

雅居乐 (3383 HK, HK\$4.34, 目标价: HK\$4.82, 持有) — 负债已降

- ❖ **2016 上半年基础盈利下跌 36%。**受惠于交付面积增加 31.8%至 236 万平方米，雅居乐 2016 上半年营业额上升 30.4%至 226 亿元(人民币·下同)。因为建筑成本及新项目地价较高，所以毛利率由去年同期的 29.6%下跌至 2016 上半年的 20.0%；此外，因资本化的利息比率减少及汇兑损失而令 2016 上半年的财务开支增加 272%至 6.98 亿元，2016 上半年纯利下跌 37.4%至 6.04 亿元。扣除投资物业重估，2016 上半年基础盈利下跌 35.6%至 5.95 亿元。
- ❖ **销售增长强劲。**2016 年 1-7 月的物业销售金额及面积分别增加 38.8%至 320 亿元及 27.0%至 326 万平方米。估计在 2016 下半年的可售资源可达 500 亿元，雅居乐维持其 2016 年销售目标 460 亿元，但公司主席暗示今年销售可接近 500 亿元，他更预期 2017 及 2018 年的销售目标为 700 亿元及 800 亿元。
- ❖ **审慎地吸纳土地。**公司由年初至今买入 8 幅楼面面积共 84 万平方米的土地。截至 2016 年 6 月，总土地储备为 3,359 万平方米，平均土地成本为每平方米 1,176 元，项目位于华南地区及海南分别占总土地储备的 33.5%及 24.2%。雅居乐在 2016 年计划的新动工面积及竣工面积分别为 450 万平方米及 432 万平方米。
- ❖ **净负债比率下跌至 51%。**雅居乐在 2016 上半年聚焦于财务计划，净借贷由 2015 年末的 269 亿元下降至 2016 年中的 212 亿元，因此净借贷与总股本比率由 2015 年末的 64.0%下降至 2016 年中的 51.0%。2016 上半年的借贷成本轻微上升至 8.1%。离岸借贷占总借贷 42.5%，因此雅居乐在 2016 上半年录取了 3.57 亿元的汇兑损失，但公司利用对冲工具来补偿部份损失，首席财务官更透露他对冲了约 70%的美元债及 50%的港元债。
- ❖ **因低边际利润而下调预测。**2016 上半年的毛利率低于我们预期，所以我们分别下调 2016-17 年的盈利预测 25.7%至 24.5 亿元及 27.9%至 30.3 亿元，我们相信未来盈利风险下行机会较多。在考虑新购入土地及较少的净负债，我们目标价由 4.82 港元调高至 4.88 港元，相等于 2016 年底的资产净值预测 16.26 港元折让 70%，上升空间为 8.9%，评级下调至「持有」。

雅居乐 (3383 HK)

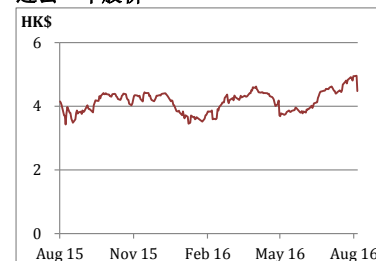
评级	持有
收市价	HK\$4.48
目标价	HK\$4.88
市值 (港币百万)	17,548
过去 3 月平均交易 (港币百万)	19.4
52 周高/低 (港币)	5.1/3.12
发行股数 (百万)	3,917
主要股东	陈卓林(63.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	7.4%	2.5%
3 月	33.0%	14.7%
6 月	29.5%	9.6%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	38,318	43,004	50,072	53,538	55,441
净利润 (百万元人民币)	4,287	1,390	2,449	3,033	4,160
每股收益 (人民币)	1.222	0.358	0.625	0.774	1.062
每股收益变动 (%)	(12.7)	(70.7)	76	24	37
市盈率(x)	3.2	10.8	6.2	5.0	3.6
市帐率(x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
股息率 (%)	8.8	8.8	5.4	6.7	9.4
权益收益率 (%)	12.7	4.1	6.9	8.1	10.1
净财务杠杆率 (%)	75.2	64.0	49.6	45.9	47.1

