

06626.HK 越秀服务

后起之秀，不断超越

2023年02月16日

买入 (首次)

市场数据

日期	2023.2.15
收盘价(港元)	4.92
总股本(百万股)	1522.03
流通股本(百万股)	1522.03
净资产(百万元)	3177.71
总资产(百万元)	5597.18
每股净资产(元)	1.98

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《越秀服务(06626.HK): 推出股票期权计划, 完善激励机制》20221231

《越秀服务(06626.HK): 市场拓展加速, 现金流充裕》20220813
《越秀服务(06626.HK): 规模稳步增长, 高毛利业务快速推进》20220304

《越秀服务(06626.HK): TOD业务高质量增长, 全域服务助力外拓》20210813

《越秀服务(06626.HK)新股点评: 股东资源丰富, 规模增长有保障》20210619

海外研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

孙钟涟

sunzhonglian@xyzq.com.cn

SAC: S0190521080001

请注意: 孙钟涟并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管的活动

投资要点

- **地产强则物管强:** 越秀服务 2021 年底从越秀地产分拆上市, 是行业的后起之秀。在房地产行业下行背景下, 越秀地产逆势扩张, 2022 年合约销售面积和金额分别为 414 万平米和 1250 亿元, 合约销售金额增速行业领先; 拿地金额 812 亿元, 占合约销售比例为 65%, 拿地强度行业领先。我们认为公司未来两年平均每年自越秀地产获取 400 万平米以上交付面积的确定性较高。
- **战略股东广州地铁赋能 TOD 业态:** 上市前, 公司通过收购广州地铁旗下物业管理公司获取 TOD 服务能力, 同时引入广州地铁作为公司的战略股东, 目前广州地铁持股 5.94%。我们认为随着广州地铁里程的增长, 将持续向公司注入 TOD 项目, 同时 TOD 业态的物管服务专业性强、门槛高, 独特的服务能力有利于公司在外拓过程中打开新的市场空间, 目前公司 TOD 业务已拓展至长沙、青岛、福州等地。
- **市场化的激励机制:** 2022 年 12 月 30 日, 公司推出股票期权计划, 首期授出 1522.03 万份股票期权予 39 名合资格参与者, 行权价格为 3.334 港元/股, 其中执行董事毛良敏和张劲各自获 104.88 万份股票期权, 其余 37 名高级管理层成员及核心雇员共授予 1312.27 万份股票期权。股票期权将分三批归属, 分别于授予日起计 24/36/48 个月后的首个交易日归属 33%/33%/34%, 归属条件中归母净利润 21~25 年 CAGR 约 15%。
- **现金充足, 等待行业整合机会:** 截至 2022H1, 公司在手现金约 42 亿元, 有资金实力通过收并购实现规模增长, 因此我们认为收并购将成为公司的股价催化剂之一。根据我们的测算, 在其他假设不变的情况下, 假设公司于 2023 年完成来自收购的新增在管面积为 3500 万平米, 则总在管面积达 1 亿平米, 2023 年公司归母净利润同比增速可达 24.7%。
- **“买入”评级, 目标价 6.6 港元:** 从剔除净现金的动态 PE 来看, 公司 2 月 15 日股价对应 2022/2023 年 ex-cash PE 为 5.6/4.8 倍, 低于国央企物管公司平均估值。我们认为基于公司国企背景、未来三年业绩增长的稳健性、现金流的健康度、管理层股权激励充足、有望通过收购带来业绩弹性等因素, 应给予公司一定估值溢价。首次覆盖给予“买入”评级。给予目标价 6.6 港元, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 21/18/16 倍, 对应 2022-2024 年 ex-cash PE 分别为 11/9/8 倍。

市场拓展及收并购不及预期, 应
收账款减值风险。

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,918	2,596	3,259	3,828
同比增长(%)	64.2	35.3	25.6	17.5
归母净利润(百万元)	360	411	484	551
同比增长(%)	80.6	14.4	17.6	13.9
毛利率(%)	35.0	30.3	29.1	28.3
ROE(%)	20.3	13.4	14.4	14.9
每股收益(元)	0.27	0.27	0.32	0.36
市盈率	15.9	15.8	13.5	11.8

来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

Buy

(Initiate)

Yuexiu Services (06626.HK)

Rising Star, Keep Exceeding

February 16, 2023

Property Management

Key Data

Feb. 15, 2023

Closing Price (HKD)	4.92
Total Shares (Mn)	1522.03
Shares Outstanding (Mn)	1522.03
Net Assets (CNY/Mn)	3177.71
Total Assets (CNY/Mn)	5597.18
BVPS(CNY)	1.98

Source: Wind, Industrial Securities Research Institute

Analyst

Jian Song

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Zhonglian Sun

sunzhonglian@xyzq.com.cn

SAC: S0190521080001

Notice: Zhonglian Sun is not license holders registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong.

- **If the real estate is strong, the property management is strong:** The rising star Yuexiu Services was listed from Yuexiu Property by the end of 2021. During the industry downturn, Yuexiu Property expands against the trend. The contracted sales GFA and amount in 2022 were 4.14 million sqm and 125 billion CNY respectively. Yuexiu Property's land acquisition reached 81.2 billion CNY, consisting of 65% of the contracted sales, which is leading in the industry. We think Yuexiu Services will acquire more than 4 million sqm from Yuexiu Property annually during next 2 years.
- **Strategic shareholder Guangzhou Metro empowers TOD business:** The firm obtained the ability of TOD services by acquiring the property management company controlled by Guangzhou Metro Corporation. At present, Guangzhou Metro holds 5.94% shares of Yuexiu Services. We think as the growth of mileages, Guangzhou Metro will provide more TOD projects. Meanwhile, the professional experience and customized services benefit the company's expansion. The company has expanded to Changsha, Qingdao and Fuzhou.
- **In 2022, the company launched a stock option plan with an initial grant of 15.22 million stock options to 39 eligible participants at exercise price of HK\$3.334 per share. Liangmin MAO and Jin ZHANG received 1.05 million stock options respectively. The remaining 37 employees were granted 13.12 million stock options. The stock options vest in three tranches of 33%/33%/34% on the first trading day after 24/36/48 months, respectively. The net profits attributable to shareholders should achieve 15% CAGR 2021-2025.**
- **Waiting for M&A with sufficient cash:** 2022H1, the company has 4.2 billion CNY cash in hand, implying strength to achieve scale growth through M&A. M&A can be the catalyst of share price. When other things being equal and the GFA under management from M&A will be 35 million sqm in 2023, the total GFA under management will reach 100 million sqm and the year over year growth of the net profit attributable to the shareholder will achieve 24.7% in 2023.
- **Initiate at "Buy", TP HKD 6.6:** The company's dynamic ex-cash PE in Feb 15th is 5.6/4.8 in 2022/2023. The company's valuation is lower than the average level of state-owned enterprises. Considering the state-owned background, the stable growth in next 3 years, the healthy cash flow, sufficient incentives and potential M&A, we valued the firm at a premium. We initiate coverage with "Buy", TP HKD 6.6, implying 21/18/16X PE in 2022/2023/2024 and 11/9/8X ex-cash PE in 2022/2023/2024, respectively.
- **Potential risks:** 1) Lower-than-expected contract sales of the parent company; 2) Expansion and M&A lower than expected; 3) Impairment risk of accountable receivables.

