睿智投资

碧桂园(2007 HK, HK$3.08, 目标价: HK$4.24, 买入）— 项目调研反馈

碧桂园 (2007 HK)

评级	买入
收市价	HK$3.08
目标价	HK$4.24
市值 (港币百万)	68,940
过去 3 月平均交易 (港币百万)	55.2
52 周高/低 (港币)	3.72/2.38
发行股数 (百万)	22,383
主要股东	杨惠妍(53.6%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.3%	-1.2%
3 月	-1.6%	-4.8%
6 月	-1.3%	6.1%

来源:彭博

过去一年股价

来源:彭博

- **炽热的深圳楼市烧起东莞。**我们拜访了两个碧桂园的东莞楼盘，分别为松湖碧桂园及碧桂园翡翠湾。因为邻近深圳，东莞的项目吸引深圳居民入市，虽然东莞的房价自 2015 年 4 月起上升接近 1 倍，仍然吸引大量买家，估计最近在东莞销售的楼盘约七成买家来自深圳。碧桂园在深圳毗邻地区(包括东莞及惠州)的可售货源达 1,544 亿元(人民币，下同)，或相等于 2,045 万平方米的楼面面积。事实上，碧桂园持有以一线城市渗透出来需求为目标的可售货源高达 2,109 亿元。

- **马来西亚项目吸引中国买家。**我们也参观了碧桂园位于马来西亚柔佛的森林城市项目，碧桂园与当地政府分别占股权 60%及 40%。森林城市拥有 4 个人工海岛，总土地面积为 20 平方公米，公司估计总投资金额达 2,500 亿元及开发时间长达 20 年。因为森林城市分期发展，所需资金不多，公司坚持「以销定产」的开发方式，并预期在第一年便产生正现金流。目前，森林城市的已投资总额为 28.7 亿马元，销售自去年底开始，反应热烈，尤其是来自中国的买家。长远来说，森林城市的目标客户为国际买家。

- **很大机会调高销售目标。**碧桂园 2016 年 1-4 月的合同销售金额及面积分别增加 167%至 649 亿元及 116%至 830 万平方米，相等于 2016 年销售目标 1,680 亿元的 38.6%。因为销售增 8 较预期为佳，我们相信公司于公布中期业绩时将会调高全年销售目标

- **偿还部份永续债。**公司于 2015 年底持有的永续债总额 195 亿元，其中的 30 亿元已经偿还，余下的 165 亿元于今年 11 月到期时会归还。因为归还永续债，我们预期净负债比率由 2015 年底的 46.9%上升至 2016 年的 70.2%。但最近的股份回购令我们的 2016 年每股资产净值预测由原本的 7.00 港元上升至 7.06 港元，我们将目标价由 4.20 港元上升至 4.24 港元，较每股资产净值折让 40%，上升空间为 31.2%，维持**买入**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	84,549	113,223	117,847	145,533	157,345
净利润 (百万元人民币)	10,229	9,276	8,969	12,617	13,797
每股收益 (人民币)	0.534	0.425	0.400	0.563	0.616
每股收益变动 (%)	14.6	(20.4)	(6.0)	40.9	9.4
市盈率(x)	4.8	6.1	6.5	4.6	4.2
市帐率 (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	5.7	5.0	4.6	6.6	7.3
权益收益率 (%)	18.0	14.2	12.6	15.6	15.2
净财务杠杆率 (%)	53.9	46.9	70.2	69.8	65.0

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	**84,549**	**113,223**	**117,847**	**145,533**	**157,345**
物业发展	81,898	109,460	113,400	140,400	151,385
建筑	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
物业管理	964	1,469	1,910	2,292	2,751
销售成本	(62,494)	(90,359)	(93,488)	(115,005)	(123,772)
毛利	**22,055**	**22,863**	**24,359**	**30,529**	**33,573**
销售费用	(4,356)	(4,689)	(4,714)	(6,112)	(6,608)
行政费用	(3,160)	(3,230)	(3,535)	(4,657)	(5,350)
其他收益	186	424	112	132	142
息税前收益	**14,725**	**15,369**	**16,222**	**19,891**	**21,756**
融资成本	(196)	(1,290)	159	112	107
联营公司	(40)	(56)	(60)	(80)	(85)
特殊收入	1,880	810	-	-	-
税前利润	**16,369**	**14,833**	**16,321**	**19,924**	**21,778**
所得税	(5,757)	(5,121)	(5,569)	(7,107)	(7,737)
永续债	(207)	(356)	(1,663)	-	-
非控制股东权益	(176)	(79)	(120)	(200)	(245)
净利润	**10,229**	**9,276**	**8,969**	**12,617**	**13,797**
核心净利润	**9,238**	**9,707**	**8,969**	**12,617**	**13,797**

