

2020 年 04 月 27 日

证券研究报告 | 公司点评

房地产 | 物业管理和服务

强烈推荐（上调）

2019年业绩超预期，业绩承诺持续兑现

目标股价：12.08 港元

当前股价：9.95 港元

永升生活服务 01995.HK

#### 基础数据

总市值（百万港元）	15,287.2
企业价值（百万港元）	13,860.9
账面价值（百万港元）	1,364.4
发行股份（百万股）	1,536.4
公众持股比例 (%)	31.2
近 3 月平均日交易量(百万港元)	76.70
主要股东持股比例 (%)	
Elite Force Development Limited	28.64
Spectron Enterprises Limited	21.48
Best Legend Development (PTC) Limited	18.68

#### 股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	14.19	60.84	233.09
绝对表现	16.24	46.11	213.41
近 12 月最高价(港元)	20.04-23	10.58	
近 12 月最低价(港元)	19.05-23	2.84	

#### 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、《永升生活服务 01995.HK：旭日初升》2019-10-21

分析师 徐婵娟, CFA

执业证号：BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

分析师 李蒙, CFA

执业证号：APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

- 上调至“强烈推荐”评级，目标价格 **12.08 港元/股**。永升生活服务集团有限公司（简称“永升生活服务”或“公司”）于近期公布了 **2019** 年业绩，超出克而瑞证券预期。基于近期和管理层的沟通，我们对预测进行了调整，经过对公司超过一年的持续跟踪，我们认为管理层执行能力强，并不断兑现其业绩承诺。我们对永升生活服务的基本面继续看好，给予 **12.08** 港元每股估值，相当于 **46.9x 2020** 年 PE 和 **30.1x 2021** 年 PE。
- 2019 年业绩超预期。**永升生活服务 **2019** 年实现收入 **18.78** 亿元，同比增长 **74.5%**，超出我们的预期 **9.8%**；公司全年实现净利润 **2.24** 亿元，同比增长 **122.7%**，超出我们的预期 **6.7%**。公司宣布每股派息 **0.0479** 港元，相当于 **29.45%** 的派息率。
- 物业管理服务面积大幅增长，第三方与非住宅占比提升。**截至 **2019** 年底，公司物业管理服务在管面积为 **6,515** 万平方米，增幅 **61.9%**；合约面积达 **1.1** 亿平方米，增幅 **68.7%**；合约/在管面积达 **1.7x**，公司在管面积增长较有保障。来自第三方在管面积占比达 **72.9%**，较 **2018** 年提升 **9.3** 个百分点，市场拓展能力强劲。来自非住宅的物管收入占比 **37.2%**，较 **2018** 年提升 **6.8** 个百分点，这主要得益于公司对于青岛雅园的成功并购，公司业态更加多元。
- 社区增值服务增长迅猛，毛利润占比居首。**公司 **2019** 年社区增值服务实现收入 **4.83** 亿元，同比增长 **143.5%**，且占总收入的比重提升 **7.3** 个百分点，至 **25.7%**。该板块实现毛利润 **2.47** 亿元，占整体毛利润比重达到 **44.5%**，跃居三大板块首位，公司多种经营能力持续增强、利润结构不断优化。
- 风险提示：**第三方物管拓展不及预期，并购标的整合失败。

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	725.3	1,075.8	1,877.8	2,925.1	4,379.3
息税折旧摊销前利润	107.2	137.4	342.2	535.4	817.2
息税前利润	105.2	133.8	330.3	523.0	803.6
净利润	76.4	100.5	223.8	356.4	555.0
每股收益 (港元)	NA	0.08	0.17	0.26	0.40
每股经营性现金流(港元)	NA	0.14	0.38	0.38	0.42
每股股息 (港元)	NA	0.02	0.05	0.08	0.12
每股资产净值 (港元)	NA	0.70	0.91	1.13	1.49
市盈率 (x)	NA	127.7	60.1	38.6	24.8
市现率 (x)	NA	73.5	26.4	26.2	23.8
股息收益率 (%)	NA	0.2	0.5	0.8	1.2
市净率 (x)	NA	14.2	11.0	8.8	6.7
EV/Sales (x)	NA	10.8	6.5	4.3	2.8
EV/EBITDA (x)	NA	84.7	35.6	23.3	15.3
EV/EBIT (x)	NA	87.0	36.9	23.9	15.5

