

雅居乐 (3383 HK, HK\$5.97, 目标价: HK\$7.79, 买入) — 中山的一天

- ❖ **参观雅居乐于中山的4个项目。**我们最近参观了雅居乐4个位于中山的住宅项目及与当地的管理层会面。雅居乐是中山的领先房地产商，2014年的销售金额达81亿元(人民币·下同)，雅居乐于中山的土地储备达554万平方米，相当于总土地储备的13.7%。年初至今，于中山的销售为25亿元，2015全年目标为70亿元。于销售中心的销售人员透露中山的房地产市场气氛自3月开始逐渐改善，而当地的管理层表示房价自年初至今上升5%。因为中山项目购置的土地较早，产生的毛利率可达30%以上。
- ❖ **重组以节省成本及增加效率。**雅居乐将经营架构由3层改为2层，因此公司在2015年约减少了10%的人手，估计行政费用可节省约3-5亿元；此外，执行能力及工作效率也得以改善。
- ❖ **5月份的销售加速。**2015年1-5月的合同销售金额下跌8.0%至152亿元，相当于2015年销售目标450亿元的33.7%。5月份的销售增加至43亿元，按年增长33.5%或按月增加34.4%。不过2015年1-5月的平均售价下跌14.5%至每平方米9,027元，雅居乐愿意以价换量。
- ❖ **聚焦于现金流及负债，而非盈利。**我们在此次旅程也与公司的首席财务官会面，他再次重申公司的财政政策，雅居乐在2015年会聚焦于现金流及减少负债水平，2015年的现金回收料可达450亿元，不过短期的盈利能力可能要被牺牲。最后，雅居乐的首席财务官认为在现水平公司不会考虑股权融资方案。
- ❖ **气氛改善及提高目标价。**我们调整2015-17年盈利预测5.2%、2.6%及-2.7%至37.6亿、48.6亿元及54.3亿元；我们调高2015年底的资产净值预测由18.62港元至19.48港元。我们相信雅居乐未来有重估的可能性，首先，在股票市场上扬及减息后，房地产市场气氛得以改善；第二，公司主席恢复职责后，公司营运回复顺畅。因此我们以60%(之前为75%)来计算目标价，我们上调目标价由4.66港元至7.79港元。评级上升至「买入」。

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万港元)	35,436	38,318	44,946	54,630	58,813
净利润(百万港元)	4,827	4,287	3,759	4,856	5,434
每股收益(港元)	1.400	1.222	0.960	1.240	1.387
每股收益变动(%)	(3.4)	(12.7)	(21.5)	29.2	11.9
市盈率(x)	3.4	3.9	4.9	3.8	3.4
市帐率(x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	8.0	6.6	5.4	7.2	8.4
权益收益率(%)	16.4	12.7	10.3	11.9	12.0
净财务杠杆率(%)	73.4	75.2	71.5	63.7	55.4

来源: 公司、招银国际证券预测

雅居乐 (3383 HK)

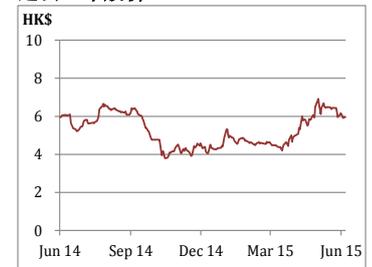
评级	买入
收市价	HK\$5.97
目标价	HK\$7.79
市值(港币百万)	23,385
过去3月平均交易(港币百万)	116
52周高/低(港币)	7.14/3.30
发行股数(百万)	3,917
主要股东	陈卓林(63.0%)
来源:	彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-8.2%	-7.1%
3月	32.4%	17.2%
6月	37.0%	20.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	35,436	38,318	44,946	54,630	58,813
物业发展	34,467	37,037	43,345	52,681	56,430
物业投资	54	70	196	275	304
酒店	368	527	646	824	1,230
物业管理	547	683	760	850	850
销售成本	(22,822)	(25,887)	(31,967)	(38,816)	(41,130)
毛利	12,615	12,431	12,980	15,814	17,684
销售费用	(1,523)	(1,784)	(2,023)	(2,240)	(2,470)
行政费用	(1,285)	(1,437)	(1,618)	(1,912)	(2,058)
其他收益	(1)	812	40	30	11
息税前收益	9,807	10,021	9,379	11,692	13,167
融资成本	146	(293)	(64)	(43)	(26)
联营公司	(52)	(73)	(32)	(25)	41
特殊收入	470	470	-	-	-
税前利润	10,370	10,126	9,284	11,624	13,182
所得税	(4,850)	(5,035)	(4,681)	(5,649)	(6,352)
非控制股东权益	(693)	(449)	(490)	(765)	(1,041)
永久资本证券持有人	-	(355)	(354)	(354)	(354)
净利润	4,827	4,287	3,759	4,856	5,434
核心净利润	4,695	3,934	3,759	4,856	5,434

