

雅生活 (3319 HK)

增值服务助推盈利增长

- ❖ **18 上半年盈利增长 196%。**2018 年上半年，雅生活实现收入 14.06 亿元人民币(下同)，同比增长 103%。毛利率为 36.3%，同比上升 4.4 个百分点。18 年上半年归属于股东的净利润为 3.32 亿元，同比增长 196.2%，利润率为 23.6%。盈利增长主要归因于(1)在管面积增加以及 (2)对非业主增值服务大幅增长，使得盈利能力显著提高。
- ❖ **上半年在管面积增长主要来自收购。**今年 4 月 9 日，雅生活宣布收购南京紫竹物业管理公司 51% 的股权。7 月 11 日，公司再次宣布收购兰州城关物业服务 51% 股权。目前，紫竹物业拥有 2,430 万平的在管面积，而兰州城关拥有 2,490 万平。截至 2018 年 6 月 30 日，公司总在管面积从 2017 年底的 7,830 万平增加至 1.09 亿平，这意味着收购紫竹贡献了 70% 的上半年在管面积增长。除了收购以及来自雅居乐和绿地的项目注入外，雅生活还积极开拓第三方项目。根据管理层透露，公司在 2017 年新拓展了 2,320 万平的第三方项目，而今年上半年新拓展了 2,100 万平。未来这些第三方项目的转换将成为在管面积增长的另一个重要来源。
- ❖ **增值服务引爆利润增长。**雅生活的增值服务包括对业主增值服务和对非业主增值服务。目前，对非业主增值服务主要包括(1)新盘案场服务，(2)新房销售代理，以及(3)验房服务。在两大股东的支持下，对非业主增值服务从 1H17 的 1.07 亿元增长到 1H18 的 5.75 亿元。与此同时，对业主增值服务也从 1H17 的 3,800 万元增长到 1H18 的 8,000 万元。18 年上半年增值服务占总收入的 46.6%，而去年同期仅为 20.9%。此外，增值业务整体毛利率由 1H17 的 31.6% 提升至 1H18 的 44.6%，推动整体毛利率由 31.9% 上升至 36.3%。增值服务板块在收入和利润率双双提高的情况下，占毛利的比重由 1H17 的 20.7% 迅速提高至今年的 57.3%。因此，净利率从 1H17 的 16.2% 上升至 1H18 的 23.6%。
- ❖ **估值。**由于增值服务增长高于预期，我们分别将 FY18-19 的盈利预测分别上调 6.2%、3.9% 至 7.19 亿元和 1.024 亿元。该股价目前处在 20.5/15.1 倍 FY18/19 市盈率。我们将使用 FY19 估值倍数推出目标价。目前同业平均 FY19 市盈率为 21.4 倍，我们使用此倍数得出目标价 19.16 港元。维持**买入**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	1,245	1,761	3,900	5,962	7,896
净利润(百万人民币)	161	290	719	1,024	1,344
EPS (人民币)	0.22	0.35	0.57	0.77	1.01
EPS 变动 (%)	N.A	59.1	61.5	35.9	31.2
市盈率(x)	52.7	33.1	20.5	15.1	11.5
市帐率(x)	31.5	21.7	3.8	3.8	3.5
股息率 (%)	n.a.	n.a.	2.0	3.0	3.9
权益收益率 (%)	57.5	19.7	14.1	18.1	21.0
净财务杠杆率 (%)	88.6	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$19.16
(之前目标价)	HK\$15.74)
潜在升幅	+ 38.8%
当前股价	HK\$13.80

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文干森, 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)	18,400
3 月平均流通量(百万港元)	90
5 周内股价高/低(港元)	17.08/8.98
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	6.4%	6.6%
3-月	28.4%	38.8%
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

