

**雅居樂 (3383 HK, HK\$7.98, 目標價：HK\$13.61, 買入) — 反向路演後記**

- ❖ **出席反向路演。**雅居樂上週組織了一次反向路演，我們參觀了其在中山、廣州、三水及海南的項目。除雅居樂在廣州的富春山居外，我們滿意其銷售步伐。另一方面，海南清水灣的銷售讓我們感到驚喜。我們認為公司應改善其定價機制。我們發現廣州的富春山居價格太高，而在三水雅居樂雅湖半島價格太低。此外，雅居樂現推出更多的大戶型，並不能滿足當前剛需用戶的需求。但公司正在改變其業務模式，並希望在未來約 60% 的產品將滿足剛需用戶的需求。
- ❖ **至 2013 年上半年完成 38% 的銷售目標。**雅居樂公告 2013 年上半年合同銷售金額和面積分別為 161.4 億元(人民幣·下同)和 136 萬平方米。換句話說，公司完成了其 2013 年銷售目標 420 億元的 38.4%。事實上，海南清水灣的 2013 年上半年銷售總額達 48.5 億元，意味著該項目完成 2013 年目標的 80.8%。清水灣的總經理更認為，該項目全年銷售額可以增加至 100 億元。整體而言，10 多個新項目將在 2013 年下半年推出，我們相信公司能夠實現其 2013 年的銷售目標。
- ❖ **永久資本債券的處理。**2013 年 1 月，雅居樂發行 7 億美元永久資本債券。公司希望通過發行永久資本債券來償還信託貸款，以降低融資成本。在我們的模型中，我們把永久資本債券定為長期負債。但由於其永久性質，一些投資者會考慮將永久資本債券列為股東權益。如果我們跟隨這個規則，至 2013 年底的淨負債比率由將我們估計的 81.3% 下降至 58.0%。
- ❖ **130 億元的土地收購計劃。**至 7 月 10 日，雅居樂收購了 12 個地塊，總建築面積為 503 萬平方米，總代價為 69 億元。公司在 2013 年土地收購計劃達 130 億元。因為廣州土地價格過高，管理層並不會考慮在廣州收購土地。在 2012 年中購入的雲南騰沖項目，可望在 2013 年底推出銷售。
- ❖ **銷售增長緩慢拖累股價。**雅居樂半年銷售比同業慢，其股價曾下跌至 8 港元以下。公司目前估值相當於 4.2 倍 13 年市盈率或較資產淨值折讓 70.7%，估值吸引。我們維持目標價為 13.61 港元，相等於 2013 年底每股資產淨值預測 27.22 港元的 50%，升值潛力是 70.6%。重申買入評級。

**雅居樂(3383 HK)**

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 評級                | 買入          |
| 收市價               | HK\$7.98    |
| 目標價               | HK\$13.61   |
| 市值 (港幣百萬)         | 27,527      |
| 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) | 117         |
| 52 周高/低 (港幣)      | 12.82/7.28  |
| 發行股數 (百萬)         | 3,450       |
| 主要股東              | 陳卓林 (63.6%) |

來源: 彭博

**股價表現**

|     | 絕對     | 相對     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -10.0% | -11.5% |
| 3 月 | -18.9% | -17.9% |
| 6 月 | -30.5% | -23.7% |

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**財務資料**

| (截至 12 月 31 日) | FY11A  | FY12A  | FY13E  | FY14E  | FY15E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業額 (百萬人民幣)    | 22,945 | 30,074 | 39,331 | 45,203 | 47,275 |
| 淨利潤 (百萬人民幣)    | 4,105  | 5,000  | 5,180  | 5,829  | 6,132  |
| 每股收益 (人民幣)     | 1.184  | 1.450  | 1.502  | 1.690  | 1.778  |
| 每股收益變動 (%)     | (30.6) | 22.4   | 3.6    | 12.5   | 5.2    |
| 市盈率(x)         | 5.3    | 4.3    | 4.2    | 3.7    | 3.5    |
| 市帳率(x)         | 1.0    | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.5    |
| 股息率 (%)        | 4.3    | 4.8    | 4.9    | 5.4    | 5.6    |
| 權益收益率 (%)      | 18.9   | 19.5   | 17.3   | 16.6   | 15.2   |
| 淨財務槓杆率 (%)     | 71.8   | 72.4   | 81.3   | 74.9   | 85.4   |

