

2019年09月11日

房地产 | 物业管理和服务

强烈推荐（维持）

中期业绩符合预期

目标股价：1.24 港元

当前股价：0.69 港元

中奥到家 01538.HK

#### 基础数据

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| 流通市值（百万港元）                    | 564.2 |
| 企业价值（百万港元）                    | 218.8 |
| 账面价值（百万港元）                    | 688.6 |
| 发行股份（百万股）                     | 817.6 |
| 公众持股比例（%）                     | 27.74 |
| 近3月平均日交易量（百万港元）               | 00.78 |
| 主要股东持股比例（%）                   |       |
| 启昌国际有限公司                      | 53.73 |
| Central Oscar Holding Limited | 11.53 |

#### 股价表现（%）

|             | 1M       | 3M   | 12M   |
|-------------|----------|------|-------|
| 相对表现        | -4.08    | 8.08 | -3.63 |
| 绝对表现        | -1.45    | 4.62 | -8.32 |
| 近12月最高价(港元) | 19-03-05 | 0.95 |       |
| 近12月最低价(港元) | 19-08-29 | 0.58 |       |

#### 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、《中奥到家 01538.HK：坐看云起时》  
2019-08-23

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

联系人 丁希璞

852-25105555

dingxipu@cric.com

- **维持强烈推荐,目标价 1.24 港元/股。**近期我们和中奥到家的管理层就公司的中期业绩进行了沟通,并对预测进行相应调整。我们的新预测表明公司将于 2019、2020 年分别实现每股净利润 0.15 港元/股、和 0.18 港元/股,比之前的预测分别提升了 5.7%和 14.2%。同时,公司上半年并购了辉煌置业、辉煌房地产和苏州建屋导致负债水平上升,我们相应降低了对净现金的预测。基于新预测,中奥到家当前的估值在 4.7x2019 PE 和 3.9x2020 PE,远低于港股上市的物业公司平均 15.3x 2019 PE 和 11.3x2020 PE 的水平。我们重申每股 1.24 港元的目标价,并维持强烈推荐的评级。
- **2019H1 业绩符合预期。**2019H1 中奥到家实现收入 6.56 亿元,同比增长 31.6%;归母净利润 5,218.2 万元,同比增长 10.8%。公司上半年收入和净利润分别完成我们原全年预测的 58.7%和 51.9%,符合我们的预期。
- **在管面积增速低于原预期,但物管费高于原预期。**2019H1 中奥到家新增在管面积 160 万平方米,较 2018 年底上涨 2.8%。从完成进度上看,新增在管面积占原预测全年新增面积的 30.8%。这主要是由于并购的同时,公司继续清退收益不理想的物业,导致在管面积的净增面积低于我们的预期。2019H1 公司物管费为 2.05 元/月/平方米,高于我们之前 1.81 元/月/平方米的全年预测。由于公司上半年新收购并表的物业收费水平较高,进而提升了物管业务的整体盈利能力。
- **2019H1 负债有所上升。**由于并表多家收购标的,中奥到家 2019H1 的长期及短期负债合计较 2018 年底增长了 9,621.0 万元。同时,公司确认增加商誉约 1 个亿。基于此,我们预测公司 2019 年、2020 年底分别实现净现金 1.43 亿元和 1.18 亿元,较原预测降低了 51.2%和 59.6%。
- **风险提示:**收购后整合出现问题,发生大规模不续约情况。

