

## 雅居樂 (3383 HK)

### 高于同業的利潤率

- ❖ **中期利潤翻倍。**18年上半年，公司收入增長8.5%至242億元(人民幣,人民幣)，淨利潤增長102%至37.6億元。利潤大幅增長主要受利潤率改善推動。由于中山和海南等高利潤項目的貢獻增加，18年上半年毛利率增長12.3個百分點至49.6%。雖然由于期內出現匯兌損失，財務費用飆升1.9倍至8.53億元，但稅率下降節省了稅收費用。公司宣布派發中期股息每股0.5港元，增長127%。管理層透露派息在未來將維持的40-45%。
- ❖ **強勁的銷售增長。**上半年，公司合約銷售額達466億元，增長15.3%。銷售面積356萬平，平均售價13,107元/平。公司2018年的可售貨值達到1,800億元。今年前7個月，公司實現合同銷售額542億元，完成全年銷售目標1,100億元的49.3%。管理層透露，目前約有200億元的已售未結轉金額，這部分的毛利率將維持在40-45%的水平。
- ❖ **權益土儲3,540萬平。**上半年，公司補充了土地儲備補充557萬平的總土地儲備，其中權益面積463萬平。新收購土地的總價為203億元，平均新購土地成本4,500元/平。公司在期內新進入16個新城市，使得覆蓋城市總量達69個。截至6月30日，公司土儲總量達到3,540萬平，平均土地成本為人民幣2,774元/平方米。其中大灣區的土儲達1,081萬平，占總土儲的30.5%。而華南區整體占35.7%，海南及雲南則占27.4%
- ❖ **力爭2023年前非房地產業務收入占半壁江山。**在成功分拆雅生活(3319 HK, 買入)後，公司對其非房地產業務充滿信心。除房地產開發和物業管理業務外，雅居樂還在積極開展環保、建築、房地產建設管理、教育和商業物業業務。2018年，非房地產業務的資本支出計劃為100億元，且非房地產業務的投資將在未來幾年內繼續增加。目前，環保業務有33個項目，其中12個已開始運作。管理層預計到2021年，非房地產業務的貢獻將占總收入的30%，到2023年將進一步增加50%。
- ❖ **上調盈利預測及目標價。**由于投資持續加大，淨負債率從2017年12月的71.4%增加至2018年6月的87.7%。我們認為淨負債率相對較高，但18年上半年的利息覆蓋率為6.0倍，相信管理層能夠控制好負債狀況。我們將2018年的盈利預測上調25.5%至81億元，並將2019年的盈利預測上調34.5%至100億元。此外，我們上調18年底預測每股資產淨值從30.28港元上調至32.80港元。因此，我們將目標價由16.65港元上調至18.04港元，較資產淨值折讓45%。重申買入評級。

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	46,679	51,607	59,383	71,907	84,598
淨利潤(百萬人民幣)	2,284	6,025	8,100	10,013	11,367
EPS(人民幣)	0.588	1.552	2.068	2.556	2.902
EPS變動(%)	64.3	163.8	33.2	23.6	13.5
市盈率(x)	19.1	7.2	5.4	4.4	3.9
市帳率(x)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	3.4	6.9	9.0	10.2	12.2
權益收益率(%)	6.5	16.6	19.2	20.1	19.4
淨財務杠杆率(%)	49.1	71.4	81.2	78.9	73.5

資料來源：公司及招銀國際研究預測

#### 買入(維持)

目標價	HK\$18.04
(過去目標價)	HK\$16.65
潛在升幅	+37.9%
當前股價	HK\$13.08

#### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 中國房地產行業

市值(百萬港元)	51,235
3月平均流通量(百萬港元)	122
5周內股價高/低(港元)	17.84/8.85
總股本(百萬)	3,917

資料來源：彭博

#### 股東結構

陳卓林	64.43%
自由流通	35.57%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.4%	-2.6%
3-月	-18.1%	-11.7%
6-月	-8.8%	1.6%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師: PwC

公司網站: [www.agile.com.cn](http://www.agile.com.cn)

**利潤表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>46,679</b>	<b>51,607</b>	<b>59,383</b>	<b>71,907</b>	<b>84,598</b>
物业发展	44,752	49,262	54,952	65,364	76,224
物业投资	189	167	180	189	200
酒店	670	684	739	813	894
物业管理	1,069	1,290	3,000	4,800	6,300
其他	-	205	512	742	980
销售成本	(34,313)	(30,920)	(34,012)	(43,111)	(51,956)
<b>毛利</b>	<b>12,366</b>	<b>20,687</b>	<b>25,371</b>	<b>28,797</b>	<b>32,641</b>
销售费用	(2,098)	(2,259)	(2,613)	(3,092)	(3,638)
行政费用	(1,458)	(2,044)	(2,672)	(3,164)	(3,722)
其他收益	(252)	210	493	279	98
<b>息税前收益</b>	<b>8,558</b>	<b>16,594</b>	<b>20,579</b>	<b>22,819</b>	<b>25,380</b>
融资成本	(1,125)	(899)	(1,485)	(1,188)	(1,281)
联营公司	7	169	452	1,260	2,079
特殊收入	43	4	22	-	-
<b>税前利润</b>	<b>7,483</b>	<b>15,869</b>	<b>19,568</b>	<b>22,892</b>	<b>26,178</b>
所得税	(4,433)	(9,089)	(10,358)	(11,401)	(12,845)
非控制股东权益	(351)	(282)	(530)	(897)	(1,387)
永久资本证券持有人	(415)	(473)	(580)	(580)	(580)
<b>净利润</b>	<b>2,284</b>	<b>6,025</b>	<b>8,100</b>	<b>10,013</b>	<b>11,367</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,252</b>	<b>6,022</b>	<b>8,100</b>	<b>10,013</b>	<b>11,367</b>

