

雅居乐(3377 HK, HK\$8.60, 目标价: HK\$12.37, 买入) - 平淡的2013中期业绩

- ❖ 中期基本盈利倒退 2%。2013 上半年的营业额上升 28.4%至 152 亿元(人民币·下同), 基本盈利下跌 1.9%至 20 亿元。虽然入账平均售价同比下降了 9.8%至每平方米 10,192 元, 交付总建筑面积上升 42.4%至 145 万平方米, 令物业销售收入同比增长 28.5%至 148 亿元。租金收入及酒店收入分别增加 93.3%及 20.8%至 2000 万元及 1.61 亿元, 但它们占总比例轻微。因为高土地成本和均价下跌, 毛利率从上半年的 45.3%收窄至期内的 36.2%。此外, 因为分销成本上升 77.9%, 营运费用与收入比率从 2012 年上半年的 7.9%增加至 2013 年上半年的 8.5%。公司宣派中期股息每股 0.145 港元
- ❖ 令人失望的首 7 个月合约销售。雅居乐公布 2013 年首 7 个月的合同销售金额和面积分别为 182.6 亿元及 154 万平方米。这即表示雅居乐完成了其 2013 年的销售目标 420 亿元的 43.5%, 公司需要在今年的余下时间达成每月平均合同销售额 47.5 亿元。我们谨慎对待其能否实现全年销售目标。公司会在 2013 年下半年推出 11 个新项目, 加上现有的 35 个项目, 总可售资源量在剩下 5 个月为 477 亿元。管理层透露, 如果有必要达成全年销售目标, 公司是愿意调整销售价格。
- ❖ 覆盖国内 35 个城市的 4120 万平方米土地储备。雅居乐在 2013 年加快了土地储备收购。年初至今, 公司收购了 17 个地块, 总建筑面积的 694 万平方米。新增土地储备的应占土地成本总额为 108 亿元。目前, 应占土地储备总数达 4121 万平方米, 遍布 35 个国内城市, 土地成本为每平方米 1,206 元, 相当于 2013 年上半年确认均价的 11.8%。
- ❖ 高负债和销售的不确定性令我们用更高的折扣率。如果我们考虑永久债券为债务, 雅居乐 2013 年中的净负债比率由 2012 年底的 72.4%上升至 90.9%; 如果我们考虑永久债券为股东权益, 净负债比率下降至 63.8%。我们维持我们在 2013 财年和 2014 财年的预测, 我们预计 2013-15 年净利润分别为 53.2 亿元、58.3 亿元及 63.7 亿元。约 180 亿元的物业已预售但仍未入账, 其中 160 亿元的物业将在 2013 年下半年确认。因此, 我们估计在 2013 财年收入的 81%已被锁定。由于新购入土地, 我们预测的 2013 年底每股资产净值提升至 30.92 港元。目标价从 13.6 港元下降至 12.37 港元, 目标价较资产净值折让 60%, 以反映较高的资产负债率和销售的不确定性。升值潜力是 43.8%。维持买入评级。

雅居乐(3383 HK)

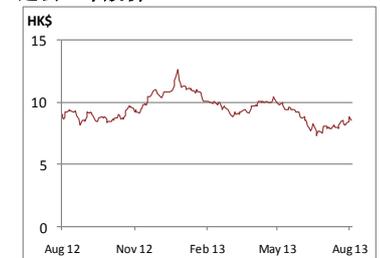
评级	买入
收市价	HK\$8.60
目标价	HK\$12.37
市值(港币百万)	29,647
过去 3 月平均交易(港币百万)	103
52 周高/低(港币)	12.82/7.28
发行股数(百万)	3,447
主要股东	陈卓林(63.6%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	8.5%	2.6%
3 月	-12.2%	-10.1%
6 月	-15.3%	-12.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万元人民币)	22,945	30,074	39,331	45,203	52,308
净利润(百万元人民币)	4,105	5,000	5,316	5,825	6,373
每股收益(人民币)	1.184	1.450	1.542	1.690	1.849
每股收益变动(%)	(30.6)	22.4	6.4	9.6	9.4
市盈率(x)	5.7	4.7	4.4	4.0	3.7
市帐率(x)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	4.0	4.5	4.6	5.0	5.2
权益收益率(%)	18.9	19.5	17.4	16.3	15.4
净财务杠杆率(%)	71.8	72.4	95.1	73.7	72.1

