

雅居乐 (3383 HK)

派息慷慨

概要。2019上半年公司收入和净利润分别增长12.0%至271亿元和35.1%至50.8亿元（人民币，下同）。我们估计2020年末的净资产值为29.19港元。因此，我们将目标价从15.93港元上调至16.05港元。维持买入。

- **中期利润大增 35%至 51 亿元。**公司上半年收入和净利润分别增长 12.0%至 271 亿元和 35.1%至 50.8 亿元。由于海南项目贡献减少，毛利率由 2018 上半年的 49.6%减少至 2019 上半年的 30.3%。雅居乐在出售项目公司 34%权益后的税后收益为 22 亿元，另外一家合营企业转至附属公司的除税后收益为 4.35 亿元。
- **截至 7 月，合同销售额达成率 58%。**上半年预售项目 108 个，其中 22 个为新项目。合同销售额及面积分别上升 25.0%至 582 亿元及 14.4%至 406 万平。包括 7 月份 71.1 亿元合同销售额在内，雅居乐于 7 月底实现全年销售目标 1,130 亿元的 58%。2019 年共有 134 个可售项目，全年可售资源货值 2,000 亿元。截至 2019 年 6 月，预售但未入账物业总额达 350 亿元，预测毛利率为 35%。
- **土储遍布 72 个城市，总面积 4,994 万平。**2019 上半年，雅居乐增添了 28 个新项目，新购项目总建筑面积 692 万平，相关应付土地金额 223 亿元。截至 2019 年 6 月，雅居乐已在 72 个城市（当中六个城市为新开拓市场）投资房地产项目，总建筑面积达到 4,994 万平（应占建筑面积 3,927 万平），对应楼面平均地价每平 3,255 元，相当于上半年预售项目平均售价的 22.7%。至于大湾区的项目土储则占比 23%。
- **扩张多元业务。**上半年非房地产开发业务收入增加 47%至 24 亿元，其贡献占比亦从 2018 上半年的 6.8%上升至今年同期的 9.0%。我们预计到 2021 年，这数字将进一步扩大至 11.2%。雅生活（3319 HK，买入）在上半年实现 63% 的盈利增长。我们预计未来三年雅生活的复合年增长率将达到 36.6%。环保业务亦于今年上半年录得经营利润 94%增长至 2.25 亿元。我们预计分拆计划将在 2021 年进行。
- **股息率超过 10%。**雅居乐宣布派发中期股息 0.6 港元，并承诺未来派息比例维持在 40-49%。我们将 2019 年的盈利预测上调 15.4%至 98.5 亿元，并估算 2020 年末的净资产值为 29.19 港元。我们因此将目标价从 15.93 港元上调至 16.05 港元，较净资产值有 45%折让。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	51,607	56,145	62,342	74,646	87,076
同比增长(%)	10.6	8.8	11.0	19.7	16.7
净收入(百万元人民币)	6,025	7,125	9,850	9,218	11,036
每股盈利(人民币)	1.552	1.835	2.537	2.374	2.843
每股盈利变动(%)	163.8	18.3	38.3	(6.4)	19.7
市盈率(倍)	6.0	5.1	3.7	3.9	3.3
市帐率(倍)	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	8.7	9.6	12.5	12.0	13.0
权益收益率(%)	16.6	17.3	19.8	16.3	16.9
不良贷款率(%)	71.4	79.1	72.4	70.3	67.4

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$16.05
(此前目标价)	HK\$15.93)
潜在升幅	+54.7%
当前股价	HK\$10.38

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	40,659
3 月平均流通量(百万港元)	62.1
52 周内股价高/低(港元)	13.50/8.09
总股本(百万)	3,917

资料来源：彭博

股东结构

陈卓林	64.4%
自由流通	35.6%

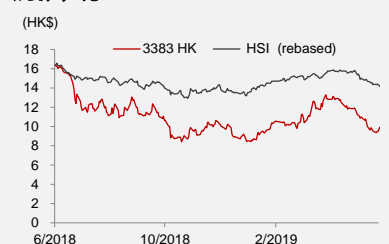
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.5%	-0.7%
3-月	2.0%	8.0%
6-月	-3.2%	5.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	51,607	56,145	62,342	74,646	87,076
物业发展	49,262	52,488	57,002	67,262	77,351
物业投资	167	189	198	210	223
酒店	684	722	794	873	961
物业管理	1,290	2,133	3,458	5,125	6,990
其他	205	614	890	1,175	1,551
销售成本	(30,920)	(31,471)	(40,624)	(47,317)	(56,797)
毛利	20,687	24,674	21,718	27,328	30,279
其他收益	606	977	5,452	953	1,055
销售费用	(2,259)	(2,318)	(2,057)	(2,389)	(2,786)
行政费用	(2,044)	(2,910)	(2,930)	(3,060)	(3,396)
其他费用	(397)	(257)	(312)	(373)	(435)
息税前收益	16,594	20,166	21,871	22,459	24,716
融资成本	(899)	(2,744)	(2,112)	(1,664)	(1,685)
联营/合营公司	169	27	230	80	90
特殊收入	4	1,952	2	0	0
税前利润	15,869	19,401	19,991	20,875	23,121
所得税	(9,089)	(11,043)	(8,558)	(9,699)	(10,169)
非控制股东权益	(282)	(556)	(833)	(1,257)	(1,216)
永续债	(473)	(677)	(750)	(700)	(700)
净利润	6,025	7,125	9,850	9,218	11,036

