

雅居樂 (3383 HK)

跟著主席走

- ❖ **受益於粵港澳大灣區建設。**雅居樂成立於中山，總部現位於廣州，在粵港澳大灣區擁有大量土地儲備，建築面積達 1,200 萬平方米，占公司總土地儲備的 33%。我們於 10 月調研了公司在中山的項目，並相信粵港澳大灣區的建設將會為公司帶來可觀的利潤。自深中通道開工建設以來，許多深圳居民湧入中山購房，使得當地房價開始快速上揚，房價從 2015 年開始已經翻了一倍。我們測算公司中山項目的毛利率將超過 50%。
- ❖ **通過收并購補充土地。**由於中山房價快速上漲，一級土地市場競爭加劇，價格也隨之上升。因此，公司開始更多地關注收并購機會。在今年 9 月，公司收購了一家項目公司。該項目公司在中山擁有建築面積達 149 萬平方米的土地儲備。由於該項目賣方當時正經歷債務重組，收購價格為 37 億元人民幣，相當於 2,483 元人民幣/平米的收購成本。在現有市場狀況下，僅通過收并購獲取土地可保證公司維持合理的利率水平。
- ❖ **物業管理公司將在四季度剝離。**雅居樂旗下的物業管理公司--雅生活已向香港聯交所提交了招股書初稿，我們預計公司將會在 4 季度上市。雅生活主要為中高端社區提供物業管理服務，在今年 6 月成功收購綠地物業，並且綠地控股於 8 月成為其戰略股東，持股 20%。截止到今年 6 月，雅生活已進入 46 個城市，管理面積達 7,000 萬平方米。2016 年收入達 12.4 億元人民幣，淨利潤達 1.7 億元人民幣。
- ❖ **公司主席增持。**今年前 9 個月，雅居樂累計合約銷售達 571 億元人民幣，同比增長 34.5%，完成全年銷售目標(650 億元人民幣)的 88%。儘管公司股價由年初至今已上漲超過 206%，但公司主席相信股價仍處於低估水平，並在 9 月以 HK\$11.29-11.86 的價格增持 1,869 萬股。基於公司利潤率提升，我們分別上調了 2017-19 的盈利預測 12.9%，18.8%和 14.2%至 449 億，533 億和 593 億元人民幣。此外，我們預測公司 2018 年底每股資產淨值為 HK\$27.02，因此目標價由原來的 HK\$11.98 提高至 HK\$16.21，相當於 40%的折讓(過去折讓 50%)，重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	43,004	46,679	48,756	51,761	58,368
淨利潤 (百萬人民幣)	1,390	2,284	4,492	5,330	5,927
EPS (人民幣)	0.358	0.588	1.147	1.361	1.513
EPS 變動 (%)	(70.7)	64.3	95.0	18.7	11.2
市盈率(x)	27.6	16.8	8.6	7.3	6.5
市帳率(x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	3.4	3.9	4.3	4.3	4.5
權益收益率 (%)	4.1	6.5	11.7	12.5	12.4
淨財務杠杆率 (%)	64.0	49.1	58.8	52.0	47.1

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$16.21
(過去目標價)	HK\$11.98
潛在升幅	+39.5%
當前股價	HK\$11.62

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	45,516
3月平均流通量(百萬港元)	151.95
5周內股價高/低(港元)	12.92/3.73
總股本(百萬)	3,917

資料來源：彭博

股東結構

陳卓林	63.0%
自由流通	36.2%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.8%	-1.9%
3-月	30.0%	25.2%
6-月	69.1%	46.0%

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

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	43,004	46,679	48,756	51,761	58,368
物業發展	41,421	44,752	46,537	49,164	55,197
物業投資	96	189	246	266	298
酒店	674	670	774	831	1,073
物業管理	813	1,069	1,200	1,500	1,800
銷售成本	(32,191)	(34,313)	(33,469)	(34,918)	(40,310)
毛利	10,813	12,366	15,287	16,843	18,058
銷售費用	(1,786)	(2,098)	(2,145)	(2,329)	(2,510)
行政費用	(1,444)	(1,458)	(1,560)	(1,812)	(2,335)
其他收益	(918)	(252)	123	94	104
息稅前收益	6,666	8,558	11,705	12,796	13,318
融資成本	(417)	(1,125)	(914)	(978)	(1,093)
聯營公司	(115)	7	95	331	1,222
特殊收入	63	43	28	-	-
稅前利潤	6,196	7,483	10,914	12,149	13,446
所得稅	(3,895)	(4,433)	(5,730)	(6,298)	(6,644)
非控制股東權益	(553)	(351)	(250)	(79)	(433)
永久資本證券持有人	(359)	(415)	(442)	(442)	(442)
淨利潤	1,390	2,284	4,492	5,330	5,927
核心淨利潤	1,343	2,252	4,471	5,330	5,927

