

雅生活 (3319 HK)

2018 年实现突破



- ❖ **2018 年表现卓越。**2018 年，雅生活收入达人民币 33.77 亿元(人民币,下同)，同比增长 91.8%。公司整体毛利率为 38.2%，同比上升 4.7 个百分点，公司股东应占利润为 8.01 亿元，同比增长 176.5%，相当于净利率 24.0%。公司收入增长主要归因于 (1) 在管面积的增长；(2) 增值服务收入的增加。净利润较我们的预期高 11.4%。超预期主要是由于本年内录得 9,278 万元的利息收入 (FY17: 629 万元)。截止 2018 年末，公司的现金净额为 48 亿元。公司提议派发末期股息每股人民币 0.30 元，总额 40 亿元，派息率为 50%。慷慨的股息反映了雅生活的强劲现金流，并让投资者对其盈利前景充满信心。
- ❖ **多渠道发力实现规模增长。**雅生活主要通过 (1) 收并购，(2) 第三方物业竞标，(3) 雅居乐和绿地项目交付，这三种方式取得新增管理面积。截止 2018 年末，公司合约面积达到 2.29 亿平方米，同比增加 1.037 亿平方米 (2017 年末: 1.261 亿平方米)。收并购战略是雅生活的主要特色。2018 年，雅生活通过对南京紫竹物业的收购，新增合约面积 2,750 万平方米。2019 年初，雅生活收购了青岛华仁和哈尔滨景阳，分别贡献 610 万平方米及 1,050 万平方米合约面积。雅生活在第三方物业管理方面也迎头赶上。截止 2018 年末，从独立第三方开发商获得的项目合约面积为 1.064 亿平方米，占总合约面积的 46.3%，同比增加 4,840 万平方米。股东支持方面，公司于 2018 年分别从雅居乐 (3383 HK, 买入) 和绿地 (600606 CH, 未评级) 获得 1,170 万平方米和 1,270 万平方米的新增合约面积。
- ❖ **独特的战略与独特的成功之道。**雅生活的 FY19 预测市盈率为 13.6x。其估值远低于碧桂园服务 (6098 HK, 未评级) (24.7x FY19 P/E) 和绿城服务 (2869 HK, 买入) (26.3x FY19 P/E)。我们认为这主要归因于市场关注收并购的可持续性。我们认为内生增长能够体现公司的竞争优势,彰显持续经营的价值,但我们也不应该忽视并购战略带来的效益。收并购带来的利润是实在的,并确实有助公司快速实现业务扩展,进入新的区域或业务领域。此外,雅生活的内生增长能力同样出众,公司第三方物业管理的成果已在 18 年的业绩中体现 (第三方合约总面积同比增长 83.2%)。市场的另一个顾虑是非业主增值服务的可持续性。而我们认为这个业务部门是雅生活的另一个特色。只要能获得实在的利润,非业主增值服务也可以推动公司业绩增长。公司社区增值服务收入占比低,但从另一个方面来看,增长空间也同样广阔。因此,成功的收并购和非业主增值服务都能够为公司创造价值。
- ❖ **提高盈利预测并维持目标价。**由于增值服务的增长高于预期且项目储备充足,我们将 FY19/20 盈利预测分别上调 6.2% 和 11.9% 至 10.83 亿元和 15.04 亿元。该股目前的市盈率为 13.6/9.8x FY19/20 P/E。我们维持目标价 17.50 港元,相当于 18.5/13.3x FY19/20 P/E, **维持买入评级**。我们期待在下次港股通检讨将雅生活纳入,这可能是一个潜在的催化剂。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万人民币)	1,761	3,377	5,502	7,630	10,440
净利润 (百万人民币)	290	801	1,083	1,504	2,083
EPS (人民币)	0.35	0.62	0.81	1.13	1.56
EPS 变动 (%)	59.1	76.5	31.4	38.9	38.6
市盈率 (x)	31.5	17.8	13.6	9.8	7.1
市帐率 (x)	20.6	3.5	2.9	2.3	1.9
股息率 (%)	n.a.	2.7	1.8	2.6	3.5
权益收益率 (%)	19.7	14.8	17.4	20.4	23.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	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

买入 (维持)

目标价	HK\$17.50
(之前目标价)	HK\$17.50
潜在升幅	+36.5%
当前股价	HK\$12.82

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)	17,093
3 月平均流通量 (百万港元)	29
52 周内股价高/低(港元)	17.08/8.97
总股本 (百万)	1333.3

资料来源:彭博

股东结构

雅居乐	54%
绿地控股	15%
自有流通	25%

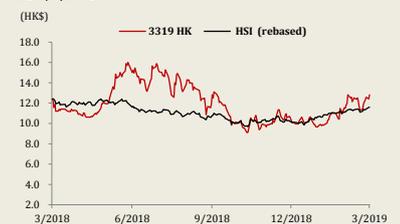
资料来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.5%	3.6%
3-月	18.1	3.7%
6-月	4.6%	-3.7%

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)	FY17A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	1,761	3,377	5,502	7,630	10,440
物业管理服务	1,206	1,625	2,364	2,988	3,608
非业主增值服务	453	1,463	2,634	3,950	5,926
业主增值服务	102	289	504	692	907
销售成本	(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
销售费用	(33)	(46)	(66)	(92)	(125)
行政费用	(170)	(299)	(495)	(687)	(940)
其他费用	(1)	(2)	-	-	-
息税前收益	398	1,076	1,488	2,067	2,864
应占联营和合营公司收益	-	-	-	-	-
净融资成本	4	(1)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	403	1,075	1,488	2,067	2,864
所得税	(102)	(264)	(372)	(517)	(716)
本年利润	300	811	1,116	1,550	2,148
非控制股东权益	(10)	(10)	(33)	(47)	(64)
净利润	290	801	1,083	1,504	2,083

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)	FY17A	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动资产	1,112	1,308	1,259	1,213	1,168
物业、厂房及设备	71	80	92	103	113
应占联营、合营公司权益	-	-	-	-	-
无形资产及商誉	1,029	1,212	1,151	1,094	1,039
其他	12	16	16	16	16
流动资产	1,399	5,989	7,239	9,172	11,771
存货	17	15	26	36	49
贸易及其他应收账款	488	1,165	1,965	2,725	3,729
现金及现金等价物	880	4,808	5,247	6,410	7,993
其他	14	1	1	1	1
总资产	2,511	7,297	8,498	10,384	12,939
流动负债	1,015	1,726	2,083	2,794	3,722
贸易及其他应付帐款	-	365	-	-	-
短期借款	952	1,169	1,891	2,602	3,530
其他	-	-	-	-	-
	62	192	192	192	192
非流动负债	22	60	60	60	60
递延税项	22	37	37	37	37
其他	-	24	24	24	24
总负债	1,037	1,787	2,143	2,854	3,782
非控股权益	2	88	121	168	232
资产净额	1,472	5,422	6,234	7,362	8,925
权益股东应占总权益	1,472	5,422	6,234	7,362	8,925

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)	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)	14	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于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)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。