

雅居樂 (3383 HK, HK\$6.47, 目標價: HK\$7.98, 買入) — 見底回升

- ❖ **2016 年基礎盈利上升 68% 至 22.5 億元(人民幣·下同)**。受惠於交付面積增加 6.1% 至 508 萬平方米，雅居樂 2016 年營業額上升 8.5% 至 467 億元。受益於 2016 下半年的毛利率達 32.5%，所以毛利率由去年同期的 25.1% 改善至 2016 年的 26.5%；此外，銷售及行政費用佔營業額比率由 2015 年的 7.3% 下降至 2016 年的 6.7%，2016 年純利上升 64.3% 至 22.8 億元。扣除投資物業重估，2016 年基礎盈利增加 67.6% 至 22.55 億元。公司宣佈派發末期及特別股息共 0.45 港元。
- ❖ **2019 年銷售目標為 1,000 億元**。2016 的物業銷售金額增加 19% 至 528 億元，公司對 2017 年的銷售深感信心。實際上，2017 年 1-2 月的銷售金額增加 73.2% 至 110.3 億元，而且銷售均價由 2016 年的每平方米 9,962 元上升至 2017 年 1-2 月的每平方米 12,697 元，因此公司給予的 2017 年毛利率指引為 32%。估計在 2017 年的可售資源可達 815 萬平方米，雅居樂的 2017 年銷售目標為 600 億元，2019 年的銷售目標則希望達至 1,000 億元。
- ❖ **中山、海南及廣州的項目享高毛利率**。公司在 2016 年買入 19 幅應佔權益樓面面積共 232 萬平方米的土地。截至 2016 年 12 月，總土地儲備為 3,260 萬平方米，平均土地成本為每平方米 1,501 元，項目位於華南地區及海南分別佔總土地儲備的 34.0% 及 23.9%。位於中山、海南及廣州的項目估計毛利率高達 40% 以上。雅居樂在 2017 年計劃的新動工面積及竣工面積分別為 595 萬平方米及 334 萬平方米。
- ❖ **開拓新業務**。除了房地產業務，雅居樂增強物業管理業務及投資於環保類行業。物業在管面積由 2015 年底的 4,779 萬平方米增至 2016 年底的 5,756 萬平方米，2016 年來自物業管理業務的營業額上升 31.4% 至 10.7 億元，雅管家 O2O 平台的用戶在 2016 年底已達 12 萬名，公司正研究將物業管理業務分拆獨立上市。另外，雅居樂在 6 個區域收購或新成立 6 家環保公司，已擁有處理每年 70 萬噸危險廢棄物的能力，公司將繼續加強在環保類行業的投資力度。
- ❖ **調升目標價及評級**。基於毛利率前景改善及強勁銷售，所以我們上調 2017 年的盈利預測 10.3% 至 33.5 億元，而且我們推出 2017 年底的每股資產淨值預測 19.94 港元，我們目標價由 4.88 港元調高至 7.98 港元，相等於 2017 年底的資產淨值預測折讓 60%，評級上調至「買入」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	43,004	46,679	47,664	47,582	54,804
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,390	2,284	3,345	4,044	4,268
每股收益 (人民幣)	0.358	0.588	0.854	1.032	1.090
每股收益變動 (%)	(70.7)	64.3	45.2	20.9	5.5
市盈率(x)	16.1	9.8	6.7	5.6	5.3
市帳率(x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	6.1	7.0	7.0	7.7	8.5
權益收益率 (%)	4.1	6.5	9.0	10.2	10.1
淨財務槓杆率 (%)	64.0	49.1	51.0	50.2	51.8

來源: 公司、招銀國際證券預測

 文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

 黃程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk
雅居樂 (3383 HK)

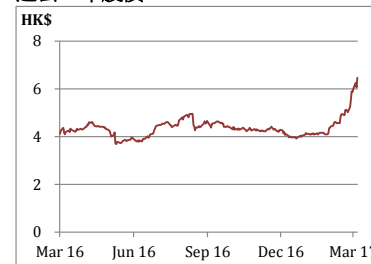
評級	買入
收市價	HK\$6.47
目標價	HK\$7.98
市值 (港幣百萬)	25,343
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	33.2
52 周高/低 (港幣)	6.69/3.63
發行股數 (百萬)	3,917
主要股東	陳卓林(63.0%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	37.0%	35.6%
3 月	44.9%	36.5%
6 月	36.4%	32.9%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	43,004	46,679	47,664	47,582	54,804
物業發展	41,421	44,752	45,444	44,985	51,633
物業投資	96	189	246	266	298
酒店	674	670	774	831	1,073
物業管理	813	1,069	1,200	1,500	1,800
銷售成本	(32,191)	(34,313)	(33,242)	(32,583)	(38,329)
毛利	10,813	12,366	14,422	14,999	16,475
銷售費用	(1,786)	(2,098)	(2,097)	(2,141)	(2,357)
行政費用	(1,444)	(1,458)	(1,525)	(1,665)	(2,192)
其他收益	(918)	(252)	146	137	125
息稅前收益	6,666	8,558	10,945	11,330	12,051
融資成本	(417)	(1,125)	(914)	(978)	(1,093)
聯營公司	(115)	7	95	331	1,222
特殊收入	63	43	-	-	-
稅前利潤	6,196	7,483	10,126	10,683	12,180
所得稅	(3,895)	(4,433)	(5,462)	(5,647)	(6,096)
非控制股東權益	(553)	(351)	(877)	(550)	(1,374)
永久資本證券持有人	(359)	(415)	(442)	(442)	(442)
淨利潤	1,390	2,284	3,345	4,044	4,268
核心淨利潤	1,343	2,252	3,345	4,044	4,268