来源: 公司及招銀国际研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	22,945	30,074	39,331	45,203	52,308
物業發展	22,466	29,328	38,167	43,525	50,232
物業投資	18	26	84	110	187
酒店	122	302	539	937	1,129
物業管理	339	418	540	630	760
銷售成本	(10,590)	(17,632)	(26,175)	(30,492)	(34,735)
毛利	12,354	12,442	13,156	14,710	17,574
銷售費用	(835)	(980)	(1,180)	(1,446)	(1,883)
行政費用	(877)	(1,129)	(1,377)	(1,537)	(1,935)
其他收益	(58)	(47)	(149)	(361)	(437)
息稅前收益	10,585	10,286	10,450	11,366	13,318
融資成本	645	(46)	64	106	159
聯營公司	121	(87)	82	68	316
特殊收入	273	378	178	-	-
稅前利潤	11,623	10,531	10,773	11,539	13,794
所得稅	(6,390)	(5,384)	(4,734)	(5,123)	(6,463)
非控制股東權益	(1,128)	(146)	(723)	(590)	(958)
淨利潤	4,105	5,000	5,316	5,825	6,373
核心淨利潤	4,035	4,868	5,182	5,825	6,373

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	25,642	28,976	34,291	39,409	44,869
物業、廠房及設備	3,574	5,223	6,000	7,000	7,800
聯營公司	205	118	1,000	720	780
投資物業	5,248	5,590	6,000	7,400	8,000
無形資產	19	61	15	13	13
其他	16,596	17,984	21,276	24,276	28,276
流動資產	56,136	62,761	73,001	77,028	83,478
現金及現金等價物	7,328	9,689	10,911	10,678	8,178
應收貿易款項	4,814	5,859	8,000	6,250	6,700
存貨	43,923	47,149	54,000	60,000	68,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	71	63	90	100	100
流動負債	41,240	40,039	41,800	46,600	50,500
借債	7,660	6,193	9,000	7,000	6,000
應付貿易賬款	25,162	23,990	24,300	31,100	36,000
應付稅項	8,418	9,856	8,500	8,500	8,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	16,782	23,786	32,500	31,500	33,500
借債	15,232	22,033	31,000	30,000	32,000
遞延稅項	1,550	1,753	1,500	1,500	1,500
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	2,082	2,298	2,400	2,600	3,000
淨資產總值	21,675	25,613	30,592	35,737	41,347
股東權益	21,675	25,613	30,592	35,737	41,347

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	10,585	10,286	10,450	11,366	13,318
折舊和攤銷	68	68	103	114	137
營運資金變動	(9,086)	(3,929)	(9,667)	(250)	(6,450)
稅務開支	(3,297)	(3,843)	(6,343)	(5,123)	(6,463)
其他	(1,781)	(2,230)	(3,389)	84	(1,174)
經營活動所得現金淨額	(3,511)	352	(8,846)	6,190	(632)
購置固定資產	(1,429)	(2,023)	(1,290)	(2,514)	(1,537)
聯營公司	430	-	(882)	280	(60)
其他	122	(168)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(876)	(2,191)	(2,172)	(2,234)	(1,597)
股份發行	(137)	-	(15)	-	-
淨銀行借貸	4,556	4,282	11,774	(3,000)	1,000
股息	(1,809)	(1,232)	(1,046)	(1,089)	(1,171)
其他	131	(124)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	2,741	2,926	10,713	(4,089)	(171)
現金增加淨額	(1,645)	1,087	(305)	(133)	(2,400)
年初現金及現金等價物	6,482	4,684	5,804	5,399	5,166
匯兌	(153)	33	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	4,684	5,804	5,399	5,166	2,666
受限制現金	2,644	3,886	5,512	5,512	5,512
資產負債表的現金	7,328	9,689	10,911	10,678	8,178

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.9	97.5	97.0	96.3	96.0
物業投資	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4
酒店	0.5	1.0	1.4	2.1	2.2
物業管理	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	53.8	41.4	33.4	32.5	33.6
稅前利率	50.7	35.0	27.4	25.5	26.4
淨利潤率	17.9	16.6	13.5	12.9	12.2
核心淨利潤率	17.6	16.2	13.2	12.9	12.2
有效稅率	55.0	51.1	43.9	44.4	46.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7
速動比率 (x)	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3
平均應收賬款周轉天數	38.3	35.6	37.1	25.2	23.4
平均應付賬款周轉天數	812.4	508.8	336.7	331.6	352.6
平均存貨周轉天數	1,431.4	942.7	705.2	682.3	675.2
總負債/ 權益比率 (%)	105.6	110.2	130.8	103.5	91.9
淨負債/ 權益比率 (%)	71.8	72.4	95.1	73.7	72.1
回報率 (%)					
資本回報率	18.9	19.5	17.4	16.3	15.4
資產回報率	5.0	5.5	5.0	5.0	5.0
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.184	1.450	1.542	1.690	1.849
每股股息(港元)	0.342	0.384	0.395	0.430	0.450
每股賬面值(人民幣)	6.28	7.43	8.87	10.36	11.99

