

# 彩生活 (01778.HK)

2018年11月14日

## 调研纪要：经营数据平稳，悲观预期充分释放，上调评级至“买入”

今年8月份以来，受到房地产行业增速放缓、社保征缴体制改革等因素的影响，港股物业管理板块大幅回调，我们近期连线公司管理层，就公司的运营情况进行了交流。

### 基础物业板块平稳增长

1、在管面积：截至9月30日，公司在管面积增加至4.95亿平米，其中第三季度增加1,070万平方米，均通过内生式增长获得。进入第四季度，公司与北京市保障性住房投资建设中心达成合作，成立合资公司，项目规模合计900万平方米，目前即将承接3个周转房项目，共116万平方米。2、平台输出面积：截至9月30日，公司平台输出面积达到6.26亿平米，第三季度新增额为1.25亿平米，其中，三供一业项目陕西万源规模约为1亿平方米（参股10%）。3、平台服务面积：截止9月30日，公司平台服务面积累计达到11.21亿平米，同比增长26.2%。公司平台效应进一步显现，线上平台的优势不断加强。我们预计公司在管面积与平台服务面积未来将维持15%—20%左右的增速平稳增长。

### 增值服务运营数据良好

1、平台注册用户规模保持快速扩张态势：截至9月30日，公司平台注册用户达到1,645万，同比增长173.2%；第三季度新增额为194万，与去年同期持平。2、平台交易额（GMV）快速增长：截至9月30日，平台GMV总额累计达到66.43亿元，同比增长41.5%；第三季度新增额为22.84亿元，同比增长33.0%。3、“彩惠人生”仍处于培育期：截止9月30日彩惠人生上线6个月，累计成交额4,460.7万元，累计订单数达到69.2万单，月均成交11.5万单，物业费冲抵比例达到48%（即成交额的48%为物业费）。

### 财务负担减轻

截至6月30日，公司债务规模为46.9亿元，其中大部分为收购万象美而产生或带入，同时拥有银行结余及现金共计29.9亿元，主要由于万象美部分财务融合时间较短，未有足够时间优化资产负债结构。下半年，公司充分考虑财务健康状况，积极偿还债务，目前已偿还3-4亿元，并争取将10亿元于年底提前偿还。预计2018年末，公司财务结构将有较大幅度优化，同时，债务规模的减少也将释放一定的利润。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司公告，国信证券（香港）研究部整理

公司名称	彩生活
代码	01778.HK
所属行业	物业管理
投资评级	买入
目标价	HKD6.81
收盘价（2018/11/12）	4.02HKD
上升/下降空间	▲69.4%
52周最高/最低价(HKD)	9.25/3.45

资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

### 相对股价



资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

### 相关研究：

彩生活 (01778.HK)：万象美并表推动业绩增长，平台化转型在路上 2018.09

物业管理行业点评：“社保转税”短期推升人员成本，中长期利好龙头公司市场份额提升 2018.09

徐进

证监会中央编号：BFC540

+852 2899 8300

xujin@guosen.com.hk

### 社保征缴体制改革影响总体可控

彩生活现有员工结构为：自有员工约 1.3 万，外包员工约 4 万，预计公司自有员工部分成本增加额约为 5000 万元，我们测算对应影响净利润 5% 左右。外包员工部分暂时由于合同未到期公司暂未与外包商进行相关沟通，预计外包商将会承担一部分成本上涨压力。目前政策的具体实施细则未出，但政府的表态来看口径是以总体上不增加企业负担为原则。我们认为市场对社保征缴体制改革对公司的负面影响反应过度悲观，公司当前股价有向上修正悲观预期的空间。

### 盈利预测

维持 2018 年和 2019 年盈利预测，预计 2018 年和 2019 年收入将同比增长 101.2%、24.1% 至 32.8 亿、40.7 亿，归母净利润将同比增长 57.1%、20.2% 至 5.04 亿、6.06 亿元。

### 估值与建议

公司股价目前分别对应 2018 年和 2019 年预测市盈率 9.45 倍和 7.87 倍，估值水平已处于上市以来的历史低位。我们认为公司目前股价已充分反应社保征缴体制改革、财务负担压制盈利增长等因素对公司的影响，给予公司 2019 年 PE13 倍，未来六个月至一年目标价 6.81 港元，上调评级至“买入”。

