

碧桂园 (2007 HK)

染蓝了

❖ 今日正式成为恒指蓝筹股。恒指公司于11月10日宣布，将碧桂园纳入恒生指数成分股，并于今日(12月4日)正式生效。生效后恒指成分股中将出现三家内房企业，包括**中海(688 HK, 买入)**和**华润置地(1109 HK, 买入)**。由于今年碧桂园销售增长强劲，我们相信投资者将对碧桂园最感兴趣。

❖ **SSGF 提高房屋质量并缩短工期。**我们近期参观了公司在东莞的一处工地，该工地采用了目前行业领先的SSGF工业化建造体系。所谓SSGF，即以“Sci-tech 科技创新”、“Safe & share 安全共享”、“Green 绿色可续”、“Fine & fast 优质高效”为四大核心理念的新型建筑体系。具体而言，该体系运用包括附着式爬架、铝合金模板、全现浇混凝土外墙、高精度地面、楼层截水系统、预制墙板、整体卫浴、高压水枪拉毛、自愈合防水、预制PC构件、PVC墙纸、全穿插施工等12项核心工艺。相比传统建筑体系，SSGF，房屋质量有了明显提高，同时建造一座30层的建筑的工期也由原来的25.1个月缩短至15.8个月。尽管建安成本每平方米上升了150元人民币(约3-5%的升幅)，但由于工期缩短，公司可以抵销财务费用和其他与工期成正比的费用。目前公司广深区域约40%的工地已经在用了SSGF建筑体系，未来SSGF将逐步扩展到公司所有项目中。

❖ **到2020年将提供100万套长租公寓。**目前国家正大力推动房屋租赁市场，长租公寓成为房地产行业新发展方向。碧桂园作为行业龙头，也积极布局租赁市场，并计划到2020年提供100万套的长租公寓。此外，科技小镇作为碧桂园推出的特色小镇也是公司重点发展项目。公司计划在未来5年围绕一线和强二线城市打造约100个科技小镇。

❖ **上调预测及目标价。**根据克而瑞数据显示，公司前11个月的销售已经超过5,000亿元人民币，达5,348亿元人民币，同比增长85.6%，销售排名位列第一。在销售大幅增长以及工期缩短加快周转的推动下，我们分别上调2017-2019年的净利润预测9.8%、8.6%及8.3%至202亿、248亿和303亿元人民币。今年前10个月，公司新增加9,469万平方米的土地储备，权益面积为6,996万平方米，总代价3,142亿元人民币。考虑到新购土地情况，我们推出2018年底的净资产预测为15.19港元，因此目标价由9.91港元调升至12.15港元，相等于20%的与净资产折让，重申持有评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	113,223	153,087	209,711	265,366	310,359
净利润(百万人民币)	9,276	11,517	20,156	24,818	30,309
EPS(人民币)	0.425	0.522	0.942	1.163	1.420
EPS变动(%)	(20.4)	22.6	80.5	23.5	22.1
市盈率(x)	25.7	21.0	11.6	9.4	7.7
市帐率(x)	3.8	3.4	2.7	2.3	1.9
股息率(%)	1.2	1.6	2.7	3.3	4.0
权益收益率(%)	14.2	16.4	23.5	24.0	24.1
净财务杠杆率(%)	46.9	48.7	46.5	41.6	40.9

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有 (维持)

目标价	HK\$12.15
(过去目标价)	HK\$9.91
潜在升幅	-5.7%
当前股价	HK\$12.88

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	274,257
3月平均流通量(百万港元)	621
5周内股价高/低(港元)	15.06/3.92
总股本(百万)	21,293

资料来源: 彭博

股东结构

杨惠妍	57.7%
平安	10.0%
自由流通	32.3%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.5%	-3.7%
3-月	13.7%	8.9%
6-月	31.8%	16.6%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: PwC