| 会计年度（百万元）     | 2016   | 2017  | 2018    | 2019E   | 2020E   |
|---------------|--------|-------|---------|---------|---------|
| 主营收入          | 635.1  | 977.6 | 1,023.0 | 1,237.2 | 1,439.1 |
| 折旧摊销息税前经营性利润  | 36.9   | 182.5 | 181.6   | 233.8   | 271.4   |
| 经营性利润         | 26.8   | 156.2 | 156.3   | 189.8   | 220.0   |
| 净利润           | (6.4)  | 90.5  | 96.1    | 106.4   | 128.5   |
| 每股收益（港元）      | (0.01) | 0.13  | 0.14    | 0.15    | 0.18    |
| 每股经营性现金流（港元）  | 0.11   | 0.20  | 0.08    | 0.17    | 0.19    |
| 每股股息（港元）      | 0.00   | 0.05  | 0.03    | 0.03    | 0.03    |
| 每股净资产（港元）     | 0.66   | 0.78  | 0.89    | 0.99    | 1.16    |
| 市盈率 (x)       | N.A.   | 5.3   | 4.9     | 4.7     | 3.9     |
| 市现率 (x)       | 6.5    | 3.5   | 8.3     | 4.1     | 3.6     |
| 派息率 (%)       | 0.0    | 7.1   | 3.7     | 3.9     | 4.7     |
| 市净率 (x)       | 1.0    | 0.9   | 0.8     | 0.7     | 0.6     |
| EV/sales (x)  | 0.3    | 0.2   | 0.2     | 0.2     | 0.1     |
| EV/EBITDA (x) | 5.2    | 1.1   | 1.1     | 0.8     | 0.7     |
| EV/EBIT (x)   | 7.2    | 1.2   | 1.2     | 1.0     | 0.9     |

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<br>会计年度,<br>百万人民币    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E     |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入                     | 635.1   | 977.6   | 1,023.0 | 1,237.2 | 1,439.1   |
| 营业成本                     | (478.4) | (680.7) | (740.9) | (865.1) | (1,005.4) |
| 毛利润                      | 156.7   | 296.8   | 282.1   | 372.1   | 433.6     |
| 销售及管理费用                  | (129.9) | (140.7) | (125.8) | (182.3) | (213.7)   |
| 税息折旧及摊销前利润               | 36.9    | 182.5   | 181.6   | 233.8   | 271.4     |
| 折旧                       | 10.0    | 26.4    | 25.3    | 43.9    | 51.4      |
| 息税前利润                    | 26.8    | 156.2   | 156.3   | 189.8   | 220.0     |
| 净利息费用                    | (4.7)   | (9.5)   | (1.8)   | (8.9)   | (5.2)     |
| 应占联营公司损益                 | 2.1     | 2.5     | 2.9     | 2.9     | 2.9       |
| 其他收入                     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0       |
| 税前利润                     | 22.1    | 146.7   | 154.5   | 180.9   | 214.8     |
| 所得税                      | (27.6)  | (49.9)  | (50.4)  | (59.7)  | (70.9)    |
| 少数股东权益                   | 3.0     | 8.7     | 10.9    | 17.7    | 18.3      |
| 归母净利润                    | (6.4)   | 90.5    | 96.1    | 106.4   | 128.5     |
| 股利                       | 0.0     | (34.4)  | (17.4)  | (19.2)  | (23.1)    |
| 留存收益                     | (6.4)   | 56.1    | 78.7    | 87.3    | 105.3     |
| 核心业务数据<br>会计年度,<br>百万人民币 | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E     |
| 合约面积 (百万平方米)             | 60.0    | 66.7    | 70.5    | 76.0    | 80.8      |
| 在管面积 (百万平方米)             | 44.6    | 54.6    | 56.9    | 58.3    | 60.6      |
| 物业管理服务收入占比(%)            | 88.1    | 93.2    | 92.7    | 82.7    | 79.4      |
| 包干制收入占比(%)               | 93.0    | 95.0    | 99.0    | 99.0    | 99.0      |
| 住宅类收入占比(%)               | 84.8    | 87.5    | 87.0    | 87.0    | 87.0      |
| 毛利率(%)                   | 24.7    | 30.4    | 27.6    | 30.1    | 30.1      |
| 息税折旧摊销前利润率(%)            | 5.8     | 18.7    | 17.8    | 18.9    | 18.9      |
| 息税前利润率(%)                | 4.2     | 16.0    | 15.3    | 15.3    | 15.3      |
| 净利率(%)                   | (1.0)   | 9.3     | 9.4     | 8.6     | 8.9       |
| 净资产收益率(%)                | (1.7)   | 18.4    | 17.1    | 16.2    | 16.5      |
| 已动用资本回报率(%)              | 0.8     | 0.8     | 46.4    | 37.6    | 27.8      |
| 资产收益率(%)                 | (0.6)   | 7.3     | 7.2     | 6.4     | 6.7       |
| 流动比率(x)                  | 1.5     | 1.4     | 1.3     | 1.1     | 1.1       |
| 利息备付率(x)                 | 7.8     | 19.2    | 99.1    | 26.2    | 52.0      |
| 负债股权比率(%)                | 28.7    | 18.5    | 18.5    | 28.4    | 24.1      |
| 净负债/(现金)                 | (316.1) | (382.8) | (304.0) | (142.9) | (118.1)   |
| 净负债/股权(%)                | (70.2)  | (70.0)  | (50.2)  | (20.1)  | (14.1)    |

