

雅生活 (3319 HK)

上半年盈喜；开启新业务

雅生活宣布其税后利润及归母净利润预计在上半年分别达到不低于 50% 与 35% 的增长。与此同时，公司提出更名，从“雅居乐雅生活服务股份有限公司”更改为“雅生活智慧城市服务股份有限公司”。我们维持盈利预测不变，将目标价从 41.53 港元上调至 60.7 港元，相当于 2021 年市盈率 34.7 倍，位于行业三大龙头公司的平均水平。维持买入评级。

- **上半年盈利预计超 7.3 亿元。**2019 上半年公司收入与归母净利润达 22.41 亿元及 5.41 亿元。公司宣布 2020 上半年归母净利润增长超过 35%，即预计上半年净利润超过 7.3 亿元。净利润增长主要源于对中民物业收购的整合，形成对管理面积与管理效率的双重提升。
- **开启城市服务业务。**在盈利消息之外，公司提出更名至“雅生活智慧城市服务股份有限公司”，并开始布局第五大产业板块——城市服务，专注于城市精细化管理，挖掘城市服务行业的机遇。公司希望通过发挥自身技术、经验与资源方面的优势，努力完善城市管理体系，打造综合智慧城市管理服务平台。
- **H 股全流通获批。**雅生活同时宣布其正式获批 H 股全流通以及增发境外上市外资股。公司计划将其内资股及未上市外资股转换成 H 股。此外，公司获批增发不大于 8,600 万股 H 股，该批准自 2020 年 6 月 24 日起 12 个月有效。若获批额度全部增发，雅生活将募集超 30 亿港元资金帮助其开发新业务。
- **维持盈利预测不变，上调目标价；维持买入评级。**我们维持盈利预测，预计净利润于 2020 年增长 41.3% 至 17.39 亿元，于 2021 年增长 20.2% 至 20.91 亿元。作为港股第二大物业管理公司，雅生活估值仍具吸引力。我们将目标价从 41.53 港元上调至 60.7 港元，相当于 2021 年市盈率 34.7 倍，为行业三大龙头公司的平均水平。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	3,377	5,127	11,086	13,707	16,084
同比增长 (%)	91.8	51.8	116.2	23.7	17.3
净利润(百万元人民币)	801	1,231	1,739	2,091	2,425
每股盈利(人民币)	0.62	0.92	1.30	1.57	1.82
每股盈利变动 (%)	77.1	48.9	41.3	20.2	16.0
平均盈利预测(人民币)	不适用	不适用	1.30	1.69	2.15
市盈率(倍)	66.0	44.4	31.4	26.1	22.5
市帐率(倍)	13.0	12.3	12.7	10.6	8.9
股息率 (%)	0.7	1.1	1.6	1.9	2.2
权益收益率 (%)	14.8	19.9	24.6	25.8	26.0
净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司，彭博，招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$60.70
(此前目标价)	HK\$41.53)
潜在升幅	+33.0%
当前股价	HK\$45.65

中国物业服务行业

李博文

(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

文千森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	60,867
3 月平均流通量(百万港元)	201
52 周内股价高/低(港元)	46.00/ 12.41
总股本(百万)	1,333

资料来源：彭博

股东结构

雅居乐	54.0%
绿地控股	7.5%
自由流通	38.5%

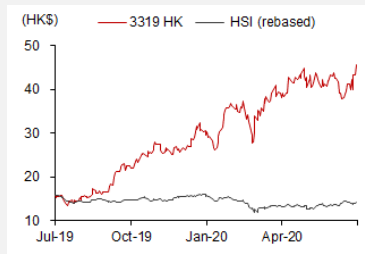
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.8%	1.7%
3-月	20.1%	11.5%
6-月	55.3%	69.5%
12-月	183.5%	218.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 2020 中期业绩

	1H19 (RMB mn)	1H20E (RMB mn)	Change (%)
Revenue	2,241	4,056	81.0%
Gross profit	829	1,280	54.4%
After tax profit	568	840	47.9%
Minority interests	-27	-82	203.7%
Net profit	541	758	40.1%
Gross margin	37.0%	31.6%	-5.4ppts
After tax margin	25.3%	20.7%	-4.6ppts
Net margin	24.1%	18.7%	-5.4ppts

资料来源: 公司, 招银国际证券预测

图 2: 行业估值

Company	Ticker	Last price (HK\$)	Mkt Cap (HK\$ mn)	P/E	
				20E	21E
Large-size property management companies					
COUNTRY GARDEN S	6098 HK	43.95	121,274	47.7	36.6
A-LIVING SERVI-H	3319 HK	45.65	60,867	31.7	24.3
POLY PROPERTY -H	6049 HK	87.1	48,195	59.0	43.1
Average				46.1	34.7
Mid-size property management companies					
GREENTOWN SERVIC	2869 HK	10.9	35,065	45.5	35.1
CHINA OVERSEAS P	2669 HK	8.68	28,530	41.3	32.1
EVER SUNSHINE LI	1995 HK	15.28	25,524	58.6	38.2
S-ENJOY SERVICE	1755 HK	25.45	20,821	44.5	30.1
CENTRAL CHINA NE	9983 HK	10.16	12,649	30.5	19.8
POWERLONG COMMER	9909 HK	19.04	11,833	36.8	25.3
SICHUAN LANGUANG	2606 HK	54.1	9,635	14.6	11.0
TIMES NEIGHBORHO	9928 HK	12.66	12,479	46.9	27.1
COLOUR LIFE SERV	1778 HK	3.7	5,383	8.7	7.9
AOYUAN HEALTHY L	3662 HK	8.34	6,057	22.7	16.1
KAISA PROSPERITY	2168 HK	34.2	5,267	18.8	13.6
BINJIANG SERVICE	3316 HK	17.3	4,782	26.9	20.5
Average				33.0	23.1

资料来源: 彭博

财务分析

利润表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	3,377	5,127	11,086	13,707	16,084
物业管理服务	1,625	2,830	8,640	10,516	11,871
延伸增值服务	1,463	1,812	1,935	2,371	2,987
社区增值服务	289	485	511	820	1,226
销售成本	(2,087)	(3,244)	(7,832)	(9,755)	(11,428)
毛利	1,290	1,883	3,253	3,953	4,655
其它收入	100	131	155	176	150
销售费用	(46)	(43)	(78)	(96)	(113)
管理费用	(299)	(307)	(665)	(822)	(965)
息税前收益	1,045	1,664	2,666	3,210	3,728
合资及联营企业	-	23	29	30	30
融资成本	(1)	(16)	(3)	(4)	(4)
特殊项目	31	24	-	-	-
税前利润	1,075	1,694	2,692	3,236	3,754
所得税	(264)	(403)	(646)	(777)	(901)
年度利润	811	1,292	2,046	2,460	2,853
非控制股东权益	(10)	(61)	(307)	(369)	(428)
归属母公司股东净利润	801	1,231	1,739	2,091	2,425

资产负债表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	1,308	2,533	3,572	3,812	4,052
固定资产	80	159	169	179	189
商誉	1,045	1,371	2,371	2,571	2,771
其它流动资产	182	1,003	1,032	1,062	1,092
流动资产	5,989	6,855	9,449	11,654	13,952
存货	15	12	30	37	44
应收账款	1,165	2,189	4,733	5,853	6,868
现金及现金等价物	4,808	4,207	4,240	5,318	6,596
其它流动资产	1	446	446	446	446
总资产	7,297	9,388	13,021	15,466	18,004
流动负债	1,726	2,690	5,148	6,178	7,074
借贷	-	28	27	27	27
应付账款	1,169	1,738	4,197	5,227	6,124
其它	557	924	924	924	924
非流动负债	60	192	191	192	193
借贷	-	19	18	19	20
其它	60	173	173	173	173
总负债	1,787	2,882	5,339	6,370	7,268
股东权益	5,422	6,191	7,060	8,106	9,318
少数股东权益	88	315	622	991	1,419
总权益	5,510	6,506	7,682	9,096	10,737

现金流量表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	1,075	1,694	2,692	3,236	3,754
折旧和摊销	33	19	20	20	20
运营资金变动	(51)	(24)	(103)	(97)	(124)
其它	(174)	(89)	(675)	(807)	(931)
经营活动所得现金净额	883	1,600	1,933	2,353	2,719
资本开支	(20)	(803)	(30)	(30)	(30)
联营公司	(107)	(567)	(1,000)	(200)	(200)
其它	14	(405)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(112)	(1,775)	(1,030)	(230)	(230)
股份发行	3,314	-	-	-	-
净借贷	(32)	(27)	(1)	1	1
其它	(141)	(400)	(869)	(1,045)	(1,212)
融资活动所得现金净额	3,142	(426)	(871)	(1,044)	(1,211)
现金增加净额	3,913	(601)	33	1,079	1,277
年初现金	880	4,808	4,207	4,240	5,318
汇兑	15	1	1	2	3
年末现金	4,808	4,207	4,241	5,320	6,599

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
物业管理服务	48.1	55.2	77.9	76.7	73.8
延伸增值服务	43.3	35.3	17.5	17.3	18.6
社区增值服务	8.6	9.5	4.6	6.0	7.6
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	38.2	36.7	29.3	28.8	28.9
息税前利率	30.9	32.4	24.0	23.4	23.2
净利润率	23.7	24.0	15.7	15.3	15.1
有效税率	24.6	23.8	24.0	24.0	24.0
增长 (%)					
收入	91.8	51.8	116.2	23.7	17.3
毛利	118.4	46.0	72.8	21.5	17.8
息税前收益	162.2	59.2	60.2	20.4	16.1
净利润	176.5	53.6	41.3	20.2	16.0
资产负债比率					
流动比率 (X)	2.1	2.0	2.0	2.0	3.0
应收账款周转天数	126	156	156	156	156
应付账款周转天数	204	196	196	196	196
存货周转天数	3	1	1	1	1
净负债/总权益比率 (%)	net	net	net	net	net
回报率 (%)					
资本回报率	14.8	19.9	24.6	25.8	26.0
资产回报率	11.1	13.8	15.7	15.9	15.8
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.62	0.92	1.30	1.57	1.82
每股股息 (人民币)	0.30	0.45	0.65	0.78	0.91
每股账面价值 (人民币)	3.16	3.33	3.23	3.86	4.62

资料来源：公司，招银国际证券预测

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。

招銀國際证券投资评级

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	：招銀國際证券并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招銀國際證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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。