

雅居樂 (3383 HK, HK\$5.97, 目標價: HK\$7.79, 買入) — 中山的一天

- ❖ **參觀雅居樂於中山的4個項目。**我們最近參觀了雅居樂4個位於中山的住宅項目及與當地的管理層會面。雅居樂是中山的領先房地產商，2014年的銷售金額達81億元(人民幣·下同)，雅居樂於中山的土地儲備達554萬平方米，相當於總土地儲備的13.7%。年初至今，於中山的銷售為25億元，2015全年目標為70億元。於銷售中心的銷售人員透露中山的房地產市場氣氛自3月開始逐漸改善，而當地的管理層表示房價自年初至今上升5%。因為中山項目購置的土地較早，產生的毛利率可達30%以上。
- ❖ **重組以節省成本及增加效率。**雅居樂將經營架構由3層改為2層，因此公司在2015年約減少了10%的人手，估計行政費用可節省約3-5億元；此外，執行能力及工作效率也得以改善。
- ❖ **5月份的銷售加速。**2015年1-5月的合同銷售金額下跌8.0%至152億元，相當於2015年銷售目標450億元的33.7%。5月份的銷售額增加至43億元，按年增長33.5%或按月增加34.4%。不過2015年1-5月的平均售價下跌14.5%至每平方米9,027元，雅居樂願意以價換量。
- ❖ **聚焦於現金流及負債，而非盈利。**我們在此次旅程也與公司的首席財務官會面，他再次重申公司的財政政策，雅居樂在2015年會聚焦於現金流及減少負債水平，2015年的現金回收料可達450億元，不過短期的盈利能力可能要被犧牲。最後，雅居樂的首席財務官認為在現水平公司不會考慮股權融資方案。
- ❖ **氣氛改善及提高目標價。**我們調整2015-17年盈利預測5.2%、2.6%及-2.7%至37.6億、48.6億元及54.3億元；我們調高2015年底的資產淨值預測由18.62港元至19.48港元。我們相信雅居樂未來有重估的可能性，首先，在股票市場上揚及減息後，房地產市場氣氛得以改善；第二，公司主席恢復職責後，公司營運回復順暢。因此我們以60%(之前為75%)來計算目標價，我們上調目標價由4.66港元至7.79港元。評級上升至「買入」。

財務資料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬港元)	35,436	38,318	44,946	54,630	58,813
淨利潤(百萬港元)	4,827	4,287	3,759	4,856	5,434
每股收益(港元)	1.400	1.222	0.960	1.240	1.387
每股收益變動(%)	(3.4)	(12.7)	(21.5)	29.2	11.9
市盈率(x)	3.4	3.9	4.9	3.8	3.4
市帳率(x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	8.0	6.6	5.4	7.2	8.4
權益收益率(%)	16.4	12.7	10.3	11.9	12.0
淨財務槓桿率(%)	73.4	75.2	71.5	63.7	55.4

來源: 公司、招銀國際證券預測

雅居樂 (3383 HK)

評級	買入
收市價	HK\$5.97
目標價	HK\$7.79
市值(港幣百萬)	23,385
過去3月平均交易(港幣百萬)	116
52周高/低(港幣)	7.14/3.30
發行股數(百萬)	3,917
主要股東	陳卓林(63.0%)

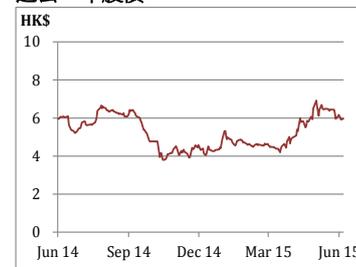
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-8.2%	-7.1%
3月	32.4%	17.2%
6月	37.0%	20.7%

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	35,436	38,318	44,946	54,630	58,813
物業發展	34,467	37,037	43,345	52,681	56,430
物業投資	54	70	196	275	304
酒店	368	527	646	824	1,230
物業管理	547	683	760	850	850
銷售成本	(22,822)	(25,887)	(31,967)	(38,816)	(41,130)
毛利	12,615	12,431	12,980	15,814	17,684
銷售費用	(1,523)	(1,784)	(2,023)	(2,240)	(2,470)
行政費用	(1,285)	(1,437)	(1,618)	(1,912)	(2,058)
其他收益	(1)	812	40	30	11
息稅前收益	9,807	10,021	9,379	11,692	13,167
融資成本	146	(293)	(64)	(43)	(26)
聯營公司	(52)	(73)	(32)	(25)	41
特殊收入	470	470	-	-	-
稅前利潤	10,370	10,126	9,284	11,624	13,182
所得稅	(4,850)	(5,035)	(4,681)	(5,649)	(6,352)
非控制股東權益	(693)	(449)	(490)	(765)	(1,041)
永久資本證券持有人	-	(355)	(354)	(354)	(354)
淨利潤	4,827	4,287	3,759	4,856	5,434
核心淨利潤	4,695	3,934	3,759	4,856	5,434