來源: 公司及招銀國際研究部

## 利潤表

| 年結: 12月31日 (百萬人民幣) | FY11A         | FY12A         | FY13E         | FY14E         | FY15E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>          | <b>22,945</b> | <b>30,074</b> | <b>39,331</b> | <b>45,203</b> | <b>47,275</b> |
| 物業發展               | 22,466        | 29,328        | 38,167        | 43,525        | 45,199        |
| 物業投資               | 18            | 26            | 84            | 110           | 187           |
| 酒店                 | 122           | 302           | 539           | 937           | 1,129         |
| 物業管理               | 339           | 418           | 540           | 630           | 760           |
| 銷售成本               | (10,590)      | (17,632)      | (26,175)      | (30,492)      | (30,882)      |
| <b>毛利</b>          | <b>12,354</b> | <b>12,442</b> | <b>13,156</b> | <b>14,710</b> | <b>16,394</b> |
| 銷售費用               | (835)         | (980)         | (1,180)       | (1,446)       | (1,702)       |
| 行政費用               | (877)         | (1,129)       | (1,377)       | (1,537)       | (1,749)       |
| 其他收益               | (58)          | (47)          | (157)         | (376)         | (398)         |
| <b>息稅前收益</b>       | <b>10,585</b> | <b>10,286</b> | <b>10,442</b> | <b>11,351</b> | <b>12,545</b> |
| 融資成本               | 645           | (46)          | 79            | 126           | 159           |
| 聯營公司               | 121           | (87)          | 82            | 68            | 316           |
| 特殊收入               | 273           | 378           | -             | -             | -             |
| <b>稅前利潤</b>        | <b>11,623</b> | <b>10,531</b> | <b>10,603</b> | <b>11,544</b> | <b>13,020</b> |
| 所得稅                | (6,390)       | (5,384)       | (4,700)       | (5,124)       | (5,931)       |
| 非控制股東權益            | (1,128)       | (146)         | (723)         | (590)         | (958)         |
| <b>淨利潤</b>         | <b>4,105</b>  | <b>5,000</b>  | <b>5,180</b>  | <b>5,829</b>  | <b>6,132</b>  |
| <b>核心淨利潤</b>       | <b>4,035</b>  | <b>4,868</b>  | <b>5,180</b>  | <b>5,829</b>  | <b>6,132</b>  |

來源: 公司及招銀國際研究部

## 資產負債表

| 年結: 12月31日 (百萬人民幣) | FY11A         | FY12A         | FY13E         | FY14E         | FY15E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流動資產</b>       | <b>25,642</b> | <b>28,976</b> | <b>40,871</b> | <b>46,509</b> | <b>57,869</b> |
| 物業、廠房及設備           | 3,574         | 5,223         | 6,000         | 7,000         | 7,800         |
| 聯營公司               | 205           | 118           | 580           | 720           | 780           |
| 投資物業               | 5,248         | 5,590         | 8,000         | 8,500         | 9,000         |
| 無形資產               | 19            | 61            | 15            | 13            | 13            |
| 其他                 | 16,596        | 17,984        | 26,276        | 30,276        | 40,276        |
| <b>流動資產</b>        | <b>56,136</b> | <b>62,761</b> | <b>67,639</b> | <b>74,150</b> | <b>81,858</b> |
| 現金及現金等價物           | 7,328         | 9,689         | 7,749         | 7,800         | 6,558         |
| 應收貿易款項             | 4,814         | 5,859         | 5,800         | 6,250         | 6,700         |
| 存貨                 | 43,923        | 47,149        | 54,000        | 60,000        | 68,500        |
| 關連款項               | -             | -             | -             | -             | -             |
| 其他                 | 71            | 63            | 90            | 100           | 100           |
| <b>流動負債</b>        | <b>41,240</b> | <b>40,039</b> | <b>51,300</b> | <b>58,000</b> | <b>66,500</b> |
| 借債                 | 7,660         | 6,193         | 9,000         | 11,000        | 13,000        |
| 應付貿易賬款             | 25,162        | 23,990        | 33,800        | 38,500        | 45,000        |
| 應付稅項               | 8,418         | 9,856         | 8,500         | 8,500         | 8,500         |
| 關連款項               | -             | -             | -             | -             | -             |
| 其他                 | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>非流動負債</b>       | <b>16,782</b> | <b>23,786</b> | <b>24,611</b> | <b>24,611</b> | <b>29,611</b> |
| 借債                 | 15,232        | 22,033        | 23,061        | 23,061        | 28,061        |
| 遞延稅項               | 1,550         | 1,753         | 1,550         | 1,550         | 1,550         |
| 其他                 | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>少數股東權益</b>      | <b>2,082</b>  | <b>2,298</b>  | <b>2,700</b>  | <b>3,000</b>  | <b>3,200</b>  |
| <b>淨資產總值</b>       | <b>21,675</b> | <b>25,613</b> | <b>29,899</b> | <b>35,048</b> | <b>40,416</b> |
| <b>股東權益</b>        | <b>21,675</b> | <b>25,613</b> | <b>29,899</b> | <b>35,048</b> | <b>40,416</b> |

