

雅生活 (3319 HK)

蛻變新生

- **過去兩個月估值獲重估。**自宣佈收購中民物業及新中民物業以來，雅生活估值回升，帶動股價表現遠超同業。雅生活估值一直受壓，主要歸因於其 (i) 重收並購、輕內生增長的戰略；(ii) 部分收入來自向開發商提供增值服務，占比較同業平均高；(iii) 與一線物業管理公司相比規模相對較小。隨著公司完成收購，內生增長能力得到提升，我們相信雅生活的物業管理板塊收入將大幅上升，向開發商提供增值服務所得收入占比則會下降，並在全面覆蓋物管服務後，公司業務將迅速擴展。
- **通過收並購轉型，雅生活的新定位。**由於目標公司是一家大型物業管理控股公司，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。此次收購並非單純的利潤整合，我們更期待的是合併後所產生的協同效應和強大的內生增長能力。以往雅生活在市場拓展都是單打獨鬥，但日後公司將會以多品牌的集團軍形式擴展第三方項目。在達成此項巨額收並購交易後，我們預計雅生活未來一段時間在並購方面的活躍程度將有所下降。但與此同時，作為合併計劃的一部分，我們認為雅生活有意增加每家被收購子公司/聯營公司的股份權益。透過這次大規模收並購，雅生活發展策略由收並購轉向內生增長，轉型成為一家提供全面物業服務的物業集團，長遠來看將有助提升公司的利潤和估值。
- **非住宅物業管理成上市公司的新目標市場。**大部份物管上市公司仍以住宅物業管理為核心業務。根據我們的預測，到2021年物業管理市場規模將突破一萬億元人民幣，其中非住宅物業管理將達到4,400億元人民幣。與住宅物業管理相比，這是一個同樣巨大的市場。非住宅項目將是上市公司的另一個目標市場。事實上，像碧桂園(6098 HK, 未評級)，中海物業(2669 HK, 持有)和保利物業這些大型物管上市公司已在這一領域擴展業務。雅生活的收購中亦包括一些領先非住宅物管公司，如上海明華。明華是上海高端公眾物業管理的領先物管公司，管理中國美術館和虹橋綜合交通樞紐等上海眾多地標和交通基礎設施。雅生活通過此次收購迅速發展了在非住宅物管的經營能力，在非住宅物管市場中佔據先發優勢。
- **重申公司為我們的首選。**我們重申雅生活為我們物管板塊中的首選股份，目前估值仍然具有吸引力，我們相信雅生活有望在下一輪審核中納入港股通名單。此外，公司有機會在非住宅物管市場發力，成為發展亮點。我們維持盈利預測不變，但將20財年的市盈率目標倍數提高至23倍。因此，我們的最新目標價為33.08港元。**重申買入評級。**

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\$33.08
(此前目標價)	HK\$25.89)
潛在升幅	+25.8%
當前股價	HK\$26.3

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)	35,067
3月平均流通量(百萬港元)	153.5
52周內股價高/低(港元)	27.95/9.41
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	11.5%
自由流通	28.5%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.6%	7.4%
3-月	63.2%	66.1%
6-月	120.5%	126.4%
12-月	126.7%	137.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,761	3,377	5,316	11,802	13,583
物業管理服務	1,206	1,625	2,894	8,645	9,756
外延增值服務	453	1,463	1,902	2,378	2,853
社區增值服務	102	289	520	780	975
銷售成本	(1,170)	(2,087)	(3,491)	(8,509)	(9,701)
毛利	591	1,290	1,825	3,293	3,883
其他收入	11	100	145	161	189
銷售費用	(33)	(46)	(53)	(118)	(136)
行政費用	(171)	(302)	(319)	(649)	(679)
息稅前收益	397	1,042	1,598	2,687	3,256
應占聯營和合營公司收益	-	-	12	12	12
財務費用	4	(1)	(5)	(5)	(5)
特殊收入	1	34	(3)	-	-
稅前利潤	403	1,075	1,602	2,694	3,263
所得稅	(102)	(264)	(400)	(674)	(816)
年度利潤	300	811	1,201	2,021	2,448
非控制股東權益	(10)	(10)	(48)	(303)	(490)
歸屬母公司股東淨利潤	290	801	1,153	1,718	1,958

