

雅居乐 (3383 HK)

高于同业的利润率

- ❖ **中期利润翻倍。**18 年上半年, 公司收入增长 8.5% 至 242 亿元(人民币, 人民币), 净利润增长 102% 至 37.6 亿元。利润大幅增长主要受利润率改善推动。由于中山和海南等高利润项目的贡献增加, 18 年上半年毛利率增长 12.3 个百分点至 49.6%。虽然由于期内出现汇兑损失, 财务费用飙升 1.9 倍至 8.53 亿元, 但税率下降节省了税收费用。公司宣布派发中期股息每股 0.5 港元, 增长 127%。管理层透露派息在未来将维持的 40-45%。
- ❖ **强劲的销售增长。**上半年, 公司合约销售额达 466 亿元, 增长 15.3%。销售面积 356 万平, 平均售价 13,107 元/平。公司 2018 年的可售货值达到 1,800 亿元。今年前 7 个月, 公司实现合同销售额 542 亿元, 完成全年销售目标 1,100 亿元的 49.3%。管理层透露, 目前约有 200 亿元的已售未结转金额, 这部分的毛利率将维持在 40-45% 的水平。
- ❖ **权益土储 3,540 万平。**上半年, 公司补充了土地储备补充 557 万平的总土地储备, 其中权益面积 463 万平。新收购土地的总价为 203 亿元, 平均新购土地成本 4,500 元/平。公司在期内新进入 16 个新城市, 使得覆盖城市总量达 69 个。截至 6 月 30 日, 公司土储总量达到 3,540 万平, 平均土地成本为人民币 2,774 元/平方米。其中大湾区的土储达 1,081 万平, 占总土储的 30.5%。而华南区整体占 35.7%, 海南及云南则占 27.4%。
- ❖ **力争 2023 年前非房地产业务收入占半壁江山。**在成功分拆雅生活 (3319 HK, 买入) 后, 公司对其非房地产业务充满信心。除房地产开发和物业管理业务外, 雅居乐还在积极开展环保、建筑、房地产建设管理、教育和商业物业业务。2018 年, 非房地产业务的资本支出计划为 100 亿元, 且非房地产业务的投资将在未来几年内继续增加。目前, 环保业务有 33 个项目, 其中 12 个已开始运作。管理层预计到 2021 年, 非房地产业务的贡献将占总收入的 30%, 到 2023 年将进一步增加 50%。
- ❖ **上调盈利预测及目标价。**由于投资持续加大, 净负债率从 2017 年 12 月的 71.4% 增加至 2018 年 6 月的 87.7%。我们认为净负债率相对较高, 但 18 年上半年的利息覆盖率为 6.0 倍, 相信管理层能够控制好负债状况。我们将 2018 年的盈利预测上调 25.5% 至 81 亿元, 并将 2019 年的盈利预测上调 34.5% 至 100 亿元。此外, 我们上调 18 年底预测每股资产净值从 30.28 港元上调至 32.80 港元。因此, 我们将目标价由 16.65 港元上调至 18.04 港元, 较资产净值折让 45%。重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	46,679	51,607	59,383	71,907	84,598
净利润(百万人民币)	2,284	6,025	8,100	10,013	11,367
EPS (人民币)	0.588	1.552	2.068	2.556	2.902
EPS 变动 (%)	64.3	163.8	33.2	23.6	13.5
市盈率(x)	19.1	7.2	5.4	4.4	3.9
市帐率(x)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	3.4	6.9	9.0	10.2	12.2
权益收益率 (%)	6.5	16.6	19.2	20.1	19.4
净财务杠杆率 (%)	49.1	71.4	81.2	78.9	73.5

资料来源: 公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$18.04
(过去目标价)	HK\$16.65)
潜在升幅	+37.9%
当前股价	HK\$13.08

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	51,235
3 月平均流通量(百万港元)	122
5 周内股价高/低(港元)	17.84/8.85
总股本(百万)	3,917

资料来源: 彭博

股东结构

陈卓林	64.43%
自由流通	35.57%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.4%	-2.6%
3-月	-18.1%	-11.7%
6-月	-8.8%	1.6%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: PwC

公司网站: www.agile.com.cn

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	46,679	51,607	59,383	71,907	84,598
物业发展	44,752	49,262	54,952	65,364	76,224
物业投资	189	167	180	189	200
酒店	670	684	739	813	894
物业管理	1,069	1,290	3,000	4,800	6,300
其他	-	205	512	742	980
销售成本	(34,313)	(30,920)	(34,012)	(43,111)	(51,956)
毛利	12,366	20,687	25,371	28,797	32,641
销售费用	(2,098)	(2,259)	(2,613)	(3,092)	(3,638)
行政费用	(1,458)	(2,044)	(2,672)	(3,164)	(3,722)
其他收益	(252)	210	493	279	98
息税前收益	8,558	16,594	20,579	22,819	25,380
融资成本	(1,125)	(899)	(1,485)	(1,188)	(1,281)
联营公司	7	169	452	1,260	2,079
特殊收入	43	4	22	-	-
税前利润	7,483	15,869	19,568	22,892	26,178
所得税	(4,433)	(9,089)	(10,358)	(11,401)	(12,845)
非控制股东权益	(351)	(282)	(530)	(897)	(1,387)
永久资本证券持有人	(415)	(473)	(580)	(580)	(580)
净利润	2,284	6,025	8,100	10,013	11,367
核心净利润	2,252	6,022	8,100	10,013	11,367

