



GREAT ROC

CAPITAL SECURITIES LIMITED

鴻騰資本證券有限公司

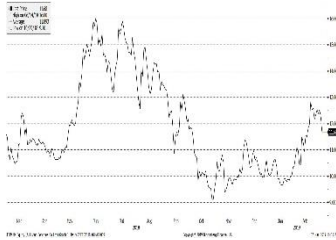
A Wholly-owned subsidiary of UNF (Holdings) Limited (HKE stock code 1468)

英國註冊有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號1468)

雅生活服務 A-LIVING

(03319.HK)

8 MAR 2019



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	11.68
市值	155.7
(億港元)	
52週高位	17.08
52週低位	8.97

*截至3月7日

1H18 財務資料摘要

人民幣(億元)

營業收入	14.1
變動(%)	103.1
毛利	5.1
變動(%)	131.5
淨利潤	3.3
變動(%)	196.3

主要股東資料

	持股
雅居樂	54%
綠地控股	15%

來源: 披露易

業務模式

- 雅生活服務(03319)為中國物業管理服務供應商，由控股股東雅居樂(03383)分拆。截至2018年6月底止，公司業務已覆蓋國內27個省市及自治區，在管總建築面積為1.1億平方米，同比增長52.8%。
- 公司業務分為三大範疇，包括物業管理服務、非業主增值服務以及業主增值服務。物業管理服務為主要收入來源，2018年上半年貢獻53.4%總收入。隨著增值服務快速增長，物業管理服務佔比正逐步下跌。
- 雅生活在上市前引入綠地控股為戰略股東，成為唯一擁有兩家前列房地產開發商作後盾的物管企業，令公司在拓展物業管理項目具有一定優勢。

