

**碧桂园(2007 HK, HK\$3.06, 目标价: HK\$4.87, 买入) — 供股摊薄每股资产净值**

- ❖ **每持有 15 现有股份可供一股。**碧桂园在 8 月 27 日宣布供股计划，股东每持有 15 股现有股份可以每股 2.5 港元认购一股供股股份，供股股份股数等于扩大后股份的 6.25%。认购价较 8 月 27 日的收市价 3.62 港元低 30.9%，也较我们之前的 2014 年底每股资产净值预测 7.31 港元折让 65.8%，供股后筹集资金约 31.5 亿港元，公司将偿还包括 2014 年优先票据的借贷。买卖未缴股款供股股份(2952 HK)的首日及最后日期分别为 9 月 24 日及 10 月 3 日，缴足股款供股股份的首日的买卖日期预期为 10 月 16 日。
- ❖ **净负债比率减少 7.1 个百分点。**净负债总额由 2014 年 6 月底的 331 亿元(人民币·下同)减至完成供股后的 306 亿元，所以净负债比率由 2014 年 6 月底的 60.4% 下降至完成供股后的 53.3%，财政状况健康。
- ❖ **2014 年 1-8 月份合同销售增长 39% 至 725 亿元。**2014 年 1-8 月份合同销售金额及面积分别上升 39.7% 至 725 亿元及 39.8% 至 1,081 万平方米，公司截至 8 月底已完成今年销售目标 1280 亿元的 56.6%。由 9-12 月，碧桂园每月需平均完成销售 139 亿元才能达成全年销售目标，不过对公司而言会有一定的难度，因为由 1-8 月的平均月销售金额为 90.6 亿元。
- ❖ **摊薄资产净值 5%。**因为在完成供股后会发行新股，我们分别下调碧桂园 2014-16 年的每股盈利预测 0.9% 至 0.540 元、6.2% 至 0.554 元及 6.2% 至 0.658 元。虽然供股价是较我们之前估计的 2014 年底每股资产净值折让 65.8%，但新发行的股数只占扩大后股份的 6.25%，所以在完成供股后，我们预计的 2014 年底每股资产净值由之前的 7.31 港元降至 6.95 港元，目标价由 5.12 港元下调至 4.87 港元，目标价与每股资产净值折让为 30%，评级维持为买入。

**碧桂园 (2007 HK)**

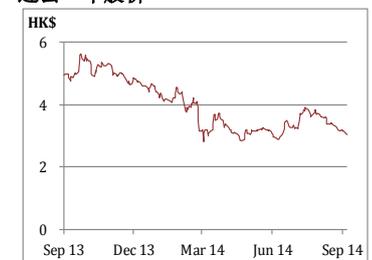
评级	买入
收市价	HK\$3.06
目标价	HK\$4.87
市值(港币百万)	62,277
过去 3 月平均交易(港币百万)	157
52 周高/低(港币)	5.67/2.78
发行股数(百万)	20,352
主要股东	杨惠妍(59.5%)

来源: 彭博

**股价表现**

	绝对	相对
1 月	-14.8%	-10.7%
3 月	6.0%	1.2%
6 月	-3.5%	-12.0%

来源: 彭博

**过去一年股价**

**财务资料**

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万元人民币)	41,891	62,682	71,451	82,502	97,585
净利润(百万元人民币)	6,853	8,514	10,228	11,281	13,389
每股收益(人民币)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股收益变动(%)	8.7	22.6	15.8	2.6	18.7
市盈率(x)	6.4	5.2	4.5	4.4	3.7
市帐率(x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	5.7	6.9	6.9	8.2	9.8
权益收益率(%)	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
净财务杠杆率(%)	51.1	63.7	52.7	52.5	50.2

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>41,891</b>	<b>62,682</b>	<b>71,451</b>	<b>82,502</b>	<b>97,585</b>
物业发展	40,012	60,043	68,435	79,100	93,743
建筑	314	867	1,040	1,196	1,376
酒店	972	995	1,074	1,160	1,253
物业管理	592	777	901	1,046	1,213
销售成本	(26,551)	(43,713)	(49,546)	(56,750)	(67,265)
<b>毛利</b>	<b>15,340</b>	<b>18,969</b>	<b>21,905</b>	<b>25,753</b>	<b>30,319</b>
销售费用	(2,186)	(4,304)	(5,002)	(5,363)	(6,245)
行政费用	(1,568)	(2,033)	(2,501)	(2,888)	(3,415)
其他收益	103	64	82	77	87
<b>息税前收益</b>	<b>11,688</b>	<b>12,696</b>	<b>14,485</b>	<b>17,579</b>	<b>20,746</b>
融资成本	(126)	803	224	212	223
联营公司	(94)	(26)	(40)	50	80
特殊收入	74	-	1,244	-	-
<b>税前利润</b>	<b>11,542</b>	<b>13,473</b>	<b>15,913</b>	<b>17,841</b>	<b>21,048</b>
所得税	(4,657)	(4,625)	(5,471)	(6,168)	(7,282)
非控制股东权益	(32)	(334)	(214)	(392)	(377)
<b>净利润</b>	<b>6,853</b>	<b>8,514</b>	<b>10,228</b>	<b>11,281</b>	<b>13,389</b>
<b>核心净利润</b>	<b>6,853</b>	<b>8,514</b>	<b>9,295</b>	<b>11,281</b>	<b>13,389</b>