资料来源：公司及招银国际研究预测

资产负债表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	35,586	50,714	61,800	66,280	74,970
物业、厂房及设备	7,309	7,573	9,500	12,800	15,000
联营公司	4,739	7,006	8,000	8,500	9,400
投资物业	6,327	5,887	5,800	6,200	6,750
无形资产	55	1,458	1,800	2,500	2,800
其他	17,155	28,790	36,700	36,280	41,020
流动资产	96,139	112,644	139,954	150,917	157,269
现金及现金等价物	22,311	30,120	33,154	30,517	28,769
应收贸易款项	11,463	16,396	19,000	24,000	28,200
存货	60,297	62,669	80,000	90,000	94,000
关连款项	308	1,204	4,000	2,400	1,800
其他	1,761	2,254	3,800	4,000	4,500
流动负债	55,252	83,473	97,310	98,580	102,500
借债	12,815	27,146	30,000	26,500	26,000
应付贸易账款	31,719	42,725	53,000	57,200	61,300
应付税项	10,717	13,361	14,200	14,800	15,200
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	241	110	80	-
非流动负债	32,318	35,708	49,200	55,250	57,300
借债	31,181	34,529	48,000	54,000	56,000
递延税项	1,137	1,175	1,200	1,250	1,300
其他	-	4	-	-	-
少数股东权益	3,248	2,312	4,800	5,200	5,600
永久资本证券	5,598	5,529	8,300	8,300	8,300
净资产总值	35,310	36,335	42,144	49,867	58,539
股东权益	35,310	36,335	42,144	49,867	58,539

资料来源：公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	8,558	16,594	20,579	22,819	25,380
折旧和摊销	532	591	647	731	898
营运资金变动	10,151	(4,061)	(18,198)	(12,800)	(6,100)
税务开支	(5,380)	(7,210)	(9,494)	(10,751)	(12,395)
其他	(6,975)	(2,961)	868	4,402	(1,367)
经营活动所得现金净额	6,887	2,953	(5,598)	4,401	6,416
购置固定资产	(952)	(2,931)	(2,338)	(4,266)	(3,453)
联营公司	(2,913)	456	(994)	(500)	(900)
其他	146	(4,485)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(3,719)	(6,960)	(3,800)	(5,234)	(4,821)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	4,097	17,149	16,325	2,500	1,500
股息	(1,499)	(2,762)	(3,955)	(4,110)	(4,649)
其他	(725)	(3,629)	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,873	10,758	12,370	(1,610)	(3,149)
现金增加净额	5,041	6,751	2,972	(2,442)	(1,553)
年初现金及现金等价物	7,407	12,432	19,042	21,819	19,182
汇兑	(17)	(141)	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	12,432	19,042	21,819	19,182	17,434
受限制现金	9,879	11,078	11,335	11,335	11,335
资产负债表中的现金	22,311	30,120	33,154	30,517	28,769

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	95.9	95.5	92.5	90.9	90.1
物业投资	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
物业管理	2.3	2.5	5.1	6.7	7.4
其他	-	0.4	0.9	1.0	1.2
总额	100.0	99.6	99.1	99.0	98.8
增长 (%)					
收入	8.5	10.6	15.1	21.1	17.6
毛利	14.4	67.3	22.6	13.5	13.4
净利润率	28.4	93.9	24.0	10.9	11.2
净利润	64.3	163.8	34.4	23.6	13.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.5	40.1	42.7	40.0	38.6
税前利率	16.0	30.7	33.0	31.8	30.9
净利润率	4.9	11.7	13.6	13.9	13.4
核心净利润率	4.8	11.7	13.6	13.9	13.4
有效税率	59.2	57.3	52.9	49.8	49.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.3	1.4	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	44.8	58.0	58.4	60.9	60.8
平均应付账款周转天数	289.6	439.4	513.6	466.5	416.2
平均存货周转天数	676.8	725.8	765.5	719.7	646.3
净负债/权益比率 (%)	49.1	71.4	81.2	78.9	73.5
回报率 (%)					
资本回报率	6.5	16.6	19.2	20.1	19.4
资产回报率	1.7	3.7	4.0	4.6	4.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.588	1.552	2.068	2.556	2.902
每股股息(港元)	0.450	0.900	1.180	1.340	1.600
每股账面值(人民币)	9.01	9.28	10.76	12.73	14.94

资料来源：公司及招银国际研究预测

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之分析员，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关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: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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责任。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，请与我们联络。

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士。