旧预测对比

科目	2019	新预测		旧预测		新相较旧的变动	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
总收入 (百万元)	1,248.9	1,026.7	1,370.2	1,014.1	1,355.6	+1.2%	+1.1%
物业管理	553.1	824.8	1,107.5	824.0	1,103.2	+0.1%	+0.4%
商业运营服务	695.8	201.9	262.7	190.1	252.3	+6.2%	+4.1%
共用空间增值服务	101.5	152.3	197.9	137.6	185.7	+10.7%	+6.6%
健身服务	21.8	19.6	22.6	24.1	25.3	-18.6%	-10.4%
生活社区便利服务	19.4	30.1	42.1	28.5	41.3	+5.7%	+2.0%
合约面积 (百万方)	30.8	42.3	55.6	42.0	55.3	+0.7%	+0.6%
在管面积 (百万方)	26.1	38.3	51.1	36.0	46.8	+6.4%	+9.2%
毛利润	695.8	185.6	240.0	153.4	209.0	+21.0%	+14.8%
毛利率	16.1%	18.1%	17.5%	15.1%	15.4%	+2.9ppt	+2.1ppt
息税前利润 (EBIT)	54.6	123.3	156.1	98.3	135.1	+25.3%	+15.6%
息税前利润率	7.9%	12.0%	11.4%	9.7%	10.0%	+2.3ppt	+1.4ppt
归母净利润	33.1	76.5	99.4	70.6	97.8	+8.3%	+1.6%
归母净利率	4.8%	7.5%	7.3%	7.0%	7.2%	+0.5ppt	+0.03ppt

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院 注: 旧预测日期为 2020 年 3 月 16 日

目标价 **8.80 港元/股**，相较当前股价涨幅空间超 **20%**。公司中期业绩表现体现了管理层的执行能力，公司未来增长性更加确定，故我们上调了 2022-2030 年的收入增速预期，从原先的 2.0%~18.5%调高至 5.6%~32.1%。更新后的 DCF 模型显示，银城生活的整体估值为 21.2 亿元，即每股 8.80 港元，相当于 27.6x 的 2020 年 PE 和 21.3x 的 2021 年 PE，相较公司当前股价有 21.3% 的涨幅空间。

表 3：目标价对应估值

	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
目标价：	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
8.80 港元/股	27.6	21.3	2.1	1.5	11.0	7.7	13.1	10.2

数据来源：克而瑞证券研究院

表 4：DCF 估值模型主要数据

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	696	1,027	1,370	1,810	2,345	2,968	3,679	4,454	5,251	5,956	6,515	6,883	7,020
收入同比增速	48.8%	47.6%	33.5%	32.1%	29.5%	26.6%	23.9%	21.1%	17.9%	13.4%	9.4%	5.6%	2.0%
经营性利润	55	123	156	196	241	290	341	393	440	474	492	494	479
经营性利润率	7.9%	12.0%	11.4%	10.8%	10.3%	9.8%	9.3%	8.8%	8.4%	8.0%	7.6%	7.2%	6.8%
税率	28.0%	27.5%	27.0%	26.5%	26.0%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
税后净经营利润	39	89	114	144	178	216	256	294	330	355	369	371	359
折旧与摊销	12	14	18	19	20	22	25	27	29	33	36	38	39
经营性现金流净额	51	104	132	163	198	238	281	322	359	388	405	409	398
资本性支出及对外投资	-25	-115	-126	-126	-126	-126	-113	-113	-113	-102	-92	-83	-83
营运资本变动	54	-51	48	36	25	14	-14	-29	-41	-47	-40	-21	4
自由现金流	80	-62	54	73	97	127	154	179	205	240	274	305	319

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 5：DCF 估值模型主要结果

单位：百万元	数值
2020-2030 年现值	714.7
永续经营部分现值	971.2
企业价值	1,686.0
净负债/(现金)、对外投资等调整项	-428.8
内在价值	2,114.8
股份数(百万股)	267.2
每股价值(元)	7.92
人民币兑港币汇率	1.11
每股价值(港元)	8.80

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见; 分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系; 分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 CEO 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报; 分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券; 分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司; 分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅 (复权后) 超 20% 以上

审慎推荐: 公司股价涨幅 (复权后) 介于 5-20% 之间

中性: 公司股价变动幅度 (复权后) 介于 ±5% 之间

回避: 公司股价跌幅 (复权后) 超 5% 以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人士提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他人士或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本报告所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人士或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属猜测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。