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

| 资产负债表<br>会计年度,<br>百万人民币 | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及等价物                  | 445.0   | 483.8   | 415.8   | 344.8   | 320.0   |
| 应收账款                    | 232.2   | 190.9   | 207.8   | 326.7   | 418.1   |
| 存货                      | 0.7     | 0.8     | 1.4     | 1.7     | 2.0     |
| 其他流动资产                  | 0.7     | 112.3   | 196.5   | 261.4   | 334.5   |
| 流动资产                    | 678.7   | 787.9   | 821.5   | 934.6   | 1,074.5 |
| 固定资产                    | 38.2    | 35.3    | 41.5    | 91.3    | 110.7   |
| 其他长期资产                  | 384.3   | 413.2   | 478.1   | 648.3   | 721.4   |
| 资产总计                    | 1,101.1 | 1,236.4 | 1,341.2 | 1,674.3 | 1,906.6 |
| 短期负债                    | 45.5    | 42.3    | 70.4    | 120.4   | 120.4   |
| 应付账款                    | 368.8   | 430.9   | 481.0   | 610.8   | 710.5   |
| 其他流动负债                  | 52.0    | 88.4    | 98.6    | 107.3   | 112.3   |
| 总流动负债                   | 466.3   | 561.6   | 650.0   | 838.5   | 943.2   |
| 长期负债                    | 83.4    | 58.7    | 41.5    | 81.5    | 81.5    |
| 其他长期负债                  | 101.3   | 69.3    | 43.8    | 43.8    | 43.8    |
| 总负债                     | 651.1   | 689.7   | 735.3   | 963.8   | 1,068.5 |
| 股本                      | 6.5     | 6.6     | 6.7     | 6.7     | 6.7     |
| 留存收益                    | 379.2   | 485.8   | 555.1   | 652.0   | 770.4   |
| 少数股东权益                  | 64.3    | 54.3    | 44.1    | 51.8    | 61.0    |
| 股东权益总计                  | 450.1   | 546.7   | 606.0   | 710.5   | 838.1   |
| 负债和股东权益                 | 1,101.1 | 1,236.4 | 1,341.2 | 1,674.3 | 1,906.6 |
| 现金流量表<br>会计年度,<br>百万人民币 | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   |
| 税息折旧及摊销前利润              | 36.9    | 182.5   | 181.6   | 233.8   | 271.4   |
| 运营资金变动                  | 42.2    | (39.7)  | (70.7)  | (45.6)  | (60.0)  |
| 其他                      | (6.3)   | (3.4)   | (54.3)  | (65.7)  | (73.2)  |
| 经营活动现金流                 | 72.8    | 139.5   | 56.6    | 122.4   | 138.2   |
| 资本支出                    | (9.6)   | (15.7)  | (20.1)  | (75.0)  | (50.0)  |
| 投资变动                    | (188.4) | (27.8)  | (47.7)  | (88.9)  | (93.9)  |
| 其他                      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 投资活动现金流                 | (198.0) | (43.5)  | (67.8)  | (163.9) | (143.9) |
| 股权融资                    | (6.0)   | 0.0     | 3.7     | 0.0     | 0.0     |
| 银行借款                    | 67.2    | (22.6)  | (23.3)  | 0.0     | 0.0     |
| 股息及其他筹资支出               | 39.1    | (31.9)  | (37.0)  | (119.6) | (19.2)  |
| 筹资活动现金流                 | 100.4   | (54.5)  | (56.6)  | (119.6) | (19.2)  |
| 现金净增加额                  | (24.9)  | 41.4    | (67.9)  | (161.0) | (24.8)  |

