

2021年3月1日

银城生活服务 (1922.HK)

公司首次覆盖

证券研究报告

房地产行业

南京小而美的物管公司

银城生活服务在管规模截至2020年底约3900万平方米，主要集中在南京以至其他长三角城市。受惠公司的外拓策略及其在当地的地位，来自关联房企银城国际的项目的总在管面积占总额只有18%，公司的独立发展能力是可持续发展的关键之一。公司非住宅项目收入占比约46%，并于年初宣布，与关联兄弟公司成立合资企业来开展商业物业的物业管理服务，有助于在非住宅项目的领域上发展。盈利能力较低是公司现时主要的短板，随着项目成熟度提升，未来盈利能力有待改善，是净利润增长的来源之一。我们首予银城生活服务「买入」评级，目标估值为2021年20倍市盈率，相当于过往板块市盈率的平均值，对应的目标价为每股8.7港元。

报告摘要

南京小而美的物管公司。银城生活服务在管规模截至2020年6月约3372万平方米（据官方公告，截至2020年底在管面积增加至3900万平方米），都位处于长三角地区，其中南京项目占总在管面积约69%。公司历史可追溯至1997年12月，拥有超过20年行业经验，按收益计算在南京排名第一。受惠公司的外拓策略及其在当地的地位，来自关联房企银城国际的项目的总在管面积占总额只有18%，公司的独立发展能力是可持续发展的关键之一。

双轮驱动，住宅加非住宅。项目业态方面，住宅项目占基础物管服务收入约54%，非住宅项目约46%。公司的非住宅项目包括政府设施、金融机构、物业销售场地、医院、学校及办公大楼等。在非住宅项目的发展可为公司拓展多业态的蓝海策略上事半功倍。银城生活服务在2021年初宣布，与关联兄弟公司银城商管，成立合资企业来开展商业物业的物业管理服务，以及开拓线上平台来发展增值服务，有助银城生活服务在非住宅项目的领域上再进一步。

盈利能力有待改善。盈利能力较低是公司现时主要的短板，整体毛利率从2016年的21.7%下降至2019年的16.1%。其中，基础物业管理服务的分部毛利率下跌得较深，从2016年的19.0%下跌至2019年的9.8%。毛利率下降的主因是为了取得新项目委聘而须投入前期工作成本，所以新取得的第三方项目在前2-3年的盈利能力会较低。然而，生活社区增值服务的毛利率相对较高，且稳定在40%之水平，所以整体毛利率的下降情况会被减轻。

首予“买入”评级。虽然银城生活服务的在管规模及其关联房企的销售规模中小型类别，对比大型物管公司估值上会有折让，但银城集团的品牌效应在南京，以至长三角地区有一定的优势，区域市场地位较稳固。这也体现在公司的外拓能力上。随着项目成熟度提升，未来盈利能力有待改善，是净利润增长的来源之一。我们首予银城生活服务「买入」评级，目标估值为2021年20倍市盈率，相当于过往板块市盈率的平均值，对应的目标价为每股8.7港元。

风险提示：并购外拓市场竞争愈趋激烈；盈利能力有待改善

| (31/12 年结；百万人民币) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 467.67 | 695.77 | 1,071.62 | 1,543.13 | 2,160.39 |
| 增长率(%) | 52.9% | 48.8% | 54.0% | 44.0% | 40.0% |
| 净利润 | 27.33 | 33.12 | 66.89 | 97.08 | 144.22 |
| 增长率(%) | 32.7% | 21.2% | 102.0% | 45.1% | 48.5% |
| 毛利率(%) | 14.5% | 16.1% | 16.6% | 17.4% | 18.2% |
| 净利润率(%) | 5.8% | 4.8% | 6.2% | 6.3% | 6.7% |
| 每股收益(人民币) | 不适用 | 0.16 | 0.27 | 0.36 | 0.54 |
| 每股账面价值(人民币) | 不适用 | 0.46 | 0.67 | 0.97 | 1.42 |
| 市盈率 | 不适用 | 27.45 | 16.08 | 12.08 | 8.14 |
| 市净率 | 不适用 | 9.60 | 6.55 | 4.52 | 3.09 |
| 净资产收益率(%) | 43.9% | 34.0% | 44.4% | 44.3% | 45.2% |
| 股息收益率(%) | 不适用 | 1.0% | 1.6% | 2.1% | 3.1% |

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 8.70 港元

现价 (2021-2-26)： 5.27 港元

| | |
|-------------|-----------|
| 总市值(百万港元) | 1,408 |
| 流通市值(百万港元) | 449 |
| 总股本(百万股) | 267 |
| 流通股本(百万股) | 85 |
| 12个月低/高(港元) | 1.33/9.69 |
| 平均成交(百万港元) | 3.4 |

股东结构

| | |
|-----|-------|
| 黄清平 | 38.9% |
| 戴成书 | 11.7% |
| 朱林楠 | 7.1% |
| 谢晨光 | 5.4% |
| 马保华 | 5.0% |

股价表现



| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|-----|------|-------|
| 相对收益 | 4.3 | -3.1 | 167.4 |
| 绝对收益 | 2.9 | 5.0 | 175.9 |

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 房地产行业分析师

+852-22131402

stevewong@eif.com.hk

南京小而美的物管公司

银城生活服务是其中一家物业管理服务供应商，拥有超过 20 年行业经验，提供多元化的物业管理服务及生活社区增值服务。公司于南京起家，逐步发展长三角市场。根据弗若斯特沙利文报告，于 2018 年，按收益计在南京及江苏的物业管理服务供应商中分别排名第一及第五，并于 2019 年中国物业服务百强企业中名列第 34 位。

公司历史可追溯至 1997 年 12 月，当时银城物业服务（银行生活前身）为银城地产（关联房企银城国际的前身）的附属公司。而当年的银城地产为中国政府最终拥有的全民所有制企业。于 2001 年 12 月，银城地产获得南京市鼓楼区综合配套改革领导小组的批准进行重组，且若干当时的雇员（包括黄清平先生）成为银城地产及银城物业服务的股东。

关联房企为银城国际（1902.HK）。银城生活服务与银城国际没有从属关联，两者大股东同为以黄清平先生为首的核心人员。重组前，银城物业服务是银城地产附属公司，重组后银城物业服务被拨离，由银城生活服务间接全资持有，而银城生活服务则由黄清平先生、戴成书先生、朱林楠先生、及谢晨光先生等持有控股股权。

