

雅居乐 (3383 HK)

业务多元化, 重申买入

- ❖ **前 10 个月完成 71% 的销售目标。**今年前 10 个月雅居乐实现合约销售 783 亿元(人民币·下同), 同比增长 23.1%, 相等於全年销售目标 1,100 亿元的 71%。我们认为尽管云南强劲的销售业绩缓解了部分销售压力, 但海南严格的限购政策影响了销售节奏。鉴于近期市场降温, 我们担心雅居乐可能无法实现全年销售目标, 我们预计 2018 年全年销售额将达到 1,000 亿元。与此同时, 我们上周访问了公司了解其最新的 3 个业务线。在成功分拆雅生活 (3319 HK, 买入) 后, 公司对其非物业销售业务充满信心。管理层预计到 2021 年, 非物业销售业务的贡献将占总收入的 30%, 到 2023 年将进一步达到 50%。
- ❖ **项目代建是一种轻资产模式。**在目前激烈的市场竞争中, 我们认为大型开发商可以利用其规模效益和品牌影响力帮助小型开发商开发项目, 实现双赢。雅居乐房管集团于 2018 年 4 月成立, 为客户提供房地产开发全产业链的管理服务。目前, 公司有 7 个项目在手, 并预计明年将增加 12-15 个项目。项目代建是一项轻资产业务, 成本主要是人工费用。一般而言, 代建公司将收取 6-8% 的房产价值作为管理费, 净利润率可达 50-60%。
- ❖ **建立“建筑标准化”。**综合建筑业务多元化, 是以一般建筑承包、园林绿化和家居装饰为“主营业务”; 设计咨询和材料贸易为“配套业务”; 拎包入住和建筑维护为“创新业务”。2018 年, 建筑业务的大部分收入来自控股公司, 管理层希望将来有大约 40% 的收入来自第三方。
- ❖ **环保业务很快就结出成果。**环保业务进一步分为 3 个子业务: 固体废物管理, 环境恢复和智能水服务。环保业务是高门槛, 对技术和资金需求巨大。雅居乐与中国科学院和同济大学合作, 并已在 14 个省市开展业务。现在, 9 个项目已经开始运营并带来了收入, 预计明年将有 8-10 个项目投入运营。
- ❖ **下调盈利预测及目标价。**由于销售放缓和预期外汇损失, 我们将 2018/19 年的盈利预测下调 2.4/9.9% 至 79.1/90.3 亿元。此外, 我们引入 19 年底预测每股资产净值为 27.40 港元。因此, 我们将目标价由 18.04 港元下调至 15.07 港元, 较资产净值折让 45%。重申买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	46,679	51,607	59,383	67,457	80,364
净利润(百万人民币)	2,284	6,025	7,909	9,026	10,696
EPS(人民币)	0.588	1.552	2.019	2.304	2.731
EPS 变动 (%)	64.3	163.8	30.1	14.1	18.5
市盈率(x)	15.6	5.9	4.6	4.0	3.4
市帐率(x)	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	4.3	8.6	11.3	12.6	14.9
权益收益率 (%)	6.5	16.6	18.9	18.6	18.9
净财务杠杆率 (%)	49.1	71.4	82.0	82.6	74.0

资料来源: 公司及招銀国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$15.07
(过去目标价)	HK\$18.04
潜在升幅	+44.1%
当前股价	HK\$10.46

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	40,972
3 月平均流通量(百万港元)	85.2
5 周内股价高/低(港元)	17.84/8.23
总股本(百万)	3,917

资料来源: 彭博

股东结构

陈卓林	64.43%
自由流通	35.57%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.4%	-8.9%
3-月	-16.7%	-12.3%
6-月	-38.1%	-26.7%

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.agile.com.cn

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	46,679	51,607	59,383	67,457	80,364
物业发展	44,752	49,262	54,952	60,914	71,991
物业投资	189	167	180	189	200
酒店	670	684	739	813	894
物业管理	1,069	1,290	3,000	4,800	6,300
其他	-	205	512	742	980
销售成本	(34,313)	(30,920)	(34,012)	(40,651)	(49,532)
毛利	12,366	20,687	25,371	26,807	30,832
销售费用	(2,098)	(2,259)	(2,613)	(2,901)	(3,456)
行政费用	(1,458)	(2,044)	(2,672)	(2,968)	(3,536)
其他收益	(252)	210	492	301	126
息税前收益	8,558	16,594	20,578	21,239	23,966
融资成本	(1,125)	(899)	(1,735)	(1,600)	(1,294)
联管公司	7	169	452	1,260	2,079
特殊收入	43	4	22	-	-
税前利润	7,483	15,869	19,317	20,899	24,751
所得税	(4,433)	(9,089)	(10,298)	(10,500)	(12,110)
非控制股东权益	(351)	(282)	(530)	(793)	(1,366)
永久资本证券持有人	(415)	(473)	(580)	(580)	(580)
净利润	2,284	6,025	7,909	9,026	10,696
核心净利润	2,252	6,022	7,893	9,026	10,696

