

雅居樂地產 (3383 HK, HK\$9.16, 目標價: HK\$11.81, 買入) — 海南先鋒

- ❖ **調整後估值更吸引。**我們首次覆蓋雅居樂及給予買入評級。公司股票從年內高位 11.18 港元回落，目前估值相等於 2012 年 6.1 倍市盈率或對資產淨值（即 29.52 港元）折讓 69.0%。我們相信目前的估值已經反映了略為緩慢的銷售成績。一旦銷售在下半年回升，公司會有重新評級的潛力。我們的目標價為 11.81 港元，比資產淨值折讓 60%，升值潛力為 28.9%。
- ❖ **中國南部和海南的領先開發商。**雅居樂擁有 20 年中國房地產市場的經驗，並在 2007 年進入海南後成為旅遊地產的先驅。現在，雅居樂在中國 24 個城市和地區持有 3850 萬平方米的土地儲備，足夠在未來 5-7 年的發展。此外，低土地成本是雅居樂的競爭優勢之一。平均土地成本為每平方米 1,288 元（人民幣·下同），相當於 2011 年入賬的平均房價之 12.2%。
- ❖ **銷售在 2012 年第 2 季恢復動力。**雅居樂在四月下旬推出年內的惟一新盤，番禺雅居樂城南源著。銷售在 2012 年第 1 季放緩，但公司在五月和六月削減價格，銷售在 6 月份再次上升。於 2012 上半年的合同銷售金額為 140.6 億元，相當於全年目標的 45%。對於今年餘下時間，雅居樂將推出多個在瀋陽、西安、南京、中山、佛山和廣州的新項目，同時，將在成都雅居樂花園，重慶雅居樂國際花園和海南清水灣一些現有項目推出新產品。因此，公司有信心完可以成全年銷售目標 310 億元。同時，公司正在建設投資物業及酒店組合，以確保未來有穩定的收入和擴大收入基礎。
- ❖ **我們預計淨利潤的複合年增長率為 11.8%。**我們相信房地產開發業務繼續是公司的主要收入來源。我們預料在 2012-14 年總營業額分別為 289 億元、379 億元和 437 億元，未來 3 年的複合年增長率為 23.9%。邊際利潤在降價後會遇到壓力。因此，我們估計在 2012-14 年淨利潤分別為 45.3 億元、48.6 億元和 57.4 億元。淨負債比率將維持在 70% 左右的水平。同時，至 2012 年底的資產淨值預測為每股 29.52 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬人民幣)	20,520	22,945	28,864	37,899	43,684
淨利潤 (百萬人民幣)	5,976	4,105	4,525	4,863	5,742
每股收益 (人民幣)	1.707	1.184	1.237	1.329	1.569
每股收益變動 (%)	229	(31)	4	7	18
市盈率(x)	4.4	6.3	6.1	5.7	4.8
市帳率(x)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.7
股息率 (%)	3.2	3.7	3.9	4.1	4.6
權益收益率 (%)	32.0	18.9	17.7	16.4	16.6
淨財務槓杆率 (%)	53.9	71.8	76.9	75.9	76.8

來源: 公司及招銀國際研究部

雅居樂地產 (3383 HK)

評級	買入
收市價	HK\$9.16
目標價	HK\$11.81
市值 (港幣百萬)	31,597
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	145
52 周高/低 (港幣)	12.7/4.16
發行股數 (百萬)	3,449
主要股東	陳卓林(64%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-7.8%	-9.5%
3 月	-11.2%	-4.8%
6 月	6.3%	9.0%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	20,520	22,945	28,864	37,899	43,684
物業發展	20,197	22,466	28,227	36,735	42,007
物業投資	16	18	40	84	110
酒店	50	122	177	539	937
物業管理	257	339	420	540	630
銷售成本	(11,131)	(10,590)	(17,559)	(25,088)	(29,807)
毛利	9,389	12,354	11,305	12,811	13,877
銷售費用	(695)	(835)	(1,010)	(1,326)	(1,311)
行政費用	(718)	(877)	(1,039)	(1,402)	(1,311)
其他收益	(409)	(58)	(331)	(448)	(527)
息稅前收益	7,567	10,585	8,924	9,634	10,729
融資成本	269	645	202	238	280
聯營公司	-	121	-	82	68
特殊收入	3,198	273	-	-	-
稅前利潤	11,034	11,623	9,126	9,953	11,076
所得稅	(4,615)	(6,390)	(4,225)	(4,546)	(4,932)
非控制股東權益	(443)	(1,128)	(376)	(545)	(402)
淨利潤	5,976	4,105	4,525	4,863	5,742
核心淨利潤	4,020	5,161	4,525	4,863	5,742

