

雅居樂 (3383 HK)

更多分拆反映真價值

2020上半年收入增長23.7%至335億元(人民幣·下同)，淨利潤增長1.0%至51.2億元，較我們預期少5.1%。截至7月底，雅居樂完成55%的銷售目標。我們上調目標價，從13.71港元上調至13.89港元。維持買入評級。

- **上半年盈利溫和增長。**2020上半年收入增長23.7%至335億元，淨利潤增長1.0%至51.2億元，較我們預期的54.0億元低5.1%。期內物業銷售收入增長18.7%，物業管理收入更急升1.1倍至31.8億元。毛利率增加4個百分點至34.4%，但減少的其他收入拖低息稅折舊前盈利(EBIT)邊際利潤4個百分點至36.5%。2020上半年基礎盈利上升32.9%至53.1億元，中期股息由去年同期的0.6港元下降至期內的0.5港元。
- **產品目標客戶群為首置及改善型。**雅居樂於2020上半年合同銷售金額為551億元，7月份為106億元，已完成全年銷售目標1,200億元的55%。公司在下半年將推出值1,650億元貨值的物業供銷售。全年推售的物業，其中89%針對首置及改善型客戶群，及約43%的物業為於華東及大灣區。
- **應佔權益土地儲備4,195萬平方米。**雅居樂於2020上半年購入20個地產項目，應佔權益面積為347萬平方米。截至2020年6月，應佔權益土地儲備達4,195萬平方米，平均樓面價為每平方米3,373元。截至2020年6月，公司已鎖定700萬平方米的城市更新項目，總貨值為2,400億元。
- **多元化業務為王牌。**繼2018年2月成功分拆雅生活(3319 HK, 買入)後，雅居樂正在推進對旗下雅城的股份分拆，並在港交所獨立上市。多元化業務對公司越來越重要，雅生活的價值佔我們預測2020年的資產淨值28%，而多元化業務對收入貢獻由2019上半年的9.0%上升至2020上半年的12.6%。未來更多的分拆將可反映雅居樂的真實價值。
- **上調目標價。**我們維持盈利預測不變。截至2020年6月，已預售仍待入賬的物業價值950億元，其中458億元可供併表。我們將2020年末資產淨值從27.41港元上調至每股27.78港元。根據對資產淨值50%折讓，我們將目標價從13.71港元上調至13.89港元。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	56,145	60,239	72,275	83,865	92,159
同比增長(%)	8.8	7.3	20.0	16.0	9.9
淨利潤(百萬元人民幣)	7,125	7,512	7,917	9,361	10,205
每股盈利(人民幣)	1.835	1.935	2.02	2.39	2.61
每股盈利變動(%)	18.3	5.4	4.5	18.2	9.0
市場每均盈利預測(人民幣)	N.A.	N.A.	2.05	2.32	2.67
市盈率(倍)	5.2	4.9	4.7	4.0	3.6
市帳率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	9.5	9.5	9.5	10.9	12.3
權益收益率(%)	17.3	16.9	15.5	16.0	15.3
淨負債率(%)	79.1	82.8	80.7	74.3	73.9

資料來源：公司，彭博，招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$13.89
(此前目標價)	HK\$13.71
潛在升幅	+31.8%
當前股價	HK\$10.54

中國房地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	41,286
3月平均流通量(百萬港元)	68.33
52周內股價高/低(港元)	12.36/ 7.60
總股本(百萬)	3,917

資料來源：彭博

股東結構

陳卓林	66.3%
自由流通	33.7%

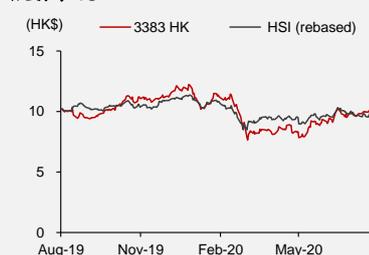
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.3%	8.5%
3-月	26.4%	22.2%
6-月	-5.7%	2.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵威

財務分析

利潤表

12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	56,145	60,239	72,275	83,865	92,159
物業銷售	52,488	54,177	64,200	70,620	76,270
租金收入	189	173	180	189	200
酒店運營	722	802	882	970	1,067
物業管理	2,133	3,577	5,125	9,595	11,259
生態業務	614	1,510	1,888	2,492	3,364
銷售成本	(31,471)	(41,881)	(49,229)	(56,408)	(62,041)
毛利	24,674	18,358	23,045	27,458	30,119
其它收入	977	5,818	1,821	1,952	2,122
銷售費用	(2,318)	(2,026)	(2,313)	(2,768)	(3,226)
管理費用	(2,910)	(3,999)	(3,108)	(3,522)	(3,871)
其它運營費用	(257)	(228)	(361)	(419)	(461)
營業利潤	20,166	17,923	19,084	22,700	24,683
融資成本	(2,744)	(2,530)	(1,871)	(1,885)	(1,979)
合資及聯營企業	27	1,086	810	845	880
特殊項目	1,952	117	13	-	-
稅前利潤	19,401	16,596	18,036	21,660	23,584
所得稅	(11,043)	(7,363)	(8,284)	(10,229)	(11,097)
非控制股東權益	(556)	(871)	(985)	(1,221)	(1,433)
永久利息	(677)	(850)	(850)	(850)	(850)
淨利潤	7,125	7,512	7,917	9,361	10,205

