

雅生活服务 (03319.HK) :

收并购推动业绩快速增长

公司 2019 年上半年公司完成对青岛华仁、哈尔滨景阳、广州粤华、兰州城关的收购，推动收入、毛利及净利润同比均实现了快速增长，同比增长率分别达到 59.4%、62.6%、62.9%。公司三条业务线均增长迅速，其中社区增值服务同比增长 157.9%，占收入 9.2%，取得显著的增长，但外延增值服务毛利占比 48%，仍为公司毛利占比最大的业务板块，或将拉低公司估值水平。我们预计公司 2019—2020 年归母净利润将实现 37.57%、31.94% 的增长至 11.02 亿元、14.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.83 元、1.09 元。给予公司 2019 年 PE20X，对应目标价 18.36 港元。鉴于公司股价自我们 3 月 19 日的报告已实现 34.6% 的涨幅，下调公司投资评级至“增持”。

业绩高速增长

2019 年上半年实现收入 22.4 亿元，同比上升 59.4%；毛利 8.3 亿元，同比增长 62.6%；归母净利润 5.4 亿元，同比增长 62.9%；毛利率小幅提升 0.7 个百分点至 37.0%，净利润率为 25.4%，同比提升 1.5 个百分点。在公司的三条业务线中，物业管理服务收入较去年同期增长 63.6% 至 12.27 亿元，总收占比为 54.8%，毛利率较去年同期下滑 2.4 个百分点至 26.6%，该部分毛利率下滑主要是由于公司前期收并购企业在今年上半年第二季度陆续进行并表，项目前期投入拉低整体毛利率。外延增值服务收入较去年同期增长 40.3% 至 8.08 亿元，毛利率较去年同期提升 4.9 个百分点至 49%；社区增值服务收入较去年同期增长 157.9% 至 2.06 亿元，毛利率较去年同期提升 4.5 个百分点至 51.4%。

收并购推动公司在管面积、合约面积大幅增长

截至 2019 年 6 月 30 日，公司在管面积增加 7307 万平方米达 2.11 亿平方米，同比增长 52.9%。新增在管面积中来自第三方（包括收并购）、雅居乐集团、绿地控股分别为 6766、231、310 万平方米。在管面积中，雅居乐集团贡献占比 23.9%，绿地集团占比 3.7%，而第三方开发商占比高达 72.4%。截至 2019 年 6 月 30 日，公司合约面积增加 9479 万平方米达 3.25 亿平方米，同比增长 41.2%，其中来自第三方、雅居乐集团、绿地控股的新增合约面积分别为 7988、280、1211 万平方米。

2019 年上半年公司完成对青岛华仁、哈尔滨景阳、广州粤华、兰州城关的收购新增了 6469 万平方米的在管面积，占总新增在管面积

香港

物业管理

2019 年 09 月 16 日

增持

目标价	HKD18.36
收盘价 (13 Sep 19)	HKD16.7
上升/下降空间	9.94%
恒生指数	27352.49
总市值 (HKD 亿)	223
52 周最高/最低 (HKD)	17.54 / 8.97

资料来源: Wind, 国信证券(香港) 研究部整理

近一年股价涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券(香港) 研究部整理

相关报告:

- 《物业管理行业：房地产行业战略转型，物管公司迎来上市潮》
- 《物业管理行业：万亿市场规模，行业迎来黄金发展期》
- 《2019 年物业管理行业展望：龙头空间广阔，买入正当时》
- 《雅生活服务 (03319.HK)：外延增值服务推动 2018 年业绩快速增长》
- 《雅生活服务 (03319.HK) 外延式并购持续推进，业务规模稳步拓展》
- 《雅生活服务 (03319.HK) 中报业绩点评：非业主增值服务及外延式并购推动业绩超预期增长》
- 《永升生活服务 (01995.HK)：双轮驱动，高速增长》
- 《碧桂园服务 (06098.HK)：收并购加速推进，业绩增长可预见性强，唯短期估值偏高》
- 《奥园健康 (03662.HK)：物业管理、商业运营双线并进，业绩快速增长》

徐进

SFC CE No.: BFC540

+852 2899 8300

xujin@guosen.com.hk

7307 万平方米的 88%，占总新增合约面积的 68%，收并购成为公司对在管面积、合约面积增长贡献最大的来源，推动公司业绩大幅增长。

社区增值服务显著增长，但外延增值服务仍为公司毛利占比最大的业务板块

截至 2019 年 6 月 30 日，公司社区增值服务收入 2.1 亿元，较 2018 年同期的 7990 万元同比增长 157.9%，占收入 9.2%，取得显著的增长。毛利率同比提升 4.5 个百分点至 51.4%。毛利率的提升主要由于公司深挖小区资源潜力，通过停车场智能改造及会所、广告资源的集约化利用，以及在管面积快速增长带来的规模效应，都提升资源利用率。

公司 2019 年上半年外延增值服务收入占比 36%，较 2018 年末的 43.3%下降 7.3 个百分点，但毛利 3.98 亿元 毛利占比由 2018 年末 54.1%下降 6.1 个百分点至 48%。外延增值服务仍为公司毛利占比最大的业务板块。由于外延增值服务与房地产市场销售景气度密切相关，在近期商品房销售增速持续回落的背景下，未来该部分收入维持持续高速增长或存在一定不确定性。