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流动资产	32,550	29,465	27,651	29,872	31,822
物业、厂房及设备	6,476	7,696	7,800	8,000	8,200
联营公司	1,088	1,251	1,080	1,100	1,250
投资物业	5,794	5,846	6,400	7,200	8,500
无形资产	57	61	46	42	42
其他	19,134	14,610	12,325	13,530	13,830
流动资产	81,985	94,183	102,969	109,285	113,641
现金及现金等价物	13,033	11,430	12,469	13,205	11,561
应收贸易款项	12,425	11,675	12,000	14,000	16,000
存货	56,475	70,357	78,000	82,000	86,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	51	721	500	80	80
流动负债	48,816	55,386	53,000	57,700	62,000
借债	12,354	16,471	12,000	13,200	13,200
应付贸易账款	25,953	26,549	29,000	34,000	38,000
应付税项	10,509	12,366	12,000	10,500	10,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	29,152	27,167	33,500	32,800	30,000
借债	27,503	25,851	32,000	31,000	28,000
递延税项	1,649	1,316	1,500	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	2,715	2,961	3,000	3,300	3,600
永久资本证券	4,486	4,483	4,483	4,483	4,483
净资产总值	29,366	33,651	36,637	40,874	45,380
股东权益	29,366	33,651	36,637	40,874	45,380

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息税前收益	9,807	10,021	9,379	11,692	13,167
折旧和摊销	195	342	203	213	228
营运资金变动	(12,089)	(6,701)	(5,301)	(2,000)	(4,000)
税务开支	(4,343)	(4,367)	(4,863)	(6,849)	(5,852)
其他	(3,488)	(1,698)	3,036	301	1,652
经营活动所得现金净额	(9,918)	(2,402)	2,454	3,358	5,194
购置固定资产	(1,645)	(1,231)	(861)	(1,213)	(1,728)
联营公司	(1,918)	(469)	171	(20)	(150)
其他	99	86	(1,240)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(3,464)	(1,614)	(1,929)	(1,701)	(2,346)
股份发行	(16)	1,299	-	-	-
净银行借贷	15,314	4,410	1,678	200	(3,000)
股息	(1,333)	(2,103)	(1,064)	(1,021)	(1,393)
其他	546	(276)	-	-	-
融资活动所得现金净额	14,511	3,329	614	(821)	(4,393)
现金增加净额	1,129	(687)	1,139	836	(1,544)
年初现金及现金等价物	5,749	6,784	6,068	7,107	7,843
汇兑	(94)	(29)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	6,784	6,068	7,107	7,843	6,199
受限制现金	6,250	5,362	5,362	5,362	5,362
资产负债表的现金	13,033	11,430	12,469	13,205	11,561

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
销售组合 (%)					
物业发展	97.3	96.7	96.4	96.4	95.9
物业投资	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
酒店	1.0	1.4	1.4	1.5	2.1
物业管理	1.5	1.8	1.7	1.6	1.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	18.5	8.1	17.3	21.5	7.7
毛利	1.4	(1.5)	4.4	21.8	11.8
净利润率	(4.7)	2.2	(6.4)	24.7	12.6
净利润	(3.5)	(11.2)	(12.3)	29.2	11.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.6	32.4	28.9	28.9	30.1
税前利率	29.3	26.4	20.7	21.3	22.4
净利润率	13.6	11.2	8.4	8.9	9.2
核心净利润率	13.2	10.3	8.4	8.9	9.2
有效税率	46.8	49.7	50.4	48.6	48.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.7	1.9	1.9	1.8
平均应收账款周转天数	64.0	55.6	48.7	46.8	49.6
平均应付帐款周转天数	396.7	370.1	317.1	296.2	319.5
平均存货周转天数	808.8	894.2	847.0	752.3	745.5
净负债/ 权益比率 (%)	73.4	75.2	71.5	63.7	55.4
回报率 (%)					
资本回报率	16.4	12.7	10.3	11.9	12.0
资产回报率	4.2	3.5	2.9	3.5	3.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.400	1.222	0.960	1.240	1.387
每股股息(港元)	0.475	0.395	0.320	0.430	0.500
每股账面值(人民币)	8.51	8.59	9.35	10.43	11.59

来源: 公司、招银国际证券预测

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于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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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。