

碧桂園(2007 HK, HK\$3.08, 目標價: HK\$4.24, 買入) — 項目調研反饋

- ❖ **熾熱的深圳樓市燒起東莞。**我們拜訪了兩個碧桂園的東莞樓盤，分別為松湖碧桂園及碧桂園翡翠灣。因為鄰近深圳，東莞的項目吸引深圳居民入市，雖然東莞的房價自2015年4月起上升接近1倍，仍然吸引大量買家，估計最近在東莞銷售的樓盤約七成買家來自深圳。碧桂園在深圳毗鄰地區(包括東莞及惠州)的可售貨源達1,544億元(人民幣·下同)，或相等於2,045萬平方米的樓面面積。事實上，碧桂園持有以一線城市滲透出來需求為目標的可售貨源高達2,109億元。
- ❖ **馬來西亞項目吸引中國買家。**我們也參觀了碧桂園位於馬來西亞柔佛的森林城市項目，碧桂園與當地政府分別佔股權60%及40%。森林城市擁有4個人工海島，總土地面積為20平方公里，公司估計總投資金額達2,500億元及開發時間長達20年。因為森林城市分期發展，所需資金不多，公司堅持「以銷定產」的開發方式，並預期在第一年便產生正現金流。目前，森林城市的已投資總額為28.7億馬元，銷售自去年底開始，反應熱烈，尤其是來自中國的買家。長遠來說，森林城市的目標客戶為國際買家。
- ❖ **很大機會調高銷售目標。**碧桂園2016年1-4月的合同銷售金額及面積分別增加167%至649億元及116%至830萬平方米，相等於2016年銷售目標1,680億元的38.6%。因為銷售增8較預期為佳，我們相信公司於公佈中期業績時將會調高全年銷售目標
- ❖ **償還部份永續債。**公司於2015年底持有的永續債總額195億元，其中的30億元已經償還，餘下的165億元於今年11月到期時會歸還。因為歸還永續債，我們預期淨負債比率由2015年底的46.9%上升至2016年的70.2%。但最近的股份回購令我們的2016年每股資產淨值預測由原本的7.00港元上升至7.06港元，我們將目標價由4.20港元上升至4.24港元，較每股資產淨值折讓40%，上升空間為31.2%，維持**買入**評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	84,549	113,223	117,847	145,533	157,345
淨利潤(百萬元人民幣)	10,229	9,276	8,969	12,617	13,797
每股收益(人民幣)	0.534	0.425	0.400	0.563	0.616
每股收益變動(%)	14.6	(20.4)	(6.0)	40.9	9.4
市盈率(x)	4.8	6.1	6.5	4.6	4.2
市帳率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	5.7	5.0	4.6	6.6	7.3
權益收益率(%)	18.0	14.2	12.6	15.6	15.2
淨財務槓杆率(%)	53.9	46.9	70.2	69.8	65.0

來源: 公司及招銀國際研究部

碧桂園(2007 HK)

	買入
評級	買入
收市價	HK\$3.08
目標價	HK\$4.24
市值(港幣百萬)	68,940
過去3月平均交易(港幣百萬)	55.2
52周高/低(港幣)	3.72/2.38
發行股數(百萬)	22,383
主要股東	楊惠妍(53.6%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-0.3%	-1.2%
3月	-1.6%	-4.8%
6月	-1.3%	6.1%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	84,549	113,223	117,847	145,533	157,345
物業發展	81,898	109,460	113,400	140,400	151,385
建築	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
物業管理	964	1,469	1,910	2,292	2,751
銷售成本	(62,494)	(90,359)	(93,488)	(115,005)	(123,772)
毛利	22,055	22,863	24,359	30,529	33,573
銷售費用	(4,356)	(4,689)	(4,714)	(6,112)	(6,608)
行政費用	(3,160)	(3,230)	(3,535)	(4,657)	(5,350)
其他收益	186	424	112	132	142
息稅前收益	14,725	15,369	16,222	19,891	21,756
融資成本	(196)	(1,290)	159	112	107
聯營公司	(40)	(56)	(60)	(80)	(85)
特殊收入	1,880	810	-	-	-
稅前利潤	16,369	14,833	16,321	19,924	21,778
所得稅	(5,757)	(5,121)	(5,569)	(7,107)	(7,737)
永續債	(207)	(356)	(1,663)	-	-
非控制股東權益	(176)	(79)	(120)	(200)	(245)
淨利潤	10,229	9,276	8,969	12,617	13,797
核心淨利潤	9,238	9,707	8,969	12,617	13,797

