

雅生活 (3319 HK)

基本面不变，重申买入

❖ **公司运营稳定。**根据 11 月 9 日的公告，雅生活的首席执行官刘德明已辞去执行董事及总经理职务。刘先生于 2016 年加入雅生活担任首席执行官，并于去年升任为公司董事会成员。雅生活的董事会联席主席黄奉潮将代行首席执行官。公司股价在第二天交易日下挫 10.7%。雅生活通过首次公开招股构建了完整的管理架构，由董事会负责制定和指导执行业务战略。黄先生在雅居乐控股服务多年且出任多项职务，我们相信他是一位合适的继任人。

❖ **目标进取。**首席执行官辞任对公司的短期发展和长远目标并无影响。公司原计划于 2018 年底获得 1.4 亿平方米在管面积，而上半年在管面积已达至 1.1 亿平方米，进展较预期好。管理层目前正致力拓展在管面积，期望于 2018 年年底达到全年 1.6 亿平方米在管面积和 2.6 亿平方米合约建筑面积的目标。展望未来，管理层希望在 2020 年实现 3 亿平方米在管面积和 5 亿平方米合约建筑面积的计划。

❖ **耐心等待内生增长。**市场对于雅生活的扩张模式存有怀疑，认为其增长全靠收购及雅居乐的业务支持。雅生活是物业行业的新军，在上市之前，公司主要依附于雅居乐，配合母公司发展。公司在 2017-18 年经历一系列重组，包括从母公司分拆、引入战略投资者以及 H 股上市后，已经成为一家自主运营的专业物业管理公司。雅生活虽然在第三方物业管理仍处于起步阶段，但公司已经积极追赶，并于 2017 年成立了市场拓展团队，专责获取第三方项目。目前看来，在今年前九个月，公司已获取第三方项目超过 3,000 万平方米，从绿地集团获取的面积亦超过约定的 1,000 万平方米。我们相信，第三方项目拓展的成果将逐渐在业绩中体现。

❖ **基本面向好，重申买入。**目前雅生活的估值较主要同业低。我们认为这主要归因于市场关注雅生活非业主增值服务的可持续性，尤其是房地产代理业务。我们认为，雅生活在增值服务方面才刚刚起步，于非业主增值服务范畴仍有很大的发展空间。我们相信非业主增值服务将会是雅生活在发展初期的一大亮点，不用过分忧虑。我们维持盈利预测，但下调目标价至 17.50 港元，相当于 20 倍 FY19 市盈率以期反映人民币贬值及上游房地产增速放缓的影响。**重申买入评级。**

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	3,900	5,962	7,896
净利润(百万人民币)	161	290	719	1,024	1,344
EPS(人民币)	0.22	0.35	0.57	0.77	1.01
EPS 变动(%)	N.A	59.1	61.5	35.9	31.2
市盈率(x)	40.0	25.1	15.6	11.5	8.7
市帐率(x)	23.9	16.5	2.9	2.9	2.7
股息率(%)	n.a.	n.a.	2.6	3.9	5.2
权益收益率(%)	57.5	19.7	14.1	18.1	21.0
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(维持)

目标价	HK\$17.50
(之前目标价)	HK\$19.16)
潜在升幅	+75.0%
当前股价	HK\$10.00

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)	13,333
3 月平均流通量(百万港元)	37.5
52 周内股价高/低(港元)	17.08/8.97
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%

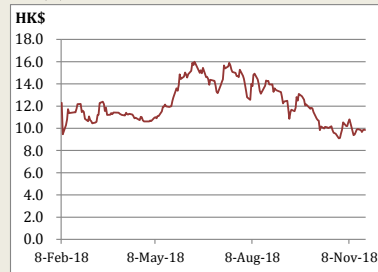
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.0%	-0.7%
3-月	-29.4%	-24.7%
6-月	-22.9%	-9.1%