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	27,194	35,586	35,124	36,874	39,774
物業、廠房及設備	6,652	7,309	7,500	7,800	8,400
聯營公司	1,137	4,739	5,400	5,950	6,500
投資物業	6,369	6,327	6,400	6,500	6,750
無形資產	54	55	54	54	54
其他	12,982	17,155	15,770	16,570	18,070
流動資產	90,119	96,139	95,863	102,269	109,336
現金及現金等價物	13,137	22,311	19,263	20,469	21,836
應收貿易款項	8,383	11,463	10,800	11,800	12,300
存貨	66,953	60,297	64,000	68,000	73,000
關連款項	-	308	-	-	-
其他	1,645	1,761	1,800	2,000	2,200
流動負債	50,531	55,252	51,000	54,300	59,600
借債	16,487	12,815	10,800	11,000	12,500
應付貿易賬款	22,731	31,719	29,400	32,500	36,300
應付稅項	11,312	10,717	10,800	10,800	10,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	24,787	32,318	33,800	36,000	38,000
借債	23,543	31,181	32,000	34,000	36,000
遞延稅項	1,244	1,137	1,800	2,000	2,000
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	3,198	3,248	3,500	3,680	3,820
永久資本證券	4,489	5,598	5,600	5,600	5,600
淨資產總值	34,308	35,310	37,087	39,563	42,090
股東權益	34,308	35,310	37,087	39,563	42,090

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	6,666	8,558	10,945	11,330	12,051
折舊和攤銷	448	532	274	276	287
營運資金變動	10,693	9,057	(6,742)	(3,900)	(4,200)
稅務開支	(6,021)	(5,135)	(4,716)	(5,447)	(6,096)
其他	(4,649)	(5,244)	1,734	137	(155)
經營活動所得現金淨額	7,136	7,768	1,495	2,396	1,887
購置固定資產	(252)	(1,079)	(468)	(609)	(1,065)
聯營公司	(568)	(3,602)	(661)	(550)	(550)
其他	120	(468)	(468)	(468)	(468)
投資活動所得現金淨額	(699)	(5,149)	(1,597)	(1,626)	(2,082)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(3,510)	3,965	(1,196)	2,200	3,500
股息	(1,205)	(1,365)	(1,555)	(1,569)	(1,743)
其他	(188)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(4,903)	2,601	(2,751)	631	1,757
現金增加淨額	1,534	5,219	(2,853)	1,401	1,562
年初現金及現金等價物	6,068	7,407	12,432	9,384	10,590
匯兌	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)
年末現金及現金等價物	7,407	12,432	9,384	10,590	11,957
受限制現金	5,730	9,879	9,879	9,879	9,879
資產負債表的現金	13,137	22,311	19,263	20,469	21,836

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.3	95.9	95.3	94.5	94.2
物業投資	0.2	0.4	0.5	0.6	0.5
酒店	1.6	1.4	1.6	1.7	2.0
物業管理	1.9	2.3	2.5	3.2	3.3
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	12.2	8.5	2.1	(0.2)	15.2
毛利	(13.0)	14.4	16.6	4.0	9.8
淨利潤率	(33.5)	28.4	27.9	3.5	6.4
淨利潤	(67.6)	64.3	46.5	20.9	5.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.1	26.5	30.3	31.5	30.1
稅前利率	14.4	16.0	21.2	22.5	22.2
淨利潤率	3.2	4.9	7.0	8.5	7.8
核心淨利潤率	3.1	4.8	7.0	8.5	7.8
有效稅率	62.9	59.2	53.9	52.9	50.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.8	1.7	1.9	1.9	1.8
平均應收賬款周轉天數	35.6	44.8	41.4	45.3	41.0
平均應付賬款周轉天數	279.4	289.6	335.6	346.7	327.6
平均存貨周轉天數	778.5	676.8	682.4	739.4	671.4
淨負債/ 權益比率 (%)	64.0	49.1	51.0	50.2	51.8
回報率 (%)					
資本回報率	4.1	6.5	9.0	10.2	10.1
資產回報率	1.2	1.7	2.6	2.9	2.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.358	0.588	0.854	1.032	1.090
每股股息(港元)	0.395	0.450	0.450	0.500	0.550
每股賬面值(人民幣)	8.76	9.01	9.47	10.10	10.75

來源: 公司、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-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。