

雅居乐 (3383 HK)

更多分拆反映真价值

2020上半年收入增长23.7%至335亿元(人民币·下同),净利润增长1.0%至51.2亿元,较我们预期少5.1%。截至7月底,雅居乐完成55%的销售目标。我们上调目标价,从13.71港元上调至13.89港元。维持买入评级。

- **上半年盈利温和增长。**2020上半年收入增长23.7%至335亿元,净利润增长1.0%至51.2亿元,较我们预期的54.0亿元低5.1%。期内物业销售收入增长18.7%,物业管理收入更急升1.1倍至31.8亿元。毛利率增加4个百分点至34.4%,但减少的其他收入拖低息税折旧前盈利(EBIT)边际利润4个百分点至36.5%。2020上半年基础盈利上升32.9%至53.1亿元,中期股息由去年同期的0.6港元下降至期内的0.5港元。
- **产品目标客户群为首置及改善型。**雅居乐于2020上半年合同销售金额为551亿元,7月份为106亿元,已完成全年销售目标1,200亿元的55%。公司在下半年将推出值1,650亿元货值的物业供销售。全年推售的物业,其中89%针对首置及改善型客户群,及约43%的物业为于华东及大湾区。
- **应占权益土地储备4,195万平方米。**雅居乐于2020上半年购入20个地产项目,应占权益面积为347万平方米。截至2020年6月,应占权益土地储备达4,195万平方米,平均楼面价为每平方米3,373元。截至2020年6月,公司已锁定700万平方米的城市更新项目,总货值为2,400亿元。
- **多元化业务为王牌。**继2018年2月成功分拆雅生活(3319 HK,买入)后,雅居乐正在推进对旗下雅城的股份分拆,并在港交所独立上市。多元化业务对公司越来越重要,雅生活的价值占我们预测2020年的资产净值28%,而多元化业务对收入贡献由2019上半年的9.0%上升至2020上半年的12.6%。未来更多的分拆将可反映雅居乐的真实价值。
- **上调目标价。**我们维持盈利预测不变。截至2020年6月,已预售仍待入账的物业价值950亿元,其中458亿元可供并表。我们将2020年末资产净值从27.41港元上调至每股27.78港元。根据对资产净值50%折让,我们将目标价从13.71港元上调至13.89港元。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	56,145	60,239	72,275	83,865	92,159
同比增长(%)	8.8	7.3	20.0	16.0	9.9
净利润(百万元人民币)	7,125	7,512	7,917	9,361	10,205
每股盈利(人民币)	1.835	1.935	2.02	2.39	2.61
每股盈利变动(%)	18.3	5.4	4.5	18.2	9.0
市场每均盈利预测(人民币)	N.A.	N.A.	2.05	2.32	2.67
市盈率(倍)	5.2	4.9	4.7	4.0	3.6
市帐率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	9.5	9.5	9.5	10.9	12.3
权益收益率(%)	17.3	16.9	15.5	16.0	15.3
净负债率(%)	79.1	82.8	80.7	74.3	73.9

数据来源:公司,彭博,招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$13.89
(此前目标价)	HK\$13.71)
潜在升幅	+31.8%
当前股价	HK\$10.54

中国房地产行业

文干森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

公司资料

市值(百万港元)	41,286
3月平均流通量(百万港元)	68.33
52周内股价高/低(港元)	12.36/ 7.60
总股本(百万)	3,917

数据来源:彭博

股东结构

陈卓林	66.3%
自由流通	33.7%

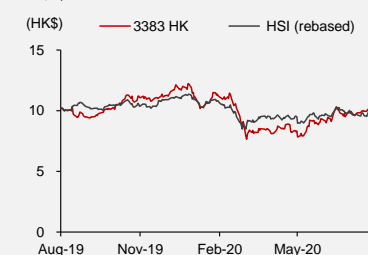
数据来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.3%	8.5%
3-月	26.4%	22.2%
6-月	-5.7%	2.5%

数据来源:彭博

股份表现



数据来源:彭博

审计师:罗兵威

财务分析

利润表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	56,145	60,239	72,275	83,865	92,159
物业销售	52,488	54,177	64,200	70,620	76,270
租金收入	189	173	180	189	200
酒店运营	722	802	882	970	1,067
物业管理	2,133	3,577	5,125	9,595	11,259
生态业务	614	1,510	1,888	2,492	3,364
销售成本	(31,471)	(41,881)	(49,229)	(56,408)	(62,041)
毛利	24,674	18,358	23,045	27,458	30,119
其它收入	977	5,818	1,821	1,952	2,122
销售费用	(2,318)	(2,026)	(2,313)	(2,768)	(3,226)
管理费用	(2,910)	(3,999)	(3,108)	(3,522)	(3,871)
其它运营费用	(257)	(228)	(361)	(419)	(461)
营业利润	20,166	17,923	19,084	22,700	24,683
融资成本	(2,744)	(2,530)	(1,871)	(1,885)	(1,979)
合资及联营企业	27	1,086	810	845	880
特殊项目	1,952	117	13	-	-
税前利润	19,401	16,596	18,036	21,660	23,584
所得税	(11,043)	(7,363)	(8,284)	(10,229)	(11,097)
非控制股东权益	(556)	(871)	(985)	(1,221)	(1,433)
永久利息	(677)	(850)	(850)	(850)	(850)
净利润	7,125	7,512	7,917	9,361	10,205

