

买入

2015年3月4日

14 财年业绩符合预期，15 年步入并购合作大年，买入评级

- 年报业绩符合预期，盈利能力显著提升：**14 年公司收入同比提升 67%至 3.89 亿元人民币；年度净利润规模同比提升 230.8%至 1.5 亿元人民币，剔除上市及期权费用等一次性费用后核心净利润达到 1.97 亿元人民币，同比增长 187.7%；每股盈利 16.66 分人民币，每股派末期息 9 港仙，派息率为 50%。14 年全年公司总体管理面积达到 2.05 亿平米，覆盖住宅社区数量超过 1260 个，以规模而言已成为国内首屈一指的物业管理服务提供商。14 年公司收入结构得到优化，盈利能力较高的酬金制物业管理贡献较大比例收入，工程服务业务结构变化提升了盈利水平，而市场关注焦点增值服务总体规模也获得了 46.3%的同比增长，全年毛利率同比提升 18 个百分点至 79.6%，核心净利润率同比提升 21 个百分点至 50.5%。
- 扩大规模打造垂直应用，15 年公司将进入并购合作大年：**15 年 2 月公司完成物业管理行业迄今为止规模最大的并购—具有行业影响力的物管服务公司开元国际被公司以 3.3 亿元人民币收购，这一并购使得公司线下社区平台规模优势进一步扩大，同时也拉开了彩生活通过互联网模式改造传统物管行业的序幕；另一方面，公司线上社区平台孵化而出的垂直应用如“E 理财”“E 维修”及“E 租房”获得了用户认可，其中社区金融应用“E 理财”在上线短短 1 个月内就已募资过亿，证明了线下社区对于用户粘性 & 需求吸附力毫不逊色于传统互联网企业。总体而言，我们相信 15 年公司将正式进入线下扩张及线上合作大年，而“规模+极强的用户粘性”一直是彩生活社区拓展 O2O 事业的巨大优势。
- 提升目标价至 10.5 港元，买入评级：**参考 14 年公司业绩表现及 15 年预期，我们认为公司商业模式独树一帜，核心优势有所加强，发展 O2O 战略正确。因此，为目标价 10.5 港元不变，买入评级。

蔡浩
+ 852-25321963
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	6.7 港元
目标价	10.5 港元 (+56.7%)
股票代码	1778
已发行股本	10 亿股
市值	67 亿港元
52 周高/低	8.06/4 港元
每股账面值	1.64 港元
主要股东	曾洁 53.4% 唐学斌 21.69%

★ 1 港元=0.8 人民币

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	13年历史	14年历史	15年预测	16年预测	17年预测
总营业收入 (千元人民币)	233,069	389,287	599,174	796,986	991,289
变动	18.61%	67.03%	53.92%	33.01%	24.38%
净利润 (千元人民币)	44,368	145,675	309,329	438,856	547,311
变动	2.16%	228.33%	112.34%	41.87%	24.71%
每股基本盈利 (港元)	NA	0.21	0.39	0.55	0.68
变动			85.64%	41.87%	24.71%
基于6.7港元的市盈率 (估)	NA	32.2	17.3	12.2	9.8
每股派息 (港元)	NA	0.10	0.12	0.16	0.21
股息现价比	NA	1.54%	1.73%	2.46%	3.06%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

业绩亮点：管理面积增速超预期，盈利能力大幅提升

符合预期：规模扩张、收入结构优化、盈利能力提升

顾问服务社区未来将转化为合约管理社区的一部分，物业管理服务收入增长动力充足

1、扩张速度快，规模优势显著：14年公司通过自有扩张及收购，总物业管理覆盖面积达到2.05亿平方米，其中合约管理面积达到1.37亿平方米，酬金制管理面积占其中78.7%，就管理社区数量及覆盖面积而言公司已居于国内首位。15年公司成功并购著名物业管理公司开元国际，根据我们的初步评估，截止于15年年初公司覆盖管理面积以达2.4亿平方米，15年年末预期该面积将进一步扩大至3.2亿平方米。届时公司线下规模优势将得到加强，为打造线上社区平台创造了良好基础。

