

买入

2014年07月09日

彩生活成功分拆上市有助于价值重估

- 彩生活成功分拆上市有助于价值重估：** 由公司分拆出来的社区服务运营商彩生活 (1778) 于 2014 年 6 月 30 日成功在香港联交所上市。上市成功后，彩生活将被打造成移动互联网时代的 O2O 社区服务平台，公司也将加速发展，预计到 2014 年底将管理小区面积由 1.3 亿平米扩张至 2 亿平米。彩生活的分拆上市将给公司的估值带来提升，目前公司持有上市后彩生活 50.4% 的股份，有助于公司价值重估。
- 预期公司下半年加速推盘：** 公司 2014 年 1-6 月份的合约销售不甚理想；累积销售额约 18 亿元，按年减少 50.95%；已售建筑面积为 28.41 万平方米，按年减少 37%；平均售价约为 6335 元/平方米。按花样年 150 亿元的年度销售目标计算，上半年其完成量为 12%。这一方面与上半年低迷的房地产市场有关，另一方面是由于公司的销售安排，公司大量的新盘都安排在了下半年；预期公司下半年大概从 8、9、10 月份会有大量楼盘推出，预期货值约为 200 亿左右；预计公司今年总推售的货值约为 270 亿元。
- 土地储备布局于一二线城市：** 截止 2013 年底，公司总的土地储备为 1684 万平米；在国内 16 个核心城市有 28 个项目在开发，及一个海外新加坡的项目。2013 年公司加大在一二线城市拿地的力度，尤其在深圳，拥有总的建筑面积为 290 万平米，占总的土地储备 17.2%。TCL 未来也将会土地收购上给予更多的支持。
- 财务状况更加合理源于销售力度的加强：** 根据上半年的市场状况，公司已经停止在土地市场上拿地，需要支付的土地款为 8-10 亿元。年初公司发行了 5 年期 3 亿美元的债券，预期 2014 年公司一年内需偿还的贷款约为 35 亿元，预期公司下半年会加大销售的力度促使财务状况更加合理。
- 目标价为 1.36 港元，维持买入评级：** 我们采用分部估值法估值。彩生活部分估值：以上市价格 3.78 元核算，彩生活市值 37.8 亿元，花样年占股 50.4%，总价值约为 19 亿元，每股价值 0.33 元；房地产部分估值：公司 2014 年的每股 NAV 为 2.94 港元，以 65% 折让计算出每股价值为 1.03 元；合计每股价值为 1.36 元，上升潜力为 51%，维持买入评级。

柯学锋

852-25321958

86755-33367898

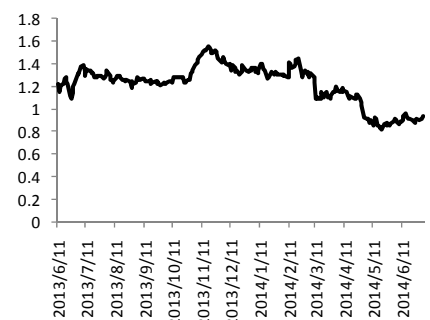
Michael.ke@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	房地产
股价	0.90 港元
目标价	1.36 港元 (+51%)
股票代码	1777
已发行股本	57.57 亿股
市值	51.82 亿港元
52 周高/低	1.56/0.80 港元
每股资产净值	2.94 港元
主要股东	曾宝宝 (52%)

盈利摘要

年结日: 31/12	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入(百万元)	6,230	7,280	8,359	8,768	9,280
变动(%)	11.4%	16.9%	14.8%	4.9%	5.8%
净利润(百万元)	1,139	1,215	1,182	1,193	1,267
核心净利润(百万元)	892	1,141	1,182	1,193	1,267
变动(%)	3.8%	27.9%	3.6%	0.9%	6.2%
每股收益(元)	0.22	0.23	0.23	0.23	0.24
每股核心收益(元)	0.17	0.22	0.23	0.23	0.24
变动(%)	0.5%	27.9%	3.6%	0.9%	6.2%
核心市盈率(倍)	5.2	4.1	3.9	3.9	3.7
每股股息(元)	0.045	0.053	0.057	0.057	0.061
息率(%)	5.0%	6.0%	6.3%	6.4%	6.8%