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

敬请阅读末页的重要说明

公司财务数据

利润表

会计年度,  
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	725.3	1,075.8	1,877.8	2,925.1	4,379.3
营业成本	(542.4)	(766.8)	(1,322.4)	(2,046.1)	(3,040.9)
毛利润	182.9	309.0	555.4	879.0	1,338.4
销售及管理费用	(87.9)	(191.2)	(246.5)	(377.3)	(556.2)
税息折旧及摊销前利润	107.2	137.4	342.2	535.4	817.2
折旧	(1.9)	(3.6)	(11.9)	(12.4)	(13.6)
息税前利润	105.2	133.8	330.3	523.0	803.6
净利润率	0.0	(0.1)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
应占联营公司损益	0.6	9.0	(0.4)	(0.4)	(0.4)
非经常性收入/支出	(0.9)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
税前利润	104.9	141.8	328.5	521.3	801.9
所得税	(28.5)	(41.5)	(79.6)	(126.2)	(194.0)
少数股东权益	0.0	(0.3)	25.1	38.7	52.8
归属净利润	76.4	100.5	223.8	356.4	555.0
股利	0.0	(30.4)	(65.9)	(106.9)	(166.5)
新增留存收益	76.4	70.2	157.9	249.5	388.5

核心业务数据

会计年度,  
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
在管面积(百万方)	26.5	40.2	65.2	95.2	129.2
合约面积(百万方)	33.4	65.6	110.6	158.6	209.6
物业管理收入占比(%)	65.1	62.0	57.0	56.2	54.2
社区增值服务收入占比(%)	15.2	18.4	25.7	27.6	30.3
非业主增值服务收入占比(%)	19.7	19.6	17.3	16.2	15.6
第三方在管面积占比(%)	50.1	63.6	72.9	74.1	74.7
毛利率(%)	25.2	28.7	29.6	30.0	30.6
息税折旧摊销前利润率(%)	14.8	12.8	18.2	18.3	18.7
息税前利润率(%)	14.5	12.4	17.6	17.9	18.4
归属净利率(%)	10.5	9.3	11.9	12.2	12.7
ROE (%)	31.2	11.2	19.5	24.8	29.4
ROCE (%)	NA	NA	NA	3,167.5	534.9
ROA (%)	10.9	6.7	9.0	10.9	13.4
流动比率(x)	1.4	2.4	1.5	1.5	1.6
利息覆盖倍数(x EBITDA)	NA	1,401.9	256.5	401.4	612.6
长期负债/股权比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/(现金)	(438.2)	(1,150.8)	(1,283.6)	(1,599.9)	(1,893.6)
净负债/股权(%)	(179.1)	(127.5)	(104.5)	(102.7)	(92.0)

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

\*注：2019年的现金流量表为克而瑞证券推测值

资产负债表

会计年度,  
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	438.2	1,160.1	1,283.6	1,599.9	1,893.6
应收账款	121.5	162.0	342.0	639.3	957.1
存货	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	57.2	61.7	182.3	217.0	324.8
流动资产	617.2	1,383.9	1,807.9	2,456.1	3,175.5
固定资产	14.6	27.0	62.4	65.0	71.4
其他长期资产	70.6	82.0	607.7	735.1	893.5
资产总计	702.4	1,492.9	2,478.1	3,256.3	4,140.4
短期负债	0.0	9.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	36.7	71.8	284.6	399.0	537.6
其他流动负债	408.6	492.9	902.6	1,237.2	1,481.8
流动负债	445.3	574.0	1,187.2	1,636.2	2,019.4
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	12.3	16.2	63.0	63.0	63.0
负债总计	457.7	590.3	1,250.2	1,699.2	2,082.4
股本	0.0	13.3	13.6	13.6	13.6
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
储备	244.7	885.6	1,134.3	1,424.8	1,872.9
少数股东权益	0.0	3.7	80.0	118.7	171.5
股东权益总计	244.7	902.6	1,227.9	1,557.1	2,058.0
负债和股东权益总计	702.4	1,492.9	2,478.1	3,256.3	4,140.4

