

碧桂園 (2007 HK)

依然是三甲

- ❖ **2018年業績符合預期。**碧桂園2018年營業額及純利分別增加67.1%至3,791億元(人民幣·下同)及32.8%至346億元,2018年的確認均價增加12.6%至每平方米8,550元,因此毛利率由2017年的25.9%增加至2018年的27.0%。2018年基礎盈利為341億元,較我們預期的327億元高4.2%。公司宣佈派發末期股息每股0.303元,加上中期息每股0.185元,全年每股共派息0.488元,增加38.0%。
- ❖ **2018年應佔權益合同銷售上升31%。**2018年應佔權益合同銷售金額及面積分別上升31.3%至5,019億元及23.1%至5,416萬平方米,截至2018年末,已預售仍未入賬的物業共6,627億元,足可支撐未來1-2年盈利。雖然在2019年首2個月的合同銷售金額同比下跌15.4%至749億元,但公司透露在2019年首3個月的合同銷售金額環比上升。因為我們預期在今年下半年的房屋政策將會放寬,我們預期碧桂園在2019年的合同銷售金額仍有增長。在7,802億元的可售貨值及我們預期的76.9%去貨率,我們估計碧桂園在2019年的應佔權益合同銷售金額可達6,000億元。
- ❖ **2.4億平方米的土地儲備分布在國內269個地級市及1,156個縣/鎮區。**碧桂園在2018年以1,906億元吸納8,648萬平方米的應佔權益土地儲備。截至2018年末,在中國的應佔權益土地儲備為2.41億平方米,其中24%位於廣東省,在國內土地儲備的總貨值達16,970億元,其中針對在一線城市購買者佔比為19.3%、二線城市購買者佔比為33.9%、三/四線城市購買者佔比為46.8%。不包括森林城市的項目,海外的應佔權益土地儲備達312萬平方米。
- ❖ **淨負債率低於50%。**在2018年1月以每股17.13港元配售了4.6億股後,碧桂園的財政狀況大幅加強,而且公司在2018年的售樓回款金額達5,413億元,所以2018年底的淨負債比率下降7.3個百分點至49.6%。
- ❖ **輕微上調目標價。**考慮新的因素,我們將2019年盈利預測輕微上調0.9%至382億元,2020年的盈利預測下調10.2%至422億元。此外,我們將19年末的預測每股淨資產值由29.17港元上調至29.98港元。基于45%的折扣,我們將目標價從16.04港元上調至16.49港元,以反映市場對三四線城市的市場擔憂。維持買入。

財務資料

| (截至12月31日) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業額(百萬人民幣) | 226,900 | 379,079 | 458,487 | 531,714 | 629,672 |
| 淨利潤(百萬人民幣) | 26,064 | 34,618 | 38,161 | 42,198 | 47,898 |
| EPS(人民幣) | 1.228 | 1.612 | 1.755 | 1.941 | 2.203 |
| EPS變動(%) | 135.4 | 31.3 | 8.9 | 10.6 | 13.5 |
| 市盈率(x) | 8.2 | 6.2 | 5.7 | 5.2 | 4.6 |
| 市帳率(x) | 2.3 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |
| 股息率(%) | 4.0 | 4.9 | 5.3 | 5.8 | 6.6 |
| 權益收益率(%) | 27.8 | 28.5 | 25.7 | 23.6 | 22.4 |
| 淨財務杠杆率(%) | 56.9 | 49.6 | 52.3 | 57.3 | 52.7 |

資料來源:公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

| | |
|---------|-----------|
| 目標價 | HK\$16.49 |
| (過去目標價) | HK\$16.04 |
| 潛在升幅 | 41.2% |
| 當前股價 | HK\$11.68 |

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

| | |
|---------------|------------|
| 市值(百萬港元) | 252,845 |
| 3月平均流通量(百萬港元) | 436 |
| 52周內股價高/低(港元) | 16.92/7.71 |
| 總股本(百萬) | 21,648 |

資料來源: 彭博

股東結構

| | |
|------|--------|
| 楊惠妍 | 57.23% |
| 平安 | 8.99% |
| 自由流通 | 33.78% |

資料來源: 彭博

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 7.8% | 3.7% |
| 3-月 | 18.9% | 7.0% |
| 6-月 | 5.4% | -2.1% |

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: PwC

公司網站: www.countrygarden.com.cn

利潤表

| 年結：12月31日（百萬人民幣） | FY17E | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收入 | 226,900 | 379,079 | 458,487 | 531,714 | 629,672 |
| 物業發展 | 220,157 | 369,405 | 446,607 | 517,500 | 612,500 |
| 建築 | 2,305 | 5,265 | 6,845 | 8,213 | 9,856 |
| 租金 | 108 | 227 | 272 | 313 | 360 |
| 酒店 | 1,674 | 2,550 | 2,805 | 3,142 | 3,519 |
| 物業管理 | 2,656 | 1,632 | 1,958 | 2,546 | 3,437 |
| 銷售成本 | (168,114) | (276,603) | (345,249) | (404,892) | (485,603) |
| 毛利 | 58,785 | 102,476 | 113,238 | 126,822 | 144,069 |
| 其他收益 | 2,611 | 4,344 | 2,370 | 2,785 | 3,278 |
| 銷售費用 | (10,002) | (12,533) | (15,130) | (17,547) | (20,779) |
| 行政費用 | (7,608) | (17,777) | (20,173) | (20,737) | (22,668) |
| 研發費用 | (693) | (1,224) | (1,605) | (1,861) | (2,204) |
| 息稅前收益 | 43,093 | 75,286 | 78,700 | 89,463 | 101,696 |
| 融資成本 | 3,276 | 1,348 | 1,154 | 686 | 628 |
| 聯營公司 | (352) | 1,197 | 680 | 760 | 885 |
| 特殊收入 | 505 | 1,732 | - | - | - |
| 稅前利潤 | 46,522 | 79,563 | 80,534 | 90,909 | 103,209 |
| 所得稅 | (17,770) | (31,021) | (32,752) | (36,910) | (42,111) |
| 永續債 | - | - | - | - | - |
| 非控制股東權益 | (2,688) | (13,924) | (9,620) | (11,800) | (13,200) |
| 淨利潤 | 26,064 | 34,618 | 38,161 | 42,198 | 47,898 |
| 核心淨利潤 | 24,690 | 34,130 | 38,161 | 42,198 | 47,898 |

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

| 年結：12月31日（百萬人民幣） | FY17E | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 非流動資產 | 181,754 | 229,944 | 240,650 | 266,550 | 311,150 |
| 物業、廠房及設備 | 122,894 | 133,729 | 148,800 | 168,000 | 206,000 |
| 聯營公司 | 30,930 | 46,659 | 50,000 | 56,000 | 62,000 |
| 投資物業 | 8,338 | 16,435 | 18,000 | 19,000 | 20,000 |
| 無形資產 | 392 | 670 | 650 | 650 | 650 |
| 其他 | 19,200 | 32,451 | 23,200 | 22,900 | 22,500 |
| 流動資產 | 867,915 | 1,399,750 | 1,437,902 | 1,492,544 | 1,598,499 |
| 現金及現金等價物 | 148,402 | 242,543 | 220,902 | 183,044 | 206,499 |
| 應收貿易款項 | 270,541 | 443,491 | 400,000 | 420,000 | 450,000 |
| 存貨 | 393,060 | 680,097 | 780,000 | 850,000 | 900,000 |
| 金融資產 | 40,615 | 12,269 | 15,000 | 16,000 | 17,000 |
| 其他 | 15,297 | 21,350 | 22,000 | 23,500 | 25,000 |
| 流動負債 | 769,537 | 1,219,406 | 1,231,000 | 1,265,300 | 1,357,000 |
| 借債 | 68,281 | 126,097 | 120,000 | 98,800 | 105,000 |
| 應付貿易賬款 | 677,631 | 1,061,621 | 1,080,000 | 1,135,000 | 1,220,000 |
| 應付稅項 | 21,607 | 30,783 | 30,000 | 30,000 | 30,000 |
| 關連款項 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 2,017 | 905 | 1,000 | 1,500 | 2,000 |
| 非流動負債 | 163,521 | 236,880 | 239,000 | 250,000 | 271,000 |
| 借債 | 146,484 | 202,378 | 210,000 | 224,000 | 250,000 |
| 遞延稅項 | 16,448 | 32,224 | 28,000 | 25,000 | 20,000 |
| 其他 | 589 | 2,278 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 少數股東權益 | 22,941 | 52,078 | 60,000 | 65,000 | 68,000 |
| 淨資產總值 | 93,671 | 121,330 | 148,552 | 178,794 | 213,649 |
| 股東權益 | 93,671 | 121,330 | 148,552 | 178,794 | 213,649 |

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

| 年結：12月31日 (百萬人民幣) | FY17E | FY18E | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 息稅前收益 | 43,093 | 75,286 | 78,700 | 89,463 | 101,696 |
| 折舊和攤銷 | 1,133 | 1,147 | 1,562 | 1,626 | 1,808 |
| 營運資金變動 | (348,551) | (292,050) | (95,233) | (65,000) | (65,000) |
| 稅務開支 | (19,115) | (6,069) | (37,759) | (39,910) | (47,111) |
| 其他 | 347,524 | 251,066 | 41,583 | 7,934 | 23,602 |
| 經營活動所得現金淨額 | 24,084 | 29,380 | (11,147) | (5,888) | 14,994 |
| 購置固定資產 | (9,642) | (10,939) | (3,339) | (6,663) | (4,645) |
| 聯營公司 | (16,682) | (15,729) | (3,341) | (6,000) | (6,000) |
| 其他 | (18,060) | 14,397 | 5,550 | (200) | (100) |
| 投資活動所得現金淨額 | (44,385) | (12,270) | (1,130) | (12,863) | (10,745) |
| 股份發行 | (1,216) | 3,649 | - | - | - |
| 淨銀行借貸 | 80,577 | 78,650 | 1,525 | (7,200) | 32,200 |
| 股息 | (5,382) | (6,170) | (10,940) | (11,957) | (13,044) |
| 其他 | (1,157) | (2,289) | - | - | - |
| 融資活動所得現金淨額 | 72,822 | 73,840 | (9,415) | (19,157) | 19,156 |
| 現金增加淨額 | 52,521 | 90,950 | (21,691) | (37,908) | 23,405 |
| 年初現金及現金等價物 | 84,647 | 137,084 | 228,343 | 206,702 | 168,844 |
| 匯兌 | (84) | 309 | 50 | 50 | 50 |
| 年末現金及現金等價物 | 137,084 | 228,343 | 206,702 | 168,844 | 192,299 |
| 受限制現金 | 11,318 | 14,200 | 14,200 | 14,200 | 14,200 |
| 資產負債表的現金 | 148,402 | 242,543 | 220,902 | 183,044 | 206,499 |

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

| 年結：12月31日 | FY17E | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 銷售組合 (%) | | | | | |
| 物業發展 | 97.0 | 97.4 | 97.4 | 97.3 | 97.3 |
| 建築 | 1.0 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| 租金 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 酒店 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 物業管理 | 1.2 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 總額 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 增長 (%) | | | | | |
| 收入 | 48.2 | 67.1 | 20.9 | 16.0 | 18.4 |
| 毛利 | 82.4 | 74.3 | 10.5 | 12.0 | 13.6 |
| 淨利潤 | 126.3 | 32.8 | 10.2 | 10.6 | 13.5 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 25.9 | 27.0 | 24.7 | 23.9 | 22.9 |
| 稅前利率 | 20.5 | 21.0 | 17.6 | 17.1 | 16.4 |
| 淨利潤率 | 11.5 | 9.1 | 8.3 | 7.9 | 7.6 |
| 核心淨利潤率 | 10.9 | 9.0 | 8.3 | 7.9 | 7.6 |
| 有效稅率 | 38.2 | 39.0 | 40.7 | 40.6 | 40.8 |
| 資產負債比率 | | | | | |
| 流動比率 (x) | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 平均應收款周轉天數 | 217.6 | 213.5 | 159.2 | 144.2 | 130.4 |
| 平均應付帳款周轉天數 | 1,109.3 | 1,147.5 | 1,132.1 | 998.4 | 885.1 |
| 平均存貨周轉天數 | 697.5 | 708.1 | 771.8 | 734.7 | 657.7 |
| 淨負債/總權益比率 (%) | 56.9 | 49.6 | 52.3 | 57.3 | 52.7 |
| 回報率 (%) | | | | | |
| 資本回報率 | 27.8 | 28.5 | 25.7 | 23.6 | 22.4 |
| 資產回報率 | 2.5 | 2.1 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 每股數據 | | | | | |
| 每股盈利(人民幣) | 1.228 | 1.612 | 1.755 | 1.941 | 2.203 |
| 每股股息(人民幣) | 0.400 | 0.488 | 0.530 | 0.580 | 0.660 |
| 每股賬面值(人民幣) | 4.40 | 5.61 | 6.86 | 8.26 | 9.87 |

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

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)發表于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并無直接或間接關係。

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 | : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15% |
| 持有 | : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10% |
| 未評級 | : 招銀國際并未給予投資評級 |

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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，并可能會受目標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，并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责任。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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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任何其他人士。