招銀國際證券 | 睿智投資 | 公司研究

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%。至於大灣區的項目土儲則佔比 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



招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

買入 (維持)

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

中國房地産行業

文幹森, CFA (852) 3900 0853 samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773 huangchengyu@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	40,659
3月平均流通量(百萬港元)	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

	0.4.40/
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



FY17A FY18A FY19E FY20E FY21E

財務分析

資料來源:公司及招銀國際證券預測

利潤表

收入	FY17A	FY18A				年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	
AL/C	51,607	56,145	62,342	74,646	87,076	息稅前收益	16,594	20,166	21,871	22,459	24,716	
物業發展	49,262	52,488	57,002	67,262	77,351	折舊和攤銷	591	603	792	842	921	
物業投資	167	189	198	210	223	營運資金變動	(4,061)	(8,055)	(16,774	(2,900)	(5,500)	
酒店	684	722	794	873	961	稅務開支	(7,210)	(8,159)	(7,957)	(9,599)	(10,049	
物業管理	1,290	2,133	3,458	5,125	6,990	其他	(2,961)	(1,927)	7,657	(6,516)	(6,228)	
其他	205	614	890	1,175	1,551	經營活動所得現金淨額	2,953	2,628	5,589	4,286	3,860	
銷售成本	(30,920)					25.030,113021,30	•	•	•	•	•	
毛利	,		,		,	購置固定資産	(2.931)	(1.677)	(1.792)	(1,812)	(2.223)	
-544	_0,00.	,•	,	,0_0	00,=.0	聯營公司	, ,	(3,056)		(800)	(500)	
其他收益	606	977	5,452	953	1,055	其他		(12,976	(468)	(468)	(468)	
	(2,259)	(2,318)		(2,389)	•	***	, ,	•	` ,	(3,080)	` ,	
銷售費用	, ,	, ,	,	,	,	投資活動所得現金淨額	(0,300)	(17,700	(-, 17 1)	(3,000)	(3,131)	
行政費用	(2,044)	,	,	, ,	(3,396)	mt 1) m/s t-	0	0	0	0	0	
其他費用	(397)	(257)	(312)	(373)		股份發行	0	0	0	0	0	
息稅前收益	16,594	20,166	21,871	22,459	24,716	淨銀行借貸		24,789		0	2,000	
	,,					股息				(4,527)		
融資成本	(899)	(2,744)		(1,664)	, ,	其他	,	10,907	0	0	0	
聯營/合營公司	169	27	230	80	90	融資活動所得現金淨額	10,758	31,736	(8,360)	(4,527)	(2,527)	
特殊收入	4	1,952	2	0	0							
稅前利潤	15,869	19,401	19,991	20,875	23,121	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	
所得稅	(9,089)	(11,043)	(8,558)	(9,699)	(10,169)	匯兌	(141)	79	(195)	(195)	(195)	
非控制股東權益	(282)	(556)	(833)	(1,257)	(1,216)	年末現金及現金等價物	19,042	35,776	28,639	25,123	23,070	
永續債	(473)	(677)	(750)	(700)	(700)	受限制現金	11,078	9,285	8,384	8,384	8,384	
淨利潤	6,025	7,125	9,850	9,218	11,036	資産負債表的現金	30,120	45,062	37,023	33,507	31,454	
資産負債表						主要比率						
年結: 12月31日(百萬人民幣)		FY18A 63,538	FY19E 61,980			年結: 12 月 31 日 銷售組合 (%)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	
非流動資産	•	•					05.5	00.5	04.4	00.4	00.0	
物業、廠房及設備	7,573	8,754	10,200	11,200		物業發展	95.5	93.5	91.4	90.1	88.8	
投資物業	5,887	8,804	8,500	8,620	8,810	物業投資	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
聯營公司	7,006	10,088	12,000	12,800		酒店	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	
無形資産	1,458	2,101	2,300	2,500	2,800	物業管理	2.5	3.8	5.5	6.9	8.0	
其他	28,790	33,791	28,980	34,620	39,620	***	0.4	1.1	1.4	1.6	1.8	
						合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
流動資産	•	,	177,123	•	,		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
流動資産 現金及現金等價物	30,120	45,062	37,023	33,507	31,454	盈利能力比率 (%)	100.0		100.0	100.0		
	•	45,062 27,735	37,023 29,200	33,507 28,200	31,454 30,000	盈利能力比率 (%) 毛利率	100.0 40.1	100.0 43.9	100.0 34.8	100.0 36.6	100.0 34.8	
現金及現金等價物	30,120	45,062 27,735	37,023 29,200	33,507 28,200	31,454 30,000 122,000	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率						
現金及現金等價物 應收貿易款項	30,120 16,396	45,062 27,735	37,023 29,200	33,507 28,200	31,454 30,000 122,000	盈利能力比率 (%) 毛利率	40.1	43.9	34.8	36.6	34.8	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨	30,120 16,396 62,669	45,062 27,735 87,714	37,023 29,200 105,000	33,507 28,200 114,000	31,454 30,000 122,000	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率	40.1 32.2	43.9 35.9	34.8 35.1	36.6 30.1	34.8 28.4	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他	30,120 16,396 62,669 3,458	45,062 27,735 87,714 6,397	37,023 29,200 105,000	33,507 28,200 114,000 5,800	31,454 30,000 122,000 6,300	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率	40.1 32.2 11.7	43.9 35.9 12.7	34.8 35.1 15.8	36.6 30.1 12.3	34.8 28.4 12.7	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 其他	30,120 16,396 62,669 3,458	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率	40.1 32.2 11.7	43.9 35.9 12.7	34.8 35.1 15.8	36.6 30.1 12.3	34.8 28.4 12.7	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 其他 流動負債	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率	40.1 32.2 11.7	43.9 35.9 12.7	34.8 35.1 15.8	36.6 30.1 12.3	34.8 28.4 12.7	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 其他 流動負債 借債 應付貿易賬款	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 資産負債比率 流動比率 (X)	40.1 32.2 11.7 57.3	43.9 35.9 12.7 