现金流量表

会计年度,  
百万人民币

	2017	2018	2019*	2020E	2021E
税息折旧摊销前利润	107.2	137.4	342.2	535.4	817.2
营运资本变动	101.3	66.7	321.9	117.1	(42.4)
其他	(18.7)	(29.3)	(154.1)	(127.9)	(195.8)
经营活动现金流	189.7	174.8	510.0	524.6	579.0
资本支出	(3.0)	(14.9)	(15.0)	(15.0)	(20.0)
投资变动	(27.6)	(0.5)	(462.0)	(127.4)	(158.4)
其他	(3.5)	0.0	130.2	0.0	0.0
投资活动现金流	(34.1)	(15.4)	(346.8)	(142.4)	(178.4)
股权融资	10.4	578.2	0.0	0.0	0.0
债权融资	0.0	9.3	(9.3)	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	19.8	(24.9)	(30.4)	(65.9)	(106.9)
筹资活动现金流	30.1	562.6	(39.6)	(65.9)	(106.9)
现金净增加额	185.7	721.9	123.5	316.2	293.7

## 2019 年业绩点评

## 1. 2019 年业绩超预期

永升生活服务 2019 年实现收入 18.78 亿元，同比增长 74.5%。由于公司社区增值服务收入同比增长了 143.5%，远超出我们的预期 39.4%，进而使公司总收入大幅超出我们的预期 9.8%；公司全年实现净利润 2.24 亿元，同比增长 122.7%，超出我们的预期 6.7%。公司宣布每股派息 0.0479 港元，相当于 29.45% 的派息率。

截至 2019 年底，公司物业管理服务在管面积为 6,515 万平方米，增幅 61.9%；合约面积达 1.1 亿平方米，增幅 68.7%；合约/在管面积达 1.7x，公司在管面积增长较有保障。

公司 2019 年实现毛利润 5.55 亿元，同比增长 72.5%，比我们的预期高 9.4%。公司毛利率达 29.6%，较 2018 年提升 0.9 个百分点，低于我们的预期 0.1 个百分点。社区增值服务这一毛利率较高板块占收入比重的提升，是公司整体毛利率上升的主要原因；而略低于我们的整体毛利预期，主要是由于公司拓展了社区增值服务内容，使该板块的毛利率结构性降低，低于我们之前的预期，造成整体毛利率略低于我们预期 0.1 个百分点。

公司 2019 年实现归母净利润 2.24 亿元，同比增长 122.7%，高于我们的预期 6.7%。归母净利率达 11.9%，较 2018 年提升 2.6 个百分点，低于我们的预期 0.3 个百分点。

表 1：公司 2019 年利润表核心数据 v.s. 克而瑞证券预测值

单位：百万元	2019 实际值	2019 克而瑞证券预测	2019 YoY	2019 实际 v.s. 2019 克而瑞证券预测
收入	1,877.8	1,709.5	74.5%	9.8%
成本	-1,322.4	-1,201.7	72.5%	10.0%
毛利润	555.4	507.8	79.7%	9.4%
毛利率	29.6%	29.7%	+0.9ppt	-0.1ppt
经营性费用	-246.5	-222.2	28.9%	10.9%
其他收入/费用	21.4	9.0	33.6%	137.6%
经营性利润	330.3	294.5	146.8%	12.1%
经营性利润率	17.6%	17.2%	+5.2ppt	+0.4ppt
财务费用/收入	-1.3	-0.1	NA	NA
所得税	-79.6	-88.1	91.5%	-9.7%
少数股东权益	25.1	-0.3	NA	NA
归母净利润	223.8	209.7	122.7%	6.7%
归母净利润率	11.9%	12.3%	+2.6ppt	-0.3ppt

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2：公司 2019 年收入 v.s. 克而瑞证券预测值

单位：百万元	2019 年 实际值	2019 年 克而瑞证券预测值	差额绝对值	差额百分比
总收入	1,877.8	1,709.5	168.3	9.8%
物业管理服务	1,070.0	1,031.0	39.0	3.8%
对非业主的增值服务	324.6	331.8	-7.1	-2.2%
社区增值服务	483.2	346.7	136.5	39.4%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 3：公司 2016-2019 年关键运营数据

