

碧桂園(2007 HK, HK\$3.74, 目標價: HK\$4.85, 買入) — 較預期為佳的2016中期業績

- ❖ **2016上半年基礎盈利增加12%**。受惠於交付面積增加22.7%至890萬平方米，2016上半年營業額上升21.2%至574億元(人民幣·下同)，同期的毛利率縮減2.2個百分點至21.0%。期內來自聯營公司的收益為3.79億元，但支付給永續債的開支由2015上半年的1.67億元增加至期內的8.71億元，因此2016上半年的純利增加9.3%至53.9億元。扣除投資物業重估，2016上半年的基礎盈利增加11.8%至51.2億元。碧桂園宣佈派發中期息每股0.0692元，派息比率為28.6%。
- ❖ **提高銷售目標至2200億元**。2016年1-7月的合同銷售金額及面積分別增加143%至1,494億元及96%至1,857萬平方米，強勁的銷售增長促使碧桂園將2016年的銷售目標由1,680億元上調至2,200億元。海外市場是其中一個增長動力，馬來西亞的森林城市項目在2016上半年便貢獻銷售額100億元。此外，2016年1-7月的銷售均價增加24.2%至每平方米8,046元，將可令2017及2018年的毛利率擴張。截至7月，碧桂園完成2016年新的銷售目標67.9%，公司計劃在下半件推出值3,060億元的物業銷售，當中的1,890億元為新推項目，碧桂園具信心完成全年銷售目標。
- ❖ **聚焦於一/二線城市買家的項目**。碧桂園於2016上半年新購入181幅土地，應佔權益樓面面積3,149萬平方米，斥資472億元。碧桂園持有的536個項目分佈在國內170個城市、馬來西亞及澳大利亞，截至2016年6月，總樓面面積及應佔權益樓面面積分別為1.40億平方米及1.11億平方米，平均地價為每平方米1,500元。碧桂園會集中於購入專針對一/二線城市買家的土地。
- ❖ **2016年爭取正經營現金流**。碧桂園決定在2016年第4季償還所有的永續債，將使總股本減少，我們預期淨負債比率由2015年底的46.9%上升至2016年底的67.1%，但我們認為財務風險是可控。在扣除資本性投資及經營性開支，碧桂園在2016上半年錄取15億元的現金流入，公司預計2016全年的淨現金流入為33億元。
- ❖ **調高盈利預測及目標價**。因為2016上半年的業績較我們預期為佳及強勁的銷售增長，我們分別調高2016及2017年盈利預測18.1%至106億元及16.0%至146億元，我們更將2016年每股資產淨值預測由原本的7.06港元上升至8.08港元，我們將目標價由4.24港元上升至4.85港元，較每股資產淨值折讓40%，維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	84,549	113,223	120,997	147,613	167,960
淨利潤(百萬元人民幣)	10,229	9,276	10,589	14,638	17,360
每股收益(人民幣)	0.534	0.425	0.475	0.659	0.782
每股收益變動(%)	14.6	(20.4)	11.7	38.7	18.6
市盈率(x)	6.0	7.6	6.8	4.9	4.1
市帳率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7
股息率(%)	4.6	4.0	4.6	6.1	7.2
權益收益率(%)	18.0	14.2	14.6	17.5	18.0
淨財務槓杆率(%)	54.2	46.9	67.1	64.3	59.2

來源: 公司及招銀國際研究部

碧桂園(2007 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.74
目標價	HK\$4.85
市值(港幣百萬)	83,069
過去3月平均交易(港幣百萬)	52.6
52周高/低(港幣)	3.83/2.52
發行股數(百萬)	22,211
主要股東	楊惠妍(53.6%)

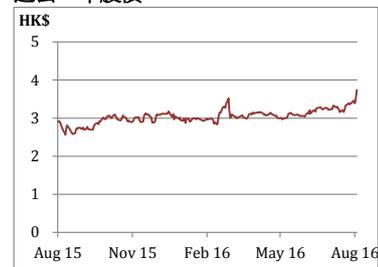
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	10.5%	4.0%
3月	19.7%	3.2%
6月	20.5%	1.4%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	84,549	113,223	120,997	147,613	167,960
物業發展	81,898	109,460	116,550	142,480	162,000
建築	468	746	836	920	1,057
租金	87	92	101	113	127
酒店	1,132	1,455	1,600	1,808	2,025
物業管理	964	1,469	1,910	2,292	2,751
銷售成本	(62,494)	(90,359)	(95,977)	(115,644)	(130,302)
毛利	22,055	22,863	25,021	31,969	37,658
銷售費用	(4,356)	(4,689)	(4,840)	(6,200)	(7,054)
行政費用	(3,160)	(3,230)	(3,630)	(4,724)	(5,711)
其他收益	186	424	318	147	152
息稅前收益	14,725	15,369	16,869	21,193	25,045
融資成本	(196)	(1,290)	158	116	114
聯營公司	(40)	(56)	756	894	1,049
特殊收入	1,880	810	361	-	-
稅前利潤	16,369	14,833	18,144	22,203	26,208
所得稅	(5,757)	(5,121)	(5,862)	(7,464)	(8,720)
永續債	(207)	(356)	(1,663)	-	-
非控制股東權益	(176)	(79)	(30)	(100)	(128)
淨利潤	10,229	9,276	10,589	14,638	17,360
核心淨利潤	9,238	9,707	10,319	14,638	17,360