來源: 公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

| 年結: 12月31日 (百萬人民幣) | FY11A          | FY12E          | FY13E          | FY14E          | FY15E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 息稅前收益              | 10,585         | 10,286         | 10,442         | 11,351         | 12,545         |
| 折舊和攤銷              | 68             | 68             | 103            | 133            | 147            |
| 營運資金變動             | (9,086)        | (3,929)        | (5,167)        | (4,750)        | (6,450)        |
| 稅務開支               | (3,297)        | (3,843)        | (6,259)        | (5,124)        | (5,931)        |
| 其他                 | (1,781)        | (2,230)        | 4              | (595)          | (5,774)        |
| <b>經營活動所得現金淨額</b>  | <b>(3,511)</b> | <b>352</b>     | <b>(877)</b>   | <b>1,014</b>   | <b>(5,463)</b> |
| 購置固定資產             | (1,429)        | (2,023)        | (3,290)        | (1,633)        | (1,447)        |
| 聯營公司               | 430            | -              | (462)          | (140)          | (60)           |
| 其他                 | 122            | (168)          | -              | -              | -              |
| <b>投資活動所得現金淨額</b>  | <b>(876)</b>   | <b>(2,191)</b> | <b>(3,752)</b> | <b>(1,773)</b> | <b>(1,507)</b> |
| 股份發行               | (137)          | -              | -              | -              | -              |
| 淨銀行借貸              | 4,556          | 4,282          | 3,835          | 2,000          | 7,000          |
| 股息                 | (1,809)        | (1,232)        | (1,046)        | (1,090)        | (1,172)        |
| 其他                 | 131            | (124)          | -              | -              | -              |
| <b>融資活動所得現金淨額</b>  | <b>2,741</b>   | <b>2,926</b>   | <b>2,789</b>   | <b>910</b>     | <b>5,828</b>   |
| <b>現金增加淨額</b>      | <b>(1,645)</b> | <b>1,087</b>   | <b>(1,840)</b> | <b>151</b>     | <b>(1,142)</b> |
| 年初現金及現金等價物         | 6,482          | 4,684          | 5,804          | 3,863          | 3,914          |
| 匯兌                 | (153)          | 33             | (100)          | (100)          | (100)          |
| <b>年末現金及現金等價物</b>  | <b>4,684</b>   | <b>5,804</b>   | <b>3,863</b>   | <b>3,914</b>   | <b>2,672</b>   |
| 受限制現金              | 2,644          | 3,886          | 3,886          | 3,886          | 3,886          |
| <b>資產負債表的現金</b>    | <b>7,328</b>   | <b>9,689</b>   | <b>7,749</b>   | <b>7,800</b>   | <b>6,558</b>   |

來源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

| 年結: 12月31日        | FY11A        | FY12A        | FY13E        | FY14E        | FY15E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>銷售組合 (%)</b>   |              |              |              |              |              |
| 物業發展              | 97.9         | 97.5         | 97.0         | 96.3         | 95.6         |
| 物業投資              | 0.1          | 0.1          | 0.2          | 0.2          | 0.4          |
| 酒店                | 0.5          | 1.0          | 1.4          | 2.1          | 2.4          |
| 物業管理              | 1.5          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.6          |
| <b>總額</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               | 53.8         | 41.4         | 33.4         | 32.5         | 34.7         |
| 稅前利率              | 50.7         | 35.0         | 27.0         | 25.5         | 27.5         |
| 淨利潤率              | 17.9         | 16.6         | 13.2         | 12.9         | 13.0         |
| 核心淨利潤率            | 17.6         | 16.2         | 13.2         | 12.9         | 13.0         |
| 有效稅率              | 55.0         | 51.1         | 44.3         | 44.4         | 45.6         |
| <b>資產負債比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 流動比率 (x)          | 1.4          | 1.6          | 1.3          | 1.3          | 1.2          |
| 速動比率 (x)          | 0.3          | 0.4          | 0.3          | 0.2          | 0.2          |
| 平均應收賬款周轉天數        | 38.3         | 35.6         | 26.9         | 25.2         | 25.9         |
| 平均應付賬款周轉天數        | 812.4        | 508.8        | 402.9        | 432.7        | 493.5        |
| 平均存貨周轉天數          | 1,431.4      | 942.7        | 705.2        | 682.3        | 759.4        |
| 總負債/ 權益比率 (%)     | 105.6        | 110.2        | 107.2        | 97.2         | 101.6        |
| 淨負債/ 權益比率 (%)     | 71.8         | 72.4         | 81.3         | 74.9         | 85.4         |
| <b>回報率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| 資本回報率             | 18.9         | 19.5         | 17.3         | 16.6         | 15.2         |
| 資產回報率             | 5.0          | 5.5          | 4.8          | 4.8          | 4.4          |
| <b>每股數據</b>       |              |              |              |              |              |
| 每股盈利 (人民幣)        | 1.184        | 1.450        | 1.502        | 1.690        | 1.778        |
| 每股股息 (港元)         | 0.342        | 0.384        | 0.395        | 0.430        | 0.450        |
| 每股賬面值 (人民幣)       | 6.28         | 7.43         | 8.67         | 10.16        | 11.72        |

來源: 公司及招銀國際研究部

## 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) 發表於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) 他們的新酬在過往、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  | : 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%       |
| 持有  | : 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%       |
| 未評級 | : 招銀國際並未給予投資評級                 |

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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 年證券交易法規則 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。