

雅居乐 (3383 HK, HK\$3.95, 目标价: HK\$4.02, 持有) — 主席被软禁

- ❖ **股票在10月3日暂停买卖但昨日复牌。**公司股份自10月3日起被暂停买卖，公司在上周五更宣布主席陈卓林(陈主席)自9月30日起被中国昆明市人民检察院要求在指定居所居住，雅居乐确认其并未收到该检察院或任何其他中国监管、政府或司法机构发出有关该措施之任何法律文件。公司随即委任陈主席的太太(陆倩芳)及弟弟(陈卓贤)并为署理联席主席及署理联席总裁，以协助陈主席履行职务。雅居乐在10月13日申请恢复买卖。公司在云南投资3个项目，总建筑面积为314万平方米，相等于总土地储备12.4%，公司已投资了30亿元(人民币·下同)，我们怀疑陈主席被软禁可能与云南项目有关。
- ❖ **担忧短期融资安排。**雅居乐在审阅其贷款及担保文件后，公司已确认该等文件的条款仅没有因主席被软禁及/或停牌而违反。不过公司的供股计划却取消。截至2014年6月底，公司手持流动现金76亿元及被限制现金63亿元，于同期的一年内到期的债务为147亿元，其中74亿元要在2014年下半年偿还，所以公司的短期负债令人担心，因为银行可能因陈主席现在的情况可能重新考虑再融资安排。
- ❖ **难以达成目标。**2014年1-9月份合同销售金额及面积分别上升12.3%至286亿元及40.6%至305万平方米，公司已完成今年销售目标480亿元的59.4%。在这件事后，就算中国的房屋及房贷政策已放松，公司仍难完成全年销售目标。雅居乐透露在10月份的1-10日，公司已销售20亿元的物业，并预期在10-12月的每月销售金额不少于50亿元。
- ❖ **投资风险上升而下调目标价。**我们维持盈利预测及2014年底的每股资产净值预测(26.77港元)不变，但因陈主席被软禁而下调目标价，新目标价与每股资产净值折让由过去的70%改为85%，目标价由8.03港元下调至4.02港元，评级下调至持有。

雅居乐 (3383 HK)

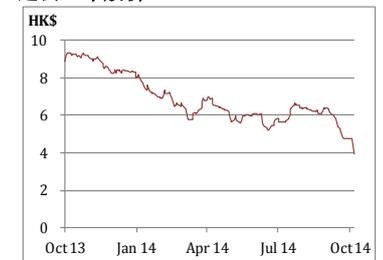
评级	持有
收市价	HK\$3.95
目标价	HK\$4.02
市值(港币百万)	16.504
过去3个月平均交易(港币百万)	57
52周高/低(港币)	9.6/3.3
发行股数(百万)	3,482
主要股东	陈卓林(63.6%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-22.1%	-17.0%
3月	-15.7%	-14.8%
6月	-30.4%	-30.6%

来源:彭博

过去一年股价


来源:彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万元人民币)	29,892	35,436	43,121	47,142	55,271
净利润(百万元人民币)	5,000	4,827	5,532	5,376	5,906
每股收益(人民币)	1.450	1.400	1.589	1.544	1.696
每股收益变动(%)	22.4	(3.4)	13.5	(2.8)	9.9
市盈率(x)	2.2	2.3	2.0	2.0	1.9
市帐率(x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
股息率(%)	9.7	12.0	12.0	12.7	13.4
权益收益率(%)	19.5	16.4	16.3	14.0	13.6
净财务杠杆率(%)	53.8	65.5	64.0	68.8	67.2

来源:公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12E	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	29,892	35,436	43,121	47,142	55,271
物业发展	29,146	34,467	41,816	45,541	53,323
物业投资	26	54	125	196	275
酒店	302	368	550	646	824
物业管理	418	547	630	760	850
销售成本	(17,456)	(22,822)	(29,497)	(31,577)	(38,586)
毛利	12,436	12,615	13,624	15,565	16,685
销售费用	(975)	(1,523)	(1,811)	(2,027)	(2,321)
行政费用	(1,125)	(1,285)	(1,466)	(1,650)	(1,934)
其他收益	(48)	(1)	857	55	30
息税前收益	10,289	9,807	11,204	11,944	12,459
融资成本	(46)	146	(53)	(68)	(68)
联营公司	(89)	(52)	71	88	110
特殊收入	378	470	214	-	-
税前利润	10,532	10,370	11,436	11,964	12,502
所得税	(5,385)	(4,850)	(4,991)	(5,563)	(5,678)
非控制股东权益	(146)	(693)	(559)	(671)	(564)
永久债	-	-	(354)	(354)	(354)
净利润	5,000	4,827	5,532	5,376	5,906
核心净利润	4,868	4,695	5,372	5,376	5,906

