

雅生活 (3319 HK)

2018 年實現突破

❖ **2018 年表現卓越。**2018 年，雅生活收入達人民幣 33.77 億元(人民幣,下同)，同比增長 91.8%。公司整體毛利率為 38.2%，同比上升 4.7 個百分點，公司股東應占利潤為 8.01 億元，同比增長 176.5%，相當於淨利率 24.0%。公司收入增長主要歸因於 (1) 在管面積的增長；(2) 增值服務收入的增加。淨利潤較我們的預期高 11.4%。超預期主要是由於本年內錄得 9,278 萬元的利息收入 (FY17: 629 萬元)。截止 2018 年末，公司的現金淨額為 48 億元。公司提議派發末期股息每股人民幣 0.30 元，總額 40 億元，派息率為 50%。慷慨的股息反映了雅生活的強勁現金流，并讓投資者對其盈利前景充滿信心。

❖ **多渠道發力實現規模增長。**雅生活主要通過 (1) 收并購，(2) 第三方物業競標，(3) 雅居樂和綠地項目給付，這三種方式取得新增管理面積。截止 2018 年末，公司合約面積達到 2.29 億平方米，同比增加 1.037 億平方米 (2017 年末：1.261 億平方米)。收并購戰略是雅生活的主要特色。2018 年，雅生活通過對南京紫竹物業的收購，新增合約面積 2,750 萬平方米。2019 年初，雅生活收購了青島華仁和哈爾濱景陽，分別貢獻 610 萬平方米及 1,050 萬平方米合約面積。雅生活在第三方物業管理方面也迎頭趕上。截止 2018 年末，從獨立第三方開發商獲得的項目合約面積為 1.064 億平方米，占總合約面積的 46.3%，同比增加 4,840 萬平方米。股東支持方面，公司於 2018 年分別從雅居樂 (3383 HK, 買入) 和綠地 (600606 CH, 未評級) 獲得 1,170 萬平方米和 1,270 萬平方米的新增合約面積。

❖ **獨特的戰略與獨特的成功之道。**雅生活的 FY19 預測市盈率為 13.6x。其估值遠低於碧桂園服務 (6098 HK, 未評級) (24.7x FY19 P/E) 和綠城服務 (2869 HK, 買入) (26.3x FY19 P/E)。我們認為這主要歸因於市場關注收并購的可持續性。我們認為內生增長能夠體現公司的競爭優勢，彰顯持續經營的價值，但我們也不應該忽視并購戰略帶來的效益。收并購帶來的利潤是實在的，并確實有助公司快速實現業務擴展，進入新的區域或業務領域。此外，雅生活的內生增長能力同樣出眾，公司第三方物業管理的成果已在 18 年的業績中體現 (第三方合約總面積同比增長 83.2%)。市場的另一個顧慮是非業主增值服務的可持續性。而我們認為這個業務部門是雅生活的另一個特色。只要能獲得實在的利潤，非業主增值服務也可以推動公司業績增長。公司社區增值服務收入占比低，但從另一個方面來看，增長空間也同樣廣闊。因此，成功的收并購和非業主增值服務都能够為公司創造價值。

❖ **提高盈利預測并維持目標價。**由於增值服務的增長高於預期且項目儲備充足，我們將 FY19/20 盈利預測分別上調 6.2% 和 11.9% 至 10.83 億元和 15.04 億元。該股目前的市盈率為 13.6/9.8x FY19/20 P/E。我們維持目標價 17.50 港元，相當於 18.5/13.3x FY19/20 P/E，**維持買入評級**。我們期待在下一期港股通檢討將雅生活納入，這可能是一個潛在的催化劑。

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	5,502	7,630	10,440
淨利潤 (百萬人民幣)	290	801	1,083	1,504	2,083
EPS (人民幣)	0.35	0.62	0.81	1.13	1.56
EPS 變動 (%)	59.1	76.5	31.4	38.9	38.6
市盈率 (x)	31.5	17.8	13.6	9.8	7.1
市帳率 (x)	20.6	3.5	2.9	2.3	1.9
股息率 (%)	n.a.	2.7	1.8	2.6	3.5
權益收益率 (%)	19.7	14.8	17.4	20.4	23.3
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：公司及招銀國際研究

買入 (維持)

目標價	HK\$17.50
(之前目標價)	HK\$17.50)
潛在升幅	+36.5%
當前股價	HK\$12.82

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)	17,093
3 月平均流通量 (百萬港元)	29
52 周內股價高/低 (港元)	17.08/8.97
總股本 (百萬)	1333.3

資料來源：彭博

股東結構

雅居樂	54%
綠地控股	15%
自有流通	25%

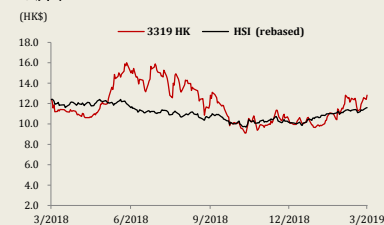
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	7.5%	3.6%
3-月	18.1	3.7%
6-月	4.6%	-3.7%