	2016	2017	2018	2019
合约面积（百万平方米）	22.64	33.37	65.55	110.56
合约面积 YoY		47.4%	96.5%	68.7%
在管面积（百万平方米）	16.12	26.48	40.24	65.15
在管面积 YoY		64.2%	52.0%	61.9%
平均每平方米物管收入 (元/平方米/月)	1.91	1.85	1.67	1.69
合约项目数量（个）	137	232	380	609
在管项目数量（个）	107	188	258	403

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 2. 2019 年毛利率与净利率都有所提升

永升生活服务 2019 年收入 18.78 亿元，同比增长 74.5%；公司 2019 年收入大幅增长主要由于社区增值服务、物业管理服务、对非业主的增值服务均同步大幅增长。社区增值服务收入增长最快，2019 年实现收入 4.83 亿元，同比增长 143.5%，且占总收入的比重从 2018 年的 18.4% 提升至 25.7%。物业管理服务 2019 年实现收入 10.70 亿元，同比增长 60.5%，占总收入的比重从 2018 年的 62.0% 下降至 57.0%。对非业主的增值服务 2019 年实现收入 3.25 亿元，同比增长 54.2%，占总收入的比重下降至 17.3%。

公司 2019 年毛利率 29.6%，较 2018 年提升 0.9 个百分点。其中，物业管理服务毛利率为 22.1%，较 2018 年提升 1.4 个百分点；对非业主的增值服务毛利率为 21.9%，较 2018 年提升 0.3 个百分点；社区增值服务毛利率 51.2%，较 2018 年下降 12.2 个百分点，主要是由于新引入的社区建设及维修项目业务的毛利率相对较低。社区增值服务带来的毛利润，占总体毛利润的比例逐年升高至 2019 年的 44.5%。

公司 2019 年实现归母净利润 2.24 亿元，同比增长 122.7%。公司归母净利率达 11.9%，较 2018 年提升 2.6 个百分点。如果剔除上市费用的影响，则公司 2018 年归母净利率估测为 11.1%。

公司物业管理服务中，来自收并购及第三方的收入占比从 2015 年的 3.8% 快速提升到 2019 年的 49.9%；来自收并购及第三方的在管面积占比从 2015 年的 10.7% 快速提升到 2019 年的 72.9%，体现公司强劲的市场化拓展能力。

表 4：公司 2016-2019 年利润表核心数据

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YoY
收入	334.0	480.0	725.3	1,075.8	1,877.8	74.5%
<b>毛利润</b>	<b>53.8</b>	<b>104.6</b>	<b>182.9</b>	<b>309.0</b>	<b>555.4</b>	<b>79.7%</b>
毛利率	16.1%	21.8%	25.2%	28.7%	29.6%	+0.9ppt
经营性费用	-41.7	-64.3	-87.9	-191.2	-246.5	28.9%
其他收入/支出	9.6	6.6	10.2	16.0	21.4	33.6%
<b>息税前利润</b>	<b>21.6</b>	<b>47.0</b>	<b>105.2</b>	<b>133.8</b>	<b>330.3</b>	<b>146.8%</b>
息税前利润率	6.5%	9.8%	14.5%	12.4%	17.6%	+5.2ppt
净利息收入/支出	-	-1.4	-	-0.1	-1.3	NA
所得税	-5.7	-11.6	-28.5	-41.5	-79.6	91.5%
实际税率	26.7%	25.7%	27.3%	31.3%	24.2%	-7.1ppt
少数股东权益	-	-	-	-0.3	25.1	NA
<b>归母净利润</b>	<b>15.6</b>	<b>33.6</b>	<b>76.4</b>	<b>100.5</b>	<b>223.8</b>	<b>122.7%</b>
归母净利率	4.7%	7.0%	10.5%	9.3%	11.9%	+2.6ppt

