

雅居乐 (3383 HK, HK\$6.47, 目标价: HK\$7.98, 买入) — 见底回升

- ❖ **2016年基础盈利上升68%至22.5亿元(人民币·下同)**。受惠于交付面积增加6.1%至508万平方米，雅居乐2016年营业额上升8.5%至467亿元。受益于2016下半年的毛利率达32.5%，所以毛利率由去年同期的25.1%改善至2016年的26.5%；此外，销售及行政费用占营业额比率由2015年的7.3%下降至2016年的6.7%，2016年纯利上升64.3%至22.8亿元。扣除投资物业重估，2016年基础盈利增加67.6%至22.55亿元。公司宣布派发末期及特别股息共0.45港元。
- ❖ **2019年销售目标为1,000亿元**。2016的物业销售金额增加19%至528亿元，公司对2017年的销售深感信心。实际上，2017年1-2月的销售金额增加73.2%至110.3亿元，而且销售均价由2016年的每平方米9,962元上升至2017年1-2月的每平方米12,697元，因此公司给予的2017年毛利率指引为32%。估计在2017年的可售资源可达815万平方米，雅居乐的2017年销售目标为600亿元，2019年的销售目标则希望达至1,000亿元。
- ❖ **中山、海南及广州的项目享高毛利率**。公司在2016年买入19幅应占权益楼面面积共232万平方米的土地。截至2016年12月，总土地储备为3,260万平方米，平均土地成本为每平方米1,501元，项目位于华南地区及海南分别占总土地储备的34.0%及23.9%。位于中山、海南及广州的项目估计毛利率高达40%以上。雅居乐在2017年计划的新动工面积及竣工面积分别为595万平方米及334万平方米。
- ❖ **开拓新业务**。除了房地产业务，雅居乐增强物业管理业务及投资于环保类行业。物业在管面积由2015年底的4,779万平方米增至2016年底的5,756万平方米，2016年来自物业管理业务的营业额上升31.4%至10.7亿元，雅管家O2O平台的用户在2016年底已达12万名，公司正研究将物业管理业务分拆独立上市。另外，雅居乐在6个区域收购或新成立6家环保公司，已拥有处理每年70万吨危险废弃物的能力，公司将继续加强在环保类行业的投资力度。
- ❖ **调升目标价及评级**。基于毛利率前景改善及强劲销售，所以我们上调2017年的盈利预测10.3%至33.5亿元，而且我们推出2017年底的每股资产净值预测19.94港元，我们目标价由4.88港元调高至7.98港元，相等于2017年底的资产净值预测折让60%，评级上调至「买入」。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	43,004	46,679	47,664	47,582	54,804
净利润(百万元人民币)	1,390	2,284	3,345	4,044	4,268
每股收益(人民币)	0.358	0.588	0.854	1.032	1.090
每股收益变动(%)	(70.7)	64.3	45.2	20.9	5.5
市盈率(x)	16.1	9.8	6.7	5.6	5.3
市帐率(x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	6.1	7.0	7.0	7.7	8.5
权益收益率(%)	4.1	6.5	9.0	10.2	10.1
净财务杠杆率(%)	64.0	49.1	51.0	50.2	51.8

来源: 公司、招银国际证券预测

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

雅居乐 (3383 HK)

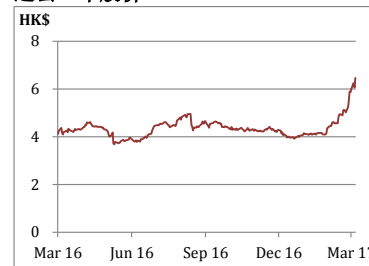
评级	买入
收市价	HK\$6.47
目标价	HK\$7.98
市值(港币百万)	25,343
过去3月平均交易(港币百万)	33.2
52周高/低(港币)	6.69/3.63
发行股数(百万)	3,917
主要股东	陈卓林(63.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	37.0%	35.6%
3月	44.9%	36.5%
6月	36.4%	32.9%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	43,004	46,679	47,664	47,582	54,804
物业发展	41,421	44,752	45,444	44,985	51,633
物业投资	96	189	246	266	298
酒店	674	670	774	831	1,073
物业管理	813	1,069	1,200	1,500	1,800
销售成本	(32,191)	(34,313)	(33,242)	(32,583)	(38,329)
毛利	10,813	12,366	14,422	14,999	16,475
销售费用	(1,786)	(2,098)	(2,097)	(2,141)	(2,357)
行政费用	(1,444)	(1,458)	(1,525)	(1,665)	(2,192)
其他收益	(918)	(252)	146	137	125
息税前收益	6,666	8,558	10,945	11,330	12,051
融资成本	(417)	(1,125)	(914)	(978)	(1,093)
联营公司	(115)	7	95	331	1,222
特殊收入	63	43	-	-	-
税前利润	6,196	7,483	10,126	10,683	12,180
所得税	(3,895)	(4,433)	(5,462)	(5,647)	(6,096)
非控制股东权益	(553)	(351)	(877)	(550)	(1,374)
永久资本证券持有人	(359)	(415)	(442)	(442)	(442)
净利润	1,390	2,284	3,345	4,044	4,268
核心净利润	1,343	2,252	3,345	4,044	4,268

