

雅居樂 (3383 HK, HK\$8.78, 目標價：HK\$13.61, 買入) — 炎夏開始

- ❖ **銷售5月上升。**雅居樂在2013年首5月合約銷售額增長18.3%至129.1億元(人民幣·下同)，增幅比同業慢。我們認為這是公司股價自年初至今表現欠佳的原因。雅居樂在五月初於廣州富春山居推出一/兩間臥室的公寓，面積為45-88平方米，由於面積較少及首付低至30萬元，銷售反應良好。海南項目仍然是主要的銷售貢獻，每月銷售金額達7億元。公司在6月和今年餘下時間加快銷售步伐，推出新項目或小戶型，以趕上全年銷售目標420億元。5月底，累計已認購但仍未簽訂合同為40億元，這將確保在6月的銷售成績。
- ❖ **年初至今購入8幅土地。**雅居樂加速其土地儲備收購計劃。年初至今，公司共購入八幅於雲南、佛山、揚州、上海及南京土地，總建築面積為340萬平方米，總代價為48億元。目前，雅居樂的總土地儲備及應佔土地儲備量分別為4,220萬平方米和3,450萬平方米。
- ❖ **長沙錯誤投地經濟損失輕微。**最近，公司在長沙經歷了一次土地招標錯誤。雅居樂以11.5億元投得一幅於長沙的土地，平均地價高於每平方米10,000元，遠高於在長沙平均地價。雅居樂認為，基於其電腦記錄，公司並沒有以高價投地，所以不會產生任何損失。調查正在進行中。我們相信在最壞情況下，雅居樂經濟上的損失只是定金5,000萬元。
- ❖ **基本因素改善而上調目標價。**公司股價在過去12個月於8港元至12.8港元徘徊，股價目前位於低位。公司目前估值相當於4.6倍13年市盈率或較資產淨值折讓67.7%，估值吸引。我們分別小幅向上調整2013-15年純利預測1.6%至51.8億元、5.1%至58.3億元及1.2%至61.3億元。由於新收購土地儲備，我們上調2013年底每股資產淨值預測由26.03港元至27.22港元。因此，新的目標價從13.02港元上調至13.61港元，升值潛力是55.0%。重申買入評級。

雅居樂(3383 HK)

評級	買入
收市價	HK\$8.78
目標價	HK\$13.61
市值(港幣百萬)	30,268
過去3月平均交易(港幣百萬)	117
52周高/低(港幣)	12.82/8.05
發行股數(百萬)	3,450
主要股東	陳卓林 (63.6%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-11.3%	-2.7%
3月	-2.8%	4.9%
6月	-17.7%	-11.6%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(百萬人民幣)	22,945	30,074	39,331	45,203	47,275
淨利潤(百萬人民幣)	4,105	5,000	5,180	5,829	6,132
每股收益(人民幣)	1.184	1.450	1.502	1.690	1.778
每股收益變動(%)	(30.6)	22.4	3.6	12.5	5.2
市盈率(x)	5.9	4.8	4.6	4.1	3.9
市帳率(x)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	3.9	4.4	4.5	4.9	5.1
權益收益率(%)	18.9	19.5	17.3	16.6	15.2
淨財務槓杆率(%)	71.8	72.4	81.3	74.9	85.4

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	22,945	30,074	39,331	45,203	47,275
物業發展	22,466	29,328	38,167	43,525	45,199
物業投資	18	26	84	110	187
酒店	122	302	539	937	1,129
物業管理	339	418	540	630	760
銷售成本	(10,590)	(17,632)	(26,175)	(30,492)	(30,882)
毛利	12,354	12,442	13,156	14,710	16,394
銷售費用	(835)	(980)	(1,180)	(1,446)	(1,702)
行政費用	(877)	(1,129)	(1,377)	(1,537)	(1,749)
其他收益	(58)	(47)	(157)	(376)	(398)
息稅前收益	10,585	10,286	10,442	11,351	12,545
融資成本	645	(46)	79	126	159
聯營公司	121	(87)	82	68	316
特殊收入	273	378	-	-	-
稅前利潤	11,623	10,531	10,603	11,544	13,020
所得稅	(6,390)	(5,384)	(4,700)	(5,124)	(5,931)
非控制股東權益	(1,128)	(146)	(723)	(590)	(958)
淨利潤	4,105	5,000	5,180	5,829	6,132
核心淨利潤	4,035	4,868	5,180	5,829	6,132