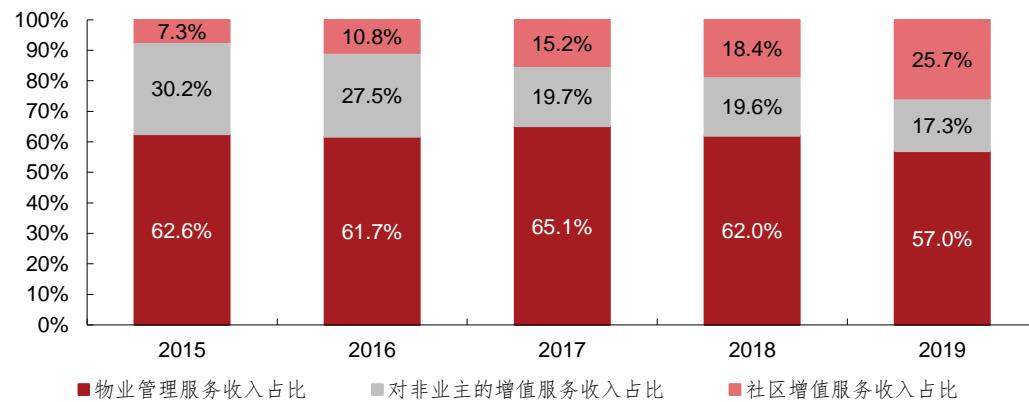
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 5：公司 2015-2019 年收入拆分

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YoY
总收入	<b>334.0</b>	<b>480.0</b>	<b>725.3</b>	<b>1,075.8</b>	<b>1,877.8</b>	<b>74.5%</b>
物业管理服务	208.9	296.1	472.3	666.9	1,070.0	60.5%
对非业主的增值服务	100.7	132.1	143.0	210.5	324.6	54.2%
社区增值服务	24.3	51.8	110.1	198.4	483.2	143.5%

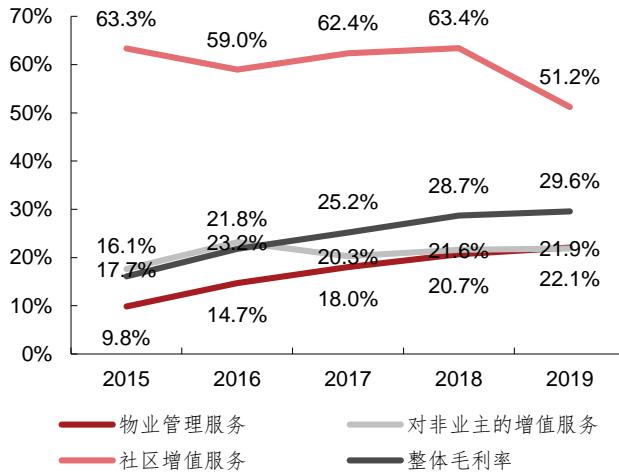
数据来源：公司公告

图 1：公司 2015-2019 年收入占比拆分



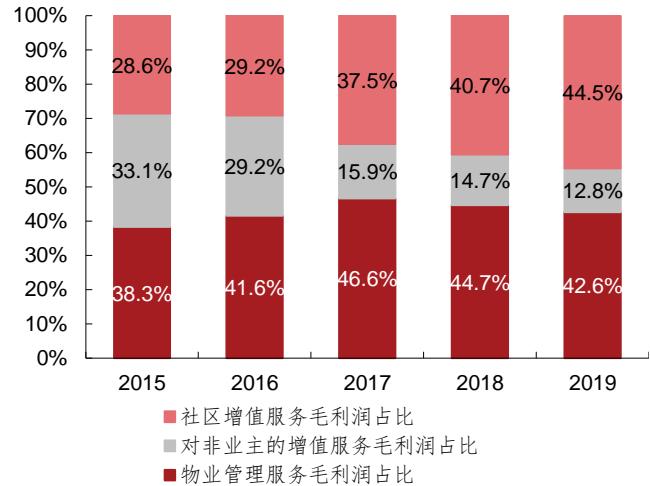
数据来源：克而瑞证券研究院

图 2：公司 2015-2019 年各版块毛利率



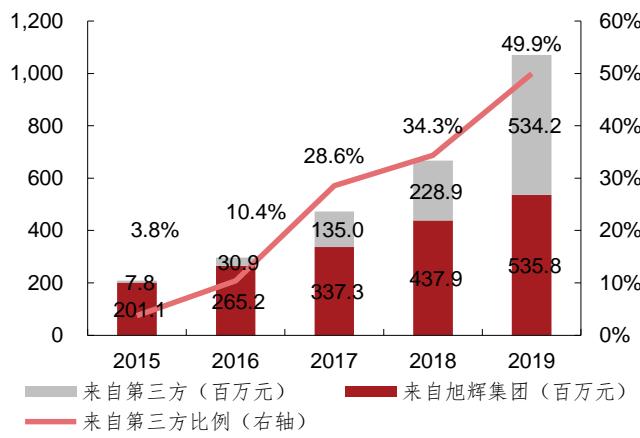
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 3：公司 2015-2019 年毛利润占比拆分



