

雅生活 (3319 HK)

收并购助推业绩快速增长

概要。雅生活上半年盈利增长 63% 至 5.41 亿元（人民币，下同）。收并购是主要增长动力，公司在此期间透过收并购新增管理建筑面积 7,310 万平，占整体新增面积的 88%，带动收入同比增长 59%。我们将目标价从 17.50 港元上调至 19.00 港元，并将雅生活作为我们的板块首选。维持买入评级。

- **上半年盈利增长 63%。**2019 上半年，雅生活录得收入 22.41 亿元，同比增长 59%。毛利率保持在 37.0%，对比 2018 上半年的 36.3%，以及 2018 全年的 38.2%，毛利率仍处于行业内较高水平。股东净利润增长 62.9% 至 5.41 亿元，净利率为 24.2%，同比增长 0.5 个百分点。由于收并购公司的并表期并非自 2019 年初开始，因此期间非控股权益上升 3.8 个百分点至 4.8%。
- **收并购为主要驱动力。**由于 2018 上半年基数较低，社区增值服务在 2019 上半年维持高增长，分部收入同比增长 158% 至 2.06 亿元。但外延服务收入增长放缓至 40%，对比 2018 全年的 227%。我们认为这与雅居乐（3383 HK，买入）和绿地控股（600606 CH，未评级）的关联交易限制有关。物业管理收入同比增长 63.6%，而 2018 全年则为 35%。收并购是物业管理业务增长的主要动力，公司在 2019 上半年透过收并购新增了 6,470 万平在管面积，占总新增在管面积 7,300 万平的 88%，从而带动公司整体收入增长。虽然收并购是目前公司的主要增长引擎，但展望未来，我们预计内生增长（第三方项目）将逐渐成为另一增长引擎。截至 2019 年 6 月，来自第三方的合同面积增长达到 1.22 亿平，而来自第三方的在管面积则不到一半，只达 5,900 万平。公司目标由 2019 年到 2022 年每年增加 3,500 万平第三方合同面积。
- **经营杠杆改善。**管理层在上半年非常重视营运效率，完善营运结构，比如将 23 个市营运中心整合为七个区域营运中心，另外将 400 个社区服务中心整合为 230 个。通过一些营运效率的改善，SG&A 占收入比从 2018 上半年的 8.8% 减少至 2019 上半年的 6.4%。因此，息税前利润率同比增长 4.1 个百分点至 33.5%。
- **板块首选；维持买入评级。**我们将 2019/20 年每股盈利预测上调 5.1%/5.3% 至 0.85/1.19 元人民币。基于 20 倍 2019 年预测市盈率，我们将目标价从 17.50 港元上调至 19.00 港元。公司目前 2019/20 年预测市盈率为 15.3/11.0 倍，低于主要同业，如碧桂园服务（6098 HK，未评级），绿城服务（2869 HK，买入）和中海物业（2669 HK，持有）。雅生活盈利增长强劲，我们预计 2019/20 年增长达 42%/39%；公司目前估值吸引，且有机会纳入港股通；此外，雅生活第三方项目的增长空间较大，我们预计雅生活在日后内生增长不断体现后，市场将提高其估值水平。因此，我们将雅生活作为我们物业管理板块中的首选。

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	5,161	7,322	9,576
同比增长 (%)	41.5	91.8	52.8	41.9	30.8
净利润 (百万人民币)	290	801	1,138	1,583	2,042
EPS (人民币)	0.35	0.62	0.85	1.19	1.53
EPS 变动 (%)	59.1	77.1	37.6	39.1	29.0
市盈率 (x)	37.3	21.1	15.3	11.0	8.5
市帐率 (x)	24.4	4.1	4.1	3.5	2.9
股息率 (%)	n.a.	2.3	3.3	4.5	5.9
权益收益率 (%)	19.7	14.8	19.0	23.3	26.2
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\$19.00
(此前目标价)	HK\$17.50
潜在升幅	+30.5%
当前股价	HK\$14.56

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)	19,413
3 月平均流通量(百万港元)	130
52 周内股价高/低(港元)	16.76/8.84
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	15%
自由流通	25%

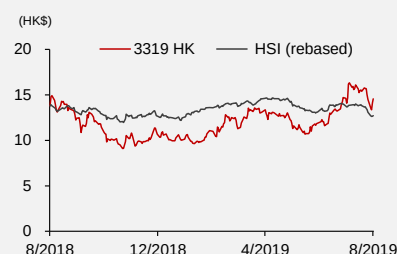
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.8%	6.5%
3-月	16.3%	31.3%
6-月	27.8%	37.6%
12-月	1.1%	9.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵威永道

