

雅居乐 (3383 HK, HK\$6.28, 目标价: HK\$8.44, 买入) — 失望的业绩

- ❖ **2013年核心利润轻微下跌4%。**2013年收入增加17.8%至354亿元(人民币·下同), 但核心利润轻微下跌3.6%至47.0亿元及较我们预期低9.4%。入账的建筑面积为322万平方米, 但交付的房价上升16.9%带动营业额增长。因为成本上升(尤其在土地价格), 整体毛利率由2012年的41.4%收窄至2013年的35.6%。而且广告费用及佣金增加使营销费用上升55%至15亿元。公司宣布派发末期息每股0.33港元, 全年派息比率由2012年的21%增至2013年的27%。
- ❖ **2013年销售不达标。**2013年合同销售金额和面积分别增长22%至403亿元和77%至348万平方米, 不过销售仍未完成原先的420亿元目标。为了促销, 雅居乐增加广告及推广开支, 更容许分期付款, 所以应收账款由2012年的66亿元上升至2013年的124亿元。以930亿元的货值及52%的去货率计算, 2014年销售目标定为480亿元, 公司2014年将推出78个项目销售, 其中18个为新项目, 2013年第1季的销售金额为100亿元。
- ❖ **于40个城市的4250万平方米土地储备。**雅居乐在2013年收购了21个项目, 总建筑面积为1064万平方米, 应占权益的土地成本为151亿元。现在的总应占权益的土地储备为4254万平方米, 分布在国内40个城市及吉隆坡。土地平均价格为每平方米1,178元, 相当于2013年物业销售均价的10.2%。
- ❖ **高负债及销售问题影响估值。**若永久债券归为债务, 2013年净负债比率急升至107%; 如果永久债券归为股本, 2013年净负债比率为79.2%。此外, 公司董事会重组, 以加强企业管理。因为销售较慢及费用上升, 我们分别下调2014-15年的盈利预测13.4%至50.4亿元及9.9%至57.4亿元。约160亿元的物业已预售但仍未入账, 大部份在今年入账。此外, 我们估计2014年每股资产净值为33.75港元。雅居乐的股价相当于与资产净值折让81.4%或3.4倍2014年市盈率。我们的目标价由12.37港元下调至8.44港元, 较资产净值折让75%。评级为「买入」。

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万港元)	30,074	35,436	43,121	47,142	55,271
净利润(百万港元)	5,000	4,827	5,042	5,742	6,310
每股收益(港元)	1.450	1.400	1.448	1.649	1.812
每股收益变动(%)	22.4	(3.4)	3.4	13.9	9.9
市盈率(x)	3.5	3.6	3.5	3.0	2.8
市帐率(x)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	6.1	7.6	6.7	7.6	8.1
权益收益率(%)	19.5	16.4	15.1	14.9	14.4
净财务杠杆率(%)	72.4	106.6	82.1	74.2	64.0

来源: 公司及招银国际研究部

雅居乐 (3383 HK)

评级	买入
收市价	HK\$6.28
目标价	HK\$8.44
市值(港币百万)	21,866
过去3个月平均交易(港币百万)	67
52周高/低(港币)	10.74/5.63
发行股数(百万)	3,482
主要股东	陈卓林(64%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-5.0%	-2.9%
3月	-26.8%	-22.0%
6月	-27.3%	-23.0%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	30,074	35,436	43,121	47,142	55,271
物業發展	29,328	34,467	41,816	45,541	53,323
物業投資	26	54	125	196	275
酒店	302	368	550	646	824
物業管理	418	547	630	760	850
銷售成本	(17,632)	(22,822)	(29,497)	(31,577)	(38,586)
毛利	12,442	12,615	13,624	15,565	16,685
銷售費用	(980)	(1,523)	(1,811)	(2,027)	(2,321)
行政費用	(1,129)	(1,285)	(1,466)	(1,650)	(1,934)
其他收益	(47)	(1)	30	23	17
息稅前收益	10,286	9,807	10,376	11,911	12,447
融資成本	(46)	146	(67)	(20)	7
聯營公司	(87)	(52)	71	88	110
特殊收入	378	470	-	-	-
稅前利潤	10,531	10,370	10,380	11,980	12,564
所得稅	(5,384)	(4,850)	(4,780)	(5,566)	(5,690)
非控制股東權益	(146)	(693)	(559)	(671)	(564)
淨利潤	5,000	4,827	5,042	5,742	6,310
核心淨利潤	4,868	4,695	5,042	5,742	6,310

