

雅生活 (3319 HK)

上半年盈喜；開啟新業務

雅生活宣佈其稅後利潤及歸母淨利潤預計在上半年分別達到不低於50%與35%的增長。與此同時，公司提出更名，從“雅居樂雅生活服务股份有限公司”更改為“雅生活智慧城市服務股份有限公司”。我們維持盈利預測不變，將目標價從41.53港元上調至60.7港元，相當於2021年市盈率34.7倍，位於行業三大龍頭公司的平均水準。維持買入評級。

- **上半年盈利預計超7.3億元。**2019上半年公司收入與歸母淨利潤達22.41億元及5.41億元。公司宣佈2020上半年歸母淨利潤增長超過35%，即預計上半年淨利潤超過7.3億元。淨利潤增長主要源於對中民物業收購的整合，形成對管理面積與管理效率的雙重提升。
- **開啟城市服務業務。**在盈利消息之外，公司提出更名至“雅生活智慧城市服務股份有限公司”，並開始佈局第五大產業板塊——城市服務，專注於城市精细化管理，挖掘城市服務行業的機遇。公司希望通過發揮自身技術、經驗與資源方面的優勢，努力完善城市管理體系，打造綜合智慧城市管理服務平臺。
- **H股全流通獲批。**雅生活同時宣佈其正式獲批H股全流通以及增發境外上市外資股。公司計畫將其內資股及未上市外資股轉換成H股。此外，公司獲批增發不大於8,600萬股H股，該批准自2020年6月24日起12個月有效。若獲批額度全部增發，雅生活將募集超30億港元資金幫助其開發新業務。
- **維持盈利預測不變，上調目標價；維持買入評級。**我們維持盈利預測，預計淨利潤於2020年增長41.3%至17.39億元，於2021年增長20.2%至20.91億元。作為港股第二大物業管理公司，雅生活估值仍具吸引力。我們將目標價從41.53港元上調至60.7港元，相當於2021年市盈率34.7倍，為行業三大龍頭公司的平均水準。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	3,377	5,127	11,086	13,707	16,084
同比增長(%)	91.8	51.8	116.2	23.7	17.3
淨利潤(百萬元人民幣)	801	1,231	1,739	2,091	2,425
每股盈利(人民幣)	0.62	0.92	1.30	1.57	1.82
每股盈利變動(%)	77.1	48.9	41.3	20.2	16.0
平均盈利預測(人民幣)	不適用	不適用	1.30	1.69	2.15
市盈率(倍)	66.0	44.4	31.4	26.1	22.5
市帳率(倍)	13.0	12.3	12.7	10.6	8.9
股息率(%)	0.7	1.1	1.6	1.9	2.2
權益收益率(%)	14.8	19.9	24.6	25.8	26.0
淨負債率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，彭博，招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$60.70
(此前目標價)	HK\$41.53
潛在升幅	+33.0%
當前股價	HK\$45.65

中國物業服務行業

李博文

(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

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

公司資料

市值(百萬元)	60,867
3月平均流通量(百萬元)	201
52周內股價高/低(港元)	46.00/ 12.41
總股本(百萬)	1,333
資料來源：彭博	

股東結構

雅居樂	54.0%
綠地控股	7.5%
自由流通	38.5%

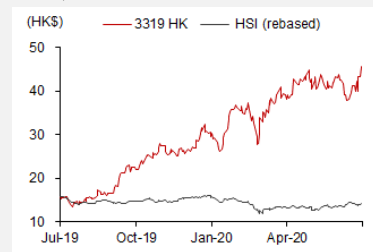
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.8%	1.7%
3-月	20.1%	11.5%
6-月	55.3%	69.5%
12-月	183.5%	218.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

請登錄2020年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

圖 1: 2020 中期業績

	1H19 (RMB mn)	1H20E (RMB mn)	Change (%)
Revenue	2,241	4,056	81.0%
Gross profit	829	1,280	54.4%
After tax profit	568	840	47.9%
Minority interests	-27	-82	203.7%
Net profit	541	758	40.1%
Gross margin	37.0%	31.6%	-5.4ppts
After tax margin	25.3%	20.7%	-4.6ppts
Net margin	24.1%	18.7%	-5.4ppts

資料來源：公司，招銀國際證券預測

圖 2: 行業估值

Company	Ticker	Last price (HK\$)	Mkt Cap (HK\$ mn)	P/E	
				20E	21E
Large-size property management companies					
COUNTRY GARDEN S	6098 HK	43.95	121,274	47.7	36.6
A-LIVING SERVI-H	3319 HK	45.65	60,867	31.7	24.3
POLY PROPERTY -H	6049 HK	87.1	48,195	59.0	43.1
Average				46.1	34.7
Mid-size property management companies					
GREENTOWN SERVIC	2869 HK	10.9	35,065	45.5	35.1
CHINA OVERSEAS P	2669 HK	8.68	28,530	41.3	32.1
EVER SUNSHINE LI	1995 HK	15.28	25,524	58.6	38.2
S-ENJOY SERVICE	1755 HK	25.45	20,821	44.5	30.1
CENTRAL CHINA NE	9983 HK	10.16	12,649	30.5	19.8
POWERLONG COMMER	9909 HK	19.04	11,833	36.8	25.3
SICHUAN LANGUANG	2606 HK	54.1	9,635	14.6	11.0
TIMES NEIGHBORHO	9928 HK	12.66	12,479	46.9	27.1
COLOUR LIFE SERV	1778 HK	3.7	5,383	8.7	7.9
AOYUAN HEALTHY L	3662 HK	8.34	6,057	22.7	16.1
KAISA PROSPERITY	2168 HK	34.2	5,267	18.8	13.6
BINJIANG SERVICE	3316 HK	17.3	4,782	26.9	20.5
Average				33.0	23.1