图 1：公司发展关键里程碑

| | | | |
|-------|---|-------|--|
| 一九九七年 | 历史可追溯至 1997 年 12 月，银城物业服务（当时主要营运附属公司）之一银城物业服务由银城地产（银城国际前身）于中国成立。银城物业服务成立后开始于中国南京从事提供物业管理服务。 | 二零一二年 | 银城健身成立，扩展业务范围至提供健身相关服务。 |
| 一九九八年 | 银城物业服务开始向中国南京九九公寓提供物业管理服务，为公司第一个住宅物业管理项目。 | 二零一三年 | 银城惠美佳成立，扩展业务范围至生活社区增值服务。 |
| 二零零零年 | 银城科技于成立，逐步扩展业务范围至提供维修及保养服务。 | 二零一六年 | 银城物业服务股份于四月在 NEEQ 上市 银城物业服务扩展其地域，并开始于中国合肥及镇江提供物业管理服务 由银城物业服务进行管理的银城广场及聚泽园住宅物业获颁 2016 年度省级示范物业管理项目。 |
| 二零零一年 | 银城地产获得南京市鼓楼区综合配套改革领导小组的批准进行重组，且若干当时的雇员（包括黄清平先生）成为银城地产及银城物业服务的股东。 | 二零一七年 | 银城物业服务扩展其地域，并开始于中国苏州提供物业管理服务。 银城美家于成立，进一步将业务范围扩展至提供建筑装饰服务。 |
| 二零零七年 | 由银城物业服务管理的中国南京御道家园住宅物业获颁 2007 年度江苏省物业管理示范、优秀项目。 | 二零一八年 | 银城物业服务于四月在 NEEQ 除牌。 开始于中国常州提供物业管理服务。 银城物业服务获颁 2018 中国华东物业领先品牌及 2018 中国物业服务行业市场化营运领先企业。 |
| 二零零八年 | 由银城物业服务管理的中国南京聚福园西园、宝船听涛及银城东苑住宅物业获颁 2008 年度江苏省物业管理示范、优秀项目。 | 二零一九年 | 开始于中国杭州提供物业管理服务 在港上市 |
| 二零零九年 | 银城物业服务扩展其地域，并开始于中国无锡提供物业管理服务 银城物业服务首次获得 ISO9001 及 ISO14001 认证 | | |

资料来源：公司资料、安信国际整理

截至 2020 年 6 月，银城生活服务在管项目共 307 个，分布在 16 个城市，主要在南京。总在管面积超过 3300 万平方米，为超过 19 万户家庭提供服务，覆盖超过 100 万人口。

银城生活服务凭借跨越性增长的管理规模、行业领先的服务品质、良好的客户口碑及业务发展，得到业界高度认可，荣获 2020 中国物业服务百强企业第 24 位，及 2020 中国物业服务行业市场化运营领先企业、2020 中国上市物业服务投资价值优秀企业等荣誉。

现时主要有两大业务：基础物业管理服务、及社区增值服务。社区增值服务包括共用空间增值服务、健身服务、生活社区便利服务，其中，包括废物管理服务及家居生活服务，例如更换灯泡及管道清洗服务。

关联房企银城国际简介

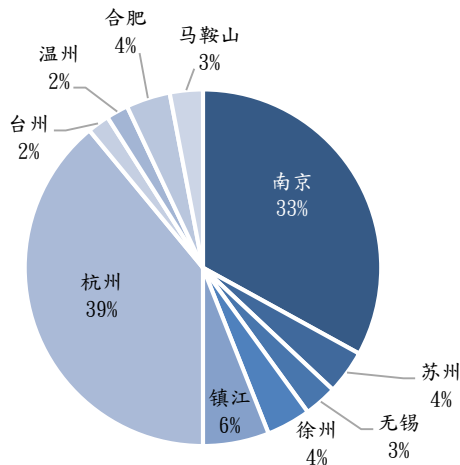
银城国际 2020 年销售额为 232.08 亿元（人民币·下同，特别指明除外），销量为 115.3 万平米。根据克而瑞统计，银城国际 2020 年销售额全国排名第 113（2019 年排名第 119）、权益销售全国排名第 138（2019 年排名第 144）、销量全国排名第 141（2019 年排名第 138），公司 2020 年全口径及权益销售额排名均有所上升。虽然银城国际属中小型开发商，但地区性排名却不低，根据克而瑞数据，按销售额计算，银城国际在南京排名第 17 名，反映银城在当地的市場地位较强。

银城国际的历史可追溯至 1993 年 4 月，当时银城地产（银城国际的前身）成立为全民所有制企业，并由中国政府最终拥有。于 1998 年 5 月，南京鼓楼区人民政府批准委任银城地产的主席兼非执行董事黄清平先生为银城地产的管理人。于 2001 年 12 月，银城地产获得南京市鼓楼区综合配套改革领导小组批准重组为有限公司，以黄清平先生为首的数名前高管成了银城地产的股东。其后经过一系列的重组后，成立了银城国际来接管银城地产中的房地产发展业务，并由黄清平先生、戴成书先生、朱林楠先生、及谢晨光先生等间接持有控股股权。

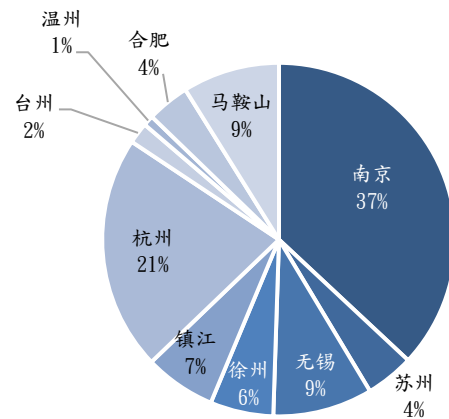
银城国际自 2002 年起在南京开始从事物业开发，物业开发经验超过 18 年。集团一直专注于在南京及长三角地区中的其他热点城市开发房地产项目。凭借在南京取得的佳绩，我们成功将业务扩展至临近南京的城市，例如自 2005 年起扩展至无锡、自 2017 年起扩展至苏州及镇江以及自 2018 年起扩展至杭州、马鞍山、徐州及合肥。

截至 2020 年 6 月底，银城国际拥有 46 个项目，分布在中国 10 个城市，其中 30 个项目由银城国际并表附属公司所开发及拥有，16 个项目由合联营公司开发及拥有。46 个项目总建面估计约为 551 万平米，其中约 204 万平米位处于南京，占总土储建面 37.0%、南京以外的长三角城市约 347 万平米，占总土储建面 63%。土储以一、二线城市为主，占总货值的 76.3%、占总面积约 66.8%。

图 2：关联房企土储货值按地区分布（截至 2020 年 6 月） 图 3：关联房企土储面积按地区分布（截至 2020 年 6 月）



资料来源：公司资料、安信国际



资料来源：公司资料、安信国际

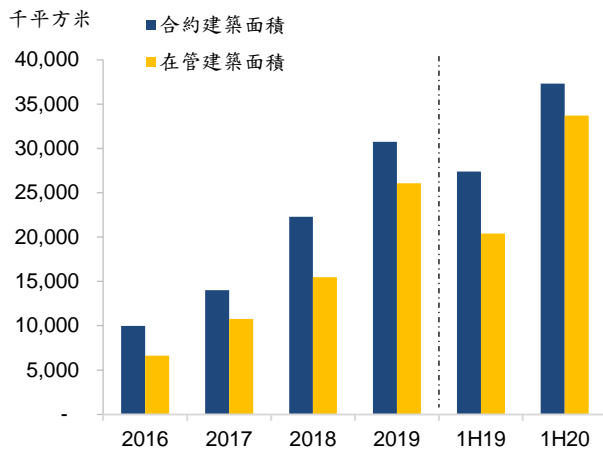
在管项目业态分布平均，以外拓为主

截至 2020 年 6 月（或 2020 上半年下同，特别指明除外），银城生活服务在管项目共 307 个，在管面积为 3372 万平方米（据官方公告，截至 2020 年底在管面积增加至 3900 万平方米），合约面积为 3731 万平方米。项目来源分布上，关联房企银城国际所开发的项目较少，由银城国际（或银城地产）占在管面积约 18%，占基础物管服务分部收入约 19%；来自第三方发展商的项目占总在管面积及基础物管服务分部收入分别约 82%及 81%。银城生活服务的外拓比率较高，亦反映了公司的独立发展能力。