FY	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (Mn/CNY)	1,918	2,596	3,259	3,828
YoY (%)	64.2	35.3	25.6	17.5
Net Income Attributable to Shareholders (CNY/Mn)	360	411	484	551
YoY (%)	80.6	14.4	17.6	13.9
Gross Margin (%)	35.0	30.3	29.1	28.3
ROE (%)	20.3	13.4	14.4	14.9
EPS (CNY)	0.27	0.27	0.32	0.36
PE	15.9	15.8	13.5	11.8

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute

目 录

1、公司基本情况	5 -
1.1、公司发展历程	5 -
1.2、公司股权架构	7 -
2、多轮驱动，成长可期	8 -
2.1、规模加速增长期，有望落地收并购	8 -
2.2、独特的 TOD 服务能力，市场前景广阔	12 -
2.3、商业项目聚焦高端市场，盈利能力强	13 -
3、增值服务多元发展	14 -
4、财务分析	16 -
5、盈利预测与估值	18 -
6、风险提示	20 -

图 目 录

图 1、越秀服务发展历程	5 -
图 2、公司历年在管面积与合约面积	6 -
图 3、2022H1 公司在管面积业态构成	6 -
图 4、2022H1 公司全国布局	6 -
图 5、公司的股权结构（截至 2022H1）	7 -
图 6、越秀地产历年合约销售金额	8 -
图 7、越秀地产 2022 年合约销售金额增速	8 -
图 8、越秀地产历年合约销售面积	9 -
图 9、越秀地产销售目标完成度	9 -
图 10、越秀地产历年土地储备	10 -
图 11、2022H1 越秀地产土储区域布局	10 -
图 12、2022H1 公司合约面积区域布局	10 -
图 13、2022H1 公司在管面积区域布局	10 -
图 14、2022H1 越秀地产土储城市能级布局	10 -
图 15、2022H1 公司合约面积城市能级布局	10 -
图 16、公司历年在管面积业态分布	11 -
2022H1 公司合约面积业态分布	11 -
图 18、公司第三方外拓合约面积	11 -
图 19、2022H1 年新增合约面积业态布局	11 -
图 20、截至 2022H1 行业主要物管公司在手现金情况	12 -
图 21、历年商业项目在管及合约面积	13 -
图 22、2022H1 商业在管面积构成	13 -
图 23、公司历年写字楼平均物管费	14 -
图 24、公司写字楼历年平均出租率	14 -
图 25、非业主增值服务历年收入及占比	14 -
图 26、非业主增值服务毛利润及毛利率	14 -
图 27、公司社区增值服务营业收入	15 -
图 28、2022H1 主要物管公司社区增值服务收入占比	15 -
图 29、公司营收收入	16 -

图 30、2022H1 公司营业收入结构.....	- 16 -
图 31、公司非商业物业管理及增值服务营收结构.....	- 16 -
图 32、公司商业物业管理及运营服务营收结构.....	- 16 -
图 33、公司历年综合毛利率及分部毛利率	- 17 -
图 34、2022H1 公司毛利润结构	- 17 -
图 35、2022H1 主要物管公司管理+销售费用率	- 17 -
图 36、公司归母净利润和归母净利润率	- 17 -
图 37、2022H1 主要物管公司应收账款较 2021 年末增速.....	- 18 -
图 38、2022H1 主要物管公司经营性现金流净额.....	- 18 -

表目录

表 1、公司主营业务	- 5 -
表 2、股票期权计划归属条件	- 7 -
表 3、2022 年主要房企拿地情况一览	- 9 -
表 4、2022 年主要物管公司收并购	- 12 -
表 5、TOD 市场规模及预期增长率	- 13 -
表 6、中海物业停车位买卖业务概况	- 18 -
表 7、公司盈利预测假设	- 19 -
表 8、公司盈利预测结果（PE/PB 对应 2023 年 2 月 15 日收盘价）	- 19 -
表 9、2023 年来自收购的新增在管面积对归母净利润影响的分析（其他假设不变）	- 19 -
表 10、行业估值表（截至 2023.2.15）	- 20 -

1、公司基本情况

1.1、公司发展历程

越秀服务(下称“公司”)是一家深耕大湾区的综合型城市服务运营商,于2021年6月28日自越秀地产分拆上市。公司成立于1992年,起初为越秀地产于广州的项目提供物业管理服务。2003~2009年期间,公司开始向第三方提供服务,业态逐步拓展至公建、写字楼等非住领域。2011年起,公司开始向外扩张,业务拓展至华东、华中、西南及北方区域,形成全国化布局。2020年,公司收购广州地铁环境工程67%的股权及广州地铁物业管理67%的间接股权,成为拥有“地铁环境工程维护+地铁物业管理运营业务”的复合型物业管理公司。2022年公司荣获中指院颁发的“2022年中国物业服务上市公司综合实力TOP10”。

图 1

- 1992年 公司成立,开始为越秀地产于广州的项目提供物业管理服务
- 1995年 引入香港物业管理方法
- 2003年 开始向第三方的物业提供物业管理咨询服务
- 2007年 中标广东科学中心物业管理项目及开始向公共物业提供物业管理服务
- 2009年 为高层写字楼提供运营及物业管理
- 2011年 业务拓展至环渤海、长三角、中西部
- 2017年 成立了管理培训发展学院,向不同职位及有不同需要的员工提供各种培训课程及线上课程,包括管理技能提升、资格测试辅导及专业技能培训
- 2020年 获中指研究院认可,并名列2020中国物业服务百强企业第17位及2020中国物业服务百强服务质量领先企业第9位,并获颁2020中国高端物业服务领先品牌
越秀物业发展收购广州地铁环境工程67.0%股权及广州地铁物业管理67.0%间接股权
- 2021年 名列中指院2021年中国物业服务百强企业第16位
6月于港交所上市
- 2022年 荣获中指院2022年中国物业服务上市公司综合实力TOP10
斩获中国房地产报社“2022中国物业服务品牌影响力企业NO.7”

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

公司具备全业态、全客户、全服务的管理及运营能力:公司主营业务包括非商业和商业两大板块,非商业板块包括住宅、公建设施、城市轨道交通、地铁站及车辆段的物业管理及增值服务;商业板块主要为写字楼、购物中心和专业市场提供商业物业管理及运营服务。

表 1、公司主营业务

业态	业务	服务内容
非商业物业管理及增值服务	物业管理服务	提供清洁,安保,园艺以及维修和保养服务
	非业主增值服务	案场及示范单位管理以及交付前支持服务
		车位销售协助服务
		配套物业租赁服务
社区增值服务	社区增值服务	前期规划及设计咨询服务
		家居生活服务
		空间运营服务

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

商业物业管理及运营服务

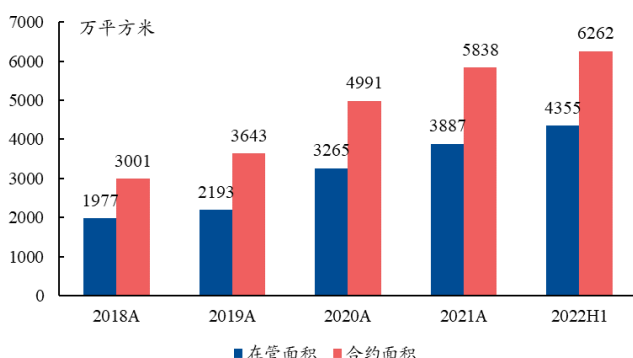
商业运营及管理服务
市场定位咨询及租户招揽服务

装修, 拎包入住服务
向业主, 房地产企业及租户提供商业管理服务
向业主, 房地产企业及租户提供其他增值服务
向房地产企业及业主提供市场定位及管理咨询服务
向房地产企业及业主提供租户招揽服务

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

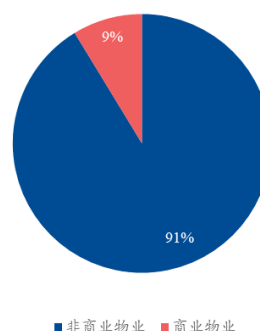
截至 2022H1, 公司在管面积为 4355 万平方米, 属于行业内中小型规模的物管公司; 合约面积为 6262 万平方米, 合约在管比为 1.4 倍, 项目储备充足; 从业态来看, 非商业物业和商业物业在管面积分别占比 91%和 9%。

图 2、公司历年在管面积与合约面积



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

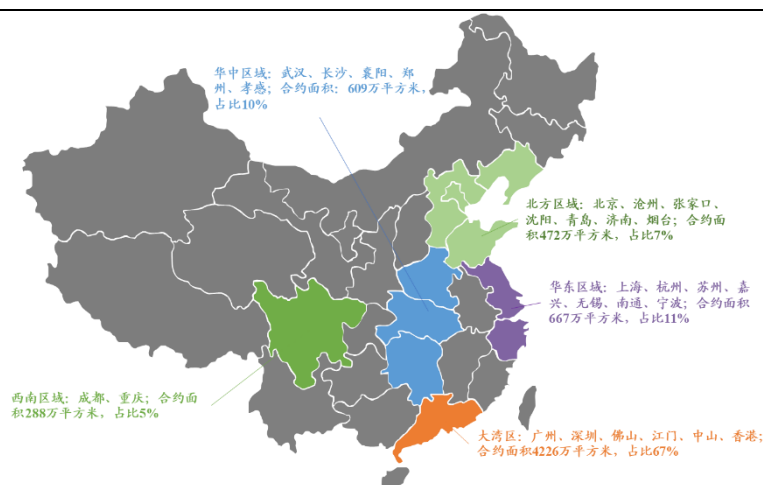
图 3、2022H1 公司在管面积业态构成



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

立足大湾区, 形成“1+4”区域布局: 公司区域布局和母公司越秀地产一脉相承, 凭借越秀地产在大湾区的影响力, 公司以广州为中心, 深耕大湾区, 同时布局华东、华中、北方和西南四大区域的核心经济圈。截至 2022H1, 公司位于大湾区、华东、华中、北方及西南区域的合约面积分别占比 67%、11%、10%、7%及 5%。