56.9	34.8 35.1 15.8 42.8	36.6 30.1 12.3 46.5	34.8 28.4 12.7 44.0	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 其他 流動負債 借債 應付貿易賬款 合同負債	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 養産負債比率 流動比率 (X) 平均應收賬款周轉天數	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5	34.8 28.4 12.7 44.0	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 流動負債 借債 應付貿易賬款 合同負債 應付稅項	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 資產負債比率 流動比率 (x) 平均應收賬款周轉天數 平均應付帳款周轉天數	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 流動負債 借債 應付貿易賬款 合同負債	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 養産負債比率 流動比率 (X) 平均應收賬款周轉天數	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 流動負債 借債 價易賬款 合同負債 應付稅項 其他	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 資產負債比率 流動比率 (x) 平均應收賬款周轉天數 平均應付帳款周轉天數	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 其他 流動負債 借債 應付貿易賬款 合同負債 應付稅項 其他 非流動負債	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241 35,708	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200 57,900	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235 60,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250 64,120	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 資產負債比率 流動比率 (X) 平均應收賬款周轉天數 平均應付帳款周轉天數	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 流動負債 借債貿易賬款 合同負債 應付稅項 其他 非流動負債	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241 35,708 34,529	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7 55,087 53,196	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200 57,900 54,000	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235 60,000 56,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250 64,120 60,000	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 資産負債比率 流動比率 (X) 平均應收賬款周轉天数 平均應付帳款周轉天数 平均應付帳款周轉天数 平均存貨周轉天数	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8 71.4	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3 79.1	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4 72.4	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4 70.3	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0 67.4	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存貨 其他 流動負債 借債 質易賬款 合同負債 應付稅項 其他 非流動負債	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241 35,708	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200 57,900	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235 60,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250 64,120 60,000	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 資產負債比率 流動比率 (X) 平均應收賬款周轉天數 平均應付帳款周轉天數 平均存貨周轉天數	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8 71.4	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3 79.1	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4 72.4	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4 70.3	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0 67.4	
现金交现金等價物 應收貿易款項 存其他 其他 負债 情付貿易賬款 合同負稅項 其他 非 流動負債 借債 其他	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241 35,708 34,529 1,179	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7 55,087 53,196 1,890	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200 57,900 54,000 3,900	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235 60,000 4,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250 64,120 60,000 4,120	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 淨利潤率 有效稅率 資産負債比率 流動比率 (X) 平均應收賬款周轉天数 平均應付帳款周轉天数 平均應付帳款周轉天数 平均存貨周轉天数	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8 71.4	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3 79.1	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4 72.4	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4 70.3	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0 67.4	
现金交现金等價物 應收貿易款項 存其他 其他 負債 債 質易賬款 合應付稅項 其他 非流動負債 借債 其他 非流動負債 供 性 提 性 提 性 提 性 上 性 上 性 上 性 上 性 上 性 上 性 上	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241 35,708 34,529 1,179	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7 55,087 53,196 1,890	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200 57,900 54,000 3,900	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235 60,000 4,000	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250 64,120 60,000 4,120 65,214	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 育利潤率 有效稅率 資產負債比率 流動比率 (x) 平均應收賬款周轉天數 平均應付帳款周轉天數 平均存貨周轉天數 四報率 (%) 資本回報率	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8 71.4	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3 79.1	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4 72.4	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4 70.3	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0 67.4	
