

雅居乐 (3383 HK)

上海/北京路演纪要：未来收入平稳增长

- ❖ **上海/北京路演。**上周，我们与雅居乐投资者关系团队拜访了上海和北京的投资者。许多投资者对3月份房地产市场回暖感兴趣。此外，也和投资者讨论了海南新房政策对公司的影响、2019年新的销售目标、土地收购计划和非房地产业务的发展。
- ❖ **非房地产业务将是主要增长引擎。**在路演期间，管理层透露，房地产销售将以低双位数的速度增长，公司主要的增长动力将是非房地产业务，如**雅生活 (3319 HK, 买入)**和环保业务。在雅居乐和绿地集团的支持下，雅生活以双品牌运营，并迅速扩大市场份额。2018年，收并购和第三方项目的合约面积分别扩张至3,100万平和1.06亿平。截止到18年底，雅居乐有34个固体废物处理厂，其中13个在运营，另外有2个水处理厂在运营。固体废物处理厂的年处理量估计将从2018年的16.7万吨增加到2019年的74.6万吨，并进一步增加到2020年的194万吨。2018年环保业务收入为6.14亿元（人民币，下同）。然而，未来几年整体毛利率指引将从2018年的43.9%下调至30%以上，而该毛利率指引是没有考虑海南清水湾销售贡献的。但从一方面来看，毛利率下降也会使得土增税减少。因此，我们仍然预测未来几年收入增长将保持平稳。
- ❖ **海南的住房政策无法控制。**2018年4月，海南政府收紧了当地房地产政策。海南清水湾的非本地买家需要有两年的社保，而之前并没有此规定。海南清水湾的预售额在18年前4个月约为80亿元，但18年其余时间的销售为40亿元。这是2018年销售未达目标原因之一。此外，雅居乐在2018年9月至11月集中推出的新项目。我们看到市场情绪在四季度转淡，这进一步影响了2018年的销售节奏。2019年，公司将加快销售步伐，在今年第二季度和第三季度推出更多新项目，积极实现2019年的1,130亿元的销售目标。
- ❖ **土地策略。**由于去年四季度市场低迷，雅居乐在去年四季度也放缓了土地收购。2018年，公司新增土储1,111万平。2018年支付的总土地款为335亿元，低于2018年初设定的400亿元计划。截至18年末，公司权益土储达3,623万平，其中27%为位于粤港澳大湾区，足够公司未来3-4年的发展。2019年，公司计划斥资400亿元用于补充土储。主要收购将位于大湾区和长三角核心城市群的一二线城市和周边的卫星城市。除了招拍挂和收并购外，特色城镇和城市更新项目是补充土储的另一个来源。2018年，雅居乐通过体育休闲城的建设收购了威海一块土地，总建面积为82万平。截至18年底，公司已就特色城镇签署了22项投资/框架协议，并就城市更新项目签署了10项合作/框架协议。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	51,607	56,145	68,298	79,939	91,631
净利润(百万人民币)	6,025	7,125	7,537	8,328	9,363
EPS(人民币)	1.552	1.835	1.941	2.145	2.412
EPS变动(%)	163.8	18.3	5.8	10.5	12.4
市盈率(x)	7.1	6.0	5.7	5.1	4.6
市帐率(x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	7.0	7.8	8.6	9.3	10.5
权益收益率(%)	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
净财务杠杆率(%)	71.4	79.1	78.3	75.0	71.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$15.93
(过去目标价)	HK\$15.93)
潜在升幅	+24.1%
当前股价	HK\$12.84

文干森, 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)	50,295
3月平均流通量(百万港元)	96.0
52周内股价高/低(港元)	17.84/8.09
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	17.2%	12.7%
3-月	50.8%	30.2%
6-月	20.3%	6.7%

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

问答环节

问：如何展望2019年中国房地产？

答：事实上，我们对市场是谨慎的。就2019年的销售目标而言，我们仅增加了10%至1,130亿元（人民币，下同）。一方面，我们受到海南地方政策的影响，但另一方面，银行更愿意为购房者发放房贷，特别是房贷利率在2019年有所下降。我们预计2019年房地产市场将保持稳定。

问：目前海南房地产市场情况如何？

答：2018年4月，海南省政府收紧了房地产政策，遏制房地产市场过热。在三亚，非本地购房者需要有5年的社保，而不是之前的2年。在海南清水湾所在的陵水，非本地购房者需要2年的社保，而之前并不需要社保年限。因此，海南清水湾的物业销售受一定影响。在2018年的前4个月，海南清水湾的预售额达到80亿元。在2018年余下的时间里，销售只达到了40亿元。事实上，在2018年4月海南自由贸易试验区宣布后，海南省政府推出了更为宽松的人才引进计划。2019年，任何55岁以下的大学毕业生都可以在海南申请户口，并在当地买房。与此同时，公司在海口投资了另一个项目。海口项目是面向当地的客户，海口的住房需求实际并没有减少很多。

