

# 雅居樂 (3383 HK)

## 眼見為實

**概要。**我們參觀了雅居樂在江蘇和福建的三個環保設施。雅居樂環保集團聚焦固體廢棄物、環境修復和水務三大領域。截至2018年12月，公司已有13間固體廢物處理廠投入營運，17間仍在建設中，4家正準備投入營運，另外亦有兩間廢水處理廠正在營運。公司在回報和表現方面令人滿意，2018年錄得經營利潤率32%。隨著新環保設施陸續投入營運，我們認為公司發展前景廣闊，將迎來強勁增長。

- **江蘇和合環保 (75%股權)**。江蘇和合于2000年成立，2017年被雅居樂收購，從事危險廢物和垃圾填埋處置業務，總投資3.6億元（人民幣，下同）。江蘇和合每年可處理5萬噸污泥和填埋8萬噸固體廢物。自2017年11月起，公司獲批16年填埋服務經營權。2018年錄得收入2.19億元。
- **鎮江市和運工業廢水處理 (75%股權)**。它是江蘇和合的全資子公司，主要從事水務。鎮江市和運于2012年成立，是江蘇領先的廢水處理廠。其日均處理規模為10,000噸，當中包括800噸工業廢水處理。總投資1.8億元，2018年錄得收入5,000萬元。
- **邵武綠益新環保產業開發 (60%股權)**。綠益新于2018年12月開始營運，公司位于福建，每年處理6萬噸危險廢物，包括4萬噸危險廢物綜合利用，以及2萬噸危險焚燒。此外，公司擁有23.5萬立方米的危險廢物填埋場，三個板塊總投資3.08億元。
- **總廢物處理規模預計將從2018年的17萬噸，大幅提升至2021年的292萬噸。**雅居樂環保集團于2015年成立，公司正處於迅速發展的階段。截至2018年12月，公司于15個省份/直轄市收購了36個項目，累計投資超過100億元。2018年收入和經營利潤分別大幅增長200%至6.14億元，以及685%至1.97億元。固體廢物和廢水的年處理規模將分別從2018年的17萬噸大幅提升至2021年的292萬噸，以及從2018年的2,800萬噸增加至2021年的3,600萬噸。母公司雅居樂或在未來將雅居樂環保集團獨立分拆。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	51,607	56,145	68,298	79,939	91,631
同比增長(%)	10.6	8.8	21.6	17.0	14.6
淨收入(百萬元人民幣)	6,025	7,125	7,537	8,328	9,362
每股盈利(人民幣)	1.552	1.835	1.941	2.145	2.411
每股盈利變動(%)	163.8	18.3	5.8	10.5	12.4
市盈率(倍)	5.7	4.8	4.5	4.1	3.6
市帳率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	9.0	10.0	11.0	12.0	13.5
權益收益率(%)	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
不良貸款率(%)	71.4	79.1	78.4	75.2	71.6

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$15.93
(此前目標價)	HK\$15.93)
潛在升幅	+59.8%
當前股價	HK\$9.97

### 中國房地產行業

#### 文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

#### 黃程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

#### 公司數據

市值(百萬港元)	39,053
3月平均流通量(百萬港元)	114.6
52周內股價高/低(港元)	16.58/8.09
總股本(百萬)	3,917

資料來源：彭博

#### 股東結構

陳卓林	64.4%
自由流通	35.6%

資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-17.5%	-7.3%
3-月	-6.4%	1.3%
6-月	-4.0%	-2.2%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

## 財務分析

### 利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>51,607</b>	<b>56,145</b>	<b>68,298</b>	<b>79,939</b>	<b>91,631</b>
物業發展	49,262	52,488	60,914	70,051	78,457
物業投資	167	189	198	210	223
酒店	684	722	794	873	961
物業管理	1,290	2,133	5,502	7,630	10,440
其他	205	614	890	1,175	1,551
銷售成本	(30,920)	(31,471)	(42,083)	(50,677)	(59,653)
<b>毛利</b>	<b>20,687</b>	<b>24,674</b>	<b>26,216</b>	<b>29,262</b>	<b>31,978</b>
其他收益	606	977	727	572	550
銷售費用	(2,259)	(2,318)	(2,390)	(2,638)	(2,932)
行政費用	(2,044)	(2,910)	(3,073)	(3,278)	(3,574)
其他費用	(397)	(257)	(341)	(400)	(458)
<b>息稅前收益</b>	<b>16,594</b>	<b>20,166</b>	<b>21,137</b>	<b>23,519</b>	<b>25,564</b>
融資成本	(899)	(2,744)	(1,702)	(1,328)	(1,345)
聯營/合營公司	169	27	50	68	84
特殊收入	4	1,952	0	0	0
<b>稅前利潤</b>	<b>15,869</b>	<b>19,401</b>	<b>19,486</b>	<b>22,259</b>	<b>24,303</b>
所得稅	(9,089)	(11,043)	(10,451)	(11,815)	(12,765)
非控制股東權益	(282)	(556)	(821)	(1,440)	(1,498)
永續債	(473)	(677)	(677)	(677)	(677)
<b>淨利潤</b>	<b>6,025</b>	<b>7,125</b>	<b>7,537</b>	<b>8,328</b>	<b>9,362</b>