按地区分布，公司项目大部分在南京，其余的部分在南京以外的长三角城市。南京项目占整体在管面积的 69%，南京以外的长三角城市项目占 31%。项目分布与关联房企银城国际的发展及布局定位相配合。

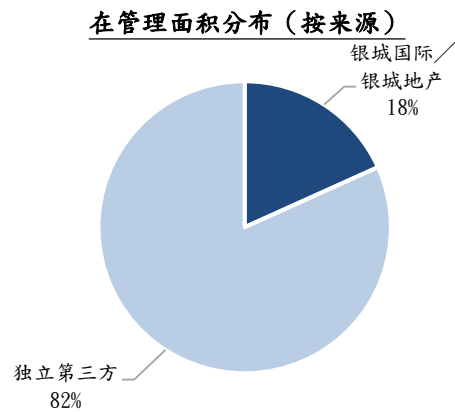
项目业态方面，住宅项目占在管面积约 77%，占基础物业管理服务分部收入约 54%。非住宅项目的管理规模虽然较少但单价较高，因此占总在管面积约 23%，却占到分部收入约 46%。非住宅项目包括政府设施、金融机构、物业销售场地、公园、高速公路服务区、产业园区、混合用途物业、学校及办公大楼。银城生活服务在 2021 年初宣布，与关联兄弟公司银城商管，成立合资企业来开展商业物业的物业管理服务，以及开拓线上平台来发展增值服务，有助银城生活服务在非住宅项目的领域上再进一步。

图 4：公司项目管理规模



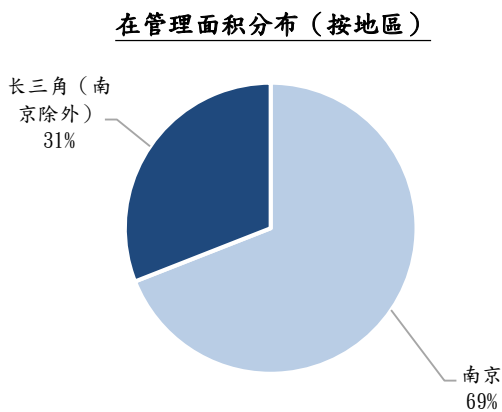
资料来源：公司资料、安信国际

图 5：公司在管理项目按来源分布



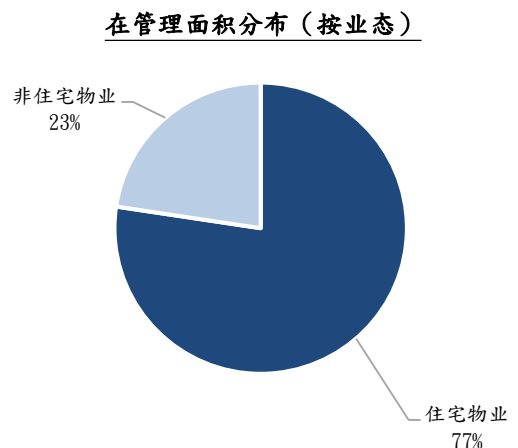
资料来源：公司资料、安信国际

图 6：公司在管理项目按地区分布



资料来源：公司资料、安信国际

图 7：公司在管理项目按业态分布



资料来源：公司资料、安信国际

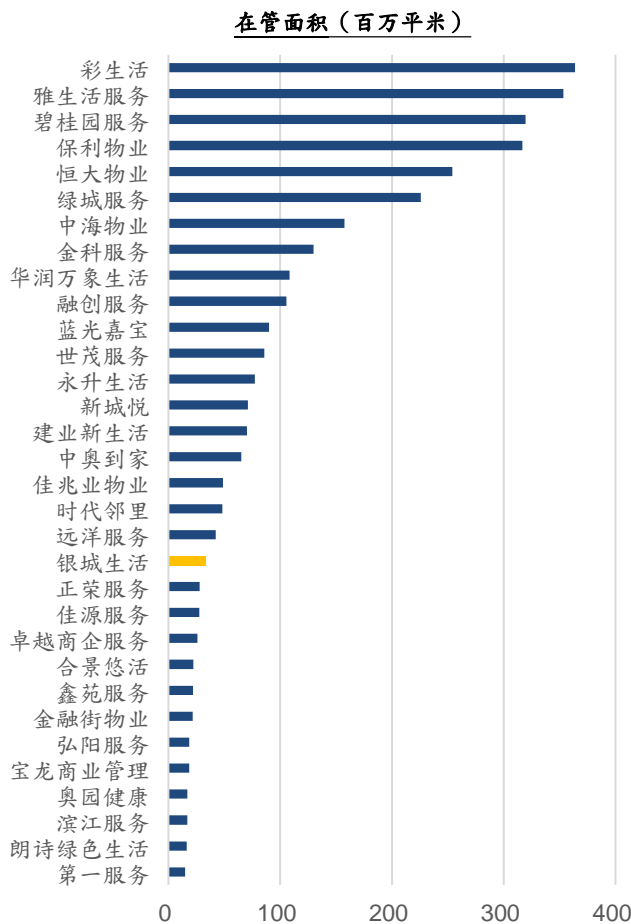
外拓能力比同业优胜

截至 2020 年 6 月，公司在管面积为 3372 万平米，合约面积为 3731 万平米，在港股物管板块中，属中小公司。与其他 31 家港股主要物管公司作比较，在管面积少于 4000 万平米的物管公司有 12 家，其中包括正荣服务、佳源服务、鑫苑服务、弘阳服务、奥园健康、滨江服务、第一服务等。

按项目地区分布来看，银城生活服务以长三角为主，配合集团的发展，以南京为总据点，辐射至其他长三角地区。港股物管板块中，绿城服务、正荣服务、佳源服务、弘阳服务、及滨江服务等都是以华东为主，与银城生活服务的可比度较高。