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	16,594	20,166	21,871	22,459	24,716
折旧和摊销	591	603	792	842	921
营运资金变动	(4,061)	(8,055)	(16,774)	(2,900)	(5,500)
税务开支	(7,210)	(8,159)	(7,957)	(9,599)	(10,049)
其他	(2,961)	(1,927)	7,657	(6,516)	(6,228)
经营活动所得现金净额	2,953	2,628	5,589	4,286	3,860
购置固定资产	(2,931)	(1,677)	(1,792)	(1,812)	(2,223)
联营公司	(2,097)	(3,056)	(1,912)	(800)	(500)
其他	(1,932)	(12,976)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(6,960)	(17,708)	(4,171)	(3,080)	(3,191)
股份发行	0	0	0	0	0
净银行借贷	17,149	24,789	(4,529)	0	2,000
股息	(2,762)	(3,960)	(3,831)	(4,527)	(4,527)
其他	(3,629)	10,907	0	0	0
融资活动所得现金净额	10,758	31,736	(8,360)	(4,527)	(2,527)
现金增加净额	6,751	16,655	(6,942)	(3,321)	(1,858)
年初现金及现金等价物	12,432	19,042	35,776	28,639	25,123
汇兑	(141)	79	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	19,042	35,776	28,639	25,123	23,070
受限制现金	11,078	9,285	8,384	8,384	8,384
资产负债表中的现金	30,120	45,062	37,023	33,507	31,454

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	50,714	63,538	61,980	69,740	77,030
物业、厂房及设备	7,573	8,754	10,200	11,200	12,500
投资物业	5,887	8,804	8,500	8,620	8,810
联营公司	7,006	10,088	12,000	12,800	13,300
无形资产	1,458	2,101	2,300	2,500	2,800
其他	28,790	33,791	28,980	34,620	39,620
流动资产	112,644	166,908	177,123	181,507	189,754
现金及现金等价物	30,120	45,062	37,023	33,507	31,454
应收贸易款项	16,396	27,735	29,200	28,200	30,000
存货	62,669	87,714	105,000	114,000	122,000
其他	3,458	6,397	5,900	5,800	6,300
其他					
流动负债	83,473	120,378	116,300	119,435	121,750
借债	27,146	35,333	30,000	28,000	26,000
应付贸易账款	23,264	42,534	40,000	43,100	45,200
合同负债	19,461	25,490	30,000	32,000	34,200
应付税项	13,361	17,015	16,100	16,100	16,100
其他	241	7	200	235	250
非流动负债	35,708	55,087	57,900	60,000	64,120
借债	34,529	53,196	54,000	56,000	60,000
其他	1,179	1,890	3,900	4,000	4,120
股东权益	36,335	41,239	49,703	56,462	65,214
少数股东权益	2,312	5,407	6,300	6,450	6,800
永续债	5,529	8,335	8,900	8,900	8,900
总权益	44,176	54,981	64,903	71,812	80,914

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	95.5	93.5	91.4	90.1	88.8
物业投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
酒店	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
物业管理	2.5	3.8	5.5	6.9	8.0
其他	0.4	1.1	1.4	1.6	1.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.1	43.9	34.8	36.6	34.8
税前利率	32.2	35.9	35.1	30.1	28.4
净利润率	11.7	12.7	15.8	12.3	12.7
有效税率	57.3	56.9	42.8	46.5	44.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	116.0	180.3	171.0	137.9	125.8
平均应付账款周转天数	164.5	276.5	234.2	210.7	189.5
平均存货周转天数	739.8	1017.3	943.4	879.4	784.0
	71.4	79.1	72.4	70.3	67.4
回报率 (%)					
资本回报率	16.6	17.3	19.8	16.3	16.9
资产回报率	3.7	3.1	4.1	3.7	4.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.55	1.84	2.54	2.37	2.84
每股股息(港元)	0.90	1.00	1.30	1.25	1.35
每股账面值(人民币)	9.28	10.53	12.69	14.41	16.65

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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关于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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上责任。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国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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个人。