

碧桂园 (2007 HK, HK\$3.61, 目标价: HK\$4.44, 买入) — 业绩与预期相若

- ❖ **业绩较我们预期高 3.1%**。2012 年收入上升 20.9% 至 419 亿元(人民币·下同), 净利润上升 17.9% 至 68.5 亿元。交付总建筑面积轻微上升 4.5% 至 616 万平方米, 入账的均价上升 15.4% 至每平方米 6,497 元。因此, 物业发展收入上涨 20.5% 至 400 亿元。因为非广东省的项目毛利改善, 整体毛利率从 2011 年的 34.5% 扩大至 2012 年的 36.6%。同时, 碧桂园加强了销售, 分销开支飙升至 21.9 亿元, 其中广告费用大幅上升 132% 至 12.7 亿元。
- ❖ **2013 年销售目标为 620 亿元**。2012 年合约销售金额和面积分别同比增长 10% 至 475 亿元和 11% 至 764 万平方米。公司在 2012 年推出 18 个新项目, 所占的总销售金额达 95.8 亿元。碧桂园在今年 1-2 月完成合约销售额 124.5 亿元, 同比上升 369.8%。公司将加强其销售能力, 目的是争取 2013 年完成 620 亿元的销售目标。现在, 已预售但仍未入账的物业面积为 796 万平方米, 其中 60% 将在 2013 年交付。
- ❖ **应占权益的土地储备为 5,545 万平方米**。碧桂园投资中国及马来西亚共 118 个物业项目, 其中 67 个在广东省; 应占权益土地储备总额为 5,545 万平方米, 其中广东省占 46%。平均土地成本为每平方米 620 元, 为 2012 年入账均价的 9.5%。此外, 碧桂园希望减少依赖于广东省的收入, 预计从非广东项目的贡献会从目前的 40% 提高到未来的 50%。
- ❖ **2012 年底净负债比率降低至 53%**。在 2012 年 2 月, 公司配售 21.4 亿港元的股份; 此外, 公司管理现金能力改善, 手头现金从 2011 年的 123.9 亿元增加至 2012 年底的 168.6 亿元。净负债比率从一年前的 57.2% 下降至 2012 年底的 52.8%。此外, 公司在 2013 年 1 月成功发行 10 年期 7.5% 票率的 7.5 亿美元优先票据, 这不仅降低了借贷成本, 也延长了贷款期限。我们预计债务成本从 2012 年的 9.56% 下降到 2013 年的 8.8%。
- ❖ **因对资产净值的折让收窄, 故提高目标价**。我们增加了对销售及行政费用的假设, 所以我们下调 2013 及 2014 年的盈利预测, 分别调低 6.5% 至 73.6 亿元和 6.1% 至 84.5 亿元。我们预计 2013 年底资产净值为 5.55 港元。由于我们预计 2013 年底的净负债比率为 44.2%, 我们预计目标价较资产净值折让 20%。因此, 目标价从 3.89 港元提高至 4.44 港元。升值潜力为 23.1%。上调评级至买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (百万人民币)	34,748	41,891	46,357	52,694	54,638
净利润 (百万人民币)	5,813	6,853	7,355	8,446	8,485
每股收益 (人民币)	0.350	0.381	0.403	0.463	0.465
每股收益变动 (%)	35.2	8.7	6.0	14.8	0.5
市盈率(x)	8.3	7.6	7.2	6.2	6.2
市帐率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	4.5	4.8	5.2	5.4	5.5
权益收益率 (%)	20.1	18.2	17.3	17.6	15.8
净财务杠杆率 (%)	57.2	52.8	44.2	44.1	42.4

来源: 公司及招銀国际研究部

碧桂园 (2007 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.61
目标价	HK\$4.44
市值 (港币百万)	65,444
过去 3 月平均交易 (港币百万)	85
52 周高/低 (港币)	4.6/2.51
发行股数 (百万)	18,230
主要股东	杨惠妍(57.5%)

