

雅居乐 (3383 HK, HK\$7.98, 目标价: HK\$13.61, 买入) — 反向路演后记

- ❖ **出席反向路演。**雅居乐上周组织了一次反向路演，我们参观了其在中山、广州、三水和海南的项目。除雅居乐在广州的富春山居外，我们满意其销售步伐。另一方面，海南清水湾的销售让我们感到惊喜。我们认为公司应改善其定价机制。我们发现广州的富春山居价格太高，而在三水雅居乐雅湖半岛价格太低。此外，雅居乐现推出更多的大户型，并不能满足当前刚需用户的需求。但公司正在改变其业务模式，并希望在未来约 60% 的产品将满足刚需用户的需求。
- ❖ **至 2013 年上半年完成 38% 的销售目标。**雅居乐公告 2013 年上半年合同销售金额和面积分别为 161.4 亿元(人民币·下同)和 136 万平方米。换句话说，公司完成了其 2013 年销售目标 420 亿元的 38.4%。事实上，海南清水湾的 2013 年上半年销售总额达 48.5 亿元，意味着该项目完成 2013 年目标的 80.8%。清水湾的总经理更认为，该项目全年销售额可以增加至 100 亿元。整体而言，10 多个新项目将在 2013 年下半年推出，我们相信公司能够实现其 2013 年的销售目标。
- ❖ **永久资本债券的处理。**2013 年 1 月，雅居乐发行 7 亿美元永久资本债券。公司希望通过发行永久资本债券来偿还信托贷款，以降低融资成本。在我们的模型中，我们把永久资本债券定为长期负债。但由于其永久性质，一些投资者会考虑将永久资本债券列为股东权益。如果我们跟随这个规则，至 2013 年底的净负债比率由我们估计的 81.3% 下降至 58.0%。
- ❖ **130 亿元的土地收购计划。**至 7 月 10 日，雅居乐收购了 12 个地块，总建筑面积为 503 万平方米，总代价为 69 亿元。公司在 2013 年土地收购计划达 130 亿元。因为广州土地价格过高，管理层并不会考虑在广州收购土地。在 2012 年中购入的云南腾冲项目，可望在 2013 年底推出销售。
- ❖ **销售增长缓慢拖累股价。**雅居乐半年销售比同业慢，其股价曾下跌至 8 港元以下。公司目前估值相当于 4.2 倍 13 年市盈率或较资产净值折让 70.7%，估值吸引。我们维持目标价为 13.61 港元，相等于 2013 年底每股资产净值预测 27.22 港元的 50%，升值潜力是 70.6%。重申买入评级。

雅居乐(3383 HK)

评级	买入
收市价	HK\$7.98
目标价	HK\$13.61
市值(港币百万)	27,527
过去 3 月平均交易(港币百万)	117
52 周高/低(港币)	12.82/7.28
发行股数(百万)	3,450
主要股东	陈卓林 (63.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-10.0%	-11.5%
3 月	-18.9%	-17.9%
6 月	-30.5%	-23.7%

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(百万人民币)	22,945	30,074	39,331	45,203	47,275
净利润(百万人民币)	4,105	5,000	5,180	5,829	6,132
每股收益(人民币)	1.184	1.450	1.502	1.690	1.778
每股收益变动(%)	(30.6)	22.4	3.6	12.5	5.2
市盈率(x)	5.3	4.3	4.2	3.7	3.5
市帐率(x)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率(%)	4.3	4.8	4.9	5.4	5.6
权益收益率(%)	18.9	19.5	17.3	16.6	15.2
净财务杠杆率(%)	71.8	72.4	81.3	74.9	85.4

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
收入	22,945	30,074	39,331	45,203	47,275
物业发展	22,466	29,328	38,167	43,525	45,199
物业投资	18	26	84	110	187
酒店	122	302	539	937	1,129
物业管理	339	418	540	630	760
销售成本	(10,590)	(17,632)	(26,175)	(30,492)	(30,882)
毛利	12,354	12,442	13,156	14,710	16,394
销售费用	(835)	(980)	(1,180)	(1,446)	(1,702)
行政费用	(877)	(1,129)	(1,377)	(1,537)	(1,749)
其他收益	(58)	(47)	(157)	(376)	(398)
息税前收益	10,585	10,286	10,442	11,351	12,545
融资成本	645	(46)	79	126	159
联营公司	121	(87)	82	68	316
特殊收入	273	378	-	-	-
税前利润	11,623	10,531	10,603	11,544	13,020
所得税	(6,390)	(5,384)	(4,700)	(5,124)	(5,931)
非控制股东权益	(1,128)	(146)	(723)	(590)	(958)
净利润	4,105	5,000	5,180	5,829	6,132
核心净利润	4,035	4,868	5,180	5,829	6,132