图 4、2022H1 公司全国布局

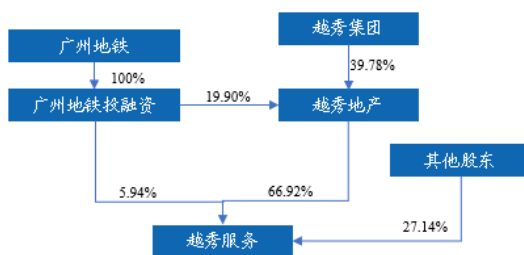


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司股权架构

“越秀地产+广州地铁”双国企背景：上市前，为了深化和广州地铁的战略合作，公司引入广州地铁作为战略股东，广州地铁通过广州地铁投融资平台持股 8.15%；公司控股股东越秀地产（00123.HK）持股 91.85%。上市后，广州地铁通过广州地铁投融资平台持有 5.94%的股份，公司控股股东越秀地产（00123.HK）持股 66.92%，剩余 27.14%的股份由其他公众股东持有。

图 5、公司的股权结构（截至 2022H1）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

推出股票期权计划，完善中长期激励机制：2022 年 12 月 30 日，公司推出股票期权计划，首期拟授出 1522.03 万份股票期权予 39 名合资格参与者，行权价格为 3.334 港元/股，其中执行董事毛良敏和张劲各自获 104.88 万份股票期权，其余 37 名高级管理层成员及核心雇员共授予 1312.27 万份股票期权。股票期权将分三批归属，分别于授予日起计 24/36/48 个月后的首个交易日归属 33%/33%/34%。从归属条件来看，公司重视现金流管理和盈利质量，同时追求业绩增长与股东回报，保持不低于行业平均的发展速度。

表 2、股票期权计划归属条件

考核指标	归属条件
扣非归母净资产收益率	2023/2024/2025 年扣非归母净资产收益率分别不低于 12.8%/12.9%/13.0%且要求不低于同行企业平均水平
扣非归母净利润增长率	2023/2024/2025 年扣非归母净利润较 2021 年分别增长 32%/52%/75%且要求增速不低于同行企业
应收账款周转率	2023/2024/2025 年应收账款周转率均不低于 4.2
现金股息比例	不低于公司最近一个完整财年的可供分派净利润的 30%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主要管理层：

公司董事会由 9 名董事组成，其中 3 名非执行董事、3 名执行董事、3 名独立非执行董事。3 名非执行董事分别为林峰、姚晓生和杨昭煊；3 名执行董事分别为张建国、毛良敏和张劲；3 名独立非执行董事分别为洪诚明、许丽君和陈元亨。公司的主要管理层如下：

林峰，公司董事局主席兼越秀地产副董事长、非执行董事及总经理，负责向董事会提供战略建议并就业务计划、战略发展及管理决策做出推荐意见。

张建国，公司执行董事兼执行总裁，负责监察公司的整体管理，业务战略（包括收购计划）的制定与实施。

毛良敏，公司执行董事兼常务副总裁，在物业管理方面拥有逾 20 年经验，负责公司的整体管理及物业管理服务。

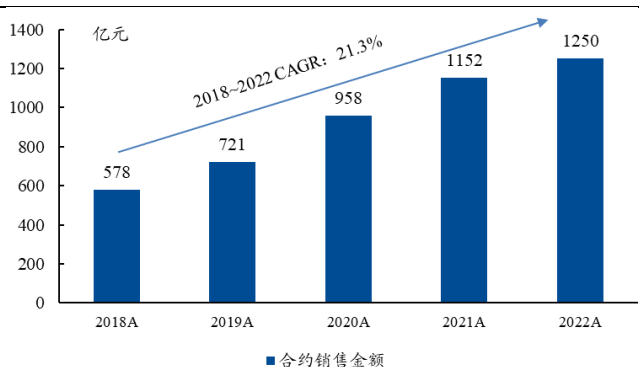
张劲，公司执行董事兼副总裁，负责公司整体管理与商业运营，曾任广州越秀怡城商业运营管理有限公司副总经理、广州白马商业经营管理有限公司总经理、广州越秀城建仲量联行物业服务有限公司副董事长。

2、多轮驱动，成长可期

加速增长期，有望落地收并购 2.1、

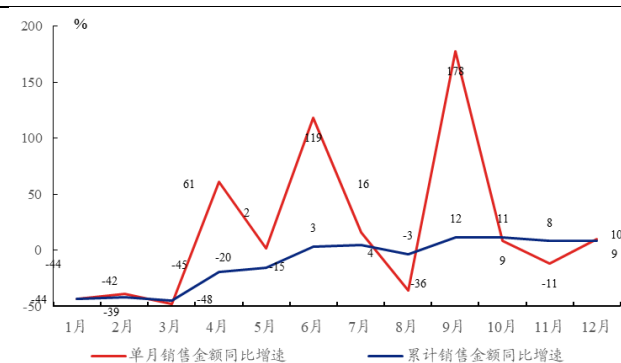
母公司合约销售逆势增长，未来两年交付确定性强：越秀地产 2018~2022 年合约销售跨越式增长，合约销售金额 CAGR 为 21.3%，合约销售面积 CAGR 为 10.6%。2022 年，越秀地产合约销售额达 1250 亿元，同比增长 9%，增速行业领先。因此，我们认为公司未来两年中平均每年自越秀地产获取 400 万平方米交付面积的确定性较高。

图 6、越秀地产历年合约销售金额



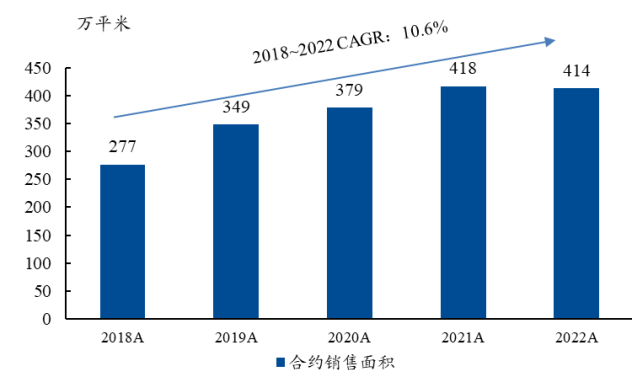
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、越秀地产 2022 年合约销售金额增速



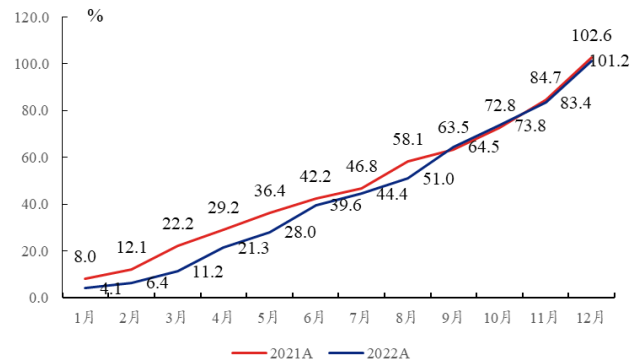
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、越秀地产历年合约销售面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、越秀地产销售目标完成度



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

母公司逆势扩张土储为越秀服务长期规模增长提供内生动力：2022 年，越秀地产拿地金额为 813 亿元，权益拿地金额为 415 亿元，拿地金额占销售的比重为 65%，我们认为越秀地产逆势扩张土储将为公司 2024 年及以后的规模增长提供了强劲的内生动力。

