

雅居乐 (3383 HK)

多元化业务

- ❖ **业绩超预期。**尽管 2017 年交付面积减少 6.9%至 473 万平，但平均销售价格增长 18.3%至 10,424 元人民币(下同)/平，使得 2017 年收入仍然实现 10.6% 的增长至 516 亿。同时，毛利率提升 13.6 个百分点至 40.1%，推动净利润大幅增长 164%至 60.2 亿，超出我们预计 34.1%。2017 年派息增长 350%至每股 90 港仙，其中 68 港仙为末期息。管理层也透露未来分红比率将会维持在 45%水平。
- ❖ **2018 年销售目标 1,100 亿。**2017 年，公司合约销售增长 52%至 897 亿，销售面积 736 万平，增长 27%。基于 2018 年可售货值达 1,800 亿，或可售面积 1,200 万平，公司将今年的销售目标定在 1,100 亿。2018 年可售面积中，37%位于华南，18%位于海南及云南，合理的销售分布将有助公司实现销售目标并且保证利润水平。目前，公司有超过 200 亿的已售未结转金额，毛利率在 40%左右。
- ❖ **聚焦大湾区。**在强劲销售带动下，公司也 2017 年补充了权益总建面达 746 万平的土地，其中 45.2%位于大湾区。截止到 2017 年底，公司总土地储备达 3,410 万平，其中 32.5%，即 1,100 万平位于大湾区。我们相信公司在该区域的投资将会受益于大湾区的发展。2018 年，公司计划投资 500 亿用于土地收购。
- ❖ **非房地产业务正在崛起。**公司采取了“1+N”的发展战略，即以房地产开发作为核心业务进行产业延伸。目前非房地产业务主要包括物业管理、环保和建设业务。截止到 3 月 21 日，公司旗下物业管理公司雅生活(3319 HK, 未评级)市值达 154 亿港元，目前雅居乐持有雅生活 54%的股权。环保业务方面，公司将以固体废物处理作为第一阶段的发展核心，致力于成为全国前列。目前公司已有 21 个废物处理项目，并规划未来总年处理量超过 150 万吨。建设业务主要开展代建、建筑、园林绿化及装配式建材业务。公司认为非房地产业务相比房地产开发享有更高的利润率并且市场广阔，长远目标是非房地产业务将占到 50%的总收入。
- ❖ **上调盈利预测及目标价。**净负债率由 16 年底的 49.1%扩大至 17 年底的 71.4%。由于非房地产业务发展需要，公司可能将维持目前杠杆水平，我们认为目前负责水平仍处于安全范围内。基于公司利润率提升，我们分别上调了 2018-19 的盈利预测 21.1%和 25.6%至 64.5 亿和 74.4 亿元。此外，我们上调公司 2018 年底每股资产净值预测由 HK\$27.02 至 HK\$30.57，因此目标价由原来的 HK\$16.21 提高至 HK\$18.34，相当于 40%的折让，**重申买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	46,679	51,607	54,557	60,091	73,255
净利润(百万人民币)	2,284	6,025	6,453	7,443	8,852
EPS (人民币)	0.588	1.552	1.647	1.900	2.260
EPS 变动 (%)	64.3	163.8	6.2	15.3	18.9
市盈率(x)	22.8	8.6	8.1	7.0	5.9
市帐率(x)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	2.8	5.6	5.8	6.4	7.7
权益收益率 (%)	6.5	16.6	15.9	16.3	17.1
净财务杠杆率(%)	49.1	71.4	64.7	58.7	57.1

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$18.34
(过去目标价)	HK\$16.21)
潜在升幅	+15.1%
当前股价	HK\$15.94

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)	62,438
3 月平均流通量(百万港元)	134.4
5 周内股价高/低(港元)	16.44/6.05
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	19.7%	18.0%
3-月	43.3%	32.8%
6-月	22.3%	8.8%

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	46,679	51,607	54,557	60,091	73,255
物业发展	44,752	49,262	49,089	52,006	62,499
物业投资	189	167	183	205	236
酒店	670	684	739	813	894
物业管理	1,069	1,290	4,140	6,480	8,850
其他	-	205	405	588	776
销售成本	(34,313)	(30,920)	(32,854)	(37,468)	(45,978)
毛利	12,366	20,687	21,703	22,623	27,276
销售费用	(2,098)	(2,259)	(2,510)	(2,584)	(3,150)
行政费用	(1,458)	(2,044)	(2,564)	(2,644)	(3,296)
其他收益	(252)	210	261	219	108
息税前收益	8,558	16,594	16,890	17,614	20,938
融资成本	(1,125)	(899)	(856)	(802)	(886)
联营公司	7	169	458	1,152	1,601
特殊收入	43	4	-	-	-
税前利润	7,483	15,869	16,491	17,964	21,653
所得税	(4,433)	(9,089)	(9,101)	(9,236)	(10,978)
非控制股东权益	(351)	(282)	(518)	(866)	(1,404)
永久资本证券持有人	(415)	(473)	(420)	(420)	(420)
净利润	2,284	6,025	6,453	7,443	8,852
核心净利润	2,252	6,022	6,453	7,443	8,852

