

雅居乐 (3383 HK, HK\$3.59, 目标价: HK\$4.90, 买入) — 汇兑损失引致出血

- ❖ **2015年盈利下跌约70%。**雅居乐宣布盈警,因为毛利率下跌及重大汇兑损失,2015年盈利预期下跌约70%。我们因此将其2015年营业额及盈利预测分别由449亿元(人民币·下同)下调至428亿元及由38.0亿元下调至13.3亿元。我们也预期公司会取消2015年的股息派送。此外,我们也将2016年及2017年的盈利预测分别下调24.3%至36.5亿元及10.6%至48.3亿元。
- ❖ **售价下跌令利润受压。**雅居乐解释因平均售价下跌引致毛利率受压,因为国内物业市场在2014年至2015年初表现疲弱,雅居乐合同销售均价由2013年的每平方米11,592元下跌至2014年的每平方米9,625元,之后至2015年更进一步跌至每平方米8,724元。而且,公司希望就算在亏本的情况下出售存货,因此毛利率受损。雅居乐较早时给予的2015年毛利率指引为25-29%,我们相信会接近下限。
- ❖ **2015下半年的人民币贬值引起汇兑损失11亿元。**中国人民银行在8月11日宣布将人民币贬值1.9%,在2015年下半年人民币便贬值了4.7%。于2014年末,雅居乐的总借贷为423亿元,其中135亿元为美元借贷、58亿元为港元借贷。此外,雅居乐在2013年1月发行了7亿美元的永续债,所以包括永续债在内的具外汇风险的贷款总额达238亿元,因此公司估计2015年的汇兑损失为11亿元。
- ❖ **2015年销售目标完成98%。**2015年的合同销售总额增加0.2%至442亿元,相等于全年目标450亿元的98.3%。2015年的合同销售面积增加10.5%至507万平方米,但合同销售均价下跌9.4%至每平方米8,724元。实际上,雅居乐希望出售非核心资产(例如上海的投资物业),如果公司成功出售,便可达成2015年全年销售目标。
- ❖ **因估值吸引,重申「买入」评级。**2016年1月,雅居乐的合同销售总额及面积分别增加31.7%至29亿元及23.7%至30万平方米。随着政府的支持政策出台,房地产市场(尤其是一线城市)自2015年下半年开始改善,我们重申「买入」评级。但我们目标价由5.34港元下调至4.90港元,相等于2016年底的资产净值预测16.32港元折让70%。

雅居乐 (3383 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.59
目标价	HK\$4.90
市值(港币百万)	14,062
过去3月平均交易(港币百万)	18
52周高/低(港币)	7.14/3.30
发行股数(百万)	3,917
主要股东	陈卓林(63.0%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	5.4%	6.3%
3月	-10.6%	4.7%
6月	12.8%	23.9%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万元人民币)	35,436	38,318	40,430	51,579	57,201
净利润(百万元人民币)	4,827	4,287	1,333	3,649	4,828
每股收益(人民币)	1.400	1.222	0.340	0.931	1.233
每股收益变动(%)	(3.4)	(12.7)	(72.2)	173.7	32.3
市盈率(x)	2.2	2.5	9.0	3.3	2.5
市帐率(x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
股息率(%)	13.2	11.0	0.0	12.0	13.9
权益收益率(%)	16.4	12.7	3.9	9.7	11.6
净财务杠杆率(%)	73.4	75.2	80.0	72.8	64.3

来源:公司、招銀国际证券预测

利润表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	35,436	38,318	40,430	51,579	57,201
物業發展	34,467	37,037	38,828	49,631	54,818
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)	(30,061)	(37,861)	(40,802)
毛利	12,615	12,431	10,370	13,718	16,399
銷售費用	(1,523)	(1,784)	(1,900)	(2,166)	(2,402)
行政費用	(1,285)	(1,437)	(1,455)	(1,805)	(2,002)
其他收益	(1)	812	(1,073)	21	13
息稅前收益	9,807	10,021	5,941	9,768	12,008
融資成本	146	(293)	(64)	(43)	(49)
聯營公司	(52)	(73)	(32)	(25)	41
特殊收入	470	470	48	-	-
稅前利潤	10,370	10,126	5,893	9,700	12,000
所得稅	(4,850)	(5,035)	(3,709)	(5,072)	(6,010)
非控制股東權益	(693)	(449)	(490)	(608)	(790)
永久資本證券持有人	-	(355)	(361)	(372)	(372)
淨利潤	4,827	4,287	1,333	3,649	4,828
核心淨利潤	4,695	3,934	1,297	3,649	4,828