收并购战略持续推进

截至 2019 年 6 月 30 日，公司帐面现金及现金等价物 45.9 亿元，处于净现金状态，公司有充沛的现金可用于收并购，进一步扩大公司业务规模及地区覆盖范围。自上市以来公司收购战略持续稳步推进，先后收购了南京紫竹物业、京基物业、青岛华仁物业、哈尔滨景阳物业、广州粤华等区域性龙头物业管理企业，业务版图扩展至山东、东北、西北地区，助力公司迅速进入当地市场，弥补区域的业务空白，同时丰富管理业态，提升了公司在全国的市场影响力及竞争力。通过持续的收并购，雅生活成为近年来在收并购上投入最大，将收并购作为规模扩张的重要战略的上市物业企业之一。近期公司公告正与中民未来物业磋商，欲收购中民投旗下的中民未来物业，若此次收购成功，或将成为行业最大单笔并购案。

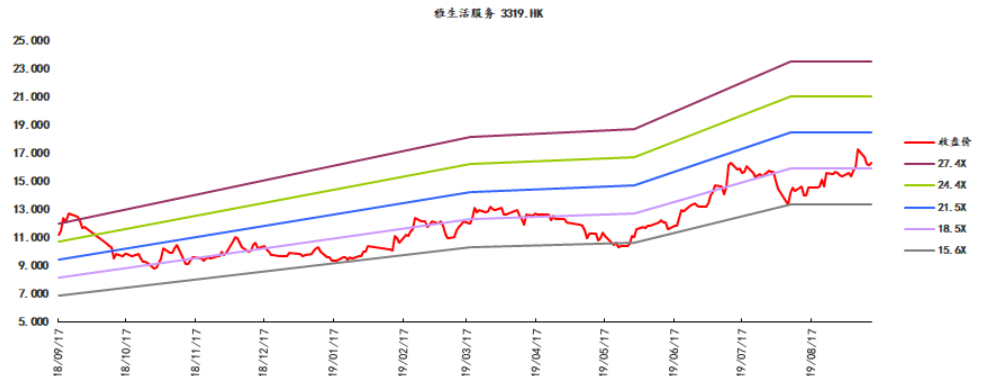
投资建议

2019 年上半年公司完成对青岛华仁、哈尔滨景阳、广州粤华、兰州城关的收购，推动收入、毛利及净利润同比均实现了快速增长，同比增长率分别达到 59.4%、62.6%、62.9%。三条业务线均增长迅速，其中社区增值服务同比增长 157.9%，占收入 9.2%，取得显著的增长，但外延增值服务毛利占比 48%，仍为公司毛利占比最大的业务板块，或将拉低公司估值水平。我们预计公司 2019—2020 年营业收入将分别实现 55.85%、32.87% 的增长至 52.67 亿元、69.98 亿元，归母净利润实现 37.57%、31.94% 的增长至 11.02 亿元、14.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.83 元、1.09 元。给予公司 2019 年 PE20X，对应目标价 18.36 港元。鉴于公司股价自我们 3 月 19 日的报告已实现 34.6% 的涨幅，下调公司投资评级至“增持”。

风险提示

房地产行业调整超预期导致公司业绩增长放缓；人员成本大幅上升。

图1 雅生活服务(3319.HK) 近一年 PE Band



资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

表1 雅生活服务(3319.HK) 盈利预测

关键指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业总收入(百万)	1,249.54	1,762.90	3,379.45	5267.00	6998.00
增长率(%)	33.43	41.40	91.70	55.85	32.87
归母净利润(百万)	160.67	289.73	801.04	1102.00	1454.00
增长率(%)	147.31	80.32	176.48	37.57	31.94
EPS(稀释)	0.22	0.35	0.62	0.83	1.09
ROE(摊薄)(%)	57.46	19.68	14.77	18.38	19.45
PE	--	--	15.49	18.19	13.85

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

表2 相关物业管理公司盈利预测及估值 (单位: 人民币)

代码	证券简称	净利润 亿元			净利润同比增长率(%)			市盈率 PE		
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
3319.HK	雅生活服务	8.01	11.06	14.60	176.48	37.57	31.94	24.36	18.19	13.85
2168.HK	佳兆业美好	0.54	1.42	1.76	-24.33	162.69	23.94	35.40	13.91	11.22
2669.HK	中海物业	3.52	4.63	5.77	37.38	27.27	24.64	34.17	26.85	21.55
2869.HK	绿城服务	4.83	5.81	7.59	24.73	20.31	30.59	38.83	33.31	25.50
1778.HK	彩生活	4.85	5.88	7.00	51.26	21.17	19.02	11.05	9.41	7.91
3662.HK	奥园健康	0.78	1.45	2.33	12.03	85.25	60.75	41.94	23.36	14.53
6098.HK	碧桂园服务	9.23	13.20	17.54	129.79	43.01	32.84	58.51	42.22	31.78
1995.HK	永升生活服务	1.01	2.05	3.22	31.50	104.36	56.56	54.24	27.39	17.50
1755.HK	新城悦服务	1.50	2.44	3.63	104.88	62.02	48.84	31.43	20.02	13.45
1538.HK	中奥到家	0.96	1.01	1.13	6.12	4.80	11.72	5.07	4.99	4.47

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index
Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index
Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。