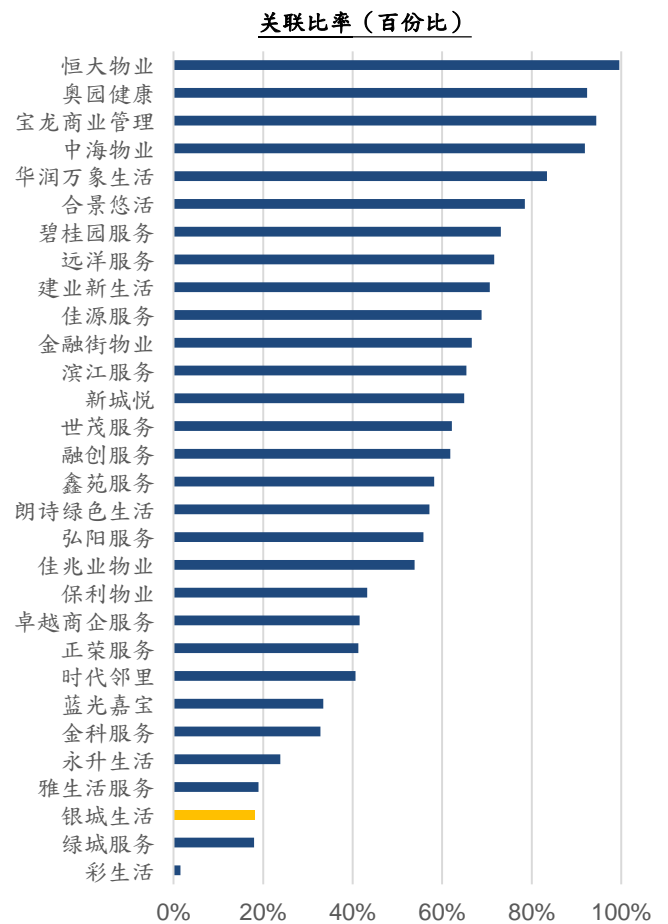
银城生活服务在管项目中，来自关联房企的比率约占 18.3%，项目管理主要以第三方为主，外拓比率远高于行业平均水平。公司第三方项目管理面积由 2016 年的 360 万平米，增加至 2019 年的 2067 万平米，复合年增长率为 79%。第三方项目管理面积在 2020 年 6 月进一步提升至 2757 万平米。港股物管板块中，外拓比率较高的物管公司有彩生活、绿城服务、雅生活服务、永升生活、金科服务、蓝光嘉宝等。

图 8：主要物管公司在管规模



资料来源：公司资料、安信国际

图 9：主要物管公司与关联房企的关联度

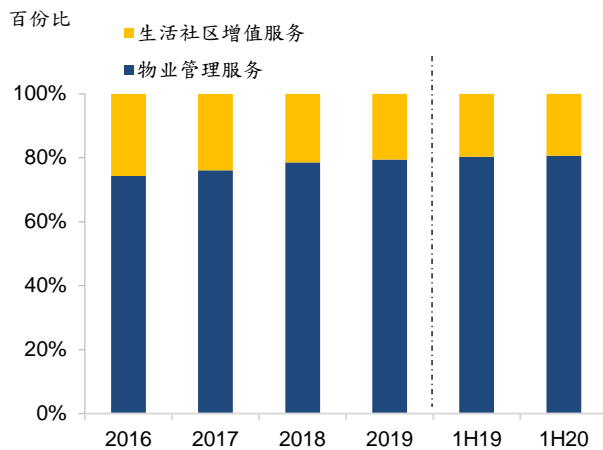


资料来源：公司资料、安信国际

盈利能力较低，但有望改善

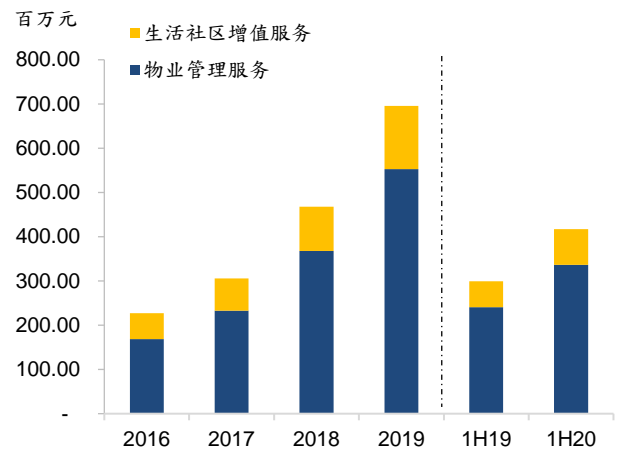
银城生活服务总收入由2016年约2.27亿元，上升至2019年约6.96亿元，复合年增长率为45%，2020上半年收入同比增长39%至4.17亿元。从分部收入来看，公司分「物业管理服务」及「生活社区增值服务」两大块。「物业管理服务」主要是提供基础管理服务，其分部收入由2016年约1.69亿元，上升至2019年约5.53亿元，复合年增长率为48%，2020上半年分部收入同比增长40%至3.36亿元，基础管理服务的增长主要来源自在管规模扩张的带动。「生活社区增值服务」分部收入由2016年约0.58亿元，上升至2019年约1.43亿元，复合年增长率为35%，2020上半年分部收入同比增长36%至0.81亿元。有别于与其他物管公司，银城生活服务给予房企的「非业主增值服务」不多，分部收入中也没有独立披露。

图 10：公司收入结构



资料来源：公司资料、安信国际

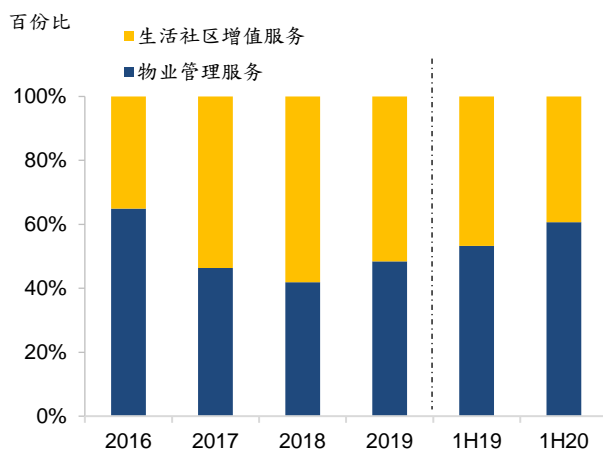
图 11：公司收入情况



资料来源：公司资料、安信国际

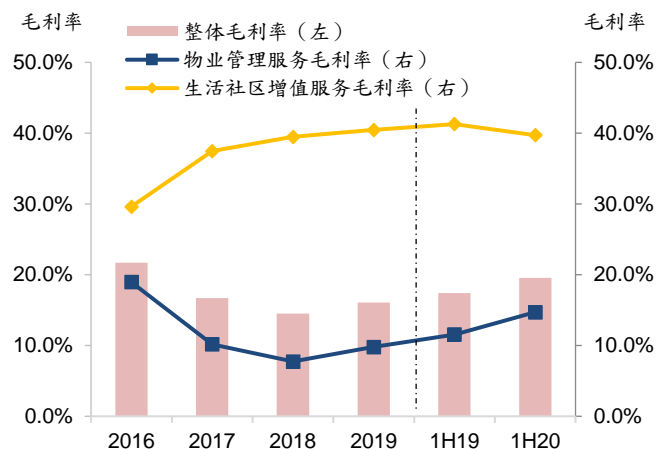
公司整体毛利率从2016年的21.7%下降至2019年的16.1%。其中，基础物业管理服务的分部毛利率下跌得较深，从2016年的19.0%下跌至2019年的9.8%。公司毛利率低于同业平均水平，主要因为在业务扩张的诱因下，为取得项目委聘而投入前期工作成本，所以新取得的第三方项目在前2-3年的盈利能力会较低，因而导致2017-19年毛利下降的情况。然而，生活社区增值服务的毛利率相对较高，且稳定在40%之水平，所以整体毛利率的下降情况会被减轻。随着项目成熟，2020上半年整体毛利率同比有所改善，由2019上半年的17.4%回升至2020上半年的19.5%，其中基础物业管理服务的分部毛利率由2019上半年的11.6%回升至2020上半年的14.7%。