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>40,611</b>	<b>60,026</b>	<b>66,238</b>	<b>70,745</b>	<b>74,750</b>
物业、厂房及设备	38,705	57,773	58,620	63,320	67,120
联营公司	114	57	80	95	110
投资物业	118	112	5,500	5,800	6,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,674	2,083	2,038	1,530	1,520
<b>流动资产</b>	<b>95,911</b>	<b>146,214</b>	<b>160,364</b>	<b>180,468</b>	<b>205,282</b>
现金及现金等价物	16,860	26,680	23,964	23,968	26,682
应收贸易款项	17,124	26,378	28,000	30,000	32,000
存货	58,000	86,966	102,000	120,000	140,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	3,927	6,189	6,400	6,500	6,600
<b>流动负债</b>	<b>68,707</b>	<b>114,904</b>	<b>116,250</b>	<b>128,100</b>	<b>141,100</b>
借债	9,096	12,434	8,000	8,500	8,500
应付贸易账款	52,384	94,333	100,000	111,000	124,000
应付税项	7,227	8,137	8,250	8,600	8,600
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>28,930</b>	<b>45,324</b>	<b>49,550</b>	<b>53,550</b>	<b>59,550</b>
借债	27,817	43,815	48,000	52,000	58,000
递延税项	924	1,270	1,300	1,300	1,300
其他	190	240	250	250	250
<b>少数股东权益</b>	<b>1,307</b>	<b>2,058</b>	<b>5,600</b>	<b>6,500</b>	<b>7,000</b>
<b>净资产总值</b>	<b>37,577</b>	<b>43,954</b>	<b>55,202</b>	<b>63,063</b>	<b>72,382</b>
<b>股东权益</b>	<b>37,577</b>	<b>43,954</b>	<b>55,202</b>	<b>63,063</b>	<b>72,382</b>

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	11,688	12,696	14,485	17,579	20,746
折旧和摊销	389	463	808	1,085	1,148
营运资金变动	(11,329)	(36,567)	(22,570)	(17,000)	(18,000)
税务开支	(3,466)	(4,817)	(5,328)	(5,818)	(7,282)
其他	235	22,416	14,590	5,568	6,629
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>(2,483)</b>	<b>(5,809)</b>	<b>1,984</b>	<b>1,413</b>	<b>3,239</b>
购置固定资产	(3,896)	(5,334)	(6,356)	(2,375)	(2,340)
联营公司	(5)	-	(23)	(15)	(15)
其他	(68)	341	240	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(3,969)</b>	<b>(4,993)</b>	<b>(6,140)</b>	<b>(2,390)</b>	<b>(2,355)</b>
股份发行	1,735	-	2,523	-	-
净银行借贷	7,878	19,463	(249)	4,500	6,000
股息	(81)	(1,793)	(1,503)	(3,419)	(4,070)
其他	995	315	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>10,527</b>	<b>17,985</b>	<b>772</b>	<b>1,081</b>	<b>1,930</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>4,075</b>	<b>7,182</b>	<b>(3,384)</b>	<b>104</b>	<b>2,814</b>
年初现金及现金等价物	7,744	11,809	18,910	15,426	15,430
汇兑	(10)	(81)	(100)	(100)	(100)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>11,809</b>	<b>18,910</b>	<b>15,426</b>	<b>15,430</b>	<b>18,144</b>
受限制现金	5,051	7,770	8,538	8,538	8,538
<b>资产负债表的现金</b>	<b>16,860</b>	<b>26,680</b>	<b>23,964</b>	<b>23,968</b>	<b>26,682</b>

来源: 公司及招銀国际研究部

**主要比率**

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>销售组合(%)</b>					
物业发展	95.5	95.8	95.8	95.9	96.1
建筑	0.8	1.4	1.5	1.5	1.4
酒店	2.3	1.6	1.5	1.4	1.3
物业管理	1.4	1.2	1.3	1.3	1.2
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>撥 (%)</b>					
收入	20.6	49.6	14.0	15.5	18.3
毛利	27.9	23.7	15.5	17.6	17.7
净利润	17.9	24.2	20.1	10.3	18.7
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	36.6	30.3	30.7	31.2	31.1
税前利率	27.6	21.5	22.3	21.6	21.6
净利润率	16.4	13.6	14.3	13.7	13.7
核心净利润率	16.4	13.6	13.0	13.7	13.7
有效税率	40.4	34.3	34.4	34.6	34.6
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	74.6	76.8	71.5	66.4	59.8
平均应付帐款周转天数	639.6	612.5	715.8	678.6	637.6
平均存货周转天数	683.9	605.2	696.1	713.9	705.4
净负债/ 总权益比率 (%)	51.6	64.3	52.7	52.5	50.2
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
资产回报率	5.0	4.1	4.5	4.5	4.8
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股股息(人民币)	0.139	0.168	0.168	0.200	0.240
每股账面值(人民币)	2.06	2.38	2.71	3.10	3.56

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上责任。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个人。