现金及现金等價物 應收貿易款項 存其他 動負債 借付貿易賬款 合應付稅項 其他 非流動負債 借債 收收 數負債 供 供 數負債 以 數 數 數 數 數 數 數 數 數 數 數 數 數 數 數 的 長 份 的 長 的 長 的 長 的 長 的 長 的 長 的 長 的 長 的	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241 35,708 34,529 1,179 36,335 2,312	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7 55,087 53,196 1,890 41,239 5,407	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200 57,900 54,000 3,900 49,703 6,300	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235 60,000 4,000 56,462 6,450	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250 64,120 60,000 4,120 65,214 6,800	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 有效稅率 資產負債比率 流動比率 (X) 平均應收賬款周轉天數 平均應付帳款周轉天數 平均存貨周轉天數 四報率 (%) 資產回報率 每股數據	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8 71.4	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3 79.1	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4 72.4	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4 70.3	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0 67.4	
现金及現金等價物 應存其其流儲價 數負債 儲價可 數負債 數負債 數負債 數負債 數負債 機 數負債 機 數 數 價 份 份 份 份 份 份 份 份 份 份 份 份 份 份 份 份 份	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241 35,708 34,529 1,179 36,335 2,312 5,529	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7 55,087 53,196 1,890 41,239 5,407 8,335	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200 57,900 54,000 3,900 49,703 6,300 8,900	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235 60,000 4,000 56,462 6,450 8,900	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250 64,120 60,000 4,120 65,214 6,800 8,900	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 育利潤率 有效稅率 資產負債比率 流動比率 (x) 平均應收賬款周轉天數 平均應付帳款周轉天數 平均存貨周轉天數 甲均存貨周轉天數 回報率 (%) 資本回報率 每股數據 每股盈利(人民幣)	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8 71.4 16.6 3.7	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3 79.1 17.3 3.1	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4 72.4 19.8 4.1	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4 70.3 16.3 3.7	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0 67.4 16.9 4.1	
现金及現金等價物 應存其其流儲價 實別 實別 實質 價質 質質 價質 質質 價 質 質 質 質 質 質 質 質 質 質	30,120 16,396 62,669 3,458 83,473 27,146 23,264 19,461 13,361 241 35,708 34,529 1,179 36,335 2,312 5,529	45,062 27,735 87,714 6,397 120,378 35,333 42,534 25,490 17,015 7 55,087 53,196 1,890 41,239 5,407	37,023 29,200 105,000 5,900 116,300 30,000 40,000 30,000 16,100 200 57,900 54,000 3,900 49,703 6,300 8,900	33,507 28,200 114,000 5,800 119,435 28,000 43,100 32,000 16,100 235 60,000 4,000 56,462 6,450	31,454 30,000 122,000 6,300 121,750 26,000 45,200 34,200 16,100 250 64,120 60,000 4,120 65,214 6,800 8,900	盈利能力比率 (%) 毛利率 稅前利率 有效稅率 資產負債比率 流動比率 (X) 平均應收賬款周轉天數 平均應付帳款周轉天數 平均存貨周轉天數 四報率 (%) 資產回報率 每股數據	40.1 32.2 11.7 57.3 1.3 116.0 164.5 739.8 71.4	43.9 35.9 12.7 56.9 1.4 180.3 276.5 1017.3 79.1	34.8 35.1 15.8 42.8 1.5 171.0 234.2 943.4 72.4	36.6 30.1 12.3 46.5 1.5 137.9 210.7 879.4 70.3	34.8 28.4 12.7 44.0 1.6 125.8 189.5 784.0 67.4	

現金流量表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣) FY17A FY18A FY19E FY20E FY21E 年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)

敬請參閱尾頁之免責聲明 2



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幷無直接或間接關係。

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)幷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)幷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 個月的潜在漲幅超過 15%

持有:股價于未來 12 個月的潜在變幅在-10%至+15%之間

賣出 : 股價于未來 12 個月的潜在跌幅超過 10%

未評級 : 招銀國際幷未給予投資評級

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 號冠君大厦 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")爲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爲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。而過去的表現亦不代表未來的表現,實際情况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, 幷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, 幷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,僅爲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爲或被視爲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采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。

本報告基于我們認爲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况可能有顯著區別,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。招銀證券可能采取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資决定。

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幷不時自行及/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况,本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅爲本公司所有,任何機構或個人于未經本公司書面授權的情况下,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。

對于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。

對于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。

敬請參閱尾頁之免責聲明 3