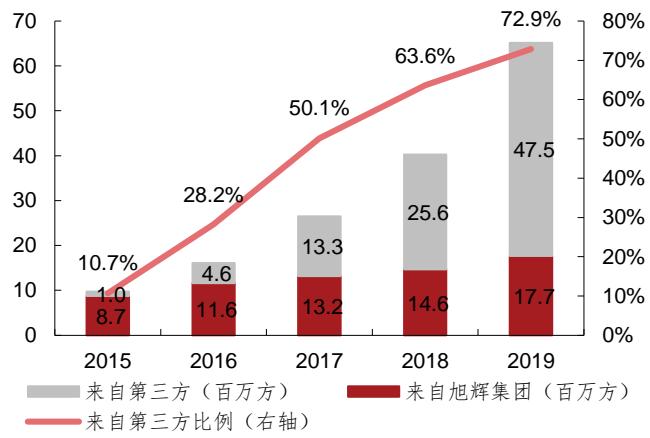
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 4：公司 2015-2019 年物管收入拆分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 5：公司 2015-2019 年在管面积拆分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

### 3. 账面净现金 12.84 亿元

永升生活服务账面现金充足。受益于公司 2018 年上市融资及其稳定的经营现金流，2019 年公司账面净现金达 12.84 亿元，相比 2018 年增加了 1.33 亿元；充足的现金储备，有助于公司持续获取优质的收并购标的。

图 6：公司 2015-2019 年净现金



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 2020-21 年预测更新

综合考虑公司的外拓能力及来自旭辉集团的支持，我们预计永升生活服务 2020 年和 2021 年总收入将分别达到 29.25 亿元和 43.79 亿元，分别同比增长 55.8% 和 49.7%。2020 年收入中，物业管理服务收入将达到 16.44 亿元，对非业主的增值服务收入将达到 4.74 亿元，社区增值服务收入将达到 8.06 亿元；分别占比 41.1%、11.9% 与 47.0%。

我们预计公司 2020 年与 2021 年的毛利率将继续提升，分别为 30.0% 与 30.6%。其中，随着外拓项目的逐渐增加，物业管理服务的毛利率将小幅下降，至 21.5% 的水平。同时，预计对非业主的增值服务及社区增值服务的毛利率将保持稳定。毛利率较高的增值服务占收入比重的提升，将推高公司整体毛利率。

我们预计公司 2020 年与 2021 年的物管在管面积将分别达到 9,515 万方与 1.29 亿方，分别增长 3,000 万方与 3,400 万方。

表 6：公司 2019-2021E 收入与毛利率拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E
总收入	1,877.8	2,925.1	4,379.3
物业管理服务	1,070.0	1,644.4	2,372.4
对非业主的增值服务	324.6	474.3	682.1
社区增值服务	483.2	806.4	1,324.8
<b>整体毛利率</b>	<b>29.6%</b>	<b>30.0%</b>	<b>30.6%</b>
物业管理服务	22.1%	22.0%	21.5%
对非业主的增值服务	21.9%	22.0%	22.0%
社区增值服务	51.2%	51.2%	51.2%
<b>在管面积（百万方）</b>	<b>65.15</b>	<b>95.15</b>	<b>129.15</b>

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

我们的模型显示，2020 年和 2021 年公司归母净利润将分别为 3.56 亿元和 5.55 亿元，分别同比增长 59.2% 和 55.7%，归母净利率将继续提升至 12.2% 与 12.7%。2020 年和 2021 年 ROE 分别为 24.8% 和 29.4%，公司账面净现金将分别达到 16.00 亿元与 18.94 亿元。

表 7：公司 2019-2021E 利润表核心数据

单位：百万元	2019	2020E	2021E
收入	1,877.8	2,925.1	4,379.3
<b>毛利润</b>	<b>555.4</b>	<b>879.0</b>	<b>1,338.4</b>
毛利率	29.6%	30.0%	30.6%
经营性费用	-246.5	-377.3	-556.2
其他收入/支出	21.4	21.4	21.4
<b>息税前利润</b>	<b>330.3</b>	<b>523.0</b>	<b>803.6</b>
息税前利润率	17.6%	17.9%	18.4%
净利息收入/支出	-1.3	-1.3	-1.3
所得税	-79.6	-126.2	-194.0
实际税率	24.2%	24.2%	24.2%
少数股东权益	25.1	38.7	52.8
<b>归母净利润</b>	<b>223.8</b>	<b>356.4</b>	<b>555.0</b>
归母净利率	11.9%	12.2%	12.7%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 8：公司 2015-2021E 资产负债表核心数据