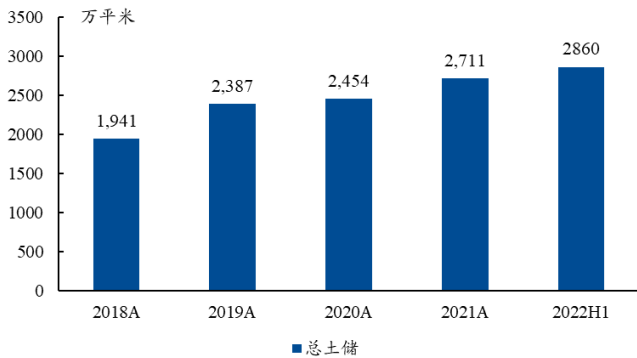
表 3、2022 年主要房企拿地情况一览

NO.	代码	上市公司	拿地金额 (亿元)	权益拿地金额 (亿元)	权益占比 (%)	土地成本 (元/平方米)	2022A 销售 额 (亿元)	拿地/销售 (%)
1	00123.HK	越秀地产	813	415	51%	11,874	1250	65%
2	01908.HK	建发国际	890	626	70%	17,652	1691	53%
3	01109.HK	华润置地	1,499	1,209	81%	13,597	3013	50%
4	001979.SZ	招商蛇口	1,284	767	60%	17,687	2926	44%
5	00688.HK	中国海外	1,159	971	84%	12,762	2948	39%
6	600048.SH	保利地产	1,614	1,085	67%	15,322	4573	35%
7	03900.HK	绿城中国	606	485	80%	16,033	2128	28%
8	00960.HK	龙湖集团	451	297	66%	11,629	2016	22%
9	02202.HK	万科企业	842	534	63%	13,073	4170	20%
10	00817.HK	中国金茂	277	194	70%	15,448	1550	18%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

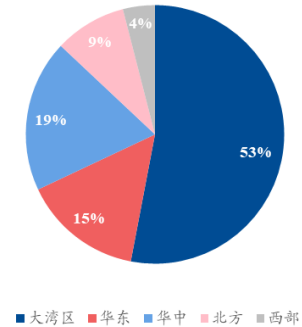
协同母公司深耕大湾区：截至 2022H1，越秀地产总土储中大湾区占比 53%，其余华中、北方及西南四大区域。受益于越秀地产“1+4”的土储区域布局，公司以广州为核心，深耕大湾区，截至 2022H1，公司位于大湾区的合约面积和在管面积占比分别为 67%和 68%。

图 10、越秀地产历年土地储备



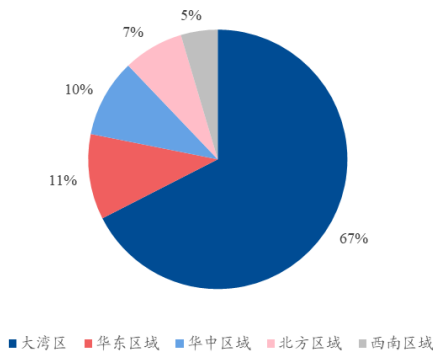
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2022H1 越秀地产土储区域布局



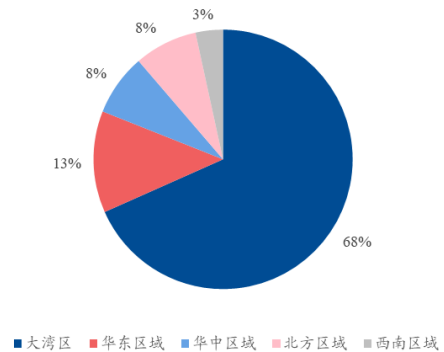
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2022H1 公司合约面积区域布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

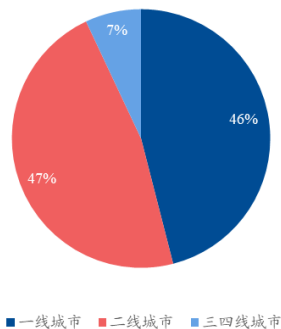
图 13、2022H1 公司在管面积区域布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

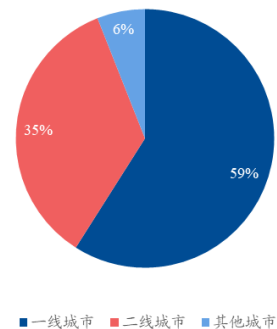
聚焦高能级一二线城市，收缴率稳定：受益于母公司的土储布局，公司业务主要集中在核心一二线城市，如上海、杭州、北京、武汉、长沙等。2022H1 母公司越秀地产土储中 93%位于一线及二线城市，与之相对应，公司 94%的合约面积位于一线及二线城市。高能级城市具有平均单价高且收缴率稳定的特点，截至 2022H1，公司住宅物管平均单价为 2.7 元/平方米/月，收缴率达 90.4%。

图 14、2022H1 越秀地产土储城市能级布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

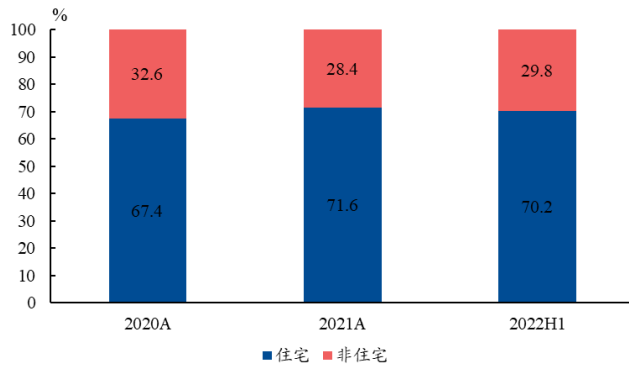
图 15、2022H1 公司合约面积城市能级布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

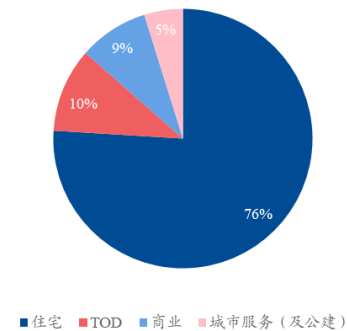
布局四大业态，综合服务能力强：公司不断完善“住宅+商业+大交通+城市服务”四大业态布局，其中商业业态包括写字楼和购物中心，大交通业态以 TOD 业务为主、城市服务包括医院、学校等公建服务，已形成标准化的服务体系且在细分领域均有标杆项目。截至 2022H1，公司在管面积中住宅和非住宅业态分别占比 70.2% 和 29.8%；合约面积中住宅和非住宅业态分别占比 76% 和 24%。

图 16、公司历年在管面积业态分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

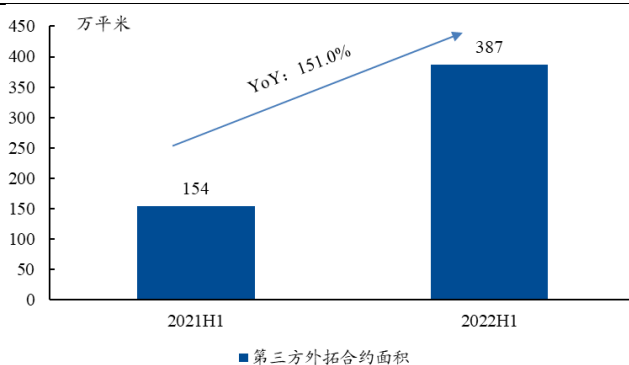
图 17、2022H1 公司合约面积业态分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

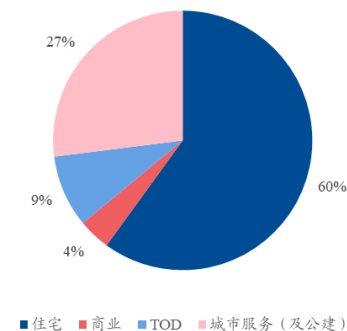
市场外拓起步晚、增长快：公司上市前以内部服务为主，外拓团队于 2021 年初组建，起步较晚但成长快，2022H1 公司第三方外拓面积同比增长 151% 达 387 万平方米。此外，公司外拓过程中在非住领域有较多突破，获取了中国移动广州商写项目、烟台西海岸医院、长沙地铁 6 号线等标杆项目。2022H1 公司新增合约面积达到 501 万平方米，其中住宅、商业、TOD 及城市服务（含公建）业态分别占比 60%、4%、9% 和 27%。

图 18、公司第三方外拓合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

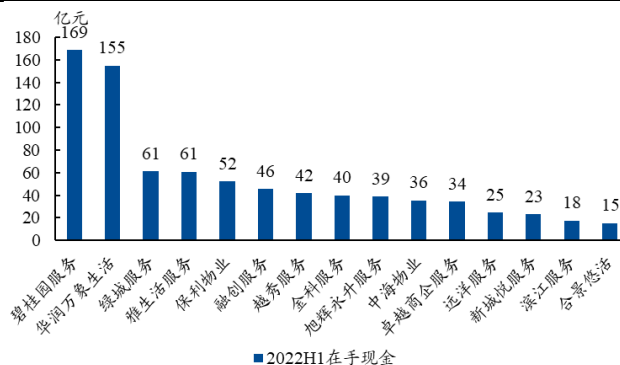
图 19、2022H1 年新增合约面积业态布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在手现金充裕，有望落地收并购：公司为国企背景，财务安全性高，截至 2022H1，公司在手现金 42 亿元，现金流充裕。公司也在积极寻找收并购标的，我们认为公司有望落地收并购。