## 中期业绩报告分析

### 1. 2019H1 上半年收入及毛利构成分析

2019H1 中奥到家实现总收入 6.56 亿元，较 2018 年同期上涨 31.6%。2019 年上半年公司调整了业务结构的披露口径，将物业管理服务和协销服务统称为物业管理业务。该块业务为公司收入的主要来源。尽管 2019 年上半年物业管理业务较 2018 年同期仍有 18.0% 的增长，但该块业务占总收入的比重有所下降，从 2018 H1 的 96.9% 降至 2019 H1 的 86.9%。这主要是由于公司收购辉煌置业及辉煌房地产，从而拓展房地产代理业务（占收入比重为 5.8%）；收购佛山派瑞尔和桂林深港，从而拓展清洁及绿化业务（占收入比重为 2.0%）；收购广东铭锦城设计工程有限公司，从而多样化其他增值服务（增值服务业务的收入比重从 2018H1 的 3.1% 上升至 2019H1 的 5.3%）。

表 1：中奥到家 2018H1-19H1 营收拆分

| 单位：百万元  | 2019H1 | 2018H1 | yoy/diff |
|---------|--------|--------|----------|
| 物业管理    | 569.6  | 482.8  | 18.0%    |
| 物业管理服务  | 547.7  | 463.1  | 18.3%    |
| 协销服务    | 21.9   | 19.7   | 11.3%    |
| 其他增值服务  | 35.0   | 15.2   | 130.0%   |
| 房地产代理业务 | 38.1   | -      | N.A.     |
| 清洁及绿化业务 | 12.9   | -      | N.A.     |
| 总计      | 655.6  | 498.0  | 31.6%    |
| 占比      |        |        |          |
| 物业管理    | 86.9%  | 96.9%  | -10.1ppt |
| 物业管理服务  | 83.5%  | 93.0%  | -9.4ppt  |
| 协销服务    | 3.3%   | 4.0%   | -0.6ppt  |
| 其他增值服务  | 5.3%   | 3.1%   | 2.3ppt   |
| 房地产代理业务 | 5.8%   | -      | 5.8ppt   |
| 清洁及绿化业务 | 2.0%   | -      | 2.0ppt   |
| 总计      | 100.0% | 100.0% |          |

数据来源：公司公告

2019H1 中奥到家实现总毛利 2.01 亿元，较 2018 年同期上涨 32.4%。其中物业管理业务是毛利的主要来源，占总毛利润的 86.4%。但该项业务毛利占总毛利比重较 2018 年同期下滑 11.4 个百分点。主要是由于公司新收购的几家公司带来新业务的拓展：新增房地产代理业务毛利占总毛利比重为 6.8%，新增清洁及绿化业务占总毛利的比重为 4.3%，其他增值业务占总毛利的比重由 2.2% 增长至 2.4%。

表 2：中奥到家 2018 H1-19H1 毛利拆分

| 单位：百万元  | 2019H1 | 2018H1 | yoy/diff |
|---------|--------|--------|----------|
| 物业管理    | 174.1  | 148.8  | 17.0%    |
| 物业管理服务  | -      | 140.5  | N.A.     |
| 协销服务    | -      | 8.4    | N.A.     |
| 其他增值服务  | 4.9    | 3.3    | 49.2%    |
| 房地产代理业务 | 13.7   | -      | N.A.     |
| 清洁及绿化业务 | 8.7    | -      | N.A.     |
| 总计      | 201.4  | 152.1  | 32.4%    |
| 占比      |        |        |          |
| 物业管理    | 86.4%  | 97.8%  | -11.4ppt |
| 物业管理服务  | -      | 92.3%  | N.A.     |
| 协销服务    | -      | 5.5%   | N.A.     |
| 其他增值服务  | 2.4%   | 2.2%   | 0.2ppt   |
| 房地产代理业务 | 6.8%   | -      | 6.8ppt   |
| 清洁及绿化业务 | 4.3%   | -      | 4.8ppt   |
| 总计      | 100.0% | 100.0% |          |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2019H1 公司综合毛利率为 30.7%，较 2018 年同期上升 0.2 个百分点。其中物业管理服务的毛利率上升 2.5 个百分点。根据我们和管理层的沟通，协销服务的毛利率基本维持在原水平，而物业管理服务的毛利率由于平均物管费的上升而有所提升。公司由于在其他增值业务中并表一家做园林景观设计的公司而使得该部分毛利率下跌 7.6 个百分点。公司新拓展的房地产代理业务和清洁及绿化业务的毛利率分别为 35.9%和 14.7%。