來源: 公司及招銀國際研究部

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$3.84, 目标价 HK\$3.61, 持有) -13 年第二季度扭亏为盈, 中端智能手机渐受欢迎

- ❖ **13 年第二季度扭亏为盈。** TCL 通讯公布 13 年上半年业绩。因产品售价显著增加, 营收同比提高 25.8% 至港币 64 亿元。13 年上半年的产品售价比去年同期的 35.1 美元上升 13% 至 39.8 美元。因海外(特别是欧洲地区)销售复苏, 13 年上半年总出货量达 2,060 万支, 同比上升 10.8%。13 年上半年毛利率同比下降 1.7 个百分点至 17.6%, 惟 13 年第二季度毛利率比上一季度环比提高 2.0 个百分点至 18.4%。毛利率环比改善主要原因为: 1) 产品结构的变化, 中端(150-300 美金)智能手机开始做出贡献及 2) 智能手机业务实现规模效应。13 年上半年净亏损达港币 2.1 亿元, 不派发中期股息。然而, 公司于第二季度录得净利润港币 3,930 万元, 成功扭亏为盈。
- ❖ **七月出货量增长强劲, 智能手机生产已达规模效应。** TCL 通讯七月手机总出货量达 501 万支, 同比增长 69.6%。对比 13 年上半年出货量增长仅 10.8%, TCL 通讯在下半年有一个非常亮丽的开始。这应该归功于欧洲市场的强劲表现, 尤其在法国、德国、意大利和俄罗斯等国家。今年七月, 智能手机出货达到 141 万支, 按年急升 147%, 占总出货量的 28.1%。这是 TCL 通讯连续第三个月达到每月智能手机出货量超一百万支的界限。我们相信公司的智能手机生产线已稳定地达到规模效应。
- ❖ **将推出中端智能手机新旗舰机型。** TCL 通讯全靠在年初推出 Onetouch idols 系列中端智能手机, 方能在第二季度扭亏为盈。管理层将继续专注于中端智能机机型并将针对欧洲市场的需求。新的旗舰机型将在第三季推出, 名为 Onetouch idol X, 为四核机型并配备 5 英寸高清显示屏和 1300 万像素摄像头。我们预计中端机型将占 13 年智能手机出货总量的 22.6%, 而中端机型在 13 年第一季的占比仅为零。中端机型的售价和毛利率比低端智能机和功能手机要高出不少, 我们预计中端智能机占比上升将大大推高 TCL 通讯的产品售价和毛利率。
- ❖ **我们乐见 TCL 通讯成功切入中端智能手机市场, 并预期强劲势头将持续到 13 年下半年。**我们上调 13 和 14 财年的盈利预测达 1.9% 和 3.4% 至 0.57 亿和 3.81 亿港元。我们依然用 1.5 倍 14 财年市帐率为 TCL 通讯估值, 并维持目标价于 3.61 港元, 相当于 5.9% 的下行风险。我们认为公司现价估值合理, 并维持「持有」评级。

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	持有
收市价	3.84 港元
目标价	3.61 港元
市值 (港币百万)	4,387
过去 3 月平均交易 (港币百万)	15.9
52 周高/低 (港币)	4.51/1.62
发行股数 (百万股)	1,128
主要股东	TCL 控股 (47.8%)

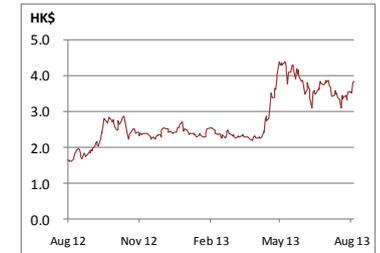
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.3%	6.5%
3 月	-12.1%	-8.3%
6 月	53.0%	59.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (港币百万元)	10,653	12,031	16,749	19,745	23,033
净利润 (港币百万元)	800	-208	57	381	562
每股收益 (港币)	0.73	-0.18	0.05	0.34	0.50
每股收益变动 (%)	12.6	NA	NA	571.4	47.3
市盈率 (x)	5.3	NA	76.5	11.4	7.7
市帐率 (x)	1.6	1.9	1.9	1.6	1.4
股息率 (%)	7.6	0.8	0.0	2.6	3.9
权益收益率 (%)	29.9	-8.9	2.4	14.0	17.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	31.4	54.1	51.5	53.1

