

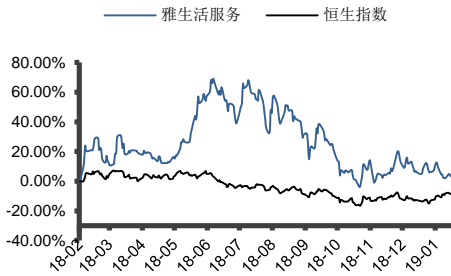
## 宣布收购两家物业，外延战略强化先发优势

### ——雅生活服务（3319.HK）事件点评

研究所

证券分析师：张蕾 S0350516070002  
021-58980267 zhangl06@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
雅生活服务	-3.3	26.2	4.4
恒生指数	-3.1	2.5	-17.6

#### 市场数据

市场数据	2019/1/24
当前价格（元）	9.88
52周价格区间（元）	8.97-17.08
总市值（百万）	13173.34
流通市值（百万）	13173.34
总股本（万股）	133333.40
流通股（万股）	133333.40
日均成交额（百万）	58.30
近一月换手（%）	9.37

#### 相关报告

《雅生活服务（03319.HK）2018年中报点评：  
中报业绩高增长，看好公司内生+外延增长动力》  
——2018-08-10

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 事件：

雅生活服务发布公告：近期公司与相关卖方订立股份转让协议、框架协议，拟分别收购青岛华仁物业 89.6643% 股权和哈尔滨景阳物业不超过 92% 的股权。

#### 投资要点：

- **拟收购青岛、哈尔滨地区两家物管龙头，收购估值较为合理。** 青岛华仁物业 89.6643% 股权收购对价 13358.06 万元 RMB，根据本次收购对公司的整体估值及 2018 年扣非归母净利润承诺计算出的 PE 大约是 12.3 倍；哈尔滨景阳物业的转让分两批次完成，第一次交易对价将以 2018 年扣非归母净利润的 10.5 倍实施。协议约定青岛华仁物业 2018-2020 年扣非归母净利润目标分别增长 9.98%、9.97%，哈尔滨景阳物业 2019-2021 年扣非归母净利润目标为三年 CAGR12%。综合来看，本次股份转让协议定价基本处于合理区间内。
- **交易完成后将促进基础物业管理规模快速扩张，一定程度上增厚上市公司业绩。** 1) 青岛华仁物业在管项目 38 个、在管面积约 570 万平方米，为青岛市物业管理协会会长单位；哈尔滨景阳物业在管项目 56 个、总在管面积约 978 万平方米，管理项目涉及黑龙江省内中高端住宅、商业办公楼等业态，为黑龙江地区龙头企业。上市公司 2018H1 在管面积 1.09 亿平方米，总签约面积 1.86 亿平方米，收购可助力公司管理规模快速扩张。2) 雅生活服务 2017 年、2018 年中报扣非净利润规模分别为人民币 2.87 亿元、3.17 亿元，根据上市公司公告青岛华仁物业 2018-2020 年扣非归母净利润目标分别为人民币 1213 万元/1334 万元/1467 万元，哈尔滨景阳物业 2019-2021 年扣非归母净利润目标分别为人民币 2179 万元/2440 万/2733 万元，且收购比例达到合并财务报表条件，预计收购完成后将一定程度增厚上市公司业绩。
- **外延并购助跨地域顺利扩张，“三驾马车”推动全国性战略布局取得良好成效。** 1) 除本次公告的两家物业公司外，雅生活服务上市至今还收购南京紫竹物业（51% 股权、2018.4）、兰州城关物业（51% 股权、2018.7）两家物业公司，通过收购几家区域龙头可巩固在长三角、中西部地区、山东、黑龙江等地区品牌影响力和市场竞争力。2) 除了雅居乐集团+绿地集团开发面积支持外，公司采用通过第三方拓展、收并购、合资合作（比如和大城市城投集团等）“三驾马车”推动公

