

# 碧桂园 (2007 HK)

## 新会计准则提升了盈利

- ❖ **盈利超预期。**2017年公司实现收入2269亿元人民币(下同),增长48.2%,净利润261亿,增长126.3%。除了毛利率有2016年的21.6%提升至25.9%,由于新的会计准则(HKFRS 15)允许提前确认部分收入,同样也推动了盈利增长。此外,因为汇兑损益及利息收入,碧桂园在2017年录得33亿的净财务收入,相比2016年财务费用为11亿。核心净利润为247亿,增长106%,高于市场预期23.7%,也高于我们的预期23.3%。
- ❖ **销售之王。**2017年碧桂园实现合约销售5508亿元,成为全国销售冠军。合约销售中,58%来自三四线城市。去年全年,公司共获取881个地块,总代价4795亿元,总建面1410万平。截止到2017年底,公司土地储备2.81亿平,权益面积1.89亿平,项目数达1456个,覆盖220个国内及海外城市。
- ❖ **剥离物业管理公司。**碧桂园拟将通过实物分派方式,分拆旗下物业管理业务分支—碧桂园服务控股有限公司在香港联交所主板独立上市。公司已向联交所递交上市申请,以介绍形式上市。截止到2017年底,碧桂园物业公司的在管面积达3.3亿平,收费面积达1.2亿平,管理着国内440个项目。2017年物业公司实现收入312亿,净利润4.02亿。彭博数据显示,目前国内在港上市物业管理公司的平均2017年市盈率为34.2倍,意味着碧桂园的物业公司市值将在164亿港元水平。
- ❖ **资产负债表表现稳健。**2017年底,公司净负债率为56.9%,较2016年48.7%所有上升。尽管碧桂园的扩张迅猛,但资产负债表依然稳健。房款收缴率在2017年达90%,录得约5000亿的回款。同时公司在今年1月通过股权和可转债融资235亿港元。
- ❖ **上调评级及目标价。**公司强劲的销售将持续推动盈利增长,因此我们分别上调2018-2019年的净利润预测24.6%、19.3%至309亿和362亿元人民币。我们同时推出2018年底的净资产预测为30.64港元,以期反映公司快周转的销售及上升的利润率,因此目标价由12.15港元调升至21.45港元,相等于30%的与净资产折让,上调至买入评级。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	153,087	226,900	350,611	399,493	455,883
净利润(百万人民币)	11,517	26,064	30,921	36,173	41,392
EPS(人民币)	0.522	1.228	1.426	1.664	1.904
EPS变动(%)	22.6	135.4	16.1	16.7	14.4
市盈率(x)	21.0	11.1	9.6	8.2	7.2
市帐率(x)	3.4	3.1	2.6	2.1	1.7
股息率(%)	1.6	2.9	3.4	4.0	4.4
权益收益率(%)	16.4	27.8	26.7	25.6	24.2
净财务杠杆率(%)	48.7	56.9	43.3	40.4	31.8

资料来源:公司及招银国际研究预测

### 买入(上调)

目标价	HK\$21.45
(过去目标价)	HK\$12.15
潜在升幅	31.9%
当前股价	HK\$16.26

#### 文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 房地产行业

市值(百万港元)	353,491
3月平均流通量(百万港元)	1,296
5周内股价高/低(港元)	19.16/6.36
总股本(百万)	21,293

资料来源:彭博

#### 股东结构

杨惠妍	56.7%
平安	9.0%
自由流通	34.3%

资料来源:彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.3%	15.7%
3-月	27.4%	18.1%
6-月	14.2%	1.5%

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.countrygarden.com.cn](http://www.countrygarden.com.cn)

**利润表**

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>153,087</b>	<b>226,900</b>	<b>350,611</b>	<b>399,493</b>	<b>455,883</b>
物业发展	148,180	220,157	344,970	394,321	450,000
建筑	1,143	2,305	2,650	3,048	3,505
租金	97	108	121	135	151
酒店	1,708	1,674	1,808	1,988	2,227
物业管理	1,959	2,656	1,063	-	-
销售成本	(120,851)	(168,114)	(268,690)	(304,005)	(346,913)
<b>毛利</b>	<b>32,236</b>	<b>58,785</b>	<b>81,921</b>	<b>95,488</b>	<b>108,971</b>
销售费用	(7,384)	(10,002)	(12,271)	(13,583)	(15,500)
行政费用	(4,970)	(8,301)	(11,921)	(15,580)	(17,779)
其他收益	1,530	2,611	510	650	820
<b>息税前收益</b>	<b>21,413</b>	<b>43,093</b>	<b>58,239</b>	<b>66,975</b>	<b>76,511</b>
融资成本	(1,095)	3,276	(861)	(856)	(772)
联营公司	362	(352)	405	542	385
特殊收入	712	505	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>21,391</b>	<b>46,522</b>	<b>57,783</b>	<b>66,661</b>	<b>76,124</b>
所得税	(7,727)	(17,770)	(25,042)	(28,347)	(32,413)
永续债	(1,410)	-	-	-	-
非控制股东权益	(737)	(2,688)	(1,820)	(2,140)	(2,320)
<b>净利润</b>	<b>11,517</b>	<b>26,064</b>	<b>30,921</b>	<b>36,173</b>	<b>41,392</b>
<b>核心净利润</b>	<b>10,983</b>	<b>24,690</b>	<b>30,921</b>	<b>36,173</b>	<b>41,392</b>