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	75,415	89,940	92,383	98,325	106,270
物業、廠房及設備	65,316	74,799	69,500	74,400	80,800
聯營公司	56	1,688	8,500	9,600	10,500
投資物業	7,036	8,686	9,800	9,500	9,900
無形資產	29	122	113	105	100
其他	2,979	4,645	4,470	4,720	4,970
流動資產	192,617	272,016	296,016	325,089	357,462
現金及現金等價物	27,214	47,878	38,210	43,883	47,456
應收貿易款項	25,371	42,242	49,800	54,000	58,800
存貨	131,292	171,200	192,000	214,000	240,000
金融資產	-	1,206	1,206	1,206	1,206
其他	8,740	9,490	14,800	12,000	10,000
流動負債	156,623	201,595	230,780	245,200	263,000
借債	14,929	22,778	20,000	22,000	20,000
應付貿易賬款	132,717	169,901	202,000	214,200	233,600
應付稅項	8,976	8,905	8,780	9,000	9,400
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	10	-	-	-
非流動負債	48,967	71,021	77,450	86,250	95,050
借債	46,139	66,966	72,000	81,000	90,000
遞延稅項	2,588	3,816	5,200	5,000	4,800
其他	240	240	250	250	250
少數股東權益	2,666	4,522	7,800	8,400	9,200
永續債	3,090	19,528	-	-	-
淨資產總值	56,686	65,291	72,369	83,564	96,483
股東權益	56,686	65,291	72,369	83,564	96,483

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	14,725	15,369	16,869	21,193	25,045
折舊和攤銷	789	1,291	1,466	1,543	1,571
營運資金變動	(35,231)	(22,122)	(17,743)	(21,000)	(24,400)
稅務開支	(5,978)	(6,145)	(4,603)	(7,444)	(8,520)
其他	21,363	(5,983)	(1,600)	14,094	11,664
經營活動所得現金淨額	(4,332)	(17,590)	(5,612)	8,386	5,360
購置固定資產	(4,942)	(3,820)	(3,029)	(2,115)	(3,345)
聯營公司	(6)	(1,888)	(6,812)	(1,100)	(900)
其他	261	(957)	738	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,687)	(6,666)	(9,103)	(3,215)	(4,245)
股份發行	2,501	4,951	(1,080)	-	-
淨銀行借貸	4,580	24,335	2,256	11,000	7,000
股息	(1,690)	(5,099)	(2,985)	(3,443)	(4,442)
其他	3,521	17,483	-	-	-
融資活動所得現金淨額	8,913	41,670	(1,808)	7,557	2,558
現金增加淨額	(106)	17,414	(16,523)	12,728	3,673
年初現金及現金等價物	18,910	18,761	36,241	19,618	32,246
匯兌	(43)	66	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	18,761	36,241	19,618	32,246	35,819
受限制現金	8,453	11,637	18,592	11,637	11,637
資產負債表的現金	27,214	47,878	38,210	43,883	47,456

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.9	96.7	96.3	96.5	96.5
建築	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
物業管理	1.1	1.3	1.6	1.6	1.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	34.8	33.9	6.9	22.0	13.8
毛利	16.0	3.7	9.4	27.8	17.8
淨利潤	20.1	(9.3)	14.2	38.2	18.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.1	20.2	20.7	21.7	22.4
稅前利率	19.4	13.1	15.0	15.0	15.6
淨利潤率	12.1	8.2	8.8	9.9	10.3
核心淨利潤率	10.9	8.6	8.5	9.9	10.3
有效稅率	35.2	34.5	32.3	33.6	33.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
平均應收賬款周轉天數	54.8	68.1	75.1	66.8	63.9
平均應付帳款周轉天數	663.1	611.2	707.2	656.8	627.2
平均存貨周轉天數	637.4	610.9	690.6	640.7	635.9
淨負債/ 總權益比率 (%)	57.0	60.0	67.1	64.3	59.2
回報率 (%)					
資本回報率	18.0	14.2	14.6	17.5	18.0
資產回報率	3.8	2.6	2.7	3.5	3.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.534	0.425	0.475	0.659	0.782
每股股息(人民幣)	0.148	0.130	0.149	0.195	0.230
每股賬面值(人民幣)	2.79	2.89	3.23	3.73	4.31

來源: 公司及招銀國際研究部

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，並可能會受標的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，並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責任。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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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。