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	3,900	5,962	7,896
物业管理服务	978	1,206	2,414	3,863	5,156
非业主增值服务	212	453	1,269	1,777	2,310
业主增值服务	55	102	217	322	430
销售成本	(933)	(1,170)	(2,554)	(3,947)	(5,237)
毛利	312	591	1,347	2,015	2,659
其他收入	5	11	45	38	42
销售费用	(19)	(33)	(47)	(89)	(118)
行政费用	(79)	(170)	(300)	(447)	(592)
其他收益	(1)	(1)	(2)	-	-
息税前收益	217	398	1,043	1,517	1,991
联营公司	-	-	-	-	-
净融资成本	15	4	(1)	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	232	403	1,042	1,517	1,991
所得税	(63)	(102)	(260)	(379)	(498)
非控制股东权益	(8)	(10)	(63)	(114)	(149)
净利润	161	290	719	1,024	1,344

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	1,322	1,712	2,163
物业、厂房及设备	62	71	84	95	106
联营、合营公司的权益	-	-	-	-	-
无形资产	11	1,029	1,226	1,604	2,043
其他	647	12	12	13	14
流动资产	1,179	1,399	5,945	7,379	8,879
存货	24	17	38	59	78
贸易及其他应收账款	223	488	975	1,490	1,974
现金及现金等价物	523	880	4,906	5,789	6,774
受限制银行结余	3	0	0	0	0
其他	405	13	26	40	53
流动负债	1,000	1,015	2,056	3,176	4,215
贸易及其他应付账款	732	923	1,964	3,036	4,029
预收款项	29	30	66	100	133
银行借款	200	-	-	-	-
其他	39	62	26	40	53
非流动负债	596	22	48	75	99
银行借款	596	-	-	-	-
其他	0	22	48	75	99
资产净额	303	1,474	5,163	5,840	6,728
非控股权益	24	2	65	178	328
权益股东应占权益	280	1,472	5,098	5,662	6,401

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	1,043	1,517	1,991
折旧和摊销	6	16	110	131	170
营运资金变动	187	(43)	542	591	542
税务开支	2	(7)	26	26	24
其他	(68)	(76)	(260)	(379)	(498)
经营活动所得现金净额	344	287	1,434	1,859	2,205
购置固定资产	(14)	(30)	(320)	(520)	(620)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(201)	79	29	53	63
投资活动所得现金净额	(215)	49	(291)	(467)	(557)
股份发行	16	1,203	3,195	-	-
净银行借贷	201	(809)	-	-	-
股息	-	(298)	(288)	(461)	(605)
利息支付	35	7	-	-	-
其他	(62)	(82)	(25)	(48)	(58)
融资活动所得现金净额	190	20	2,883	(509)	(663)
现金增加净额	319	357	4,026	884	985
年初现金及现金等价物	204	523	880	4,906	5,789
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	523	880	4,905	5,790	6,774
年末资产负债表现金及现金等价物	523	880	4,906	5,789	6,774

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	61.9	64.8	65.3
非业主增值服务	17.1	25.7	32.5	29.8	29.3
业主增值服务	4.4	5.8	5.6	5.4	5.4
总额	100.1	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	25.0	33.5	34.5	33.8	33.7
税前利率	18.6	22.9	26.7	25.4	25.2
息税前收益	12.9	16.5	18.4	17.2	17.0
有效税率	27.1	25.5	25.0	25.0	25.0

增长 (%)

收入	33.2	41.5	121.5	52.8	32.4
毛利	109.4	89.5	128.0	49.6	32.0
净利润率	147.2	83.5	161.7	45.5	31.2
净利润	147.3	80.3	148.1	42.4	31.2

资产负债比率

流动比率 (x)	1.2	1.4	2.9	2.3	2.1
平均应收账款周转天数	65	101	91	91	91
平均应付账款周转天数	286	288	281	281	281
平均存货周转天数	9	5	5	5	5
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	14.1	18.1	21.0
资产回报率	8.9	12.0	10.8	12.5	13.5

每股数据

每股盈利 (人民币)	0.22	0.35	0.57	0.77	1.01
每股股息 (人民币)	n.a.	n.a.	0.23	0.35	0.45
每股账面值 (人民币)	0.37	0.53	3.04	3.04	3.27

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策。

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，请与我们联络。

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商投资者

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。