

雅生活 (3319 HK)

增值服務助推盈利增長

- ❖ **18 上半年盈利增長 196%**。2018 年上半年，雅生活實現收入 14.06 億元人民幣(下同)，同比增長 103%。毛利率為 36.3%，同比上升 4.4 個百分點。18 年上半年歸屬於股東的淨利潤為 3.32 億元，同比增長 196.2%，利潤率為 23.6%。盈利增長主要歸因于(1)在管面積增加以及 (2)對非業主增值服務大幅增長，使得盈利能力顯著提高。
- ❖ **上半年在管面積增長主要來自收購**。今年 4 月 9 日，雅生活宣布收購南京紫竹物業管理公司 51% 的股權。7 月 11 日，公司再次宣布收購蘭州城關物業服務 51% 股權。目前，紫竹物業擁有 2,430 萬平的在管面積，而蘭州城關擁有 2,490 萬平。截至 2018 年 6 月 30 日，公司總在管面積從 2017 年底的 7,830 萬平增加至 1.09 億平，這意味著收購紫竹貢獻了 70% 的上半年在管面積增長。除了收購以及來自雅居樂和綠地的項目注入外，雅生活還積極開拓第三方項目。根據管理層透露，公司在 2017 年新拓展了 2,320 萬平的第三方項目，而今年上半年新拓展了 2,100 萬平。未來這些第三方項目的轉換將成為在管面積增長的另一個重要來源。
- ❖ **增值服務引爆利潤增長**。雅生活的增值服務包括對業主增值服務和對非業主增值服務。目前，對非業主增值服務主要包括(1)新盤案場服務，(2)新房銷售代理，以及(3)驗房服務。在兩大股東的支持下，對非業主增值服務從 1H17 的 1.07 億元增長到 1H18 的 5.75 億元。與此同時，對業主增值服務也從 1H17 的 3,800 萬元增長到 1H18 的 8,000 萬元。18 年上半年增值服務占總收入的 46.6%，而去年同期僅為 20.9%。此外，增值業務整體毛利率由 1H17 的 31.6% 提升至 1H18 的 44.6%，推動整體毛利率由 31.9% 上升至 36.3%。增值服務板塊在收入和利潤率雙雙提高的情況下，占毛利的比重由 1H17 的 20.7% 迅速提高至今年的 57.3%。因此，淨利潤率從 1H17 的 16.2% 上升至 1H18 的 23.6%。
- ❖ **估值**。由于增值服務增長高于預期，我們分別將 FY18-19 的盈利預測分別上調 6.2%、3.9% 至 7.19 億元和 1.024 億元。該股價目前處在 20.5/15.1 倍 FY18/19 市盈率。我們將使用 FY19 估值倍數推出目標價。目前同業平均 FY19 市盈率為 21.4 倍，我們使用此倍數得出目標價 19.16 港元。維持**買入**評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	1,245	1,761	3,900	5,962	7,896
淨利潤(百萬人民幣)	161	290	719	1,024	1,344
EPS(人民幣)	0.22	0.35	0.57	0.77	1.01
EPS 變動 (%)	N.A	59.1	61.5	35.9	31.2
市盈率(x)	52.7	33.1	20.5	15.1	11.5
市帳率(x)	31.5	21.7	3.8	3.8	3.5
股息率 (%)	n.a.	n.a.	2.0	3.0	3.9
權益收益率 (%)	57.5	19.7	14.1	18.1	21.0
淨財務杠杆率 (%)	88.6	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預測

買入(維持)

目標價	HK\$19.16
(之前目標價)	HK\$15.74)
潛在升幅	+38.8%
當前股價	HK\$13.80

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)	18,400
3 月平均流通量(百萬港元)	90
5 周內股價高/低(港元)	17.08/8.98
總股本(百萬)	1,333.3

資料來源: 彭博

股東結構

雅居樂	54%
綠地控股	15%
自有流通	25%

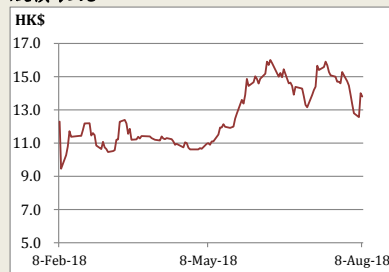
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.4%	6.6%
3-月	28.4%	38.8%
6-月	n.a	n.a

