

睿智投資

雅居樂(3383 HK, HK\$9.17, 目標價: HK\$13.02, 買入) - 在2013年重拾信心

- ❖ **2012年基礎純利較我們預期高7.6%。**雅居樂2012年收入和淨利潤分別同比增長31.1%至301億元(人民幣·下同)和21.8%至50.0億元。交付總建築面積上升49.8%至320萬平方米,但入賬的均價下跌12.8%至每平方米9,166元。受惠於上海萬豪酒店在2012年全年營運,來自酒店業的收入大幅增加148%至3.02億元。整體毛利率從2011年的53.8%縮減至2012年的41.4%。均價及毛利率的下跌,主要是因為海南清水灣項目的營業額貢獻由2011年的49.5%減少至2012年的10.8%。扣除投資物業重估收益,2012年基礎純利上升20.6%至48.7億元,比我們預期的45.3億元高7.6%。
- ❖ **2013年銷售目標上升至420億元。**2012年合約銷售金額和面積分別同比增長5.0%至331億元和4.2%至324萬平方米。增長步伐較慢但仍能完成原先的目標320萬平方米。公司在今年1-2月完成合約銷售額42.8億元,同比上升2.2%。公司將在今年推出13個新項目,令全年在售項目由2012年的50個增至今年的62個。基於全年的可售資源達660萬平方米,2013年的銷售目標調高至420億元。現在,約值172億元的已預售物業將在2013年入賬,約佔我們預計的售樓收入46.9%。
- ❖ **3,492萬平方米的土地儲備及2013年計劃購入130億元的土地。**在2012年,雅居樂斥資28億元收購了總建築面積達613萬平方米的土地。不包括合資項目(天津市津南新城和廣州亞運會的項目),總土地儲備達3,492萬平方米,跨越中國29個不同的城市和地區。土地成本便宜,為每平方米1,148元,相當於2012上半年確認平均房價的12.5%。公司將在2013年動用130億元來新增土地。
- ❖ **基本因素改善,因而調高目標價。**公司股價在過去12個月受到投資者擔心銷售進度及主席的官司而表現疲弱,隨著2013年銷售目標大幅提昇及主席的官司問題解決,我們認為投資者在今年會對公司恢復信心。我們調整2013及2014年淨利潤預測至51億元和55億元。我們預期2013年底每股資產淨值由28.92港元下調至26.03港元。但因為投資者恢復信心但高企的負債,我們計算目標價與資產淨值折讓由之前的60%下調至50%,新目標價為13.02港元,升值潛力為41.9%。評級上調至「買入」。

雅居樂(3383 HK)

評級	買入
收市價	HK\$9.17
目標價	HK\$13.02
市值(港幣百萬)	31,631
過去3月平均交易(港幣百萬)	121
52周高/低(港幣)	12.82/8.05
發行股數(百萬)	3,449
主要股東	陳卓林家族(63.6%)

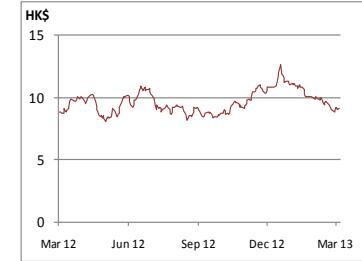
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-10.6%	-7.9%
3月	-16.2%	-14.6%
6月	0.8%	-5.5%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

財務資料

(截至6月30日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(人民幣百萬元)	22,945	30,074	37,899	43,684	41,189
淨利潤(人民幣百萬元)	4,105	5,000	5,100	5,544	6,059
每股收益(人民幣)	1.184	1.450	1.479	1.607	1.757
每股收益變動(%)	(30.6)	22.4	2.0	8.7	9.3
市盈率(x)	6.2	5.1	5.0	4.6	4.2
市帳率(x)	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
股息率(%)	3.7	4.2	4.3	4.7	4.9
權益收益率(%)	18.9	19.5	17.1	16.0	15.2
淨財務槓杆率(%)	71.8	72.4	75.1	76.9	87.5