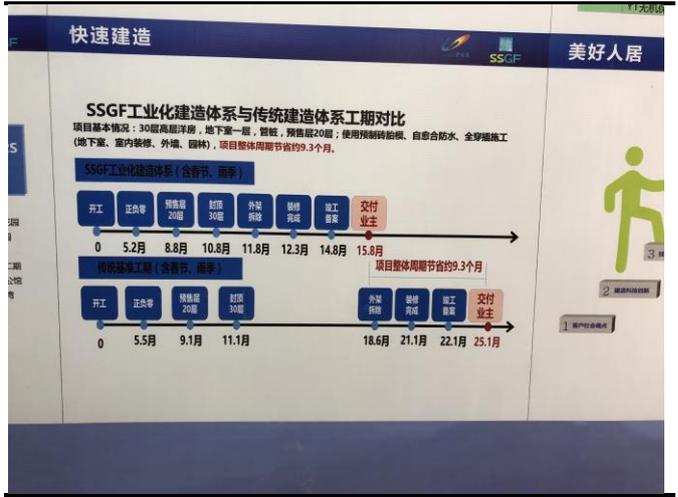
公司网站: www.countrygarden.com.cn

图一: SSGF 理念



来源: 公司, 招银国际

图二: 工期大为缩短



来源: 公司, 招银国际

图三: 全国科技小镇布局



来源: 公司, 招银国际

图四: 惠州科技小镇



来源: 公司, 招银国际

图五: 新盈利预测

	收入 (人民币百万)			净利润 (人民币百万)			EPS (人民币)		
	之前预测	最新预测	变动%	之前预测	最新预测	变动%	之前预测	最新预测	变动%
2017E	197,315	209,711	6.3%	18,399	20,156	9.5%	0.860	0.942	9.6%
2018E	247,314	265,366	7.3%	22,859	24,818	8.6%	1.071	1.163	8.6%
2019E	289,769	310,359	7.1%	27,979	30,309	8.3%	1.311	1.420	8.3%

来源: 招银国际预测

图 6: 2018 年底的净资产预测

	人民币 百万	港币 百万	每股净资产 产 (HK\$)	% of NAV	注
在建物业	288,936	339,924	15.96	105%	WACC 8.7%
投资物业	9,900	11,647	0.55	4%	账面价值
酒店	25,819	30,376	1.43	9%	
总额	324,655	381,947	17.94	118%	
净负债	(49,793)	(58,580)	(2.75)	-18%	2018年底
净资产	274,862	323,367	15.19	100%	

来源: 招银国际预测

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	113,223	153,087	209,711	265,366	310,359
物业发展	109,460	148,180	203,464	258,143	302,000
建筑	746	1,143	1,543	1,775	2,041
租金	92	97	146	163	183
酒店	1,455	1,708	2,305	2,582	2,892
物业管理	1,469	1,959	2,253	2,704	3,244
销售成本	(90,359)	(120,851)	(161,704)	(203,775)	(236,809)
毛利	22,863	32,236	48,007	61,591	73,551
销售费用	(4,689)	(7,384)	(7,969)	(9,288)	(10,552)
行政费用	(3,230)	(4,970)	(8,808)	(10,615)	(12,104)
其他收益	424	1,530	2,087	282	317
息税前收益	15,369	21,413	33,317	41,970	51,211
融资成本	(1,290)	(1,095)	(1,036)	(973)	(960)
联营公司	(56)	362	639	825	986
特殊收入	810	712	159	-	-
税前利润	14,833	21,391	33,080	41,822	51,237
所得税	(5,121)	(7,727)	(11,979)	(15,625)	(19,108)
永续债	(356)	(1,410)	-	-	-
非控制股东权益	(79)	(737)	(945)	(1,380)	(1,820)
净利润	9,276	11,517	20,156	24,818	30,309
核心净利润	9,707	10,983	20,036	24,818	30,309