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	32,550	29,465	27,651	29,872	31,822
物業、廠房及設備	6,476	7,696	7,800	8,000	8,200
聯營公司	1,088	1,251	1,080	1,100	1,250
投資物業	5,794	5,846	6,400	7,200	8,500
無形資產	57	61	46	42	42
其他	19,134	14,610	12,325	13,530	13,830
流動資產	81,985	94,183	102,969	109,285	113,641
現金及現金等價物	13,033	11,430	12,469	13,205	11,561
應收貿易款項	12,425	11,675	12,000	14,000	16,000
存貨	56,475	70,357	78,000	82,000	86,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	51	721	500	80	80
流動負債	48,816	55,386	53,000	57,700	62,000
借債	12,354	16,471	12,000	13,200	13,200
應付貿易賬款	25,953	26,549	29,000	34,000	38,000
應付稅項	10,509	12,366	12,000	10,500	10,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	29,152	27,167	33,500	32,800	30,000
借債	27,503	25,851	32,000	31,000	28,000
遞延稅項	1,649	1,316	1,500	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	2,715	2,961	3,000	3,300	3,600
永久資本證券	4,486	4,483	4,483	4,483	4,483
淨資產總值	29,366	33,651	36,637	40,874	45,380
股東權益	29,366	33,651	36,637	40,874	45,380

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	9,807	10,021	9,379	11,692	13,167
折舊和攤銷	195	342	203	213	228
營運資金變動	(12,089)	(6,701)	(5,301)	(2,000)	(4,000)
稅務開支	(4,343)	(4,367)	(4,863)	(6,849)	(5,852)
其他	(3,488)	(1,698)	3,036	301	1,652
經營活動所得現金淨額	(9,918)	(2,402)	2,454	3,358	5,194
購置固定資產	(1,645)	(1,231)	(861)	(1,213)	(1,728)
聯營公司	(1,918)	(469)	171	(20)	(150)
其他	99	86	(1,240)	(468)	(468)
投資活動所得現金淨額	(3,464)	(1,614)	(1,929)	(1,701)	(2,346)
股份發行	(16)	1,299	-	-	-
淨銀行借貸	15,314	4,410	1,678	200	(3,000)
股息	(1,333)	(2,103)	(1,064)	(1,021)	(1,393)
其他	546	(276)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	14,511	3,329	614	(821)	(4,393)
現金增加淨額	1,129	(687)	1,139	836	(1,544)
年初現金及現金等價物	5,749	6,784	6,068	7,107	7,843
匯兌	(94)	(29)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	6,784	6,068	7,107	7,843	6,199
受限制現金	6,250	5,362	5,362	5,362	5,362
資產負債表的現金	13,033	11,430	12,469	13,205	11,561

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.3	96.7	96.4	96.4	95.9
物業投資	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
酒店	1.0	1.4	1.4	1.5	2.1
物業管理	1.5	1.8	1.7	1.6	1.4
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	18.5	8.1	17.3	21.5	7.7
毛利	1.4	(1.5)	4.4	21.8	11.8
淨利潤率	(4.7)	2.2	(6.4)	24.7	12.6
淨利潤	(3.5)	(11.2)	(12.3)	29.2	11.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.6	32.4	28.9	28.9	30.1
稅前利率	29.3	26.4	20.7	21.3	22.4
淨利潤率	13.6	11.2	8.4	8.9	9.2
核心淨利潤率	13.2	10.3	8.4	8.9	9.2
有效稅率	46.8	49.7	50.4	48.6	48.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.7	1.7	1.9	1.9	1.8
平均應收賬款周轉天數	64.0	55.6	48.7	46.8	49.6
平均應付帳款周轉天數	396.7	370.1	317.1	296.2	319.5
平均存貨周轉天數	808.8	894.2	847.0	752.3	745.5
淨負債/權益比率 (%)	73.4	75.2	71.5	63.7	55.4
回報率 (%)					
資本回報率	16.4	12.7	10.3	11.9	12.0
資產回報率	4.2	3.5	2.9	3.5	3.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.400	1.222	0.960	1.240	1.387
每股股息(港元)	0.475	0.395	0.320	0.430	0.500
每股賬面值(人民幣)	8.51	8.59	9.35	10.43	11.59

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”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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士。