图 12：公司毛利结构



资料来源：公司资料、安信国际

图 13：公司毛利情况



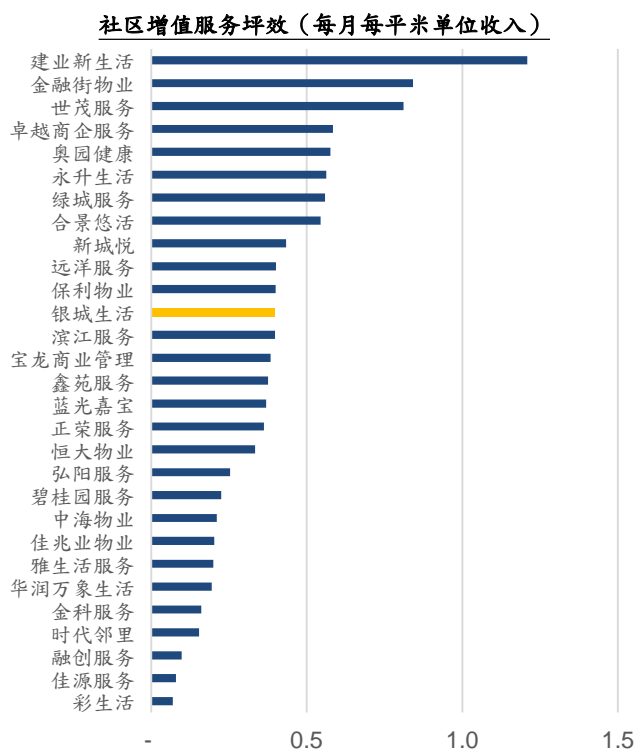
资料来源：公司资料、安信国际

增值服务坪效在水平以上

银城生活服务的规模在中小型物管公司中排名较前，主要受惠公司积极外拓的策略。2020 上半年银城生活服务共新增 68 个项目，其中并购 18 个，其余的都是来自直接委聘或投标获得，反映公司在区域上的品牌效应而带动的外拓能力，可持续性较强。虽然毛利率低于同业水平，但主要被基础物管服务的较低盈利水平所拖低，随着新取得项目前端投入期的过去，我们认为毛利率未来将逐步回升至同业平均水平。

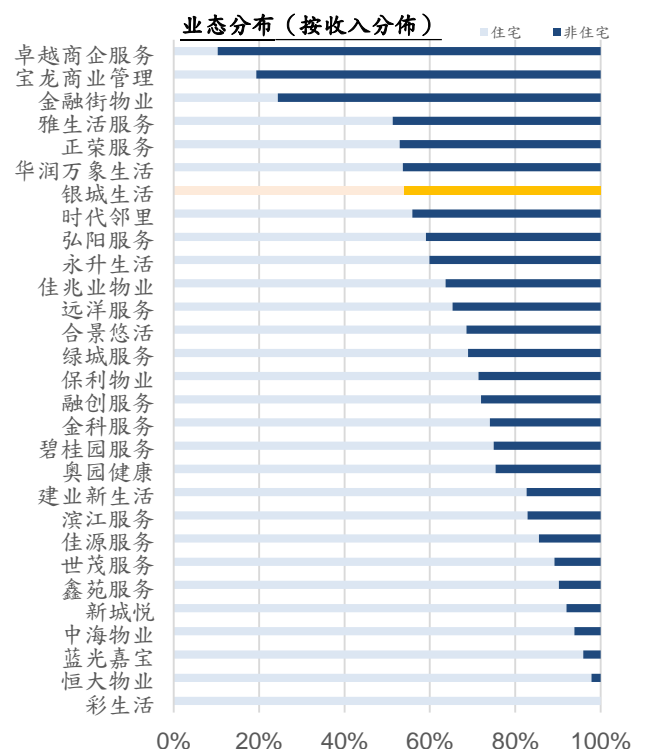
公司 2020 上半年，每平方米在管面积产生出平均每月 0.4 元的社区增值服务收益，略高于港股物管板块平均的 0.39 元及中位数 0.38 元。随着银城生活服务与集团兄弟公司银城商业成立合资公司来开发线上平台，为现时所管理的住宅及非住宅物业的业主及用户提供社区增值服务，未来增值服务的占比有望继续提升。

图 14：港股主要物管公司每单位在管面积所产生的社区增值服务收入（2020 上半年）



资料来源：公司资料、安信国际

图 15：港股主要物管公司物管收入按业态之分布（2020 上半年）



资料来源：公司资料、安信国际

公司的另一亮点是非住宅占比较高，非住宅项目占总在管面积约 23%，占基础物管收入约 46%。港股物管公司大多以住宅项目管理为主，非住宅项目占比较少，按在管面积计算平均约 32%、按收入计算平均约 24%。银城生活服务在非住宅领域的 10 大产品线：交通产业服务产品线、政府机关产品线、金融产业产品线、公园场馆产品线、产业园区产品线、地产服务产品线、商寓综合产品线、办公写字楼产品线、学校教育产品线、及医养产品线，突显公司在南京，以至长三角地区的品牌效应。

在商管领域上，银城生活服务与银城商管成立合资公司，由银城生活服务并表，以在中国开展商业物业的物业管理服务。银城集团已经及将会取得的所有非住宅项目，未来均由合资进行物业管理，进一步整合集团内部资源，以支持银城生活服务作为集团的全业态物管平台之定位来发展。在「房住不炒」的大方向下，商业（尤其是商场）的发展将是未来实体经济增长下重要的一环，长远有利公司的发展。

首予「买入」评级

物管板块公司估值的差异化比较大，主要体现在以下几点：一、管理项目的规模、盈利能力；二、关联房企的品牌、背景、销售金额规模；三、可持续发展的能力，体现在外拓能力、社区增值服务发展的能力上；四、商管成分，尤其是商场项目的营运管理。一般而言，在管规模愈大、关联房企品牌知名度愈高、增值服务愈多、商业项目管理能力愈强的物管公司在估值上都存在溢价。

虽然银城生活服务的在管规模及其关联房企的销售规模属中小型类别，对比大型物管公司如碧桂园服务、恒大物业、保利物业等，估值上会有折让，然而银城集团的品牌效应在南京，以至长三角地区有一定的优势，区域市场地位较稳固。这也体现在公司的外拓能力上，在管规模中约八成以上是第三方项目且以招标委聘为主，公司的可持续性较高。另外受惠银城在管理项目的业态上也较广，非住宅项目分部收入之比率约占一半，成长空间较高。我们看好银城生活服务长远的独立发展能力。

盈利能力较低是目前公司最主要的短板，毛利率及净利率均处于同业较低水平，主要受新取得项目的前期投入成本较高所影响。随着项目成熟度提升，未来盈利能力有待改善。综合考虑各项长处及短板，我们认为公司合理估值对标其他中小物管公司可存有溢价，综合整个板块来看可在中间水平。我们首予银城生活服务「买入」评级，目标估值为2021年20倍市盈率，相当于过往板块市盈率的平均值，对应的目标价为每股8.7港元。