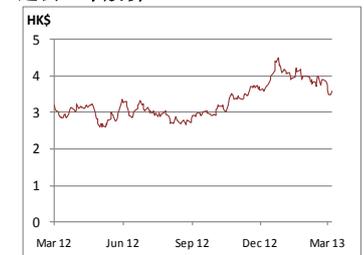
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-12.3%	-6.9%
3 月	-2.5%	-0.7%
6 月	20.3%	12.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	34,748	41,891	46,357	52,694	54,638
物业发展	33,194	40,012	44,107	50,045	51,541
建筑	241	314	377	453	520
酒店	802	972	1,186	1,400	1,652
物业管理	512	592	687	797	925
销售成本	(22,753)	(26,551)	(30,121)	(34,324)	(35,954)
毛利	11,996	15,340	16,236	18,370	18,684
销售费用	(1,128)	(2,186)	(2,411)	(2,740)	(2,841)
行政费用	(1,319)	(1,568)	(1,623)	(1,897)	(2,076)
其他收益	43	103	28	32	32
息税前收益	9,591	11,688	12,231	13,765	13,799
融资成本	(120)	(126)	(132)	(127)	(143)
联营公司	121	(94)	280	350	350
特殊收入	15	74	-	-	-
税前利润	9,607	11,542	12,380	13,988	14,006
所得税	(3,769)	(4,657)	(4,668)	(5,275)	(5,236)
非控制股东权益	(25)	(32)	(357)	(267)	(285)
净利润	5,813	6,853	7,355	8,446	8,485
核心净利润	5,813	6,853	7,355	8,446	8,485

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	37,581	40,611	41,248	44,226	47,276
物业、厂房及设备	35,933	38,705	39,200	42,000	45,000
联营公司	205	114	450	580	630
投资物业	126	118	126	126	126
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,318	1,674	1,472	1,520	1,520
流动资产	69,729	95,911	97,347	99,681	104,190
现金及现金等价物	12,393	16,860	16,447	16,781	15,690
应收贸易款项	12,535	17,124	15,000	14,400	15,000
存货	41,495	58,000	62,000	65,000	70,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	3,305	3,927	3,900	3,500	3,500
流动负债	53,772	68,707	65,700	63,500	65,200
借债	6,469	9,096	7,200	8,000	8,500
应付贸易账款	40,675	52,384	52,000	49,000	50,200
应付税项	5,707	7,227	6,500	6,500	6,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	920	-	-	-	-
非流动负债	23,472	28,930	29,090	30,690	30,690
借债	22,497	27,817	28,000	30,000	30,000
递延税项	785	924	900	500	500
其他	190	190	190	190	190
少数股东权益	1,077	1,307	1,400	1,600	1,800
净资产总值	28,990	37,577	42,405	48,117	53,776
股东权益	28,990	37,577	42,405	48,117	53,776

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	9,591	11,688	12,231	13,765	13,799
折旧和摊销	273	389	592	572	636
营运资金变动	(13,480)	(14,873)	(2,906)	(6,400)	(5,400)
税务开支	(2,868)	(2,998)	(5,420)	(5,675)	(5,236)
其他	3,996	6,597	(257)	103	(1,283)
经营活动所得现金净额	(2,487)	803	4,241	2,365	2,516
购置固定资产	(2,813)	(3,934)	(180)	(1,866)	(1,131)
联营公司	-	90	(336)	(130)	(50)
其他	183	(202)	202	-	-
投资活动所得现金净额	(2,629)	(4,045)	(314)	(1,996)	(1,181)
股份发行	-	1,712	-	-	-
净银行借贷	9,153	7,947	(1,713)	2,800	500
股息	(1,605)	(2,252)	(2,527)	(2,734)	(2,826)
其他	445	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	7,993	7,407	(4,239)	66	(2,326)
现金增加净额	2,877	4,165	(313)	434	(991)
年初现金及现金等价物	5,094	7,744	11,809	11,396	11,730
汇兑	(227)	(100)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	7,744	11,809	11,396	11,730	10,639
受限制现金	4,649	5,051	5,051	5,051	5,051
资产负债表中的现金	12,393	16,860	16,447	16,781	15,690

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合(%)					
物业发展	95.5	95.5	95.1	95.0	94.3
建筑	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
酒店	2.3	2.3	2.6	2.7	3.0
物业管理	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.5	36.6	35.0	34.9	34.2
税前利率	27.6	27.6	26.7	26.5	25.6
净利润率	16.7	16.4	15.9	16.0	15.5
核心净利润率	16.7	16.4	15.9	16.0	15.5
有效税率	39.2	40.4	37.7	37.7	37.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
平均应收账款周转天数	65.8	74.6	59.1	49.9	50.1
平均应付帐款周转天数	573.4	639.6	632.5	537.0	503.5
平均存货周转天数	589.9	683.9	727.1	675.2	685.3
总负债/ 权益比率 (%)	99.9	98.2	83.0	79.0	71.6
净负债/ 权益比率 (%)	57.2	53.4	44.2	44.1	42.4
回报率 (%)					
资本回报率	20.1	18.2	17.3	17.6	15.8
资产回报率	5.4	5.0	5.3	5.9	5.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.350	0.381	0.403	0.463	0.465
每股股息(人民币)	0.130	0.139	0.150	0.155	0.160
每股账面值(人民币)	1.74	2.06	2.33	2.64	2.95

来源: 公司及招銀国际研究部

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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。