来源:公司及招银国际研究部预测

**资产负债表**

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>106,736</b>	<b>181,754</b>	<b>190,820</b>	<b>202,025</b>	<b>213,130</b>
物业、厂房及设备	75,756	122,894	127,000	135,000	143,500
联营公司	11,185	30,930	34,200	35,800	37,300
投资物业	9,773	8,338	8,500	9,200	9,800
无形资产	239	392	320	325	330
其他	9,783	19,200	20,800	21,700	22,200
<b>流动资产</b>	<b>484,836</b>	<b>867,915</b>	<b>893,536</b>	<b>974,316</b>	<b>1,061,429</b>
现金及现金等价物	96,491	148,402	142,536	150,816	177,429
应收贸易款项	117,322	270,541	280,000	305,000	325,000
存货	249,472	393,060	420,000	465,000	500,000
金融资产	7,508	40,615	35,000	36,000	38,000
其他	14,042	15,297	16,000	17,500	21,000
<b>流动负债</b>	<b>405,314</b>	<b>769,537</b>	<b>779,104</b>	<b>837,350</b>	<b>901,350</b>
借债	38,720	68,281	53,104	60,000	78,000
应付贸易账款	344,198	330,884	358,000	400,000	438,000
应付税项	15,310	21,607	18,000	17,350	17,350
关连款项	-	-	-	-	-
其他	7,085	348,764	350,000	360,000	368,000
<b>非流动负债</b>	<b>104,642</b>	<b>163,521</b>	<b>165,500</b>	<b>172,500</b>	<b>176,500</b>
借债	97,477	146,484	150,000	158,000	162,000
递延税项	6,928	16,448	15,000	14,000	14,000
其他	237	589	500	500	500
<b>少数股东权益</b>	<b>11,487</b>	<b>22,941</b>	<b>24,000</b>	<b>25,000</b>	<b>26,000</b>
<b>净资产总值</b>	<b>70,128</b>	<b>93,671</b>	<b>115,752</b>	<b>141,491</b>	<b>170,709</b>
<b>股东权益</b>	<b>70,128</b>	<b>93,671</b>	<b>115,752</b>	<b>141,491</b>	<b>170,709</b>

来源:公司及招银国际研究部预测

**现金流量表**

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	21,413	43,093	58,239	66,975	76,511
折旧和摊销	1,001	1,133	1,147	1,148	1,208
营运资金变动	(51,160)	(117,713)	(9,283)	(28,000)	(17,000)
税务开支	(9,919)	(1,954)	(30,097)	(29,997)	(32,413)
其他	79,929	99,521	(6,152)	(1,788)	(7,642)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>41,263</b>	<b>24,080</b>	<b>13,854</b>	<b>8,337</b>	<b>20,664</b>
购置固定资产	(6,064)	(389)	(1,583)	(2,768)	(2,227)
联营公司	(6,955)	(19,746)	(3,270)	(1,600)	(1,500)
其他	(7,439)	(24,246)	(998)	(200)	(200)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(20,457)</b>	<b>(44,380)</b>	<b>(5,850)</b>	<b>(4,568)</b>	<b>(3,927)</b>
股份发行	(3,535)	(1,220)	6,619	-	-
净银行借贷	32,099	78,568	(11,661)	14,896	22,000
股息	(1,109)	(5,353)	(8,878)	(10,435)	(12,174)
其他	-	825	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>27,454</b>	<b>72,820</b>	<b>(13,920)</b>	<b>4,461</b>	<b>9,826</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>48,260</b>	<b>52,520</b>	<b>(5,916)</b>	<b>8,230</b>	<b>26,563</b>
年初现金及现金等价物	36,241	84,647	137,077	131,211	139,491
汇兑	147	(90)	50	50	50
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>84,647</b>	<b>137,077</b>	<b>131,211</b>	<b>139,491</b>	<b>166,104</b>
受限制现金	11,844	11,325	11,325	11,325	11,325
<b>资产负债表中的现金</b>	<b>96,491</b>	<b>148,402</b>	<b>142,536</b>	<b>150,816</b>	<b>177,429</b>

来源: 公司及招银国际研究部预测

**主要比率**

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	96.8	97.0	98.4	98.7	98.7
建筑	0.7	1.0	0.8	0.8	0.8
租金	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
酒店	1.1	0.7	0.5	0.5	0.5
物业管理	1.3	1.2	0.3	-	-
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

收入	35.2	48.2	54.5	13.9	14.1
毛利	41.0	82.4	39.4	16.6	14.1
净利润	24.2	126.3	18.6	17.0	14.4

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	21.1	25.9	23.4	23.9	23.9
税前利率	14.0	20.5	16.5	16.7	16.7
净利润率	7.5	11.5	8.8	9.1	9.1
核心净利润率	7.2	10.9	8.8	9.1	9.1
有效税率	36.1	38.2	43.3	42.5	42.6

**资产负债比率**

流动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	139.9	217.6	145.7	139.3	130.1
平均应付账款周转天数	583.6	732.8	467.9	455.0	440.8
平均存货周转天数	635.3	697.5	552.2	531.3	507.7
净负债/总权益比率 (%)	48.7	56.9	43.3	40.4	31.8

**回报率 (%)**

资本回报率	16.4	27.8	26.7	25.6	24.2
资产回报率	1.9	2.5	2.9	3.1	3.2

**每股数据**

每股盈利(人民币)	0.522	1.228	1.426	1.664	1.904
每股股息(人民币)	0.171	0.400	0.460	0.540	0.600
每股账面值(人民币)	3.25	4.40	5.32	6.51	7.85

来源: 公司及招银国际研究部预测

## 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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。