图 16：在港上市房企估值（截至 2021 年 2 月 26 日）

| 公司名称 | 代码 | 股价 港币 | 市值 | | 市盈率 | | | 市净率 | | | 周息率 | | | |
|-------------|---------|----------|---------|-------|-------|------|------|------|------|-------|------|------|--|--|
| | | | 港币百万 | 静态 | 预期 | 明年 | 静态 | 预期 | 明年 | 静态 | 预期 | 明年 | | |
| 物管公司 | | | | | | | | | | | | | | |
| 碧桂园服务 | 6098.HK | 63.80 | 187,737 | 84.7 | 58.4 | 41.3 | 22.3 | 15.0 | 11.5 | 0.3% | 0.4% | 0.6% | | |
| 恒大物业 | 6666.HK | 16.32 | 176,432 | | 60.1 | 39.5 | | 14.5 | 10.9 | 0.0% | 0.4% | 0.7% | | |
| 华润万象生活 | 1209.HK | 47.85 | 109,218 | | 125.7 | 62.7 | | 6.9 | 6.4 | 0.0% | 0.3% | 0.5% | | |
| 融创服务 | 1516.HK | 25.00 | 77,588 | 178.2 | 103.6 | 51.7 | 0.1 | 7.1 | 6.4 | 0.0% | 0.3% | 0.6% | | |
| 雅生活服务 | 3319.HK | 32.50 | 43,333 | 29.4 | 20.7 | 15.9 | 5.7 | 4.8 | 4.0 | 1.7% | 2.0% | 2.6% | | |
| 世茂服务 | 873.HK | 14.88 | 35,176 | | 40.5 | 23.6 | | 5.1 | 4.5 | 0.0% | 0.7% | 1.3% | | |
| 保利物业 | 6049.HK | 51.05 | 28,248 | 35.1 | 33.7 | 25.0 | 4.0 | 4.0 | 3.6 | 0.7% | 0.9% | 1.2% | | |
| 金科服务 | 9666.HK | 80.80 | 52,750 | 84.1 | 66.0 | 41.8 | 26.8 | 6.6 | 5.9 | 0.0% | 0.5% | 0.8% | | |
| 绿城服务 | 2869.HK | 7.88 | 25,396 | 38.6 | 29.7 | 23.1 | 3.2 | 3.6 | 3.3 | 1.1% | 1.3% | 1.7% | | |
| 永升生活 | 1995.HK | 19.10 | 31,905 | 109.1 | 65.7 | 42.0 | 9.9 | 10.9 | 9.1 | 0.3% | 0.5% | 0.7% | | |
| 中海物业 | 2669.HK | 5.11 | 16,796 | 31.2 | 25.3 | 19.6 | 10.0 | 8.4 | 6.3 | 1.0% | 1.2% | 1.5% | | |
| 新城悦 | 1755.HK | 19.82 | 16,272 | 48.5 | 31.2 | 20.7 | 13.8 | 10.9 | 8.1 | 1.1% | 1.6% | 2.4% | | |
| 宝龙商业 | 9909.HK | 24.80 | 15,971 | 46.9 | 42.7 | 29.9 | 7.2 | 6.5 | 5.5 | 0.0% | 1.2% | 1.7% | | |
| 卓越商企 | 6989.HK | 10.10 | 12,347 | | 26.5 | 20.2 | | 3.3 | 3.3 | 0.0% | 1.0% | 1.5% | | |
| 合景悠活 | 3913.HK | 9.27 | 18,705 | | 47.1 | 25.0 | | 4.7 | 4.1 | 0.0% | 0.7% | 1.3% | | |
| 远洋服务 | 6677.HK | 4.83 | 5,719 | | 16.4 | 11.7 | | 13.4 | 11.5 | 0.0% | 2.0% | 2.9% | | |
| 建业新生活 | 9983.HK | 7.00 | 8,801 | | 17.8 | 12.6 | 2.7 | 2.9 | 2.6 | | 1.5% | 2.1% | | |
| 时代邻里 | 9928.HK | 6.69 | 6,594 | 42.9 | 23.2 | 13.3 | 5.3 | 3.5 | 2.9 | 59.2% | 1.2% | 2.2% | | |
| 蓝光嘉宝服务 | 2606.HK | 46.45 | 8,273 | 12.5 | 12.0 | 9.3 | 3.0 | 2.6 | 2.2 | 3.1% | 3.3% | 4.3% | | |
| 彩生活 | 1778.HK | 3.80 | 5,528 | 8.7 | 8.3 | 7.8 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 2.9% | 3.2% | 3.4% | | |
| 正荣服务 | 6958.HK | 4.14 | 4,295 | | 16.8 | 11.9 | 20.9 | | | 0.0% | 1.7% | 2.3% | | |
| 滨江服务 | 3316.HK | 15.48 | 4,279 | 29.3 | 17.3 | 13.6 | 4.7 | 3.8 | 2.9 | 1.8% | 2.7% | 3.3% | | |
| 奥园健康 | 3662.HK | 5.08 | 3,689 | 17.8 | 12.9 | 8.4 | 3.4 | 3.1 | 2.4 | 2.1% | 3.0% | 4.5% | | |
| 佳兆业物业 | 2168.HK | 18.60 | 2,865 | 13.2 | 10.2 | 7.4 | 1.9 | 2.0 | 1.7 | 3.0% | 3.8% | 5.3% | | |
| 金融街物业 | 1502.HK | 5.20 | 1,942 | 11.1 | 11.3 | 9.2 | 1.2 | 1.5 | 1.4 | 0.0% | 2.5% | 3.2% | | |
| 弘阳服务 | 1971.HK | 4.40 | 1,826 | | 19.0 | 10.0 | | 2.1 | 2.1 | 0.0% | 1.8% | 3.4% | | |
| 银城生活 | 1922.HK | 5.27 | 1,408 | 27.4 | 16.1 | 12.1 | 9.6 | 6.5 | 4.5 | 1.0% | 1.6% | 2.1% | | |

资料来源：公司资料、彭博、安信国际整理

附表：公司财务简况

图 17：业绩摘要

| (百万元) | 2019 | | 2019 年 | 2020 上半年 | 环比变动 | 同比变动 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| | 上半年 | 下半年 | | | | |
| 收入 | 299.65 | 396.11 | 695.77 | 416.87 | 5.2% | 39.1% |
| 物业管理服务 | 240.62 | 312.47 | 553.09 | 336.33 | 7.6% | 39.8% |
| 生活社区增值服务 | 59.03 | 83.64 | 142.67 | 80.54 | -3.7% | 36.4% |
| 毛利 | 52.17 | 59.72 | 111.88 | 81.45 | 36.4% | 56.1% |
| 物业管理服务 | 27.80 | 26.38 | 54.18 | 49.46 | 87.5% | 77.9% |
| 生活社区增值服务 | 24.37 | 33.34 | 57.71 | 31.99 | -4.1% | 31.3% |
| 毛利率 (%) | 17.4% | 15.1% | 16.1% | 19.5% | 4.5 百分点 | 2.1 百分点 |
| 物业管理服务 | 11.6% | 8.4% | 9.8% | 14.7% | 6.3 百分点 | 3.2 百分点 |
| 生活社区增值服务 | 41.3% | 39.9% | 40.4% | 39.7% | -0.1 百分点 | -1.6 百分点 |
| 销售费用 | (1.96) | (2.53) | (4.49) | (2.18) | | |
| 管理费用 | (30.97) | (24.10) | (55.07) | (28.41) | | |
| 营业利润 | 19.24 | 33.08 | 52.32 | 50.87 | 53.8% | 164.4% |
| 营业利率 (%) | 6.4% | 8.4% | 7.5% | 12.2% | 3.9 百分点 | 5.8 百分点 |
| 净利润 | 10.58 | 22.65 | 33.23 | 29.92 | | |
| 其中，归属公司拥有人 | 10.48 | 22.64 | 33.12 | 29.54 | 30.5% | 181.8% |
| 净利润率 (%) | 3.5% | 5.7% | 4.8% | 7.1% | 1.4 百分点 | 3.6 百分点 |
| 总签约面积 (百万平米) | 27.39 | | 30.76 | 37.31 | 21.3% | 36.2% |
| 待转化合同管理面积 (百万平米) | 6.98 | | 4.68 | 3.59 | -23.3% | -48.5% |
| 收费面积 (百万平米) | 20.42 | | 26.08 | 33.72 | 29.3% | 65.2% |
| 总关联方收费面积 (百万平米) | 4.09 | | 5.41 | 6.16 | 13.7% | 50.4% |