來源:公司及招銀國際研究部



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

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	37,899	43,684	41,189
物業發展	22,466	29,328	36,735	42,007	39,112
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)	(25,088)	(29,807)	(25,989)
毛利	12,354	12,442	12,811	13,877	15,200
銷售費用	(835)	(980)	(1,251)	(1,398)	(1,483)
行政費用	(877)	(1,129)	(1,326)	(1,485)	(1,524)
其他收益	(58)	(47)	(149)	(362)	(339)
息稅前收益	10,585	10,286	10,085	10,632	11,854
融資成本	645	(46)	83	130	159
聯營公司	121	(87)	82	68	328
特殊收入	273	378	-	-	-
稅前利潤	11,623	10,531	10,250	10,829	12,341
所得稅	(6,390)	(5,384)	(4,605)	(4,883)	(5,336)
非控制股東權益	(1,128)	(146)	(545)	(402)	(946)
淨利潤	4,105	5,000	5,100	5,544	6,059
核心淨利潤	4,035	4,868	5,100	5,544	6,059

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	38,871	46,509	57,869
物業、廠房及設備	3,574	5,223	6,000	7,000	7,800
聯營公司	205	118	580	720	780
投資物業	5,248	5,590	8,000	8,500	9,000
無形資產	19	61	15	13	13
其他	16,596	17,984	24,276	30,276	40,276
流動資產	56,136	62,761	67,551	73,767	81,394
現金及現金等價物	7,328	9,689	7,661	7,417	6,094
應收貿易款項	4,814	5,859	5,800	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	51,300	58,000	66,500
借債	7,660	6,193	9,000	11,000	13,000
應付貿易賬款	25,162	23,990	33,800	38,500	45,000
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	22,611	24,611	29,611
借債	15,232	22,033	21,061	23,061	28,061
遞延稅項	1,550	1,753	1,550	1,550	1,550
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	2,082	2,298	2,700	3,000	3,200
淨資產總值	21,675	25,613	29,811	34,665	39,952
股東權益	21,675	25,613	29,811	34,665	39,952

來源: 公司及招銀國際研究部



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

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	10,085	10,632	11,854
折舊和攤銷	68	68	103	133	147
營運資金變動	(9,086)	(1,746)	(5,167)	(4,750)	(6,450)
稅務開支	(3,297)	(3,743)	(6,164)	(4,883)	(5,336)
其他	(1,781)	(5,958)	2,192	(2,399)	(5,744)
經營活動所得現金淨額	(3,511)	(1,093)	1,048	(1,267)	(5,529)
購置固定資產	(1,429)	(2,059)	(3,290)	(1,633)	(1,447)
聯營公司	430	87	(462)	(140)	(60)
其他	122	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(876)	(1,972)	(3,752)	(1,773)	(1,507)
股份發行	(137)	-	-	-	-
淨銀行借貸	4,556	5,334	1,835	4,000	7,000
股息	(1,809)	(1,049)	(1,060)	(1,104)	(1,187)
其他	131	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	2,741	4,285	776	2,896	5,813
現金增加淨額	(1,645)	1,220	(1,928)	(144)	(1,223)
年初現金及現金等價物	6,482	4,684	5,804	3,775	3,531
匯兌	(153)	(100)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	4,684	5,804	3,775	3,531	2,208
受限制現金	2,644	3,886	3,886	3,886	3,886
資產負債表的現金	7,328	9,689	7,661	7,417	6,094

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	96.9	96.2	95.0
物業投資	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5
酒店	0.5	1.0	1.4	2.1	2.7
物業管理	1.5	1.4	1.4	1.4	1.8
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	33.8	31.8	36.9
稅前利率	50.7	35.0	27.0	24.8	30.0
淨利潤率	17.9	16.6	13.5	12.7	14.7
核心淨利潤率	17.6	16.2	13.5	12.7	14.7
有效稅率	55.0	51.1	44.9	45.1	43.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.6	1.3	1.3	1.2
速動比率 (x)	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
平均應收賬款周轉天數	38.3	35.6	27.9	26.1	29.7
平均應付帳款周轉天數	812.4	508.8	420.4	442.7	586.4
平均存貨周轉天數	1,431.4	942.7	735.8	698.0	902.4
總負債/ 權益比率 (%)	105.6	110.2	100.8	98.3	102.8
淨負債/ 權益比率 (%)	71.8	72.4	75.1	76.9	87.5
回報率 (%)					
資本回報率	18.9	19.5	17.1	16.0	15.2
資產回報率	5.0	5.5	4.8	4.6	4.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.184	1.450	1.479	1.607	1.757
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	8.64	10.05	11.58

