

金科服务 (9666. HK)

计划与金科股份订立贷款协议，削弱经营独立性

评级	买入
当前价 (1/8/2022)	9.72 港元
目标价	17.04 港元
市值	63.46 亿港元
股数 (百万)	652.85
52 周价最高	53.00 港元
52 周价最低	9.72 港元

主要财务数据

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)	5,968	7,758	10,173	12,666
增长 (%)	77.01	29.99	31.12	24.51
每股盈利(元)	1.62	1.96	2.52	3.23
增长 (%)	71.45	20.96	28.43	28.25
ROE (%)	14.13	15.37	16.72	17.73
市盈率 (倍)	5.17	4.28	3.33	2.60
市账率 (倍)	0.98	0.74	0.60	0.50

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

金科服务一年股价变化



公司/指数	价格变动
金科服务	-80.50%
恒生指数	-23.14%
恒生物业服务及管理指数	-61.15%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

- 事件:** 公司发布公告表示与金科股份订立贷款协议，作为出借方向金科股份借出不超过 15 亿元人民币借款，相应下调目标价至 17.04 港元，维持“买入”评级。
- 与金科股份订立贷款协议:** 7 月 29 日，公司发布公告，宣布与金科股份计划订立贷款协议，公司作为出借方向金科股份借出 15 亿元人民币贷款用于营运资金用途，利率为 8.6%，分五期归还 - 金科股份需於 2023 年 1 月 20 日偿还贷款本金额的 20%，此后自 2023 年 6 月 20 日起每半年偿还一次（每个还款日有两个月的宽限期），并于到期日（2024 年 12 月 20 日）偿还最后一期贷款。根据公告，金科股份提供资产（主要为金科股份的物业资产）为贷款作抵押，估计市值为 27 亿元人民币，而抵押资产的总值应不得低于未偿还借款的 60%。若金科股份未能偿还协议项下任何逾期款项，公司有权行使其变现抵押资产的权利，而违约利息利率为 12.9%。贷款协议将于 8 月 18 日举行的临时股东大会上表决定是否通过。
- 削弱公司营运独立性，进一步令估值受压:** 公司本次将自身的现金借出给母公司金科股份的举动削弱了公司营运的独立性，即使自身不断发展来至母公司项目以外的业务（例如社区增值服务与本地生活服务）从而减低对母公司的依赖，但是仍然会受到母公司房地产端的波动影响到自身经营，增加市场对于公司的发展会受到母公司房地产业务拖累的担忧。假设金科股份不会违约，据公告，资金将能够令金科股份确保正在开发的物业项目的建设及交付，公司进而能够为该等物业提供物业管理服务，利于公司的长期发展；而且年利率 8.6% 高于中国人民银行公布的一年期及五年期贷款市场报价年利率 3.7% 及 4.45%，将增加公司的其他收入。但是，我们认为即使金科股份不会违约，本次贷款已减低公司的现金流从而影响公司短期的业务发展进度，而且在近期整个房地产产业链充满波动的气氛下，市场更加担忧民营房企出现违约情况，叠加金科股份 1H 经营出现亏损，进一步影响市场对于公司能否成功收回贷款的期望。总括而言，本次贷款协议将公司业务营运独立性削弱，并会令公司的估值更加受压。

- 投资建议: 下调目标价至 17.04 港元，维持“买入”评级:** 因应公司本次与母公司订立的贷款协议，即使协议未能在 8 月 18 日股东大会上通过，已经影响了市场对公司独立性的预期，使公司估值进一步受压，叠加母企金科股份 1H 经营亏损情况以及 1H 疫情对社区的影响，我们调整

2022-08-02

了公司的盈利预测。预计公司 2022/2023/2024 的归母净利润为 12.8/16.4/21.1 亿元，对应 EPS 为 1.96/2.52/3.23 元，相较前预测分别下调 0.22/0.42/0.75 元。另外，参考其他可比民营物企，并考虑到公司独立性受金科股份贷款事件影响而进一步压制估值，我们下调 2022 年目标 PE 至 7.5 倍（原为 15 倍），下调目标价至 17.04 元港元（原为 39.64 元），维持“买入”评级。