资料来源：公司资料、安信国际整理

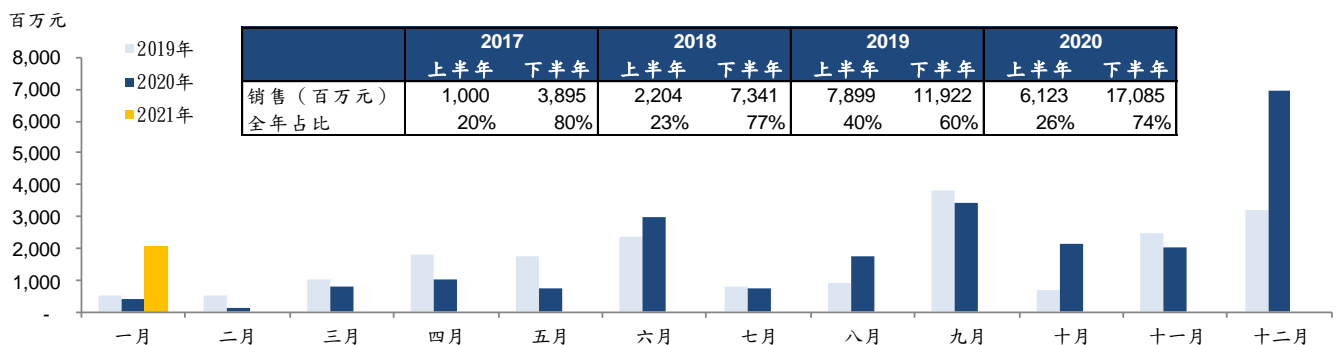
附表：关联房企财务简况

图 18：银城国际业绩摘要

| (百万元) | 2019 上半年 | 2019 下半年 | 2019 年 | 2020 上半年 | 环比变动 | 同比变动 |
|----------------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 营业额 | 3,739.04 | 5,353.43 | 9,092.47 | 4,553.86 | -14.9% | 21.8% |
| 毛利 | 449.83 | 1,029.48 | 1,479.31 | 713.26 | -30.7% | 58.6% |
| 毛利率 (%) | 12.0% | 19.2% | 16.3% | 15.7% | -3.6 百分点 | 3.6 百分点 |
| 销售及行政开支 | (199.89) | (387.50) | (587.39) | (179.15) | -53.8% | -10.4% |
| 其他营业收益 | 20.95 | (9.67) | 11.28 | - | | |
| 营业利润 | 270.89 | 632.31 | 903.20 | 534.11 | -15.5% | 97.2% |
| 营业利率 (%) | 7.2% | 11.8% | 9.9% | 11.7% | -0.1 百分点 | 4.5 百分点 |
| 净利润 | 48.49 | 311.87 | 360.36 | 299.62 | -3.9% | 517.9% |
| 其中，归属公司拥有人 | 6.76 | 143.55 | 150.31 | 102.50 | -28.6% | 1416.8% |
| 净利润率 (%) | 0.2% | 2.7% | 1.7% | 2.3% | -0.4 百分点 | 2.1 百分点 |
| 减：税后非核心收益 | 0.15 | 79.58 | 79.73 | - | | |
| 核心净利润 | 6.61 | 63.98 | 70.58 | 102.50 | 60.2% | 1451.2% |
| 核心净利润率 (%) | 0.2% | 1.2% | 0.8% | 2.3% | 1.1 百分点 | 2.1 百分点 |
| 减：税后非经常收益 | 5.66 | 1.36 | 7.01 | 1.34 | | |
| 核心经常性净利润 | 0.95 | 62.62 | 63.57 | 101.16 | 61.6% | 10514.8% |
| 核心经常性净利润率 (%) | 0.0% | 1.2% | 0.7% | 2.2% | 1.1 百分点 | 2.2 百分点 |
| 减：应占合营/联营企业业绩 | (7.68) | 73.61 | 65.93 | 29.15 | | |
| 经调整核心净利润 | 50.36 | 157.33 | 207.69 | 269.13 | 71.1% | 434.4% |
| 经调整核心净利润率 (%) | 1.3% | 2.9% | 2.3% | 5.9% | 3.0 百分点 | 4.6 百分点 |
| 所得税开支 | (190.55) | (389.22) | (579.77) | (162.80) | -58.2% | -14.6% |
| 所得税开率 (%) | -79.7% | -55.5% | -61.7% | -35.2% | 20.3 百分点 | 44.5 百分点 |
| 总资产 | 30,853.71 | | 34,522.63 | 37,338.84 | 8.2% | 21.0% |
| 应占权益 | 2,358.99 | | 2,508.82 | 2,585.69 | 3.1% | 9.6% |
| 土储建面 (百万平米) | 3.99 | | 5.22 | 5.50 | 5.4% | 37.7% |
| 总债务 | 10,374.44 | | 10,499.96 | 10,539.83 | 0.4% | 1.6% |
| 减：现金 | 5,479.73 | | 4,031.40 | 6,584.48 | 63.3% | 20.2% |
| 净债务 | 4,894.71 | | 6,468.56 | 3,955.35 | -38.9% | -19.2% |
| 总权益 | 3,292.20 | | 4,026.81 | 4,890.80 | 21.5% | 48.6% |
| 净杠杆比率 (%) | 148.7% | | 160.6% | 80.9% | -79.8 百分点 | -67.8 百分点 |

