

雅居乐 (3383 HK)

亮丽的毛利率改善

- ❖ **净利润大幅增长 208%**。2017 年上半年，雅居乐交付面积为 200 万平方米，同比减少 15.7%，但平均售价上涨 16.2%至 10,651 元人民币/平米。因此，公司期内收入同比微降 1.1%至 223 亿元人民币。受销售价格上涨带动，上半年毛利率为 37.7%，较 2016 年同期上升 17.3 个百分点，毛利因此同比增长 84.4%至 83.2 亿元人民币。同时，由于销售及管理费用和财务费用得到有效控制，净利润同比增长 208%至 18.6 亿元人民币。公司宣派中期股息每股 22.0 港仙。
- ❖ **计划分拆物业管理业务**。截止 2017 年 6 月 30 日，公司总物业管理面积为 7,054 万平方米。今年上半年物业管理收入达 5.48 亿元人民币，增长 15.3%。公司持续拓展「雅生活」业务，并于上半年与绿地控股集团签署战略合作框架协议，收购上海绿地物业服务有限公司的 100%股权。绿地集团将于未来 5 年每年向「雅生活」提供 1,000 万平方米的物业管理服务建筑面积，而绿地集团于 2017 年 8 月中旬以 10 亿元人民币购入雅生活集团 20%股权，成为长期策略性投资者，为雅生活的发展打下稳健的基础。雅生活集团未来也将寻求在香港交易所上市。
- ❖ **前 7 个月合约销售增长 41%**。截止到今年 7 月，公司合约销售达 451 亿元人民币，同比增长 40.6%，合约销售面积 368 万平方米，增长 12.9%。平均销售价格为 12,255 元人民币/平米，较去年同期上涨 24.6%。公司将 2017 年全年销售目标由 600 亿元人民币上调至 650 亿元人民币，截止到今年 7 月时已完成新目标的 69.4%。公司同时也将 2018 年和 2019 年销售目标分别设定在 900 亿元人民币和 1,000 亿元人民币。
- ❖ **净负债率维持在 51%**。截止到 2017 年 6 月 30 日，公司现金余额为 293 亿元人民币，总有息负债为 521 亿元人民币。净负债率较去年底的 49.1%略微上升 1.9 个百分点至 51%。尽管我们预计公司净负债率将在 2017 年底上升至 60.7%，但我们认为公司资产负债表仍处于健康水平，手上现金足够覆盖短期债务。
- ❖ **回购海南清水湾项目股权有助提升每股价值**。摩根士坦利同意向雅居乐出售其海南清水湾项目 30%的股权，作价 9 亿美元。由于该项目盈利水平高于公司其他项目，我们相信雅居乐的这次回购将有助于提升公司盈利以及每股资产净值。因此，我们分别上调 2017-2019 年的净利润预测 18.9%、10.9%及 21.6%至 39.8 亿、44.9 亿和 51.9 亿元人民币。同时，我们将 2017 年底的净资产预测由 19.94 港元升至 23.96 港元，目标价由 7.98 港元调升至 11.98 港元，相等于 50%的与净资产折让(过去折让 60%)，维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	43,004	46,679	47,664	47,582	54,804
净利润(百万人民币)	1,390	2,284	3,977	4,486	5,192
EPS (人民币)	0.358	0.588	1.015	1.145	1.325
EPS 变动 (%)	(70.7)	64.3	72.6	12.8	15.7
市盈率(x)	21.6	13.2	7.6	6.8	5.8
市帐率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
股息率 (%)	4.4	5.0	5.6	5.6	5.8
权益收益率 (%)	4.1	6.5	10.5	10.9	11.4
净财务杠杆率(%)	64.0	49.1	60.7	55.9	52.0

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$11.98
(过去目标价)	HK\$7.98)
潜在升幅	+33.1%
当前股价	HK\$9.00

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	35,332
3月平均流通量(百万港元)	103
5周内股价高/低(港元)	9.46/3.73
总股本(百万)	3,917

资料来源：彭博

股东结构

陈卓林	63.0%
自由流通	36.2%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.9%	-8.8%
3-月	16.5%	7.5%
6-月	74.3%	50.0%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: PwC

公司网站: www.agile.com.cn

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	43,004	46,679	47,664	47,582	54,804
物业发展	41,421	44,752	45,444	44,985	51,633
物业投资	96	189	246	266	298
酒店	674	670	774	831	1,073
物业管理	813	1,069	1,200	1,500	1,800
销售成本	(32,191)	(34,313)	(33,242)	(32,583)	(38,329)
毛利	10,813	12,366	14,422	14,999	16,475
销售费用	(1,786)	(2,098)	(2,097)	(2,141)	(2,357)
行政费用	(1,444)	(1,458)	(1,525)	(1,665)	(2,192)
其他收益	(918)	(252)	125	100	102
息税前收益	6,666	8,558	10,924	11,293	12,029
融资成本	(417)	(1,125)	(914)	(978)	(1,093)
联营公司	(115)	7	95	331	1,222
特殊收入	63	43	28	-	-
税前利润	6,196	7,483	10,133	10,645	12,157
所得税	(3,895)	(4,433)	(5,463)	(5,638)	(6,090)
非控制股东权益	(553)	(351)	(250)	(79)	(433)
永久资本证券持有人	(359)	(415)	(442)	(442)	(442)
净利润	1,390	2,284	3,977	4,486	5,192
核心净利润	1,343	2,252	3,956	4,486	5,192