来源: 公司及招銀国际研究部

利潤表

12月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	10,653	12,031	16,749	19,745	23,033
销售成本	(8,325)	(9,935)	(13,607)	(15,916)	(18,549)
毛利	2,328	2,097	3,141	3,829	4,484
研发费用	(459)	(740)	(959)	(1,086)	(1,175)
销售费用	(866)	(1,154)	(1,467)	(1,580)	(1,797)
管理费用	(558)	(658)	(998)	(1,086)	(1,267)
其他营运收入/费用	(28)	(109)	(52)	(59)	(69)
息税前收益	417	(564)	(334)	18	177
息税及折旧摊销前收益	503	(462)	(223)	138	306
利息收入	196	213	126	63	40
融资成本	(140)	(166)	(109)	(74)	(63)
其他非营运收入/费用	311	328	377	433	498
税前利润	783	(188)	60	441	652
所得税	17	(32)	(9)	(66)	(98)
非控制股东权益	(1)	12	6	7	7
净利润	800	(208)	57	381	562

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,773	2,109	2,748	3,166	3,634
物业、厂房及设备	497	597	642	684	738
递延税项资产	106	131	182	214	250
其他	1,170	1,382	1,923	2,267	2,645
流动资产	12,254	11,212	9,981	10,623	11,522
现金及现金等价物	1,187	970	431	495	416
已抵押银行存款	6,092	4,221	1,721	1,021	421
存货	981	1,263	1,491	1,744	2,033
应收贸易款项	2,585	2,842	3,671	4,219	4,985
其他	1,409	1,916	2,667	3,144	3,667
流动负债	11,315	10,606	9,787	10,466	11,385
借债	7,222	5,726	3,020	2,520	2,120
应付贸易账款	1,952	2,429	3,355	3,924	4,574
其他	2,141	2,451	3,411	4,022	4,692
非流动负债	39	393	599	599	599
借债	0	194	400	400	400
其他	39	199	199	199	199
少数股东权益	4	2	(1)	(1)	(1)
净资产总值	2,669	2,321	2,344	2,725	3,173
股东权益	2,669	2,321	2,344	2,725	3,173

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	417	(564)	(334)	18	177
折旧和摊销	86	101	112	120	129
营运资金变动	(335)	(260)	80	(99)	(259)
利息支出	(140)	(166)	(109)	(74)	(63)
利息收入	196	213	126	63	40
税款支出	(57)	(57)	(60)	(99)	(134)
其他	(45)	956	383	440	506
经营活动所得现金净额	122	224	197	370	396
购置固定资产	(274)	(201)	(157)	(162)	(183)
其他	(692)	(851)	(542)	(344)	(378)
投资活动所得现金净额	(966)	(1,052)	(699)	(506)	(560)
股本的变化	44	53	(0)	0	0
银行贷款变动	735	(1,302)	(2,500)	(500)	(400)
其他	(143)	1,890	2,464	700	485
融资活动所得现金净额	637	640	(36)	200	85
现金增加净额	(207)	(187)	(538)	64	(79)
年初现金及现金等价物	1,345	1,187	970	431	495
外汇差额	49	(30)	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,187	970	431	495	416

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.9	17.4	18.8	19.4	19.5
息税及折旧摊销前收益率	4.7	(3.8)	(1.3)	0.7	1.3
营业利润率	3.9	(4.7)	(2.0)	0.1	0.8
净利润率	7.5	(1.7)	0.3	1.9	2.4
有效税率	(2.2)	(16.7)	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入增长	22	13	39	18	17
毛利增长	19	(10)	50	22	17
息税前收益增长	(21)	N.A.	N.A.	N.A.	859
净利润增长	14	N.A.	N.A.	571	47
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率 (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
平均应收账款周转天数	89	86	80	78	79
平均存货周转天数	43	46	40	40	40
平均应付账款周转天数	86	89	90	90	90
现金周期	46	43	30	28	29
净负债/权益比率 (%)	(2)	31	54	52	53
回报率 (%)					
资本回报率	29.9	(8.9)	2.4	14.0	17.7
资产回报率	5.7	(1.6)	0.4	2.8	3.7
每股数据 (港币)					
每股利润	0.73	(0.18)	0.05	0.34	0.50
每股账面值	2.43	2.07	2.07	2.41	2.80
每股股息	0.29	0.03	0.00	0.10	0.15

来源：公司资料，招银国际预测

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	: 预期回报于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 预期回报于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 预期回报于未来 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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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上责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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其他人。