现金流量表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	20,166	17,923	19,084	22,700	24,683
折旧和摊销	603	866	985	966	1,036
运营资金变动	(8,055)	(19,809)	(15,950)	(4,400)	(10,000)
所得税	(8,159)	(9,276)	(9,426)	(10,109)	(11,097)
其它	(1,927)	(4,255)	4,441	(3,333)	(2,860)
经营活动所得现金净额	2,628	(14,551)	(866)	5,824	1,763
资本开支	(1,677)	(1,967)	(369)	(2,223)	(1,678)
联营公司	(3,056)	(2,091)	1,911	(500)	(1,100)
其它	(12,976)	7,939	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(17,708)	3,881	1,074	(3,191)	(3,246)
股份发行	0	-	-	-	-
净借贷	24,789	5,449	(5,670)	7,000	2,000
股息	(3,960)	(4,124)	(3,150)	(3,689)	(4,216)
其它	10,907	7,126	-	-	-
融资活动所得现金净额	31,736	8,451	(8,820)	3,311	(2,216)
现金增加净额	16,655	(2,219)	(8,611)	5,944	(3,699)
年初现金	19,042	35,776	33,551	24,745	30,494
汇兑	79	(6)	(195)	(195)	(195)
年末现金	35,776	33,551	24,745	30,494	26,600
已抵押银行存款	9,285	9,004	8,046	8,046	8,046
资产负债表现金	45,062	42,555	32,791	38,540	34,646

资产负债表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	63,538	82,467	75,640	80,030	84,020
固定资产	8,754	11,702	11,200	12,500	13,000
投资性房地产	8,804	8,496	8,620	8,810	9,200
合资及联营公司投资	10,088	14,711	12,800	13,300	14,400
无形资产	2,101	5,475	2,500	2,800	2,800
其它非流动资产	33,791	42,083	40,520	42,620	44,620
流动资产	166,908	190,764	182,891	197,840	204,246
现金	45,062	42,555	32,791	38,540	34,646
应收账款	27,735	35,360	28,300	30,000	33,000
存货	87,714	105,462	116,000	123,000	130,000
其它流动资产	6,397	7,388	5,800	6,300	6,600
流动负债	120,378	147,668	126,435	133,750	135,750
借贷	35,333	42,297	35,000	38,000	40,000
应付帐款	42,534	53,918	43,100	45,200	45,200
合同负债	25,490	33,654	32,000	34,200	34,200
递延税款	17,015	17,563	16,100	16,100	16,100
其它	7	236	235	250	250
非流动负债	55,087	60,228	60,000	64,120	64,120
借贷	53,196	54,373	56,000	60,000	60,000
其它	1,890	5,855	4,000	4,120	4,120
股东权益	41,239	44,474	51,029	58,633	66,730
少数股东权益	5,407	7,296	7,500	7,800	8,100
永久性证券	8,335	13,567	13,567	13,567	13,567
总权益	54,981	65,336	72,096	80,000	88,396

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
物业销售	93.5	89.9	88.8	84.2	82.8
租金收入	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
酒店运营	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
物业管理	3.8	5.9	7.1	11.4	12.2
生态业务	1.1	2.5	2.6	3.0	3.7
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.9	30.5	31.9	32.7	32.7
息税前利率	35.9	29.8	26.4	27.1	26.8
净利润率	12.7	12.5	11.0	11.2	11.1
有效税率	56.9	44.4	45.9	47.2	47.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5
应收账款周转天数	180.3	214.3	142.9	130.6	130.7
应付帐款周转天数	276.5	326.7	217.7	196.7	179.0
存货周转天数	1017.3	919.1	860.1	795.9	764.8
净负债率 (%)	79.1	82.8	80.7	74.3	73.9
回报率 (%)					
资本回报率	17.3	16.9	15.5	16.0	15.3
资产回报率	3.1	2.7	3.1	3.4	3.5
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.84	1.93	2.02	2.39	2.61
每股股息 (人民币)	1.00	1.00	1.00	1.15	1.30
每股账面价值 (人民币)	10.53	11.35	13.03	14.97	17.04

数据源：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。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。