

## 雅居乐 (3383 HK)

### 跟着主席走

- ❖ **受益于粤港澳大湾区建设。**雅居乐成立于中山，总部现位于广州，在粤港澳大湾区拥有大量土地储备，建筑面积达 1,200 万平方米，占公司总土地储备的 33%。我们于 10 月调研了公司在中山的项目，并相信粤港澳大湾区的建设将会为公司带来可观的利润。自深中通道开工建设以来，许多深圳居民涌入中山购房，使得当地房价开始快速上扬，房价从 2015 年开始已经翻了一倍。我们测算公司中山项目的毛利率将超过 50%。
- ❖ **通过收并购补充土地。**由于中山房价快速上涨，一级土地市场竞争加剧，价格也随之上升。因此，公司开始更多地关注收并购机会。在今年 9 月，公司收购了一家项目公司。该项目公司在中山拥有建筑面积达 149 万平方米的土地储备。由于该项目卖方当时正经历债务重组，收购价格为 37 亿元人民币，相当于 2,483 元人民币/平米的收购成本。在现有市场状况下，仅通过收并购获取土地可保证公司维持合理的利率水平。
- ❖ **物业管理公司将在四季度剥离。**雅居乐旗下的物业管理公司--雅生活已向香港联交所提交了招股书初稿，我们预计公司将会在 4 季度上市。雅生活主要为中高端社区提供物业管理服务，在今年 6 月成功收购绿地物业，并且绿地控股于 8 月成为其战略股东，持股 20%。截止到今年 6 月，雅生活已进入 46 个城市，管理面积达 7,000 万平方米。2016 年收入达 12.4 亿元人民币，净利润达 1.7 亿元人民币。
- ❖ **公司主席增持。**今年前 9 个月，雅居乐累计合约销售达 571 亿元人民币，同比增长 34.5%，完成全年销售目标(650 亿元人民币)的 88%。尽管公司股价由年初至今已上涨超过 206%，但公司主席相信股价仍处于低估水平，并在 9 月以 HK\$11.29-11.86 的价格增持 1,869 万股。基于公司利润率提升，我们分别上调了 2017-19 的盈利预测 12.9%，18.8%和 14.2%至 449 亿，533 亿和 593 亿元人民币。此外，我们预测公司 2018 年底每股净资产净值为 HK\$27.02，因此目标价由原来的 HK\$11.98 提高至 HK\$16.21，相当于 40%的折让(过去折让 50%)，**重申买入评级。**

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	43,004	46,679	48,756	51,761	58,368
净利润(百万人民币)	1,390	2,284	4,492	5,330	5,927
EPS(人民币)	0.358	0.588	1.147	1.361	1.513
EPS 变动(%)	(70.7)	64.3	95.0	18.7	11.2
市盈率(x)	27.6	16.8	8.6	7.3	6.5
市帐率(x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	3.4	3.9	4.3	4.3	4.5
权益收益率(%)	4.1	6.5	11.7	12.5	12.4
净财务杠杆率(%)	64.0	49.1	58.8	52.0	47.1

资料来源：公司及招银国际研究预测

#### 买入 (维持)

目标价	HK\$16.21
(过去目标价)	HK\$11.98)
潜在升幅	+39.5%
当前股价	HK\$11.62

#### 文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 中国房地产行业

市值(百万港元)	45,516
3 月平均流通量(百万港元)	151.95
5 周内股价高/低(港元)	12.92/3.73
总股本(百万)	3,917

资料来源：彭博

#### 股东结构

陈卓林	63.0%
自由流通	36.2%

资料来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.8%	-1.9%
3-月	30.0%	25.2%
6-月	69.1%	46.0%

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

审计师: PwC

公司网站: [www.agile.com.cn](http://www.agile.com.cn)

**利潤表**

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>43,004</b>	<b>46,679</b>	<b>48,756</b>	<b>51,761</b>	<b>58,368</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>10,813</b>	<b>12,366</b>	<b>15,287</b>	<b>16,843</b>	<b>18,058</b>
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
<b>息稅前收益</b>	<b>6,666</b>	<b>8,558</b>	<b>11,705</b>	<b>12,796</b>	<b>13,318</b>
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	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>6,196</b>	<b>7,483</b>	<b>10,914</b>	<b>12,149</b>	<b>13,446</b>
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)
<b>淨利潤</b>	<b>1,390</b>	<b>2,284</b>	<b>4,492</b>	<b>5,330</b>	<b>5,927</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,343</b>	<b>2,252</b>	<b>4,471</b>	<b>5,330</b>	<b>5,927</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>27,194</b>	<b>35,586</b>	<b>39,003</b>	<b>40,720</b>	<b>43,570</b>
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
<b>流動資產</b>	<b>90,119</b>	<b>96,139</b>	<b>92,139</b>	<b>100,501</b>	<b>110,086</b>
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
<b>流動負債</b>	<b>50,531</b>	<b>55,252</b>	<b>51,000</b>	<b>54,300</b>	<b>59,600</b>
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	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>24,787</b>	<b>32,318</b>	<b>33,800</b>	<b>36,000</b>	<b>38,000</b>
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	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>3,198</b>	<b>3,248</b>	<b>2,437</b>	<b>2,617</b>	<b>2,757</b>
<b>永久資本證券</b>	<b>4,489</b>	<b>5,598</b>	<b>5,600</b>	<b>5,600</b>	<b>5,600</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>34,308</b>	<b>35,310</b>	<b>38,305</b>	<b>42,704</b>	<b>47,699</b>
<b>股東權益</b>	<b>34,308</b>	<b>35,310</b>	<b>38,305</b>	<b>42,704</b>	<b>47,699</b>

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
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>7,136</b>	<b>6,887</b>	<b>3,149</b>	<b>4,248</b>	<b>4,027</b>
購置固定資產	(252)	(952)	(6,268)	(609)	(1,065)
聯營公司	(568)	(2,913)	(661)	(550)	(550)
其他	120	146	(468)	(468)	(468)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(699)</b>	<b>(3,719)</b>	<b>(7,397)</b>	<b>(1,626)</b>	<b>(2,082)</b>
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	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(4,903)</b>	<b>1,873</b>	<b>(2,413)</b>	<b>535</b>	<b>1,835</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,534</b>	<b>5,041</b>	<b>(6,662)</b>	<b>3,157</b>	<b>3,780</b>
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)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>7,407</b>	<b>12,432</b>	<b>5,575</b>	<b>8,537</b>	<b>12,122</b>
受限制現金	5,730	9,879	9,964	9,964	9,964
<b>資產負債表的現金</b>	<b>13,137</b>	<b>22,311</b>	<b>15,539</b>	<b>18,501</b>	<b>22,086</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
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
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增長 (%)</b>					
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
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	1.8	1.7	1.8	1.9	1.8
平均應收款周轉天數	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
<b>回報率 (%)</b>					
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
<b>每股數據</b>					
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关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，并可能会受目标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责任。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年证券交易法规则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。