

雅居樂 (3383 HK)

多元化業務

- ❖ **業績超预期。**儘管 2017 年交付面積減少 6.9%至 473 萬平，但平均銷售價格增長 18.3%至 10,424 元人民幣(下同)/平，使得 2017 年收入仍然實現 10.6% 的增長至 516 億。同時，毛利率提升 13.6 個百分點至 40.1%，推動淨利潤大幅增長 164%至 60.2 億，超出我們預計 34.1%。2017 年派息增長 350%至每股 90 港仙，其中 68 港仙為末期息。管理層也透露未來分紅比率將會維持在 45%水平。
- ❖ **2018 年銷售目標 1,100 億。**2017 年，公司合約銷售增長 52%至 897 億，銷售面積 736 萬平，增長 27%。基于 2018 年可售貨值達 1,800 億，或可售面積 1,200 萬平，公司將今年的銷售目標定在 1,100 億。2018 年可售面積中，37%位于華南，18%位于海南及雲南，合理的銷售分布將有助公司實現銷售目標并且保證利潤水平。目前，公司有超過 200 億的已售未結轉金額，毛利率在 40%左右。
- ❖ **聚焦大灣區。**在強勁銷售帶動下，公司也 2017 年補充了權益總建面達 746 萬平的土地，其中 45.2%位于大灣區。截止到 2017 年底，公司總土地儲備達 3,410 萬平，其中 32.5%，即 1,100 萬平位于大灣區。我們相信公司在該區域的投資將會受益於大灣區的發展。2018 年，公司計劃投資 500 億用于土地收購。
- ❖ **非房地產業務正在崛起。**公司採取了“1+N”的發展戰略，即以房地產開發作為核心業務進行產業延伸。目前非房地產業務主要包括物業管理、環保和建設業務。截止到 3 月 21 日，公司旗下物業管理公司雅生活(3319 HK, 未評級)市值達 154 億港元，目前雅居樂持有雅生活 54%的股權。環保業務方面，公司將以固體廢物處理作為第一階段的發展核心，致力於成為全國前列。目前公司已有 21 個廢物處理項目，并規劃未來總年處理量超過 150 萬噸。建設業務主要開展代建、建築、園林綠化及裝配式建材業務。公司認為非房地產業務相比房地產開發享有更高的利潤率并且市場廣闊，長遠目標是非房地產業務將占到 50%的總收入。
- ❖ **上調盈利預測及目標價。**淨負債率由 16 年底的 49.1%擴大至 17 年底的 71.4%。由于非房地產業務發展需要，公司可能將維持目前杠杆水平，我們認為目前負責水平仍處於安全範圍內。基于公司利潤率提升，我們分別上調了 2018-19 的盈利預測 21.1%和 25.6%至 64.5 億和 74.4 億元。此外，我們上調公司 2018 年底每股資產淨值預測由 HK\$27.02 至 HK\$30.57，因此目標價由原來的 HK\$16.21 提高至 HK\$18.34，相當於 40%的折讓，**重申買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	46,679	51,607	54,557	60,091	73,255
淨利潤(百萬人民幣)	2,284	6,025	6,453	7,443	8,852
EPS(人民幣)	0.588	1.552	1.647	1.900	2.260
EPS 變動(%)	64.3	163.8	6.2	15.3	18.9
市盈率(x)	22.8	8.6	8.1	7.0	5.9
市帳率(x)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率(%)	2.8	5.6	5.8	6.4	7.7
權益收益率(%)	6.5	16.6	15.9	16.3	17.1
淨財務杠杆率(%)	49.1	71.4	64.7	58.7	57.1

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$18.34
(過去目標價)	HK\$16.21)
潛在升幅	+15.1%
當前股價	HK\$15.94

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	62,438
3 月平均流通量(百萬港元)	134.4
5 周內股價高/低(港元)	16.44/6.05
總股本(百萬)	3,917

資料來源：彭博

股東結構

陳卓林	64.43%
自由流通	35.57%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	19.7%	18.0%
3-月	43.3%	32.8%
6-月	22.3%	8.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.agile.com.cn

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	46,679	51,607	54,557	60,091	73,255
物業發展	44,752	49,262	49,089	52,006	62,499
物業投資	189	167	183	205	236
酒店	670	684	739	813	894
物業管理	1,069	1,290	4,140	6,480	8,850
其他	-	205	405	588	776
銷售成本	(34,313)	(30,920)	(32,854)	(37,468)	(45,978)
毛利	12,366	20,687	21,703	22,623	27,276
銷售費用	(2,098)	(2,259)	(2,510)	(2,584)	(3,150)
行政費用	(1,458)	(2,044)	(2,564)	(2,644)	(3,296)
其他收益	(252)	210	261	219	108
息稅前收益	8,558	16,594	16,890	17,614	20,938
融資成本	(1,125)	(899)	(856)	(802)	(886)
聯營公司	7	169	458	1,152	1,601
特殊收入	43	4	-	-	-
稅前利潤	7,483	15,869	16,491	17,964	21,653
所得稅	(4,433)	(9,089)	(9,101)	(9,236)	(10,978)
非控制股東權益	(351)	(282)	(518)	(866)	(1,404)
永久資本證券持有人	(415)	(473)	(420)	(420)	(420)
淨利潤	2,284	6,025	6,453	7,443	8,852
核心淨利潤	2,252	6,022	6,453	7,443	8,852

