

雅居乐 (3383 HK, HK\$4.34, 目标价: HK\$4.82, 买入) — 困境已过

❖ **2015 年基础盈利下跌 66%。**受惠于交付面积增加 20.1%至 479 万平方米，雅居乐 2015 年营业额上升 12.2%至 430 亿元(人民币·下同)。因为建筑成本及地价上升，但确认均价下跌 6.9%至每平方米 8,642 元，所以 2015 年毛利率下跌 7.3 个百分点至 25.1%；此外，约 11 亿元的汇兑损失进一步打击 2015 年盈利。扣除投资物业重估，2015 年基础盈利下跌 66%至 13.4 亿元，公司宣布派发每股 0.145 港元末期股息及 0.25 港元特别股息。

❖ **保守的销售目标。**2015 年的物业销售金额及面积分别增加 0.2%至 442 亿元及 10.5%至 507 万平方米，公司 2015 年主要目标为去库存。公司在 2015 年只买入两幅位于长沙及广州的土地，楼面面积共 21 万平方米。截至 2016 年 3 月，总土地储备为 3,487 万平方米，平均土地成本为每平方米 1,117 元。以 806 万平方米的 69 个现有项目为可售资源，2016 年的销售目标为 460 亿元。

❖ **优化债务结构。**在 2015 年面对汇兑损失 11 亿元，雅居乐将聚焦于财务策略。首先，通过偿还部份境外债务及进行外汇对冲，公司会减少汇兑风险，2015 年末，境外债务占总债务约 48%；第二，雅居乐透过增加境内融资将债务成本降低，公司将希望将债务成本由现在的 8.5%下降约 2 个百分点；最后，2015 年末的净借贷与总股本比率为 64.0%，公司希望净借贷与总股本比率维持在健康水平。

❖ **未来分拆物业管理业务上市。**2015 年来自物业管理业务的营业额及经营盈利分别上升 19.0%至 8.13 亿元及 85.6%至 1.22 亿元，管理面积也由 2014 年的 2,310 万平方米增加至 2015 年的 4,780 万平方米。公司希望 2016 年的管理面积及物业管理业务的营业额分别达至 6,000 万平方米及 10 亿元，届时，公司将分拆物业管理业务上市。

❖ **因估值吸引，重申「买入」评级。**2016 年 1-2 月，雅居乐的合同销售总额及面积分别增加 36.4%至 63.7 亿元及 37.9%至 64 万平方米。不过，公司定下的 2016 年销售目标略为保守，所以我们分别下调 2016-17 年的盈利预测 9.6%至 33.0 亿元及 12.9%至 42.1 亿元。此外，我们目标价由 4.90 港元下调至 4.82 港元，相等于 2016 年底的资产净值预测 16.07 港元折让 70%，我们重申「买入」评级。

雅居乐 (3383 HK)

评级	买入
收市价	HK\$4.34
目标价	HK\$4.82
市值 (港币百万)	17,000
过去 3 月平均交易 (港币百万)	20.7
52 周高/低 (港币)	7.14/3.33
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	9.1%	1.8%
3 月	-4.3%	2.0%
6 月	4.0%	9.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	38,318	43,004	49,420	52,778	54,301
净利润 (百万元人民币)	4,287	1,390	3,298	4,205	5,518
每股收益 (人民币)	1.222	0.358	0.842	1.074	1.409
每股收益变动 (%)	(12.7)	(70.7)	135.1	27.5	31.2
市盈率(x)	3.0	10.2	4.3	3.4	2.6
市帐率(x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
股息率 (%)	9.1	9.1	6.9	8.5	10.4
权益收益率 (%)	12.7	4.1	9.1	10.6	12.4
净财务杠杆率 (%)	75.2	64.0	75.2	72.0	69.3

来源: 公司、招银国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	38,318	43,004	49,420	52,778	54,301
物业发展	37,037	41,421	47,489	50,430	51,600
物业投资	70	96	213	246	285
酒店	527	674	738	1,025	1,217
物业管理	683	813	980	1,078	1,200
销售成本	(25,887)	(32,191)	(36,636)	(37,718)	(37,051)
毛利	12,431	10,813	12,785	15,060	17,250
销售费用	(1,784)	(1,786)	(1,977)	(2,164)	(2,335)
行政费用	(1,437)	(1,444)	(1,631)	(1,847)	(2,009)
其他收益	812	(918)	48	23	25
息税前收益	10,021	6,666	9,225	11,072	12,931
融资成本	(293)	(417)	(13)	(42)	(72)
联营公司	(73)	(115)	(25)	41	188
特殊收入	470	63	-	-	-
税前利润	10,126	6,196	9,187	11,071	13,048
所得税	(5,035)	(3,895)	(4,915)	(5,783)	(6,620)
非控制股东权益	(449)	(553)	(603)	(710)	(538)
永久资本证券持有人	(355)	(359)	(372)	(372)	(372)
净利润	4,287	1,390	3,298	4,205	5,518
核心净利润	3,934	1,343	3,298	4,205	5,518