資料來源：彭博

財務分析

利潤表

12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	3,377	5,127	11,086	13,707	16,084
物業管理服務	1,625	2,830	8,640	10,516	11,871
延伸增值服務	1,463	1,812	1,935	2,371	2,987
社區增值服務	289	485	511	820	1,226
銷售成本	(2,087)	(3,244)	(7,832)	(9,755)	(11,428)
毛利	1,290	1,883	3,253	3,953	4,655
其它收入	100	131	155	176	150
銷售費用	(46)	(43)	(78)	(96)	(113)
管理費用	(299)	(307)	(665)	(822)	(965)
息稅前收益	1,045	1,664	2,666	3,210	3,728
合資及聯營企業	-	23	29	30	30
融資成本	(1)	(16)	(3)	(4)	(4)
特殊項目	31	24	-	-	-
稅前利潤	1,075	1,694	2,692	3,236	3,754
所得稅	(264)	(403)	(646)	(777)	(901)
年度利潤	811	1,292	2,046	2,460	2,853
非控制股東權益	(10)	(61)	(307)	(369)	(428)
歸屬母公司股東淨利潤	801	1,231	1,739	2,091	2,425

資產負債表

12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	1,308	2,533	3,572	3,812	4,052
固定資產	80	159	169	179	189
商譽	1,045	1,371	2,371	2,571	2,771
其它流動資產	182	1,003	1,032	1,062	1,092
流動資產	5,989	6,855	9,449	11,654	13,952
存貨	15	12	30	37	44
應收賬款	1,165	2,189	4,733	5,853	6,868
現金及現金等價物	4,808	4,207	4,240	5,318	6,596
其它流動資產	1	446	446	446	446
總資產	7,297	9,388	13,021	15,466	18,004
流動負債	1,726	2,690	5,148	6,178	7,074
借貸	-	28	27	27	27
應付帳款	1,169	1,738	4,197	5,227	6,124
其它	557	924	924	924	924
非流動負債	60	192	191	192	193
借貸	-	19	18	19	20
其它	60	173	173	173	173
總負債	1,787	2,882	5,339	6,370	7,268
股東權益	5,422	6,191	7,060	8,106	9,318
少數股東權益	88	315	622	991	1,419
總權益	5,510	6,506	7,682	9,096	10,737

現金流量表

12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	1,075	1,694	2,692	3,236	3,754
折舊和攤銷	33	19	20	20	20
運營資金變動	(51)	(24)	(103)	(97)	(124)
其它	(174)	(89)	(675)	(807)	(931)
經營活動所得現金淨額	883	1,600	1,933	2,353	2,719
資本開支	(20)	(803)	(30)	(30)	(30)
聯營公司	(107)	(567)	(1,000)	(200)	(200)
其它	14	(405)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(112)	(1,775)	(1,030)	(230)	(230)
股份發行	3,314	-	-	-	-
淨借貸	(32)	(27)	(1)	1	1
其它	(141)	(400)	(869)	(1,045)	(1,212)
融資活動所得現金淨額	3,142	(426)	(871)	(1,044)	(1,211)
現金增加淨額	3,913	(601)	33	1,079	1,277
年初現金	880	4,808	4,207	4,240	5,318
匯兌	15	1	1	2	3
年末現金	4,808	4,207	4,241	5,320	6,599

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
物業管理服務	48.1	55.2	77.9	76.7	73.8
延伸增值服務	43.3	35.3	17.5	17.3	18.6
社區增值服務	8.6	9.5	4.6	6.0	7.6
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	38.2	36.7	29.3	28.8	28.9
息稅前利率	30.9	32.4	24.0	23.4	23.2
淨利潤率	23.7	24.0	15.7	15.3	15.1
有效稅率	24.6	23.8	24.0	24.0	24.0
增長(%)					
收入	91.8	51.8	116.2	23.7	17.3
毛利	118.4	46.0	72.8	21.5	17.8
息稅前收益	162.2	59.2	60.2	20.4	16.1
淨利潤	176.5	53.6	41.3	20.2	16.0
資產負債比率					
流動比率(X)	2.1	2.0	2.0	2.0	3.0
應收賬款周轉天數	126	156	156	156	156
應付帳款周轉天數	204	196	196	196	196
存貨周轉天數	3	1	1	1	1
淨負債/總權益比率(%)	net	net	net	net	net
回報率(%)					
資本回報率	14.8	19.9	24.6	25.8	26.0
資產回報率	11.1	13.8	15.7	15.9	15.8
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.62	0.92	1.30	1.57	1.82
每股股息(人民幣)	0.30	0.45	0.65	0.78	0.91
每股帳面價值(人民幣)	3.16	3.33	3.23	3.86	4.62

資料來源：公司，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	：招銀國際證券並未給予投資評級

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（“招銀國際證券”）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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。