资料来源：公司及招銀國際研究预测

资产负债表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	35,586	50,714	55,100	59,700	65,750
物业、厂房及设备	7,309	7,573	9,500	10,500	12,000
联营公司	4,739	7,006	7,800	8,500	9,400
投资物业	6,327	5,887	6,500	6,300	6,750
无形资产	55	1,458	1,300	1,200	1,100
其他	17,155	28,790	30,000	33,200	36,500
流动资产	96,139	112,644	117,871	122,440	133,317
现金及现金等价物	22,311	30,120	24,571	23,340	26,567
应收贸易款项	11,463	16,396	19,000	21,000	24,450
存货	60,297	62,669	72,000	75,800	80,000
关连款项	308	1,204	-	-	-
其他	1,761	2,254	2,300	2,300	2,300
流动负债	55,252	83,473	87,200	87,000	92,500
借债	12,815	27,146	20,000	15,000	16,000
应付贸易账款	31,719	42,725	53,000	57,200	61,300
应付税项	10,717	13,361	14,200	14,800	15,200
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	241	-	-	-
非流动负债	32,318	35,708	37,200	41,250	46,300
借债	31,181	34,529	36,000	40,000	45,000
递延税项	1,137	1,175	1,200	1,250	1,300
其他	-	4	-	-	-
少数股东权益	3,248	2,312	2,420	2,600	2,757
永久资本证券	5,598	5,529	5,600	5,600	5,600
净资产总值	35,310	36,335	40,551	45,690	51,910
股东权益	35,310	36,335	40,551	45,690	51,910

资料来源：公司及招銀國際研究预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	8,558	16,594	16,890	17,614	20,938
折旧和摊销	532	591	647	757	809
营运资金变动	6,644	(5,144)	(10,198)	(3,600)	(5,550)
税务开支	(5,380)	(6,407)	(8,237)	(8,586)	(10,528)
其他	(3,468)	(6,462)	8,461	(635)	(854)
经营活动所得现金净额	6,887	(827)	7,563	5,550	4,816
购置固定资产	(952)	(6,128)	(3,038)	(1,392)	(2,572)
联营公司	(2,913)	(2,267)	(794)	(700)	(900)
其他	146	(468)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(3,719)	(8,862)	(4,300)	(2,560)	(3,939)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	4,097	17,679	(5,675)	(1,000)	6,000
股息	(1,499)	(2,185)	(2,942)	(3,027)	(3,455)
其他	(725)	1,000	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,873	16,494	(8,617)	(4,027)	2,545
现金增加净额	5,041	6,805	(5,354)	(1,036)	3,422
年初现金及现金等价物	7,407	12,432	19,042	13,493	12,262
汇兑	(17)	(195)	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	12,432	19,042	13,493	12,262	15,489
受限制现金	9,879	11,078	11,078	11,078	11,078
资产负债表的现金	22,311	30,120	24,571	23,340	26,567

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	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	95.9	95.5	90.0	86.5	85.3
物业投资	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
酒店	1.4	1.3	1.4	1.4	1.2
物业管理	2.3	2.5	7.6	10.8	12.1
其他	-	0.4	0.7	1.0	1.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	8.5	10.6	5.7	10.1	21.9
毛利	14.4	67.3	4.9	4.2	20.6
净利润率	28.4	93.9	1.8	4.3	18.9
净利润	64.3	163.8	7.1	15.3	18.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.5	40.1	39.8	37.6	37.2
税前利率	16.0	30.7	30.2	29.9	29.6
净利润率	4.9	11.7	11.8	12.4	12.1
核心净利润率	4.8	11.7	11.8	12.4	12.1
有效税率	59.2	57.3	55.2	51.4	50.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.3	1.4	1.4	1.4
平均应收账款周转天数	44.8	58.0	63.6	63.8	60.9
平均应付账款周转天数	289.6	439.4	531.7	536.8	470.4
平均存货周转天数	676.8	725.8	748.1	719.9	618.4
净负债/权益比率 (%)	49.1	71.4	64.7	58.7	57.1
回报率 (%)					
资本回报率	6.5	16.6	15.9	16.3	17.1
资产回报率	1.7	3.7	3.7	4.1	4.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.588	1.552	1.647	1.900	2.260
每股股息(港元)	0.450	0.900	0.920	1.020	1.230
每股账面值(人民币)	9.01	9.28	10.35	11.66	13.25

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。