

雅居乐地产 (3383 HK, HK\$9.20, 目标价: HK\$11.81, 买入) — 专注于旅游地产

❖ **中期盈利轻微下跌 1%。**2012 上半年收入上升 1.1% 至 118 亿元(人民币·下同), 但同期纯利微跌 1.0% 至 20.7 亿元。虽然入账的建筑面积同比下降 4.4% 至 102 万平方米, 物业销售收入保持在 115 亿元。不过, 海南清水湾的贡献下降至总确认的物业销售收入的 13.4%, 拖累毛利率由 2011 上半年的 52.4% 下降至 2012 上半年的 45.3%。撇除重估收益, 基础盈利轻微下跌 1.0% 至 20.4 亿元。公司宣布派发中期股息每股 0.145 港元。

❖ **下半年推出 9 个新项目销售。**2012 年首 7 个月, 雅居乐完成 162 亿元的物业销售, 相等于全年目标 310 亿元的 52.2%。2012 下半年, 9 个新项目将陆续推出销售。此外, 现有项目也将推出一些新产品。因此, 新的和现有的项目销售在 2012 年达 51 个。基于充足的资源以及其产品质量和品牌名称, 雅居乐有信心实现全年的销售目标。因为上海万豪酒店于 2011 年 11 月开幕, 2012 上半年酒店业务增长强劲。多间 5 星级酒店预定由 2012 年至 2014 年投入运作。所有的新酒店完工后, 雅居乐将成为拥有 5,109 间客房的酒店集团。酒店业务将成为另一个增长动力。

❖ **3,173 万平方米的土地储备及加强旅游地产业务。**在 2012 上半年, 雅居乐收购 4 块总建筑面积达 106 万平方米的土地。不包括合资项目(天津市津南新城和广州亚运会的项目), 总土地储备达 3,173 万平方米, 跨越中国 27 个不同的城市 and 地区。土地成本便宜, 为每平方米 293 元, 相当于 2012 上半年确认平均房价的 11.4%。同时, 公司正在研究在云南收购一些土地, 并计划建立旅游地产。雅居乐希望将海南清水湾成功复制在云南的新项目。

❖ **维持预测和目标价不变。**净负债比率从 2011 年底的 61.9% 上升至 2012 年中的 67.4%。但我们相信公司有能力和偿还债务, 手持 121 亿元现金和短期债务为 65 亿元。我们维持预测不变。我们预计净利润在 2012-14 年分别为 45 亿元、49 亿元和 57 亿元。我们预期 2012 年底每股资产净值为 29.52 港元。目标价为 11.81 港元, 较资产净值折让 60%。升值潜力为 28.4%。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(百万人民币)	20,520	22,945	28,864	37,899	43,684
净利润(百万人民币)	5,976	4,105	4,525	4,863	5,742
每股收益(人民币)	1.707	1.184	1.237	1.329	1.569
每股收益变动(%)	229	(31)	4	7	18
市盈率(x)	4.4	6.4	6.1	5.7	4.8
市帐率(x)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	3.2	3.7	3.9	4.1	4.6
权益收益率(%)	32.0	18.9	17.7	16.4	16.6
净财务杠杆率(%)	53.9	71.8	76.9	75.9	76.8

来源: 公司及招银国际研究部

雅居乐地产 (3383 HK)

评级	买入
收市价	HK\$9.20
目标价	HK\$11.81
市值(港币百万)	31,735
过去 3 月平均交易(港币百万)	144
52 周高/低(港币)	12.3/4.16
发行股数(百万)	3,449
主要股东	陈卓林(64%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-17.8%	-19.9%
3 月	5.4%	0.0%
6 月	-3.0%	3.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	20,520	22,945	28,864	37,899	43,684
物业发展	20,197	22,466	28,227	36,735	42,007
物业投资	16	18	40	84	110
酒店	50	122	177	539	937
物业管理	257	339	420	540	630
销售成本	(11,131)	(10,590)	(17,559)	(25,088)	(29,807)
毛利	9,389	12,354	11,305	12,811	13,877
销售费用	(695)	(835)	(1,010)	(1,326)	(1,311)
行政费用	(718)	(877)	(1,039)	(1,402)	(1,311)
其他收益	(409)	(58)	(331)	(448)	(527)
息税前收益	7,567	10,585	8,924	9,634	10,729
融资成本	269	645	202	238	280
联营公司	-	121	-	82	68
特殊收入	3,198	273	-	-	-
税前利润	11,034	11,623	9,126	9,953	11,076
所得税	(4,615)	(6,390)	(4,225)	(4,546)	(4,932)
非控制股东权益	(443)	(1,128)	(376)	(545)	(402)
净利润	5,976	4,105	4,525	4,863	5,742
核心净利润	4,020	5,161	4,525	4,863	5,742

