

雅生活 (3319 HK)

基本面不變，重申買入

❖ **公司運營穩定。**根據 11 月 9 日的公告，雅生活的首席執行官劉德明已辭去執行董事及總經理職務。劉先生于 2016 年加入雅生活擔任首席執行官，并于去年升任為公司董事會成員。雅生活的董事會聯席主席黃奉潮將代行首席執行官。公司股價在第二天交易日下挫 10.7%。雅生活通過首次公開招股構建了完整的公司管理架構，由董事會負責制定和指導執行業務戰略。黃先生在雅居樂控股服務多年且出任多項職務，我們相信他是一位合適的繼任人。

❖ **目標進取。**首席執行官辭任對公司的短期發展和長遠目標并無影響。公司原計劃于 2018 年底獲得 1.4 億平方米在管面積，而上半年在管面積已達至 1.1 億平方米，進展較預期好。管理層目前正致力拓展在管面積，期望于 2018 年年底達到全年 1.6 億平方米在管面積和 2.6 億平方米合約建築面積的目標。展望未來，管理層希望在 2020 年實現 3 億平方米在管面積和 5 億平方米合約建築面積的計劃。

❖ **耐心等待內生增長。**市場對於雅生活的擴張模式存有懷疑，認為其增長全靠收并購及雅居樂的業務支持。雅生活是物業行業的新軍，在上市之前，公司主要依附于雅居樂，配合母公司發展。公司在 2017-18 年經歷一系列重組，包括從母公司分拆、引入戰略投資者以及 H 股上市後，已經成為一家自主運營的專業物業管理公司。雅生活雖然在第三方物業管理仍處於起步階段，但公司已經積極追趕，并于 2017 年成立了市場拓展團隊，專責獲取第三方項目。目前看來，在今年前九個月，公司已獲取第三方項目超過 3,000 萬平方米，從綠地集團獲取的面積亦超過約定的 1,000 萬平方米。我們相信，第三方項目拓展的成果將逐漸在業績中體現。

❖ **基本面向好，重申買入。**目前雅生活的估值較主要同業低。我們認為這主要歸因于市場關注雅生活非業主增值服務的可持續性，尤其是房地產代理業務。我們認為，雅生活在增值服務方面才剛剛起步，于非業主增值服務範疇仍有很大的發展空間。我們相信非業主增值服務將會是雅生活在發展初期的一大亮點，不用過分憂慮。我們維持盈利預測，但下調目標價至 17.50 港元，相當于 20 倍 FY19 市盈率以期反映人民幣貶值及上游房地產增速放緩的影響。**重申買入評級。**

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)	40.0	25.1	15.6	11.5	8.7
市帳率 (x)	23.9	16.5	2.9	2.9	2.7
股息率 (%)	n.a.	n.a.	2.6	3.9	5.2
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

買入(維持)

目標價	HK\$17.50
(之前目標價)	HK\$19.16)
潛在升幅	+75.0%
當前股價	HK\$10.00

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)	13,333
3 月平均流通量 (百萬港元)	37.5
52 周內股價高/低 (港元)	17.08/8.97
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%

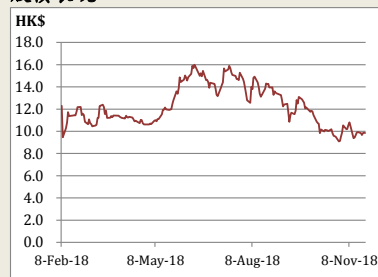
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.0%	-0.7%
3-月	-29.4%	-24.7%
6-月	-22.9%	-9.1%

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	net cash	net cash	net cash	net cash

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于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）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，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。