

雅居樂 (3383 HK)

派息慷慨

概要。2019上半年公司收入和淨利潤分別增長12.0%至271億元和35.1%至50.8億元（人民幣，下同）。我們估計2020年末的淨資產值為29.19港元。因此，我們將目標價從15.93港元上調至16.05港元。維持買入。

- **中期利潤大增 35%至 51 億元。**公司上半年收入和淨利潤分別增長 12.0%至 271 億元和 35.1%至 50.8 億元。由於海南項目貢獻減少，毛利率由 2018 上半年的 49.6%減少至 2019 上半年的 30.3%。雅居樂在出售項目公司 34%權益後的稅後收益為 22 億元，另外一家合營企業轉至附屬公司的除稅後收益為 4.35 億元。
- **截至 7 月，合同銷售額達成率 58%。**上半年預售項目 108 個，其中 22 個為新項目。合同銷售額及面積分別上升 25.0%至 582 億元及 14.4%至 406 萬平。包括 7 月份 71.1 億元合同銷售額在內，雅居樂於 7 月底實現全年銷售目標 1,130 億元的 58%。2019 年共有 134 個可售項目，全年可售資源貨值 2,000 億元。截至 2019 年 6 月，預售但未入帳物業總額達 350 億元，預測毛利率為 35%。
- **土儲遍佈 72 個城市，總面積 4,994 萬平。**2019 上半年，雅居樂增添了 28 個新項目，新購項目總建築面積 692 萬平，相關應付土地金額 223 億元。截至 2019 年 6 月，雅居樂已在 72 個城市（當中六個城市為新開拓市場）投資房地產項目，總建築面積達到 4,994 萬平（應佔建築面積 3,927 萬平），對應樓面平均地價每平 3,255 元，相當於上半年預售項目平均售價的 22.7%。至於大灣區的项目土儲則佔比 23%。
- **擴張多元業務。**上半年非房地產開發業務收入增加 47%至 24 億元，其貢獻佔比亦從 2018 上半年的 6.8%上升至今年同期的 9.0%。我們預計到 2021 年，這數字將進一步擴大至 11.2%。雅生活（3319 HK，買入）在上半年實現 63% 的盈利增長。我們預計未來三年雅生活的複合年增長率將達到 36.6%。環保業務亦於今年上半年錄得經營利潤 94%增長至 2.25 億元。我們預計分拆計劃將在 2021 年進行。
- **股息率超過 10%。**雅居樂宣布派發中期股息 0.6 港元，並承諾未來派息比例維持在 40-49%。我們將 2019 年的盈利預測上調 15.4%至 98.5 億元，並估算 2020 年末的淨資產值為 29.19 港元。我們因此將目標價從 15.93 港元上調至 16.05 港元，較淨資產值有 45%折讓。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	51,607	56,145	62,342	74,646	87,076
同比增長 (%)	10.6	8.8	11.0	19.7	16.7
淨收入(百萬元人民幣)	6,025	7,125	9,850	9,218	11,036
每股盈利(人民幣)	1.552	1.835	2.537	2.374	2.843
每股盈利變動 (%)	163.8	18.3	38.3	(6.4)	19.7
市盈率(倍)	6.0	5.1	3.7	3.9	3.3
市帳率(倍)	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	8.7	9.6	12.5	12.0	13.0
權益收益率 (%)	16.6	17.3	19.8	16.3	16.9
不良貸款率 (%)	71.4	79.1	72.4	70.3	67.4

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$16.05
(此前目標價)	HK\$15.93)
潛在升幅	+54.7%
當前股價	HK\$10.38

中國房地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	40,659
3 月平均流通量(百萬元港元)	62.1
52 周內股價高/低(港元)	13.50/8.09
總股本(百萬)	3,917

資料來源：彭博

股東結構

陳卓林	64.4%
自由流通	35.6%

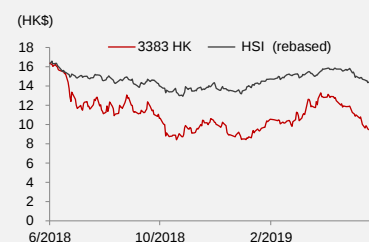
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.5%	-0.7%
3-月	2.0%	8.0%
6-月	-3.2%	5.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	51,607	56,145	62,342	74,646	87,076
物業發展	49,262	52,488	57,002	67,262	77,351
物業投資	167	189	198	210	223
酒店	684	722	794	873	961
物業管理	1,290	2,133	3,458	5,125	6,990
其他	205	614	890	1,175	1,551
銷售成本	(30,920)	(31,471)	(40,624)	(47,317)	(56,797)
毛利	20,687	24,674	21,718	27,328	30,279
其他收益	606	977	5,452	953	1,055
銷售費用	(2,259)	(2,318)	(2,057)	(2,389)	(2,786)
行政費用	(2,044)	(2,910)	(2,930)	(3,060)	(3,396)
其他費用	(397)	(257)	(312)	(373)	(435)
息稅前收益	16,594	20,166	21,871	22,459	24,716
融資成本	(899)	(2,744)	(2,112)	(1,664)	(1,685)
聯營/合營公司	169	27	230	80	90
特殊收入	4	1,952	2	0	0
稅前利潤	15,869	19,401	19,991	20,875	23,121
所得稅	(9,089)	(11,043)	(8,558)	(9,699)	(10,169)
非控制股東權益	(282)	(556)	(833)	(1,257)	(1,216)
永續債	(473)	(677)	(750)	(700)	(700)
淨利潤	6,025	7,125	9,850	9,218	11,036