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 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	27,194	35,586	39,003	40,720	43,570
物業、廠房及設備	6,652	7,309	7,500	7,800	8,400
聯營公司	1,137	4,739	5,400	5,950	6,500
投資物業	6,369	6,327	6,400	6,500	6,750
無形資產	54	55	3,933	3,900	3,850
其他	12,982	17,155	15,770	16,570	18,070
流動資產	90,119	96,139	92,139	100,501	110,086
現金及現金等價物	13,137	22,311	15,539	18,501	22,086
應收貿易款項	8,383	11,463	10,800	12,000	12,800
存貨	66,953	60,297	64,000	68,000	73,000
關連款項	-	308	-	-	-
其他	1,645	1,761	1,800	2,000	2,200
流動負債	50,531	55,252	51,000	54,300	59,600
借債	16,487	12,815	10,800	11,000	12,500
應付貿易賬款	22,731	31,719	29,400	32,500	36,300
應付稅項	11,312	10,717	10,800	10,800	10,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	24,787	32,318	33,800	36,000	38,000
借債	23,543	31,181	32,000	34,000	36,000
遞延稅項	1,244	1,137	1,800	2,000	2,000
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	3,198	3,248	2,437	2,617	2,757
永久資本證券	4,489	5,598	5,600	5,600	5,600
淨資產總值	34,308	35,310	38,305	42,704	47,699
股東權益	34,308	35,310	38,305	42,704	47,699

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(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	6,666	8,558	11,705	12,796	13,318
折舊和攤銷	448	532	274	276	287
營運資金變動	10,693	6,644	(6,742)	(4,100)	(4,500)
稅務開支	(6,021)	(5,380)	(4,984)	(6,098)	(6,644)
其他	(4,649)	(3,468)	2,896	1,373	1,566
經營活動所得現金淨額	7,136	6,887	3,149	4,248	4,027
購買固定資產	(252)	(952)	(6,268)	(609)	(1,065)
聯營公司	(568)	(2,913)	(661)	(550)	(550)
其他	120	146	(468)	(468)	(468)
投資活動所得現金淨額	(699)	(3,719)	(7,397)	(1,626)	(2,082)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(3,510)	4,097	(1,196)	2,200	3,500
股息	(1,205)	(1,499)	(2,218)	(1,665)	(1,665)
其他	(188)	(725)	1,000	-	-
融資活動所得現金淨額	(4,903)	1,873	(2,413)	535	1,835
現金增加淨額	1,534	5,041	(6,662)	3,157	3,780
年初現金及現金等價物	6,068	7,407	12,432	5,575	8,537
匯兌	(195)	(17)	(195)	(195)	(195)
年末現金及現金等價物	7,407	12,432	5,575	8,537	12,122
受限制現金	5,730	9,879	9,964	9,964	9,964
資產負債表的現金	13,137	22,311	15,539	18,501	22,086

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	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合(%)					
物業發展	96.3	95.9	95.4	95.0	94.6
物業投資	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
酒店	1.6	1.4	1.6	1.6	1.8
物業管理	1.9	2.3	2.5	2.9	3.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長(%)					
收入	12.2	8.5	4.5	6.2	12.8
毛利	(13.0)	14.4	23.6	10.2	7.2
淨利潤率	(33.5)	28.4	36.8	9.3	4.1
淨利潤	(67.6)	64.3	96.7	18.7	11.2
盈利能力比率(%)					
毛利率	25.1	26.5	31.4	32.5	30.9
稅前利率	14.4	16.0	22.4	23.5	23.0
淨利潤率	3.2	4.9	9.2	10.3	10.2
核心淨利潤率	3.1	4.8	9.2	10.3	10.2
有效稅率	62.9	59.2	52.5	51.8	49.4
資產負債比率					
流動比率(x)	1.8	1.7	1.8	1.9	1.8
平均應收賬款周轉天數	35.6	44.8	40.4	42.3	40.0
平均應付帳款周轉天數	279.4	289.6	333.3	323.5	311.5
平均存貨周轉天數	778.5	676.8	677.8	689.9	638.4
淨負債/權益比率(%)	64.0	49.1	58.8	52.0	47.1
回報率(%)					
資本回報率	4.1	6.5	11.7	12.5	12.4
資產回報率	1.2	1.7	3.4	3.8	3.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.358	0.588	1.147	1.361	1.513
每股股息(港元)	0.395	0.450	0.500	0.500	0.520
每股賬面值(人民幣)	8.76	9.01	9.78	10.90	12.18

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并無直接或間接關係。

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）并没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: 香港中環夏慤道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。