

雅生活 (3319 HK) 进入高速成长期

- ❖ **朝阳行业的投资机会。**近年来随着城镇化水平和人均可支配收入的不断提高，物业行业开始显现出其价值。我们认为物业行业在传统物业管理和社区经济两个领域充满巨大潜力，随着城镇化进一步推进，物业行业的价值也将不断提升。我们对物业行业的前景保持乐观。
- ❖ **物业行业的后起之秀。**雅生活是以中高端物业为主的物业管理服务供应商。公司在2017年经历一系列重组和公司治理的建设后，在今年2月9日成功上市，新发行3.33亿H股，占发行后股本的25%，发行价格为每股12.3港元，集资近40亿港元。截止到2017年底，公司已在全国69个城市布局，在管面积达7,834万平。
- ❖ **来自两大开发商支持。**雅生活于去年6月收购绿地控股旗下的绿地物业，同年8月，公司与绿地控股建立战略联盟，绿地控股通过旗下公司向雅生活注资10亿人民币，目前绿地持有雅生活15%的股权。目前雅生活以“雅居乐物业”和“绿地物业”两个品牌开展经营。公司的两个大股东已经同意每年分别向雅生活交付相当面积的物业项目。除此之外，两个股东也将在非业主增值服务上与雅生活开展合作，这包括一手房的代理销售。我们认为目前行业规模竞争激进，集中度上升，而拥有强大股东背景的物业公司将有很大优势。
- ❖ **规模快速扩大。**根据公司管理层介绍，在雅生活成功上市后，公司将着力扩大业务规模，通过(1)内在增长和(2)收并购增加管理项目面积。除股东每年交付的面积外，公司也积极拓展第三方业务。2017年，公司成立了200人的市场拓展团队，专门面向第三方开发商争取项目。收并购方面，根据招股书显示，近40亿港元的集资额中，65%将用于收并购或战略投资。在今年4月9日，公司宣布收购南京紫竹物业51%的股权，总代价2.05亿人民币。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**我们预计公司2018-2020每股盈利0.51元、0.74元和1.02元人民币。目前股价相当于19.3/12.3x FY18/19PER。我们预计公司今年收入有望超过目前上市龙头绿城服务(2869 HK,买入)达6.8亿人民币。我们给予公司25x FY18PER并得出我们的目标价为HK\$15.74,相当于17.2x FY19 PER,潜在升幅32.0%，首次覆盖给予**买入**评级。
- ❖ **投资风险：**(1)收并购存在较大不确定性；(2)大股东支持不及预期；(3)增值服务增长不及预期。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	1,245	1,761	4,000	5,821	7,918
净利润(百万人民币)	161	290	677	986	1,365
EPS(人民币)	0.22	0.35	0.51	0.74	1.02
EPS变动(%)	N.A	59.1	45.1	45.6	38.5
市盈率(x)	43.9	27.6	19.0	13.1	9.4
市帐率(x)	26.2	18.1	3.1	2.7	2.3
股息率(%)	n.a.	n.a.	2.1	3.4	4.8
权益收益率(%)	57.5	19.7	13.3	17.6	21.4
净财务杠杆率(%)	88.6	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$15.74
潜在升幅	+32.0%
当前股价	HK\$11.92

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

中国物业管理行业

市值(百万港元)	15,893
3月平均流通量(百万港元)	36.5
5周内股价高/低(港元)	12.68/8.98
总股本(百万)	1,333.3

资料来源: 彭博

股东结构

雅居乐	54%
绿地控股	15%
自有流通	25%

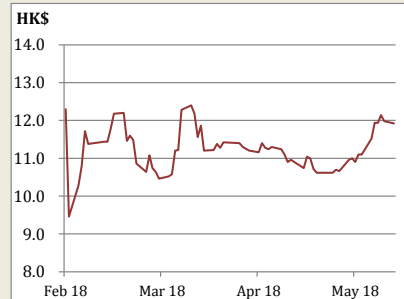
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.9%	7.7%
3-月	5.3%	5.5%
6-月	n.a	n.a

