

雅生活 (3319 HK)

广州调研纪要

- ❖ **规模增长是首要任务。**我们于上周三(25 号)参加了雅生活反向路演，对于公司 2018 年的整体业绩持乐观态度。2017 年，公司实现收入 17.6 亿元人民币(下同)，净利润 3 亿。截止 17 年底，公司在管面积 7,800 万平。根据公司管理层介绍，在雅生活成功上市后，公司将着力扩大业务规模，通过(1)内在增长和(2)收并购增加管理项目面积。
- ❖ **来自两大开发商支持。**公司的内在增长主要来自两个大股东雅居乐(3319 HK)和绿地(600606 CH)的支持。雅居乐将 100%把所开发项目交由雅生活管理，而绿地同意在 2018-2022 年期间每年向雅生活交付建筑面积不少于 7 百万平方米的物业，并每年约 3 百万平方米的物业将优先选择雅生活。目前公司以“雅居乐物业”和“绿地物业”两个品牌开展经营。2017 年，绿地实现销售 2,440 万平，因此我们相信雅生活有意也有优势向绿地争取 1,000 万平以外更多的项目。管理层透露，2018 年首季度，绿地已经向雅生活交付了 400 万平的面积。除股东支持外，公司也积极拓展第三方业务。2017 年，公司成立了 200 人的市场拓展团队，专门面向第三方发商争取项目。今年首季度，雅生活已经成功从第三方获取了 600 万平的面积，而全年的目标将是 2,400 万平。我们认为今年公司管理面积增长和收入增长将有很高的确定性。
- ❖ **选择性地收并购。**根据 IPO 文件，约 65%的 IPO 所筹净款项将用于选择性地把握战略投资及收购机会以及进一步发展战略联盟。过去几年资本市场开始关注物业管理行业，物业公司的收购价格也水涨船高。雅生活目前的收购策略是收购在一线或核心二线的物业公司，收购标的需要具有一定规模，净利润不少于 1,000 万，净利润率至少在 8-10%的水平。雅生活的收购不仅是项目的收购，公司也希望留住人才，并借助原有管理层开拓当地市场。雅生活于今年 4 月 9 日宣布收购南京紫竹物业 51%的股权，总代价 2.05 亿，相当于 11.8 倍 FY17 市盈率，10.7 倍 FY18 市盈率(基于最低利润要求)。
- ❖ **估值。**根据彭博数据，雅生活股价目前在 16.5 倍 FY18 市盈率，低于绿城服务的 27.8 倍和中海物业的 18.9 倍，但略高于彩生活的 13.2 倍。我们认为目前雅生活和龙头绿城服务的估值差距过大，重组上市后的雅生活将作为独立物业公司开展业务，预计未来几年将是公司高速增长时期，因此我们预计估值将被进一步重估。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	934	1245	1760.8
净利润(百万人民币)	65	161	289.7
EPS(人民币)	n.a.	0.22	0.4
EPS 变动(%)	n.a.	n.a.	59.1
市盈率(x)	176.5	71.2	39.6
市帐率(x)	111.4	37.9	7.8
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.
权益收益率(%)	63.1	53.1	19.7
净财务杠杆率(%)	367.0	89.1	Net cash

资料来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$10.62

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

中国物业管理行业

市值(百万港元)	14,160
3 月平均流通量(百万港元)	n.a.
5 周内股价高/低(港元)	12.68/8.98
总股本(百万)	1,333.3

资料来源：彭博

股东结构

雅居乐	54%
绿地控股	15%
自有流通	25%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.0%	-7.6%
3-月	n.a	n.a
6-月	n.a	n.a

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: PwC

公司网站: www.agileliving.com.cn

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，请与我们联络。

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商投资者

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。