股价表现


来源: 彭博

来源: 公司资料, 第一上海

彩生活简介

彩生活是中国领先的社区服务运营商。

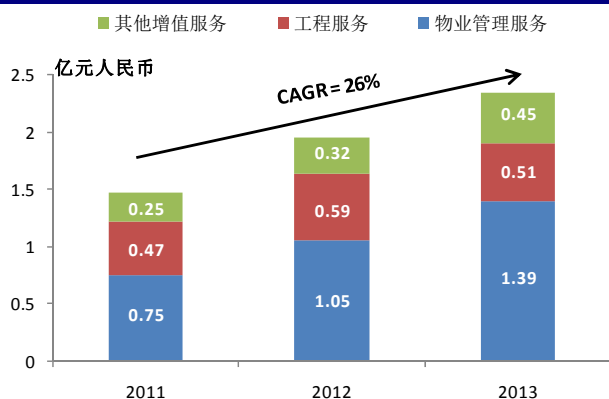
彩生活是中国领先的社区服务运营商。公司通过实施标准化，集约化及自动化管理策略，致力于提升物业管理服务素质，并通过中央管理达到提升成本效益。公司的主要客户为物业发展商及业主。

由于其创新的业务模式，公司受到资本市场的青睐。奇虎 360 投资了 1000 万美金作为基石投资者。上市后公司还得到搜房、乐居等公司在二级市场上的认购。公司 IPO 定价为 3.78 元，目前已经上涨 42% 至 5.35 元。

区别于传统物业管理公司，彩生活有独特的业务运营模式及较高的利润率

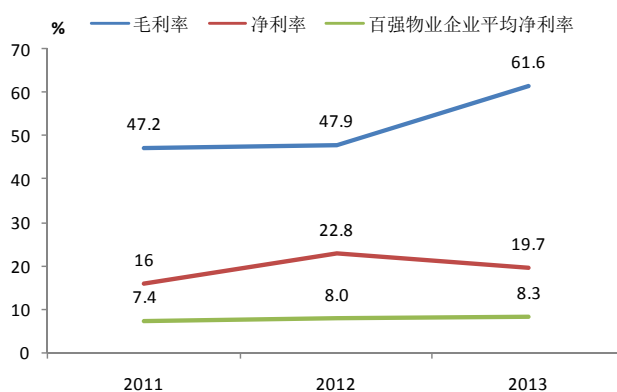
公司主要有三块核心业务，分别是物业管理服务、工程服务和增值服务。其中物业管理服务和工程服务贡献了公司 80% 的营业收入。其中来自物业管理服务的收入于 2011 年、2012 年、2013 年分别为 0.75 亿元、1.05 亿元及 1.39 亿元；工程服务的收入分别为 0.47 亿元、0.59 亿元、0.51 亿元；增值服务的收入分别为 0.25 亿元、0.32 亿元、0.45 亿元。公司 2011 年到 2013 年营业收入的年复合增长率为 26%。由于公司对管理的小区进行标准化、集约化、自动化改造，大大降低的人工成本，提升了管理效率，彩生活的毛利率一直保持在高于传统同行的水平，2011-2013 年公司的毛利率分别为 40.9%、42.8% 和 58.3%，净利率分别为 16.0%、22.8% 和 19.7%（若不扣除上市费用，则为 29.3%），而根据中国指数研究院，百强物业企业 2011-2013 年平均净利率分别为 7.4%、8.0% 和 8.3%，彩生活的盈利能力大大超出行业平均水平。