图 20、截至 2022H1 行业主要物管公司在手现金情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、2022 年主要物管公司收并购

公司	日期	收购标的		股权 (%)	标的在管面积 (万平方米)
华润万象生活	1 月 5 日	禹洲物业	不高于 10.6 亿元，在管项目对价不超过 7.1 亿元	100%	2,101
	1 月 20 日	中南服务	不高于 22.6 亿元，在管项目对价不超过 9.9 亿元	100%	5,147
	9 月 28 日	祥生物业	不高于 10.37 亿元，扣除债务后在管项目对价不超过 4.86 亿元	100%	2,350
碧桂园服务	2 月 11 日	中梁百悦智佳	不高于 31.29 亿元，在管项目对价不超过 7.48 亿元	93.76%	3,500

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、独特的 TOD 服务能力，市场前景广阔

战略股东广州地铁持续注入 TOD 项目：上市前，公司以 2.82 亿元收购广州地铁环境工程的 67% 股权及广州地铁物业管理的 67% 的间接实际股权（通过广州地铁环境工程于广州地铁物业管理的股权间接持有），从而获取 TOD 项目的服务能力。公司既可每年从广州地铁获取 TOD 项目，也可以依托广州地铁丰富的经验及资

外拓。截至 2022H1，公司 TOD 在管面积为 657 万平方米，在管车辆段

/停车场 27 个以及在管地铁站 123 个。

服务能力受第三方认可，2022 年走出广州：2022 年是越秀服务 TOD 项目对外拓展的元年，在福州、长沙、青岛等地通过外拓方式获取了 TOD 项目。2 月，公司中标福州地铁二号线的车辆段、停车场管理服务，实现了 TOD 业务首次对外突破。6 月，公司中标长沙地铁六号线地铁车站、停车场物业管理服务，合同总额 3980 万元。7 月，公司中标青岛地铁 4 号线车站服务，合同总额 2251 万元，进一步拓展了公司 TOD 业务布局。

表 5、TOD 市场规模及预期增长率

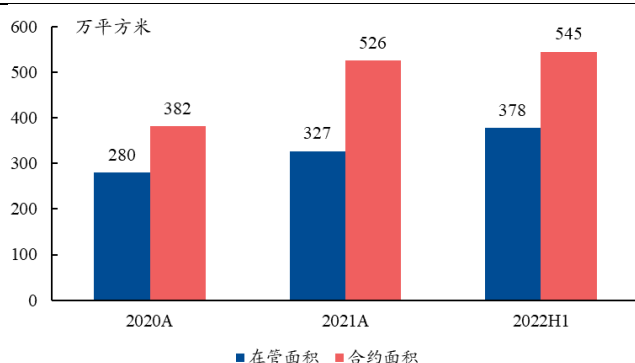
	2021A	十四五发展规划	里程预期 CAGR
全国 TOD 市场（公里）	8708	2025 年轨道交通里程预期达到 10000 公里	2021~2025: 3.5%
公司目前主要布局城市 TOD 市场			
广州 TOD 市场（公里）	590	2025 年轨道交通里程达到 900 公里	2021~2025: 11.1%
长沙 TOD 市场（公里）	161.6	2026 年长沙轨道交通运营总里程超过 300 公里	2021~2026: 13.2%
福州 TOD 市场（公里）	58.4	2025 年城市轨道交通规模突破 200 公里	2021~2025: 36.0%
青岛 TOD 市场（公里）	293.1	2025 年轨道交通总里程 364 公里	2021~2025: 5.6%

资料来源：公司公告，广州、福州、青岛“十四五”交通运输发展规划，交通运输部《2021 年 12 月城市轨道交通运营数据速报》，兴业证券经济与金融研究院整理 注：长沙市轨道交通发展规划以 2026 年为节点。

2.3、商业项目聚焦高端市场，盈利能力强

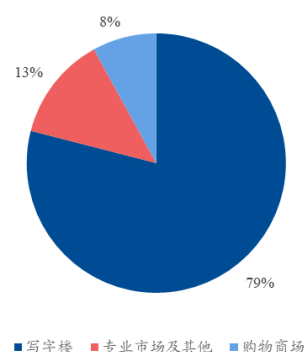
商业项目以写字楼为主，未来重点拓展高端写字楼：截至 2022H1，公司商业项目在管面积为 378 万平方米，同比增长 15.6%，其中写字楼、专业市场、购物中心分别占比 79%、13%和 8%。公司兼具商业物业管理和运营能力，租户资源丰富，未来将重点拓展高端写字楼项目，项目盈利能力有保障

图 21、历年商业项目在管及合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、2022H1 商业在管面积构成

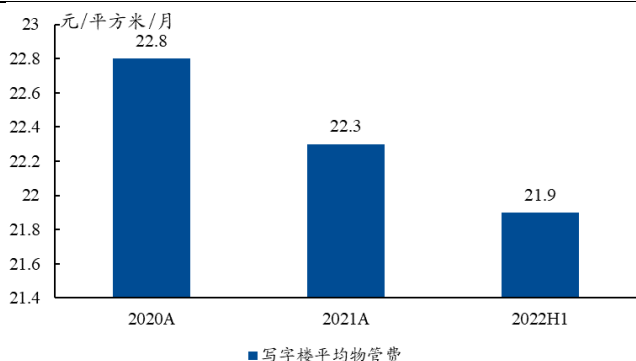


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

写字楼平均物管费高于行业平均，盈利能力强：根据观点指数研究院统计，公司年度中国商业地产 TOP100 榜单第 14 位、2022 年度中国商办运营商表

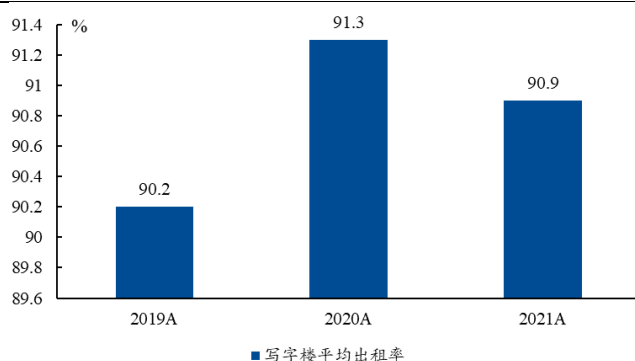
现 TOP18，公司管理运营能力受市场认可。因此公司的写字楼物业服务具有比较高的服务溢价，2021 年公司写字楼业务平均物管费为 22.3 元/平方米/月，而根据中指院统计，2021 年百强物业服务企业办公物业平均物业管理费为 6.98 元/平方米/月，越秀服务写字楼物业管理费远高于平均水平。从出租率来看，公司写字楼历年出租率维持 90%以上水平，得益于公司积累的商户资源及运营服务能力。

图 23、公司历年写字楼平均物管费



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、公司写字楼历年平均出租率

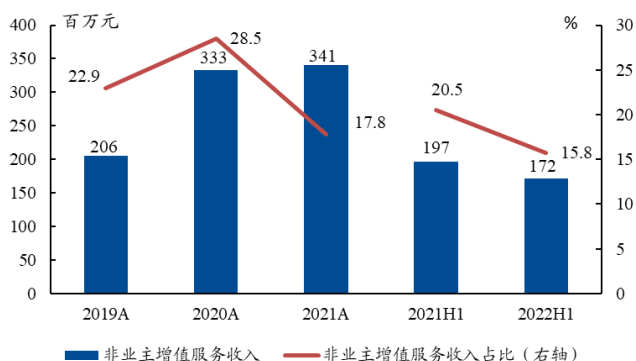


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、增值服务多元发展

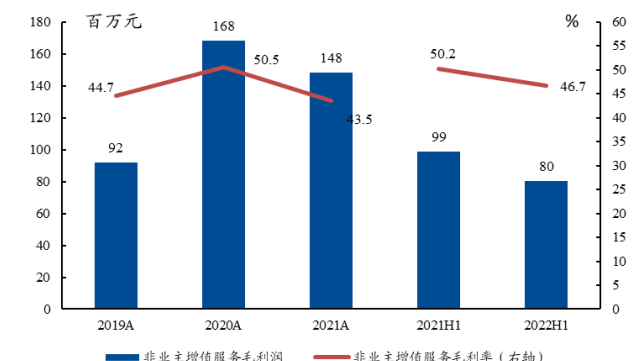
非业主增值服务受房地产周期影响较大，预计收入占比将保持下降趋势：公司非业主增值服务主要包括早介服务、承接查验服务、交付服务以及案场服务，均和地产的销售、交付高度相关。受停车位代理销售业务同比下降影响，2022H1 公司非业主增值服务收入同比下降 12.6% 至 1.71 亿元，对应毛利率为 46.7%，毛利润为 0.8 亿元，毛利占比下降 6 个百分点至 23%。在房地产行业处于周期底部但公司其他非周期性相关业务保持增长的情况下，我们预计公司非业主增值服务收入占比将保持下降趋势。

