

雅居乐 (3383 HK)

新三年计划将倚重多元业务

❖ **税率上升，利润较预期低 10%。**2018 年，雅居乐实现收入 561 亿（人民币，下同），增长 8.8%，但较我们预期低 5.5%。利润增长 18.3%至 71.3 亿，较我们预期的 79.1 亿低 9.9%。净财务费用的上升抵消了投资物业重估的增长。净财务开支增加 205%至 27.4 亿，较我们预测的 17.4 亿高。这是由于 2018 年资本化和对冲后的外汇损失达到 13.5 亿，而 2017 年是 3.65 亿的收益。另一方面，投资物业重估在 2018 年大幅增长至 19.52 亿。因此，2018 年税前利润增加 22.3%至 194 亿，较我们的预测高出 0.4%。主要差异来自 2018 年的有效税率上升至 56.9%，而我们的预测是 53.3%。

❖ **海南市场影响公司表现。**公司 2018 年未能完成销售目标的主要原因是：海南房地产政策在去年收紧，影响了公司在当地的销售，而海南是雅居乐的重点市场。2018 年雅居乐实现 1,027 亿销售额，完成去年 11,00 亿销售目标 93.4%。我们估算去年海南贡献了 100 亿的合约销售额。雅居乐在合约销售方面变得更为谨慎，2019 年合约销售目标定于 1,130 亿，期内可售货值 2,000 亿。由于海南占雅居乐 2019 年可售资源目标 10%，海南房地产市场也将影响公司销售表现。

❖ **27%土储位于大湾区。**2018 年，雅居乐收购了 46 块土地，新增建面 1,111 万平（权益比率为 81.8%），新增货值 426 亿元。截至 2018 年底，公司土储覆盖 65 个城市，总建面达 3,623 万平。平均土地成本 2,825 元/平方米，占销售均价的 25.2%。雅居乐起源中山，其大湾区的土储达 987 万平方米，同样是属于专注开发大湾区的发展商。我们预计公司也将受惠于大湾区的发展。

❖ **多元化业务冉冉升起。**除了旗下物业公司雅生活（3319 HK，买入）在 2018 年分拆上市外，雅居乐也从事环保、建筑、教育及商业物业等业务。这些业务的收入在 2018 年大幅上升 55.9%至 36.6 亿元，对总收入的贡献从 2017 年的 4.5%增至 2018 年的 6.5%。未来这些业务也将有机会分拆上市，实现价值最大化。

❖ **下调盈利预测，但微幅上调目标价。**公司的净负债比率从 2017 年末的 71.4%，上升至 2018 年末的 79.1%。截至 2018 年底，已售未结转金额达 440 亿元。考虑到公司受海南房地产政策影响，我们分别下调 2019 年及 2020 年的盈利预测 16.5%至 75.4 亿元及 22.1%至 83.3 亿元。我们将 2019 年的预测每股净资产净值从 27.40 港元上调至 28.96 港元，以反映新增土储和新业务的价值。基于资产净值 45%折扣，目标价由 15.07 港元上调至 15.93 港元。重申买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	51,607	56,145	68,298	79,939	91,631
净利润(百万人民币)	6,025	7,125	7,537	8,328	9,363
EPS (人民币)	1.552	1.835	1.941	2.145	2.412
EPS 变动 (%)	163.8	18.3	5.8	10.5	12.4
市盈率(x)	6.9	5.8	5.5	5.0	4.4
市帐率(x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	7.3	8.1	8.9	9.7	10.9
权益收益率 (%)	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
净财务杠杆率(%)	71.4	79.1	78.3	75.0	71.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$15.93
(过去目标价)	HK\$15.07
潜在升幅	+28.7%
当前股价	HK\$12.38

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)	48,493
3 月平均流通量(百万港元)	77.6
52 周内股价高/低(港元)	17.84/8.09
总股本(百万)	3,917

资料来源：彭博

股东结构

陈卓林	64.43%
自由流通	35.57%

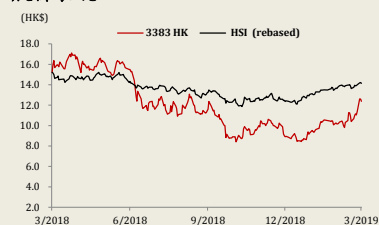
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	24.0%	18.8%
3-月	39.7%	22.6%
6-月	9.9%	2.3%