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12E	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	29,907	32,550	25,620	28,751	32,972
物业、厂房及设备	5,223	6,476	7,200	7,500	8,000
联营公司	1,061	1,088	1,050	1,080	1,100
投资物业	5,590	5,794	7,000	7,800	8,500
无形资产	61	57	50	46	42
其他	17,972	19,134	10,320	12,325	15,330
流动资产	60,943	81,985	95,151	104,476	110,886
现金及现金等价物	9,629	13,033	14,591	14,406	11,806
应收贸易款项	6,596	12,425	10,500	12,000	14,000
存货	44,661	56,475	70,000	78,000	85,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	57	51	60	70	80
流动负债	39,701	48,816	47,800	51,500	57,700
借债	6,193	12,354	11,000	12,000	13,200
应付贸易账款	23,653	25,953	26,300	29,000	34,000
应付税项	9,856	10,509	10,500	10,500	10,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	23,236	29,152	31,700	35,800	35,000
借债	21,483	27,503	30,000	34,000	33,000
递延税项	1,753	1,649	1,700	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	2,298	2,715	2,800	3,000	3,300
永久债	-	4,486	4,483	4,483	4,483
净资产总值	25,613	29,366	33,988	38,444	43,375
股东权益	25,613	29,366	33,988	38,444	43,375

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	10,289	9,807	11,204	11,944	12,459
折旧和摊销	165	195	184	213	230
营运资金变动	(3,929)	(12,089)	(13,624)	(7,000)	(5,000)
税务开支	(3,838)	(4,343)	(4,950)	(5,463)	(5,478)
其他	(2,051)	(3,488)	378	(858)	(1,601)
经营活动所得现金净额	635	(9,918)	(6,808)	(1,165)	610
购置固定资产	(2,023)	(1,645)	(2,114)	(1,313)	(1,430)
联营公司	(986)	(1,918)	38	(30)	(20)
其他	75	99	10,638	(1,240)	(468)
投资活动所得现金净额	(2,935)	(3,464)	8,562	(2,583)	(1,917)
股份发行	-	(16)	12	-	-
净银行借贷	4,783	15,314	1,143	5,000	200
股息	(1,232)	(1,333)	(1,314)	(1,337)	(1,393)
其他	(119)	546	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,433	14,511	(159)	3,663	(1,193)
现金增加净额	1,133	1,129	1,596	(85)	(2,500)
年初现金及现金等价物	4,583	5,749	6,784	8,280	8,095
汇兑	33	(94)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	5,749	6,784	8,280	8,095	5,495
受限制现金	3,880	6,250	6,311	6,311	6,311
资产负债表的现金	9,629	13,033	14,591	14,406	11,806

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY12E	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
物业发展	97.5	97.3	97.0	96.6	96.5
物业投资	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
酒店	1.0	1.0	1.3	1.4	1.5
物业管理	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
摊 (%)					
收入	30.3	18.5	21.7	9.3	17.2
毛利	0.7	1.4	8.0	14.3	7.2
净利润率	(2.8)	(4.7)	14.2	6.6	4.3
净利润	21.8	(3.5)	14.6	(2.8)	9.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	41.6	35.6	31.6	33.0	30.2
税前利率	35.2	29.3	26.5	25.4	22.6
净利润率	16.7	13.6	12.8	11.4	10.7
核心净利润率	16.3	13.2	12.5	11.4	10.7
有效税率	51.1	46.8	43.6	46.5	45.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.7	2.0	2.0	1.9
平均应收账款周转天数	40.3	64.0	44.4	46.5	46.2
平均应付账款周转天数	510.3	396.7	323.3	319.6	298.0
平均存货周转天数	926.1	808.8	782.5	855.4	770.9
净负债/权益比率 (%)	64.7	73.4	64.0	68.8	67.2
回报率 (%)					
资本回报率	19.5	16.4	16.3	14.0	13.6
资产回报率	5.5	4.2	4.6	4.0	4.1
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.450	1.400	1.589	1.544	1.696
每股股息 (港元)	0.384	0.475	0.475	0.500	0.530
每股账面值 (人民币)	7.43	8.51	9.76	11.04	12.46

来源: 公司及招銀国际研究部

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，并可能会受标的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士。