### 风险提示

社保征缴体制改革力度超预期；增值服务增速低于预期。

#### 港股主要上市物业管理公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	总市值 (亿港元)	市盈率 (TTM)
6098.HK	碧桂园服务	10.8	275.0	33.9
2869.HK	绿城服务	5.4	151.1	29.0
3319.HK	雅生活服务	9.4	140.0	20.7
1778.HK	彩生活	4.0	53.5	11.4
2669.HK	中海物业	2.0	66.1	18.2
1755.HK	新城悦	3.5	26.5	30.4

资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

**Forecast summary (RMBm)**

Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19
Revenue	828.00	1342.00	1629.00	3280.00	4070.00
Operating Profit	209.00	264.00	476.00	893.00	928.00
Reported Profit	170.00	189.00	322.00	504.43	606.17
Underlying Profit	170.00	189.00	322.00	504.43	606.17
Underlying EPS	0.17	0.19	0.32	0.38	0.46
Underlying EPS growth(%)	17.23	11.18	71.12	17.40	20.17
DPS	0.07	0.08	0.09	0.12	0.13
BVPS	1.26	1.46	1.73	2.19	2.35
P/E (x)	31.83	25.47	13.65	9.45	7.87
Dividend Yield (%)	1.31	1.77	1.98	3.48	3.73
P/B (x)	4.30	3.30	2.55	1.64	1.53

资料来源: wind, 国信证券(香港)研究部

## 财务报表和主要财务比率

### Profit & Loss (RMBm)

Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19
Revenue	828.00	1342.00	1629.00	3280.00	4070.00
Revenue growth (%)	112.85	62.08	21.39	101.35	24.09
Cost of sales	(373.00)	(756.00)	(898.00)	(1993.00)	(2513.00)
Gross profit	455.00	586.00	731.00	1287.00	1557.00
Other income/(expense)	(13.00)	(11.00)	48.00	54.00	65.00
Operating expenses	(233.00)	(311.00)	(303.00)	(448.00)	(694.00)
Operating profit	209.00	264.00	476.00	893.00	928.00
Operating profit growth (%)	0.97	26.32	80.30	87.61	3.92
Other non-operating income/(expense)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Finance income	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Finance expenses	(11.00)	(38.00)	(90.00)	(301.00)	(243.00)
Associates & JCE	55.00	73.00	72.00	145.00	200.00
Profit before taxation	253.00	299.00	458.00	737.00	885.00
Taxation	(69.00)	(82.00)	(106.00)	(170.57)	(204.83)
Non-controlling interests	(14.00)	(28.00)	(30.00)	(62.00)	(74.00)
Net profit	170.00	189.00	322.00	504.43	606.17
Other Adjustments on UP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Underlying Profit	170.00	189.00	322.00	504.43	606.17
Underlying profit growth (%)	17.24	11.18	70.37	56.65	20.17
EPS	0.17	0.19	0.32	0.38	0.46
Underlying EPS	0.17	0.19	0.32	0.38	0.46
Underlying EPS growth(%)	17.23	11.18	71.12	17.40	20.17
DPS	0.07	0.08	0.09	0.12	0.13
DPS growth(%)	n/a	19.72	2.35	90.80	7.23

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

### Balance Sheet (RMBm)

Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19
Fixed assets	167.00	181.00	169.00	301.00	320.00
Associates & JCE	7.00	9.00	70.00	78.00	82.00
Others	957.00	1380.00	1530.00	4226.00	4440.00
Non-current assets	1131.00	1570.00	1769.00	4605.00	4842.00
Inventories	2.00	2.00	7.00	402.00	501.00
Debtors & prepayments	291.00	467.00	698.00	2021.00	2153.00
Bank deposits & cash	419.00	755.00	857.00	1037.00	1902.00
Others	877.00	1229.00	1330.00	2154.00	1973.00
Current assets	1589.00	2453.00	2892.00	5614.00	6529.00
Bank & other borrowings	303.00	214.00	513.00	799.00	651.00
Trade & payables	80.00	114.00	221.00	852.00	1120.00
Taxation	108.00	137.00	179.00	401.00	580.00
Others	583.00	817.00	847.00	3349.00	3608.00
Current liabilities	1074.00	1282.00	1760.00	5401.00	5959.00
Bank & other borrowings	290.00	1134.00	994.00	1410.00	1717.00
Others	56.00	74.00	80.00	350.00	391.00
Non-current liabilities	346.00	1208.00	1074.00	1760.00	2108.00
Net assets	1300.00	1533.00	1827.00	3058.00	3304.00
Share capital	79.00	79.00	79.00	107.00	107.00
Premium & reserves	1180.00	1380.00	1642.00	2808.00	3012.00
Shareholders' funds	1259.00	1459.00	1721.00	2915.00	3119.00
Non-controlling interests	41.00	73.00	106.00	143.00	185.00
Total equity	1300.00	1532.00	1827.00	3058.00	3304.00
BVPS	1.26	1.46	1.73	2.19	2.35

