

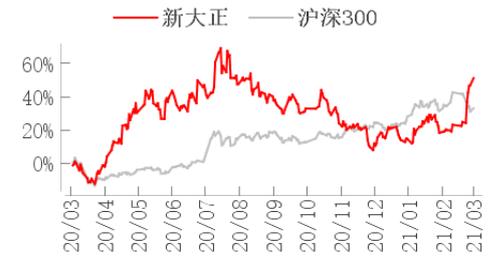
股权激励计划终出台，公司发展走上快车道



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月01日)	65.3元
目标价格	78.28元
52周最高价/最低价	76.5/37.14元
总股本/流通A股(万股)	10,746/4,646
A股市值(百万元)	7,017
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年03月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.58	26.94	36.64	51.25
相对表现	14.43	26.24	25.63	39.23
沪深300	-3.85	0.7	11.01	12.02



资料来源: WIND、东方证券研究所

事件

- 2月22日,公司公告2021年限制性股票激励计划。拟向激励对象授予的限制性股票125.3万股,占公告时公司总股本的1.2%,涉及激励对象共计17人。行权价为26.92元/股,系公告前1个交易日公司股票交易均价的50%,激励计划业绩考核期为5年。

核心观点

- 股权激励计划终出台,公司完成管理层改造走上快车道。**本次公司股权激励的人员包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干计17名,值得注意的是自2020年4年中航物业总经理刘文波先生加盟新大正任总裁,本次公司同时公告原中航物业副总经理高文田先生加盟任副总裁,且两位高管均在股权激励的名单之中,这意味公司已经初步完成管理团队的改造,迈向全国化扩张的快车道。
- 行权考核较为严格,公司增速有望再上台阶。**根据公司公告,激励计划考核年度为2021-2025年五个会计年度,每个会计年度考核一次。以2020年度营业收入、净利润值为基数,2021-2025年营收同比增速需达45%/110%/200%/280%/360%,折合年增速分别为45%/45%/43%/27%/21%,CARG为35.7%;2021-2025年净利润同比增速需达35%/90%/150%/210%/280%,折合年增速分别为35%/41%/32%/24%/23%,CARG为30.6%,较过去20%左右的增速再上台阶。**增长主要来源于拓展业务边界和并购。**2020年公司低价并购民兴物业,起到了很好的示范效果,此外公司同步更新公司章程,经营范围增加了养老服务、咨询服务等,业务边界不断拓展。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级,上调目标价78.28元。股权激励计划出台后,我们预计公司会加大并购力度和拓展业务边界,因而我们调整公司2020-2022年EPS预测分别为1.27/1.74/2.46元(原预测为1.26/1.57/1.94元),可比公司估值41X。综合考虑公司的竞争优势,我们维持10%的估值溢价,对应2021年PE为45倍,对应目标价78.28元。

风险提示

- 疫情影响竣工交付节奏。外拓市场的不确定性。福利保障政策的不确定性。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	886	1,055	1,327	1,947	2,850
同比增长(%)	15.4%	19.1%	25.8%	46.8%	46.4%
营业利润(百万元)	104	124	162	221	313
同比增长(%)	18.3%	19.4%	31.1%	36.2%	41.7%
归属母公司净利润(百万元)	88	104	137	187	264
同比增长(%)	24.7%	18.6%	31.0%	36.3%	41.6%
每股收益(元)	0.82	0.97	1.27	1.74	2.46
毛利率(%)	21.2%	21.1%	21.6%	20.9%	21.0%
净利率(%)	9.9%	9.9%	10.3%	9.6%	9.3%
净资产收益率(%)	36.1%	20.4%	17.1%	20.3%	24.1%
市盈率	75.2	63.4	48.4	35.5	25.1
市净率	24.7	8.8	7.8	6.7	5.5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

证券分析师

唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060001
香港证监会牌照: BPU409

联系人

吴尘染
wuchenran@orientsec.com.cn

相关报告

低估值收购优质标的, 内生外延同步增长 2020-10-14
第三方物管龙头, 公共物业服务先行者 2020-09-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
分产品盈利预测						
综合物管服务						
销售收入	944	1,165	1,444	1,012	1,542	2,327
变动幅度				7.25%	32.37%	61.15%
毛利率	21.65%	21.77%	21.76%	21.63%	20.94%	20.97%
变动幅度				-0.01%	-0.83%	-0.79%
专项物管服务						
销售收入	202	249	304	202	249	304
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	13.33%	14.23%	14.30%	13.33%	14.23%	14.30%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
增值服务						
销售收入	112	134	161	112	156	219
变动幅度				0.00%	16.67%	36.11%
毛利率	48.00%	47.00%	47.00%	48.00%	47.00%	47.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
餐饮服务及其他						
销售收入	1	1	1	1	1	1
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	89.10%	89.10%	89.10%	89.10%	89.10%	89.10%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
销售收入合计	1,258	1,548	1,909	1,327	1,947	2,850
变动幅度				5.44%	25.80%	49.30%
综合毛利率	21.65%	21.77%	21.76%	21.63%	20.94%	20.97%
变动幅度				-0.01%	-0.83%	-0.79%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,258	1,548	1,909	1,327	1,947	2,850
变动幅度				5.44%	25.80%	49.30%
营业利润	160	199	247	162	221	313
变动幅度				1.17%	10.72%	26.39%
归属母公司净利润	135	168	209	137	187	264
变动幅度				1.17%	10.72%	26.39%

