

碧桂園(2007 HK, HK\$2.98, 目標價: HK\$4.65, 買入) — 邊際利潤受壓

- ❖ **平穩的基礎盈利。**因為 2014 年交付物業面積增加 31.8% 至 1220 萬平方米，碧桂園 2014 年營業額上升 24.8% 至 846 億元(人民幣·下同)。不過因為帶裝修的單位佔比由 2013 年的 43% 增加至 2014 年的 63%，所以毛利率由 2013 年的 30.3% 減少至 2014 年的 26.1%。而且，期內錄取 2.61 億元的匯兌損失及 1.89 億元的債券贖回虧損，因而盈利增長進一步減少。扣除 14.6 億元的投資物業重估的稅後收益，2014 年基礎盈利增加 2.9% 至 87.7 億元，較我們預期少 5.7%，差異主要由匯兌損失及債券贖回虧損引起。
- ❖ **銷售具挑戰性。**碧桂園在 2014 年推出 77 個新項目，期內的合同銷售金額上升 21.5% 至 1,288 億元，同期的銷售面積增加 21.0% 至 1,928 萬平方米。在 2015 年 1-2 月，合同銷售金額下跌 54.8% 至 115 億元，公司解釋因為在 2014 年初的已認購尚待簽約物業的金額約 200 億元，2015 年初則只有數十億元。碧桂園在 2015 年將推出 11 個新項目，連同庫存，2015 年的可售資源總額為 2,200 億元，所以公司定下保守的 2015 年銷售目標 1,350 億元。
- ❖ **2014 年底的應佔權益土地儲備為 7,910 萬平方米。**碧桂園在 2014 年以 164 億元購入 1,918 萬平方米的應佔權益土地儲備，其中 33% 的面積為 2014 年新進入的城市。於 2014 年底，公司在 109 個城市有 238 個項目處於不同的發展階段，總應佔權益土地儲備為 7,910 萬平方米。碧桂園更將業務拓展至海外，於馬來西亞及澳洲分別投資了 3 個及 1 個項目，2014 年海外銷售總金額為 51 億元。
- ❖ **健全的財政管理。**基於 82.1% 的現金回收率，碧桂園的淨負債比率由 2013 年的 63.7% 下降至 2014 年的 53.9%。此外，2014 年的財務成本也減少 38 個基點至 8.16%。公司在 2014 年底的借貸約 50% 為外幣貸款，因為美元轉強，公司未來可能會面對匯兌損失，碧桂園會考慮利用外幣對沖工具來處理匯率風險。
- ❖ **吸引的估值。**管理層透露物業發展業務的土地增值稅後的毛利率可能由 2014 年的 24.1% 減至 2015 年的 20-22%，所以我們分別下調 2015 及 2016 年的盈利預測 10.2% 至 101 億元及 8.0% 至 123 億元，我們也下調 2015 年底的每股資產淨值預測由 6.74 港元至 6.65 港元。公司目前的估值為 4.8 倍 2015 年預測市盈率或較資產淨值折讓 55.2%，估值吸引。目標價由 4.72 港元改為 4.65 港元，目標價與每股資產淨值折讓為 30%，上升空間為 56.1%，維持買入評級。

碧桂園 (2007 HK)

評級	買入
收市價	HK\$2.98
目標價	HK\$4.65
市值 (港幣百萬)	60,648
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	96.3
52 周高/低 (港幣)	4.16/2.78
發行股數 (百萬)	20,352
主要股東	楊惠妍(59.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-4.2%	-1.1%
3 月	-3.6%	-5.1%
6 月	-11.2%	-6.4%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬元人民幣)	62,682	84,549	102,918	116,341	128,293
淨利潤 (百萬元人民幣)	8,514	10,229	10,134	12,312	14,118
每股收益 (人民幣)	0.466	0.534	0.498	0.605	0.694
每股收益變動 (%)	22.6	14.6	(6.8)	21.5	14.7
市盈率(x)	5.0	4.4	4.8	3.9	3.4
市帳率(x)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	7.1	6.2	6.7	8.0	9.2
權益收益率 (%)	19.4	18.0	16.2	17.2	17.3
淨財務槓桿率 (%)	63.7	53.9	56.3	58.7	54.3

