

雅居樂 (3383 HK)

業務多元化, 仍重申買入

- ❖ **前 10 個月完成 71% 的銷售目標。**今年前 10 個月雅居樂實現合約銷售 783 億元(人民幣·下同), 同比增長 23.1%, 相等於全年銷售目標 1,100 億元的 71%。我們認為儘管雲南強勁的銷售業績緩解了部分銷售壓力, 但海南嚴格的限購政策影響了銷售節奏。鑒於近期市場降溫, 我們擔心雅居樂可能無法實現全年銷售目標, 我們預計 2018 年全年銷售額將達到 1,000 億元。與此同時, 我們上周訪問了公司瞭解其最新的 3 個業務綫。在成功分拆雅生活 (3319 HK, 買入) 後, 公司對其非物業銷售業務充滿信心。管理層預計到 2021 年, 非物業銷售業務的貢獻將占總收入的 30%, 到 2023 年將進一步達到 50%。
- ❖ **項目代建是一種輕資產模式。**在目前激烈的市場競爭中, 我們認為大型開發商可以利用其規模效益和品牌影響力幫助小型開發商開發項目, 實現雙贏。雅居樂房管集團于 2018 年 4 月成立, 為客戶提供房地產開發全產業鏈的管理服務。目前, 公司有 7 個項目在手, 并預計明年將增加 12-15 個項目。項目代建是一項輕資產業務, 成本主要是人工費用。一般而言, 代建公司將收取 6-8% 的房產價值作為管理費, 淨利潤率可達 50-60%。
- ❖ **建立“建築標準化”。**綜合建築業務多元化, 是以一般建築承包、園林綠化和家居裝飾為“主營業務”; 設計諮詢和材料貿易為“配套業務”; 拎包入住和建築維護為“創新業務”。2018 年, 建築業務的大部分收入來自控股公司, 管理層希望將來有大約 40% 的收入來自第三方。
- ❖ **環保業務很快就結出成果。**環保業務進一步分為 3 個子業務: 固體廢物管理, 環境恢復和智能水服務。環保業務是高門檻, 對技術和資金需求巨大。雅居樂與中國科學院和同濟大學合作, 并已在 14 個省市開展業務。現在, 9 個項目已經開始運營并帶來了收入, 預計明年將有 8-10 個項目投入運營。
- ❖ **下調盈利預測及目標價。**由于銷售放緩和預期外匯損失, 我們將 2018/19 年的盈利預測下調 2.4/9.9% 至 79.1/90.3 億元。此外, 我們引入 19 年底預測每股資產淨值為 27.40 港元。因此, 我們將目標價由 18.04 港元下調至 15.07 港元, 較資產淨值折讓 45%。重申買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	46,679	51,607	59,383	67,457	80,364
淨利潤 (百萬人民幣)	2,284	6,025	7,909	9,026	10,696
EPS (人民幣)	0.588	1.552	2.019	2.304	2.731
EPS 變動 (%)	64.3	163.8	30.1	14.1	18.5
市盈率(x)	15.6	5.9	4.6	4.0	3.4
市帳率(x)	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	4.3	8.6	11.3	12.6	14.9
權益收益率 (%)	6.5	16.6	18.9	18.6	18.9
淨財務杠杆率 (%)	49.1	71.4	82.0	82.6	74.0

資料來源: 公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$15.07
(過去目標價)	HK\$18.04)
潛在升幅	+44.1%
當前股價	HK\$10.46

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	40,972
3 月平均流通量 (百萬港元)	85.2
5 周內股價高/低 (港元)	17.84/8.23
總股本 (百萬)	3,917

資料來源: 彭博

股東結構

陳卓林	64.43%
自由流通	35.57%

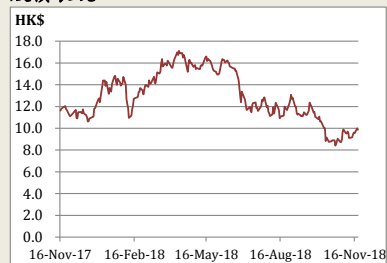
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.4%	-8.9%
3-月	-16.7%	-12.3%
6-月	-38.1%	-26.7%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: PwC

公司網站: www.agile.com.cn

財務報表

利潤表

年結: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)
联营公司	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

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結: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
联营公司	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

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結: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

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結: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
平均应付账款周转天数	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

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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，本公司及其僱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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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 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士。