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)	FY17A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	1,761	3,377	5,502	7,630	10,440
物業管理服務	1,206	1,625	2,364	2,988	3,608
非業主增值服務	453	1,463	2,634	3,950	5,926
業主增值服務	102	289	504	692	907
銷售成本	(1,170)	(2,087)	(3,592)	(4,944)	(6,707)
毛利	591	1,290	1,910	2,685	3,733
其他收入	11	134	140	160	195
銷售費用	(33)	(46)	(66)	(92)	(125)
行政費用	(170)	(299)	(495)	(687)	(940)
其他費用	(1)	(2)	-	-	-
息稅前收益	398	1,076	1,488	2,067	2,864
應占聯營和合營公司收益	-	-	-	-	-
淨融資成本	4	(1)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	403	1,075	1,488	2,067	2,864
所得稅	(102)	(264)	(372)	(517)	(716)
本年利潤	300	811	1,116	1,550	2,148
非控制股東權益	(10)	(10)	(33)	(47)	(64)
淨利潤	290	801	1,083	1,504	2,083

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)	FY17A	2018A	2019E	2020E	2021E
非流動資產	1,112	1,308	1,259	1,213	1,168
物業、厂房及設備	71	80	92	103	113
應占聯營、合營公司權益	-	-	-	-	-
無形資產及商譽	1,029	1,212	1,151	1,094	1,039
其他	12	16	16	16	16
流動資產	1,399	5,989	7,239	9,172	11,771
存貨	17	15	26	36	49
貿易及其他應收款	488	1,165	1,965	2,725	3,729
現金及現金等价物	880	4,808	5,247	6,410	7,993
其他	14	1	1	1	1
總資產	2,511	7,297	8,498	10,384	12,939
流動負債	1,015	1,726	2,083	2,794	3,722
貿易及其他應付帳款	-	365	-	-	-
短期借款	952	1,169	1,891	2,602	3,530
其他	-	-	-	-	-
	62	192	192	192	192
非流動負債	22	60	60	60	60
遞延稅項	22	37	37	37	37
其他	-	24	24	24	24
總負債	1,037	1,787	2,143	2,854	3,782
非控股权益	2	88	121	168	232
資產淨額	1,472	5,422	6,234	7,362	8,925
權益股東應占總權益	1,472	5,422	6,234	7,362	8,925

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)	FY17A	2018A	2019E	2020E	2021E
息税前收益	398	1,076	1,488	2,067	2,864
折旧和摊销	16	33	69	67	65
营运资金变动	(43)	50	(455)	(58)	(89)
税务开支	(76)	(264)	(372)	(517)	(716)
其他	(7)	19	-	-	-
经营活动所得现金净额	287	895	730	1,559	2,124
购置固定资产	(30)	(21)	(20)	(20)	(20)
联营和合营公司	-	(1)	-	-	-
其他	79	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	49	(22)	(20)	(20)	(20)
股份发行	1,203	3,455	-	-	-
净银行借贷	(809)	-	-	-	-
股息	(298)	(400)	(271)	(376)	(521)
其他	(76)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	20	3,055	(271)	(376)	(521)
现金增加净额	357	3,929	439	1,163	1,583
年初现金及现金等价物	523	880	4,808	5,247	6,410
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	880	4,808	5,247	6,410	7,993
年末资产负债表现金及现金等价	880	4,808	5,247	6,410	7,993

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售组合(%)					
物业管理服务	68.5	48.1	43.0	39.2	34.6
非业主增值服务	25.7	43.3	47.9	51.8	56.8
业主增值服务	5.8	8.6	9.2	9.1	8.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	33.5	38.2	34.7	35.2	35.8
息税前收益率	22.6	31.9	27.1	27.1	27.4
税前利率	22.9	31.8	27.1	27.1	27.4
净利润率	16.5	23.7	19.7	19.7	20.0
有效税率	25.5	24.6	25.0	25.0	25.0
增长(%)					
收入	41.5	91.8	62.9	38.7	36.8
毛利	89.5	118.4	48.1	40.6	39.0
净利润率	83.5	170.1	38.3	38.9	38.6
净利润	80.3	176.5	35.2	38.9	38.6
资产负债比率					
流动比率(x)	1.4	3.5	3.5	3.3	3.2
平均应收账款周转天数	101	126	130	130	130
平均应付账款周转天数	297	204	192	192	192
平均存货周转天数	5	3	3	3	3
净负债/总权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	19.7	14.8	17.4	20.4	23.3
资产回报率	12.0	11.1	13.1	14.9	16.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.35	0.62	0.81	1.13	1.56
每股股息(人民币)	n.a.	0.30	0.20	0.28	0.39
每股账面值(人民币)	0.53	3.16	3.81	4.70	5.91

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，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。