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	**75,415**	**89,940**	**93,037**	**100,417**	**106,837**
物业、厂房及设备	65,316	74,799	78,500	85,200	90,800
联营公司	56	1,688	2,000	2,180	2,400
投资物业	7,036	8,686	9,000	9,400	9,800
无形资产	29	122	122	122	122
其他	2,979	4,645	3,415	3,515	3,715
流动资产	**192,617**	**272,016**	**281,049**	**317,374**	**348,643**
现金及现金等价物	27,214	47,878	38,443	42,368	46,637
应收贸易款项	25,371	42,242	49,800	54,000	58,800
存货	131,292	171,200	182,000	210,000	232,000
金融资产	-	1,206	1,206	1,206	1,206
其他	8,740	9,490	9,600	9,800	10,000
流动负债	**156,623**	**201,595**	**221,500**	**245,200**	**263,000**
借债	14,929	22,778	20,000	22,000	20,000
应付贸易账款	132,717	169,901	192,000	214,200	233,600
应付税项	8,976	8,905	9,500	9,000	9,400
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	10	-	-	-
非流动负债	**48,967**	**71,021**	**76,250**	**85,750**	**95,050**
借债	46,139	66,966	72,000	81,000	90,000
递延税项	2,588	3,816	4,000	4,500	4,800
其他	240	240	250	250	250
少数股东权益	**2,666**	**4,522**	**5,400**	**6,200**	**6,800**
永续债	**3,090**	**19,528**	**-**	**-**	**-**
净资产总值	**56,686**	**65,291**	**70,936**	**80,641**	**90,630**
股东权益	**56,686**	**65,291**	**70,936**	**80,641**	**90,630**

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	14,725	15,369	16,222	19,891	21,756
折旧和摊销	789	1,291	1,466	1,506	1,561
营运资金变动	(35,231)	(22,122)	(7,743)	(27,000)	(20,400)
税务开支	(5,978)	(6,145)	(4,791)	(7,107)	(7,037)
其他	21,363	(5,983)	(10,970)	11,402	9,046
经营活动所得现金净额	**(4,332)**	**(17,590)**	**(5,816)**	**(1,308)**	**4,926**
购置固定资产	(4,942)	(3,820)	(2,229)	(2,575)	(3,530)
联营公司	(6)	(1,888)	(312)	(180)	(220)
其他	261	(957)	643	-	-
投资活动所得现金净额	**(4,687)**	**(6,666)**	**(1,898)**	**(2,755)**	**(3,750)**
股份发行	2,501	4,951	(1,080)	-	-
净银行借贷	4,580	24,335	2,256	11,000	7,000
股息	(1,690)	(5,099)	(2,797)	(2,912)	(3,807)
其他	3,521	17,483	-	-	-
融资活动所得现金净额	**8,913**	**41,670**	**(1,621)**	**8,088**	**3,193**
现金增加净额	**(106)**	**17,414**	**(9,335)**	**4,025**	**4,369**
年初现金及现金等价物	18,910	18,761	36,241	26,806	30,731
汇兑	(43)	66	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	**18,761**	**36,241**	**26,806**	**30,731**	**35,000**
受限制现金	8,453	11,637	11,637	11,637	11,637
资产负债表的现金	**27,214**	**47,878**	**38,443**	**42,368**	**46,637**

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	96.9	96.7	96.2	96.5	96.2
建筑	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.3	1.3	1.4	1.2	1.3
物业管理	1.1	1.3	1.6	1.6	1.7
总额	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
收入	34.8	33.9	4.1	23.5	8.1
毛利	16.0	3.7	6.5	25.3	10.0
净利润	20.1	(9.3)	(3.3)	40.7	9.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.1	20.2	20.7	21.0	21.3
税前利率	19.4	13.1	13.8	13.7	13.8
净利润率	12.1	8.2	7.6	8.7	8.8
核心净利润率	10.9	8.6	7.6	8.7	8.8
有效税率	35.2	34.5	34.1	35.7	35.5
资产负债比率					
流动比率 （x）	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	54.8	68.1	77.1	67.7	68.2
平均应付帐款周转天数	663.1	611.2	706.5	644.6	660.3
平均存货周转天数	637.4	610.9	689.5	622.1	651.7
净负债/ 总权益比率 （%）	57.0	60.0	70.2	69.8	65.0
回报率 (%)					
资本回报率	18.0	14.2	12.6	15.6	15.2
资产回报率	3.8	2.6	2.4	3.0	3.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.534	0.425	0.400	0.563	0.616
每股股息(人民币)	0.148	0.130	0.120	0.170	0.190
每股账面值(人民币)	2.79	2.89	3.17	3.60	4.05

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之分析员，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，请与我们联络。

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人。