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

### Cashflow (RMBm)

Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19
Operating profit	253.00	299.00	458.00	737.00	885.00
Depreciation & amortization	28.00	51.00	67.00	402.00	502.50
Interest expense	11.00	38.00	90.00	203.00	210.00
Change in working capital	(90.00)	(93.00)	(400.00)	(512.00)	(643.00)
Tax paid	(65.00)	(69.00)	(79.00)	(131.00)	(234.00)
Other operating cashflow	102.00	96.00	4.00	105.00	8.00
Operating activities	239.00	322.00	140.00	804.00	728.50
Capex	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Free cash flow	239.00	322.00	140.00	804.00	728.50
Disposal of non-current assets	0.00	8.00	9.00	0.00	0.00
Associates & JCE(net)	(25.00)	(234.00)	74.00	109.00	55.00
Interest received	5.00	5.00	34.00	32.00	30.00
Dividends received	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other investing cashflow	(881.00)	(394.00)	(114.00)	261.00	82.00
Investing activities	(901.00)	(615.00)	3.00	402.00	167.00
New loans raised	593.00	893.00	474.00	947.00	532.00
Repayment of loans	(135.00)	(166.00)	(317.00)	(1017.00)	(405.00)
Dividends paid	(71.00)	(85.00)	(87.00)	(166.00)	(168.00)
Other financing cashflow	8.00	(14.00)	(111.00)	(790.00)	(780.00)
Financing activities	395.00	628.00	(41.00)	(1026.00)	(821.00)
Inc/(dec) in cash	(267.00)	335.00	102.00	180.00	74.50
Cash at beginning of year	687.00	419.00	755.00	857.00	1827.00
Foreign exchange effect	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Cash at end of year	420.00	754.00	857.00	1037.00	1901.50

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

### Financial Ratios

Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19
Gross profit margin (%)	54.95	43.67	44.87	39.24	38.26
Operating profit margin (%)	25.24	19.67	29.22	27.23	22.80
Underlying profit margin (%)	20.53	14.08	19.77	15.38	14.89
Net debt/equity (%)	12.31	34.96	26.61	35.30	9.07
Net debt/total assets (%)	5.70	12.68	9.83	10.07	2.49
Current ratio (%)	147.95	191.34	164.32	103.94	109.57
Dividend payout (%)	41.76	44.97	27.02	32.91	29.36
Interest cover (x)	19.00	6.95	5.29	2.97	3.82
Dividend cover (x)	2.39	2.22	3.70	3.04	3.41
Acct Receivable Turnover days	73.18	61.20	73.16	72.78	87.62
Acct Payable Turnover days	51.86	46.83	68.08	98.26	143.21
Inventory Turnover days	1.47	0.97	1.83	37.45	65.58
Cash cycle days	22.78	15.33	6.90	11.97	9.98
Dupont Analysis					
Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19
Tax burden(%)	67.19	63.21	70.31	68.44	68.49
Interest burden(%)	121.05	113.26	96.22	82.53	95.37
Operating profit margin (%)	25.24	19.67	29.22	27.23	22.80
Asset turnover(X)	0.38	0.40	0.38	0.44	0.38
Leverage ratio(X)	1.85	2.48	2.73	3.21	3.58
ROA (%)	7.87	5.61	7.42	6.78	5.62
ROE (%)	14.59	13.91	20.25	21.76	20.09

资料来源: wind, 国信证券(香港) 研究部

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司公告, 国信证券(香港) 研究部整理

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

**Buy:** A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

**Neutral:** A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

**Sell:** A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

#### Sector Ratings:

**Overweight:** The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

**Neutral:** The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

**Underweight:** The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

### 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 futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

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 the forecast on any futures and/or options. 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 futures and/or options mentioned in this report.

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.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司公告，国信证券（香港）研究部整理

## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

**中性：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

**减持：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

#### 行业评级

**超配：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

**中性：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

**低配：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

#### 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。

#### 免责声明

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

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。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。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期货和 / 或期权。

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。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司公告，国信证券（香港）研究部整理