问：毛利润或净利润指引是多少？

答：2018年，毛利率和净利润率分别为43.9%和12.7%。公司审慎估计未来毛利率，并且并没有考虑海南清水湾的任何贡献。因此我们认为未来的毛利率将超过30%。虽然海南清水湾项目的毛利率超过60%，但其高毛利率将带来巨大的土地增值税。其次，公司将更好地控制销售和管理费用。2018年，公司新进入多元化业务发展，使得员工成本上升，员工人数从2017年的约17,000人增加到2018年的约24,000人。第三，2018年非资本化外汇损失为12.5亿元。根据目前的人民币汇率变动，预计2019年不会再有外汇损失。最后，2019年将有更多的联营和合营贡献利润。因此，预计净利润率将与2018年相近。

问：公司在2019年的土地收购预算？

答：一般来说，公司会使用大约40-50%的预售额用于补充土储。2018年，雅居乐投资了330亿元用于土地收购，低于年初预算。主要是因为年内市场经历了低迷，公司在去年四季度停止了土地收购。2019年，土地收购预算为400亿元，并重点关注在现有项目的周边城市，尤其在华东地区和大湾区。除了补充土储的支出外，雅居乐还将在2019年投资100亿元用于非房地产业务。

问：公司收购土地的渠道是什么？

答：除了公开市场招拍挂和收并购外，雅居乐还将通过特色小镇和城市更新获得土地。截至2018年12月31日，雅居乐在特色小镇项目上签订了22项投资/框架协议。特色小镇的发展战略主要集中在三个特征：文化旅游、体育和健康。2018年，雅居乐完成取得在威海的一个特色小镇项目，该项目以体育休闲为特色。总建筑面积为82万平。此外，公司将在4+13个重点城市（4个积极开拓城市+13个机遇城市）通过城市更新获得土地。截至2018年12月31日，雅居乐就城市更新项目签订了10项合作/框架协议。4个积极开发的城市分别是中山、深圳、珠海和东莞。其他13个潜在城市分别是广州、北京、武汉、成都、西安等。

问：截至18年底，已售未结转的情况？

答：截至2018年12月31日，在子公司已售未结转物业约有220亿元。另外合营和联营公司已售未结转物业还有150-170亿元。

问：为什么新开工面积从2018年的1,240万平下降到2019年的990万平？

答：虽然新开工计划在2019年下降20%至990万平方米，但在建的建筑面积计划从2018年的2,064万平增加到2019年的2,450万平。因此，2019年可售资源为1,357万平方米，而2018年的可售为1,333万平。此外，由于价格上涨，并且2019年华东地区的贡献将会增加，预计预售额均价将从2018年的12-13,000元/平上升至2019年的15,000元/平。

问：2019年非房地产业务的表现如何？

答：公司主要增长动力将是非房地产业务。非房地产业务在2018年占总收入的约6.5%。预计2019年非房地产业务将占总收入的15-20%。公司旗下物业公司**雅生活（3319 HK，买入）**于2018年成功分拆。雅生活拥有双品牌：雅居乐物业管理和绿地物业管理。截止2018年底，雅生活从雅居乐获得了7,040万平的合约面积，从绿地获得了2,200万平的合约面积。此外，雅生活还通过收并购获得了3,100万平的合约面积，从第三方开发商获得了1.064亿平的合约面积。2018年，雅生活收入大幅增长92%至33.8亿元。由于雅生活的快速扩张，预计2019年的收入依然将大幅增长。其次，环保业务运作良好。截至18年底，雅居乐拥有了36个环保项目，其中34个是固体废物处理厂，2个是水处理厂。在34个固体废物处理厂中，有13个在运行，17个正在建设中，4个正在准备中。固体废物处理厂的年处理量估计将从2018年的16.7万吨增加到2019年的74.6万吨，并在2020年进一步增加到194万吨。2018年环保业务收入为6.14亿元。第三，公司在2018年开始了新的房地产建设管理业务。新代建业务是轻资产模式，为第三方提供完整的产业链服务。2018年，雅居乐签署了6个合同项目，可售资源为200亿元。2018年房地产建设管理收入约为1.50亿元。

问：资金成本的指引？

答：公司的融资成本在2018年底为6.49%。由于公司在2018年11月发行了4亿美元9.5%的4年期票据，2019年的融资成本将略有上升。

问：股息政策有任何变化吗？

答：维持在45-50%的派息率。

问：2019年现金流指引？

答：

人民币，亿	18年实际	19年预计
预售额回款	620	720
其他业务收入回款	71	150
现金流入	691	870
建安费	-189	-240
土地款/投资/收并购	-459	-479
销售及管理费用	-42	-72
税费	-123	-130
利息支出	-44	-72
分红派息	-47	-50
其他	-1	-2
现金流出	-905	-1,045
净现金流入/流出	-214	-175