图表1：彩生活 2011-2013 营业收入



来源：公司资料，第一上海

图表2：彩生活利润率以及行业平均净利率

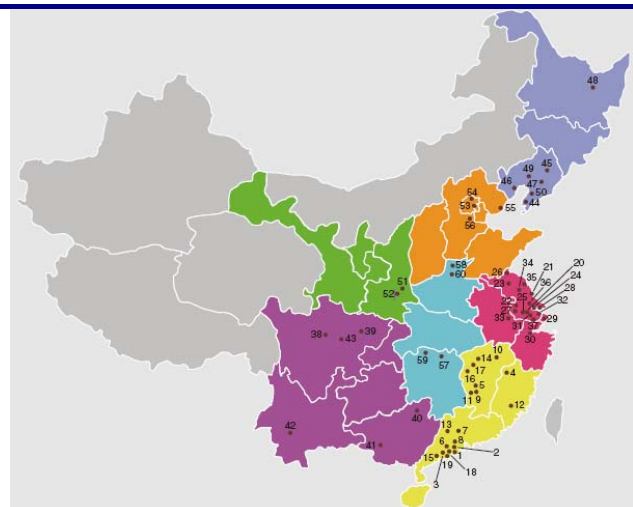


来源：公司资料，第一上海

规模优势明显，彩生活已经是中国最大的社区服务运营商

截至 2014 年 4 月 30 日，公司共管理 465 个住宅社区，包括国内 78 个城市，覆盖约 6800 万平方米建筑面积。其中计算收益之建筑面积为 5800 万平方米。根据公司管理住宅单位数量计算，彩生活已经是中国最大的社区服务运营商。目前中国物业管理行业高度分散，公司成功上市后将会进一步拓展业务并提高于行业中的市场份额。公司主要向经济发展地区人口基数大的城市扩张，包括省会以及一二线核心城市，以及公司目前已经进入的城市和地区。以往公司主要通过取得新服务委任获得增长，为了加快扩张，预计公司会利用上市筹集的资金来收购一定规模的物业管理公司。我们预计公司 2014 年管理的小区面积将达到 2 亿平方米。

图表3：彩生活管理小区全国分布图



来源：公司资料，第一上海

图表4：“彩之云”APP界面



来源：公司资料，第一上海

借助移动客户端“彩之云”打造社区生活服务 O2O 平台

公司成立彩生活网络服务公司，主要业务为面向社区用户提供 O2O 社区租赁、销售及其他服务。推出了 PC 端平台 www.colourlife.com 和手机客户端“彩之云”APP。用户可以通过“彩生活”线上平台进行采购或享用各类与本地生活息息相关的线下产品及服务。根据公司提供的信息，通过“彩之云”APP 可以缴物业费水电费，停车费等，小区投诉、保修等都需要通过“彩之云”。目前“彩之云”的用户数量为 50 万。2013 年公司通过彩生活平台为用户提供的产品及服务的收入约为 4464 万元人民币，占总收入 19%，2011-2013 年复合增长率为 34%，毛利率高达 98%，远超其余两项业务的盈利水平。

随着公司管理小区数量的增加，“彩之云”APP 的用户数量也会得到提升，进而吸引更多服务供应商加入，如电商、在线广告、虚拟服务等。预计公司在未来将在平台上引入更多的本地线下服务供应商，共同打造社区生活服务 O2O 平台。

