

碧桂园(2007 HK, HK\$2.86, 目标价: HK\$4.31, 买入) — 扩大后股本摊薄盈利及资产净值

- ❖ **平稳的基础盈利。**因为 2015 年上半年交付物业面积增加 35.6% 至 725 万平方米，碧桂园 2015 年上半年营业额上升 23.5% 至 473 亿元(人民币·下同)。不过因为带装修的单位占比增加及售价及毛利率较低的公寓单位比例上升，所以 2015 年上半年毛利率减少至 22.3%。公司在控制成本表现较佳，销售及行政费用分别下跌 8.2% 至 16.4 亿元及 14.2% 至 13.1 亿元。投资物业重估减少 62.4% 至 4.67 亿元拖累纯利减少 9.1% 至 49.3 亿元。扣除投资物业重估的税后收益，2015 年上半年基础盈利增加 2.0% 至 45.8 亿元。公司宣布派发中期股息每股 6.48 分。
- ❖ **平安成为第二大股东。**碧桂园在 2015 年 4 月引入平安保险(2318 HK)成为第二大股东，平安保险以每股 2.816 港元购入 22.36 亿股新股，现持股 9.9%。一方面，公司的股本可以扩大；另一方面，碧桂园与平安保险成为战略合作伙伴，从土地投资、市场推广、财务及小区商业四方面发展。
- ❖ **2015 年下半年的可售资源为 1,720 亿元。**碧桂园在 2015 年 1-7 月的合同销售金额及面积分别上升 5.4% 至 616 亿元及 8.0% 至 950 万平方米。碧桂园在 2015 年下半年推出 20 个新项目，货值达 700-800 亿元，总可售资源料达 1,720 亿元。公司有信心可完成 2015 年销售目标 1,350 亿元。
- ❖ **分拆业务以反映价值。**碧桂园有数个分拆计划。截至 2015 年 6 月，公司经营 45 家酒店，房间数量达 12,571 间，来自酒店业务的营业额在 2015 年上半年增加 47.9% 至 6.11 亿元，另有 13 家酒店在兴建中。第二，2015 年上半年来自物业管理的营业额增加 86.1% 至 9.05 亿元，截至 2015 年 6 月，公司物业管理业务覆盖 274 个物业项目，总合同面积为 1.22 亿平方米。
- ❖ **吸引的估值。**在考虑永续债的利息后，我们分别下调 2016 及 2017 年的盈利预测 4.6% 至 118 亿元及 10.3% 至 127 亿元；此外，股份数量增加后，我们也下调 2015 年底的每股资产净值预测由 6.65 港元至 6.16 港元。公司目前的估值为 4.9 倍 2015 年预测市盈率或较资产净值折让 53.6%，估值吸引。目标价由 4.65 港元下降至 4.31 港元，目标价与每股资产净值折让为 30%，上升空间为 50.7%，维持**买入**评级。

碧桂园 (2007 HK)

评级	买入
收市价	HK\$2.86
目标价	HK\$4.31
市值(港币百万)	64,602
过去 3 月平均交易(港币百万)	98.9
52 周高/低(港币)	4.55/2.38
发行股数(百万)	22,588
主要股东	杨惠妍(53.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-9.6%	-0.9%
3 月	-26.9%	-13.1%
6 月	-5.5%	1.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万元人民币)	62,682	84,549	102,918	113,849	127,905
净利润(百万元人民币)	8,514	10,229	10,588	11,750	12,669
每股收益(人民币)	0.466	0.534	0.481	0.520	0.561
每股收益变动(%)	22.6	14.6	(10.1)	8.2	7.8
市盈率(x)	5.0	4.4	4.9	4.5	4.2
市帐率(x)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	7.2	6.3	7.1	8.1	9.4
权益收益率(%)	19.4	18.0	15.7	15.6	15.1
净财务杠杆率(%)	63.7	53.9	45.4	51.3	50.6

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	62,725	84,549	102,918	113,849	127,905
物业发展	60,043	81,898	99,941	110,500	124,200
建筑	867	468	524	587	646
租金	43	87	113	144	180
酒店	995	1,132	1,223	1,321	1,400
物业管理	777	964	1,118	1,297	1,479
销售成本	(43,713)	(62,494)	(78,541)	(86,320)	(97,573)
毛利	19,011	22,055	24,377	27,529	30,331
销售费用	(4,304)	(4,356)	(4,323)	(5,009)	(5,756)
行政费用	(2,033)	(3,160)	(3,293)	(3,643)	(4,093)
其他收益	21	186	77	87	102
息税前收益	12,696	14,725	16,838	18,963	20,585
融资成本	803	(196)	(162)	244	243
联营公司	(26)	(40)	(20)	(29)	(38)
特殊收入	-	1,880	467	-	-
税前利润	13,473	16,369	17,123	19,178	20,790
所得税	(4,625)	(5,757)	(5,785)	(6,570)	(7,194)
非控制股东权益	(334)	(383)	(750)	(858)	(927)
净利润	8,514	10,229	10,588	11,750	12,669
核心净利润	8,514	8,765	10,238	11,750	12,669

