

**雅居樂 (3383 HK, HK\$3.59, 目標價: HK\$4.90, 買入) — 匯兌損失引致出血**

- ❖ **2015年盈利下跌約70%**。雅居樂宣佈盈警，因為毛利率下跌及重大匯兌損失，2015年盈利預期下跌約70%。我們因此將其2015年營業額及盈利預測分別由449億元(人民幣·下同)下調至428億元及由38.0億元下調至13.3億元。我們也預期公司會取消2015年的股息派送。此外，我們也將2016年及2017年的盈利預測分別下調24.3%至36.5億元及10.6%至48.3億元。
- ❖ **售價下跌令利潤受壓**。雅居樂解釋因平均售價下跌引致毛利率受壓，因為國內物業市場在2014年至2015年初表現疲弱，雅居樂合同銷售均價由2013年的每平方米11,592元下跌至2014年的每平方米9,625元，之後至2015年更進一步跌至每平方米8,724元。而且，公司希望就算在虧本的情況下出售存貨，因此毛利率受損。雅居樂較早時給予的2015年毛利率指引為25-29%，我們相信會接近下限。
- ❖ **2015下半年的人民幣貶值引起匯兌損失11億元**。中國人民銀行在8月11日宣佈將人民幣貶值1.9%，在2015年下半年人民幣便貶值了4.7%。於2014年末，雅居樂的總借貸為423億元，其中135億元為美元借貸、58億元為港元借貸。此外，雅居樂在2013年1月發行了7億美元的永續債，所以包括永續債在內的具外匯風險的貸款總額達238億元，因此公司估計2015年的匯兌損失為11億元。
- ❖ **2015年銷售目標完成98%**。2015年的合同銷售總額增加0.2%至442億元，相等於全年目標450億元的98.3%。2015年的合同銷售面積增加10.5%至507萬平方米，但合同銷售均價下跌9.4%至每平方米8,724元。實際上，雅居樂希望出售非核心資產(例如上海的投資物業)，如果公司成功出售，便可達成2015年全年銷售目標。
- ❖ **因估值吸引，重申「買入」評級**。2016年1月，雅居樂的合同銷售總額及面積分別增加31.7%至29億元及23.7%至30萬平方米。隨著政府的支持政策出台，房地產市場(尤其是一線城市)自2015年下半年開始改善，我們重申「買入」評級。但我們目標價由5.34港元下調至4.90港元，相等於2016年底的資產淨值預測16.32港元折讓70%。

**財務資料**

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬元人民幣)	35,436	38,318	40,430	51,579	57,201
淨利潤(百萬元人民幣)	4,827	4,287	1,333	3,649	4,828
每股收益(人民幣)	1.400	1.222	0.340	0.931	1.233
每股收益變動(%)	(3.4)	(12.7)	(72.2)	173.7	32.3
市盈率(x)	2.2	2.5	9.0	3.3	2.5
市帳率(x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
股息率(%)	13.2	11.0	0.0	12.0	13.9
權益收益率(%)	16.4	12.7	3.9	9.7	11.6
淨財務槓杆率(%)	73.4	75.2	80.0	72.8	64.3