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	6,230	7,280	8,359	8,768	9,280	增长率 (%)					
-物业销售	5,885	6,733	7,793	8,183	8,674	收入	11.40%	16.85%	14.82%	4.90%	5.83%
-其他	345	546	565	585	606	经营利润	4.35%	22.12%	23.65%	5.70%	8.12%
销售成本	-3,710	-4,486	-5,150	-5,356	-5,570	核心净利润	3.84%	27.91%	3.60%	0.95%	6.18%
毛利	2,520	2,794	3,209	3,412	3,709	每股核心盈利	0.54%	27.90%	3.60%	0.95%	6.18%
其他收入	32	386	482	483	484	盈利分析 (%)					
行政费用	-606	-803	-752	-789	-835	毛利率	40.45%	38.37%	38.39%	38.91%	39.97%
经营利润	1,946	2,376	2,939	3,106	3,358	经营利润	31.24%	32.64%	35.15%	35.42%	36.19%
利息支出	-58	-260	-196	-299	-391	净利润率	18.29%	16.69%	14.14%	13.61%	13.65%
联营公司收入	0	-6	0	0	0	其他 (%)					
特殊项目	498	177	0	0	0	有效税率	52.84%	48.83%	51.42%	52.15%	52.24%
税前利润	2,387	2,404	2,742	2,807	2,967	派息比率	20.40%	22.90%	25.00%	25.00%	25.00%
税项	-1,261	-1,174	-1,410	-1,464	-1,550	ROE	16.46%	15.52%	12.77%	11.76%	11.47%
少数股东权益	14	-15	-150	-150	-150	ROA	4.64%	3.98%	3.43%	3.19%	3.14%
净利润	1,139	1,215	1,182	1,193	1,267	流动比率(倍)	0.42	0.56	0.69	0.78	0.81
核心利润	892	1,141	1,182	1,193	1,267	利息覆盖率(倍)	33.73	9.13	14.96	10.40	8.58
派息	-232	-278	-296	-298	-317	估值					
未分配利润	907	937	887	895	950	PE (x)	4.10	3.84	3.95	3.91	3.68
每股盈利 (元)	0.219	0.233	0.227	0.229	0.243	P/B (x)	0.84	0.74	0.63	0.57	0.53
每股核心盈利	0.171	0.219	0.227	0.229	0.243	每股现金流 (倍)	-6.73	-1.47	-162.43	-8.43	-8.99
每股派息 (元)	0.045	0.053	0.057	0.057	0.061	息率 (%)	4.98	5.96	6.33	6.39	6.79

资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3,496	3,632	6,433	7,349	8,244	经营利润	1,946	2,376	2,939	3,106	3,358
应收账款	2,195	3,625	3,987	4,386	4,824	折旧	9	10	11	12	13
存货	11,420	14,233	15,233	16,733	18,233	营运资金变动	-1,871	-4,408	-1,372	-1,908	-1,949
其他流动资产	119	185	195	204	215	税项	-1,261	-1,174	-1,410	-1,464	-1,550
无形资产	0	1	1	1	1	其他	43	-13	0	0	0
其他长期资产	1,451	488	488	488	488	经营现金流	-694	-3,180	-29	-553	-519
联营公司资产	6,711	7,982	7,982	7,982	7,983	资本开支	-794	-436	102	103	104
固定资产	529	586	905	616	707	关联公司投资	0	0	0	0	0
总资产	24,527	30,563	34,447	37,362	40,298	其他	-375	771	539	-438	-477
短期贷款	2,452	2,053	3,628	4,756	5,896	投资现金流	-1,169	335	641	-335	-373
应付账款	2,607	2,508	2,508	2,508	2,508	公平值变动	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,238	2,811	2,785	2,785	2,785	债务变动	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
长期贷款	5,429	9,962	10,862	11,762	12,662	派息	-232	-278	-296	-298	-317
递延税项	693	720	720	720	720	其他	0	0	0	0	0
其他固定资产	0	1	2	3	4	融资现金流	1,868	1,795	1,806	1,805	1,787
总负债	17,605	22,732	25,181	27,209	29,249	现金变动	5	-1,050	2,418	916	895
股东权益	6,921	7,831	9,259	10,147	11,043	汇兑变动	0	0	0	0	0
少数股东权益	320	511	1,002	1,003	1,004	初期现金	5,060	5,065	4,015	6,433	7,349
合计	24,527	30,563	34,440	37,356	40,292	末期现金	5,065	4,015	6,433	7,349	8,244
净负债率	66.40%	107.04%	87.01%	90.36%	93.40%	调整					
每股净资产(元)	1.33	1.50	1.78	1.95	2.12	现金及现金等价物	3,496	3,632	6,433	7,349	8,244

资料来源: 公司资料、第一上海预测

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,并非作为或被视作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。