

雅生活 (3319 HK)

蜕变新生

- 过去两个月估值获重估。**自宣布收购中民物业及新中民物业以来，雅生活估值回升，带动股价表现远超同业。雅生活估值一直受压，主要归因于其 (i) 重收并购、轻内生增长的战略；(ii) 部分收入来自向开发商提供增值服务，占比较同业平均高；(iii) 与一线物业管理公司相比规模相对较小。随着公司完成收购，内生增长能力得到提升，我们相信雅生活的物业管理板块收入将大幅上升，向开发商提供增值服务所得收入占比则会下降，并在全面覆盖物管服务后，公司业务将迅速扩展。
- 通过收并购转型，雅生活的新定位。**由于目标公司是一家大型物业管理控股公司，因此我们认为中民物业及新中民物业和雅生活的合并是公司近期的首要任务。此次收购并非单纯的利润整合，我们更期待的是合并后所产生的协同效应和强大的内生增长能力。以往雅生活在市场拓展都是单打独斗，但日后公司将会以多品牌的集团军形式扩展第三方项目。在达成此项巨额收并购交易后，我们预计雅生活未来一段时间在并购方面的活跃程度将有所下降。但与此同时，作为合并计划的一部分，我们认为雅生活有意增加每家被收购子公司/联营公司的股份权益。透过这次大规模收并购，雅生活发展策略由收并购转向内生增长，转型成为一家提供全面物业服务的物业集团，长远来看将有助提升公司的利润和估值。
- 非住宅物业管理成上市公司的新目标市场。**大部份物管上市公司仍以住宅物业管理为核心业务。根据我们的预测，到2021年物业管理市场规模将突破一万亿元人民币，其中非住宅物业管理将达到4,400亿元人民币。与住宅物业管理相比，这是一个同样巨大的市场。非住宅项目将是上市公司的另一个目标市场。事实上，像碧桂园(6098 HK, 未评级)，中海物业(2669 HK, 持有)和保利物业这些大型物管上市公司已在这一领域扩展业务。雅生活的收购中亦包括一些领先非住宅物管公司，如上海明华。明华是上海高端公众物业管理的领先物管公司，管理中国美术馆和虹桥综合交通枢纽等上海众多地标和交通基础设施。雅生活通过此次收购迅速发展了在非住宅物管的经营能力，在非住宅物管市场中占据先发优势。
- 重申公司为首选。**我们重申雅生活为我们物管板块中的首选股份，目前估值仍然具有吸引力，我们相信雅生活有望在下一轮审核中纳入港股通名单。此外，公司有机会在非住宅物管市场发力，成为发展亮点。我们维持盈利预测不变，但将20财年的市盈率目标倍数提高至23倍。因此，我们的最新目标价为33.08港元。**重申买入评级。**

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	1,761	3,377	5,316	11,802	13,583
同比增长(%)	41.5	91.8	57.4	122.0	15.1
净利润(百万人民币)	290	801	1,153	1,718	1,958
EPS(人民币)	0.35	0.62	0.87	1.29	1.47
EPS变动(%)	59.1	77.1	39.5	48.9	14.0
市盈率(x)	54.5	30.7	22.0	14.8	13.0
市帐率(x)	35.6	6.0	5.9	5.7	5.2
股息率(%)	不适用	1.6	1.4	2.0	2.3
权益收益率(%)	19.7	14.8	18.5	23.1	22.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$33.08
(此前目标价)	HK\$25.89
潜在升幅	+25.8%
当前股价	HK\$26.3

中国物业管理行业

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	35,067
3月平均流通量(百万港元)	153.5
52周内股价高/低(港元)	27.95/9.41
总股本(百万)	1,333

资料来源：彭博

股东结构

雅居乐	54%
绿地控股集团	11.5%
自由流通	28.5%

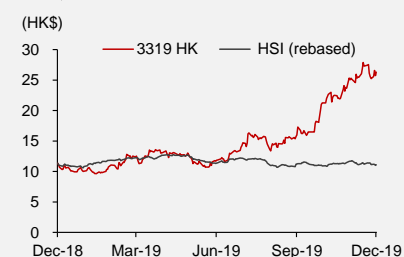
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.6%	7.4%
3-月	63.2%	66.1%
6-月	120.5%	126.4%
12-月	126.7%	137.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵威永道

