

融创服务 (1516.HK)

规模与效益并著，业务仍处快速扩张期

投资要点:

“内生外拓”铸就规模高质量增长: 依托母企融创中国“地产+”的战略优势，叠加整合优质资源能力持续提升，融创服务合约面积和在管面积 2017-2020 年复合增长率分别约达 66.2% 和 89.1%。2020 年，公司合约面积同比增长~67.2% 至 2.64 亿方，新增面积约达 1.06 亿方；其中，公司透过收购开元物业(~5,035 万方)显著提升来自第三方的新增合约面积至 6,197 万方，占比达~58%。此外，公司 2020 年在管面积同比增长~155.1% 至约 1.35 亿方。于 2020 年 12 月 31 日，公司在管项目中位于一、二线城市的面积占比达 86%。其中，杭州、重庆、天津、台州和成都 在管面积占比最大，分别约为 12.7%、11.4%、6.7%、4.7% 和 3.0%，合共约达 38.5%。

受惠于在管面积提升，收入显著增长 63.5%: 2017-2020 年，融创服务收入维持高速增长，期间年复合增长率为~61.3%。2020 年，公司收入同比增长~63.5% 至约 46.2 亿元(人民币·下同)；其中，按业务划分，物业管理服务收入和小区增值服务收入受惠于在管面积提升而同比分别明显增长~141.6% 和 65.2% 至约 27.7 亿元和 1.76 亿元；此外，非业主增值服务 2020 年收入则受到疫情影响相关售楼处案场管理服务收入而同比增长~6.4%，约达 16.7 亿元。

物管服务收入业态结构趋向多元: 融创服务 2020 年物管服务收入业态结构持续优化，住宅物业物管服务收入占比由 2019 年~82.0% 下降至 70.1%，同期商业物业和城市公共及其他物业物管服务收入占比则分别由 2019 年~16.7% 和~1.3% 明显提升至~23.2% 和~6.7%，表明公司在扩规模、创收入的同时，也在不断拓宽业态服务方面获得良好成效。

盈利能力持续改善，利润率呈明显上升趋势: 融创服务近年盈利能力明显增强。2017-2020 年，公司整体毛利、经调整经营利润和利润实现大幅增长，期间年复合增长率分别达~76.1%、~172.8% 和~144.2%。2020 年，公司整体毛利、经调整经营利润和利润同比则分别增长~77.0%、~135.6% 和~131.8% 至约 12.75 亿元、7.50 亿元和 6.26 亿元。此外，公司近年利润率也呈明显上升趋势，毛利率由 2017 年~21.0% 上升至 2020 年~27.6%；其中，物业管理服务和小区服务毛利率受惠于规模效益而分别由 1.6% 和 19.6% 大幅提升至 21.6% 和 46.3%。公司经调整经营利润率和利润率则分别由 2017 年~3.3% 和~3.9% 显著提升至 2020 年~16.2% 和~13.5%。

营运效率表现明显优于市场预期，趁调整时可逢低吸纳: 以融创服务 2020 年重要财务指标实际值与市场预估值(彭博综合预测值)对比，除营收增速逊于市场预期外，业务运营效率显著提升，各项利润指标显著优于市场预期。估值方面，公司当前的预测市盈率(彭博 BF P/E)约达 42.0 倍，略高于三个月均值约 41.7 倍，考虑到公司业务在 2021-22 年仍处于快速扩张期(截至 2020 年 12 月 31 日，合约面积/在管面积比约为 1.95 倍以及与母企未签约之已有土储面积约 1.27 亿方)，或将有利于公司在管面积未来实现翻倍，并为其未来业绩维持高速增长带来有力支撑，建议投资者多加关注，可趁其股价跟随大市调整时逢低吸纳。

山证国际证券有限公司

www.ssif.com.hk

报告日期: 2021-03-16

业绩点评

投资评级:

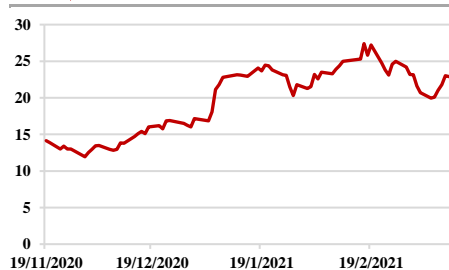
未评级

基本数据

所属板块	物业管理
最新价	22.65 港元
市值	702.94 亿港元
52 周区间	11.46-28.35 港元
10 天日均成交量	991.28 万股
主要股东持股比例	71.78%

数据来源: WIND、Bloomberg
(2021 年 3 月 15 日)

一年行情图



数据来源: 港交所

分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

电邮: tony.ko@ssif.com.hk

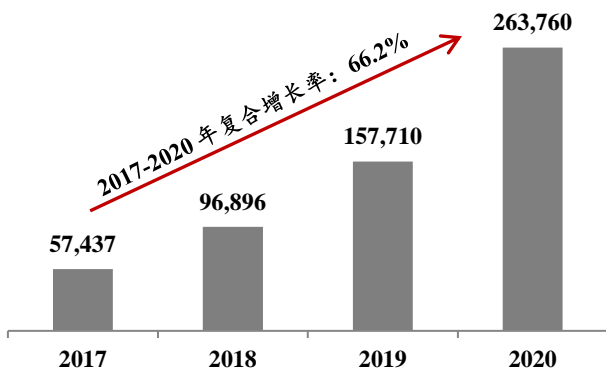
一、规模实现高质量增长

1. 合约和在管面积分别大幅增长 67.2%和 155.1%

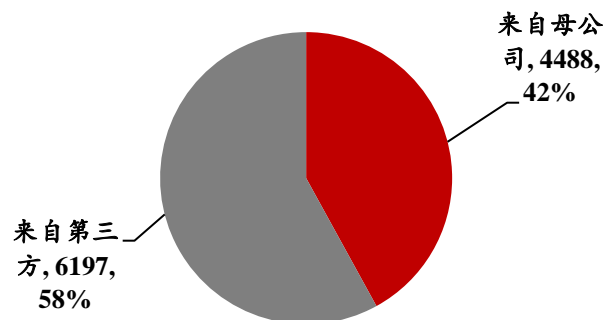
融创服务合约面积 2017-2020 年持续快速增长，期间年复合增长率约达 66.2%。2020 年，公司合约面积同比增长~67.2%至 2.64 亿方，新增面积约达 1.06 亿方，其中公司透过收购开元物业(~5,035 万方)显著提升来自第三方的新增合约面积至 6,197 万方，占比~58%。