来源: 公司、招银国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	38,318	43,004	50,072	53,538	55,441
物业发展	37,037	41,421	48,141	51,190	52,740
物业投资	70	96	213	246	285
酒店	527	674	738	1,025	1,217
物业管理	683	813	980	1,078	1,200
销售成本	(25,887)	(32,191)	(38,196)	(39,401)	(38,481)
毛利	12,431	10,813	11,876	14,137	16,960
销售费用	(1,784)	(1,786)	(2,003)	(2,195)	(2,384)
行政费用	(1,437)	(1,444)	(1,753)	(1,981)	(2,218)
其他收益	812	(918)	99	130	129
息税前收益	10,021	6,666	8,219	10,091	12,488
融资成本	(293)	(417)	(1,279)	(1,003)	(1,033)
联营公司	(73)	(115)	(25)	41	188
特殊收入	470	63	11	-	-
税前利润	10,126	6,196	6,927	9,129	11,643
所得税	(5,035)	(3,895)	(3,503)	(5,013)	(6,574)
非控制股东权益	(449)	(553)	(603)	(710)	(538)
永久资本证券持有人	(355)	(359)	(372)	(372)	(372)
净利润	4,287	1,390	2,449	3,033	4,160
核心净利润	3,934	1,343	2,441	3,033	4,160

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	29,465	27,194	29,818	32,012	34,012
物业、厂房及设备	7,696	6,652	7,200	7,800	8,400
联营公司	1,251	1,137	1,100	1,200	1,500
投资物业	5,846	6,369	6,400	7,000	7,500
无形资产	61	54	48	42	42
其他	14,610	12,982	15,070	15,970	16,570
流动资产	94,183	90,119	94,448	98,578	105,734
现金及现金等价物	11,430	13,137	20,648	21,778	21,734
应收贸易款项	11,675	8,383	10,000	10,800	11,800
存货	70,357	66,953	62,000	64,000	70,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	721	1,645	1,800	2,000	2,200
流动负债	55,386	50,531	49,400	51,000	54,300
借债	16,471	16,487	12,200	10,800	11,000
应付贸易账款	26,549	22,731	26,700	29,400	32,500
应付税项	12,366	11,312	10,500	10,800	10,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	27,167	24,787	31,450	33,800	36,000
借债	25,851	23,543	30,000	32,000	34,000
递延税项	1,316	1,244	1,450	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	2,961	3,198	3,500	3,650	3,820
永久资本证券	4,483	4,489	4,489	4,489	4,489
净资产总值	33,651	34,308	35,427	37,651	41,137
股东权益	33,651	34,308	35,427	37,652	41,138

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	10,021	6,666	8,219	10,091	12,488
折旧和摊销	427	448	248	264	289
营运资金变动	(6,701)	10,693	3,915	(1,600)	(5,900)
税务开支	(4,367)	(6,021)	(4,109)	(4,363)	(6,374)
其他	(1,783)	(4,649)	(213)	(550)	615
经营活动所得现金净额	(2,402)	7,136	8,060	3,842	1,118
购置固定资产	(1,231)	(252)	(774)	(1,404)	(1,322)
联营公司	(469)	(568)	37	(100)	(300)
其他	86	120	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(1,614)	(699)	(1,205)	(1,972)	(2,090)
股份发行	1,299	-	-	-	-
净银行借贷	4,410	(3,510)	2,170	600	2,200
股息	(2,103)	(1,205)	(1,319)	(1,145)	(1,078)
其他	(276)	(188)	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,329	(4,903)	851	(545)	1,122
现金增加净额	(687)	1,534	7,706	1,325	151
年初现金及现金等价物	6,784	6,068	7,407	14,918	16,048
汇兑	(29)	(195)	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	6,068	7,407	14,918	16,048	16,004
受限制现金	5,362	5,730	5,730	5,730	5,730
资产负债表的现金	11,430	13,137	20,648	21,778	21,734

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	96.7	96.3	96.1	95.6	95.1
物业投资	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
酒店	1.4	1.6	1.5	1.9	2.2
物业管理	1.8	1.9	2.0	2.0	2.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	8.1	12.2	16.4	6.9	3.6
毛利	(1.5)	(13.0)	9.8	19.0	20.0
净利润率	2.2	(33.5)	23.3	22.8	23.8
净利润	(11.2)	(67.6)	76.2	23.8	37.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.4	25.1	23.7	26.4	30.6
税前利率	26.4	14.4	13.8	17.1	21.0
净利润率	11.2	3.2	4.9	5.7	7.5
核心净利润率	10.3	3.1	4.9	5.7	7.5
有效税率	49.7	62.9	50.6	54.9	56.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9
平均应收账款周转天数	55.6	35.6	36.4	36.8	38.8
平均应付账款周转天数	370.1	279.4	236.2	259.8	293.6
平均存货周转天数	894.2	778.5	616.1	583.6	635.5
净负债/权益比率 (%)	75.2	64.0	49.6	45.9	47.1
回报率 (%)					
资本回报率	12.7	4.1	6.9	8.1	10.1
资产回报率	3.5	1.2	2.0	2.3	3.0
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.222	0.358	0.625	0.774	1.062
每股股息 (港元)	0.395	0.395	0.240	0.300	0.420
每股账面值 (人民币)	8.59	8.76	9.04	9.61	10.50

来源: 公司、招银国际证券预测

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。