2、收入结构优化，盈利能力得到提升：14年公司酬金制服务收入占比继续维持高位，工程服务收入结构改善，增值服务高速增长，总体毛利率提升18个百分点至79.6%，核心净利润率提升至50.5%。

3、顾问服务面积将于未来转化为管理服务面积：由于14年大量新进入社区以顾问服务为主，15年存量顾问服务将转化为酬金制或包干制收入，再考虑到15年所并购的社区将会以非顾问服务形式存在，公司物业管理服务收入增长动能十分充足。

图表 1：2011-2014 年公司年度收入细分一览表

(单位：人民币千元)	2011	2012	2013	2014
总收入	146,503	196,507	233,069	389,287
毛利率	47.2%	47.9%	61.6%	79.6%
毛利规模	69,183	94,164	143,647	309,710
增速		34.1%	18.6%	67.0%
总覆盖管理面积	19,052	34,719	92,272	205,300
物业管理	74,823	104,870	136,803	236,305
毛利率	40.9%	42.8%	58.3%	80.5%
增速		40.2%	30.5%	72.7%
占比	51.1%	53.4%	58.7%	60.7%
酬金制收入	28,534	34,970	64,494	121,488
占比物业管理收入比	38.1%	33.3%	47.1%	51.4%
包干制收入	33,311	39,044	34,744	30,236
占比物业管理收入比	44.5%	37.2%	25.4%	12.8%
预售服务收入	12,978	30,856	37,037	31,069
占比物业管理收入比	17.3%	29.4%	27.1%	13.1%
顾问服务收入			528	53,512
占比物业管理收入比			0.4%	22.6%
工程服务	46,840	59,494	51,623	87,665
毛利率	38.8%	32.1%	38.8%	62.8%
增速		27.0%	-13.2%	69.8%
占比	32.0%	30.3%	22.1%	22.5%
设备安装服务	34,098	47,716	34,206	18,992
增速		39.9%	-28.3%	-44.5%
维修及保养服务	12,742	11,592	14,788	57,099
增速		-9.0%	27.6%	286.1%
设备租赁		186	2,629	11,574
增长			1313.4%	340.2%
增值服务	24,840	32,143	44,643	65,317
毛利率	82.3%	94.1%	98.4%	98.9%
增速		29.4%	38.9%	46.3%
占比	17.0%	16.4%	19.2%	16.8%
公共空间租赁协助	6,897	9,677	14,578	23,307
增速		40.3%	50.6%	59.9%
购物协助	5,362	8,359	13,928	11,714
增速		55.9%	66.6%	-15.9%
住宅及零售单位租赁及销售	3,778	3,960	9,166	9,215
增速		4.8%	131.5%	0.5%
信息系统服务	1,669	5,696	5,626	21,081
增速		241.3%	-1.2%	274.7%
其他服务	7,134	4,451	1,345	
增速		-37.6%	-69.8%	