图表 1：2017-2020 年，融创服务合约建筑面积（千平方米）表现

合约建筑面积（千平方米）表现



2020 年新增合约面积（千平方米）情况

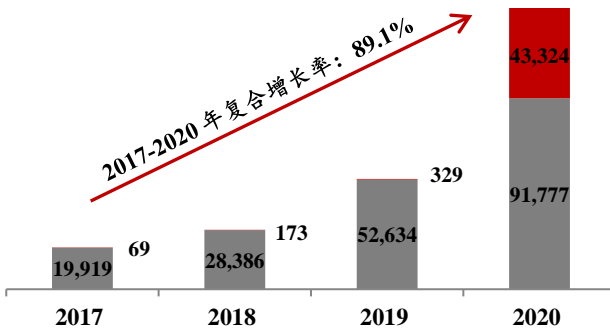


数据来源：公司公告、公司招股书、公司演示材料、山证国际研究部整理

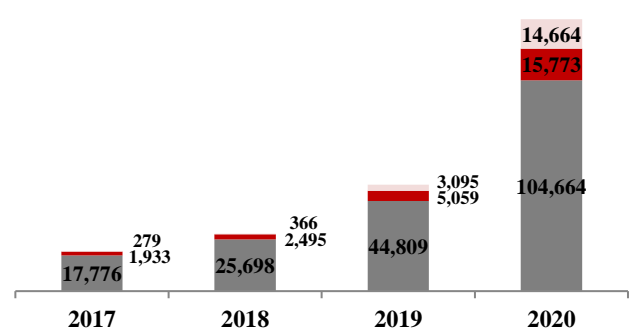
公司 2017-2020 年在管面积年复合增长率约达 89.1%。2020 年，公司在管面积同比增长~155.1%至约 1.35 亿方。其中，按业态划分，住宅物业、商业物业和城市公共及其他物业同比分别增长~133.6%、~211.8%、~373.8%至约达 1.05 亿方、1,577 万方和 1,466 万方。

图表 2：2017-2020 年，融创服务在管建筑面积（千平方米）按项目来源和业态划分之表现

按项目来源划分之表现



按业态划分之表现



■ 由独立第三方物业开发商开发的物业
■ 融创集团（及其合营公司及联营公司）开发的物业

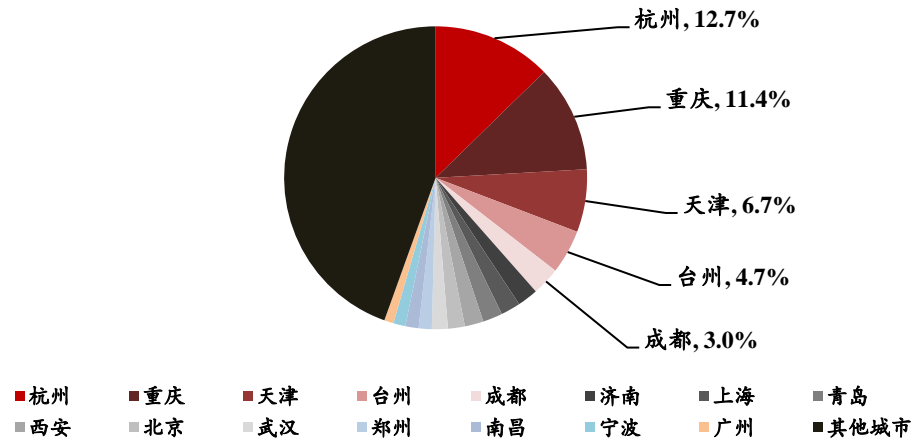
■ 住宅物业 ■ 商业物业 ■ 城市公共及其他物业

数据来源：公司公告、公司招股书、山证国际研究部整理

2. 在管面积 86%集中在一、二线城市

于 2020 年 12 月 31 日，融创服务在管项目中位于一、二线城市的面积占比达 86%。其中，杭州、重庆、天津、台州和成都在管面积占比最大，分别约为 12.7%、11.4%、6.7%、4.7%和 3.0%，合共约达 38.5%。

图表 3：融创服务于 2020 年 12 月 31 日在主要城市的在管建筑面积分布情况



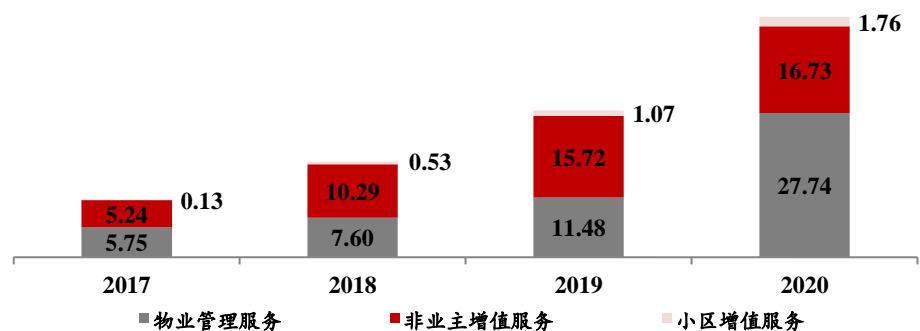
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