來源: 公司及招銀國際研究部

超威動力 (951 HK, HK\$3.75, 目標價: HK\$4.62, 買入) - 已為更嚴格的環保法規做了充分的準備

- ❖ **12 財年營收激增，惟毛利率大幅收窄。**超威發佈 12 財年業績，營收同比飆升 93.8%至人民幣 95.6 億元。鉛酸電池銷量上升 102%至 8,670 萬隻。鉛酸電池的平均售價從 11 財年的人民幣 113 元下降至 12 財年人民幣 108 元，按年下降 5.0%。毛利率同比大幅收窄 8.7 個百分點至 19.8%，因為 1) 12 年下半年開始，給客戶的返利點增加，以及 2) 電池售價下降。公司將用於售後保養的撥備開支由分銷費用項重新劃分至銷售成本項，此項開支於 11 和 12 財年分別達人民幣 1.7 億和 3.4 億元。淨利潤達人民幣 4.96 億元，同比增長 9.0%。每股全年股息達港幣 0.148 元，派息比率為 30%。
- ❖ **預計 13 財年電池銷量增長 33.2%。**12 財年超威鉛酸電池銷量增長強勁，源於：1)市場整合，小廠遭淘汰，2)品牌知名度高，以及 3)積極擴充產能。Frost & Sullivan 預測電動自行車的市場規模將於 15 年底達到 3 億台。比起 12 年的 1.6 億台，複合年增長達 23.3%。我們預計二級市場的增長速度將持續超過一級市場。在河北新生產基地於 13 年 4 月開始運作後，超威的鉛酸電池年產能將會提升 33%至 1.2 億隻。我們預計 13 財年超威的鉛酸電池銷售將達到 1.16 億隻，同比增長 33.2%。
- ❖ **預計 13 財年毛利率將和 12 財年持平。**因市場領導者如超威、天能(819 HK)積極增加返利以加快爭取市場份額，這引致 12 財年行業的整體毛利率受壓。自今年 1 月開始，行業的電池平均售價回升 3-4%，導致 13 年第一季的價格壓力稍微緩和。經通路調查，第一季返利點維持去年第四季的水平。我們相信 13 年第一季的毛利率壓力將不會有顯著改善。然而，隨著公司的市場份額持續擴大，定價能力因而上升，我們認為 13 年下半年的價格競爭將趨緩。我們預計 13 財年毛利率將和 12 財年持平。
- ❖ **至 13 年底，100%產能將採用內化成工藝。**超威以內化成技術達至除鎘生產，截至 12 年底，其 83%的產能已採用內化成工藝。至 13 年年底，該比例將達到 100%。我們強調內化成工藝的重要性，因為任何無法在 13 年 12 月 31 日前達到鎘排放量要求的工廠將被關閉。
- ❖ **我們維持 13 財年的淨利潤預測在人民幣 6.8 億。**我們認為超威已為更嚴格的環保法規做了充分的準備。我們維持用 5.5 倍 13 財年每股預測盈利為公司估值，並維持目標價 4.62 港元，相當於 23.3%的上升空間。我們維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (人民幣百萬元)	4,932	9,559	12,292	14,361	16,486
淨利潤 (人民幣百萬元)	455	496	676	929	1,055
每股收益 (人民幣)	0.45	0.49	0.67	0.92	1.05
每股收益變動 (%)	47.6	9.0	36.2	37.3	13.6
市盈率(x)	6.9	6.1	4.5	3.2	2.9
市帳率(x)	1.6	1.1	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	4.4	4.9	6.7	9.2	10.5
權益收益率 (%)	22.8	18.9	20.6	25.1	23.2
淨財務槓杆率 (%)	20.2	53.6	49.3	31.4	15.9

來源: 公司及招銀國際研究部

超威動力 (951 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.75
目標價	HK\$4.62
市值 (港幣百萬)	3,770
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	27.8
52 周高/低 (港幣)	4.75/3.16
發行股數 (百萬股)	1,005
主要股東	周明輝(41.5%)

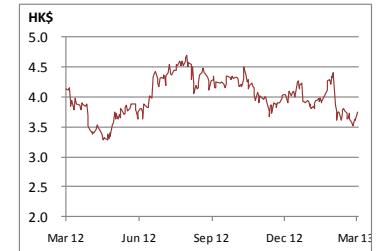
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-15.0%	-12.9%
3 月	-6.9%	-5.7%
6 月	-12.6%	-18.7%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	4,932	9,559	12,292	14,361	16,486
电动自行车铅酸电池	4,669	8,543	11,174	13,132	15,196
其他电池	185	807	888	977	1,026
铅和其他材料	78	209	229	252	265
销售成本	(3,526)	(7,665)	(9,858)	(11,345)	(13,107)
毛利	1,406	1,895	2,434	3,016	3,380
销售支出	(236)	(397)	(479)	(546)	(610)
管理费用	(223)	(339)	(418)	(474)	(528)
研发费用	(183)	(314)	(380)	(431)	(495)
其他营运支出	(37)	(31)	(39)	(57)	(66)
息税前收益	727	814	1,117	1,508	1,682
息税及折旧摊销前收益	788	931	1,291	1,711	1,900
融资成本	(43)	(91)	(121)	(123)	(108)
其他非营运收入/费用	27	30	34	40	45
税前利润	711	752	1,031	1,424	1,619
所得税	(121)	(133)	(186)	(264)	(299)
非控制股东权益	(134)	(124)	(169)	(232)	(264)
净利润	455	496	676	929	1,055