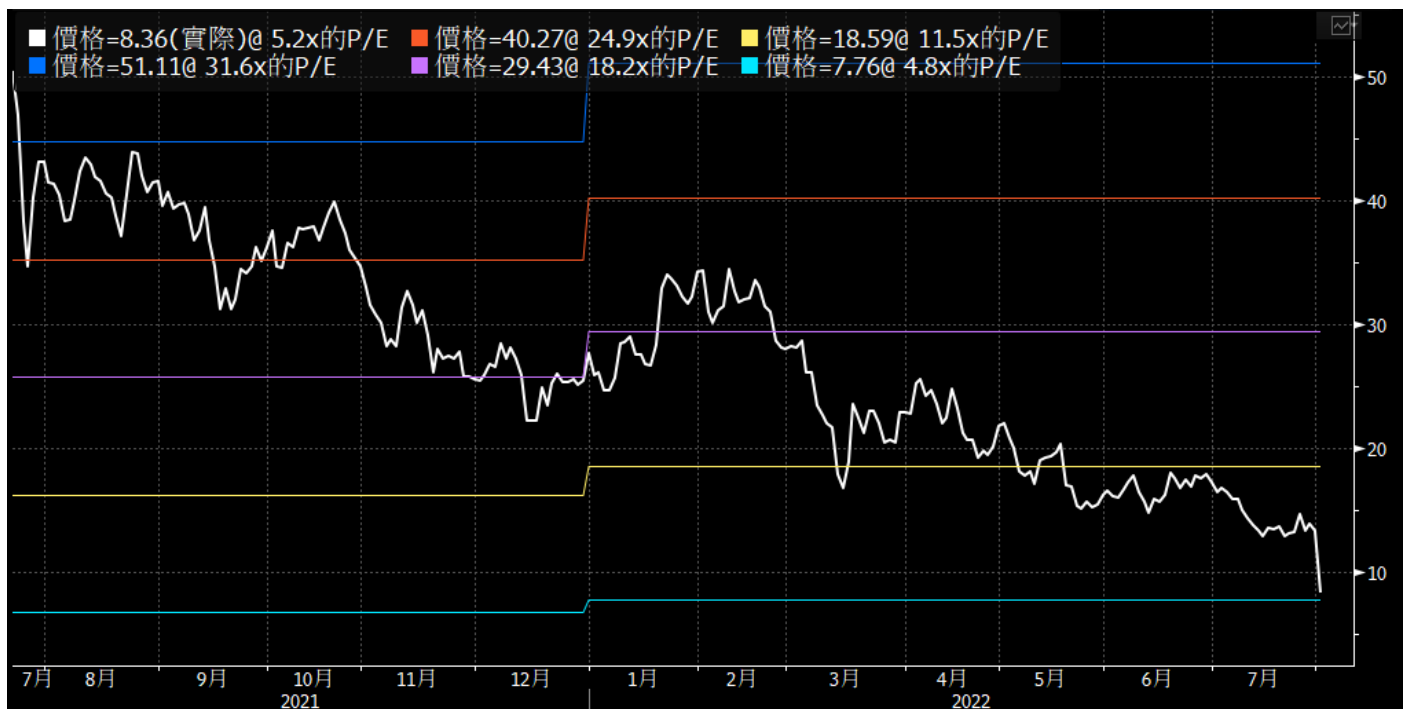
- **风险因素：** 房地产发展不如预期，母公司持续影响公司业务发展。

表 1: 可比公司估值水平

代码	公司名称	市值 (亿港元)	股价 (港元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
6098HK	碧桂园服务	588.94	15.70	1.28	1.77	2.38	3.12	12.27	8.87	6.60	5.03
1995HK	旭辉永升服务	91.66	5.22	0.37	0.52	0.69	0.89	14.11	10.04	7.57	5.87
1755HK	新城悦服务	53.72	6.20	0.62	0.97	1.32	1.65	10.00	6.39	4.70	3.76
平均								12.12	8.43	6.29	4.88