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	51,607	56,145	68,298	79,939	91,631
物业发展	49,262	52,488	60,914	70,051	78,457
物业投资	167	189	198	210	223
酒店	684	722	794	873	961
物业管理	1,290	2,133	5,502	7,630	10,440
环保	205	614	890	1,175	1,551
销售成本	(30,920)	(31,471)	(42,083)	(50,677)	(59,653)
毛利	20,687	24,674	26,216	29,262	31,978
销售费用	(2,259)	(2,318)	(2,390)	(2,638)	(2,932)
行政费用	(2,044)	(2,910)	(3,073)	(3,278)	(3,574)
其他收益	210	720	386	173	93
息税前收益	16,594	20,166	21,138	23,520	25,565
融资成本	(899)	(2,744)	(1,702)	(1,328)	(1,345)
联营公司	169	27	50	68	84
特殊收入	4	1,952	-	-	-
税前利润	15,869	19,401	19,486	22,260	24,304
所得税	(9,089)	(11,043)	(10,451)	(11,815)	(12,765)
非控制股东权益	(282)	(556)	(821)	(1,440)	(1,498)
永久资本证券持有人	(473)	(677)	(677)	(677)	(677)
净利润	6,025	7,125	7,537	8,328	9,363
核心净利润	6,022	5,661	7,537	8,328	9,363

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	50,714	63,538	61,880	67,320	74,170
物业、厂房及设备	7,573	8,754	9,800	11,200	12,500
联营公司	7,006	10,088	9,800	9,600	9,400
投资物业	5,887	8,804	9,000	9,400	9,850
无形资产	1,458	2,101	2,300	2,500	2,800
其他	28,790	33,791	30,980	34,620	39,620
流动资产	112,644	166,908	156,292	161,134	168,306
现金及现金等价物	30,120	45,062	36,392	33,134	32,006
应收贸易款项	16,396	27,735	24,000	28,200	30,000
存货	62,669	87,714	90,000	94,000	100,000
关连款项	1,204	3,232	2,400	1,800	1,800
其他	2,254	3,165	3,500	4,000	4,500
流动负债	83,473	120,378	101,380	102,500	104,500
借债	27,146	35,333	30,000	28,000	26,000
应付贸易账款	42,725	68,024	55,200	59,300	63,500
应付税项	13,361	17,015	16,100	15,200	15,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	241	7	80	-	-
非流动负债	35,708	55,087	56,000	58,100	62,200
借债	34,529	53,196	54,000	56,000	60,000
递延税项	1,175	1,884	2,000	2,100	2,200
其他	4	6	-	-	-
少数股东权益	2,312	5,407	5,200	5,600	6,000
永久资本证券	5,529	8,335	8,500	8,720	8,900
净资产总值	36,335	41,239	47,092	53,534	60,876
股东权益	36,335	41,239	47,092	53,534	60,876

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	16,594	20,166	21,138	23,520	25,565
折旧和摊销	591	603	792	846	950
营运资金变动	(4,061)	(8,055)	(11,374)	(4,100)	(3,600)
税务开支	(7,210)	(8,159)	(11,250)	(12,615)	(12,865)
其他	(2,961)	(1,927)	2,293	(4,077)	(6,029)
经营活动所得现金净额	2,953	2,628	1,598	3,573	4,020
购置固定资产	(2,931)	(1,677)	(1,892)	(2,496)	(2,512)
联营公司	456	(3,056)	288	200	200
其他	(4,485)	(12,976)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(6,960)	(17,708)	(2,071)	(2,763)	(2,780)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	17,149	24,789	(4,529)	-	2,000
股息	(2,762)	(3,960)	(3,473)	(3,873)	(4,174)
其他	(3,629)	10,907	-	-	-
融资活动所得现金净额	10,758	31,736	(8,002)	(3,873)	(2,174)
现金增加净额	6,751	16,655	(8,475)	(3,063)	(933)
年初现金及现金等价物	12,432	19,042	35,776	27,107	23,849
汇兑	(141)	79	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	19,042	35,776	27,107	23,849	22,721
受限制现金	11,078	9,285	9,285	9,285	9,285
资产负债表中的现金	30,120	45,062	36,392	33,134	32,006

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	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	95.5	93.5	89.2	87.6	85.6
物业投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
物业管理	2.5	3.8	8.1	9.5	11.4
环保	0.4	1.1	1.3	1.5	1.7
总额	99.6	98.9	98.7	98.5	98.3
增长 (%)					
收入	10.6	8.8	21.6	17.0	14.6
毛利	67.3	19.3	6.2	11.6	9.3
净利润率	93.9	21.5	4.8	11.3	8.7
净利润	163.8	18.3	5.8	10.5	12.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.1	43.9	38.4	36.6	34.9
税前利率	30.7	34.6	28.5	27.8	26.5
净利润率	11.7	12.7	11.0	10.4	10.2
核心净利润率	11.7	10.1	11.0	10.4	10.2
有效税率	57.3	56.9	53.6	53.1	52.5
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	58.0	90.2	64.1	64.4	59.8
平均应付账款周转天数	439.4	642.2	534.4	412.3	375.7
平均存货周转天数	725.8	872.1	770.7	662.6	593.5
净负债/权益比率 (%)	71.4	79.1	78.3	75.0	71.3
回报率 (%)					
资本回报率	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
资产回报率	3.7	3.1	3.5	3.6	3.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.552	1.835	1.941	2.145	2.412
每股股息(港元)	0.900	1.000	1.100	1.200	1.350
每股账面值(人民币)	9.28	10.53	12.02	13.67	15.54

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上责任。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。