来源：公司资料，招銀國際則預測

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,525	2,879	3,519	3,801	3,943
物业、厂房及设备	1,146	2,275	2,741	2,892	2,900
递延税项资产	78	124	159	186	213
其他	301	481	619	723	830
流动资产	2,996	4,239	5,149	6,081	6,790
现金及现金等价物	996	1,107	1,152	1,425	1,467
存货	896	1,393	1,756	1,958	2,226
应收贸易款项	1,102	1,698	2,189	2,636	3,026
其他	3	41	53	62	71
流动负债	2,305	3,623	4,330	4,554	4,662
借债	1,094	1,512	1,548	1,298	948
应付贸易账款	1,039	1,802	2,350	2,642	3,016
其他	172	309	433	614	698
非流动负债	215	868	1,052	1,217	1,082
借债	156	800	964	1,114	964
递延税款负债	8	1	1	1	1
其他	51	68	88	102	117
少数股东权益	254	459	590	690	792
净资产总值	1,748	2,167	2,694	3,420	4,197
股东权益	1,748	2,167	2,694	3,420	4,197

来源：公司资料，招銀國際則預測

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	727	814	1,117	1,508	1,682
折旧和摊销	61	117	174	203	219
营运资金变动	(318)	(231)	(194)	(185)	(209)
利息支出	(43)	(91)	(121)	(123)	(108)
利息收入	4	11	10	11	12
税款支出	(147)	(185)	(221)	(290)	(327)
其他	276	219	(145)	(204)	(231)
经营活动所得现金净额	561	653	621	920	1,037
资本支出	(593)	(1,246)	(640)	(354)	(227)
其他	(218)	(72)	(137)	(104)	(107)
投资活动所得现金净额	(812)	(1,318)	(778)	(458)	(334)
股本的变化	0	0	0	0	0
银行贷款变动	840	1,079	219	(85)	(485)
股息	(113)	(137)	(149)	(203)	(279)
其他	41	(166)	131	99	102
融资活动所得现金净额	769	776	202	(189)	(661)
现金增加净额	518	111	45	273	42
年初现金及现金等价物	478	996	1,107	1,152	1,425
外汇差额	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	996	1,107	1,152	1,425	1,467

来源：公司资料，招銀國際則預測

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合(%)					
电动自行车铅酸电池	94.7	89.4	90.9	91.4	92.2
其他电池	3.7	8.4	7.2	6.8	6.2
铅和其他材料	1.6	2.2	1.9	1.8	1.6
总和	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.5	19.8	19.8	21.0	20.5
息税及折旧摊销前收益率	16.0	9.7	10.5	11.9	11.5
营业利润率	14.7	8.5	9.1	10.5	10.2
净利润率	9.2	5.2	5.5	6.5	6.4
有效税率	17.0	17.6	18.0	18.5	18.5
增 (%)					
收入增长	52.9	93.8	28.6	16.8	14.8
毛利增长	65.9	34.8	28.4	23.9	12.1
息税前收益增长	115.7	11.9	37.3	35.0	11.5
净利润增长	69.8	9.0	36.2	37.3	13.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5
速动比率 (x)	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转天数	81.5	64.8	65.0	67.0	67.0
存货周转天数	92.7	66.3	65.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	107.6	85.8	87.0	85.0	84.0
现金周期	66.7	45.3	43.0	45.0	45.0
净负债 / 权益比率 (%)	20.2	53.6	49.3	31.4	15.9
回报率 (%)					
资本回报率	22.8	18.9	20.6	25.1	23.2
资产回报率	10.1	7.0	7.8	10.0	10.2
每股数据 (人民币)					
每股利润	0.45	0.49	0.67	0.92	1.05
每股账面值	1.99	2.61	3.27	4.09	4.96
每股股息	0.14	0.15	0.20	0.28	0.31

来源：公司资料，招銀國際則預測

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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。而過去的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。

本報告基於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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。