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	25,642	28,976	40,871	46,509	57,869
物業、廠房及設備	3,574	5,223	6,000	7,000	7,800
聯營公司	205	118	580	720	780
投資物業	5,248	5,590	8,000	8,500	9,000
無形資產	19	61	15	13	13
其他	16,596	17,984	26,276	30,276	40,276
流動資產	56,136	62,761	67,639	74,150	81,858
現金及現金等價物	7,328	9,689	7,749	7,800	6,558
應收貿易款項	4,814	5,859	5,800	6,250	6,700
存貨	43,923	47,149	54,000	60,000	68,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	71	63	90	100	100
流動負債	41,240	40,039	51,300	58,000	66,500
借債	7,660	6,193	9,000	11,000	13,000
應付貿易賬款	25,162	23,990	33,800	38,500	45,000
應付稅項	8,418	9,856	8,500	8,500	8,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	16,782	23,786	24,611	24,611	29,611
借債	15,232	22,033	23,061	23,061	28,061
遞延稅項	1,550	1,753	1,550	1,550	1,550
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	2,082	2,298	2,700	3,000	3,200
淨資產總值	21,675	25,613	29,899	35,048	40,416
股東權益	21,675	25,613	29,899	35,048	40,416

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	10,585	10,286	10,442	11,351	12,545
折舊和攤銷	68	68	103	133	147
營運資金變動	(9,086)	(3,929)	(5,167)	(4,750)	(6,450)
稅務開支	(3,297)	(3,843)	(6,259)	(5,124)	(5,931)
其他	(1,781)	(2,230)	4	(595)	(5,774)
經營活動所得現金淨額	(3,511)	352	(877)	1,014	(5,463)
購置固定資產	(1,429)	(2,023)	(3,290)	(1,633)	(1,447)
聯營公司	430	-	(462)	(140)	(60)
其他	122	(168)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(876)	(2,191)	(3,752)	(1,773)	(1,507)
股份發行	(137)	-	-	-	-
淨銀行借貸	4,556	4,282	3,835	2,000	7,000
股息	(1,809)	(1,232)	(1,046)	(1,090)	(1,172)
其他	131	(124)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	2,741	2,926	2,789	910	5,828
現金增加淨額	(1,645)	1,087	(1,840)	151	(1,142)
年初現金及現金等價物	6,482	4,684	5,804	3,863	3,914
匯兌	(153)	33	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	4,684	5,804	3,863	3,914	2,672
受限制現金	2,644	3,886	3,886	3,886	3,886
資產負債表的現金	7,328	9,689	7,749	7,800	6,558

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.9	97.5	97.0	96.3	95.6
物業投資	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4
酒店	0.5	1.0	1.4	2.1	2.4
物業管理	1.5	1.4	1.4	1.4	1.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	53.8	41.4	33.4	32.5	34.7
稅前利率	50.7	35.0	27.0	25.5	27.5
淨利潤率	17.9	16.6	13.2	12.9	13.0
核心淨利潤率	17.6	16.2	13.2	12.9	13.0
有效稅率	55.0	51.1	44.3	44.4	45.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.6	1.3	1.3	1.2
速動比率 (x)	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
平均應收賬款周轉天數	38.3	35.6	26.9	25.2	25.9
平均應付賬款周轉天數	812.4	508.8	402.9	432.7	493.5
平均存貨周轉天數	1,431.4	942.7	705.2	682.3	759.4
總負債/ 權益比率 (%)	105.6	110.2	107.2	97.2	101.6
淨負債/ 權益比率 (%)	71.8	72.4	81.3	74.9	85.4
回報率 (%)					
資本回報率	18.9	19.5	17.3	16.6	15.2
資產回報率	5.0	5.5	4.8	4.8	4.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.184	1.450	1.502	1.690	1.778
每股股息(港元)	0.342	0.384	0.395	0.430	0.450
每股賬面值(人民幣)	6.28	7.43	8.67	10.16	11.72

來源: 公司及招銀國際研究部

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) 發表於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) 他們的新酬在過往、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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。