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	75,415	89,940	93,037	100,417	106,837
物業、廠房及設備	65,316	74,799	78,500	85,200	90,800
聯營公司	56	1,688	2,000	2,180	2,400
投資物業	7,036	8,686	9,000	9,400	9,800
無形資產	29	122	122	122	122
其他	2,979	4,645	3,415	3,515	3,715
流動資產	192,617	272,016	281,049	317,374	348,643
現金及現金等價物	27,214	47,878	38,443	42,368	46,637
應收貿易款項	25,371	42,242	49,800	54,000	58,800
存貨	131,292	171,200	182,000	210,000	232,000
金融資產	-	1,206	1,206	1,206	1,206
其他	8,740	9,490	9,600	9,800	10,000
流動負債	156,623	201,595	221,500	245,200	263,000
借債	14,929	22,778	20,000	22,000	20,000
應付貿易賬款	132,717	169,901	192,000	214,200	233,600
應付稅項	8,976	8,905	9,500	9,000	9,400
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	10	-	-	-
非流動負債	48,967	71,021	76,250	85,750	95,050
借債	46,139	66,966	72,000	81,000	90,000
遞延稅項	2,588	3,816	4,000	4,500	4,800
其他	240	240	250	250	250
少數股東權益	2,666	4,522	5,400	6,200	6,800
永續債	3,090	19,528	-	-	-
淨資產總值	56,686	65,291	70,936	80,641	90,630
股東權益	56,686	65,291	70,936	80,641	90,630

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	14,725	15,369	16,222	19,891	21,756
折舊和攤銷	789	1,291	1,466	1,506	1,561
營運資金變動	(35,231)	(22,122)	(7,743)	(27,000)	(20,400)
稅務開支	(5,978)	(6,145)	(4,791)	(7,107)	(7,037)
其他	21,363	(5,983)	(10,970)	11,402	9,046
經營活動所得現金淨額	(4,332)	(17,590)	(5,816)	(1,308)	4,926
購置固定資產	(4,942)	(3,820)	(2,229)	(2,575)	(3,530)
聯營公司	(6)	(1,888)	(312)	(180)	(220)
其他	261	(957)	643	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,687)	(6,666)	(1,898)	(2,755)	(3,750)
股份發行	2,501	4,951	(1,080)	-	-
淨銀行借貸	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	-	-	-
融資活動所得現金淨額	8,913	41,670	(1,621)	8,088	3,193
現金增加淨額	(106)	17,414	(9,335)	4,025	4,369
年初現金及現金等價物	18,910	18,761	36,241	26,806	30,731
匯兌	(43)	66	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	18,761	36,241	26,806	30,731	35,000
受限制現金	8,453	11,637	11,637	11,637	11,637
資產負債表的現金	27,214	47,878	38,443	42,368	46,637

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.9	96.7	96.2	96.5	96.2
建築	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
物業管理	1.1	1.3	1.6	1.6	1.7
總額	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
淨利潤	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
稅前利率	19.4	13.1	13.8	13.7	13.8
淨利潤率	12.1	8.2	7.6	8.7	8.8
核心淨利潤率	10.9	8.6	7.6	8.7	8.8
有效稅率	35.2	34.5	34.1	35.7	35.5

資產負債比率

流動比率 (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
平均應收賬款周轉天數	54.8	68.1	77.1	67.7	68.2
平均應付帳款周轉天數	663.1	611.2	706.5	644.6	660.3
平均存貨周轉天數	637.4	610.9	689.5	622.1	651.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	57.0	60.0	70.2	69.8	65.0

回報率 (%)

資本回報率	18.0	14.2	12.6	15.6	15.2
資產回報率	3.8	2.6	2.4	3.0	3.0

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.534	0.425	0.400	0.563	0.616
每股股息(人民幣)	0.148	0.130	0.120	0.170	0.190
每股賬面值(人民幣)	2.79	2.89	3.17	3.60	4.05

來源: 公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。