

**雅居樂 (3383 HK, HK\$4.34, 目標價: HK\$4.82, 買入) — 困境已過**

- ❖ **2015年基礎盈利下跌66%**。受惠於交付面積增加20.1%至479萬平方米，雅居樂2015年營業額上升12.2%至430億元(人民幣·下同)。因為建築成本及地價上升，但確認均價下跌6.9%至每平方米8,642元，所以2015年毛利率下跌7.3個百分點至25.1%；此外，約11億元的匯兌損失進一步打擊2015年盈利。扣除投資物業重估，2015年基礎盈利下跌66%至13.4億元，公司宣佈派發每股0.145港元末期股息及0.25港元特別股息。
- ❖ **保守的銷售目標**。2015年的物業銷售金額及面積分別增加0.2%至442億元及10.5%至507萬平方米，公司2015年主要目標為去庫存。公司在2015年只買入兩幅位於長沙及廣州的土地，樓面面積共21萬平方米。截至2016年3月，總土地儲備為3,487萬平方米，平均土地成本為每平方米1,117元。以806萬平方米的69個現有項目為可售資源，2016年的銷售目標為460億元。
- ❖ **優化債務結構**。在2015年面對匯兌損失11億元，雅居樂將聚焦於財務策略。首先，通過償還部份境外債務及進行外匯對沖，公司會減少匯兌風險，2015年末，境外債務佔總債務約48%；第二，雅居樂透過增加境內融資將債務成本降低，公司希望將債務成本由現在的8.5%下降約2個百分點；最後，2015年末的淨借貸與總股本比率為64.0%，公司希望淨借貸與總股本比率維持在健康水平。
- ❖ **未來分拆物業管理業務上市**。2015年來自物業管理業務的營業額及經營盈利分別上升19.0%至8.13億元及85.6%至1.22億元，管理面積也由2014年的2,310萬平方米增加至2015年的4,780萬平方米。公司希望2016年的管理面積及物業管理業務的營業額分別達至6,000萬平方米及10億元，屆時，公司將分拆物業管理業務上市。
- ❖ **因估值吸引，重申「買入」評級**。2016年1-2月，雅居樂的合同銷售總額及面積分別增加36.4%至63.7億元及37.9%至64萬平方米。不過，公司定下的2016年銷售目標略為保守，所以我們分別下調2016-17年的盈利預測9.6%至33.0億元及12.9%至42.1億元。此外，我們目標價由4.90港元下調至4.82港元，相等於2016年底的資產淨值預測16.07港元折讓70%，我們重申「買入」評級。

**財務資料**

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	38,318	43,004	49,420	52,778	54,301
淨利潤(百萬元人民幣)	4,287	1,390	3,298	4,205	5,518
每股收益(人民幣)	1.222	0.358	0.842	1.074	1.409
每股收益變動(%)	(12.7)	(70.7)	135.1	27.5	31.2
市盈率(x)	3.0	10.2	4.3	3.4	2.6
市帳率(x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
股息率(%)	9.1	9.1	6.9	8.5	10.4
權益收益率(%)	12.7	4.1	9.1	10.6	12.4
淨財務槓桿率(%)	75.2	64.0	75.2	72.0	69.3