表 3：中奥到家 2018 H1-19H1 各版块业务毛利率

| 单位：百万元  | 2019H1 | 2018H1 | yoy/diff |
|---------|--------|--------|----------|
| 物业管理    | 33.3%  | 30.8%  | 2.5ppt   |
| 物业管理服务  | -      | 30.3%  | N.A.     |
| 协销服务    | -      | 42.5%  | N.A.     |
| 其他增值服务  | 14.1%  | 21.7%  | -7.6ppt  |
| 房地产代理业务 | 35.9%  | -      | N.A.     |
| 清洁及绿化业务 | 14.7%  | -      | N.A.     |
| 总计      | 30.7%  | 30.5%  | 0.2ppt   |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 2. 2019H1 上半年核心业务指标分析

2019 年 H1 中奥到家新增在管面积 160 万平方米，较 2018 年底上涨 2.8%；储备面积下降 140 万平方米，较 2018 年底下滑 10.4%，因而合约面积增长 10 万平方米，较 2018 年底上涨 0.2%。公司与 2019 年 5 月并表苏州建屋，苏州建屋乃位于苏州的一间中国物业管理公司，在管面积约为 280 万平方米。

从完成进度来看，新增在管面积占我们原先预计全年新增在管面积的 30.8%；新增合约面积占我们原先预计全年新增合约面积的 1.0%。根据我们和管理层的沟通，这主要是由于公司继续清退利润率不理想的物业，导致在管面积的净增面积较小。

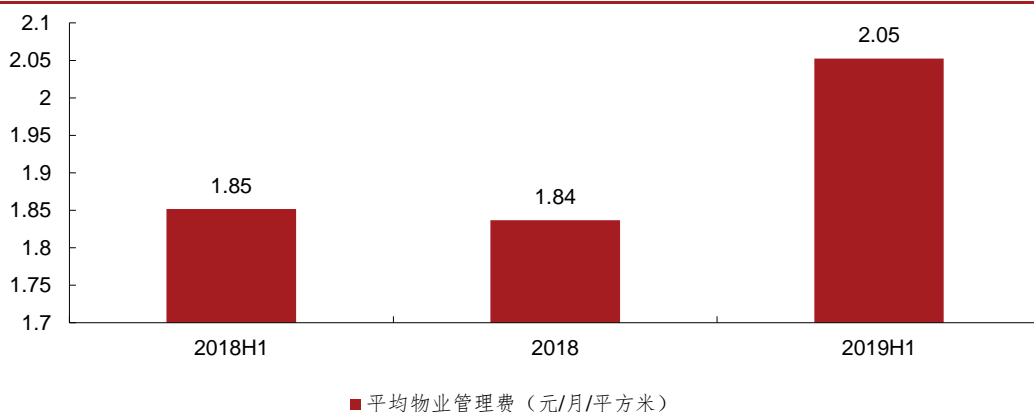
表 4：中奥到家 2018-2019H1 在管面积及合约面积情况

| 单位：百万平米 | 2019H1 | 2018 | 2019H1 新增 | 2019E | 2019 年预计新增面积 | 2019H1 % |
|---------|--------|------|-----------|-------|--------------|----------|
| 合约面积    | 70.6   | 70.5 | 0.1       | 80.1  | 9.6          | 1.0%     |
| 在管面积    | 58.5   | 56.9 | 1.6       | 62.1  | 5.2          | 30.8%    |
| 储备面积    | 12.1   | 13.5 | (1.4)     | 18.0  | 4.5          | -31.1%   |