司管理规模扩大的战略，从 2018H1 公司第三方拓展（不含并购）面积（21 百万平米，剔除并购部分增量贡献 59.5%）和上市以来收并购方式获取面积来看，表明规模扩张和全国性布局取得良好成效。

- **总量资源长期来看固定，先动企业优势将更明显。** 1) 社保新政降低中小物业公司股东预期，实则有利于物业行业内部的兼并整合；2) 收购估值趋于理性，部分中小物企倾向于采用出售方式加入大型生活服务集团寻求更好发展；3) 从收购方来看，收购促进跨区域扩张的结果不仅仅在于管理规模的快速增加，考虑到地区间业务拓展方式差异、对当地资源的掌握等等方面，相对竞标的方式、从中长期业务拓展的角度来看一定程度上来说更加具备优势。整体来看，行业内部兼并收购趋于理性，头部物业公司收购求稳、而非粗放式盲目追求规模扩张，实则反而有利于行业整合及竞争格局优化。同时，由于物业管理实质上掌握的是线下的面积和用户，尽管整体规模仍处于增量期，但长期来看总量资源固定，先行企业优势将越发明显。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 由于本次股权收购尚未交割，暂不考虑收购对盈利预测的影响，预计公司 2018-2020 年归属上市公司股东净利润为人民币 582 百万元/906 百万元/1299 百万元，EPS 分别为人民币 0.44 元、0.68 元、0.97 元，对应动态 PE 分别为 19.6 倍/12.6 倍/8.8 倍。雅生活服务定位中高端，在超高层、超大盘及旅游地产项目方面具备丰富的经验和管理能力优势，拥有雅居乐、绿地双地产商支持资源。上市以来，其规模在内生+外延策略双轮驱动下实现快速增长，五大专业公司推动公司“1+N”战略、尤其是增值业务战略顺利发展。维持公司买入评级。
- **风险提示：** 1) 上游房地产周期风险；2) 人力成本上涨风险；3) 收购尚未完全的不确定性风险；4) 股价波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1,761	3,147	4,916	6,963
增长率(%)	41.5%	78.7%	56.2%	41.6%
归母净利润（百万元）	290	582	906	1,299
增长率(%)	80.3%	100.8%	55.7%	43.5%
摊薄每股收益（元）	0.35	0.44	0.68	0.97
ROE(%)	19.7%	10.3%	13.8%	16.4%

注：表中盈利预测数据为人民币。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 雅生活服务上市以来收购情况一览表

交易情况					标的情况						
公告时间	标的名称	收购比例	交易价格 (万元 RMB)	PE 估 值(倍)	所处区 域	规模(个、万平米)		经营目标(扣非规模净利润/万元 RMB)			
						项目数 量	在管面 积	2018	2019	2020	2021
2018.4	紫竹物业	51%	20481.23	11.9	南京	-	-	3746	4645	6457	-
2018.7	城关物业	51%	14790	13.1	兰州	170	1700	3000	3500	4000	-
2019.1	华仁物业	89.6643%	13358.06	12.3	青岛	38	570	1213	1334	1467	-
2019.1	景阳物业	不超过 92%	-	10.5	哈尔滨	56	978	-	2179	2440	2733

注: 1) 收购 PE 估值以收购公告上一年扣非归母净利润计算; 2) 在管面积为收购方案公告数据; 3) 紫竹物业、景阳物业经营目标根据公司所给上一年除税后利润及目标利润增幅大致估算。资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