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	62,725	84,549	102,918	116,341	128,293
物業發展	60,043	81,898	99,941	112,992	124,588
建築	867	468	524	587	646
租金	43	87	113	144	180
酒店	995	1,132	1,223	1,321	1,400
物業管理	777	964	1,118	1,297	1,479
銷售成本	(43,713)	(62,494)	(78,541)	(88,202)	(96,623)
毛利	19,011	22,055	24,377	28,139	31,670
銷售費用	(4,304)	(4,356)	(4,786)	(5,352)	(5,901)
行政費用	(2,033)	(3,160)	(3,499)	(3,839)	(4,234)
其他收益	21	186	77	87	102
息稅前收益	12,696	14,725	16,169	19,035	21,637
融資成本	803	(196)	(175)	216	220
聯營公司	(26)	(40)	30	40	52
特殊收入	-	1,880	-	-	-
稅前利潤	13,473	16,369	16,024	19,292	21,909
所得稅	(4,625)	(5,757)	(5,498)	(6,621)	(7,458)
非控制股東權益	(334)	(383)	(392)	(359)	(333)
淨利潤	8,514	10,229	10,134	12,312	14,118
核心淨利潤	8,514	8,765	10,134	12,312	14,118

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	60,026	75,415	74,445	78,050	81,345
物業、廠房及設備	57,773	65,316	65,320	68,620	71,500
聯營公司	57	56	95	110	125
投資物業	112	7,036	7,500	7,800	8,200
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2,083	3,008	1,530	1,520	1,520
流動資產	146,214	192,617	214,803	242,050	275,123
現金及現金等價物	26,680	27,214	25,103	23,950	26,023
應收貿易款項	26,378	25,371	27,200	29,500	32,300
存貨	86,966	131,292	156,000	182,000	210,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	6,189	8,740	6,500	6,600	6,800
流動負債	114,904	156,623	166,600	184,100	203,500
借債	12,434	14,929	12,000	14,000	12,500
應付貿易賬款	94,333	132,717	146,000	161,500	182,000
應付稅項	8,137	8,976	8,600	8,600	9,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	45,324	48,967	53,550	57,550	63,670
借債	43,815	46,139	52,000	56,000	62,000
遞延稅項	1,270	2,588	1,300	1,300	1,420
其他	240	240	250	250	250
少數股東權益	2,058	5,756	6,500	7,000	7,800
淨資產總值	43,954	56,686	62,598	71,450	81,498
股東權益	43,954	56,686	62,598	71,450	81,498

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)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	12,696	14,725	16,169	19,035	21,637
折舊和攤銷	463	808	1,291	1,333	1,370
營運資金變動	(36,567)	(33,308)	(21,462)	(24,800)	(26,300)
稅務開支	(4,817)	(3,601)	(7,162)	(6,621)	(6,938)
其他	22,416	25,989	12,295	9,600	15,754
經營活動所得現金淨額	(5,809)	4,613	1,132	(1,453)	5,523
購置固定資產	(5,334)	(10,534)	(2,106)	(2,125)	(3,765)
聯營公司	-	1	(39)	(15)	(15)
其他	341	31	209	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,993)	(10,503)	(1,936)	(2,140)	(3,780)
股份發行	-	2,523	-	-	-
淨銀行借貸	19,463	4,820	2,931	6,000	4,500
股息	(1,793)	(1,503)	(4,223)	(3,460)	(4,070)
其他	315	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	17,985	5,840	(1,292)	2,540	430
現金增加淨額	7,182	(49)	(2,096)	(1,053)	2,173
年初現金及現金等價物	11,809	18,910	18,761	16,565	15,412
匯兌	(81)	(100)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	18,910	18,761	16,565	15,412	17,485
受限制現金	7,770	8,453	8,538	8,538	8,538
資產負債表的現金	26,680	27,214	25,103	23,950	26,023

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.7	96.9	97.1	97.1	97.1
建築	1.4	0.6	0.5	0.5	0.5
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.6	1.3	1.2	1.1	1.1
物業管理	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

收入	49.7	34.8	21.7	13.0	10.3
毛利	23.9	16.0	10.5	15.4	12.5
淨利潤	24.2	20.1	(0.9)	21.5	14.7

盈利能力比率 (%)

毛利率	30.3	26.1	23.7	24.2	24.7
稅前利率	21.5	19.4	15.6	16.6	17.1
淨利潤率	13.6	12.1	9.8	10.6	11.0
核心淨利潤率	13.6	10.4	9.8	10.6	11.0
有效稅率	34.3	35.2	34.3	34.3	34.0

資產負債比率

流動比率 (x)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
平均應收賬款周轉天數	76.7	54.8	48.2	46.3	45.9
平均應付帳款周轉天數	612.5	663.1	647.6	636.3	648.8
平均存貨周轉天數	605.2	637.4	667.6	699.4	740.4
淨負債/ 總權益比率 (%)	64.3	54.2	56.3	58.7	54.3

回報率 (%)

資本回報率	19.4	18.0	16.2	17.2	17.3
資產回報率	4.1	3.8	3.5	3.8	4.0

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.466	0.534	0.498	0.605	0.694
每股股息(人民幣)	0.168	0.148	0.160	0.190	0.220
每股賬面值(人民幣)	2.38	2.79	3.08	3.51	4.00

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士。