### 現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息稅前收益</b>	<b>16,594</b>	<b>20,166</b>	<b>21,137</b>	<b>23,519</b>	<b>25,564</b>
折舊和攤銷	591	603	792	846	950
營運資金變動	(4,061)	(8,055)	(11,374)	(4,100)	(3,600)
稅務開支	(7,210)	(8,159)	(11,250)	(12,615)	(12,865)
其他	(2,961)	(1,927)	2,334	(4,030)	(5,979)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>2,953</b>	<b>2,628</b>	<b>1,639</b>	<b>3,619</b>	<b>4,069</b>
購置固定資產	(2,931)	(1,677)	(1,892)	(2,496)	(2,512)
聯營公司	(2,097)	(3,056)	288	200	200
其他	(1,932)	(12,976)	(468)	(468)	(468)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(6,960)</b>	<b>(17,708)</b>	<b>(2,071)</b>	<b>(2,763)</b>	<b>(2,780)</b>
股份發行	0	0	0	0	0
淨銀行借貸	17,149	24,789	(4,529)	0	2,000
股息	(2,762)	(3,960)	(3,553)	(3,963)	(4,271)
其他	(3,629)	10,907	0	0	0
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>10,758</b>	<b>31,736</b>	<b>(8,083)</b>	<b>(3,963)</b>	<b>(2,271)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>6,751</b>	<b>16,655</b>	<b>(8,515)</b>	<b>(3,107)</b>	<b>(981)</b>
年初現金及現金等價物	12,432	19,042	35,776	27,067	23,765
匯兌	(141)	79	(195)	(195)	(195)
年末現金及現金等價物	<b>19,042</b>	<b>35,776</b>	<b>27,067</b>	<b>23,765</b>	<b>22,589</b>
受限制現金	11,078	9,285	9,285	9,285	9,285
<b>資產負債表的現金</b>	<b>30,120</b>	<b>45,062</b>	<b>36,352</b>	<b>33,050</b>	<b>31,874</b>

### 資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
<b>非流動資產</b>	<b>50,714</b>	<b>63,538</b>	<b>61,880</b>	<b>67,320</b>	<b>74,170</b>
物業、廠房及設備	7,573	8,754	9,800	11,200	12,500
投資物業	5,887	8,804	9,000	9,400	9,850
聯營公司	7,006	10,088	9,800	9,600	9,400
無形資產	1,458	2,101	2,300	2,500	2,800
其他	28,790	33,791	30,980	34,620	39,620
<b>流動資產</b>	<b>112,644</b>	<b>166,908</b>	<b>156,252</b>	<b>161,050</b>	<b>168,174</b>
現金及現金等價物	30,120	45,062	36,352	33,050	31,874
應收貿易款項	16,396	27,735	24,000	28,200	30,000
存貨	62,669	87,714	90,000	94,000	100,000
其他	3,458	6,397	5,900	5,800	6,300
其他					
<b>流動負債</b>	<b>83,473</b>	<b>120,378</b>	<b>101,380</b>	<b>102,500</b>	<b>104,500</b>
借債	27,146	35,333	30,000	28,000	26,000
應付貿易賬款	23,264	42,534	27,200	29,300	31,500
合同負債	19,461	25,490	28,000	30,000	32,000
應付稅項	13,361	17,015	16,100	15,200	15,000
其他	241	7	80	0	0
<b>非流動負債</b>	<b>35,708</b>	<b>55,087</b>	<b>56,000</b>	<b>58,100</b>	<b>62,200</b>
借債	34,529	53,196	54,000	56,000	60,000
其他	1,179	1,890	2,000	2,100	2,200
<b>股東權益</b>	<b>36,335</b>	<b>41,239</b>	<b>47,052</b>	<b>53,450</b>	<b>60,744</b>
少數股東權益	2,312	5,407	5,200	5,600	6,000
永續債	5,529	8,335	8,500	8,720	8,900
<b>總權益</b>	<b>44,176</b>	<b>54,981</b>	<b>60,752</b>	<b>67,770</b>	<b>75,644</b>

### 主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	95.5	93.5	89.2	87.6	85.6
物業投資	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
物業管理	2.5	3.8	8.1	9.5	11.4
其他	0.4	1.1	1.3	1.5	1.7
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40.1	43.9	38.4	36.6	34.9
稅前利率	32.2	35.9	30.9	29.4	27.9
淨利潤率	11.7	12.7	11.0	10.4	10.2
有效稅率	57.3	56.9	53.6	53.1	52.5
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
平均應收賬款周轉天數	116.0	180.3	128.3	128.8	119.5
平均應付賬款周轉天數	164.5	276.5	145.4	133.8	125.5
平均存貨周轉天數	739.8	1017.3	780.6	677.0	611.9
	71.4	79.1	78.4	75.2	71.6
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
資產回報率	3.7	3.1	3.5	3.6	3.9
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	1.55	1.84	1.94	2.14	2.41
每股股息(港元)	0.90	1.00	1.10	1.20	1.35
每股賬面值(人民幣)	9.28	10.53	12.01	13.65	15.51

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 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）發表于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。

### 招銀國際證券投資評級

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

### 招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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。