附表：雅生活服务盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

9.88 港										
证券代码:	3319.HK				股价:	元	投资评级:	买入	日期:	2019/1/24
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	20%	10%	14%	16%	EPS	0.35	0.44	0.68	0.97	
毛利率	34%	36%	37%	37%	BVPS	1.77	4.22	4.90	5.87	
期间费率	11%	11%	11%	11%	<b>估值</b>					
销售净利率	17%	19%	19%	19%	P/E	24.5	19.6	12.6	8.8	
<b>成长能力</b>					P/B	4.8	2.0	1.7	1.5	
收入增长率	41%	79%	56%	42%	P/S	6.5	3.6	2.3	1.6	
利润增长率	80%	101%	56%	43%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
总资产周转率	0.70	0.43	0.53	0.59	营业收入	176,075	314,691	491,577	696,293	
应收账款周转率	3.61	3.61	3.61	3.61	营业成本	117,019	200,182	309,418	436,747	
存货周转率	67	67	67	67	营业税金及附加	0	0	0	0	
<b>偿债能力</b>					销售费用	3,263	3,776	7,374	10,444	
资产负债率	41%	24%	29%	33%	管理费用	17,002	31,469	49,158	69,629	
流动比	1.38	3.63	3.05	2.81	财务费用	(428)	(313)	(609)	(775)	
速动比	1.36	3.62	3.04	2.80	其他费用/(-收入)	(1,050)	167	167	167	
<b>资产负债表 (万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	40,270	79,410	126,070	180,081	
现金及现金等价物	87,977	540,253	682,836	872,623	营业外净收支	0	0	0	0	
应收款项	48,819	87,252	136,295	193,055	利润总额	40,270	79,410	126,070	180,081	
存货净额	1,740	2,976	4,600	6,493	所得税费用	10,249	19,852	31,517	45,020	
其他流动资产	1,363	1,393	1,432	1,477	净利润	30,021	59,557	94,552	135,060	
<b>流动资产合计</b>	<b>139,899</b>	<b>631,874</b>	<b>825,163</b>	<b>1,073,648</b>	少数股东损益	1,048	1,378	3,994	5,127	
固定资产	7,070	6,162	5,391	4,717	归属于母公司净利润	28,973	58,179	90,559	129,933	
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
无形资产及其他	104,110	101,904	100,139	98,728	经营活动现金流	28,730	95,130	141,974	189,012	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	28,973	59,557	94,552	135,060	
<b>资产总计</b>	<b>251,080</b>	<b>739,940</b>	<b>930,694</b>	<b>1,177,094</b>	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1,550	3,115	2,535	2,086	
应付款项	15,210	26,020	40,218	56,769	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	(1,793)	32,458	44,886	51,866	
其他流动负债	86,251	147,912	229,915	324,703	投资活动现金流	4,927	3,115	2,535	2,086	
<b>流动负债合计</b>	<b>101,461</b>	<b>173,932</b>	<b>270,133</b>	<b>381,472</b>	资本支出	(910)	909	770	674	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	2,212	2,212	2,212	2,212	其他	5,837	2,206	1,765	1,412	
<b>长期负债合计</b>	<b>2,212</b>	<b>2,212</b>	<b>2,212</b>	<b>2,212</b>	筹资活动现金流	2,004	354,031	(1,926)	(1,310)	
<b>负债合计</b>	<b>103,673</b>	<b>176,143</b>	<b>272,345</b>	<b>383,683</b>	债务融资	(79,539)	0	0	0	
普通股股本	100,000	133,333	133,333	133,333	权益融资	119,864	356,833	0	0	
股东权益	147,407	563,797	658,349	793,410	其它	(38,321)	(2,802)	(1,926)	(1,310)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>251,080</b>	<b>739,940</b>	<b>930,694</b>	<b>1,177,094</b>	现金净增加额	35,661	452,276	142,583	189,788	

注：表中盈利预测数据为人民币，汇率 1 港元兑 0.8643 元人民币；用于计算 EPS、BPS 的股本数为 133333.4 万股。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【社会服务行业组介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，南京理工大学经济学学士，5年券商研究所行业研究从业经历，聚焦消费升级相关的现代服务领域研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

## 【分析师承诺】

张蕾，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先恒生指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随恒生指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后恒生指数。

### 股票投资评级

买入：相对恒生指数涨幅 20%以上；

增持：相对恒生指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对恒生指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对恒生指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。