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,761	3,377	5,316	11,802	13,583
物业管理服务	1,206	1,625	2,894	8,645	9,756
外延增值服务	453	1,463	1,902	2,378	2,853
社区增值服务	102	289	520	780	975
销售成本	(1,170)	(2,087)	(3,491)	(8,509)	(9,701)
毛利	591	1,290	1,825	3,293	3,883
其他收入	11	100	145	161	189
销售费用	(33)	(46)	(53)	(118)	(136)
行政费用	(171)	(302)	(319)	(649)	(679)
息税前收益	397	1,042	1,598	2,687	3,256
应占联营和合营公司收益	-	-	12	12	12
财务费用	4	(1)	(5)	(5)	(5)
特殊收入	1	34	(3)	-	-
税前利润	403	1,075	1,602	2,694	3,263
所得税	(102)	(264)	(400)	(674)	(816)
年度利润	300	811	1,201	2,021	2,448
非控制股东权益	(10)	(10)	(48)	(303)	(490)
归属母公司股东净利润	290	801	1,153	1,718	1,958

归属母公司股东净利润

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	1,112	1,308	2,220	3,242	4,264
物业、厂房及设备	71	80	170	180	190
商誉	919	1,045	1,545	2,545	3,545
其他	122	182	504	516	528
流动资产	1,399	5,989	7,158	10,452	11,958
存货	17	15	25	62	71
贸易及其他应收款	488	1,165	1,834	4,072	4,686
现金及现金等价物	880	4,808	5,056	6,076	6,959
其他	14	1	243	243	243
总资产	2,511	7,297	9,378	13,694	16,222
流动负债	1,015	1,726	2,823	5,634	6,301
短期借款	-	-	54	54	54
贸易及其他应付帐款	923	1,169	1,955	4,766	5,434
其他	92	557	814	814	814
合同负债	-	-	-	-	-
非流动负债	22	60	189	189	189
长期借款	-	-	17	17	17
其他	22	60	172	172	172
总负债	1,037	1,787	3,012	5,823	6,491
归属母公司股东权益	1,472	5,422	6,230	7,432	8,803
非控股权益	2	88	136	439	928
总净资产	1,474	5,510	6,365	7,871	9,731

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税后利润	403	1,075	1,602	2,694	3,263
折旧、摊销及资产减值损失	16	33	10	20	20
营运资金变动	(43)	(51)	107	537	44
其他	(88)	(174)	(412)	(686)	(828)
经营活动所得现金净额	287	883	1,307	2,565	2,500
购置固定资产及投资	17	(20)	(100)	(30)	(30)
联营及合营公司	29	(107)	(659)	(1,000)	(1,000)
其他	3	14	-	-	-
投资活动所得现金净额	49	(112)	(759)	(1,030)	(1,030)
注资	1,202	3,314	-	-	-
净银行借贷	(802)	(32)	47	-	-
其他	(380)	(141)	(346)	(515)	(587)
融资活动所得现金净额	20	3,142	(299)	(515)	(587)
现金增加净额	357	3,913	248	1,020	883
年初货币资金及等价物	523	880	4,808	5,056	6,076
汇兑	-	15	-	-	-
年末货币资金	880	4,808	5,056	6,076	6,959

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业管理服务	68.5	48.1	54.4	73.2	71.8
外延增值服务	25.7	43.3	35.8	20.1	21.0
社区增值服务	5.8	8.6	9.8	6.6	7.2
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33.5	38.2	34.3	27.9	28.6
息税前利润率	22.6	30.9	30.1	22.8	24.0
净利润率	16.5	23.7	21.7	14.6	14.4
有效税率	25.5	24.6	25.0	25.0	25.0
增长 (%)					
收入	41.5	91.8	57.4		15.1
毛利	89.5	118.4	41.5	80.4	17.9
息税前利润	82.8	162.3	53.4	68.1	21.2
净利润	80.3	176.5	44.0	48.9	14.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	2.1	2.0	2.0	2.0
平均应收账款周转天数	101	126	126	126	126
平均应付帐款周转天数	288	204	204	204	204
平均存货周转天数	5	3	3	3	3
净负债/总权益 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	19.7	14.8	18.5	23.1	22.2
资产回报率	12.0	11.1	12.8	14.8	15.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.35	0.62	0.87	1.29	1.47
每股股息(人民币)	不适用	0.30	0.26	0.39	0.44
每股账面值(人民币)	0.53	3.16	3.20	3.36	3.63

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律义务。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。