

雅生活 (3319 HK)

收併購助推業績快速增長

概要。雅生活上半年盈利增長 63% 至 5.41 億元 (人民幣, 下同)。收併購是主要增長動力, 公司在此期間透過收併購新增管理建築面積 7,310 萬平, 佔整體新增面積的 88%, 帶動收入同比增長 59%。我們將目標價從 17.50 港元上調至 19.00 港元, 並將雅生活作為我們的板塊首選。維持買入評級。

- **上半年盈利增長 63%。**2019 上半年, 雅生活錄得收入 22.41 億元, 同比增長 59%。毛利率保持在 37.0%, 對比 2018 上半年的 36.3%, 以及 2018 全年的 38.2%, 毛利率仍處於行業內較高水平。股東淨利潤增長 62.9% 至 5.41 億元, 淨利潤率為 24.2%, 同比增長 0.5 個百分點。由於收併購公司的並表期並非自 2019 年初開始, 因此期間非控股權益上升 3.8 個百分點至 4.8%。
- **收併購為主要驅動力。**由於 2018 上半年基數較低, 社區增值服務在 2019 上半年維持高增長, 分部收入同比增長 158% 至 2.06 億元。但外延服務收入增長放緩至 40%, 對比 2018 全年的 227%。我們認為這與雅居樂 (3383 HK, 買入) 和綠地控股 (600606 CH, 未評級) 的關連交易限制有關。物業管理收入同比增長 63.6%, 而 2018 全年則為 35%。收併購是物業管理業務增長的主要動力, 公司在 2019 上半年透過收併購新增了 6,470 萬平在管面積, 佔總新增在管面積 7,300 萬平的 88%, 從而帶動公司整體收入增長。雖然收併購是目前公司的主要增長引擎, 但展望未來, 我們預計內生增長 (第三方項目) 將逐漸成為另一增長引擎。截至 2019 年 6 月, 來自第三方的合同面積增長達到 1.22 億平, 而來自第三方的在管面積則不到一半, 只達 5,900 萬平。公司目標由 2019 年到 2022 年每年增加 3,500 萬平第三方合同面積。
- **經營槓桿改善。**管理層在上半年非常重視營運效率, 完善營運結構, 比如將 23 個市營運中心整合為七個區域營運中心, 另外將 400 個社區服務中心整合為 230 個。通過一些營運效率的改善, SG&A 佔收入比從 2018 上半年的 8.8% 減少至 2019 上半年的 6.4%。因此, 息稅前利潤率同比增長 4.1 個百分點至 33.5%。
- **板塊首選; 維持買入評級。**我們將 2019/20 年每股盈利預測上調 5.1%/5.3% 至 0.85/1.19 元人民幣。基於 20 倍 2019 年預測市盈率, 我們將目標價從 17.50 港元上調至 19.00 港元。公司目前 2019/20 年預測市盈率為 15.3/11.0 倍, 低於主要同業, 如碧桂園服務 (6098 HK, 未評級), 綠城服務 (2869 HK, 買入) 和中海物業 (2669 HK, 持有)。雅生活盈利增長強勁, 我們預計 2019/20 年增長達為 42%/39%; 公司目前估值吸引, 且有機會納入港股通; 此外, 雅生活第三方項目的增長空間較大, 我們預計雅生活在日後內生增長不斷體現後, 市場將提高其估值水平。因此, 我們將雅生活作為我們物業管理板塊中的首選。

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	5,161	7,322	9,576
同比增長 (%)	41.5	91.8	52.8	41.9	30.8
淨利潤 (百萬人民幣)	290	801	1,138	1,583	2,042
EPS (人民幣)	0.35	0.62	0.85	1.19	1.53
EPS 變動 (%)	59.1	77.1	37.6	39.1	29.0
市盈率 (x)	37.3	21.1	15.3	11.0	8.5
市帳率 (x)	24.4	4.1	4.1	3.5	2.9
股息率 (%)	n.a.	2.3	3.3	4.5	5.9
權益收益率 (%)	19.7	14.8	19.0	23.3	26.2
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\$19.00
(此前目標價)	HK\$17.50
潛在升幅	+30.5%
當前股價	HK\$14.56

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)	19,413
3 月平均流通量 (百萬港元)	130
52 周內股價高/低 (港元)	16.76/8.84
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	15%
自由流通	25%