图 25、非业主增值服务历年收入及占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、非业主增值服务毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盘活越秀地产尾盘资源，试水车位包销业务：2022 年 12 月 30 日，公司公告以约 1040 万元收购越秀地产位于武汉市江岸区越秀星汇君泊的 208 个停车位使用权。越秀星汇君泊停车位配比率仅为 0.59 且入住率不断上升中，业主对于停车位需求将持续增长，停车位去化确定性较高。

车位包销业务潜在空间大：参考中海物业停车位买卖业务 2021 年关联交易上限共计 9 亿港元，车位尾盘资源对应 1.03 万亿总货值(不含已售未结)占比约 0.075%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

我们认为越秀地产土储货值（不含已售未结）已超 3500 亿元，假设车位尾盘资源占比 0.05% 则对应货值超 1.75 亿元量级；若假设车位尾盘去化周期为 5 年、毛利率 30%，则平均每年车位包销业务可贡献收入超 5000 万元，补强公司盈利能力。

● 假设条件：

车位尾盘货值占比=0.05%；去化周期=5 年；毛利率=30%。

● 计算公式：

车位尾盘货值=车位尾盘货值占比*土储总货值；

平均每年车位包销收入=（车位尾盘货值/去化周期）/（1-毛利率）

表 6、中海物业停车位买卖业务概况

中海物业停车位关联交易年度上限 (百万港币)	2019A	2020A	2021A	2022H1
中国海外发展（不含中国海外宏洋）	300.0	500.0	600.0	600.0
中国海外宏洋	-	400.0	300.0	300.0
中海物业停车位关联交易实际支付额 (百万港币)	2019A	2020A	2021A	2022H1
中国海外发展（不含中国海外宏洋）	181.4	141.7	454.6	36.9
中国海外宏洋	-	101.3	101.5	60.7

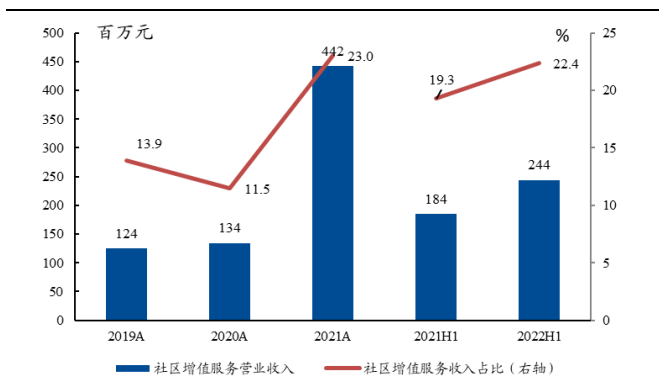
截至 2021 年末，中国海外发展（含中国海外宏洋）总货值约 1.03 万亿元（不含已售未结），关联交易上限约占总货值的 0.075%

中海物业停车位买卖业务	2019A	2020A	2021A	2022H1
中海物业停车位买卖收入（百万港元）	9.6	19.3	230.8	107.6
占总收入比例	0.2%	0.3%	2.4%	1.9%
停车位买卖业务毛利率	44.6%	23.8%	29.3%	29.7%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

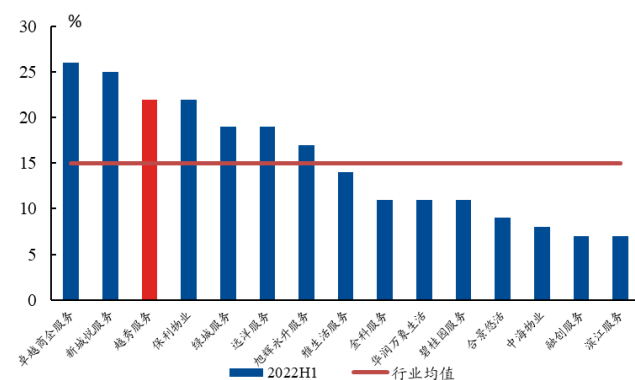
公司积极完善社区增值业务体系，预计收入占比将不断提升：公司上市后开始完善社区增值服务产品体系，主要包括社区商业全链条运营服务、美居服务、到家服务以及社区零售等，目前公司仍在打造产品和服务体系的阶段，随着商业模式的成熟和渗透率提高，预计社区增值服务收入占比将不断提升。2022H1 公司社区增值服务收入同比增长 32.2% 至 2.44 亿元，收入占比同比增长 3.1 个百分点至 22.4%。

图 27、公司社区增值服务营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2022H1 主要物管公司社区增值服务收入占比

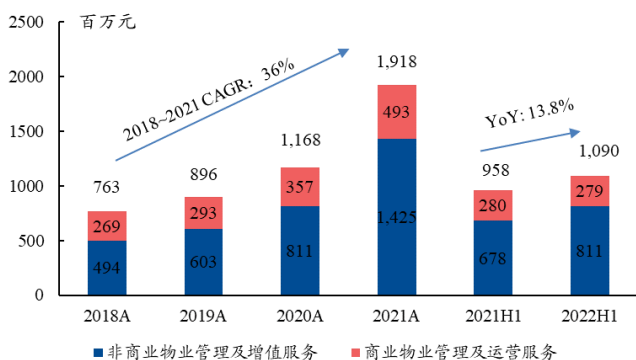


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、 财务分析

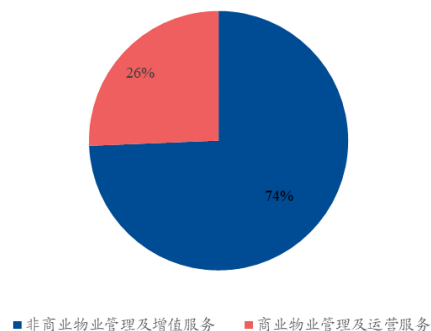
经营业绩稳健增长：2022H1 公司营业收入为 10.9 亿元，同比增长 13.8%；其中主营业务非商业物业管理及增值服务和商业物业管理及运营服务的营收分别占比 74%和 26%。

图 29、公司营收收入



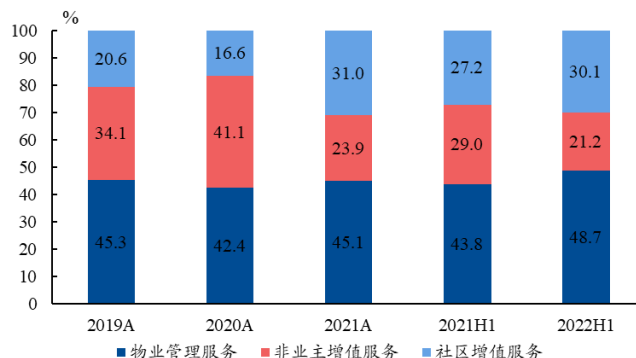
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、2022H1 公司营业收入结构



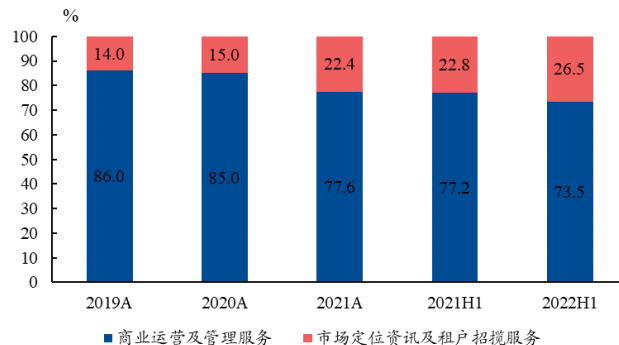
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、公司非商业物业管理及增值服务营收结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、公司商业物业管理及运营服务营收结构