歸屬母公司股東淨利潤

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	1,112	1,308	2,220	3,242	4,264
物業、廠房及設備	71	80	170	180	190
商譽	919	1,045	1,545	2,545	3,545
其他	122	182	504	516	528
流動資產	1,399	5,989	7,158	10,452	11,958
存貨	17	15	25	62	71
貿易及其他應收款	488	1,165	1,834	4,072	4,686
現金及現金等價物	880	4,808	5,056	6,076	6,959
其他	14	1	243	243	243
總資產	2,511	7,297	9,378	13,694	16,222
流動負債	1,015	1,726	2,823	5,634	6,301
短期借款	-	-	54	54	54
貿易及其他應付帳款	923	1,169	1,955	4,766	5,434
其他	92	557	814	814	814
合同負債	-	-	-	-	-
非流動負債	22	60	189	189	189
長期借款	-	-	17	17	17
其他	22	60	172	172	172
總負債	1,037	1,787	3,012	5,823	6,491
歸屬母公司股東權益	1,472	5,422	6,230	7,432	8,803
非控股權益	2	88	136	439	928
總淨資產	1,474	5,510	6,365	7,871	9,731

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅後利潤	403	1,075	1,602	2,694	3,263
折舊、攤銷及資產減值損失	16	33	10	20	20
營運資金變動	(43)	(51)	107	537	44
其他	(88)	(174)	(412)	(686)	(828)
經營活動所得現金淨額	287	883	1,307	2,565	2,500
購置固定資產及投資	17	(20)	(100)	(30)	(30)
聯營及合營公司	29	(107)	(659)	(1,000)	(1,000)
其他	3	14	-	-	-
投資活動所得現金淨額	49	(112)	(759)	(1,030)	(1,030)
注資	1,202	3,314	-	-	-
淨銀行借貸	(802)	(32)	47	-	-
其他	(380)	(141)	(346)	(515)	(587)
融資活動所得現金淨額	20	3,142	(299)	(515)	(587)
現金增加淨額	357	3,913	248	1,020	883
年初貨幣資金及等價物	523	880	4,808	5,056	6,076
匯兌	-	15	-	-	-
年末貨幣資金	880	4,808	5,056	6,076	6,959

主要比率

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業管理服務	68.5	48.1	54.4	73.2	71.8
外延增值服務	25.7	43.3	35.8	20.1	21.0
社區增值服務	5.8	8.6	9.8	6.6	7.2
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33.5	38.2	34.3	27.9	28.6
息稅前利潤率	22.6	30.9	30.1	22.8	24.0
淨利潤率	16.5	23.7	21.7	14.6	14.4
有效稅率	25.5	24.6	25.0	25.0	25.0
增長 (%)					
收入	41.5	91.8	57.4	-	15.1
毛利	89.5	118.4	41.5	80.4	17.9
息稅前利潤	82.8	162.3	53.4	68.1	21.2
淨利潤	80.3	176.5	44.0	48.9	14.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	2.1	2.0	2.0	2.0
平均應收賬款周轉天數	101	126	126	126	126
平均應付帳款周轉天數	288	204	204	204	204
平均存貨周轉天數	5	3	3	3	3
淨負債/總權益 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	19.7	14.8	18.5	23.1	22.2
資產回報率	12.0	11.1	12.8	14.8	15.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.35	0.62	0.87	1.29	1.47
每股股息(人民幣)	不適用	0.30	0.26	0.39	0.44
每股賬面值(人民幣)	0.53	3.16	3.20	3.36	3.63

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	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來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。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。