资料来源：公司资料、第一上海

15年展望：线下优势正在加强，线上平台稳步发展

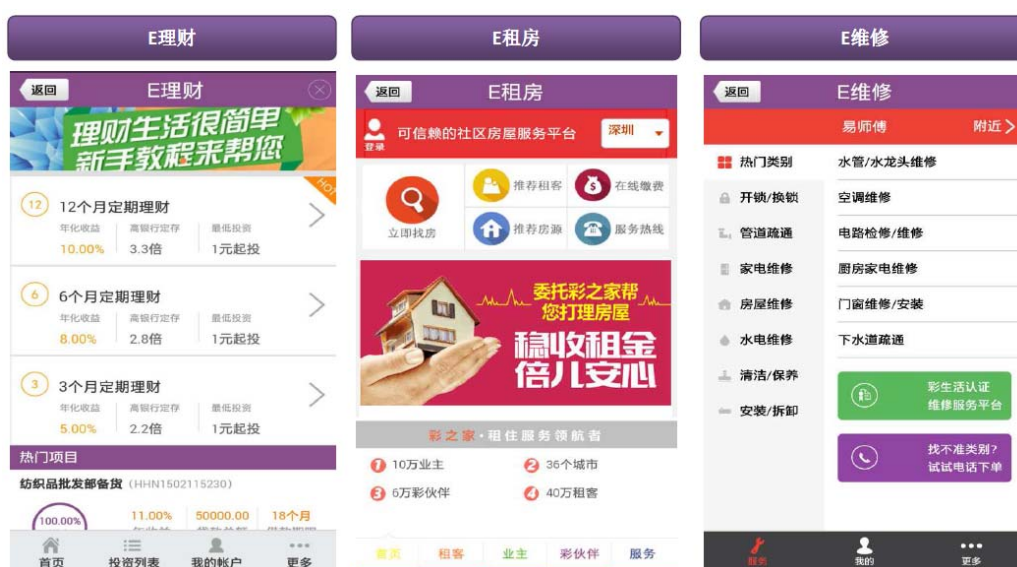
更多社区被纳入公司线下覆盖，更多用户将被转化为线上用户；线下规模+高频垂直应用将能提升增值服务收入占比

1、增值服务是市场长期衡量公司 O2O 战略成败的关键数据：14 年公司总覆盖社区数量为 796 个，社区覆盖人口 250 万户家庭，约 40% 的家庭被转化为线上用户；而应用彩生活增值服务的社区总量达到 792 个，其收入来源除部分线下服务以外皆体现了公司线上平台运营收益，公司正通过对旗下“彩之云”服务端口升级以提升用户使用满意度，使得越来越多的住户从单纯线下转化为线上用户。14 年公司增值服务收入占比 16.8%，规模同比增长 46.3% 至 6531.7 万元人民币，由于该年许多新并入的社区并未真正纳入彩生活线上服务体系，因此成长速度略低于公司总体收入增长。我们认为线上社区服务的基础是线下规模优势，其次是线上所提供的服务内容，随着公司进一步线下扩张，并导入更多类似于“E 维修”及“E 理财”等具有高频性质的垂直应用，增值服务的持续、高速及稳健增长将可以期待。

拥有线下规模及社区平台，有利于公司与互联网企业进行合作，让 O2O 战略落地

2、“规模+用户粘性”不仅能够孵化垂直应用，更有利于与互联网企业进行合作：O2O 服务的前提在于所提供解决用户痛点，同时又具备低成本扩张的特质，其形式大部分是通过信息技术重构行业资源，摒除一切中介直达用户。要做到直达用户必须首先拥有具有高度粘性的平台，而线下社区就是其中一个非常具有粘性的平台，具有高度活跃的用户需求（吃喝玩乐理财医疗教育等）以及构筑各种相关支付场景的可能性。14 年 11 月公司通过推出“E 理财”线上金融应用，仅在 1 个月内便筹资过亿，充分体现了线下社区对于线上应用推广的重要性。我们认为：彩生活社区平台具有“规模+用户粘性”优势，未来除了孵化具有热度的垂直应用以外，对于急于在 O2O 浪潮中落地的互联网企业也具有相当大的合作意义。

图表 2: 彩之云线上平台孵化的三个垂直应用—E 理财、E 租房及 E 维修



资料来源：公司资料、第一上海

结论：看好公司长远发展，维持目标价 10.5 港元，买入评级

综上所述，公司年度财务表现符合预期，长期而言，核心优势进一步增强，商业模式与国内互联网服务及传统物管行业相比都具有高度的独特性。中短期内，公司将会继续构建线下规模优势，通过对端口升级及孵化垂直应用提高用户粘性，更不排除 15 年将会有与互联网企业具体合作的可能性。因此，我们维持公司目标价 10.5 港元不变，相当于 2015、2016 及 2017 财年每股盈利的 27、20 及 15 倍，评级买入。

