

碧桂园 (2007 HK)

增加新业务投放开支



买入 (维持)

目标价	HK\$16.04
(过去目标价)	HK\$18.55
潜在升幅	50.5%
当前股价	HK\$10.66

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)	230,764
3月平均流通量(百万港元)	372.43
52周内股价高/低(港元)	16.92/7.71
总股本(百万)	21,648

资料来源: 彭博

股东结构

杨惠妍	57.23%
平安	8.99%
自由流通	33.78%

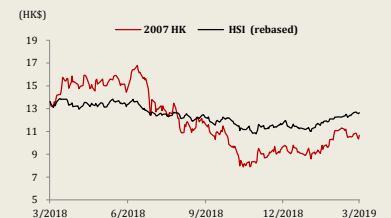
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.2%	-3.5%
3-月	10.0%	2.5%
6-月	-11.9%	-12.8%

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

- ❖ **今年首月销售回落。**2018 全年, 碧桂园实现权益销售 5,019 亿元(人民币, 下同), 增长 31.3%; 权益销售面积 5,416 万平方米, 增长 23.1%。然而, 受宏观经济下行及市场情绪转淡影响, 今年首月, 公司权益销售下滑 33.7% 至 331 亿元。我们认为市场整合不可避免, 而领先的开发商通过抢占市场份额, 部分抵消了整体市场下滑的影响。
- ❖ **800 亿元的机器人产业投资。**为了避免过度依赖房地产开发, 碧桂园将多元化其业务范围, 向机器人和农业产业探索发展。公司已宣布计划 5 年内在机器人领域投入至少 800 亿元, 投资设立全产业链所需的研发、设备制造工厂和供应链渠道, 打造机器人产业生态圈。将机器人更广泛地运用到建筑业、社区服务、生活起居等各类场景当中。同时, 碧桂园将用 5 年时间在顺德建成面积达 10 平方公里的“机器人谷”, 引进全球顶级机器人专家及研究人员。碧桂园旗下的机器人公司, 广东博智林机器人公司, 将专注于核心机器人技术, 并通过物联网, 人工智能, 云计算和大数据平台的研发来开发智能制造。该公司已在顺德总部对面开设了一家餐厅, 配备了烹饪机器人。机器人业务的最终目标是开发用于建筑业务的机器人。预计这些建筑机器人最快在 19 年底前投入使用。
- ❖ **现代农业的探索者。**碧桂园专注于三四线城市开发, 因此公司利用其强大的开发能力帮助农村地区的农业发展, 通过「公司+农户」的模式, 探索并建立现代农业经营模式。碧桂园通过旗下零售商店向消费者提供更安全, 更便宜和更多种类的农产品, 帮助农民提高产量和收入。另一方面, 农民财富不断积累, 将更有能力购买碧桂园的住宅, 形成良性循环。
- ❖ **简化组织结构以面对困难。**碧桂园证实公司会精简业务流程及优化组织架构, 让总部的部份人员下调至区域或地区的公司。原则上, 员工的职级及工资不变, 但我们不排除员工因转变岗位而自愿离开, 我们认为人员的调整是应对市场转变的良好策略。
- ❖ **下调盈利预测及目标价。**投资机器人和农业产业可能不会在 2019 年带来任何利润。相比之下, 碧桂园增加了这两项业务的研发费用。研发费用从 2017 年上半年的 7,800 万元扩大至 2018 年上半年的 3.31 亿元。此外, 由于与第三方共同开发的项目增加, 少数股东权益从当期利润扣除的收益将大于我们之前预测。因此, 我们将 2018 年的盈利预测下调 8.2% 至 332 亿元, 2019 年下调 12.4% 至 378 亿元。此外, 我们将 19 年末的预测每股净资产值下调至 29.17 港元以反映新收购的土地的影响。基于 45% 的折扣, 我们将目标价从 18.55 港元下调至 16.04 港元, 以反映市场对三四线城市的市场担忧。维持买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	153,087	226,900	352,774	443,354	548,996
净利润(百万人民币)	11,517	26,064	33,151	37,827	46,970
EPS(人民币)	0.522	1.228	1.529	1.740	2.161
EPS 变动(%)	22.6	135.4	24.5	13.8	24.2
市盈率(x)	17.6	7.5	6.0	5.3	4.2
市帐率(x)	2.8	2.1	1.6	1.3	1.1
股息率(%)	1.9	4.4	5.1	5.8	7.0
权益收益率(%)	16.4	27.8	27.0	25.2	25.5
净财务杠杆率(%)	48.7	56.9	53.5	56.6	55.2

资料来源: 公司及招银国际研究预测

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	153,087	226,900	352,774	443,354	548,996
物业发展	148,180	220,157	344,970	435,714	540,000
建筑	1,143	2,305	4,148	5,393	6,471
租金	97	108	215	258	297
酒店	1,708	1,674	1,808	1,988	2,227
物业管理	1,959	2,656	1,632	-	-
销售成本	(120,851)	(168,114)	(265,236)	(332,995)	(412,300)
毛利	32,236	58,785	87,538	110,359	136,695
其他收益	1,530	2,611	2,550	1,430	1,620
销售费用	(7,384)	(10,002)	(12,347)	(15,074)	(18,666)
行政费用	(4,970)	(8,301)	(11,994)	(17,291)	(21,411)
研发费用	-	-	(882)	(1,552)	(1,921)
息税前收益	21,413	43,093	64,864	77,872	96,317
融资成本	(1,095)	3,276	757	585	350
联营公司	362	(352)	(180)	80	90
特殊收入	712	505	539	-	-
税前利润	21,391	46,522	65,980	78,538	96,757
所得税	(7,727)	(17,770)	(26,629)	(32,511)	(40,167)
永续债	(1,410)	-	-	-	-
非控制股东权益	(737)	(2,688)	(6,200)	(8,200)	(9,620)
净利润	11,517	26,064	33,151	37,827	46,970
核心净利润	10,983	24,690	32,747	37,827	46,970

