

**雅居樂 (3383 HK, HK\$6.28, 目標價: HK\$8.44, 買入) — 失望的業績**

- ❖ **2013年核心利潤輕微下跌4%**。2013年收入增加17.8%至354億元(人民幣·下同)，但核心利潤輕微下跌3.6%至47.0億元及較我們預期低9.4%。入賬的建築面積為322萬平方米，但交付的房價上升16.9%帶動營業額增長。因為成本上升(尤其在土地價格)，整體毛利率由2012年的41.4%收窄至2013年的35.6%。而且廣告費用及佣金增加使營銷費用上升55%至15億元。公司宣佈派發末期息每股0.33港元，全年派息比率由2012年的21%增至2013年的27%。
- ❖ **2013年銷售不達標**。2013年合同銷售金額和面積分別增長22%至403億元和77%至348萬平方米，不過銷售仍未完成原先的420億元目標。為了促銷，雅居樂增加廣告及推廣開支，更容許分期付款，所以應收賬款由2012年的66億元上升至2013年的124億元。以930億元的貨值及52%的去貨率計算，2014年銷售目標定為480億元，公司2014年將推出78個項目銷售，其中18個為新項目，2013年第1季的銷售金額為100億元。
- ❖ **於40個城市的4250萬平方米土地儲備**。雅居樂在2013年收購了21個項目，總建築面積為1064萬平方米，應佔權益的土地成本為151億元。現在的總應佔權益的土地儲備為4254萬平方米，分佈在國內40個城市及吉隆坡。土地平均價格為每平方米1,178元，相當於2013年物業銷售均價的10.2%。
- ❖ **高負債及銷售問題影響估值**。若永久債券歸為債務，2013年淨負債比率急升至107%；如果永久債券歸為股本，2013年淨負債比率為79.2%。此外，公司董事會重組，以加強企業管理。因為銷售較慢及費用上升，我們分別下調2014-15年的盈利預測13.4%至50.4億元及9.9%至57.4億元。約160億元的物業已預售但仍未入賬，大部份在今年入賬。此外，我們估計2014年每股資產淨值為33.75港元。雅居樂的股價相當於與資產淨值折讓81.4%或3.4倍2014年市盈率。我們的目標價由12.37港元下調至8.44港元，較資產淨值折讓75%。評級為「買入」。

**雅居樂 (3383 HK)**

評級	買入
收市價	HK\$6.28
目標價	HK\$8.44
市值(港幣百萬)	21,866
過去3月平均交易(港幣百萬)	67
52周高/低(港幣)	10.74/5.63
發行股數(百萬)	3,482
主要股東	陳卓林(64%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1月	-5.0%	-2.9%
3月	-26.8%	-22.0%
6月	-27.3%	-23.0%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**財務資料**

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬港元)	30,074	35,436	43,121	47,142	55,271
淨利潤(百萬港元)	5,000	4,827	5,042	5,742	6,310
每股收益(港元)	1.450	1.400	1.448	1.649	1.812
每股收益變動(%)	22.4	(3.4)	3.4	13.9	9.9
市盈率(x)	3.5	3.6	3.5	3.0	2.8
市帳率(x)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	6.1	7.6	6.7	7.6	8.1
權益收益率(%)	19.5	16.4	15.1	14.9	14.4
淨財務槓桿率(%)	72.4	106.6	82.1	74.2	64.0

來源: 公司及招銀國際研究部

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>30,074</b>	<b>35,436</b>	<b>43,121</b>	<b>47,142</b>	<b>55,271</b>
物業發展	29,328	34,467	41,816	45,541	53,323
物業投資	26	54	125	196	275
酒店	302	368	550	646	824
物業管理	418	547	630	760	850
銷售成本	(17,632)	(22,822)	(29,497)	(31,577)	(38,586)
<b>毛利</b>	<b>12,442</b>	<b>12,615</b>	<b>13,624</b>	<b>15,565</b>	<b>16,685</b>
銷售費用	(980)	(1,523)	(1,811)	(2,027)	(2,321)
行政費用	(1,129)	(1,285)	(1,466)	(1,650)	(1,934)
其他收益	(47)	(1)	30	23	17
<b>息稅前收益</b>	<b>10,286</b>	<b>9,807</b>	<b>10,376</b>	<b>11,911</b>	<b>12,447</b>
融資成本	(46)	146	(67)	(20)	7
聯營公司	(87)	(52)	71	88	110
特殊收入	378	470	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>10,531</b>	<b>10,370</b>	<b>10,380</b>	<b>11,980</b>	<b>12,564</b>
所得稅	(5,384)	(4,850)	(4,780)	(5,566)	(5,690)
非控制股東權益	(146)	(693)	(559)	(671)	(564)
<b>淨利潤</b>	<b>5,000</b>	<b>4,827</b>	<b>5,042</b>	<b>5,742</b>	<b>6,310</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>4,868</b>	<b>4,695</b>	<b>5,042</b>	<b>5,742</b>	<b>6,310</b>

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流動資產</b>	<b>28,976</b>	<b>32,550</b>	<b>34,893</b>	<b>38,454</b>	<b>42,694</b>
物業、廠房及設備	5,223	6,476	6,800	7,500	8,000
聯營公司	118	1,088	720	780	820
投資物業	5,590	5,794	7,000	7,800	8,500
無形資產	61	57	53	49	44
其他	17,984	19,134	20,320	22,325	25,330
<b>流動資產</b>	<b>62,761</b>	<b>81,985</b>	<b>78,105</b>	<b>84,334</b>	<b>91,012</b>
現金及現金等價物	9,689	13,033	11,505	11,434	11,912
應收貿易款項	5,859	12,425	6,500	6,800	7,000
存貨	47,149	56,475	60,000	66,000	72,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	63	51	100	100	100
<b>流動負債</b>	<b>40,039</b>	<b>48,816</b>	<b>43,000</b>	<b>45,500</b>	<b>51,500</b>
借債	6,193	12,354	7,000	6,000	7,000
應付貿易賬款	23,990	25,953	25,500	29,000	34,000
應付稅項	9,856	10,509	10,500	10,500	10,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>23,786</b>	<b>33,638</b>	<b>33,700</b>	<b>35,800</b>	<b>35,000</b>
借債	22,033	31,989	32,000	34,000	33,000
遞延稅項	1,753	1,649	1,700	1,800	2,000
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>2,298</b>	<b>2,715</b>	<b>2,800</b>	<b>3,000</b>	<b>3,300</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>25,613</b>	<b>29,366</b>	<b>33,498</b>	<b>38,488</b>	<b>43,906</b>
<b>股東權益</b>	<b>25,613</b>	<b>29,366</b>	<b>33,498</b>	<b>38,488</b>	<b>43,906</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	10,286	9,807	10,376	11,911	12,447
折舊和攤銷	165	195	184	207	230
營運資金變動	(3,929)	(10,543)	376	(3,800)	(2,200)
稅務開支	(3,843)	(4,301)	(4,739)	(5,466)	(5,490)
其他	(2,326)	(6,498)	378	(858)	(1,601)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>352</b>	<b>(11,339)</b>	<b>6,576</b>	<b>1,994</b>	<b>3,385</b>
購置固定資產	(2,023)	(1,653)	(1,714)	(1,707)	(1,430)
聯營公司	-	(971)	368	(60)	(40)
其他	(168)	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,191)</b>	<b>(2,623)</b>	<b>(1,345)</b>	<b>(1,767)</b>	<b>(1,470)</b>
股份發行	-	(15)	12	-	-
淨銀行借貸	4,282	16,117	(5,343)	1,000	-
股息	(1,232)	(1,059)	(1,328)	(1,198)	(1,337)
其他	(124)	-	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>2,926</b>	<b>15,042</b>	<b>(6,659)</b>	<b>(198)</b>	<b>(1,337)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,087</b>	<b>1,080</b>	<b>(1,428)</b>	<b>29</b>	<b>578</b>
年初現金及現金等價物	4,684	5,804	6,784	5,255	5,184
匯兌	33	(100)	(100)	(100)	(100)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>5,804</b>	<b>6,784</b>	<b>5,255</b>	<b>5,184</b>	<b>5,662</b>
受限制現金	3,886	6,250	6,250	6,250	6,250
<b>資產負債表的現金</b>	<b>9,689</b>	<b>13,033</b>	<b>11,505</b>	<b>11,434</b>	<b>11,912</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	97.5	97.3	97.0	96.6	96.5
物業投資	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
酒店	1.0	1.0	1.3	1.4	1.5
物業管理	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5
<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	31.1	17.8	21.7	9.3	17.2
毛利	0.7	1.4	8.0	14.3	7.2
淨利潤率	(2.8)	(4.7)	5.8	14.8	4.5
淨利潤	21.8	(3.5)	4.4	13.9	9.9
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	41.4	35.6	31.6	33.0	30.2
稅前利率	35.0	29.3	24.1	25.4	22.7
淨利潤率	16.6	13.6	11.7	12.2	11.4
核心淨利潤率	16.2	13.2	11.7	12.2	11.4
有效稅率	51.1	46.8	46.0	46.5	45.3
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8
平均應收賬款周轉天數	35.6	64.0	27.5	26.3	23.1
平均應付帳款周轉天數	508.8	399.4	318.3	315.0	298.0
平均存貨周轉天數	942.7	828.7	720.6	728.2	652.7
淨負債/ 權益比率 (%)	72.4	106.6	82.1	74.2	64.0
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	19.5	16.4	15.1	14.9	14.4
資產回報率	5.5	4.2	4.5	4.7	4.7
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	1.450	1.400	1.448	1.649	1.812
每股股息(港元)	0.384	0.475	0.420	0.480	0.510
每股賬面值(人民幣)	7.43	8.51	9.62	11.05	12.61

來源: 公司及招銀國際研究部

## 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其他任何人。