二、业绩全面高速增长

1. 收入显著增长 63.5%

2017-2020 年，融创服务收入也维持高速增长，期间年复合增长率为~61.3%。2020 年，公司收入同比增长~63.5%至约 46.2 亿元(人民币·下同)。其中，按业务划分，物业管理服务收入和小区增值服务收入受惠于在管面积提升而同比分别明显增长~141.6%和 65.2%至约 27.7 亿元和 1.76 亿元；此外，非业主增值服务同期收入则受到疫情影响相关售楼处案场管理服务收入而同比增长~6.4%，约达 16.7 亿元。

图表 4：融创服务按业务划分之收入（亿元人民币）表现



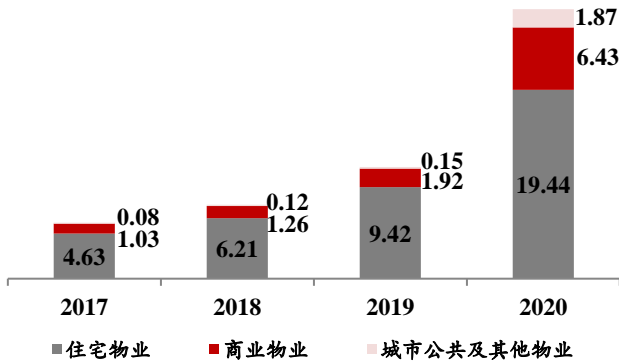
数据来源：公司公告、公司招股书、山证国际研究部整理

2. 物管服务收入业态结构趋向多元

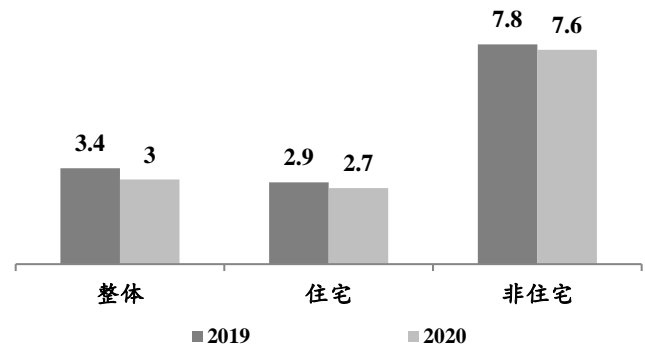
融创服务 2020 年物管服务收入业态结构持续优化，住宅物业物管服务收入占比由 2019 年~82.0%下降至 70.1%，同期商业物业和城市公共及其他物业物管服务收入占比则由 2019 年~16.7%和~1.3%明显提升至~23.2%和~6.7%，表明公司在扩规模、创收入的同时，也在不断拓宽业态服务方面获得良好成效。

图表 5：融创服务按业态划分之物业管理收入和平均物业单价表现

按业态划分之物业管理收入(亿元人民币)表现



平均物业单价(元人民币)表现



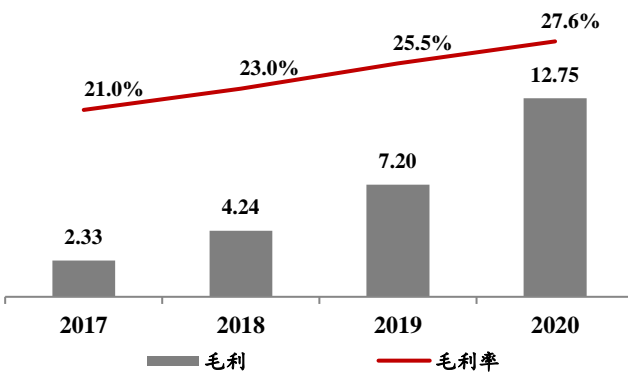
数据来源：公司公告、公司招股书、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 三大利润率明显提升