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流動資產	17,039	25,642	32,543	38,871	46,509
物業、廠房及設備	2,253	3,574	5,000	6,000	7,000
聯營公司	-	205	450	580	720
投資物業	4,998	5,248	6,800	8,000	8,500
無形資產	12	19	17	15	13
其他	9,775	16,596	20,276	24,276	30,276
流動資產	52,840	56,136	60,003	67,418	73,772
現金及現金等價物	10,681	7,328	6,423	7,528	7,422
應收貿易款項	2,912	4,814	5,500	5,800	6,250
存貨	39,143	43,923	48,000	54,000	60,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	104	71	80	90	100
流動負債	32,000	41,240	45,000	51,300	58,000
借債	5,262	7,660	8,000	9,000	11,000
應付貿易賬款	21,980	25,162	28,500	33,800	38,500
應付稅項	4,758	8,418	8,500	8,500	8,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	17,543	16,782	19,611	22,611	24,611
借債	15,496	15,232	18,061	21,061	23,061
遞延稅項	2,048	1,550	1,550	1,550	1,550
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	1,654	2,082	2,400	2,700	3,000
淨資產總值	18,681	21,675	25,535	29,678	34,670
股東權益	18,681	21,675	25,535	29,678	34,670

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息稅前收益	7,567	10,585	8,924	9,634	10,729
折舊和攤銷	47	68	84	112	133
營運資金變動	(6,577)	(9,086)	(2,912)	(4,000)	(4,750)
稅務開支	(2,305)	(3,297)	(4,142)	(4,546)	(4,932)
其他	(1,365)	(1,781)	(1,595)	(458)	(2,258)
經營活動所得現金淨額	(2,634)	(3,511)	358	742	(1,078)
購置固定資產	(748)	(1,429)	(3,062)	(2,312)	(1,633)
聯營公司	386	430	(245)	(130)	(140)
其他	85	122	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(278)	(876)	(3,307)	(2,442)	(1,773)
股份發行	(802)	(137)	-	-	-
淨銀行借貸	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	-	-	-
融資活動所得現金淨額	5,153	2,741	2,144	2,905	2,845
現金增加淨額	2,241	(1,645)	(805)	1,205	(6)
年初現金及現金等價物	4,372	6,482	4,684	3,779	4,884
匯兌	(132)	(153)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	6,482	4,684	3,779	4,884	4,778
受限制現金	4,199	2,644	2,644	2,644	2,644
資產負債表的現金	10,681	7,328	6,423	7,528	7,422

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
銷售組合 (%)					
物業發展	98.4	97.9	97.8	96.9	96.2
物業投資	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
酒店	0.2	0.5	0.6	1.4	2.1
物業管理	1.3	1.5	1.5	1.4	1.4
總額	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
稅前利率	53.8	50.7	31.6	26.3	25.4
淨利潤率	29.1	17.9	15.7	12.8	13.1
核心淨利潤率	19.6	22.5	15.7	12.8	13.1
有效稅率	41.8	55.0	46.3	45.7	44.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3
速動比率 (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
平均應收賬款周轉天數	25.9	38.3	34.8	27.9	26.1
平均應付賬款周轉天數	399.4	812.4	557.7	453.2	442.7
平均存貨周轉天數	743.8	1,431.4	955.4	742.0	698.0
總負債/ 權益比率 (%)	111.1	105.6	102.1	101.3	98.2
淨負債/ 權益比率 (%)	53.9	71.8	76.9	75.9	76.8
回報率 (%)					
資本回報率	32.0	18.9	17.7	16.4	16.6
資產回報率	8.6	5.0	4.9	4.6	4.8
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	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
每股賬面值 (人民幣)	5.38	6.28	7.40	8.60	10.05

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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: 香港中環夏愨道 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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。