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

根据我们的测算，2019H1 公司物管费为 2.05 元/月/平方米，较 2018 年同期上涨 10.8%。这主要由于公司上半年新收购并表的物业每平米收费水平较高，进而提升了物管业务的整体盈利能力。

图 1：中奥到家 2018H1-2019H1 平均物业管理费情况



数据来源：克而瑞证券研究院

### 3. 2019H1 公司核心财务数据分析

2019H1 中奥到家的毛利率和去年同期基本持平。

由于有效的成本费用控制，中奥到家在 2019H1 销售及管理费用占收入比重为 15.5%，较去年同期下降 0.3 个百分点。

此外，上半年并表公司中有负债，导致公司产生财务费用 729.5 万元，而去年同期为 372.6 万元的利息收入。故而，尽管 2019H1 公司总收入同比增长了 31.6%，但净利润只同比增长了 10.8%，达到 5,218.2 万元。

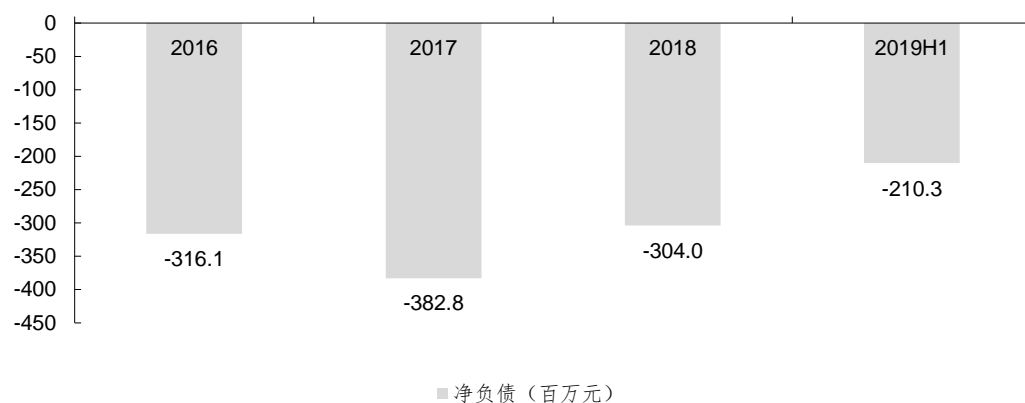
表 5：中奥到家 2018H1-2019H1 利润表核心数据

| 单位：百万元    | 2019H1  | 2018H1  | yoy/diff |
|-----------|---------|---------|----------|
| 总收入       | 655.6   | 498.0   | 31.6%    |
| 总成本       | (454.2) | (345.9) | 31.3%    |
| 毛利润       | 201.5   | 152.1   | 32.4%    |
| 毛利率       | 30.7%   | 30.5%   | 0.2ppt   |
| 销售及管理费用   | (101.5) | (78.8)  | 37.4%    |
| 销售及管理费用占比 | 15.5%   | 15.8%   | -0.3ppt  |
| 其他支出      | (8.0)   | (3.7)   | 113.2%   |
| 经营性利润     | 92.0    | 69.6    | 48.1%    |
| 经营性利润率    | 14.0%   | 14.0%   | 0.0ppt   |
| 净利息费用     | (7.3)   | 3.7     | -295.8%  |
| 所得税       | (28.3)  | (24.0)  | 18%      |
| 少数股东权益    | 6.0     | 5.2     | 15.2%    |
| 归母净利润     | 52.2    | 47.1    | 10.8%    |
| 归母净利润率    | 8.0%    | 9.5%    | -1.5ppt  |

数据来源：公司公告

截至 2019H1 公司拥有净现金 2.10 亿元，尽管较 2018 年底 3.04 亿元下降 0.94 亿元，但公司账面资金仍然充足。公司年中不派发红利，但管理层表示将继续维持年末 18%-20% 的派息率。