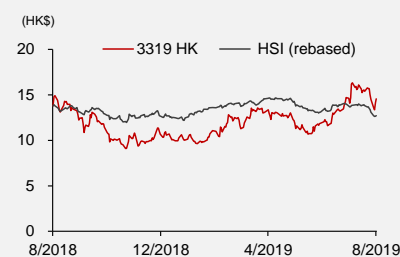
資料來源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.8%	6.5%
3-月	16.3%	31.3%
6-月	27.8%	37.6%
12-月	1.1%	9.9%

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 彭博

審計師: 羅兵鹹永道

請登錄 2019 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>

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	5,161	7,322	9,576
物業管理服務	1,206	1,625	2,739	4,017	5,321
外延增值服務	453	1,463	1,902	2,473	3,091
社區增值服務	102	289	520	832	1,164
銷售成本	(1,170)	(2,087)	(3,344)	(4,771)	(6,252)
毛利	591	1,290	1,817	2,551	3,324
其他收入	11	100	137	156	191
銷售費用	(33)	(46)	(52)	(73)	(96)
行政費用	(171)	(302)	(310)	(403)	(479)
息稅前收益	397	1,042	1,593	2,231	2,940
應佔聯營和合營公司收益	-	-	12	20	25
財務費用	4	(1)	(5)	(6)	(6)
特殊收入	1	34	(3)	-	-
稅前利潤	403	1,075	1,597	2,245	2,959
所得稅	(102)	(264)	(399)	(561)	(740)
年度利潤	300	811	1,198	1,684	2,219
非控股股東權益	(10)	(10)	(60)	(101)	(178)
歸屬母公司股東淨利潤	290	801	1,138	1,583	2,042

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	2,036	2,066	2,101
物業、廠房及設備	71	80	170	180	190
商譽	919	1,045	1,362	1,362	1,362
其他	122	182	505	525	550
流動資產	1,399	5,989	7,032	8,694	10,687
存貨	17	15	24	35	46
貿易及其他應收款	488	1,165	1,780	2,526	3,304
現金及現金等價物	880	4,808	4,985	5,891	7,095
其他	14	1	243	243	243
總資產	2,511	7,297	9,069	10,760	12,789
流動負債	1,015	1,726	2,741	3,540	4,370
短期借款	-	-	54	54	54
貿易及其他應付帳款	923	1,169	1,873	2,672	3,502
其他	92	557	814	814	814
合同負責	-	-	-	-	-
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	2,930	3,729	4,559
歸屬母公司股東權益	1,472	5,422	5,991	6,783	7,804
非控股權益	2	88	148	249	426
總淨資產	1,474	5,510	6,139	7,031	8,230

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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	1,597	2,245	2,959
折舊、攤銷及資產減值損失	16	33	10	20	20
營運資金變動	(43)	(51)	79	44	41
其他	(88)	(174)	(411)	(581)	(765)
經營活動所得現金淨額	287	883	1,275	1,727	2,256
購置固定資產及投資	17	(20)	(100)	(30)	(30)
聯營及合營公司	29	(107)	(501)	-	-
其他	3	14	-	-	-
投資活動所得現金淨額	49	(112)	(601)	(30)	(30)
注資	1,202	3,314	-	-	-
淨銀行借貸	(802)	(32)	72	-	-
其他	(380)	(141)	(569)	(791)	(1,021)
融資活動所得現金淨額	20	3,142	(497)	(791)	(1,021)
現金增加淨額	357	3,913	177	906	1,205
年初貨幣資金及等價物	523	880	4,808	4,985	5,891
匯兌	-	15	-	-	-
年末貨幣資金	880	4,808	4,985	5,891	7,095

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	53.1	54.9	55.6
外延增值服務	25.7	43.3	36.9	33.8	32.3
社區增值服務	5.8	8.6	10.1	11.4	12.2
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33.5	38.2	35.2	34.8	34.7
息稅前利潤率	22.6	30.9	30.9	30.5	30.7
淨利潤率	16.5	23.7	22.0	21.6	21.3
有效稅率	25.5	24.6	25.0	25.0	25.0
增長 (%)					
收入	41.5	91.8	52.8	41.9	30.8
毛利	89.5	118.4	40.9	40.4	30.3
息稅前利潤	82.8	162.3	52.9	40.1	31.8
淨利潤	80.3	176.5	42.0	39.1	29.0
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	19.0	23.3	26.2
資產回報率	12.0	11.1	13.2	15.6	17.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.35	0.62	0.85	1.19	1.53
每股股息(人民幣)	n.a.	0.30	0.43	0.59	0.77
每股賬面值(人民幣)	0.53	3.16	3.16	3.76	4.52

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，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)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。