來源: 公司、招銀國際證券預測

**雅居樂 (3383 HK)**

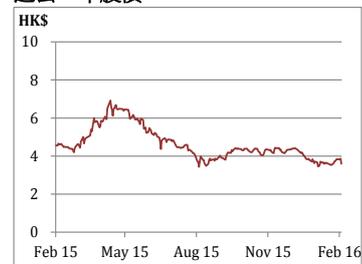
評級	買入
收市價	HK\$3.59
目標價	HK\$4.90
市值(港幣百萬)	14,062
過去3月平均交易(港幣百萬)	18
52周高/低(港幣)	7.14/3.30
發行股數(百萬)	3,917
主要股東	陳卓林(63.0%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1月	5.4%	6.3%
3月	-10.6%	4.7%
6月	12.8%	23.9%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>收入</b>	<b>35,436</b>	<b>38,318</b>	<b>40,430</b>	<b>51,579</b>	<b>57,201</b>
物業發展	34,467	37,037	38,828	49,631	54,818
物業投資	54	70	196	275	304
酒店	368	527	646	824	1,230
物業管理	547	683	760	850	850
銷售成本	(22,822)	(25,887)	(30,061)	(37,861)	(40,802)
<b>毛利</b>	<b>12,615</b>	<b>12,431</b>	<b>10,370</b>	<b>13,718</b>	<b>16,399</b>
銷售費用	(1,523)	(1,784)	(1,900)	(2,166)	(2,402)
行政費用	(1,285)	(1,437)	(1,455)	(1,805)	(2,002)
其他收益	(1)	812	(1,073)	21	13
<b>息稅前收益</b>	<b>9,807</b>	<b>10,021</b>	<b>5,941</b>	<b>9,768</b>	<b>12,008</b>
融資成本	146	(293)	(64)	(43)	(49)
聯營公司	(52)	(73)	(32)	(25)	41
特殊收入	470	470	48	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>10,370</b>	<b>10,126</b>	<b>5,893</b>	<b>9,700</b>	<b>12,000</b>
所得稅	(4,850)	(5,035)	(3,709)	(5,072)	(6,010)
非控制股東權益	(693)	(449)	(490)	(608)	(790)
永久資本證券持有人	-	(355)	(361)	(372)	(372)
<b>淨利潤</b>	<b>4,827</b>	<b>4,287</b>	<b>1,333</b>	<b>3,649</b>	<b>4,828</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>4,695</b>	<b>3,934</b>	<b>1,297</b>	<b>3,649</b>	<b>4,828</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>非流動資產</b>	<b>32,550</b>	<b>29,465</b>	<b>27,434</b>	<b>29,648</b>	<b>31,792</b>
物業、廠房及設備	6,476	7,696	7,600	7,800	8,000
聯營公司	1,088	1,251	1,080	1,100	1,250
投資物業	5,794	5,846	6,400	7,200	8,500
無形資產	57	61	54	48	42
其他	19,134	14,610	12,300	13,500	14,000
<b>流動資產</b>	<b>81,985</b>	<b>94,183</b>	<b>100,981</b>	<b>106,535</b>	<b>113,721</b>
現金及現金等價物	13,033	11,430	10,481	10,935	13,021
應收貿易款項	12,425	11,675	12,000	14,000	16,000
存貨	56,475	70,357	78,000	81,000	84,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	51	721	500	600	700
<b>流動負債</b>	<b>48,816</b>	<b>55,386</b>	<b>53,000</b>	<b>55,700</b>	<b>59,600</b>
借債	12,354	16,471	12,000	11,200	10,800
應付貿易賬款	25,953	26,549	29,000	34,000	38,000
應付稅項	10,509	12,366	12,000	10,500	10,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>29,152</b>	<b>27,167</b>	<b>33,500</b>	<b>34,800</b>	<b>36,200</b>
借債	27,503	25,851	32,000	33,000	34,200
遞延稅項	1,649	1,316	1,500	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>2,715</b>	<b>2,961</b>	<b>3,280</b>	<b>3,400</b>	<b>3,600</b>
<b>永久資本證券</b>	<b>4,486</b>	<b>4,483</b>	<b>4,483</b>	<b>4,483</b>	<b>4,483</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>29,366</b>	<b>33,651</b>	<b>34,152</b>	<b>37,800</b>	<b>41,630</b>
<b>股東權益</b>	<b>29,366</b>	<b>33,651</b>	<b>34,152</b>	<b>37,800</b>	<b>41,630</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	9,807	10,021	5,941	9,768	12,008
折舊和攤銷	195	342	203	210	225
營運資金變動	(12,089)	(6,701)	(5,301)	(1,000)	(3,000)
稅務開支	(4,343)	(4,367)	(3,891)	(6,272)	(5,510)
其他	(3,488)	(1,698)	3,163	(222)	1,504
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(9,918)</b>	<b>(2,402)</b>	<b>114</b>	<b>2,484</b>	<b>5,227</b>
購置固定資產	(1,645)	(1,231)	(661)	(1,210)	(1,725)
聯營公司	(1,918)	(469)	171	(20)	(150)
其他	99	86	(1,240)	(468)	(468)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(3,464)</b>	<b>(1,614)</b>	<b>(1,729)</b>	<b>(1,698)</b>	<b>(2,343)</b>
股份發行	(16)	1,299	-	-	-
淨銀行借貸	15,314	4,410	1,678	200	800
股息	(1,333)	(2,103)	(745)	(433)	(1,498)
其他	546	(276)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>14,511</b>	<b>3,329</b>	<b>933</b>	<b>(233)</b>	<b>(698)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,129</b>	<b>(687)</b>	<b>(683)</b>	<b>554</b>	<b>2,186</b>
年初現金及現金等價物	5,749	6,784	6,068	5,285	5,739
匯兌	(94)	(29)	(100)	(100)	(100)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>6,784</b>	<b>6,068</b>	<b>5,285</b>	<b>5,739</b>	<b>7,825</b>
受限制現金	6,250	5,362	5,196	5,196	5,196
<b>資產負債表的現金</b>	<b>13,033</b>	<b>11,430</b>	<b>10,481</b>	<b>10,935</b>	<b>13,021</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	97.3	96.7	96.0	96.2	95.8
物業投資	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
酒店	1.0	1.4	1.6	1.6	2.1
物業管理	1.5	1.8	1.9	1.6	1.5
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	18.5	8.1	5.5	27.6	10.9
毛利	1.4	(1.5)	(16.6)	32.3	19.5
淨利潤率	(4.7)	2.2	(40.7)	64.4	22.9
淨利潤	(3.5)	(11.2)	(68.9)	173.7	32.3
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	35.6	32.4	25.6	26.6	28.7
稅前利率	29.3	26.4	14.6	18.8	21.0
淨利潤率	13.6	11.2	3.3	7.1	8.4
核心淨利潤率	13.2	10.3	3.2	7.1	8.4
有效稅率	46.8	49.7	62.9	52.3	50.1
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9
平均應收賬款周轉天數	64.0	55.6	54.2	49.5	51.0
平均應付帳款周轉天數	396.7	370.1	337.2	303.7	322.0
平均存貨周轉天數	808.8	894.2	900.7	766.4	738.0
淨負債/ 權益比率 (%)	73.4	75.2	80.0	72.8	64.3
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	16.4	12.7	3.9	9.7	11.6
資產回報率	4.2	3.5	1.0	2.7	3.3
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	1.400	1.222	0.340	0.931	1.233
每股股息(港元)	0.475	0.395	-	0.430	0.500
每股賬面值(人民幣)	8.51	8.59	8.72	9.65	10.63

來源: 公司、招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。