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	35,586	50,714	55,100	59,700	65,750
物業、廠房及設備	7,309	7,573	9,500	10,500	12,000
聯營公司	4,739	7,006	7,800	8,500	9,400
投資物業	6,327	5,887	6,500	6,300	6,750
無形資產	55	1,458	1,300	1,200	1,100
其他	17,155	28,790	30,000	33,200	36,500
流動資產	96,139	112,644	117,871	122,440	133,317
現金及現金等價物	22,311	30,120	24,571	23,340	26,567
應收貿易款項	11,463	16,396	19,000	21,000	24,450
存貨	60,297	62,669	72,000	75,800	80,000
關連款項	308	1,204	-	-	-
其他	1,761	2,254	2,300	2,300	2,300
流動負債	55,252	83,473	87,200	87,000	92,500
借債	12,815	27,146	20,000	15,000	16,000
應付貿易賬款	31,719	42,725	53,000	57,200	61,300
應付稅項	10,717	13,361	14,200	14,800	15,200
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	241	-	-	-
非流動負債	32,318	35,708	37,200	41,250	46,300
借債	31,181	34,529	36,000	40,000	45,000
遞延稅項	1,137	1,175	1,200	1,250	1,300
其他	-	4	-	-	-
少數股東權益	3,248	2,312	2,420	2,600	2,757
永久資本證券	5,598	5,529	5,600	5,600	5,600
淨資產總值	35,310	36,335	40,551	45,690	51,910
股東權益	35,310	36,335	40,551	45,690	51,910

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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	8,558	16,594	16,890	17,614	20,938
折舊和攤銷	532	591	647	757	809
營運資金變動	6,644	(5,144)	(10,198)	(3,600)	(5,550)
稅務開支	(5,380)	(6,407)	(8,237)	(8,586)	(10,528)
其他	(3,468)	(6,462)	8,461	(635)	(854)
經營活動所得現金淨額	6,887	(827)	7,563	5,550	4,816
購置固定資產	(952)	(6,128)	(3,038)	(1,392)	(2,572)
聯營公司	(2,913)	(2,267)	(794)	(700)	(900)
其他	146	(468)	(468)	(468)	(468)
投資活動所得現金淨額	(3,719)	(8,862)	(4,300)	(2,560)	(3,939)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	4,097	17,679	(5,675)	(1,000)	6,000
股息	(1,499)	(2,185)	(2,942)	(3,027)	(3,455)
其他	(725)	1,000	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,873	16,494	(8,617)	(4,027)	2,545
現金增加淨額	5,041	6,805	(5,354)	(1,036)	3,422
年初現金及現金等價物	7,407	12,432	19,042	13,493	12,262
匯兌	(17)	(195)	(195)	(195)	(195)
年末現金及現金等價物	12,432	19,042	13,493	12,262	15,489
受限制現金	9,879	11,078	11,078	11,078	11,078
資產負債表的現金	22,311	30,120	24,571	23,340	26,567

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	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.9	95.5	90.0	86.5	85.3
物業投資	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
酒店	1.4	1.3	1.4	1.4	1.2
物業管理	2.3	2.5	7.6	10.8	12.1
其他	-	0.4	0.7	1.0	1.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	8.5	10.6	5.7	10.1	21.9
毛利	14.4	67.3	4.9	4.2	20.6
淨利潤率	28.4	93.9	1.8	4.3	18.9
淨利潤	64.3	163.8	7.1	15.3	18.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.5	40.1	39.8	37.6	37.2
稅前利率	16.0	30.7	30.2	29.9	29.6
淨利潤率	4.9	11.7	11.8	12.4	12.1
核心淨利潤率	4.8	11.7	11.8	12.4	12.1
有效稅率	59.2	57.3	55.2	51.4	50.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.7	1.3	1.4	1.4	1.4
平均應收賬款周轉天數	44.8	58.0	63.6	63.8	60.9
平均應付帳款周轉天數	289.6	439.4	531.7	536.8	470.4
平均存貨周轉天數	676.8	725.8	748.1	719.9	618.4
淨負債/權益比率 (%)	49.1	71.4	64.7	58.7	57.1
回報率 (%)					
資本回報率	6.5	16.6	15.9	16.3	17.1
資產回報率	1.7	3.7	3.7	4.1	4.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.588	1.552	1.647	1.900	2.260
每股股息(港元)	0.450	0.900	0.920	1.020	1.230
每股賬面值(人民幣)	9.01	9.28	10.35	11.66	13.25

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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士。