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	89,940	106,736	129,255	138,520	147,350
物业、厂房及设备	74,799	75,756	84,800	90,800	96,000
联营公司	1,688	11,185	16,200	18,000	20,000
投资物业	8,686	9,773	9,500	9,900	10,200
无形资产	122	239	305	320	350
其他	4,645	9,783	18,450	19,500	20,800
流动资产	272,016	484,836	670,896	735,957	787,447
现金及现金等价物	47,878	96,491	116,196	122,207	123,727
应收贸易款项	42,242	117,322	185,000	200,800	217,500
存货	171,200	249,472	336,000	378,000	409,800
金融资产	1,206	7,508	8,500	8,950	9,220
其他	9,490	14,042	25,200	26,000	27,200
流动负债	201,595	405,314	564,542	608,642	633,992
借债	22,778	38,720	43,500	40,000	38,000
应付贸易账款	169,901	344,198	498,000	545,000	572,000
应付税项	8,905	15,310	16,400	17,000	17,350
关连款项	-	-	-	-	-
其他	10	7,085	6,642	6,642	6,642
非流动负债	71,021	104,642	133,970	146,000	158,250
借债	66,966	97,477	120,000	132,000	144,000
递延税项	3,816	6,928	13,720	13,750	14,000
其他	240	237	250	250	250
少数股东权益	4,522	11,487	15,980	16,400	16,920
永续债	19,528	-	-	-	-
净资产总值	65,291	70,128	85,659	103,435	125,635
股东权益	65,291	70,128	85,659	103,435	125,635

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	15,369	21,413	33,317	41,970	51,211
折旧和摊销	830	1,001	1,133	1,172	1,225
营运资金变动	(22,122)	(51,160)	(75,995)	(22,800)	(33,500)
税务开支	(6,145)	(9,919)	(4,098)	(14,995)	(18,508)
其他	(5,522)	79,929	58,042	3,855	3,599
经营活动所得现金净额	(17,590)	41,263	12,399	9,202	4,027
购置固定资产	(3,820)	(6,064)	(1,722)	(2,496)	(2,145)
联营公司	(1,888)	(6,955)	(5,015)	(1,800)	(2,000)
其他	(957)	(7,439)	(5,539)	(500)	(400)
投资活动所得现金净额	(6,666)	(20,457)	(12,277)	(4,796)	(4,545)
股份发行	4,951	(3,535)	(641)	-	-
净银行借贷	24,335	32,099	27,303	8,500	10,000
股息	(5,099)	(1,109)	(5,397)	(7,042)	(8,109)
其他	17,483	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	41,670	27,454	21,265	1,458	1,891
现金增加净额	17,414	48,260	21,386	5,864	1,373
年初现金及现金等价物	18,761	36,241	84,647	106,180	112,191
汇兑	66	147	147	147	147
年末现金及现金等价物	36,241	84,647	106,180	112,191	113,711
受限制现金	11,637	11,844	10,016	10,016	10,016
资产负债表上的现金	47,878	96,491	116,196	122,207	123,727

来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)					
物业发展	96.7	96.8	97.0	97.3	97.3
建筑	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
物业管理	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
收入	33.9	35.2	37.0	26.5	17.0
毛利	3.7	41.0	48.9	28.3	19.4
净利润	(9.3)	24.2	75.0	23.1	22.1
盈利能力比率(%)					
毛利率	20.2	21.1	22.9	23.2	23.7
税前利率	13.1	14.0	15.8	15.8	16.5
净利润率	8.2	7.5	9.6	9.4	9.8
核心净利润率	8.6	7.2	9.6	9.4	9.8
有效税率	34.5	36.1	36.2	37.4	37.3
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	68.1	139.9	161.0	138.1	127.9
平均应付帐款周转天数	611.2	776.4	950.5	934.1	860.8
平均存货周转天数	610.9	635.3	660.8	639.5	607.1
净负债/总权益比率(%)	60.0	48.7	46.5	41.6	40.9
回报率(%)					
资本回报率	14.2	16.4	23.5	24.0	24.1
资产回报率	2.6	1.9	2.5	2.8	3.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.425	0.522	0.942	1.163	1.420
每股股息(人民币)	0.130	0.171	0.300	0.360	0.440
每股账面值(人民币)	2.89	3.25	4.01	4.85	5.89

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。