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

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	27,434	29,648	31,792
物業、廠房及設備	6,476	7,696	7,600	7,800	8,000
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	54	48	42
其他	19,134	14,610	12,300	13,500	14,000
流動資產	81,985	94,183	100,981	106,535	113,721
現金及現金等價物	13,033	11,430	10,481	10,935	13,021
應收貿易款項	12,425	11,675	12,000	14,000	16,000
存貨	56,475	70,357	78,000	81,000	84,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	51	721	500	600	700
流動負債	48,816	55,386	53,000	55,700	59,600
借債	12,354	16,471	12,000	11,200	10,800
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	34,800	36,200
借債	27,503	25,851	32,000	33,000	34,200
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	3,280	3,400	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	34,152	37,800	41,630
股東權益	29,366	33,651	34,152	37,800	41,630

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

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	5,941	9,768	12,008
折舊和攤銷	195	342	203	210	225
營運資金變動	(12,089)	(6,701)	(5,301)	(1,000)	(3,000)
稅務開支	(4,343)	(4,367)	(3,891)	(6,272)	(5,510)
其他	(3,488)	(1,698)	3,163	(222)	1,504
經營活動所得現金淨額	(9,918)	(2,402)	114	2,484	5,227
購買固定資產	(1,645)	(1,231)	(661)	(1,210)	(1,725)
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)	(1,729)	(1,698)	(2,343)
股份發行	(16)	1,299	-	-	-
淨銀行借貸	15,314	4,410	1,678	200	800
股息	(1,333)	(2,103)	(745)	(433)	(1,498)
其他	546	(276)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	14,511	3,329	933	(233)	(698)
現金增加淨額	1,129	(687)	(683)	554	2,186
年初現金及現金等價物	5,749	6,784	6,068	5,285	5,739
匯兌	(94)	(29)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	6,784	6,068	5,285	5,739	7,825
受限制現金	6,250	5,362	5,196	5,196	5,196
資產負債表的現金	13,033	11,430	10,481	10,935	13,021

来源: 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	96.0	96.2	95.8
物業投資	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
酒店	1.0	1.4	1.6	1.6	2.1
物業管理	1.5	1.8	1.9	1.6	1.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	18.5	8.1	5.5	27.6	10.9
毛利	1.4	(1.5)	(16.6)	32.3	19.5
淨利潤率	(4.7)	2.2	(40.7)	64.4	22.9
淨利潤	(3.5)	(11.2)	(68.9)	173.7	32.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.6	32.4	25.6	26.6	28.7
稅前利率	29.3	26.4	14.6	18.8	21.0
淨利潤率	13.6	11.2	3.3	7.1	8.4
核心淨利潤率	13.2	10.3	3.2	7.1	8.4
有效稅率	46.8	49.7	62.9	52.3	50.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9
平均應收賬款周轉天數	64.0	55.6	54.2	49.5	51.0
平均應付賬款周轉天數	396.7	370.1	337.2	303.7	322.0
平均存貨周轉天數	808.8	894.2	900.7	766.4	738.0
淨負債/權益比率 (%)	73.4	75.2	80.0	72.8	64.3
回報率 (%)					
資本回報率	16.4	12.7	3.9	9.7	11.6
資產回報率	4.2	3.5	1.0	2.7	3.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.400	1.222	0.340	0.931	1.233
每股股息(港元)	0.475	0.395	-	0.430	0.500
每股賬面值(人民幣)	8.51	8.59	8.72	9.65	10.63

来源: 公司、招銀國際證券預測

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。