图 2：中奥到家 2016-19H1 净负债情况



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

中奥到家 2019H1 的收入占我们对公司 2019 年全年预测的 58.7%，上半年净利润占我们 2019 年全年预测的 51.9%。



表 6: 中奥到家 2019H1-2019E 利润表核心数据及完成进度一览

| 单位: 百万元   | 2019H1  | 2019E   | 2019H1 % |
|-----------|---------|---------|----------|
| 总收入       | 655.6   | 1,117.2 | 58.7%    |
| 总成本       | (454.2) | (804.4) | 56.5%    |
| 毛利润       | 201.5   | 312.8   | 64.4%    |
| 毛利率       | 30.7%   | 28.0%   | N.A.     |
| 销售及管理费用   | (101.5) | (173.6) | 58.5%    |
| 销售及管理费用占比 | 15.5%   | 15.5%   | N.A.     |
| 其他收入      | (8.0)   | 30.0    | -26.6%   |
| 经营性利润     | 92.0    | 169.2   | 54.4%    |
| 经营性利润率    | 14.0%   | 15.1%   | N.A.     |
| 净利息费用     | (7.3)   | (1.5)   | 488.7%   |
| 所得税       | (28.3)  | (53.7)  | 52.7%    |
| 少数股东权益    | 6.0     | 16.3    | 37.0%    |
| 归母净利润     | 52.2    | 100.6   | 51.9%    |
| 归母净利润率    | 8.0%    | 9.5%    | N.A.     |

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

## 4. 2019 全年预测修改

根据中奥到家的中报以及我们和管理层的沟通, 我们对中奥到家的预测进行了调整。鉴于公司在管面积的增幅低于我们之前的预期, 我们降低了对 2019 年、2020 年合约面积和在管面积的预测。同时我们提高了对整体收入的预测, 以体现公司单位面积物管收费的提升。

基于 2019H1 的毛利率, 我们提升了全年的毛利率, 从之前的 28.0%, 提升到 30.1%。由于公司的债务水平增加, 我们相应提升了利息费用。

由于并表江苏建屋和辉煌置业等公司, 2019H1 中奥到家的商誉较 2018 年底增长了近 1 个亿, 长期及短期债务合计较 2018 年底提升了 9,621.0 万元。我们的新预测也相应提升了商誉和负债的水平以体现这一趋势。新预测表明公司 2019 年、2020 年将分别产生净利润 1.06 亿元和 1.29 亿元, 较我们之前的预测提升了 5.7%和 14.2%。

表 7: 中奥到家 2019E-20E 年核心数据预测值变动情况

| 百万元             | 当前预测值   |         | 原先预测值   |         | 变动%     |        |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
|                 | 2019E   | 2020E   | 2019E   | 2020E   | 2019E   | 2020E  |
| 在管面积 (百万平米)     | 58.3    | 60.6    | 63.0    | 69.5    | -7.4%   | -12.9% |
| 合约面积 (百万平米)     | 76.0    | 80.8    | 81.0    | 90.7    | -6.1%   | -10.9% |
| 平均物管费 (元/月/平方米) | 2.00    | 2.10    | 1.81    | 1.81    | 10.5%   | 16.0%  |
| 总收入             | 1,237.2 | 1,439.1 | 1,117.2 | 1,259.4 | 10.7%   | 14.3%  |
| 毛利润             | 372.1   | 433.6   | 312.8   | 352.6   | 19.0%   | 23.0%  |
| 毛利率             | 30.1%   | 30.1%   | 28.0%   | 28.0%   | 2.1ppt  | 2.1ppt |
| 净利息费用           | (8.9)   | (5.2)   | (1.5)   | (1.5)   | 495.9%  | 248.1% |
| 净利润             | 106.4   | 128.5   | 100.7   | 112.5   | 5.7%    | 14.2%  |
| 净利率             | 8.6%    | 8.9%    | 9.0%    | 8.9%    | -0.4ppt | 0.0ppt |
| 净负债             | (142.9) | (118.1) | (293.2) | (292.2) | -51.2%  | -59.6% |

数据来源: 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/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。

### 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, 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, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。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。