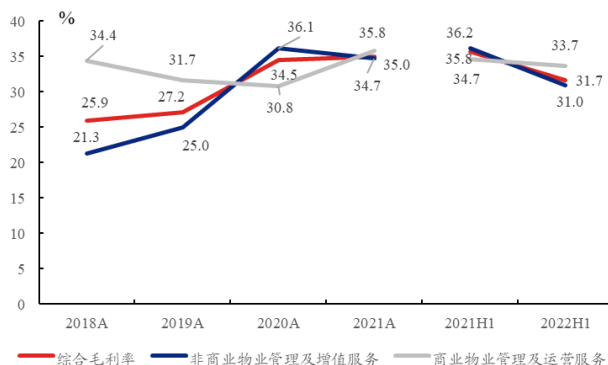


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

下降：2022H1，公司综合毛利润为 3.5 亿元，综合毛利率为 31.7%，

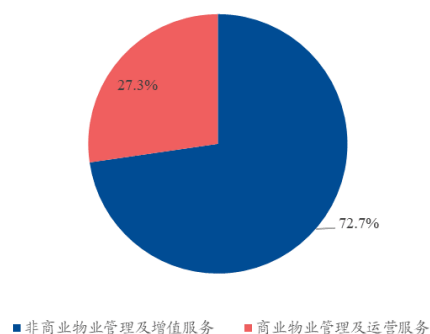
同比下降 4.1 个百分点；其中物业管理服务毛利率为 20%，同比下降 4.5 个百分点，主要因服务品质上升导致成本投入增加、以及毛利率略低的外拓项目增加。从毛利润结构来看，2022H1 非商业物业管理及增值服务和商业物业管理及运营服务毛利润占比分别为 72.7%和 27.3%。

图 33、公司历年综合毛利率及分部毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、2022H1 公司毛利润结构

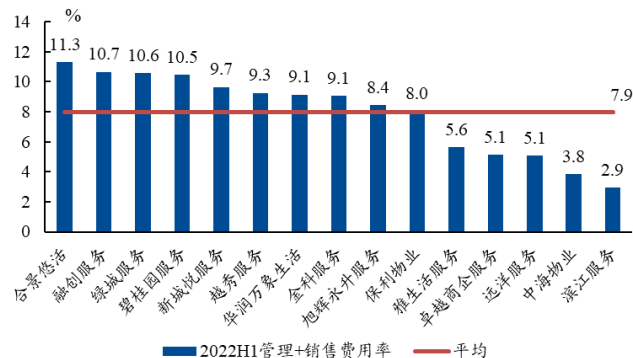


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

随着规模效应增强，公司费用率仍有下降空间：2022H1，公司管理+销售费用率为 9.3%，略高于行业平均水平。我们认为公司目前规模较小，随着在管面积的增降本增效措施的落地，公司费用率仍有下降空间。

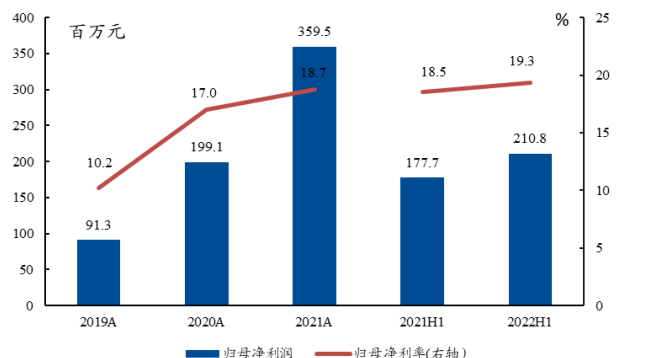
公司归母净利润率整体稳定：2022H1，公司归母净利润为 2.1 亿元，归母净利率为 19.3%，同比增加 0.8 个百分点。

图 35、2022H1 主要物管公司管理+销售费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

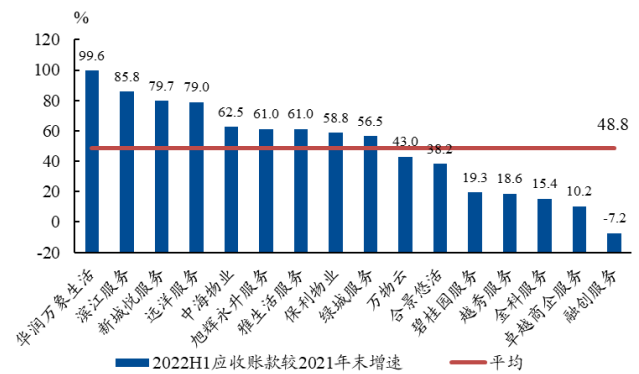
图 36、公司归母净利润和归母净利润率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

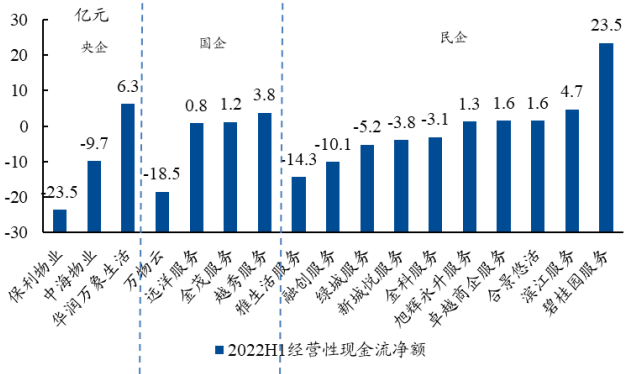
公司资产负债表健康，安全性高：公司风险管控能力强，截至 2022H1，公司应收账款较 2021 年末增长 18.6%，远低于行业平均水平；公司经营性现金流净额达 3.8 亿元，体现公司盈利质量高且财务安全性强。

图 37、2022H1 主要物管公司应收账款较 2021 年末增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、2022H1 主要物管公司经营性现金流净额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与估值

● 盈利预测

我们认为母公司土储和销售均逆势增长，未来三年越秀地产交付给越秀服务的在管面积将保持稳健。同时，公司兼具“住宅+商业+大交通+城市服务”四大业态服务能力，市场拓展能力快速提升，预计未来三年来自市场拓展的在管面积将保持稳中有增。我们预计公司 2022-2024 年在管面积分别为 5387、6997 和 8662 万平方米；营业收入为别为 25.96 亿元、32.59 亿元和 38.28 亿元，分别同比增长 35.3%、25.6%和 17.5%；归母净利润分别为 4.11 亿元、4.84 亿元和 5.51 亿元，分别同比增长 14.4%、17.6%和 13.9%。

表 7、公司盈利预测假设

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
在管面积（万平方米）	3,887	5,387	6,997	8,662
非商业物业	3560	5010	6560	8160
			437	502
非商业物业管理及增值服务收入（亿元）	14.3	20.9	26.7	31.6
同比增长率	75.7%	46.8%	27.8%	18.2%
毛利率	34.7%	29.7%	28.3%	27.3%
商业物业管理及运营服务收入（亿元）	4.9	5.0	5.9	6.7
同比增长率	38.2%	2.2%	16.5%	13.9%
毛利率	35.8%	33.0%	33.1%	32.9%
管理费用/营业收入	8.4%	8.2%	8.0%	7.8%
实际税率	29.5%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、公司盈利预测结果（PE/PB 对应 2023 年 2 月 15 日收盘价）

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,918	2,596	3,259	3,828
增长率	64.2%	35.3%	25.6%	17.5%
营业利润(百万元)	504	592	694	789
增长率	66.5%	17.5%	17.3%	13.7%
归母净利润(百万元)	360	411	484	551
增长率	80.6%	14.4%	17.6%	13.9%
最新摊薄每股收益(元)	0.27	0.27	0.32	0.36
每股净资产(元)	1.93	2.10	2.31	2.54
动态市盈率(倍)	15.9	15.8	13.5	11.8
市净率(倍)	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

● 股价表现催化剂

收并购驱动规模增长：截至 2022H1，公司账上现金约 42 亿元，有资金

实力通过收并购实现规模增长，因此我们认为收并购将成为公司的股价催化剂之一。根据我们的测算，在其他假设不变的情况下，假设公司于 2023 年完成来自收购的新增在管面积为 3500 万平米，则总在管面积达 1 亿平米，2023 年公司归母净利润同比增速可达 24.7%。