资料来源:公司及招银国际研究预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	35,586	50,714	61,800	66,280	71,970
物业、厂房及设备	7,309	7,573	9,500	12,800	14,000
联管公司	4,739	7,006	8,000	8,500	9,400
投资物业	6,327	5,887	5,800	6,200	6,750
无形资产	55	1,458	1,800	2,500	2,800
其他	17,155	28,790	36,700	36,280	39,020
流动资产	96,139	112,644	139,710	151,132	158,319
现金及现金等价物	22,311	30,120	32,910	30,732	29,819
应收贸易款项	11,463	16,396	19,000	24,000	28,200
存货	60,297	62,669	80,000	90,000	94,000
关连款项	308	1,204	4,000	2,400	1,800
其他	1,761	2,254	3,800	4,000	4,500
流动负债	55,252	83,473	97,310	100,080	102,500
借债	12,815	27,146	30,000	28,000	26,000
应付贸易账款	31,719	42,725	53,000	57,200	61,300
应付税项	10,717	13,361	14,200	14,800	15,200
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	241	110	80	-
非流动负债	32,318	35,708	49,200	55,250	57,300
借债	31,181	34,529	48,000	54,000	56,000
递延税项	1,137	1,175	1,200	1,250	1,300
其他	-	4	-	-	-
少数股东权益	3,248	2,312	4,800	5,200	5,600
永久资本证券	5,598	5,529	8,300	8,300	8,300
净资产总值	35,310	36,335	41,900	48,582	56,589
股东权益	35,310	36,335	41,900	48,582	56,589

资料来源:公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	8,558	16,594	20,578	21,239	23,966
折旧和摊销	532	591	647	731	898
营运资金变动	10,151	(4,061)	(18,198)	(12,800)	(6,100)
税务开支	(5,380)	(7,210)	(9,434)	(9,850)	(11,660)
其他	(6,975)	(2,961)	657	4,136	617
经营活动所得现金净额	6,887	2,953	(5,750)	3,456	7,721
购置固定资产	(952)	(2,931)	(2,338)	(4,266)	(2,453)
联营公司	(2,913)	456	(994)	(500)	(900)
其他	146	(4,485)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(3,719)	(6,960)	(3,800)	(5,234)	(3,821)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	4,097	17,149	16,325	4,000	-
股息	(1,499)	(2,762)	(4,047)	(4,205)	(4,619)
其他	(725)	(3,629)	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,873	10,758	12,278	(205)	(4,619)
现金增加净额	5,041	6,751	2,728	(1,983)	(718)
年初现金及现金等价物	7,407	12,432	19,042	21,575	19,397
汇兑	(17)	(141)	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	12,432	19,042	21,575	19,397	18,484
受限制现金	9,879	11,078	11,335	11,335	11,335
资产负债表中的现金	22,311	30,120	32,910	30,732	29,819

资料来源:公司及招银国际研究预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业发展	95.9	95.5	92.5	90.3	89.6
物业投资	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
物业管理	2.3	2.5	5.1	7.1	7.8
其他	-	0.4	0.9	1.1	1.2
总额	100.0	99.6	99.1	98.9	98.8
增长(%)					
收入	8.5	10.6	15.1	13.6	19.1
毛利	14.4	67.3	22.6	5.7	15.0
净利润率	28.4	93.9	24.0	3.2	12.8
净利润	64.3	163.8	31.3	14.1	18.5
盈利能力比率(%)					
毛利率	26.5	40.1	42.7	39.7	38.4
税前利率	16.0	30.7	32.5	31.0	30.8
净利润率	4.9	11.7	13.3	13.4	13.3
核心净利润率	4.8	11.7	13.3	13.4	13.3
有效税率	59.2	57.3	53.3	50.2	48.9
资产负债比率					
流动比率(x)	1.7	1.3	1.4	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	44.8	58.0	58.4	64.9	64.0
平均应付帐款周转天数	289.6	439.4	513.6	494.7	436.6
平均存货周转天数	676.8	725.8	765.5	763.2	677.9
净负债/权益比率(%)	49.1	71.4	82.0	82.6	74.0
回报率(%)					
资本回报率	6.5	16.6	18.9	18.6	18.9
资产回报率	1.7	3.7	3.9	4.2	4.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.588	1.552	2.019	2.304	2.731
每股股息(港元)	0.450	0.900	1.180	1.320	1.560
每股账面值(人民币)	9.01	9.28	10.70	12.40	14.45

资料来源:公司及招银国际研究预测

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。