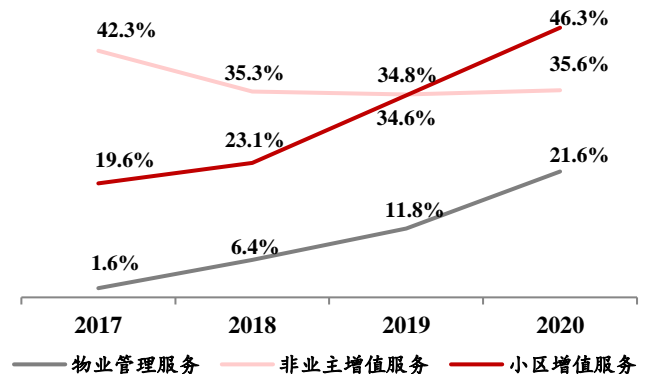
融创服务近年盈利能力明显增强。2017-2020 年，公司整体毛利大幅增长，期间年复合增长率为~76.1%。2020 年，公司整体毛利同比增长~77.0%至约 12.75 亿元。

图表 6：融创服务整体毛利、毛利率和各业务毛利率表现

整体毛利(亿元人民币)和毛利率表现



按业务划分之毛利率表现

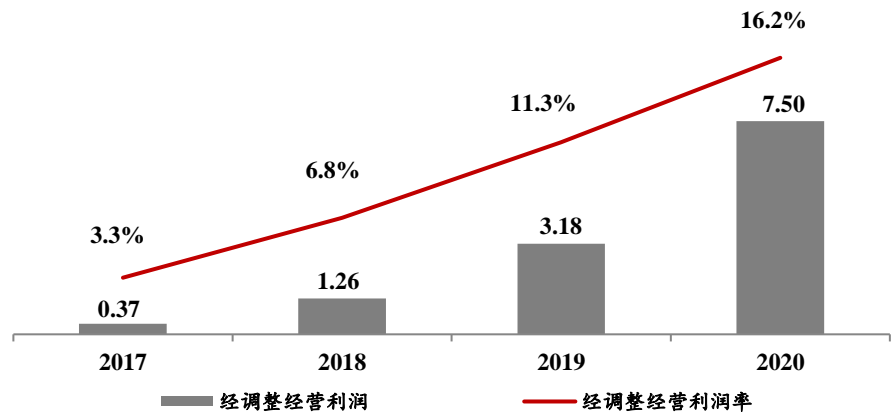


数据来源：公司公告、公司招股书、山证国际研究部整理

公司毛利率同期也持续提升，由 2017 年~21.0% 上升至 2020 年~27.6%。其中，物业管理服务和小区服务毛利率受惠于规模效益而分别由 1.6% 和 19.6% 大幅提升至 21.6% 和 46.3%。

公司经调整经营利润 2017-2020 年复合增长率为 172.8%。2020 年，公司经调整经营利润同比增长~135.6% 至约 7.50 亿元。公司经调整经营利润率则由 2017 年~3.3% 明显提升至 2020 年~16.2%。