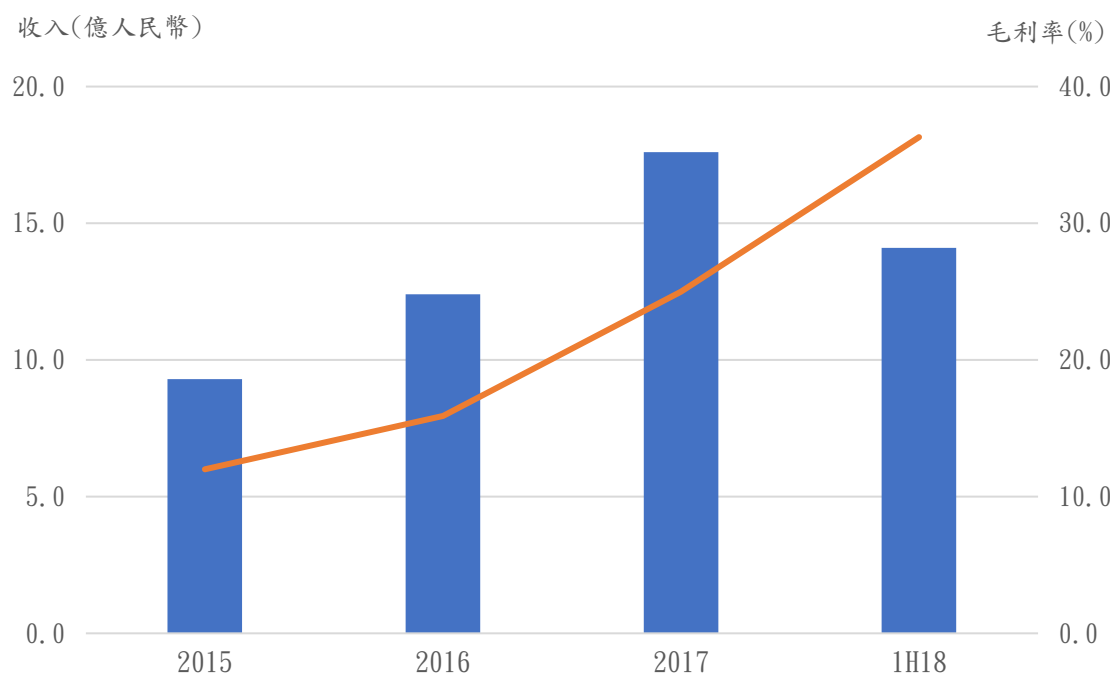
雅生活業務布局



圖片來源: 雅生活官方網頁

經營業績及近期發展

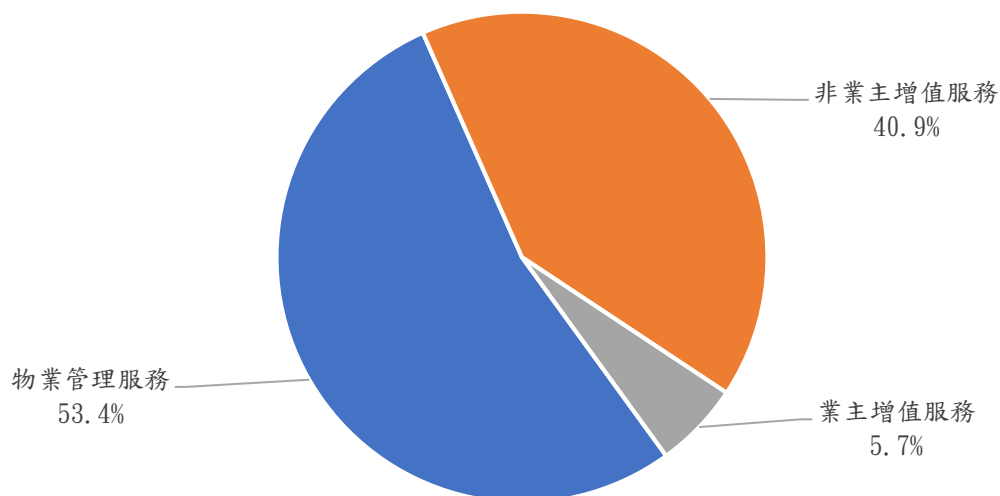
- 公司於 2 月下旬發出盈利預喜，預期截至 2018 年底止之股東應佔利潤為 7.5 億人民幣。以 2017 年度淨利潤 2.9 億人民幣計算，盈利增長幅度達到 158.6%。通告指出，盈利大幅增長主要是公司物業管理在管面積增加以及增值服務收入增加。按照上半年淨利潤 3.3 億人民幣推算，公司下半年的財務表現更為亮麗，淨利潤達到 4.2 億人民幣。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 除了各項業務收入增長外，公司財務表現大躍進，與毛利率不斷攀升有直接關係。公司毛利率由 2015 年度 15.9%，升至 2018 年上半年 36.3%，相信是在管面積增加，令規模效應加大，而且增值服務業務較物業管理服務的毛利率較高所推動。
- 雅生活先後於 1 月和 2 月份公布兩宗收購交易。1 月下旬，公司宣布斥資 1.3 億人民幣收購青島華仁物業 89.6% 股權。該公司於新三板上市，截至 2018 年底，在管項目 38 個，涵蓋寫字樓、高端物業及市政項目，在管面積 570 萬平方米。另一宗交易為收購哈爾濱景陽物業管理 60% 股權，對價為 1.1 億人民幣，目標公司於 2018 年底的在管項目合計有 56 個，涉及在管面積 978 萬平方米。收購項目對雅生活產生正面作用，有利拓展業務發揮，加強規模效應，同時深化在山東及黑龍江省的地域覆蓋，符合全國布局業務策略。

收入分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	1H18
物業管理服務	690,729	977,863	1,205,589	750,334
非業主增值服務	185,987	212,247	453,364	575,428
業主增值服務	57,696	54,625	101,800	79,931
總數	934,412	1,244,735	1,760,753	1,405,693

來源: 公司通告, 經鴻騰資本證券整理

成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	1H18
營銷開支	8,810	19,057	32,629	15,702
行政開支	51,681	78,692	170,015	108,259
其他開支	2,258	1,331	799	994

來源: 公司通告, 經鴻騰資本證券整理

前景

- 近年中國積極推動城鎮化，催生大量流動人口。國家統計局最新數據顯示，2018 年末城鎮化率按年上升 1.06 個百分點至 59.6%，流動人口達到 2.41 億人次。此外，中央大力推動「租購並舉」的住房制度，以緩解居住和置業難問題。按艾瑞諮詢研究報告預測，中國房屋長期租賃市場行業規模於 2020 年將達到 1.9 萬億元，2025 年則達到 3.1 萬億元。中國目標到 2030 年，城鎮化率提高至七成，預期流動人口有增無減，在租賃及置業需

- 求雙重推動下，住房建築面積不斷上升，令物業管理服務需求保持旺盛。
- 目前中國物業管理行業高度分散，據報全國物業管理企業數目超過 10 萬家。中國指數研究院數據顯示，物業管理服務百強企業的佔有率於 2017 年只有約 32%，估計行業集中度仍有提升空間。特別是對於一些大型物業管理公司而言，財政實力相對雄厚，併購同業成為快速業務拓展，搶佔市場份額的重要手段。雅生活自上市後，密集進行多項併購活動，不斷提高現有市場滲透率和開拓空白地域。截至 2018 年 6 月底止，公司手頭持有現金 41.7 億人民幣，具有充足財政資源作未來併購之用。
 - 承上文，雅生活是目前唯一有兩間大型房地產商背書的物管公司，加上公司已有專責團隊開拓第三方管理項目，令新增管理項目來源更加多元化。截至 2018 年首三季，從第三方和綠地控股授予的在管面積分別超過 3000 平方米萬及 1000 萬平方米，其中從綠地控股獲得的在管面積已多於雙方年度協定的目標。

風險因素

- 併購進度遜於預期
- 兩大股東交付建築面積低於預期
- 政策風險

估值

	2019E	2020E
市盈率	13.3	10.2
股息率	2.1	2.8

投資建議

- 雅生活基本因素良好，從兩家房地產企業穩定獲得新管理項目，配合積極併購策略，未來在管面積增長持續提供動力，加上增值業務快速增長，為盈利表現提供額外助力，對公司前景樂觀。現價為 2019 年度預測市盈率 13.3 倍，估值低於同業平均水平，建議投資者可以分注收集。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	1760.8	3641.0	5489.0	7592.0
稅前盈利	402.7	959.1	1417.0	1845.0
淨利潤	300.2	698.3	1003.0	1312.0

來源：公司年報、彭博

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
雅生活服務	3319.HK	155.7	10.0	13.3	2.1
浦江中國	1417.HK	12.8	16.7	-	-
中奧到家	1538.HK	7.0	32.3	-	-
新城悅	1755.HK	50.8	61.0	-	-
彩生活	1778.HK	65.0	16.7	8.7	4.5
永升生活服務	1995.HK	44.2	61.8	-	-
佳兆業物業	2168.HK	11.2	7.4	8.5	3.4
中海物業	2669.HK	95.0	26.2	19.9	1.6
綠城服務	2869.HK	194.2	16.5	25.5	1.3
碧桂園服務	6098.HK	335.7	1.1	24.7	1.0

來源: 彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發,內容基於其認為可靠的來源,但就其是否公平、準確、完整或正確,鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改,恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽,並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下,鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人,可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸,以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意,投資的價值和證券的價格可以上升或下跌,過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見,鴻鵬在任何情況下,就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失,概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可,任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點,由證監會持牌分析師擬備,並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露,否則於本報告刊發日期,就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券,本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址: 香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話: (852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵: info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk