

雅居乐 (3383 HK)

眼见为实

概要。我们参观了雅居乐在江苏和福建的三个环保设施。雅居乐环保集团聚焦固体废物、环境修复和水务三大领域。截至2018年12月，公司已有13间固体废物处理厂投入营运，17间仍在建设中，4家正准备投入营运，另外亦有两间废水处理厂正在营运。公司在回报和表现方面令人满意，2018年录得经营利润率32%。随着新环保设施陆续投入营运，我们认为公司发展前景广阔，将迎来强劲增长。

- **江苏和合环保 (75%股权)**。江苏和合于2000年成立，2017年被雅居乐收购，从事危险废物和垃圾填埋处置业务，总投资3.6亿元（人民币，下同）。江苏和合每年可处理5万吨污泥和填埋8万吨固体废物。自2017年11月起，公司获批16年填埋服务经营权。2018年录得收入2.19亿元。
- **镇江市和运工业废水处置 (75%股权)**。它是江苏和合的全资子公司，主要从事水务。镇江市和运于2012年成立，是江苏领先的废水处理厂。其日均处理规模为10,000吨，当中包括800吨工业废水处理。总投资1.8亿元，2018年录得收入5,000万元。
- **邵武绿益新环保产业开发 (60%股权)**。绿益新于2018年12月开始营运，公司位于福建，每年处理6万吨危险废物，包括4万吨危险废物综合利用，以及2万吨危险焚烧。此外，公司拥有23.5万立方米的危险废物填埋场，三个板块总投资3.08亿元。
- **总废物处理规模预计将从2018年的17万吨，大幅提升至2021年的292万吨。**雅居乐环保集团于2015年成立，公司正处于迅速发展的阶段。截至2018年12月，公司于15个省份/直辖市收购了36个项目，累计投资超过100亿元。2018年收入和经营利润分别大幅增长200%至6.14亿元，以及685%至1.97亿元。固体废物和废水的年处理规模将分别从2018年的17万吨大幅提升至2021年的292万吨，以及从2018年的2,800万吨增加至2021年的3,600万吨。母公司雅居乐或在未来将雅居乐环保集团独立分拆。

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	68,298	79,939	91,631
同比增长(%)	10.6	8.8	21.6	17.0	14.6
净收入(百万元人民币)	6,025	7,125	7,537	8,328	9,362
每股盈利(人民币)	1.552	1.835	1.941	2.145	2.411
每股盈利变动(%)	163.8	18.3	5.8	10.5	12.4
市盈率(倍)	5.7	4.8	4.5	4.1	3.6
市帐率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	9.0	10.0	11.0	12.0	13.5
权益收益率(%)	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
不良贷款率(%)	71.4	79.1	78.4	75.2	71.6

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$15.93
(此前目标价)	HK\$15.93)
潜在升幅	+59.8%
当前股价	HK\$9.97

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)	39,053
3月平均流通量(百万港元)	114.6
52周内股价高/低(港元)	16.58/8.09
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%

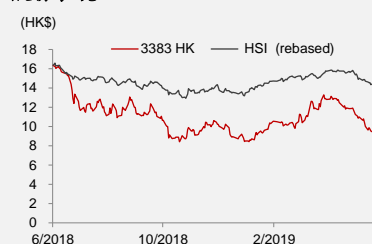
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-17.5%	-7.3%
3-月	-6.4%	1.3%
6-月	-4.0%	-2.2%

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	68,298	79,939	91,631
物业发展	49,262	52,488	60,914	70,051	78,457
物业投资	167	189	198	210	223
酒店	684	722	794	873	961
物业管理	1,290	2,133	5,502	7,630	10,440
其他	205	614	890	1,175	1,551
销售成本	(30,920)	(31,471)	(42,083)	(50,677)	(59,653)
毛利	20,687	24,674	26,216	29,262	31,978
其他收益	606	977	727	572	550
销售费用	(2,259)	(2,318)	(2,390)	(2,638)	(2,932)
行政费用	(2,044)	(2,910)	(3,073)	(3,278)	(3,574)
其他费用	(397)	(257)	(341)	(400)	(458)
息税前收益	16,594	20,166	21,137	23,519	25,564
融资成本	(899)	(2,744)	(1,702)	(1,328)	(1,345)
联营/合营公司	169	27	50	68	84
特殊收入	4	1,952	0	0	0
税前利润	15,869	19,401	19,486	22,259	24,303
所得税	(9,089)	(11,043)	(10,451)	(11,815)	(12,765)
非控制股东权益	(282)	(556)	(821)	(1,440)	(1,498)
永续债	(473)	(677)	(677)	(677)	(677)
净利润	6,025	7,125	7,537	8,328	9,362

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	21,137	23,519	25,564
折旧和摊销	591	603	792	846	950
营运资金变动	(4,061)	(8,055)	(11,374)	(4,100)	(3,600)
税务开支	(7,210)	(8,159)	(11,250)	(12,615)	(12,865)
其他	(2,961)	(1,927)	2,334	(4,030)	(5,979)
经营活动所得现金净额	2,953	2,628	1,639	3,619	4,069
购置固定资产	(2,931)	(1,677)	(1,892)	(2,496)	(2,512)
联营公司	(2,097)	(3,056)	288	200	200
其他	(1,932)	(12,976)	(468)	(468)	(468)
投资活动所得现金净额	(6,960)	(17,708)	(2,071)	(2,763)	(2,780)
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)	(3,553)	(3,963)	(4,271)
其他	(3,629)	10,907	0	0	0
融资活动所得现金净额	10,758	31,736	(8,083)	(3,963)	(2,271)
现金增加净额	6,751	16,655	(8,515)	(3,107)	(981)
年初现金及现金等价物	12,432	19,042	35,776	27,067	23,765
汇兑	(141)	79	(195)	(195)	(195)
年末现金及现金等价物	19,042	35,776	27,067	23,765	22,589
受限现金	11,078	9,285	9,285	9,285	9,285
资产负债表中的现金	30,120	45,062	36,352	33,050	31,874

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流动资产	50,714	63,538	61,880	67,320	74,170
物业、厂房及设备	7,573	8,754	9,800	11,200	12,500
投资物业	5,887	8,804	9,000	9,400	9,850
联营公司	7,006	10,088	9,800	9,600	9,400
无形资产	1,458	2,101	2,300	2,500	2,800
其他	28,790	33,791	30,980	34,620	39,620
流动资产	112,644	166,908	156,252	161,050	168,174
现金及现金等价物	30,120	45,062	36,352	33,050	31,874
应收贸易款项	16,396	27,735	24,000	28,200	30,000
存货	62,669	87,714	90,000	94,000	100,000
其他	3,458	6,397	5,900	5,800	6,300
其他					
流动负债	83,473	120,378	101,380	102,500	104,500
借债	27,146	35,333	30,000	28,000	26,000
应付贸易账款	23,264	42,534	27,200	29,300	31,500
合同负债	19,461	25,490	28,000	30,000	32,000
应付税项	13,361	17,015	16,100	15,200	15,000
其他	241	7	80	0	0
非流动负债	35,708	55,087	56,000	58,100	62,200
借债	34,529	53,196	54,000	56,000	60,000
其他	1,179	1,890	2,000	2,100	2,200
股东权益	36,335	41,239	47,052	53,450	60,744
少数股东权益	2,312	5,407	5,200	5,600	6,000
永续债	5,529	8,335	8,500	8,720	8,900
总权益	44,176	54,981	60,752	67,770	75,644

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	89.2	87.6	85.6
物业投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
酒店	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
物业管理	2.5	3.8	8.1	9.5	11.4
其他	0.4	1.1	1.3	1.5	1.7
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	38.4	36.6	34.9
税前利率	32.2	35.9	30.9	29.4	27.9
净利润率	11.7	12.7	11.0	10.4	10.2
有效税率	57.3	56.9	53.6	53.1	52.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	116.0	180.3	128.3	128.8	119.5
平均应付账款周转天数	164.5	276.5	145.4	133.8	125.5
平均存货周转天数	739.8	1017.3	780.6	677.0	611.9
	71.4	79.1	78.4	75.2	71.6
回报率 (%)					
资本回报率	16.6	17.3	16.0	15.6	15.4
资产回报率	3.7	3.1	3.5	3.6	3.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.55	1.84	1.94	2.14	2.41
每股股息(港元)	0.90	1.00	1.10	1.20	1.35
每股账面值(人民币)	9.28	10.53	12.01	13.65	15.51

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风险。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。