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

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	51,607	56,145	68,298	79,939	91,631
物业发展	49,262	52,488	60,914	70,051	78,457
物业投资	167	189	198	210	223
酒店	684	722	794	873	961
物业管理	1,290	2,133	5,502	7,630	10,440
环保	205	614	890	1,175	1,551
销售成本	(30,920)	(31,471)	(42,083)	(50,677)	(59,653)
毛利	20,687	24,674	26,216	29,262	31,978
销售费用	(2,259)	(2,318)	(2,390)	(2,638)	(2,932)
行政费用	(2,044)	(2,910)	(3,073)	(3,278)	(3,574)
其他收益	210	720	386	173	93
息税前收益	16,594	20,166	21,138	23,520	25,565
融资成本	(899)	(2,744)	(1,702)	(1,328)	(1,345)
联营公司	169	27	50	68	84
特殊收入	4	1,952	-	-	-
税前利润	15,869	19,401	19,486	22,260	24,304
所得税	(9,089)	(11,043)	(10,451)	(11,815)	(12,765)
非控制股东权益	(282)	(556)	(821)	(1,440)	(1,498)
永久资本证券持有人	(473)	(677)	(677)	(677)	(677)
净利润	6,025	7,125	7,537	8,328	9,363
核心净利润	6,022	5,661	7,537	8,328	9,363

资料来源：公司及招银国际研究预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	50,714	63,538	61,880	67,320	74,170
物业、厂房及设备	7,573	8,754	9,800	11,200	12,500
联营公司	7,006	10,088	9,800	9,600	9,400
投资物业	5,887	8,804	9,000	9,400	9,850
无形资产	1,458	2,101	2,300	2,500	2,800
其他	28,790	33,791	30,980	34,620	39,620
流动资产	112,644	166,908	156,292	161,134	168,306
现金及现金等价物	30,120	45,062	36,392	33,134	32,006
应收贸易款项	16,396	27,735	24,000	28,200	30,000
存货	62,669	87,714	90,000	94,000	100,000
关连款项	1,204	3,232	2,400	1,800	1,800
其他	2,254	3,165	3,500	4,000	4,500
流动负债	83,473	120,378	101,380	102,500	104,500
借债	27,146	35,333	30,000	28,000	26,000
应付贸易账款	42,725	68,024	55,200	59,300	63,500
应付税项	13,361	17,015	16,100	15,200	15,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	241	7	80	-	-
非流动负债	35,708	55,087	56,000	58,100	62,200
借债	34,529	53,196	54,000	56,000	60,000
递延税项	1,175	1,884	2,000	2,100	2,200
其他	4	6	-	-	-
少数股东权益	2,312	5,407	5,200	5,600	6,000
永久资本证券	5,529	8,335	8,500	8,720	8,900
净资产总值	36,335	41,239	47,092	53,534	60,876
股东权益	36,335	41,239	47,092	53,534	60,876

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)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	16,594	20,166	21,138	23,520	25,565
折旧和摊销	591	647	792	846	950
营运资金变动	(4,061)	(17,114)	(13,885)	(6,100)	(5,600)
税务开支	(7,210)	(6,681)	(11,250)	(12,615)	(12,865)
其他	(2,961)	5,143	2,754	(2,077)	(4,029)
经营活动所得现金净额	2,953	2,161	(451)	3,573	4,020
购置固定资产	(2,931)	(4,596)	(1,892)	(2,496)	(2,512)
联营公司	456	(3,083)	288	200	200
其他	(4,485)	(468)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(6,960)	(8,146)	(2,071)	(2,763)	(2,780)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	17,149	26,854	(4,529)	-	2,000
股息	(2,762)	(3,940)	(3,473)	(3,873)	(4,174)
其他	(3,629)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	10,758	22,914	(8,002)	(3,873)	(2,174)
现金增加净额	6,751	16,929	(10,524)	(3,063)	(933)
年初现金及现金等价物	12,432	19,042	35,776	25,057	21,799
汇兑	(141)	(195)	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	19,042	35,776	25,057	21,799	20,671
受限制现金	11,078	9,285	11,335	11,335	11,335
资产负债表中的现金	30,120	45,062	36,392	33,134	32,006

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	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	95.5	93.5	89.2	87.6	85.6
物业投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
物业管理	2.5	3.8	8.1	9.5	11.4
环保	0.4	1.1	1.3	1.5	1.7
总额	99.6	98.9	98.7	98.5	98.3
增长 (%)					
收入	10.6	8.8	21.6	17.0	14.6
毛利	67.3	19.3	6.2	11.6	9.3
净利润率	93.9	21.5	4.8	11.3	8.7
净利润	163.8	18.3	5.8	10.5	12.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.1	43.9	38.4	36.6	34.9
税前利率	30.7	34.6	28.5	27.8	26.5
净利润率	11.7	12.7	11.0	10.4	10.2
核心净利润率	11.7	10.1	11.0	10.4	10.2
有效税率	57.3	56.9	53.6	53.1	52.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	58.0	90.2	64.1	64.4	59.8
平均应付账款周转天数	439.4	642.2	534.4	412.3	375.7
平均存货周转天数	725.8	872.1	770.7	662.6	593.5
净负债/权益比率 (%)	71.4	79.1	78.3	75.0	71.3
回报率 (%)					
资本回报率	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
资产回报率	3.7	3.1	3.5	3.6	3.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.552	1.835	1.941	2.145	2.412
每股股息(港元)	0.900	1.000	1.100	1.200	1.350
每股账面值(人民币)	9.28	10.53	12.02	13.67	15.54

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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风险。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(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 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。