资料来源：公司及招银国际研究预测

资产负债表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	27,194	35,586	39,003	40,720	43,570
物业、厂房及设备	6,652	7,309	7,500	7,800	8,400
联营公司	1,137	4,739	5,400	5,950	6,500
投资物业	6,369	6,327	6,400	6,500	6,750
无形资产	54	55	3,933	3,900	3,850
其他	12,982	17,155	15,770	16,570	18,070
流动资产	90,119	96,139	91,606	99,113	107,953
现金及现金等价物	13,137	22,311	15,006	17,313	20,453
应收贸易款项	8,383	11,463	10,800	11,800	12,300
存货	66,953	60,297	64,000	68,000	73,000
关连款项	-	308	-	-	-
其他	1,645	1,761	1,800	2,000	2,200
流动负债	50,531	55,252	51,000	54,300	59,600
借债	16,487	12,815	10,800	11,000	12,500
应付贸易账款	22,731	31,719	29,400	32,500	36,300
应付税项	11,312	10,717	10,800	10,800	10,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	24,787	32,318	33,800	36,000	38,000
借债	23,543	31,181	32,000	34,000	36,000
递延税项	1,244	1,137	1,800	2,000	2,000
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	3,198	3,248	2,437	2,617	2,757
永久资本证券	4,489	5,598	5,600	5,600	5,600
净资产总值	34,308	35,310	37,772	41,316	45,566
股东权益	34,308	35,310	37,772	41,316	45,566

资料来源：公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	6,666	8,558	10,924	11,293	12,029
折旧和摊销	448	532	274	276	287
营运资金变动	10,693	6,644	(6,742)	(3,900)	(4,200)
税务开支	(6,021)	(5,380)	(4,718)	(5,438)	(6,090)
其他	(4,649)	(3,468)	2,904	1,382	1,576
经营活动所得现金净额	7,136	6,887	2,642	3,612	3,601
购置固定资产	(252)	(952)	(6,268)	(609)	(1,065)
联营公司	(568)	(2,913)	(661)	(550)	(550)
其他	120	146	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(699)	(3,719)	(7,397)	(1,626)	(2,082)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(3,510)	4,097	(1,196)	2,200	3,500
股息	(1,205)	(1,499)	(2,244)	(1,684)	(1,684)
其他	(188)	(725)	1,000	-	-
融资活动所得现金净额	(4,903)	1,873	(2,440)	516	1,816
现金增加净额	1,534	5,041	(7,195)	2,502	3,335
年初现金及现金等价物	6,068	7,407	12,432	5,042	7,349
汇兑	(195)	(17)	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	7,407	12,432	5,042	7,349	10,489
受限制现金	5,730	9,879	9,964	9,964	9,964
资产负债表的现金	13,137	22,311	15,006	17,313	20,453

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	96.3	95.9	95.3	94.5	94.2
物业投资	0.2	0.4	0.5	0.6	0.5
酒店	1.6	1.4	1.6	1.7	2.0
物业管理	1.9	2.3	2.5	3.2	3.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	12.2	8.5	2.1	(0.2)	15.2
毛利	(13.0)	14.4	16.6	4.0	9.8
净利润率	(33.5)	28.4	27.7	3.4	6.5
净利润	(67.6)	64.3	74.2	12.8	15.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.1	26.5	30.3	31.5	30.1
税前利率	14.4	16.0	21.3	22.4	22.2
净利润率	3.2	4.9	8.3	9.4	9.5
核心净利润率	3.1	4.8	8.3	9.4	9.5
有效税率	62.9	59.2	53.9	53.0	50.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
平均应收账款周转天数	35.6	44.8	41.4	45.3	41.0
平均应付账款周转天数	279.4	289.6	335.6	346.7	327.6
平均存货周转天数	778.5	676.8	682.4	739.4	671.4
净负债/权益比率 (%)	64.0	49.1	60.7	55.9	52.0
回报率 (%)					
资本回报率	4.1	6.5	10.5	10.9	11.4
资产回报率	1.2	1.7	3.0	3.2	3.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.358	0.588	1.015	1.145	1.325
每股股息(港元)	0.395	0.450	0.500	0.500	0.520
每股账面值(人民币)	8.76	9.01	9.64	10.55	11.63

资料来源：公司及招银国际研究预测

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关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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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，并可能会受目标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责任。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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 年证券交易法规则 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。