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流动资产	60,026	75,415	75,925	80,350	83,445
物业、厂房及设备	57,773	65,316	64,800	68,620	71,500
联营公司	57	56	95	110	125
投资物业	112	7,036	8,000	8,400	8,500
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,083	3,008	3,030	3,220	3,320
流动资产	146,214	192,617	218,059	245,744	277,301
现金及现金等价物	26,680	27,214	28,359	27,644	28,201
应收贸易款项	26,378	25,371	27,200	29,500	32,300
存货	86,966	131,292	156,000	182,000	210,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	6,189	8,740	6,500	6,600	6,800
流动负债	114,904	156,623	166,600	184,100	203,500
借债	12,434	14,929	12,000	14,000	12,500
应付贸易账款	94,333	132,717	146,000	161,500	182,000
应付税项	8,137	8,976	8,600	8,600	9,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	45,324	48,967	53,250	59,450	65,750
借债	43,815	46,139	50,000	56,000	62,000
递延税项	1,270	2,588	3,000	3,200	3,500
其他	240	240	250	250	250
少数股东权益	2,058	5,756	6,500	7,000	7,800
净资产总值	43,954	56,686	67,634	75,544	83,696
股东权益	43,954	56,686	67,634	75,544	83,696

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)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息税前收益	12,696	14,725	16,838	18,963	20,585
折旧和摊销	591	789	1,291	1,358	1,400
营运资金变动	(36,567)	(35,231)	(21,462)	(24,800)	(26,300)
税务开支	(4,817)	(5,978)	(5,749)	(6,370)	(6,494)
其他	22,288	21,363	9,871	8,340	14,994
经营活动所得现金净额	(5,809)	(4,332)	790	(2,510)	4,184
购置固定资产	(5,334)	(4,942)	(2,606)	(2,250)	(3,495)
联营公司	-	(6)	(39)	(15)	(15)
其他	341	261	209	-	-
投资活动所得现金净额	(4,993)	(4,687)	(2,436)	(2,265)	(3,510)
股份发行	-	2,501	5,036	-	-
净银行借贷	19,463	4,580	931	8,000	4,500
股息	(1,793)	(1,690)	(4,677)	(3,840)	(4,518)
其他	315	3,521	-	-	-
融资活动所得现金净额	17,985	8,913	1,290	4,160	(18)
现金增加净额	7,182	(106)	(356)	(615)	657
年初现金及现金等价物	11,809	18,910	18,761	18,304	17,590
汇兑	(81)	(43)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	18,910	18,761	18,304	17,590	18,146
受限制现金	7,770	8,453	10,054	10,054	10,054
资产负债表的现金	26,680	27,214	28,359	27,644	28,201

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
销售组合 (%)					
物业发展	95.7	96.9	97.1	97.1	97.1
建筑	1.4	0.6	0.5	0.5	0.5
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.6	1.3	1.2	1.2	1.1
物业管理	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	49.7	34.8	21.7	10.6	12.3
毛利	23.9	16.0	10.5	12.9	10.2
净利润	24.2	20.1	3.5	11.0	7.8
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.3	26.1	23.7	24.2	23.7
税前利率	21.5	19.4	16.6	16.8	16.3
净利润率	13.6	12.1	10.3	10.3	9.9
核心净利润率	13.6	10.4	9.9	10.3	9.9
有效税率	34.3	35.2	33.8	34.3	34.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
平均应收账款周转天数	76.7	54.8	48.2	47.3	46.1
平均应付账款周转天数	612.5	663.1	647.6	650.1	642.5
平均存货周转天数	605.2	637.4	667.6	714.6	733.2
净负债/ 总权益比率 (%)	64.3	54.2	45.4	51.3	50.6
回报率 (%)					
资本回报率	19.4	18.0	15.7	15.6	15.1
资产回报率	4.1	3.8	3.6	3.6	3.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.466	0.534	0.481	0.520	0.561
每股股息(人民币)	0.168	0.148	0.165	0.190	0.220
每股账面值(人民币)	2.38	2.79	2.99	3.34	3.71

来源: 公司及招银国际研究部

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-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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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(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。