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,245	1,761	3,900	5,962	7,896
物業管理服務	978	1,206	2,414	3,863	5,156
非業主增值服務	212	453	1,269	1,777	2,310
業主增值服務	55	102	217	322	430
銷售成本	(933)	(1,170)	(2,554)	(3,947)	(5,237)
毛利	312	591	1,347	2,015	2,659
其他收入	5	11	45	38	42
銷售費用	(19)	(33)	(47)	(89)	(118)
行政費用	(79)	(170)	(300)	(447)	(592)
其他收益	(1)	(1)	(2)	-	-
息稅前收益	217	398	1,043	1,517	1,991
聯營公司	-	-	-	-	-
淨融資成本	15	4	(1)	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	232	403	1,042	1,517	1,991
所得稅	(63)	(102)	(260)	(379)	(498)
非控制股東權益	(8)	(10)	(63)	(114)	(149)
淨利潤	161	290	719	1,024	1,344

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	720	1,112	1,322	1,712	2,163
物業、厂房及設備	62	71	84	95	106
聯營、合營公司的權益	-	-	-	-	-
無形資產	11	1,029	1,226	1,604	2,043
其他	647	12	12	13	14
流動資產	1,179	1,399	5,945	7,379	8,879
存貨	24	17	38	59	78
貿易及其他應收賬款	223	488	975	1,490	1,974
現金及現金等价物	523	880	4,906	5,789	6,774
受限制銀行結余	3	0	0	0	0
其他	405	13	26	40	53
流動負債	1,000	1,015	2,056	3,176	4,215
貿易及其他應付帳款	732	923	1,964	3,036	4,029
預收款項	29	30	66	100	133
銀行借款	200	-	-	-	-
其他	39	62	26	40	53
非流動負債	596	22	48	75	99
銀行借款	596	-	-	-	-
其他	0	22	48	75	99
資產淨額	303	1,474	5,163	5,840	6,728
非控股權益	24	2	65	178	328
權益股東應占總權益	280	1,472	5,098	5,662	6,401

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	217	398	1,043	1,517	1,991
折旧和摊销	6	16	110	131	170
营运资金变动	187	(43)	542	591	542
税务开支	2	(7)	26	26	24
其他	(68)	(76)	(260)	(379)	(498)
经营活动所得现金净额	344	287	1,434	1,859	2,205
购置固定资产	(14)	(30)	(320)	(520)	(620)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(201)	79	29	53	63
投资活动所得现金净额	(215)	49	(291)	(467)	(557)
股份发行	16	1,203	3,195	-	-
净银行借贷	201	(809)	-	-	-
股息	-	(298)	(288)	(461)	(605)
利息支付	35	7	-	-	-
其他	(62)	(82)	(25)	(48)	(58)
融资活动所得现金净额	190	20	2,883	(509)	(663)
现金增加净额	319	357	4,026	884	985
年初现金及现金等价物	204	523	880	4,906	5,789
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	523	880	4,905	5,790	6,774
年末资产负债表现金及现金等价物	523	880	4,906	5,789	6,774

来源:公司资料,招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业管理服务	78.6	68.5	61.9	64.8	65.3
非业主增值服务	17.1	25.7	32.5	29.8	29.3
业主增值服务	4.4	5.8	5.6	5.4	5.4
总额	100.1	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	25.0	33.5	34.5	33.8	33.7
税前利率	18.6	22.9	26.7	25.4	25.2
息税前收益	12.9	16.5	18.4	17.2	17.0
有效税率	27.1	25.5	25.0	25.0	25.0

增长(%)

收入	33.2	41.5	121.5	52.8	32.4
毛利	109.4	89.5	128.0	49.6	32.0
净利润率	147.2	83.5	161.7	45.5	31.2
净利润	147.3	80.3	148.1	42.4	31.2

资产负债比率

流动比率(x)	1.2	1.4	2.9	2.3	2.1
平均应收账款周转天数	65	101	91	91	91
平均应付账款周转天数	286	288	281	281	281
平均存货周转天数	9	5	5	5	5
净负债/总权益比率(%)	88.6	净现金	净现金	净现金	净现金

回报率(%)

资本回报率	57.5	19.7	14.1	18.1	21.0
资产回报率	8.9	12.0	10.8	12.5	13.5

每股数据

每股盈利(人民币)	0.22	0.35	0.57	0.77	1.01
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	0.23	0.35	0.45
每股账面值(人民币)	0.37	0.53	3.04	3.04	3.27

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）發表于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并無直接或間接關係。

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）并没有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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個人。