

雅居樂 (3383 HK)

新三年計劃將倚重多元業務

- ❖ **稅率上升，利潤較預期低 10%。**2018 年，雅居樂實現收入 561 億（人民幣，下同），增長 8.8%，但較我們預期低 5.5%。利潤增長 18.3%至 71.3 億，較我們預期的 79.1 億低 9.9%。淨財務費用的上升抵消了投資物業重估的增長。淨財務開支增加 205%至 27.4 億，較我們預測的 17.4 億高。這是由于 2018 年資本化和對沖後的外匯損失達到 13.5 億，而 2017 年是 3.65 億的收益。另一方面，投資物業重估在 2018 年大幅增長至 19.52 億。因此，2018 年稅前利潤增加 22.3%至 194 億，較我們的預測高出 0.4%。主要差異來自 2018 年的有效稅率上升至 56.9%，而我們的預測是 53.3%。
- ❖ **海南市場影響公司表現。**公司 2018 年未能完成銷售目標的主要原因是：海南房地產政策在去年收緊，影響了公司在當地的銷售，而海南是雅居樂的重點市場。2018 年雅居樂實現 1,027 億銷售額，完成去年 11,00 億銷售目標 93.4%。我們估算去年海南貢獻了 100 億的合約銷售額。雅居樂在合約銷售方面變得更為謹慎，2019 年合約銷售目標定於 1,130 億，期內可售貨值 2,000 億。由於海南占雅居樂 2019 年可售資源目標 10%，海南房地產市場也將影響公司銷售表現。
- ❖ **27%土儲位於大灣區。**2018 年，雅居樂收購了 46 塊土地，新增建面 1,111 萬平（權益比率為 81.8%），新增貨值 426 億元。截至 2018 年底，公司土儲覆蓋 65 個城市，總建面達 3,623 萬平。平均土地成本 2,825 元/平方米，占銷售均價的 25.2%。雅居樂起源中山，其大灣區的土儲達 987 萬平方米，同樣是屬專注開發大灣區的發展商。我們預計公司也將受惠於大灣區的發展。
- ❖ **多元化業務冉冉升起。**除了旗下物業公司雅生活（3319 HK，買入）在 2018 年分拆上市外，雅居樂也從事環保、建築、教育及商業物業等業務。這些業務的收入在 2018 年大幅上升 55.9%至 36.6 億元，對總收入的貢獻從 2017 年的 4.5%增至 2018 年的 6.5%。未來這些業務也將有機會分拆上市，實現價值最大化。
- ❖ **下調盈利預測，但微幅上調目標價。**公司的淨負債比率從 2017 年末的 71.4%，上升至 2018 年末的 79.1%。截至 2018 年底，已售未結轉金額達 440 億元。考慮到公司受海南房地產政策影響，我們分別下調 2019 年及 2020 年的盈利預測 16.5%至 75.4 億元及 22.1%至 83.3 億元。我們將 2019 年的預測每股資產淨值從 27.40 港元上調至 28.96 港元，以反映新增土儲和新業務的價值。基於資產淨值 45%折扣，目標價由 15.07 港元上調至 15.93 港元。重申買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	51,607	56,145	68,298	79,939	91,631
淨利潤(百萬人民幣)	6,025	7,125	7,537	8,328	9,363
EPS(人民幣)	1.552	1.835	1.941	2.145	2.412
EPS 變動(%)	163.8	18.3	5.8	10.5	12.4
市盈率(x)	6.9	5.8	5.5	5.0	4.4
市帳率(x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	7.3	8.1	8.9	9.7	10.9
權益收益率(%)	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
淨財務杠杆率(%)	71.4	79.1	78.3	75.0	71.3

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	HK\$15.93
(過去目標價)	HK\$15.07)
潛在升幅	+28.7%
當前股價	HK\$12.38

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)	48,493
3 月平均流通量(百萬港元)	77.6
52 周內股價高/低(港元)	17.84/8.09
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%

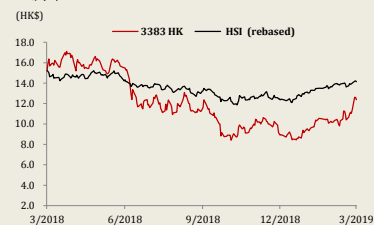
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	24.0%	18.8%
3-月	39.7%	22.6%
6-月	9.9%	2.3%