資料來源：公司及招銀國際研究預測

**資產負債表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>35,586</b>	<b>50,714</b>	<b>61,800</b>	<b>66,280</b>	<b>74,970</b>
物业、厂房及设备	7,309	7,573	9,500	12,800	15,000
联营公司	4,739	7,006	8,000	8,500	9,400
投资物业	6,327	5,887	5,800	6,200	6,750
无形资产	55	1,458	1,800	2,500	2,800
其他	17,155	28,790	36,700	36,280	41,020
<b>流动资产</b>	<b>96,139</b>	<b>112,644</b>	<b>139,954</b>	<b>150,917</b>	<b>157,269</b>
现金及现金等价物	22,311	30,120	33,154	30,517	28,769
应收贸易款项	11,463	16,396	19,000	24,000	28,200
存货	60,297	62,669	80,000	90,000	94,000
关连款项	308	1,204	4,000	2,400	1,800
其他	1,761	2,254	3,800	4,000	4,500
<b>流动负债</b>	<b>55,252</b>	<b>83,473</b>	<b>97,310</b>	<b>98,580</b>	<b>102,500</b>
借债	12,815	27,146	30,000	26,500	26,000
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	110	80	-
<b>非流动负债</b>	<b>32,318</b>	<b>35,708</b>	<b>49,200</b>	<b>55,250</b>	<b>57,300</b>
借债	31,181	34,529	48,000	54,000	56,000
递延税项	1,137	1,175	1,200	1,250	1,300
其他	-	4	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>3,248</b>	<b>2,312</b>	<b>4,800</b>	<b>5,200</b>	<b>5,600</b>
<b>永久资本证券</b>	<b>5,598</b>	<b>5,529</b>	<b>8,300</b>	<b>8,300</b>	<b>8,300</b>
<b>净资产总值</b>	<b>35,310</b>	<b>36,335</b>	<b>42,144</b>	<b>49,867</b>	<b>58,539</b>
<b>股东权益</b>	<b>35,310</b>	<b>36,335</b>	<b>42,144</b>	<b>49,867</b>	<b>58,539</b>

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	8,558	16,594	20,579	22,819	25,380
折旧和摊销	532	591	647	731	898
营运资金变动	10,151	(4,061)	(18,198)	(12,800)	(6,100)
税务开支	(5,380)	(7,210)	(9,494)	(10,751)	(12,395)
其他	(6,975)	(2,961)	868	4,402	(1,367)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>6,887</b>	<b>2,953</b>	<b>(5,598)</b>	<b>4,401</b>	<b>6,416</b>
购置固定资产	(952)	(2,931)	(2,338)	(4,266)	(3,453)
联营公司	(2,913)	456	(994)	(500)	(900)
其他	146	(4,485)	(468)	(468)	(468)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(3,719)</b>	<b>(6,960)</b>	<b>(3,800)</b>	<b>(5,234)</b>	<b>(4,821)</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	4,097	17,149	16,325	2,500	1,500
股息	(1,499)	(2,762)	(3,955)	(4,110)	(4,649)
其他	(725)	(3,629)	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,873</b>	<b>10,758</b>	<b>12,370</b>	<b>(1,610)</b>	<b>(3,149)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>5,041</b>	<b>6,751</b>	<b>2,972</b>	<b>(2,442)</b>	<b>(1,553)</b>
年初现金及现金等价物	7,407	12,432	19,042	21,819	19,182
汇兑	(17)	(141)	(195)	(195)	(195)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>12,432</b>	<b>19,042</b>	<b>21,819</b>	<b>19,182</b>	<b>17,434</b>
受限制现金	9,879	11,078	11,335	11,335	11,335
<b>资产负债表中的现金</b>	<b>22,311</b>	<b>30,120</b>	<b>33,154</b>	<b>30,517</b>	<b>28,769</b>

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合(%)</b>					
物业发展	95.9	95.5	92.5	90.9	90.1
物业投资	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
物业管理	2.3	2.5	5.1	6.7	7.4
其他	-	0.4	0.9	1.0	1.2
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>99.6</b>	<b>99.1</b>	<b>99.0</b>	<b>98.8</b>
<b>增长(%)</b>					
收入	8.5	10.6	15.1	21.1	17.6
毛利	14.4	67.3	22.6	13.5	13.4
净利润率	28.4	93.9	24.0	10.9	11.2
净利润	64.3	163.8	34.4	23.6	13.5
<b>盈利能力比率(%)</b>					
毛利率	26.5	40.1	42.7	40.0	38.6
税前利率	16.0	30.7	33.0	31.8	30.9
净利润率	4.9	11.7	13.6	13.9	13.4
核心净利润率	4.8	11.7	13.6	13.9	13.4
有效税率	59.2	57.3	52.9	49.8	49.1
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	1.7	1.3	1.4	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	44.8	58.0	58.4	60.9	60.8
平均应付账款周转天数	289.6	439.4	513.6	466.5	416.2
平均存货周转天数	676.8	725.8	765.5	719.7	646.3
净负债/权益比率(%)	49.1	71.4	81.2	78.9	73.5
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	6.5	16.6	19.2	20.1	19.4
资产回报率	1.7	3.7	4.0	4.6	4.9
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.588	1.552	2.068	2.556	2.902
每股股息(港元)	0.450	0.900	1.180	1.340	1.600
每股账面值(人民币)	9.01	9.28	10.76	12.73	14.94

資料來源：公司及招銀國際研究預測

## 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）發表于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）他們的薪酬在過往、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-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。接收本報告之行為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。