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	17,039	25,642	32,543	38,871	46,509
物业、厂房及设备	2,253	3,574	5,000	6,000	7,000
联营公司	-	205	450	580	720
投资物业	4,998	5,248	6,800	8,000	8,500
无形资产	12	19	17	15	13
其他	9,775	16,596	20,276	24,276	30,276
流动资产	52,840	56,136	60,003	67,418	73,772
现金及现金等价物	10,681	7,328	6,423	7,528	7,422
应收贸易款项	2,912	4,814	5,500	5,800	6,250
存货	39,143	43,923	48,000	54,000	60,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	104	71	80	90	100
流动负债	32,000	41,240	45,000	51,300	58,000
借债	5,262	7,660	8,000	9,000	11,000
应付贸易账款	21,980	25,162	28,500	33,800	38,500
应付税项	4,758	8,418	8,500	8,500	8,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	17,543	16,782	19,611	22,611	24,611
借债	15,496	15,232	18,061	21,061	23,061
递延税项	2,048	1,550	1,550	1,550	1,550
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	1,654	2,082	2,400	2,700	3,000
净资产总值	18,681	21,675	25,535	29,678	34,670
股东权益	18,681	21,675	25,535	29,678	34,670

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	7,567	10,585	8,924	9,634	10,729
折旧和摊销	47	68	84	112	133
营运资金变动	(6,577)	(9,086)	(2,912)	(4,000)	(4,750)
税务开支	(2,305)	(3,297)	(4,142)	(4,546)	(4,932)
其他	(1,365)	(1,781)	(1,595)	(458)	(2,258)
经营活动所得现金净额	(2,634)	(3,511)	358	742	(1,078)
购置固定资产	(748)	(1,429)	(3,062)	(2,312)	(1,633)
联营公司	386	430	(245)	(130)	(140)
其他	85	122	-	-	-
投资活动所得现金净额	(278)	(876)	(3,307)	(2,442)	(1,773)
股份发行	(802)	(137)	-	-	-
净银行借贷	6,665	4,556	3,169	4,000	4,000
股息	(233)	(1,809)	(1,025)	(1,095)	(1,155)
其他	(478)	131	-	-	-
融资活动所得现金净额	5,153	2,741	2,144	2,905	2,845
现金增加净额	2,241	(1,645)	(805)	1,205	(6)
年初现金及现金等价物	4,372	6,482	4,684	3,779	4,884
汇兑	(132)	(153)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	6,482	4,684	3,779	4,884	4,778
受限现金	4,199	2,644	2,644	2,644	2,644
资产负债表中的现金	10,681	7,328	6,423	7,528	7,422

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
物业发展	98.4	97.9	97.8	96.9	96.2
物业投资	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
酒店	0.2	0.5	0.6	1.4	2.1
物业管理	1.3	1.5	1.5	1.4	1.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	45.8	53.8	39.2	33.8	31.8
税前利率	53.8	50.7	31.6	26.3	25.4
净利润率	29.1	17.9	15.7	12.8	13.1
核心净利润率	19.6	22.5	15.7	12.8	13.1
有效税率	41.8	55.0	46.3	45.7	44.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率 (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
平均应收账款周转天数	25.9	38.3	34.8	27.9	26.1
平均应付账款周转天数	399.4	812.4	557.7	453.2	442.7
平均存货周转天数	743.8	1,431.4	955.4	742.0	698.0
总负债/权益比率 (%)	111.1	105.6	102.1	101.3	98.2
净负债/权益比率 (%)	53.9	71.8	76.9	75.9	76.8
回报率 (%)					
资本回报率	32.0	18.9	17.7	16.4	16.6
资产回报率	8.6	5.0	4.9	4.6	4.8
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.707	1.184	1.237	1.329	1.569
每股股息 (港元)	0.291	0.342	0.360	0.375	0.420
每股账面值 (人民币)	5.38	6.28	7.40	8.60	10.05

来源: 公司及招银国际研究部

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 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银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責任。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银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 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士。