表 9、2023 年来自收购的新增在管面积对归母净利润影响的分析（其他假设不变）

2023E 来自收购新增在管面积 (万平米)	2023E 归母净利润同比增速 (%)	2023E 在管面积 (万平米)
0	17.6	6,997
1,000	19.6	7,997
2,000	21.6	8,997
3,000	23.6	9,997
3,500	24.7	10,497
4,000	25.7	10,997

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

投资建议

从剔除净现金的动态 PE 来看，公司 2 月 15 日股价对应 2022/2023 年 ex-cash PE 为 5.6/4.8 倍，低于国央企物管公司平均估值。我们认为基于公司国企背景、未来三年业绩增长的稳健性、现金流的健康度、管理层股权激励充足、有望通过收购带来业绩弹性等因素，应给予公司一定估值溢价。首次覆盖给予“买入”评级。给予目标价 6.6 港元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 21/18/16 倍，对应 2022-2024 年 ex-cash PE 分别为 11/9/8 倍。

表 10、行业估值表（截至 2023.2.15）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS (人民币元)			PE			ex-cash PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
央企												
01209.HK	华润万象	42.45	969	0.76	0.97	1.28	48.9	37.9	28.9	40.2	31.1	23.8
06049.HK	保利物业	50.50	279	1.53	1.94	2.42	28.7	22.6	18.1	22.6	18.3	14.6
02669.HK	中海物业*	9.75	320	0.30	0.40	0.52	32.6	24.5	18.7	29.4	22.1	16.9
06626.HK	越秀服务	4.92	75	0.27	0.27	0.32	15.9	16	13	6.4	5.6	4.8
02602.HK	万物云	45.40	535	1.65	1.76	2.25	23.9	22.5	17.6	22.4	18.7	14.0
00816.HK	金茂服务	4.60	42	0.22	0.45	0.61	18.2	8.9	6.5	13.2	6.7	4.5
	平均						28.0	22.0	17.2	22.4	17.1	13.1
民企												
02869.HK	绿城服务	5.30	171	0.26	0.21	0.27	17.6	21.7	16.9	10.6	13.0	10.1
01755.HK	新城悦服务	7.17	62	0.62	0.47	0.70	10.1	13.3	8.9	5.9	7.6	5.1
06098.HK	碧桂园服务	16.24	548	1.28	1.79	2.09	11.0	7.9	6.8	8.1	5.8	5.0
03316.HK	滨江服务	26.65	74	1.17	1.70	2.35	19.9	13.6	9.9	14.4	10.9	8.0
01516.HK	融创服务	3.35	102	0.41	-0.10	0.45	7.1	-27.9	6.5	3.4	-13.5	3.1
01995.HK	旭辉永升服务	3.53	62	0.37	0.44	0.54	8.3	7.0	5.7	2.5	2.0	1.6
09666.HK	金科服务	12.56							7.1	3.0	4.3	3.6
06668.HK	星盛商业	1.96	20	0.18	0.21	0.26	9.2	8.1	6.6	2.3	2.0	1.6
09909.HK	宝龙商业	5.66	36	0.69	0.75	0.97	7.1	6.6	5.1	-1.0	-1.0	-0.8
06989.HK	卓越商企服务	3.98	49	0.42	0.51	0.62	8.3	6.8	5.6	1.5	1.2	1.0
03319.HK	雅生活服务	8.45	120	1.67	1.60	1.84	4.4	4.6	4.0	1.9	2.0	1.8
03913.HK	合景悠活	1.60	32	0.33	0.30	0.35	4.2	4.6	4.0	2.9	3.2	2.8
	平均						16.3	12.1	10.9	11.2	8.3	7.1
	整体平均						15.7	11.5	10.6	10.5	7.8	6.8

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*中海物业为港币报表，黑体为预测

6、风险提示

（1）母公司合约销售表现不及预期

母公司合约销售下行将从两个方面影响公司的经营基本面。1)销售下行将导致公司来自越秀地产新增在管面积低于预期，公司未来的规模增长承压。2)销售下行将导致越秀地产现金回款承压，进而令公司关联交易业务承压。

（2）市场拓展及收购不及预期

公司市场拓展及收购不及预期的影响体现在：1)市场拓展不及预期将令在管面积规模增速放缓，进而导致核心业务基础物管收入表现不及预期。2)公司收购不及预期将导致公司业绩增长缺乏弹性空间。

（3）应收账款减值风险

公司规模快速增长的同时，应收账款快速增长，若收缴情况或并购标的表现不及预期，应收账款将产生减值。

附表

资产负债表				
单位: 百万元人民币				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,641	5,322	5,993	6,603
货币资金	3,814	4,315	4,848	5,373
应收账款	795	961	1,086	1,160
其他应收款	1	1	2	2
其他流动资产	31	44	56	67
非流动资产	490	486	484	484
物业及设备	39	42	43	44
使用权资产	54	47	44	43
无形资产	346	346	346	346
递延所得税资产	10	10	10	10
其他	41	41	41	41
资产总计	5,131	5,809	6,477	7,086
流动负债	1,543	1,797	1,993	2,104
贸易应付款项	1,302	1,507	1,650	1,716
借贷	0	0	0	0
租赁负债	35	35		
合同负债	159	208	261	306
其他	46	46	46	46
非流动负债	498	644	790	915
合同负债	425	571	717	842
借贷	0	0	0	0
递延所得税负债	53	53	53	53
租赁负债	20	20	20	20
负债合计	2,041	2,440	2,782	3,019
股本	2,543	2,543	2,543	2,543
其他储备	-367	-367	-367	-367
留存收益	756	1,023	1,337	1,695
非控股股东权益	159	169	182	196
股东权益合计	3,090	3,368	3,695	4,067
负债及权益合计	5,131	5,809	6,477	7,086

现金流量表				
单位: 百万元人民币				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	524	562	661	753
折旧和摊销				
财务费用	4	0	0	0
所得税开支	174	141	165	188
营运资金的变动	550	219	204	152
经营活动产生现金流量	998	679	736	752
投资活动产生现金流量	138	-34	-34	-34
融资活动产生现金流量	1,689	-144	-169	-193
现金净变动	2,825	501	533	525
现金的期初余额	995	3,803	4,305	4,838
现金的期末余额	3,803	4,305	4,838	5,363

利润表				
单位: 百万元人民币				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,918	2,596	3,259	3,828
成本	1,248	1,808	2,310	2,746
毛利润	671	787	949	1,082
行政开支	161	213	261	299
金融资产减值损失净额	161	213	261	299
其他收入	14	10	10	10
其它(损失)/收益净额	16	11	0	0
经营利润	504	592	694	789
财务费用	20	29	32	36
税前利润	524	562	661	753
所得税	155	141	165	188
净利润	370	422	496	565
归母净利润	360	411	484	551
EPS(元)	0.27	0.27	0.32	0.36

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性(%)				
营业收入增长率	64.2	35.3	25.6	17.5
经营利润增长率	66.5	17.5	17.3	13.7
归母净利润增长率	80.6	14.4	17.6	13.9
盈利能力(%)				
毛利率	35.0	30.3	29.1	28.3
归母净利率	18.7	15.8	14.8	14.4
ROE	20.3	13.4	14.4	14.9
偿债能力				
资产负债率(%)	39.8	42.0	43.0	42.6
流动比率	3.0	3.0	3.0	3.1
营运能力(次)				
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收帐款周转率	2.4	2.7	3.0	3.3
每股资料(元)				
每股收益	0.27	0.27	0.32	0.36
每股净资产	1.93	2.10	2.31	2.54
估值比率(倍)				
PE	15.9	15.8	13.5	11.8
PB	2.2	2.0	1.9	1.7

海外公司深度研究报告

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与温州名城建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、如皋市经济贸易开发有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、台州市黄岩经济开发集团有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、长沙先导投资控股集团有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、龙口市城乡建设投资发展有限公司、集友银行有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、郑州地产集团有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、北海投资(BVI)有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、广州开发区投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co., Ltd.、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、成都经开产业投资集团有限公司、临沂城市发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团有限公司、溧源国际有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited.、南洋商业银行有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、珠海华发集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、中原证券股份有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、周口市城建投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、淮南市投资控股集团有限公司、丹阳投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、江苏泉开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、环龙控股有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、蓝博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、建发物业发展集团有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、旷世控股有限公司、Taishan City Investment Co., Ltd.、益阳市赫

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国新控股有限责任公司、国晶资本（BVI）有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国国际金融（国际）有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际投资集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见或独立咨询专业机构，本公司不承担任何因使用本报告而产生的任何责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
传真：（852）35095929
邮箱：ir@xyzq.com.hk