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	16,594	20,166	21,871	22,459	24,716
折舊和攤銷	591	603	792	842	921
營運資金變動	(4,061)	(8,055)	(16,774)	(2,900)	(5,500)
稅務開支	(7,210)	(8,159)	(7,957)	(9,599)	(10,049)
其他	(2,961)	(1,927)	7,657	(6,516)	(6,228)
經營活動所得現金淨額	2,953	2,628	5,589	4,286	3,860
購置固定資產	(2,931)	(1,677)	(1,792)	(1,812)	(2,223)
聯營公司	(2,097)	(3,056)	(1,912)	(800)	(500)
其他	(1,932)	(12,976)	(468)	(468)	(468)
投資活動所得現金淨額	(6,960)	(17,708)	(4,171)	(3,080)	(3,191)
股份發行	0	0	0	0	0
淨銀行借貸	17,149	24,789	(4,529)	0	2,000
股息	(2,762)	(3,960)	(3,831)	(4,527)	(4,527)
其他	(3,629)	10,907	0	0	0
融資活動所得現金淨額	10,758	31,736	(8,360)	(4,527)	(2,527)
現金增加淨額	6,751	16,655	(6,942)	(3,321)	(1,858)
年初現金及現金等價物	12,432	19,042	35,776	28,639	25,123
匯兌	(141)	79	(195)	(195)	(195)
年末現金及現金等價物	19,042	35,776	28,639	25,123	23,070
受限制現金	11,078	9,285	8,384	8,384	8,384
資產負債表的現金	30,120	45,062	37,023	33,507	31,454

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	50,714	63,538	61,980	69,740	77,030
物業、廠房及設備	7,573	8,754	10,200	11,200	12,500
投資物業	5,887	8,804	8,500	8,620	8,810
聯營公司	7,006	10,088	12,000	12,800	13,300
無形資產	1,458	2,101	2,300	2,500	2,800
其他	28,790	33,791	28,980	34,620	39,620
流動資產	112,644	166,908	177,123	181,507	189,754
現金及現金等價物	30,120	45,062	37,023	33,507	31,454
應收貿易款項	16,396	27,735	29,200	28,200	30,000
存貨	62,669	87,714	105,000	114,000	122,000
其他	3,458	6,397	5,900	5,800	6,300
其他					
流動負債	83,473	120,378	116,300	119,435	121,750
借債	27,146	35,333	30,000	28,000	26,000
應付貿易賬款	23,264	42,534	40,000	43,100	45,200
合同負債	19,461	25,490	30,000	32,000	34,200
應付稅項	13,361	17,015	16,100	16,100	16,100
其他	241	7	200	235	250
非流動負債	35,708	55,087	57,900	60,000	64,120
借債	34,529	53,196	54,000	56,000	60,000
其他	1,179	1,890	3,900	4,000	4,120
股東權益	36,335	41,239	49,703	56,462	65,214
少數股東權益	2,312	5,407	6,300	6,450	6,800
永續債	5,529	8,335	8,900	8,900	8,900
總權益	44,176	54,981	64,903	71,812	80,914

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.5	93.5	91.4	90.1	88.8
物業投資	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
酒店	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
物業管理	2.5	3.8	5.5	6.9	8.0
其他	0.4	1.1	1.4	1.6	1.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.1	43.9	34.8	36.6	34.8
稅前利率	32.2	35.9	35.1	30.1	28.4
淨利潤率	11.7	12.7	15.8	12.3	12.7
有效稅率	57.3	56.9	42.8	46.5	44.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
平均應收賬款周轉天數	116.0	180.3	171.0	137.9	125.8
平均應付賬款周轉天數	164.5	276.5	234.2	210.7	189.5
平均存貨周轉天數	739.8	1017.3	943.4	879.4	784.0
	71.4	79.1	72.4	70.3	67.4
回報率 (%)					
資本回報率	16.6	17.3	19.8	16.3	16.9
資產回報率	3.7	3.1	4.1	3.7	4.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.55	1.84	2.54	2.37	2.84
每股股息(港元)	0.90	1.00	1.30	1.25	1.35
每股賬面值(人民幣)	9.28	10.53	12.69	14.41	16.65

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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于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）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。接收本報告之行爲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。