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	51,607	56,145	68,298	79,939	91,631
物业发展	49,262	52,488	60,914	70,051	78,457
物业投资	167	189	198	210	223
酒店	684	722	794	873	961
物业管理	1,290	2,133	5,502	7,630	10,440
环保	205	614	890	1,175	1,551
销售成本	(30,920)	(31,471)	(42,083)	(50,677)	(59,653)
毛利	20,687	24,674	26,216	29,262	31,978
销售费用	(2,259)	(2,318)	(2,390)	(2,638)	(2,932)
行政费用	(2,044)	(2,910)	(3,073)	(3,278)	(3,574)
其他收益	210	720	386	173	93
息税前收益	16,594	20,166	21,138	23,520	25,565
融资成本	(899)	(2,744)	(1,702)	(1,328)	(1,345)
联营公司	169	27	50	68	84
特殊收入	4	1,952	-	-	-
税前利润	15,869	19,401	19,486	22,260	24,304
所得税	(9,089)	(11,043)	(10,451)	(11,815)	(12,765)
非控制股东权益	(282)	(556)	(821)	(1,440)	(1,498)
永久资本证券持有人	(473)	(677)	(677)	(677)	(677)
净利润	6,025	7,125	7,537	8,328	9,363
核心净利润	6,022	5,661	7,537	8,328	9,363

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	50,714	63,538	61,880	67,320	74,170
物业、厂房及设备	7,573	8,754	9,800	11,200	12,500
联营公司	7,006	10,088	9,800	9,600	9,400
投资物业	5,887	8,804	9,000	9,400	9,850
无形资产	1,458	2,101	2,300	2,500	2,800
其他	28,790	33,791	30,980	34,620	39,620
流动资产	112,644	166,908	156,292	161,134	168,306
现金及现金等价物	30,120	45,062	36,392	33,134	32,006
应收贸易款项	16,396	27,735	24,000	28,200	30,000
存货	62,669	87,714	90,000	94,000	100,000
关连款项	1,204	3,232	2,400	1,800	1,800
其他	2,254	3,165	3,500	4,000	4,500
流动负债	83,473	120,378	101,380	102,500	104,500
借债	27,146	35,333	30,000	28,000	26,000
应付贸易账款	42,725	68,024	55,200	59,300	63,500
应付税项	13,361	17,015	16,100	15,200	15,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	241	7	80	-	-
非流动负债	35,708	55,087	56,000	58,100	62,200
借债	34,529	53,196	54,000	56,000	60,000
递延税项	1,175	1,884	2,000	2,100	2,200
其他	4	6	-	-	-
少数股东权益	2,312	5,407	5,200	5,600	6,000
永久资本证券	5,529	8,335	8,500	8,720	8,900
净资产总值	36,335	41,239	47,092	53,534	60,876
股东权益	36,335	41,239	47,092	53,534	60,876

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)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	16,594	20,166	21,138	23,520	25,565
折旧和摊销	591	647	792	846	950
营运资金变动	(4,061)	(17,114)	(13,885)	(6,100)	(5,600)
税务开支	(7,210)	(6,681)	(11,250)	(12,615)	(12,865)
其他	(2,961)	5,143	2,754	(2,077)	(4,029)
经营活动所得现金净额	2,953	2,161	(451)	3,573	4,020
购置固定资产	(2,931)	(4,596)	(1,892)	(2,496)	(2,512)
联营公司	456	(3,083)	288	200	200
其他	(4,485)	(468)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(6,960)	(8,146)	(2,071)	(2,763)	(2,780)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	17,149	26,854	(4,529)	-	2,000
股息	(2,762)	(3,940)	(3,473)	(3,873)	(4,174)
其他	(3,629)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	10,758	22,914	(8,002)	(3,873)	(2,174)
现金增加净额	6,751	16,929	(10,524)	(3,063)	(933)
年初现金及现金等价物	12,432	19,042	35,776	25,057	21,799
汇兑	(141)	(195)	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	19,042	35,776	25,057	21,799	20,671
受限制现金	11,078	9,285	11,335	11,335	11,335
资产负债表中的现金	30,120	45,062	36,392	33,134	32,006

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	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	95.5	93.5	89.2	87.6	85.6
物业投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
物业管理	2.5	3.8	8.1	9.5	11.4
环保	0.4	1.1	1.3	1.5	1.7
总额	99.6	98.9	98.7	98.5	98.3
增长 (%)					
收入	10.6	8.8	21.6	17.0	14.6
毛利	67.3	19.3	6.2	11.6	9.3
净利润率	93.9	21.5	4.8	11.3	8.7
净利润	163.8	18.3	5.8	10.5	12.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.1	43.9	38.4	36.6	34.9
税前利率	30.7	34.6	28.5	27.8	26.5
净利润率	11.7	12.7	11.0	10.4	10.2
核心净利润率	11.7	10.1	11.0	10.4	10.2
有效税率	57.3	56.9	53.6	53.1	52.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	58.0	90.2	64.1	64.4	59.8
平均应付账款周转天数	439.4	642.2	534.4	412.3	375.7
平均存货周转天数	725.8	872.1	770.7	662.6	593.5
净负债/权益比率 (%)	71.4	79.1	78.3	75.0	71.3
回报率 (%)					
资本回报率	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
资产回报率	3.7	3.1	3.5	3.6	3.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.552	1.835	1.941	2.145	2.412
每股股息(港元)	0.900	1.000	1.100	1.200	1.350
每股账面值(人民币)	9.28	10.53	12.02	13.67	15.54

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）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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，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。

本報告基於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。接收本報告之行爲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。