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析				
财务年度截至<12月31日> 人民币千元										
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	233,069	389,287	599,174	796,986	991,289	盈利能力				
毛利	143,647	309,882	479,122	646,681	816,453	毛利率 (%)				
其他业务净额	(9,714)	(11,169)	774	774	774	EBITDA 利率 (%)				
销售及管理费用	(44,843)	(44,742)	(52,473)	(83,002)	(112,989)	净利率 (%)				
营运收入	98,804	235,360	406,649	563,679	703,464	营运表现				
财务开支	(630)	(1,920)	(1,920)	(1,920)	(1,920)	销售及管理费用/收入 (%)				
联营公司等						实际税率 (%)				
税前盈利	70,935	211,833	399,431	566,687	706,732	股息支付率 (%)				
所得税	(25,467)	(61,347)	(79,886)	(113,337)	(141,346)	库存周转				
净利润	45,468	150,486	319,545	453,349	565,386	应收账款天数				
少数股东应占利润	1,100	4,811	10,216	14,493	18,075	应付账款天数				
本公司股东应占利润	44,368	145,675	309,329	438,856	547,311	财务状况				
折旧及摊销	(3,929)	(6,662)	(32,386)	(31,536)	(29,610)	总负债/总资产				
EBITDA	102,733	242,022	439,035	595,215	733,074	收入/净资产				
增长						经营性现金流/收入				
总收入 (%)	18.6%	67.0%	53.9%	33.0%	24.4%	税前盈利对利息倍数				
EBITDA (%)	60.7%	135.6%	81.4%	35.6%	23.2%					
资产负债表						现金流量表				
财务年度截至<12月31日>人民币千元						财务年度截至<12月31日>				
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	147,110	823,354	773,661	960,450	1,364,648	EBITDA				
应收账款	180,764	349,459	355,396	452,219	456,333	净融资成本				
存货	200	862	441	1,190	708	营运资金变化				
预付租赁费用	0	0	0	0	0	所得税				
其他流动资产	0	0	0	0	0	其他				
总流动资产	328,074	1,173,675	1,129,498	1,413,860	1,821,688	营运现金流				
物业、厂房及设备	23,513	67,546	155,160	153,624	148,014	资本开支				
预付租赁费用	0	0	0	0	0	其他投资活动				
购买物业、厂房及设备已付之按金						投资活动现金流				
递延税项资产	26,758	29,790	29,790	29,790	29,790	负债变化				
银行存款及其他	378,345	1,271,011	1,314,448	1,597,274	1,999,492	股本变化				
总资产	20,851	25,975	44,821	43,816	59,287	股息				
应付账款	0	0	0	0	0	其他融资活动				
短期银行借款	45,910	83,906	83,906	83,906	83,906	融资活动现金流				
应付税项	231,284	386,896	386,896	386,896	386,896	现金变化				
其他短期负债	298,045	496,777	515,623	514,618	530,089	期初持有现金				
总短期负债	1,091	1,572	1,572	1,572	1,572	汇兑变化				
递延税项负债	0	0	0	0	0	期末持有现金				
长期银行借款	6,829	18	18	18	18					
其他负债	305,965	498,367	517,213	516,208	531,679					
总负债	4,778	15,663	25,879	40,372	58,447					
少数股东权益	72,380	772,644	797,235	1,081,066	1,467,814					
股东权益	NA	1.24	1.31	1.64	2.04					
每股账面值(摊薄)	30,029	676,898	613,875	899,242	1,291,600					
营运资产										

数据来源: 公司资料、第一上海预测

披露事项：第一上海或其联营机构曾担任彩生活（01778）证券发售的联席账簿管理人及联席牵头经办人。

（第一上海指第一上海证券有限公司）

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。