

# 雅生活 (3319 HK)

## 龍騰虎躍

雅生活於9月26日宣布以20.5億元人民幣收購中民物業及新中民物業各60%股權，對應12.5倍市盈率。我們相信此次收購將擴大雅生活的業務規模，併提升其內生增長能力。達成此項巨額交易後，我們預計公司發展策略將由收併購轉向內生增長，我們相信公司將有估值上升的機會。

- **進入頭部集團。**中民物業及新中民物業是中國最大的物業管理企業之一，擁有在管面積1.91億平。完成交易後，雅生活的在管面積將超越4億平（2019上半年：2.11億平）。我們認為，業務規模躍升使得雅生活躋身行業頭部，有助提升公司估值。
- **旗下多個知名品牌，全面覆蓋物業管理行業。**中民物業及新中民物業先前收購多家領先物業管理公司，成為這些公司的控股公司或戰略投資者。中民物業主要通過其7間子公司和5間聯營公司經營物業管理業務，而每間公司都有自己的品牌和管理團隊。新中民物業透過上海科銳經營物業管理業務。(i) 這些物業管理公司覆蓋28個省、市及自治區，涉足123個城市。34%在管面積位於長三角，24%在山東半島，20%位處四川重慶，4%在深圳。(ii) 在1.91億平收購在管面積中，32%為住宅項目，18%是商業/辦公室項目，而剩下50%屬於公共項目。因此，此次收購將令雅生活的項目類型得到擴充，使其得以快速進入非住宅類的細分市場。
- **以集團形式擴張。在項目收購完成後，雅生活在區域布局以及項目類型的覆蓋更加全面，加上每間子公司和每個重點城市都有經驗豐富的團隊，收購目標公司後可以大幅提高雅生活的拓展能力。雅生活將會以多品牌的集團形式擴展第三方項目，成為一家提供全面物業服務的物業管理平台。**
- **短期側重整合；長遠強調內生增長。**由於目標公司是一家大型物業管理控股公司，其規模與雅生活相若，因此我們認為中民物業及新中民物業和雅生活的合併是公司近期的首要任務。這是一項具有挑戰性的工作，需要合理地分配集團資源，建立完善的管理架構以確保運營效率，以及在各子公司之間定立統一的發展策略。我們對合併感到樂觀，雅生活在收併購方面經驗豐富，且兩位重要股東雅居樂和綠地對公司的發展都有很大的支持。20.5億元人民幣的交易額約佔公司2019上半年手頭現金43.5億人民幣的47%，而1.91億平的收購面積亦已達到雅生活2019年至2021年的併購目標（目標總面積1.4億平）。因此，我們預計雅生活未來一段時間在併購方面的活躍程度將有所下降。此外，隨着內生增長能力得到提升，我們相信雅生活的發展策略將由併購轉為內生增長。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	1,761	3,377	5,316	11,802	13,583
同比增長(%)	41.5	91.8	57.4	122.0	15.1
淨利潤(百萬人民幣)	290	801	1,153	1,718	1,958
EPS(人民幣)	0.35	0.62	0.87	1.29	1.47
EPS變動(%)	59.1	77.1	39.5	48.9	14.0
市盈率(x)	54.5	30.7	22.0	14.8	13.0
市帳率(x)	35.6	6.0	5.9	5.7	5.2
股息率(%)	不適用	1.6	1.4	2.0	2.3
權益收益率(%)	19.7	14.8	18.5	23.1	22.2
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$25.89
(此前目標價)	HK\$19.00)
潛在升幅	+21.8%
當前股價	HK\$21.25

### 中國物業管理行業

#### 黃程宇

(852) 3761 8773  
huangchengyu@cmbi.com.hk

#### 文幹森, CFA

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

#### 公司數據

市值(百萬港元)	28,333
3月平均流通量(百萬港元)	66.8
52周內股價高/低(港元)	21.45/8.84
總股本(百萬)	1,333

資料來源：彭博

#### 股東結構

雅居樂	54%
綠地控股集團	15%
自由流通	25%

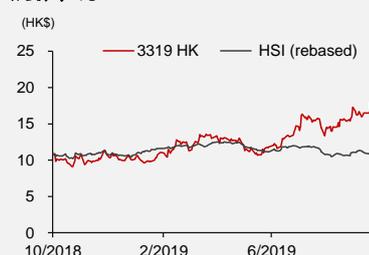
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	22.8%	27.0%
3-月	44.4%	60.9%
6-月	62.2%	88.1%
12-月	85.4%	90.8%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

- **重申為物業管理行業首選。**長期以來，雅生活的估值受壓主要歸因於（i）公司強調收購作為發展策略，內生增長並沒有得到市場關注；（ii）有部分收入來自向開發商提供增值服務，佔比較同業平均高；（iii）與一線物業管理公司相比規模相對較小。不過，隨着公司收購完成，我們相信雅生活的拓展項目能力將迅速提高；物業管理板塊收入大幅上升，從而向開發商提供增值服務所得收入佔比降低；雅生活的業務規模迅速擴張，能夠全面覆蓋物業管理的各細分市場和主要地區。我們認為這些改變將令雅生活成為全新的物業管理平台，公司估值出現重估機會。我們重申雅生活為我們在物業管理行業的首選。我們把估值基礎推至2020年，基於18倍目標市盈率，得出目標價25.89港元。**維持買入評級。**