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	25,642	28,976	40,871	46,509	57,869
物业、厂房及设备	3,574	5,223	6,000	7,000	7,800
联营公司	205	118	580	720	780
投资物业	5,248	5,590	8,000	8,500	9,000
无形资产	19	61	15	13	13
其他	16,596	17,984	26,276	30,276	40,276
流动资产	56,136	62,761	67,639	74,150	81,858
现金及现金等价物	7,328	9,689	7,749	7,800	6,558
应收贸易款项	4,814	5,859	5,800	6,250	6,700
存货	43,923	47,149	54,000	60,000	68,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	71	63	90	100	100
流动负债	41,240	40,039	51,300	58,000	66,500
借债	7,660	6,193	9,000	11,000	13,000
应付贸易账款	25,162	23,990	33,800	38,500	45,000
应付税项	8,418	9,856	8,500	8,500	8,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	16,782	23,786	24,611	24,611	29,611
借债	15,232	22,033	23,061	23,061	28,061
递延税项	1,550	1,753	1,550	1,550	1,550
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	2,082	2,298	2,700	3,000	3,200
净资产总值	21,675	25,613	29,899	35,048	40,416
股东权益	21,675	25,613	29,899	35,048	40,416

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	10,585	10,286	10,442	11,351	12,545
折旧和摊销	68	68	103	133	147
营运资金变动	(9,086)	(3,929)	(5,167)	(4,750)	(6,450)
税务开支	(3,297)	(3,843)	(6,259)	(5,124)	(5,931)
其他	(1,781)	(2,230)	4	(595)	(5,774)
经营活动所得现金净额	(3,511)	352	(877)	1,014	(5,463)
购置固定资产	(1,429)	(2,023)	(3,290)	(1,633)	(1,447)
联营公司	430	-	(462)	(140)	(60)
其他	122	(168)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(876)	(2,191)	(3,752)	(1,773)	(1,507)
股份发行	(137)	-	-	-	-
净银行借贷	4,556	4,282	3,835	2,000	7,000
股息	(1,809)	(1,232)	(1,046)	(1,090)	(1,172)
其他	131	(124)	-	-	-
融资活动所得现金净额	2,741	2,926	2,789	910	5,828
现金增加净额	(1,645)	1,087	(1,840)	151	(1,142)
年初现金及现金等价物	6,482	4,684	5,804	3,863	3,914
汇兑	(153)	33	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	4,684	5,804	3,863	3,914	2,672
受限现金	2,644	3,886	3,886	3,886	3,886
资产负债表中的现金	7,328	9,689	7,749	7,800	6,558

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
物业发展	97.9	97.5	97.0	96.3	95.6
物业投资	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4
酒店	0.5	1.0	1.4	2.1	2.4
物业管理	1.5	1.4	1.4	1.4	1.6
总额	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	34.7
税前利率	50.7	35.0	27.0	25.5	27.5
净利润率	17.9	16.6	13.2	12.9	13.0
核心净利润率	17.6	16.2	13.2	12.9	13.0
有效税率	55.0	51.1	44.3	44.4	45.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.6	1.3	1.3	1.2
速动比率 (x)	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
平均应收账款周转天数	38.3	35.6	26.9	25.2	25.9
平均应付账款周转天数	812.4	508.8	402.9	432.7	493.5
平均存货周转天数	1,431.4	942.7	705.2	682.3	759.4
总负债/权益比率 (%)	105.6	110.2	107.2	97.2	101.6
净负债/权益比率 (%)	71.8	72.4	81.3	74.9	85.4
回报率 (%)					
资本回报率	18.9	19.5	17.3	16.6	15.2
资产回报率	5.0	5.5	4.8	4.8	4.4
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.184	1.450	1.502	1.690	1.778
每股股息 (港元)	0.342	0.384	0.395	0.430	0.450
每股账面值 (人民币)	6.28	7.43	8.67	10.16	11.72

来源: 公司及招银国际研究部

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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責任。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商投资者

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。