

## 雅生活 (3319 HK)

### 廣州調研紀要

- ❖ **規模增長是首要任務。**我們于上周三(25 號)參加了雅生活反向路演，對於公司 2018 年的整體業績持樂觀態度。2017 年，公司實現收入 17.6 億元人民幣(下同)，淨利潤 3 億。截止 17 年底，公司在管面積 7,800 萬平。根據公司管理層介紹，在雅生活成功上市後，公司將著力擴大業務規模，通過(1)內在增長和(2)收并購增加管理項目面積。
- ❖ **來自兩大開發商支持。**公司的內在增長主要來自兩個大股東雅居樂(3319 HK)和綠地(600606 CH)的支持。雅居樂將 100%把所開發項目交由雅生活管理，而綠地同意在 2018-2022 年期間每年向雅生活交付建築面積不少於 7 百萬平方米的物業，并每年約 3 百萬平方米的物業將優先選擇雅生活。目前公司以“雅居樂物業”和“綠地物業”兩個品牌開展經營。2017 年，綠地實現銷售 2,440 萬平，因此我們相信雅生活有意也有優勢向綠地爭取 1,000 萬平以外更多的項目。管理層透露，2018 年首季度，綠地已經向雅生活交付了 400 萬平的面積。除股東支持外，公司也積極拓展第三方業務。2017 年，公司成立了 200 人的市場拓展團隊，專門面向第三方發商爭取項目。今年首季度，雅生活已經成功從第三方獲取了 600 萬平的面積，而全年的目標將是 2,400 萬平。我們認為今年公司管理面積增長和收入增長將有很高的確定性。
- ❖ **選擇性地收并購。**根據 IPO 文件，約 65%的 IPO 所籌淨款項將用于選擇性地把握戰略投資及收購機會以及進一步發展戰略聯盟。過去幾年資本市場開始關注物業管理行業，物業公司的收購價格也水漲船高。雅生活目前的收購策略是收購在一綫或核心二綫的物業公司，收購標的需要具有一定規模，淨利潤不少於 1,000 萬，淨利潤率至少在 8-10%的水平。雅生活的收購不僅是項目的收購，公司也希望留住人才，并借助原有管理層開拓當地市場。雅生活于今年 4 月 9 日宣布收購南京紫竹物業 51%的股權，總代價 2.05 億，相當於 11.8 倍 FY17 市盈率，10.7 倍 FY18 市盈率(基于最低利潤要求)。
- ❖ **估值。**根據彭博數據，雅生活股價目前在 16.5 倍 FY18 市盈率，低於綠城服務的 27.8 倍和中海物業的 18.9 倍，但略高於彩生活的 13.2 倍。我們認為目前雅生活和龍頭綠城服務的估值差距過大，重組上市後的雅生活將作為獨立物業公司開展業務，預計未來幾年將是公司高增長時期，因此我們預計估值將被進一步重估。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬人民幣)	934	1245	1760.8
淨利潤(百萬人民幣)	65	161	289.7
EPS(人民幣)	n.a.	0.22	0.4
EPS 變動(%)	n.a.	n.a.	59.1
市盈率(x)	176.5	71.2	39.6
市帳率(x)	111.4	37.9	7.8
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.
權益收益率(%)	63.1	53.1	19.7
淨財務杠杆率(%)	367.0	89.1	Net cash

資料來源：公司及招銀國際研究

#### 未評級

當前股價 HK\$10.62

#### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 中國物業管理行業

市值(百萬港元)	14,160
3月平均流通量(百萬港元)	n.a.
5周內股價高/低(港元)	12.68/8.98
總股本(百萬)	1,333.3

資料來源：彭博

#### 股東結構

雅居樂	54%
綠地控股	15%
自有流通	25%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-7.0%	-7.6%
3-月	n.a.	n.a.
6-月	n.a.	n.a.

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師: PwC

公司網站: [www.agileliving.com.cn](http://www.agileliving.com.cn)

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)并没有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他個人。