来源: 公司及招銀國際研究部

资产负债表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	28,976	32,550	34,893	38,454	42,694
物業、廠房及設備	5,223	6,476	6,800	7,500	8,000
聯營公司	118	1,088	720	780	820
投資物業	5,590	5,794	7,000	7,800	8,500
無形資產	61	57	53	49	44
其他	17,984	19,134	20,320	22,325	25,330
流動資產	62,761	81,985	78,105	84,334	91,012
現金及現金等價物	9,689	13,033	11,505	11,434	11,912
應收貿易款項	5,859	12,425	6,500	6,800	7,000
存貨	47,149	56,475	60,000	66,000	72,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	63	51	100	100	100
流動負債	40,039	48,816	43,000	45,500	51,500
借債	6,193	12,354	7,000	6,000	7,000
應付貿易賬款	23,990	25,953	25,500	29,000	34,000
應付稅項	9,856	10,509	10,500	10,500	10,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	23,786	33,638	33,700	35,800	35,000
借債	22,033	31,989	32,000	34,000	33,000
遞延稅項	1,753	1,649	1,700	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	2,298	2,715	2,800	3,000	3,300
淨資產總值	25,613	29,366	33,498	38,488	43,906
股東權益	25,613	29,366	33,498	38,488	43,906

来源: 公司及招銀國際研究部

现金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	10,286	9,807	10,376	11,911	12,447
折舊和攤銷	165	195	184	207	230
營運資金變動	(3,929)	(10,543)	376	(3,800)	(2,200)
稅務開支	(3,843)	(4,301)	(4,739)	(5,466)	(5,490)
其他	(2,326)	(6,498)	378	(858)	(1,601)
經營活動所得現金淨額	352	(11,339)	6,576	1,994	3,385
購買固定資產	(2,023)	(1,653)	(1,714)	(1,707)	(1,430)
聯營公司	-	(971)	368	(60)	(40)
其他	(168)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,191)	(2,623)	(1,345)	(1,767)	(1,470)
股份發行	-	(15)	12	-	-
淨銀行借貸	4,282	16,117	(5,343)	1,000	-
股息	(1,232)	(1,059)	(1,328)	(1,198)	(1,337)
其他	(124)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	2,926	15,042	(6,659)	(198)	(1,337)
現金增加淨額	1,087	1,080	(1,428)	29	578
年初現金及現金等價物	4,684	5,804	6,784	5,255	5,184
匯兌	33	(100)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	5,804	6,784	5,255	5,184	5,662
受限制現金	3,886	6,250	6,250	6,250	6,250
資產負債表的現金	9,689	13,033	11,505	11,434	11,912

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.5	97.3	97.0	96.6	96.5
物業投資	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
酒店	1.0	1.0	1.3	1.4	1.5
物業管理	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	31.1	17.8	21.7	9.3	17.2
毛利	0.7	1.4	8.0	14.3	7.2
淨利潤率	(2.8)	(4.7)	5.8	14.8	4.5
淨利潤	21.8	(3.5)	4.4	13.9	9.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	41.4	35.6	31.6	33.0	30.2
稅前利率	35.0	29.3	24.1	25.4	22.7
淨利潤率	16.6	13.6	11.7	12.2	11.4
核心淨利潤率	16.2	13.2	11.7	12.2	11.4
有效稅率	51.1	46.8	46.0	46.5	45.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8
平均應收賬款周轉天數	35.6	64.0	27.5	26.3	23.1
平均應付賬款周轉天數	508.8	399.4	318.3	315.0	298.0
平均存貨周轉天數	942.7	828.7	720.6	728.2	652.7
淨負債/ 權益比率 (%)	72.4	106.6	82.1	74.2	64.0
回報率 (%)					
資本回報率	19.5	16.4	15.1	14.9	14.4
資產回報率	5.5	4.2	4.5	4.7	4.7
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	1.450	1.400	1.448	1.649	1.812
每股股息 (港元)	0.384	0.475	0.420	0.480	0.510
每股賬面值 (人民幣)	7.43	8.51	9.62	11.05	12.61

來源: 公司及招銀國際研究部

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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定。

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风险。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，请与我们联系。

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国投资者

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士。