## 財務報表

利潤表						現金流量表					
年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,761	3,377	5,161	7,322	9,576	稅後利潤	403	1,075	1,597	2,245	2,959
物業管理服務	1,206	1,625	2,739	4,017	5,321	折舊、攤銷及資產減值損失	16	33	10	20	20
外延增值服務	453	1,463	1,902	2,473	3,091	營運資金變動	(43)	(51)	79	44	41
社區增值服務	102	289	520	832	1,164	其他	(88)	(174)	(411)	(581)	(765)
銷售成本	(1,170)	(2,087)	(3,344)	(4,771)	(6,252)	經營活動所得現金淨額	287	883	1,275	1,727	2,256
毛利	591	1,290	1,817	2,551	3,324	購置固定資產及投資	17	(20)	(100)	(30)	(30)
其他收入	11	100	137	156	191	聯營及合營公司	29	(107)	(501)	-	-
銷售費用	(33)	(46)	(52)	(73)	(96)	其他	3	14	-	-	-
行政費用	(171)	(302)	(310)	(403)	(479)	投資活動所得現金淨額	49	(112)	(601)	(30)	(30)
息稅前收益	397	1,042	1,593	2,231	2,940	注資	1,202	3,314	-	-	-
應佔聯營和合營公司收益	-	-	12	20	25	淨銀行借貸	(802)	(32)	72	-	-
財務費用	4	(1)	(5)	(6)	(6)	其他	(380)	(141)	(569)	(791)	(1,021)
特殊收入	1	34	(3)	-	-	融資活動所得現金淨額	20	3,142	(497)	(791)	(1,021)
稅前利潤	403	1,075	1,597	2,245	2,959	現金增加淨額	357	3,913	177	906	1,205
所得稅	(102)	(264)	(399)	(561)	(740)	年初貨幣資金及等價物	523	880	4,808	4,985	5,891
年度利潤	300	811	1,198	1,684	2,219	匯兌	-	15	-	-	-
非控制股東權益	(10)	(10)	(60)	(101)	(178)	年末貨幣資金	880	4,808	4,985	5,891	7,095
歸屬母公司股東淨利潤	290	801	1,138	1,583	2,042	<b>主要比率</b>					
						年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>歸屬母公司股東淨利潤</b>						銷售組合 (%)					
年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	物業管理服務	68.5	48.1	53.1	54.9	55.6
非流動資產	1,112	1,308	2,036	2,066	2,101	外延增值服務	25.7	43.3	36.9	33.8	32.3
物業、廠房及設備	71	80	170	180	190	社區增值服務	5.8	8.6	10.1	11.4	12.2
商譽	919	1,045	1,362	1,362	1,362	合計	100	100	100	100	100
其他	122	182	505	525	550	盈利能力比率 (%)					
流動資產	1,399	5,989	7,032	8,694	10,687	毛利率	33.5	38.2	35.2	34.8	34.7
存貨	17	15	24	35	46	息稅前利潤率	22.6	30.9	30.9	30.5	30.7
貿易及其他應收款	488	1,165	1,780	2,526	3,304	淨利潤率	16.5	23.7	22.0	21.6	21.3
現金及現金等價物	880	4,808	4,985	5,891	7,095	有效稅率	25.5	24.6	25.0	25.0	25.0
其他	14	1	243	243	243	增長 (%)					
總資產	2,511	7,297	9,069	10,760	12,789	收入	41.5	91.8	52.8	41.9	30.8
流動負債	1,015	1,726	2,741	3,540	4,370	毛利	89.5	118.4	40.9	40.4	30.3
短期借款	-	-	54	54	54	息稅前利潤	82.8	162.3	52.9	40.1	31.8
貿易及其他應付帳款	923	1,169	1,873	2,672	3,502	淨利潤	80.3	176.5	42.0	39.1	29.0
其他	92	557	814	814	814	資產負債比率					
合同負責	-	-	-	-	-	流動比率 (x)	1.4	2.1	2.0	2.0	2.0
非流動負債	22	60	189	189	189	平均應收賬款周轉天數	101	126	126	126	126
長期借款	-	-	17	17	17	平均應付帳款周轉天數	288	204	204	204	204
其他	22	60	172	172	172	平均存貨周轉天數	5	3	3	3	3
總負債	1,037	1,787	2,930	3,729	4,559	淨負債/總權益 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
歸屬母公司股東權益	1,472	5,422	5,991	6,783	7,804	回報率 (%)					
非控股權益	2	88	148	249	426	資本回報率	19.7	14.8	19.0	23.3	26.2
總淨資產	1,474	5,510	6,139	7,031	8,230	資產回報率	12.0	11.1	13.2	15.6	17.4
						每股數據					
						每股盈利(人民幣)	0.35	0.62	0.85	1.19	1.53
						每股股息(人民幣)	不適用	0.30	0.43	0.59	0.77
						每股賬面值(人民幣)	0.53	3.16	3.16	3.76	4.52

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 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）發表於本報告的觀點準確地反映有關於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並無直接或間接關係。

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。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並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，並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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為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。