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	27,194	35,586	35,124	36,874	39,774
物业、厂房及设备	6,652	7,309	7,500	7,800	8,400
联营公司	1,137	4,739	5,400	5,950	6,500
投资物业	6,369	6,327	6,400	6,500	6,750
无形资产	54	55	54	54	54
其他	12,982	17,155	15,770	16,570	18,070
流动资产	90,119	96,139	95,863	102,269	109,336
现金及现金等价物	13,137	22,311	19,263	20,469	21,836
应收贸易款项	8,383	11,463	10,800	11,800	12,300
存货	66,953	60,297	64,000	68,000	73,000
关连款项	-	308	-	-	-
其他	1,645	1,761	1,800	2,000	2,200
流动负债	50,531	55,252	51,000	54,300	59,600
借债	16,487	12,815	10,800	11,000	12,500
应付贸易账款	22,731	31,719	29,400	32,500	36,300
应付税项	11,312	10,717	10,800	10,800	10,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	24,787	32,318	33,800	36,000	38,000
借债	23,543	31,181	32,000	34,000	36,000
递延税项	1,244	1,137	1,800	2,000	2,000
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	3,198	3,248	3,500	3,680	3,820
永久资本证券	4,489	5,598	5,600	5,600	5,600
净资产总值	34,308	35,310	37,087	39,563	42,090
股东权益	34,308	35,310	37,087	39,563	42,090

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	6,666	8,558	10,945	11,330	12,051
折旧和摊销	448	532	274	276	287
营运资金变动	10,693	9,057	(6,742)	(3,900)	(4,200)
税务开支	(6,021)	(5,135)	(4,716)	(5,447)	(6,096)
其他	(4,649)	(5,244)	1,734	137	(155)
经营活动所得现金净额	7,136	7,768	1,495	2,396	1,887
购置固定资产	(252)	(1,079)	(468)	(609)	(1,065)
联营公司	(568)	(3,602)	(661)	(550)	(550)
其他	120	(468)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(699)	(5,149)	(1,597)	(1,626)	(2,082)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(3,510)	3,965	(1,196)	2,200	3,500
股息	(1,205)	(1,365)	(1,555)	(1,569)	(1,743)
其他	(188)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(4,903)	2,601	(2,751)	631	1,757
现金增加净额	1,534	5,219	(2,853)	1,401	1,562
年初现金及现金等价物	6,068	7,407	12,432	9,384	10,590
汇兑	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	7,407	12,432	9,384	10,590	11,957
受限制现金	5,730	9,879	9,879	9,879	9,879
资产负债表中的现金	13,137	22,311	19,263	20,469	21,836

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	96.3	95.9	95.3	94.5	94.2
物业投资	0.2	0.4	0.5	0.6	0.5
酒店	1.6	1.4	1.6	1.7	2.0
物业管理	1.9	2.3	2.5	3.2	3.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	12.2	8.5	2.1	(0.2)	15.2
毛利	(13.0)	14.4	16.6	4.0	9.8
净利润率	(33.5)	28.4	27.9	3.5	6.4
净利润	(67.6)	64.3	46.5	20.9	5.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.1	26.5	30.3	31.5	30.1
税前利率	14.4	16.0	21.2	22.5	22.2
净利润率	3.2	4.9	7.0	8.5	7.8
核心净利润率	3.1	4.8	7.0	8.5	7.8
有效税率	62.9	59.2	53.9	52.9	50.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.8	1.7	1.9	1.9	1.8
平均应收账款周转天数	35.6	44.8	41.4	45.3	41.0
平均应付账款周转天数	279.4	289.6	335.6	346.7	327.6
平均存货周转天数	778.5	676.8	682.4	739.4	671.4
净负债/ 权益比率 (%)	64.0	49.1	51.0	50.2	51.8
回报率 (%)					
资本回报率	4.1	6.5	9.0	10.2	10.1
资产回报率	1.2	1.7	2.6	2.9	2.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.358	0.588	0.854	1.032	1.090
每股股息(港元)	0.395	0.450	0.450	0.500	0.550
每股账面值(人民币)	8.76	9.01	9.47	10.10	10.75

来源: 公司、招银国际证券预测

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	: 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。