资料来源：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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	106,736	181,754	240,580	262,930	278,150
物业、厂房及设备	75,756	122,894	172,000	191,000	203,500
联营公司	11,185	30,930	34,200	35,800	37,300
投资物业	9,773	8,338	13,000	13,800	14,500
无形资产	239	392	580	630	650
其他	9,783	19,200	20,800	21,700	22,200
流动资产	484,836	867,915	1,079,983	1,134,725	1,253,684
现金及现金等价物	96,491	148,402	165,783	155,525	164,484
应收贸易款项	117,322	270,541	325,000	350,000	380,000
存货	249,472	393,060	560,000	600,000	680,000
金融资产	7,508	40,615	4,200	4,200	4,200
其他	14,042	15,297	25,000	25,000	25,000
流动负债	405,314	769,537	985,500	1,009,200	1,085,800
借债	38,720	68,281	102,000	85,000	90,000
应付贸易账款	344,198	330,884	380,000	400,000	438,000
应付税项	15,310	21,607	23,500	24,200	25,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	7,085	348,764	480,000	500,000	532,000
非流动负债	104,642	163,521	174,000	198,500	218,500
借债	97,477	146,484	150,000	178,000	200,000
递延税项	6,928	16,448	23,500	20,000	18,000
其他	237	589	500	500	500
少数股东权益	11,487	22,941	38,500	40,000	43,000
净资产总值	70,128	93,671	122,563	149,955	184,534
股东权益	70,128	93,671	122,563	149,955	184,534

资料来源：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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	21,413	43,093	64,864	77,872	96,317
折旧和摊销	1,001	1,133	1,147	1,370	1,446
营运资金变动	(51,160)	(348,551)	(172,283)	(45,000)	(72,000)
税务开支	(9,919)	(19,115)	(17,684)	(35,311)	(40,567)
其他	79,929	347,524	117,207	(4,980)	13,293
经营活动所得现金净额	41,263	24,084	(6,749)	(6,048)	(1,511)
购置固定资产	(6,064)	(9,642)	(6,083)	(3,025)	(2,488)
联营公司	(6,955)	(16,682)	(3,270)	(1,600)	(1,500)
其他	(7,439)	(18,060)	(998)	(200)	(200)
投资活动所得现金净额	(20,457)	(44,385)	(10,350)	(4,825)	(4,188)
股份发行	(3,535)	(1,216)	6,619	-	-
净银行借贷	32,099	80,577	37,235	11,000	27,000
股息	(1,109)	(5,382)	(9,424)	(10,435)	(12,392)
其他	-	(1,157)	-	-	-
融资活动所得现金净额	27,454	72,822	34,430	565	14,608
现金增加净额	48,260	52,521	17,331	(10,308)	8,909
年初现金及现金等价物	36,241	84,647	137,084	154,465	144,207
汇兑	147	(84)	50	50	50
年末现金及现金等价物	84,647	137,084	154,465	144,207	153,166
受限制现金	11,844	11,318	11,318	11,318	11,318
资产负债表上的现金	96,491	148,402	165,783	155,525	164,484

资料来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业发展	96.8	97.0	97.8	98.3	98.4
建筑	0.7	1.0	1.2	1.2	1.2
租金	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
酒店	1.1	0.7	0.5	0.4	0.4
物业管理	1.3	1.2	0.5	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

收入	35.2	48.2	55.5	25.7	23.8
毛利	41.0	82.4	48.9	26.1	23.9
净利润	24.2	126.3	27.2	14.1	24.2

盈利能力比率(%)

毛利率	21.1	25.9	24.8	24.9	24.9
税前利率	14.0	20.5	18.7	17.7	17.6
净利润率	7.5	11.5	9.4	8.5	8.6
核心净利润率	7.2	10.9	9.3	8.5	8.6
有效税率	36.1	38.2	40.4	41.4	41.5

资产负债比率

流动比率(x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
平均应收账款周转天数	139.9	217.6	168.1	144.1	126.3
平均应付账款周转天数	583.6	732.8	489.1	427.5	370.9
平均存货周转天数	635.3	697.5	655.8	635.7	566.6
净负债/总权益比率(%)	48.7	56.9	53.5	56.6	55.2

回报率(%)

资本回报率	16.4	27.8	27.0	25.2	25.5
资产回报率	1.9	2.5	2.5	2.7	3.1

每股数据

每股盈利(人民币)	0.522	1.228	1.529	1.740	2.161
每股股息(人民币)	0.171	0.400	0.465	0.530	0.640
每股账面值(人民币)	3.25	4.40	5.64	6.90	8.49

资料来源: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。