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,245	1,761	3,900	5,962	7,896
物业管理服务	978	1,206	2,414	3,863	5,156
非业主增值服务	212	453	1,269	1,777	2,310
业主增值服务	55	102	217	322	430
销售成本	(933)	(1,170)	(2,554)	(3,947)	(5,237)
毛利	312	591	1,347	2,015	2,659
其他收入	5	11	45	38	42
销售费用	(19)	(33)	(47)	(89)	(118)
行政费用	(79)	(170)	(300)	(447)	(592)
其他收益	(1)	(1)	(2)	-	-
息税前收益	217	398	1,043	1,517	1,991
联营公司	-	-	-	-	-
净融资成本	15	4	(1)	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	232	403	1,042	1,517	1,991
所得税	(63)	(102)	(260)	(379)	(498)
非控制股东权益	(8)	(10)	(63)	(114)	(149)
净利润	161	290	719	1,024	1,344

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	720	1,112	1,322	1,712	2,163
物业、厂房及设备	62	71	84	95	106
联营、合营公司的权益	-	-	-	-	-
无形资产	11	1,029	1,226	1,604	2,043
其他	647	12	12	13	14
流动资产	1,179	1,399	5,945	7,379	8,879
存货	24	17	38	59	78
贸易及其他应收账款	223	488	975	1,490	1,974
现金及现金等价物	523	880	4,906	5,789	6,774
受限制银行结余	3	0	0	0	0
其他	405	13	26	40	53
流动负债	1,000	1,015	2,056	3,176	4,215
贸易及其他应付账款	732	923	1,964	3,036	4,029
预收款项	29	30	66	100	133
银行借款	200	-	-	-	-
其他	39	62	26	40	53
非流动负债	596	22	48	75	99
银行借款	596	-	-	-	-
其他	0	22	48	75	99
资产净额	303	1,474	5,163	5,840	6,728
非控股权益	24	2	65	178	328
权益股东应占权益	280	1,472	5,098	5,662	6,401

来源：公司资料，招银国际预测

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	1,043	1,517	1,991
折旧和摊销	6	16	110	131	170
营运资金变动	187	(43)	542	591	542
税务开支	2	(7)	26	26	24
其他	(68)	(76)	(260)	(379)	(498)
经营活动所得现金净额	344	287	1,434	1,859	2,205
购置固定资产	(14)	(30)	(320)	(520)	(620)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(201)	79	29	53	63
投资活动所得现金净额	(215)	49	(291)	(467)	(557)
股份发行	16	1,203	3,195	-	-
净银行借贷	201	(809)	-	-	-
股息	-	(298)	(288)	(461)	(605)
利息支付	35	7	-	-	-
其他	(62)	(82)	(25)	(48)	(58)
融资活动所得现金净额	190	20	2,883	(509)	(663)
现金增加净额	319	357	4,026	884	985
年初现金及现金等价物	204	523	880	4,906	5,789
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	523	880	4,905	5,790	6,774
年末资产负债表现金及现金等价物	523	880	4,906	5,789	6,774

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	61.9	64.8	65.3
非业主增值服务	17.1	25.7	32.5	29.8	29.3
业主增值服务	4.4	5.8	5.6	5.4	5.4
总额	100.1	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	25.0	33.5	34.5	33.8	33.7
税前利率	18.6	22.9	26.7	25.4	25.2
息税前收益	12.9	16.5	18.4	17.2	17.0
有效税率	27.1	25.5	25.0	25.0	25.0

增长 (%)

收入	33.2	41.5	121.5	52.8	32.4
毛利	109.4	89.5	128.0	49.6	32.0
净利润率	147.2	83.5	161.7	45.5	31.2
净利润	147.3	80.3	148.1	42.4	31.2

资产负债比率

流动比率 (x)	1.2	1.4	2.9	2.3	2.1
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	5	5
净负债/总权益比率 (%)	88.6	净现金	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

资本回报率	57.5	19.7	14.1	18.1	21.0
资产回报率	8.9	12.0	10.8	12.5	13.5

每股数据

每股盈利(人民币)	0.22	0.35	0.57	0.77	1.01
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	0.23	0.35	0.45
每股账面值(人民币)	0.37	0.53	3.04	3.04	3.27

来源：公司资料，招银国际预测

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责任。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。