资料来源：公司资料、安信国际整理

图 19：银城国际每月销售情况



注^：2017-18 年为克而瑞数据

资料来源：公司资料、克而瑞数据、安信国际

附表：财务报表预测

| 合并损益表 | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|------------|------------|
| (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 收入 | 467.67 | 695.77 | 1,071.62 | 1,543.13 | 2,160.39 |
| 物业管理服务 | 367.64 | 553.09 | 868.02 | 1,249.94 | 1,749.92 |
| 社区相关服务 | 100.03 | 142.67 | 203.61 | 293.19 | 410.47 |
| 销售成本 | (399.74) | (583.88) | (893.43) | (1,274.05) | (1,766.17) |
| 毛利 | 67.93 | 111.88 | 178.19 | 269.09 | 394.22 |
| 管理和营销开支 | (33.50) | (59.56) | (80.37) | (115.74) | (162.03) |
| 融资收入(成本) | (3.02) | (7.59) | (9.57) | (9.57) | (9.57) |
| 其他 | 5.53 | 1.39 | 5.95 | (7.44) | (20.55) |
| 税前利润 | 36.93 | 46.12 | 94.20 | 136.34 | 202.08 |
| 所得税费用 | (9.84) | (12.89) | (26.54) | (38.41) | (56.93) |
| 年度利润 | 27.09 | 33.23 | 67.66 | 97.93 | 145.15 |
| 其中： | | | | | |
| 非控制权益 | (0.24) | 0.11 | 0.77 | 0.85 | 0.93 |
| 归属权益利润 | 27.33 | 33.12 | 66.89 | 97.08 | 144.22 |
| 利息折摊前利润 | 50.39 | 65.35 | 115.99 | 158.74 | 225.12 |
| 息税前利润 | 39.96 | 53.71 | 103.77 | 145.91 | 211.65 |
| 每股盈利 (人民币) | - | 0.16 | 0.27 | 0.36 | 0.54 |
| 每股股息 (人民币) | - | 0.04 | 0.07 | 0.09 | 0.13 |

资料来源：公司资料、安信国际

| 主要比率 | | | | | |
|----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 增长 (%) | | | | | |
| 收入 | 52.9% | 48.8% | 54.0% | 44.0% | 40.0% |
| 利息折摊前利润 | 34.2% | 29.7% | 77.5% | 36.9% | 41.8% |
| 息税前利润 | 33.4% | 34.4% | 93.2% | 40.6% | 45.1% |
| 净利润 | 32.7% | 21.2% | 102.0% | 45.1% | 48.5% |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利 | 14.5% | 16.1% | 16.6% | 17.4% | 18.2% |
| 利息折摊前利润 | 10.8% | 9.4% | 10.8% | 10.3% | 10.4% |
| 息税前利润 | 8.5% | 7.7% | 9.7% | 9.5% | 9.8% |
| 净利润 | 5.8% | 4.8% | 6.2% | 6.3% | 6.7% |
| 其他比率 (%) | | | | | |
| 股息分派 | 不适用 | 26.3% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 资产收益率 | 7.9% | 6.1% | 8.3% | 9.5% | 11.7% |
| 净资产收益率 | 43.9% | 34.0% | 44.4% | 44.3% | 45.2% |
| 杠杆比率 (倍) | 5.6 | 5.5 | 5.4 | 4.7 | 3.9 |

资料来源：公司资料、安信国际

(转下页...)

附表：财务报表预测（续）

合并资产负债表

| (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 317.96 | 637.05 | 830.57 | 1,002.69 | 1,236.26 |
| 现金及现金等价物 | 121.37 | 447.82 | 527.68 | 684.57 | 902.17 |
| 存货 | 0.67 | 0.83 | 1.45 | 1.60 | 1.76 |
| 贸易及应收款项 | 195.92 | 188.40 | 301.44 | 316.51 | 332.34 |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 非流动资产 | 69.28 | 57.66 | 114.67 | 117.97 | 121.60 |
| 物业、厂房及设备 | 26.24 | 18.63 | 24.05 | 26.45 | 29.10 |
| 投资物业 | - | 25.14 | 25.14 | 25.14 | 25.14 |
| 无形资产 | 22.39 | 4.47 | 56.52 | 56.52 | 56.52 |
| 于合联营企业之投资 | 0.75 | 2.88 | 1.52 | 1.67 | 1.84 |
| 其他 | 19.90 | 6.55 | 7.43 | 8.18 | 9.00 |
| 流动负债 | 297.78 | 568.88 | 720.32 | 811.98 | 925.51 |
| 合约负债 | 115.87 | 193.49 | 197.30 | 256.50 | 333.44 |
| 贸易及其他应付款项 | 147.35 | 321.25 | 295.79 | 325.37 | 357.91 |
| 即期所得税负债 | 4.56 | 4.14 | 7.22 | 10.11 | 14.16 |
| 贷款 | 30.00 | 50.00 | 220.00 | 220.00 | 220.00 |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 非流动负债 | 16.29 | 4.03 | 25.47 | 28.02 | 30.82 |
| 计息银行借贷 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 16.29 | 4.03 | 25.47 | 28.02 | 30.82 |
| 总权益 | 73.17 | 121.80 | 199.45 | 280.66 | 401.53 |
| 公司拥有人应占权益 | 72.33 | 122.24 | 179.08 | 259.44 | 379.38 |
| 非控制性权益 | 0.84 | (0.44) | 20.37 | 21.22 | 22.15 |
| 净债务（现金） | (91.37) | (397.82) | (307.68) | (464.57) | (682.17) |
| 净负债率（%） | -125% | -327% | -154% | -166% | -170% |
| 每股账面价值（人民币） | 不适用 | 0.46 | 0.67 | 0.97 | 1.42 |

资料来源：公司资料、安信国际

合并现金流

| (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | 36.93 | 46.12 | 94.20 | 136.34 | 202.08 |
| 营运资金变动 | (2.34) | 53.78 | (139.12) | 14.36 | 16.55 |
| 已付税金 | (7.88) | (12.56) | (26.54) | (38.41) | (56.93) |
| 折旧及摊销 | 10.44 | 11.64 | 12.22 | 12.83 | 13.47 |
| 其他 | (1.43) | 6.80 | 55.94 | 71.54 | 91.39 |
| 经营活动的现金流 | 35.71 | 105.78 | (3.30) | 196.66 | 266.57 |
| 物业、厂房及设备项目 | (12.94) | 17.40 | (69.70) | (15.24) | (16.12) |
| 投资在合管、项目公司 | (0.03) | (3.40) | (3.74) | (4.11) | (4.53) |
| 附属公司投资变动 | - | (3.05) | (3.35) | (3.69) | (4.06) |
| 金融资产变动 | (2.40) | 18.00 | - | - | - |
| 关联方帐目变动 | (89.14) | 77.14 | - | - | - |
| 已收利息 | - | - | - | - | - |
| 其他 | - | (34.78) | - | - | - |
| 投资活动的现金流 | (104.51) | 71.32 | (76.79) | (23.04) | (24.70) |
| 已付股息 | (37.90) | (26.85) | (10.05) | (16.72) | (24.27) |
| 非控制性权益变动 | 38.50 | 50.00 | - | - | - |
| 已付利息 | (1.67) | 3.97 | - | - | - |
| 发行资本证券 | - | 108.09 | - | - | - |
| 新增借款 | (11.30) | 14.14 | 170.00 | - | - |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 筹资活动的现金流 | (12.37) | 149.35 | 159.95 | (16.72) | (24.27) |
| 现金增加净额 | (81.16) | 326.45 | 79.86 | 156.90 | 217.59 |
| 年终现金 | 121.37 | 447.82 | 527.68 | 684.57 | 902.17 |

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。
- 安信国际或/及每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，向本报告提及的金科智慧服务集团股份有限公司在过去12个月内有就投资银行服务收取补偿或受委托。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

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