图表 7：融创服务经调整经营利润(亿元人民币)和经调整经营利润率表现

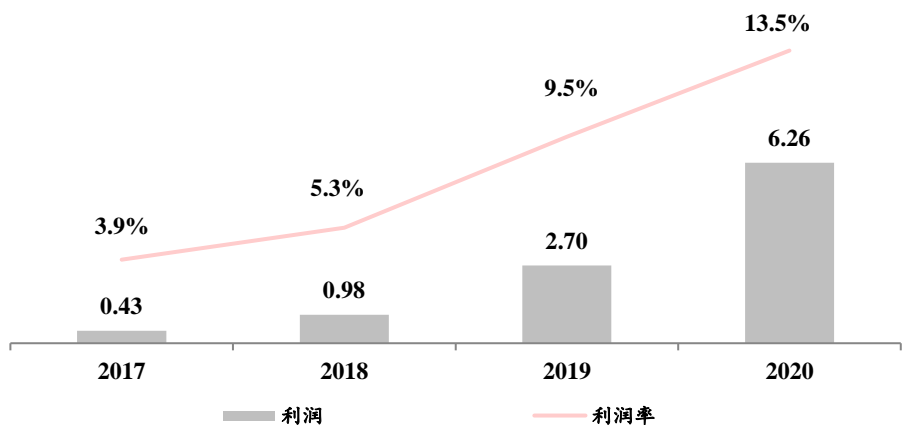


*经调整经营利润=毛利-行政开支-销售及营销开支

数据来源：公司公告、公司招股书、公司演示材料、山证国际研究部整理

公司利润 2017-2020 年复合增长率为~144.2%。2020 年，公司利润同比增长~131.8% 至约 6.26 亿元。公司利润率则由 2017 年~3.9% 明显提升至 2020 年~13.5%。

图表 8：融创服务利润(亿元人民币)和利润率表现



数据来源：公司公告、公司招股书、公司演示材料、山证国际研究部整理

三、估值表现

以融创服务 2020 年重要财务指标实际值与市场预估值(彭博综合预测值)对比, 除营收增速逊于市场预期外, 业务运营效率显著提升, 各项利润指标显著优于市场预期。

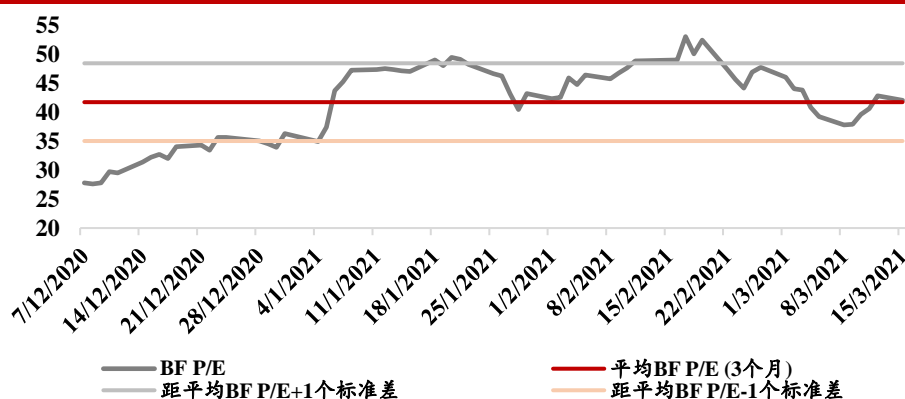
图表 9: 融创服务 2020 年重要财务指标实际值(亿元)与彭博综合预测值对比

财务指标	实际	彭博综合预测	相差
收入	46.23	50.50	-4.27
毛利率	27.6%	27.0%	0.6%
经营利润	8.03	7.23	0.80
经营利润率	17.4%	14.3%	3.1%
利润	6.26	5.80	0.46
利润率	13.5%	11.5%	2.1%
调整后 EPS(元人民币)	0.25	0.19	0.06

数据来源: Bloomberg、公司公告、山证国际研究部整理

此外, 公司当前的预测市盈率(彭博 BF P/E)约达 42.0 倍, 略高于三个月均值约 41.7 倍, 考虑到公司业务在 2021-22 年仍处于快速扩张期(截至 2020 年 12 月 31 日, 合约面积/在管面积比约为 1.95 倍以及与母企未签约之已有土储面积约 1.27 亿方), 或将有利于公司在管面积未来实现翻倍, 并为其未来业绩维持高速增长带来有力支撑, 建议投资者多加关注, 可趁其股价跟随大市调整时逢低吸纳。

图表 10: 融创服务预测市盈率估值表现



*市场数据是截止 2021 年 3 月 15 日收市价

数据来源: Bloomberg、山证国际研究部整理

风险因素

- 业务表现不及预期;
- 系统风险等。

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

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山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。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。山证国际，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、意见及推测反映山证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。山证国际，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。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏愨道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>