現金流量表

12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	20,166	17,923	19,084	22,700	24,683
折舊和攤銷	603	866	985	966	1,036
運營資金變動	(8,055)	(19,809)	(15,950)	(4,400)	(10,000)
所得稅	(8,159)	(9,276)	(9,426)	(10,109)	(11,097)
其它	(1,927)	(4,255)	4,441	(3,333)	(2,860)
經營活動所得現金淨額	2,628	(14,551)	(866)	5,824	1,763
資本開支	(1,677)	(1,967)	(369)	(2,223)	(1,678)
聯營公司	(3,056)	(2,091)	1,911	(500)	(1,100)
其它	(12,976)	7,939	(468)	(468)	(468)
投資活動所得現金淨額	(17,708)	3,881	1,074	(3,191)	(3,246)
股份發行	0	-	-	-	-
淨借貸	24,789	5,449	(5,670)	7,000	2,000
股息	(3,960)	(4,124)	(3,150)	(3,689)	(4,216)
其它	10,907	7,126	-	-	-
融資活動所得現金淨額	31,736	8,451	(8,820)	3,311	(2,216)
現金增加淨額	16,655	(2,219)	(8,611)	5,944	(3,699)
年初現金	19,042	35,776	33,551	24,745	30,494
匯兌	79	(6)	(195)	(195)	(195)
年末現金	35,776	33,551	24,745	30,494	26,600
已抵押銀行存款	9,285	9,004	8,046	8,046	8,046
資產負債表現金	45,062	42,555	32,791	38,540	34,646

資產負債表

12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	63,538	82,467	75,640	80,030	84,020
固定資產	8,754	11,702	11,200	12,500	13,000
投資性房地產	8,804	8,496	8,620	8,810	9,200
合資及聯營公司投資	10,088	14,711	12,800	13,300	14,400
無形資產	2,101	5,475	2,500	2,800	2,800
其它非流動資產	33,791	42,083	40,520	42,620	44,620
流動資產	166,908	190,764	182,891	197,840	204,246
現金	45,062	42,555	32,791	38,540	34,646
應收賬款	27,735	35,360	28,300	30,000	33,000
存貨	87,714	105,462	116,000	123,000	130,000
其它流動資產	6,397	7,388	5,800	6,300	6,600
流動負債	120,378	147,668	126,435	133,750	135,750
借貸	35,333	42,297	35,000	38,000	40,000
應付帳款	42,534	53,918	43,100	45,200	45,200
合同負債	25,490	33,654	32,000	34,200	34,200
遞延稅款	17,015	17,563	16,100	16,100	16,100
其它	7	236	235	250	250
非流動負債	55,087	60,228	60,000	64,120	64,120
借貸	53,196	54,373	56,000	60,000	60,000
其它	1,890	5,855	4,000	4,120	4,120
股東權益	41,239	44,474	51,029	58,633	66,730
少數股東權益	5,407	7,296	7,500	7,800	8,100
永久性證券	8,335	13,567	13,567	13,567	13,567
總權益	54,981	65,336	72,096	80,000	88,396

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
物業銷售	93.5	89.9	88.8	84.2	82.8
租金收入	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
酒店運營	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
物業管理	3.8	5.9	7.1	11.4	12.2
生態業務	1.1	2.5	2.6	3.0	3.7
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.9	30.5	31.9	32.7	32.7
息稅前利率	35.9	29.8	26.4	27.1	26.8
淨利潤率	12.7	12.5	11.0	11.2	11.1
有效稅率	56.9	44.4	45.9	47.2	47.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5
應收賬款周轉天數	180.3	214.3	142.9	130.6	130.7
應付帳款周轉天數	276.5	326.7	217.7	196.7	179.0
存貨周轉天數	1017.3	919.1	860.1	795.9	764.8
淨負債率 (%)	79.1	82.8	80.7	74.3	73.9
回報率 (%)					
資本回報率	17.3	16.9	15.5	16.0	15.3
資產回報率	3.1	2.7	3.1	3.4	3.5
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	1.84	1.93	2.02	2.39	2.61
每股股息 (人民幣)	1.00	1.00	1.00	1.15	1.30
每股帳面價值 (人民幣)	10.53	11.35	13.03	14.97	17.04

資料來源：公司，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）發表於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並無直接或間接關係。

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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來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(“招銀國際證券”)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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。