

买入

2014年10月9日

激励机制已落实，将提升公司战略执行力，买入评级

- 中报业绩靓丽，全年利润增长应能符合市场预期：**14年上半年公司收入同比增长49%至1.63亿元人民币，毛利率显著提升12.1个百分点至66.1%，股东净利年增超过2倍达6200万元人民币。从当前总体合约管理面积的增长态势来看，公司全年业绩应能完成市场预期，预计14年收入将获得超过70%的增长至5.1亿元人民币，净利润规模同比增长3倍至1.82亿元人民币。我们认为，公司独特的竞争优势体现在：1、品牌知名度高；2、标准化，集约化和自动化的管理方式；3、线上平台“彩之云”在未来可望成为拥有海量用户且具备货币化能力的互联网平台，公司通过线下线上结合，未来具备和互联网巨头合作共赢的潜力。以上三个优势是公司重构房地产物业管理服务行业的利器，而公司本身也获得了来自于搜房及奇虎等互联网巨头的认可及长期股权投资。因此我们持续看好公司发展，并认为公司是香港资本市场上具有一定稀缺性的优质投资标的。
- 购股权已然授出，落实激励机制将提升公司执行力：**当前物业管理服务行业人才竞争剧烈，而O2O业务的快速推进更需要来自于技术、服务及市场推广领域的专业人才，一个有效的激励机制对于公司长远发展极为关键。14年9月29日公司公告授出4500万份行使价为6.66港元的购股权，其中91.5%的授予对象为中层及基层雇员。我们认为，互联网企业追求的是“快、专注、极致和口碑”，但这一切的基础在很大程度上都得益于员工对企业业绩成长的分享机制。因此，公司授出购股权是一次正确且具有标志性意义的战略手段，既发挥了资本市场的优势，又能吸引及保留更多的优秀专才，为其日后的快速扩张及线上线下结合打造了良好基础。
- 提升目标价至10.5港元，买入评级：**基于以上观点，并参照估值切换后同业的平均估值水平，提升公司目标价至10.5港元，为15年调整预期后每股预测盈利的25倍市盈率，维持买入评级。

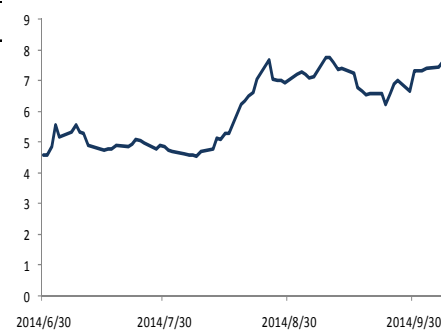
蔡浩
+ 852-25321963
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	7.15 港元
目标价	10.5 港元 (+46.9%)
股票代码	2382
已发行股本	10 亿股
市值	71.5 亿港元
52 周高/低	8.06/4 港元
每股净现值	1.31 港元
主要股东	曾洁 53.4% 唐学斌 21.69%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入 (千元人民币)	196,507	233,069	510,224	755,610	985,846
变动	34.13%	18.61%	118.92%	48.09%	30.47%
净利润 (千元人民币)	43,432	44,368	182,003	349,494	479,189
变动	552.92%	2.16%	310.21%	92.03%	37.11%
每股基本盈利 (港元)	NA	NA	0.23	0.42	0.57
变动				83.76%	37.11%
基于7.15港元的市盈率 (估)	NA	NA	31.4	17.1	12.5
每股派息 (港元)	NA	NA	0.05	0.08	0.11
股息现价比	NA	NA	0.64%	1.17%	1.60%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表