每股收益 (元)	1.26	1.57	1.94	1.27	1.74	2.46
变动幅度				1.17%	10.72%	26.39%
毛利率(%)	21.65%	21.77%	21.76%	21.63%	20.94%	20.97%
变动幅度				-0.01%	-0.83%	-0.79%
净利率(%)	10.75%	10.88%	10.95%	10.31%	9.58%	9.27%
变动幅度				-0.44%	-1.30%	-1.68%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
		2021/3/2	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
保利物业	6049.HK	54.05	1.21	1.26	1.73	2.34	45	43	31	23	
招商积余	001914.SZ	18.10	1.28	0.45	0.73	0.96	14	40	25	19	
永升生活服务	1995.HK	19.08	0.15	0.23	0.36	0.54	131	82	52	35	
宝龙商业	9909.HK	26.30	0.44	0.46	0.66	0.91	60	57	40	29	
碧桂园服务	6098.HK	64.35	0.62	0.85	1.23	1.70	104	76	52	38	
	最大值						131	82	52	38	
	最小值						14	40	25	19	
	平均数						71	60	40	29	
	调整后平均						69	59	41	29	

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	246	618	772	883	1,004	营业收入	886	1,055	1,327	1,947	2,850
应收票据、账款及款项融资	70	139	131	201	317	营业成本	698	832	1,040	1,539	2,253
预付账款	1	3	2	3	6	营业税金及附加	6	7	8	12	18
存货	0	1	1	1	2	营业费用	13	17	21	33	51
其他	40	66	28	55	106	管理费用及研发费用	69	80	103	152	228
流动资产合计	358	826	934	1,143	1,434	财务费用	1	1	(7)	(8)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	0	0	0	0
固定资产	95	123	103	82	62	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	10	7	7	7	7	投资净收益	(0)	1	0	0	0
无形资产	1	2	2	2	2	其他	5	5	1	2	3
其他	34	36	33	33	33	营业利润	104	124	162	221	313
非流动资产合计	141	169	145	124	104	营业外收入	1	0	0	0	0
资产总计	498	995	1,079	1,268	1,538	营业外支出	0	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	104	122	162	221	313
应付票据及应付账款	10	37	28	44	75	所得税	16	17	24	33	47
其他	188	195	203	229	259	净利润	89	105	138	188	266
流动负债合计	198	232	230	273	333	少数股东损益	0	1	1	1	2
长期借款	31	0	0	0	0	归属于母公司净利润	88	104	137	187	264
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.82	0.97	1.27	1.74	2.46
其他	0	8	0	0	0						
非流动负债合计	31	8	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	229	240	230	273	333		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1	1	2	4	5	成长能力					
股本	54	72	107	107	107	营业收入	15.4%	19.1%	25.8%	46.8%	46.4%
资本公积	81	497	462	462	462	营业利润	18.3%	19.4%	31.1%	36.2%	41.7%
留存收益	134	184	277	422	631	归属于母公司净利润	24.7%	18.6%	31.0%	36.3%	41.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	269	755	848	995	1,205	毛利率	21.2%	21.1%	21.6%	20.9%	21.0%
负债和股东权益总计	498	995	1,079	1,268	1,538	净利率	9.9%	9.9%	10.3%	9.6%	9.3%
						ROE	36.1%	20.4%	17.1%	20.3%	24.1%
						ROIC	33.7%	20.2%	16.5%	19.6%	23.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	89	105	138	188	266	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	22	7	21	21	21	流动比率	1.81	3.56	4.05	4.19	4.30
财务费用	1	1	(7)	(8)	(9)	速动比率	1.81	3.56	4.05	4.19	4.30
投资损失	0	(1)	(0)	(0)	(0)	营运能力					
营运资金变动	18	(85)	46	(56)	(109)	应收账款周转率	12.3	9.9	9.8	11.7	11.0
其它	(17)	24	(5)	0	0	存货周转率	1,516.0	1,617.2	1,518.7	1,702.4	1,687.3
经营活动现金流	114	51	192	144	167	总资产周转率	2.0	1.4	1.3	1.7	2.0
资本支出	(125)	(33)	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	1	33	0	0	0	每股收益	0.82	0.97	1.27	1.74	2.46
其他	69	(26)	0	0	0	每股经营现金流	2.11	0.72	1.79	1.34	1.56
投资活动现金流	(55)	(26)	0	0	0	每股净资产	2.50	7.01	7.87	9.23	11.16
债权融资	37	(37)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	435	0	0	0	市盈率	75.2	63.4	48.4	35.5	25.1
其他	(44)	(53)	(37)	(33)	(47)	市净率	24.7	8.8	7.8	6.7	5.5
筹资活动现金流	(7)	344	(37)	(33)	(47)	EV/EBITDA	48.3	46.4	34.7	26.2	18.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	58.4	49.0	39.3	28.7	20.1
现金净增加额	51	369	155	111	121						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn