

雅生活 (3319 HK)

進入高速成長期

- ❖ **朝陽行業的投資機會。**近年來隨著城鎮化水平和人均可支配收入的不斷提高，物業行業開始顯現出其價值。我們認為物業行業在傳統物業管理和社區經濟兩個領域充滿巨大潛力，隨著城鎮化進一步推進，物業行業的價值也將不斷提升。我們對物業行業的前景保持樂觀。
- ❖ **物業行業的後起之秀。**雅生活是以中高端物業為主的物業管理服務供應商。公司在2017年經歷一系列重組和公司治理的建設後，在今年2月9日成功上市，新發行3.33億H股，占發行後股本的25%，發行價格為每股12.3港元，集資近40億港元。截止到2017年底，公司已在全國69個城市布局，在管面積達7,834萬平。
- ❖ **來自兩大開發商支持。**雅生活於去年6月收購綠地控股旗下的綠地物業，同年8月，公司與綠地控股建立戰略聯盟，綠地控股通過旗下公司向雅生活注資10億人民幣，目前綠地持有雅生活15%的股權。目前雅生活以“雅居樂物業”和“綠地物業”兩個品牌開展經營。公司的兩個大股東已經同意每年分別向雅生活交付相當面積的物業項目。除此之外，兩個股東也將在非業主增值服務上與雅生活開展合作，這包括一手房的代理銷售。我們認為目前行業規模競爭激進，集中度上升，而擁有強大股東背景的物業公司將有很大優勢。
- ❖ **規模快速擴大。**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。除股東每年交付的面積外，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。收并購方面，根據招股書顯示，近40億港元的集資額中，65%將用於收并購或戰略投資。在今年4月9日，公司宣布收購南京紫竹物業51%的股權，總代價2.05億人民幣。
- ❖ **首次覆蓋給予買入評級。**我們預計公司2018-2020每股盈利0.51元、0.74元和1.02元人民幣。目前股價相當於19.3/12.3x FY18/19PER。我們預計公司今年盈利有望超過目前上市龍頭綠城服務(2869 HK, 買入)達6.8億人民幣。我們給予公司25x FY18PER并得出我們的目標價為HK\$15.74, 相當於17.2x FY19 PER, 潛在升幅32.0%，首次覆蓋給予買入評級。
- ❖ **投資風險：**(1)收并購存在較大不確定性；(2)大股東支持不及預期；(3)增值服務增長不及預期。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	1,245	1,761	4,000	5,821	7,918
淨利潤(百萬人民幣)	161	290	677	986	1,365
EPS(人民幣)	0.22	0.35	0.51	0.74	1.02
EPS變動(%)	N.A	59.1	45.1	45.6	38.5
市盈率(x)	43.9	27.6	19.0	13.1	9.4
市帳率(x)	26.2	18.1	3.1	2.7	2.3
股息率(%)	n.a.	n.a.	2.1	3.4	4.8
權益收益率(%)	57.5	19.7	13.3	17.6	21.4
淨財務杠杆率(%)	88.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$15.74
潛在升幅	+32.0%
當前股價	HK\$11.92

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

中國物業管理行業

市值(百萬港元)	15,893
3月平均流通量(百萬港元)	36.5
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%

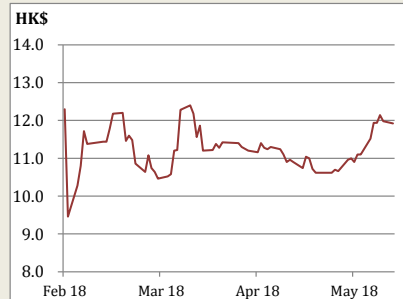
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.9%	7.7%
3-月	5.3%	5.5%
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

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,245	1,761	4,000	5,821	7,918
物業管理服務	978	1,206	2,869	4,194	5,568
非業主增值服務	212	453	907	1,269	1,777
業主增值服務	55	102	224	358	573
銷售成本	(933)	(1,170)	(2,609)	(3,807)	(5,138)
毛利	312	591	1,392	2,015	2,780
其他收入	5	11	24	46	56
銷售費用	(19)	(33)	(80)	(116)	(158)
行政費用	(79)	(170)	(400)	(582)	(792)
其他收益	(1)	(0)	-	-	-
息稅前收益	217	399	936	1,362	1,886
聯營公司	-	-	-	-	-
淨融資成本	15	4	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	232	403	936	1,362	1,886
所得稅	(63)	(102)	(234)	(340)	(472)
非控制股東權益	(8)	(10)	(25)	(36)	(50)
淨利潤	161	290	677	986	1,365

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	720	1,112	1,022	942	870
物業、厂房及設備	62	71	84	95	106
聯營、合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他	647	12	12	13	14
無形資產	11	1,029	926	834	750
流動資產	1,179	1,399	6,228	7,874	9,845
存貨	24	17	39	57	76
貿易及其他應收賬款	223	488	1,000	1,455	1,980
現金及現金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735
受限制銀行結余	3	0	0	0	0
其他	405	13	27	39	53
流動負債	1,000	1,015	2,101	3,066	4,139
貿易及其他應付帳款	732	923	2,007	2,928	3,952
預收款項	29	30	67	98	133
銀行借款	200	-	-	-	-
其他	39	62	27	39	53
非流動負債	596	22	49	72	97
銀行借款	596	-	-	-	-
其他	0	22	49	72	97
資產淨額	303	1,474	5,100	5,678	6,479
非控股權益	24	2	27	62	112
權益股東應占總權益	280	1,472	5,074	5,616	6,367

來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	217	398	936	1,362	1,886
折旧和摊销	6	16	110	101	93
营运资金变动	187	(43)	561	497	535
税务开支	2	(7)	27	22	25
其他	(68)	(76)	(234)	(340)	(472)
经营活动所得现金净额	344	287	1,399	1,642	2,067
购置固定资产	(14)	(30)	(20)	(20)	(20)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(201)	79	24	46	56
投资活动所得现金净额	(215)	49	4	26	36
股份发行	16	1,203	3,195	-	-
净银行借贷	201	(809)	-	-	-
股息	-	(298)	(271)	(444)	(614)
利息支付	35	7	-	-	-
其他	(62)	(82)	(45)	(64)	(76)
融资活动所得现金净额	190	20	2,879	(508)	(690)
现金增加净额	319	357	4,283	1,160	1,413
年初现金及现金等价物	204	523	880	5,162	6,322
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735
年末资产负债表现金及现金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业管理服务	78.6	68.5	71.7	72.0	70.3
非业主增值服务	17.1	25.7	22.7	21.8	22.4
业主增值服务	4.4	5.8	5.6	6.2	7.2
总额	100.1	100.0	100.0	100.0	99.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.0	33.5	34.8	34.6	35.1
税前利率	18.6	22.9	23.4	23.4	23.8
息税前收益	12.9	16.5	16.9	16.9	17.2
有效税率	27.1	25.4	25.0	25.0	25.0
增长 (%)					
收入	33.2	41.5	127.2	45.5	36.0
毛利	109.4	89.5	135.6	44.8	38.0
净利润率	147.2	83.5	134.8	45.6	38.5
净利润	147.3	80.3	133.7	45.6	38.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.4	3.0	2.6	2.4
平均应收账款周转天数	65	101	91	91	91
平均应付账款周转天数	286	288	281	281	281
平均存货周转天数	9.5	5.4	5.4	5.4	5.4
净负债/总权益比率 (%)	88.6	net cash	net cash	net cash	net cash
回报率 (%)					
资本回报率	57.5	19.7	13.3	17.6	21.4
资产回报率	8.9	12.0	9.7	11.6	13.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.22	0.35	0.51	0.74	1.02
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	0.20	0.33	0.46
每股账面值(人民币)	0.37	0.53	3.11	3.59	4.21

来源：公司资料，招银国际预测

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于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）並沒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。而過去的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。接收本報告之行爲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人士。