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心, 资料截至 01/08/2022

图 1: 金科服务 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

表 2: 财务报表及盈利预测

资产负债表		百万元人民币			
	2021	2022E	2023E	2024E	
物业、仓房及设备	90	136	205	262	
商誉	410	410	410	410	
无形资产	131	118	99	77	
于联营公司和合营企业的投资	47	47	47	47	
其他应收款项及预付款项	93	0	0	0	
递延所得税资产	20	11	12	14	
其他非流动资产	193	212	229	241	
非流动资产总额	984	933	1,002	1,051	
存货	23	15	18	19	
其他资产	53	63	59	58	
应收款项	4,210	4,251	5,017	5,899	
受限制现金	2	1	1	2	
现金及现金等价物	4,922	7,021	9,011	11,256	
流动资产总额	9,456	11,351	14,106	17,234	
总资产	10,439	12,285	15,108	18,285	
实收资本/股本	653	653	653	653	
其他储备	5,801	5,580	5,606	5,574	
保留盈利	1,203	2,540	4,264	6,478	
非控制性权益	73	131	213	320	
总权益	7,730	8,904	10,736	13,025	
银行及其他借款	0	18	38	57	
租赁负债	176	218	239	257	
递延所得负债	17	6	8	10	
非流动负债总额	193	243	285	324	
应付款项	1,725	2,101	2,747	3,280	
租赁负债	24	0	0	0	
合约负债	586	931	1,221	1,520	
即期所得税负债	181	106	120	135	
流动负债总额	2,516	3,138	4,087	4,936	
负债总额	2,710	3,381	4,372	5,260	
权益及负债总额	10,439	12,285	15,108	18,285	

现金流量表		百万元人民币			
	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润		1,279	1,642	2,106	
折旧与摊销		(37)	(48)	(58)	
营运资金变动及其他		956	471	265	
经营活动现金净额	-	2,198	2,065	2,313	
资本开支		(111)	(116)	(105)	
投资活动现金净额	-	(111)	(116)	(105)	
净借贷		(12)	(41)	(37)	
融资活动现金净额	-	(12)	(41)	(37)	
现金及现金等价物增加/(减少)净额		2,099	1,990	2,245	
年初现金及现金等价物		4,922	7,021	9,011	
现金及现金等价物汇兑损失		0	0	0	
年末现金及现金等价物	4,922	7,021	9,011	11,256	

损益表		百万元人民币			
	2021	2022E	2023E	2024E	
收入	5,968	7,758	10,173	12,666	
销售成本	(4,122)	(5,478)	(7,162)	(8,869)	
毛利	1,846	2,280	3,011	3,797	
销售及营销开支	(3)	(16)	(21)	(27)	
行政开支	(481)	(657)	(859)	(1,020)	
其他(亏损)/收益—净额	(70)	25	(28)	(49)	
经营利润	1,292	1,631	2,103	2,702	
融资收入	27	116	153	184	
融资成本	(2)	(97)	(127)	(152)	
财务收入-净额	25	19	25	32	
联营公司和合营企业的净(亏损)/收益	4	0	0	0	
税前利润	1,321	1,651	2,128	2,733	
所得税开支	(244)	(314)	(404)	(519)	
少数股东损益	(20)	58	81	108	
归母公司净利润	1,057	1,279	1,642	2,106	

主要财务指标		2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
收入	77.01	29.99	31.12	24.51	
毛利	82.94	23.50	32.05	26.09	
经营利润	70.30	26.29	28.91	28.48	
净利润	71.45	20.96	28.43	28.25	
盈利能力 (%)					
毛利率	30.94	29.39	29.60	29.98	
EBITDA	21.78	21.50	21.14	21.79	
净利率	17.71	16.48	16.14	16.63	
ROE	14.13	15.37	16.72	17.73	
ROA	11.09	11.25	11.99	12.61	
偿债能力 (倍)					
负债比率 (%)	25.95	27.52	28.94	28.76	
流动比率	3.76	3.62	3.45	3.49	
速动比率	3.75	3.61	3.45	3.49	
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.63	0.68	0.74	0.76	
应收账款周转天数	177.10	199.04	166.26	157.28	
应付账款周转天数	115.32	127.49	123.54	124.02	
存货周转天数	1.73	1.26	0.84	0.75	
每股指标 (人民币)					
EPS	1.62	1.96	2.52	3.23	
每股净资产	11.84	13.64	16.44	19.95	

2022-08-02

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999