

碧桂園 (2007 HK)

增加新業務投放開支

- ❖ **今年首月銷售回落。**2018 全年，碧桂園實現權益銷售 5,019 億元(人民幣，下同)，增長 31.3%；權益銷售面積 5,416 萬平方米，增長 23.1%。然而，受宏觀經濟下行及市場情緒轉淡影響，今年首月，公司權益銷售下滑 33.7% 至 331 億元。我們認為市場整合不可避免，而領先的開發商通過搶占市場份額，部分抵消了整體市場下滑的影響。
- ❖ **800 億元的機器人產業投資。**為避免過度依賴房地產開發，碧桂園將多元化其業務範圍，向機器人和農業產業探索發展。公司已宣布計劃 5 年內在機器人領域投入至少 800 億元，投資設立全產業鏈所需的研發、設備製造工廠和供應鏈渠道，打造機器人產業生態圈。將機器人更廣泛地運用到建築業、社區服務、生活起居等各類場景當中。同時，碧桂園將用 5 年時間在順德建成面積達 10 平方公里的“機器人谷”，引進全球頂級機器人專家及研究人員。碧桂園旗下的機器人公司，廣東博智林機器人公司，將專注于核心機器人技術，并通過物聯網，人工智能，雲計算和大數據平臺的研發來開發智能製造。該公司已在順德總部對面開設了一家餐廳，配備了烹飪機器人。機器人業務的最終目標是開發用于建築業務的機器人。預計這些建築機器人最快在 19 年底前投入使用。
- ❖ **現代農業的探索者。**碧桂園專注于三四線城市開發，因此公司利用其強大的開發能力幫助農村地區的農業發展，通過「公司+農戶」的模式，探索并建立現代農業經營模式。碧桂園通過旗下零售商店向消費者提供更安全，更便宜和更多種類的農產品，幫助農民提高產量和收入。另一方面，農民財富不斷積累，將更有能力購買碧桂園的住宅，形成良性循環。
- ❖ **簡化組織結構以面對困難。**碧桂園證實公司會精簡業務流程及優化組織架構，讓總部的部份人員下調至區域或地區的公司。原則上，員工的職級及工資不變，但我們不排除員工因轉變崗位而自願離開，我們認為人員的調整是應對市場轉變的良好策略。
- ❖ **下調盈利預測及目標價。**投資機器人和農業產業可能不會在 2019 年帶來任何利潤。相比之下，碧桂園增加了這兩項業務的研發費用。研發費用從 2017 年上半年的 7,800 萬元擴大至 2018 年上半年的 3.31 億元。此外，由于與第三方共同開發的項目增加，少數股東權益從當期利潤扣除的收益將大于我們之前預測。因此，我們將 2018 年的盈利預測下調 8.2% 至 332 億元，2019 年下調 12.4% 至 378 億元。此外，我們將 19 年末的預測每股淨資產值下調至 29.17 港元以反映新收購的土地的影響。基于 45% 的折扣，我們將目標價從 18.55 港元下調至 16.04 港元，以反映市場對三四線城市的市場擔憂。維持買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	153,087	226,900	352,774	443,354	548,996
淨利潤(百萬人民幣)	11,517	26,064	33,151	37,827	46,970
EPS (人民幣)	0.522	1.228	1.529	1.740	2.161
EPS 變動 (%)	22.6	135.4	24.5	13.8	24.2
市盈率(x)	17.6	7.5	6.0	5.3	4.2
市帳率(x)	2.8	2.1	1.6	1.3	1.1
股息率 (%)	1.9	4.4	5.1	5.8	7.0
權益收益率 (%)	16.4	27.8	27.0	25.2	25.5
淨財務杠杆率 (%)	48.7	56.9	53.5	56.6	55.2

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$16.04
(過去目標價)	HK\$18.55)
潛在升幅	50.5%
當前股價	HK\$10.66

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	230,764
3 月平均流通量(百萬港元)	372.43
52 周內股價高/低(港元)	16.92/ 7.71
總股本(百萬)	21,648

資料來源：彭博

股東結構

楊惠妍	57.23%
平安	8.99%
自由流通	33.78%

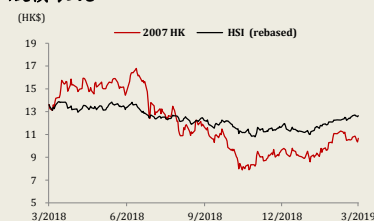
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.2%	-3.5%
3-月	10.0%	2.5%
6-月	-11.9%	-12.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.countrygarden.com.cn

利潤表

年結: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

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: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

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結: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
资产负债表中的现金	96,491	148,402	165,783	155,525	164,484

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結: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

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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，并可能會受目標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，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。