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: PwC

公司网站: www.agileliving.com.cn

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,245	1,761	4,000	5,821	7,918
物业管理服务	978	1,206	2,869	4,194	5,568
非业主增值服务	212	453	907	1,269	1,777
业主增值服务	55	102	224	358	573
销售成本	(933)	(1,170)	(2,609)	(3,807)	(5,138)
毛利	312	591	1,392	2,015	2,780
其他收入	5	11	24	46	56
销售费用	(19)	(33)	(80)	(116)	(158)
行政费用	(79)	(170)	(400)	(582)	(792)
其他收益	(1)	(0)	-	-	-
息税前收益	217	399	936	1,362	1,886
联营公司	-	-	-	-	-
净融资成本	15	4	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	232	403	936	1,362	1,886
所得税	(63)	(102)	(234)	(340)	(472)
非控制股东权益	(8)	(10)	(25)	(36)	(50)
净利润	161	290	677	986	1,365

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	720	1,112	1,022	942	870
物业、厂房及设备	62	71	84	95	106
联营、合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他	647	12	12	13	14
无形资产	11	1,029	926	834	750
流动资产	1,179	1,399	6,228	7,874	9,845
存货	24	17	39	57	76
贸易及其他应收账款	223	488	1,000	1,455	1,980
现金及现金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735
受限制银行结余	3	0	0	0	0
其他	405	13	27	39	53
流动负债	1,000	1,015	2,101	3,066	4,139
贸易及其他应付帐款	732	923	2,007	2,928	3,952
预收款项	29	30	67	98	133
银行借款	200	-	-	-	-
其他	39	62	27	39	53
非流动负债	596	22	49	72	97
银行借款	596	-	-	-	-
其他	0	22	49	72	97
资产净额	303	1,474	5,100	5,678	6,479
非控股权益	24	2	27	62	112
权益股东应占总权益	280	1,472	5,074	5,616	6,367

来源：公司资料，招银国际预测

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	936	1,362	1,886
折旧和摊销	6	16	110	101	93
营运资金变动	187	(43)	561	497	535
税务开支	2	(7)	27	22	25
其他	(68)	(76)	(234)	(340)	(472)
经营活动所得现金净额	344	287	1,399	1,642	2,067
购置固定资产	(14)	(30)	(20)	(20)	(20)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(201)	79	24	46	56
投资活动所得现金净额	(215)	49	4	26	36
股份发行	16	1,203	3,195	-	-
净银行借贷	201	(809)	-	-	-
股息	-	(298)	(271)	(444)	(614)
利息支付	35	7	-	-	-
其他	(62)	(82)	(45)	(64)	(76)
融资活动所得现金净额	190	20	2,879	(508)	(690)
现金增加净额	319	357	4,283	1,160	1,413
年初现金及现金等价物	204	523	880	5,162	6,322
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735
年末资产负债表现金及现金等价物	523	880	5,162	6,322	7,735

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	71.7	72.0	70.3
非业主增值服务	17.1	25.7	22.7	21.8	22.4
业主增值服务	4.4	5.8	5.6	6.2	7.2
总额	100.1	100.0	100.0	100.0	99.9
盈利能力比率(%)					
毛利率	25.0	33.5	34.8	34.6	35.1
税前利率	18.6	22.9	23.4	23.4	23.8
息税前收益	12.9	16.5	16.9	16.9	17.2
有效税率	27.1	25.4	25.0	25.0	25.0
增长(%)					
收入	33.2	41.5	127.2	45.5	36.0
毛利	109.4	89.5	135.6	44.8	38.0
净利润率	147.2	83.5	134.8	45.6	38.5
净利润	147.3	80.3	133.7	45.6	38.5
资产负债比率					
流动比率(x)	1.2	1.4	3.0	2.6	2.4
平均应收账款周转天数	65	101	91	91	91
平均应付帐款周转天数	286	288	281	281	281
平均存货周转天数	9.5	5.4	5.4	5.4	5.4
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	13.3	17.6	21.4
资产回报率	8.9	12.0	9.7	11.6	13.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.22	0.35	0.51	0.74	1.02
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	0.20	0.33	0.46
每股账面值(人民币)	0.37	0.53	3.11	3.59	4.21

来源:公司资料,招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。