财务年度截至<12月31日>人民币千元

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	196,507	233,069	510,224	755,610	985,846
毛利	94,165	143,647	360,914	576,286	773,451
其他业务净额	-2,141	-9,714	-30,000	-10,000	-17,000
销售及管理费用	-32,386	-44,843	-71,033	-90,106	-101,977
营运收入	61,779	98,804	289,881	486,180	671,473
财务开支	-582	-630	-10	-10	-10
联营公司等					
税前盈利	60,861	70,935	250,356	480,750	659,154
所得税	-15,996	-25,467	-63,841	-122,591	-168,084
净利润	44,865	45,468	186,515	358,159	491,070
少数股东应占利润	904	1,100	4,512	8,665	11,880
本公司股东应占利润	43,961	44,368	182,003	349,494	479,189
折旧及摊销	-2,145	-3,929	-13,934	-12,857	-11,751
EBITDA	63,924	102,733	303,816	499,036	683,224
增长					
总收入 (%)	34.1%	18.6%	118.9%	48.1%	30.5%
EBITDA (%)	43.0%	60.7%	195.7%	64.3%	36.9%

资产负债表

财务年度截至<12月31日>人民币千元

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	25,977	147,110	626,738	814,329	1,133,066
应收账款	142,185	180,764	237,371	255,665	307,647
存货	1,274	200	134	267	208
预付租赁费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	42,200	0	0	0	0
总流动资产	211,636	328,074	864,242	1,070,261	1,440,921
物业、厂房及设备	10,357	23,513	59,579	59,222	57,471
预付租赁费用	0	0	0	0	0
购买物业、厂房及设备已付之按金					
递延税项资产					
银行存款及其他	12,620	26,758	26,758	26,758	26,758
总资产	234,613	378,345	950,579	1,156,241	1,525,150
应付账款	21,444	20,851	49,770	35,047	65,412
短期银行借款	0	0	0	0	0
应付税项	31,607	45,910	45,910	45,910	45,910
其他短期负债	490,176	231,284	231,284	231,284	231,284
总短期负债	543,227	298,045	326,964	312,241	342,606
递延税项负债	1,348	1,091	1,091	1,091	1,091
长期银行借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	6,829	6,829	6,829	6,829
总负债	544,575	305,965	334,884	320,161	350,526
少数股东权益	1,937	4,778	9,290	17,955	29,836
股东权益	-309,962	72,380	615,695	836,080	1,174,624
每股账面值(摊薄)	NA	NA	1.03	1.27	1.65
营运资产	-331,591	30,029	537,278	758,020	1,098,315

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	47.92%	61.63%	70.74%	76.27%	78.46%
EBITDA 利率 (%)	32.53%	44.08%	59.55%	66.04%	69.30%
净利率 (%)	22.83%	19.51%	36.56%	47.40%	49.81%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	16.48%	19.24%	13.92%	11.92%	10.34%
实际税率 (%)	26.28%	35.90%	25.50%	25.50%	25.50%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
库存周转	2.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款天数	29.7	55.7	55.7	55.7	55.7
应付账款天数	66.8	86.3	86.3	86.3	86.3
财务状况					
总负债/总资产	2.32	0.81	0.35	0.28	0.23
收入/净资产	-0.63	3.22	0.83	0.90	0.84
经营性现金流/收入	0.30	0.19	-0.19	0.37	0.44
税前盈利对利息倍数	104.57	112.60	24,595.37	47,229.61	64,756.25

现金流量表

财务年度截至<12月31日>人民币千元

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	63,924	102,733	303,816	499,036	0
净融资成本	-167	76	-627	-722	-832
营运资金变化	2,347	-26,311	-27,622	-33,150	-21,558
所得税	-8,653	-13,437	-63,841	-122,591	-168,084
其他	845	-18,466	-306,325	-60,805	624,217
营运现金流	58,296	44,595	-94,599	281,768	433,742
资本开支	-6,168	-17,180	-100,000	-25,000	-20,000
其他投资活动	-127,703	380,590	637	733	843
投资活动现金流	-133,871	363,410	-99,363	-24,267	-19,157
负债变化	-40,000	-70	0	0	0
股本变化					
股息	0	0	-36,401	-69,899	-95,838
其他融资活动	109,898	-286,802	709,990	-10	-10
融资活动现金流	69,898	-286,872	673,589	-69,909	-95,848
现金变化	-5,677	121,133	479,628	187,591	318,737
期初持有现金	30,657	24,980	146,113	625,741	813,332
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	24,980	146,113	625,741	813,332	1,132,069

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。