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	29,465	27,194	30,790	33,284	36,634
物业、厂房及设备	7,696	6,652	7,200	7,800	8,400
联营公司	1,251	1,137	1,100	1,200	1,250
投资物业	5,846	6,369	7,200	8,500	9,200
无形资产	61	54	48	42	42
其他	14,610	12,982	15,242	15,742	17,742
流动资产	94,183	90,119	94,855	100,158	107,303
现金及现金等价物	11,430	13,137	10,055	10,358	11,503
应收贸易款项	11,675	8,383	10,000	10,800	11,600
存货	70,357	66,953	73,000	77,000	82,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	721	1,645	1,800	2,000	2,200
流动负债	55,386	50,531	48,100	49,800	52,300
借债	16,471	16,487	11,200	10,800	11,000
应付贸易账款	26,549	22,731	26,400	28,200	30,500
应付税项	12,366	11,312	10,500	10,800	10,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	27,167	24,787	33,450	35,800	39,000
借债	25,851	23,543	32,000	34,000	37,000
递延税项	1,316	1,244	1,450	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	2,961	3,198	3,300	3,500	3,600
永久资本证券	4,483	4,489	4,489	4,489	4,489
净资产总值	33,651	34,308	36,306	39,853	44,548
股东权益	33,651	34,308	36,306	39,853	44,548

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)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	10,021	6,666	9,225	11,072	12,931
折旧和摊销	342	367	195	216	245
营运资金变动	(6,701)	4,983	(6,085)	(4,000)	(5,300)
税务开支	(4,367)	(5,021)	(5,521)	(5,133)	(6,420)
其他	(1,698)	(1,556)	(344)	385	(98)
经营活动所得现金净额	(2,402)	5,439	(2,529)	2,540	1,357
购置固定资产	(1,231)	154	(1,574)	(2,116)	(1,545)
联营公司	(469)	115	37	(100)	(50)
其他	86	(1,240)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(1,614)	(971)	(2,005)	(2,684)	(2,062)
股份发行	1,299	-	-	-	-
净银行借贷	4,410	(2,291)	3,170	1,600	3,200
股息	(2,103)	(737)	(1,617)	(1,053)	(1,250)
其他	(276)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,329	(3,028)	1,552	547	1,950
现金增加净额	(687)	1,439	(2,982)	403	1,245
年初现金及现金等价物	6,784	6,068	7,407	4,325	4,628
汇兑	(29)	(100)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	6,068	7,407	4,325	4,628	5,773
受限制现金	5,362	5,730	5,730	5,730	5,730
资产负债表上的现金	11,430	13,137	10,055	10,358	11,503

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	96.7	96.3	96.1	95.6	95.0
物业投资	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
酒店	1.4	1.6	1.5	1.9	2.2
物业管理	1.8	1.9	2.0	2.0	2.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	8.1	12.2	14.9	6.8	2.9
毛利	(1.5)	(13.0)	18.2	17.8	14.5
净利润率	2.2	(33.5)	38.4	20.0	16.8
净利润	(11.2)	(67.6)	137.2	27.5	31.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.4	25.1	25.9	28.5	31.8
税前利率	26.4	14.4	18.6	21.0	24.0
净利润率	11.2	3.2	6.7	8.0	10.2
核心净利润率	10.3	3.1	6.7	8.0	10.2
有效税率	49.7	62.9	53.5	52.2	50.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.8	2.0	2.0	2.1
平均应收账款周转天数	55.6	35.6	36.9	37.3	39.0
平均应付账款周转天数	370.1	279.4	244.7	264.2	289.1
平均存货周转天数	894.2	778.5	697.2	725.8	783.2
净负债/ 权益比率 (%)	75.2	64.0	75.2	72.0	69.3
回报率 (%)					
资本回报率	12.7	4.1	9.1	10.6	12.4
资产回报率	3.5	1.2	2.6	3.2	3.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.222	0.358	0.842	1.074	1.409
每股股息(港元)	0.395	0.395	0.300	0.370	0.450
每股账面值(人民币)	8.59	8.76	9.27	10.17	11.37

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 年证券交易法规则 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。