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
固定资产	2.9	3.4	14.6	27.0	62.4	65.0	71.4
无形资产及商誉	-	-	17.2	17.2	531.7	531.7	531.7
长期资产及对外投资等	49.9	69.8	53.4	64.7	76.0	203.4	361.8
营运资本变动	-93.7	-148.7	-266.4	-341.0	-662.9	-780.0	-737.5
<b>在使用资本--资本端</b>	<b>-40.9</b>	<b>-75.5</b>	<b>-181.2</b>	<b>-232.0</b>	<b>7.3</b>	<b>20.2</b>	<b>227.4</b>
净负债/(净现金)	-184.2	-252.5	-438.2	-1,150.8	-1,283.6	-1,599.9	-1,893.6
长期负债	9.2	9.2	12.3	16.2	63.0	63.0	63.0
所有者权益	134.2	167.8	244.7	902.6	1,227.9	1,557.1	2,058.0
<b>在使用资本--负债端</b>	<b>-40.9</b>	<b>-75.5</b>	<b>-181.2</b>	<b>-232.0</b>	<b>7.3</b>	<b>20.2</b>	<b>227.4</b>
<b>ROE</b>	<b>11.6%</b>	<b>20.0%</b>	<b>31.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>19.5%</b>	<b>24.8%</b>	<b>29.4%</b>

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## DCF 估值更新

我们更新后的 DCF 模型显示，永升生活服务每股估值为 12.08 港元，相当于 46.9 倍 2020 年 EPS 和 30.1 倍 2021 年 EPS。我们的目标价格相较公司当前股价有 21.44% 的涨幅空间。

基于我们的模型，永升生活服务的企业价值为 154.91 亿元，整体估值为 167.08 亿元。我们的 DCF 模型最终得出的公司估值为每股 12.08 港元。

表 9：目标价格对应估值

	PE	PS	PB	EV/EBITDA
目标价每股	2020E	2021E	2020E	2021E
12.08 港元	46.9	30.1	5.7	3.8

数据来源：克而瑞证券研究院

表 10：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	1,878	2,925	4,379	6,339	8,891	12,185	16,158	20,635	25,210	29,122	32,286	33,900	34,578
收入同比增速	74.5%	55.8%	49.7%	44.7%	40.3%	37.0%	32.6%	27.7%	22.2%	15.5%	10.9%	5.0%	2.0%
经营性利润	330	523	804	1,105	1,473	1,917	2,288	2,630	2,892	3,006	3,166	2,992	3,006
经营性利润率	17.6%	17.9%	18.4%	17.4%	16.6%	15.7%	14.2%	12.7%	11.5%	10.3%	9.8%	8.8%	8.7%
税率	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
税后净经营利润	250	397	609	838	1,116	1,453	1,735	1,994	2,192	2,279	2,400	2,268	2,279
折旧与摊销	12	12	14	21	30	44	58	74	91	105	116	122	124
经营性现金流净额	262	409	623	858	1,147	1,497	1,793	2,068	2,283	2,384	2,517	2,390	2,403
资本性支出及对外投资	-477	-142	-178	-152	-152	-152	-129	-129	-129	-129	-110	-110	-110
营运资本变动	322	117	-42	-44	-51	-58	-67	-78	-88	-94	-86	-69	-60
自由现金流	107	384	402	662	945	1,287	1,597	1,861	2,066	2,161	2,321	2,212	2,234

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 11：DCF 估值模型主要结果

单位：百万元	数值
2020-2030 年现值	7,739
永续经营部分现值	7,752
企业价值	15,491
净负债 / (净现金)、对外投资等调整项	-1,217
内在价值	16,708
股份数 (百万股)	1,536
每股价值(元)	10.87
人民币兑港币汇率	1.11
每股价值 (港元)	12.08

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;分析师的薪酬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讲购证券的决定，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，包括指数组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。