请登录 2019 年亚洲货币券商
投票网址，投下您对招银国际
研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

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	5,161	7,322	9,576
物业管理服务	1,206	1,625	2,739	4,017	5,321
外延增值服务	453	1,463	1,902	2,473	3,091
社区增值服务	102	289	520	832	1,164
销售成本	(1,170)	(2,087)	(3,344)	(4,771)	(6,252)
毛利	591	1,290	1,817	2,551	3,324
其他收入	11	100	137	156	191
销售费用	(33)	(46)	(52)	(73)	(96)
行政费用	(171)	(302)	(310)	(403)	(479)
息税前收益	397	1,042	1,593	2,231	2,940
应占联营和合营公司收益	-	-	12	20	25
财务费用	4	(1)	(5)	(6)	(6)
特殊收入	1	34	(3)	-	-
税前利润	403	1,075	1,597	2,245	2,959
所得税	(102)	(264)	(399)	(561)	(740)
年度利润	300	811	1,198	1,684	2,219
非控制股东权益	(10)	(10)	(60)	(101)	(178)
归属母公司股东净利润	290	801	1,138	1,583	2,042

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	2,036	2,066	2,101
物业、厂房及设备	71	80	170	180	190
商誉	919	1,045	1,362	1,362	1,362
其他	122	182	505	525	550
流动资产	1,399	5,989	7,032	8,694	10,687
存货	17	15	24	35	46
贸易及其他应收款	488	1,165	1,780	2,526	3,304
现金及现金等价物	880	4,808	4,985	5,891	7,095
其他	14	1	243	243	243
总资产	2,511	7,297	9,069	10,760	12,789
流动负债	1,015	1,726	2,741	3,540	4,370
短期借款	-	-	54	54	54
贸易及其他应付帐款	923	1,169	1,873	2,672	3,502
其他	92	557	814	814	814
合同负责	22	60	189	189	189
非流动负债	-	-	17	17	17
长期借款	22	60	172	172	172
其他	-	-	-	-	-
总负债	1,037	1,787	2,930	3,729	4,559
归属母公司股东权益	1,472	5,422	5,991	6,783	7,804
非控股权益	2	88	148	249	426
总净资产	1,474	5,510	6,139	7,031	8,230

资料来源: 公司及招銀国际证券预测

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	1,597	2,245	2,959
折旧、摊销及资产减值损失	16	33	10	20	20
营运资金变动	(43)	(51)	79	44	41
其他	(88)	(174)	(411)	(581)	(765)
经营活动所得现金净额	287	883	1,275	1,727	2,256
购置固定资产及投资	17	(20)	(100)	(30)	(30)
联营及合营公司	29	(107)	(501)	-	-
其他	3	14	-	-	-
投资活动所得现金净额	49	(112)	(601)	(30)	(30)
注资	1,202	3,314	-	-	-
净银行借贷	(802)	(32)	72	-	-
其他	(380)	(141)	(569)	(791)	(1,021)
融资活动所得现金净额	20	3,142	(497)	(791)	(1,021)
现金增加净额	357	3,913	177	906	1,205
年初货币资金及等价物	523	880	4,808	4,985	5,891
汇兑	-	15	-	-	-
年末货币资金	880	4,808	4,985	5,891	7,095

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	53.1	54.9	55.6
外延增值服务	25.7	43.3	36.9	33.8	32.3
社区增值服务	5.8	8.6	10.1	11.4	12.2
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33.5	38.2	35.2	34.8	34.7
息税前利润率	22.6	30.9	30.9	30.5	30.7
净利润率	16.5	23.7	22.0	21.6	21.3
有效税率	25.5	24.6	25.0	25.0	25.0
增长 (%)					
收入	41.5	91.8	52.8	41.9	30.8
毛利	89.5	118.4	40.9	40.4	30.3
息税前利润	82.8	162.3	52.9	40.1	31.8
净利润	80.3	176.5	42.0	39.1	29.0
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	19.0	23.3	26.2
资产回报率	12.0	11.1	13.2	15.6	17.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.35	0.62	0.85	1.19	1.53
每股股息(人民币)	n.a.	0.30	0.43	0.59	0.77
每股账面值(人民币)	0.53	3.16	3.16	3.76	4.52

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风险。任何使用本报告信息所作的投资决定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)2000 年英国不时修订之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。