來源: 公司、招銀國際證券預測

**雅居樂 (3383 HK)**

評級	買入
收市價	HK\$4.34
目標價	HK\$4.82
市值(港幣百萬)	17,000
過去3月平均交易(港幣百萬)	20.7
52周高/低(港幣)	7.14/3.33
發行股數(百萬)	3,917
主要股東	陳卓林(63.0%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1月	9.1%	1.8%
3月	-4.3%	2.0%
6月	4.0%	9.7%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>38,318</b>	<b>43,004</b>	<b>49,420</b>	<b>52,778</b>	<b>54,301</b>
物業發展	37,037	41,421	47,489	50,430	51,600
物業投資	70	96	213	246	285
酒店	527	674	738	1,025	1,217
物業管理	683	813	980	1,078	1,200
銷售成本	(25,887)	(32,191)	(36,636)	(37,718)	(37,051)
<b>毛利</b>	<b>12,431</b>	<b>10,813</b>	<b>12,785</b>	<b>15,060</b>	<b>17,250</b>
銷售費用	(1,784)	(1,786)	(1,977)	(2,164)	(2,335)
行政費用	(1,437)	(1,444)	(1,631)	(1,847)	(2,009)
其他收益	812	(918)	48	23	25
<b>息稅前收益</b>	<b>10,021</b>	<b>6,666</b>	<b>9,225</b>	<b>11,072</b>	<b>12,931</b>
融資成本	(293)	(417)	(13)	(42)	(72)
聯營公司	(73)	(115)	(25)	41	188
特殊收入	470	63	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>10,126</b>	<b>6,196</b>	<b>9,187</b>	<b>11,071</b>	<b>13,048</b>
所得稅	(5,035)	(3,895)	(4,915)	(5,783)	(6,620)
非控制股東權益	(449)	(553)	(603)	(710)	(538)
永久資本證券持有人	(355)	(359)	(372)	(372)	(372)
<b>淨利潤</b>	<b>4,287</b>	<b>1,390</b>	<b>3,298</b>	<b>4,205</b>	<b>5,518</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>3,934</b>	<b>1,343</b>	<b>3,298</b>	<b>4,205</b>	<b>5,518</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流動資產</b>	<b>29,465</b>	<b>27,194</b>	<b>30,790</b>	<b>33,284</b>	<b>36,634</b>
物業、廠房及設備	7,696	6,652	7,200	7,800	8,400
聯營公司	1,251	1,137	1,100	1,200	1,250
投資物業	5,846	6,369	7,200	8,500	9,200
無形資產	61	54	48	42	42
其他	14,610	12,982	15,242	15,742	17,742
<b>流動資產</b>	<b>94,183</b>	<b>90,119</b>	<b>94,855</b>	<b>100,158</b>	<b>107,303</b>
現金及現金等價物	11,430	13,137	10,055	10,358	11,503
應收貿易款項	11,675	8,383	10,000	10,800	11,600
存貨	70,357	66,953	73,000	77,000	82,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	721	1,645	1,800	2,000	2,200
<b>流動負債</b>	<b>55,386</b>	<b>50,531</b>	<b>48,100</b>	<b>49,800</b>	<b>52,300</b>
借債	16,471	16,487	11,200	10,800	11,000
應付貿易賬款	26,549	22,731	26,400	28,200	30,500
應付稅項	12,366	11,312	10,500	10,800	10,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>27,167</b>	<b>24,787</b>	<b>33,450</b>	<b>35,800</b>	<b>39,000</b>
借債	25,851	23,543	32,000	34,000	37,000
遞延稅項	1,316	1,244	1,450	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>2,961</b>	<b>3,198</b>	<b>3,300</b>	<b>3,500</b>	<b>3,600</b>
<b>永久資本證券</b>	<b>4,483</b>	<b>4,489</b>	<b>4,489</b>	<b>4,489</b>	<b>4,489</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>33,651</b>	<b>34,308</b>	<b>36,306</b>	<b>39,853</b>	<b>44,548</b>
<b>股東權益</b>	<b>33,651</b>	<b>34,308</b>	<b>36,306</b>	<b>39,853</b>	<b>44,548</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	10,021	6,666	9,225	11,072	12,931
折舊和攤銷	342	367	195	216	245
營運資金變動	(6,701)	4,983	(6,085)	(4,000)	(5,300)
稅務開支	(4,367)	(5,021)	(5,521)	(5,133)	(6,420)
其他	(1,698)	(1,556)	(344)	385	(98)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(2,402)</b>	<b>5,439</b>	<b>(2,529)</b>	<b>2,540</b>	<b>1,357</b>
購置固定資產	(1,231)	154	(1,574)	(2,116)	(1,545)
聯營公司	(469)	115	37	(100)	(50)
其他	86	(1,240)	(468)	(468)	(468)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(1,614)</b>	<b>(971)</b>	<b>(2,005)</b>	<b>(2,684)</b>	<b>(2,062)</b>
股份發行	1,299	-	-	-	-
淨銀行借貸	4,410	(2,291)	3,170	1,600	3,200
股息	(2,103)	(737)	(1,617)	(1,053)	(1,250)
其他	(276)	-	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>3,329</b>	<b>(3,028)</b>	<b>1,552</b>	<b>547</b>	<b>1,950</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(687)</b>	<b>1,439</b>	<b>(2,982)</b>	<b>403</b>	<b>1,245</b>
年初現金及現金等價物	6,784	6,068	7,407	4,325	4,628
匯兌	(29)	(100)	(100)	(100)	(100)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>6,068</b>	<b>7,407</b>	<b>4,325</b>	<b>4,628</b>	<b>5,773</b>
受限制現金	5,362	5,730	5,730	5,730	5,730
<b>資產負債表的現金</b>	<b>11,430</b>	<b>13,137</b>	<b>10,055</b>	<b>10,358</b>	<b>11,503</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	96.7	96.3	96.1	95.6	95.0
物業投資	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
酒店	1.4	1.6	1.5	1.9	2.2
物業管理	1.8	1.9	2.0	2.0	2.2
<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	8.1	12.2	14.9	6.8	2.9
毛利	(1.5)	(13.0)	18.2	17.8	14.5
淨利潤率	2.2	(33.5)	38.4	20.0	16.8
淨利潤	(11.2)	(67.6)	137.2	27.5	31.2
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	32.4	25.1	25.9	28.5	31.8
稅前利率	26.4	14.4	18.6	21.0	24.0
淨利潤率	11.2	3.2	6.7	8.0	10.2
核心淨利潤率	10.3	3.1	6.7	8.0	10.2
有效稅率	49.7	62.9	53.5	52.2	50.7
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.7	1.8	2.0	2.0	2.1
平均應收賬款周轉天數	55.6	35.6	36.9	37.3	39.0
平均應付帳款周轉天數	370.1	279.4	244.7	264.2	289.1
平均存貨周轉天數	894.2	778.5	697.2	725.8	783.2
淨負債/ 權益比率 (%)	75.2	64.0	75.2	72.0	69.3
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	12.7	4.1	9.1	10.6	12.4
資產回報率	3.5	1.2	2.6	3.2	3.8

**每股數據**

每股盈利(人民幣)	1.222	0.358	0.842	1.074	1.409
每股股息(港元)	0.395	0.395	0.300	0.370	0.450
每股賬面值(人民幣)	8.59	8.76	9.27	10.17	11.37

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	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)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，並可能會受標的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，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)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。