

## 碧桂园 (2007 HK)

### 以安全为导向，合理放缓节奏

- ❖ **中期核心利润增长 80%**。18 年上半年，碧桂园收入和净利润分别增长 69.7% 至 1,319 亿(人民币，下同)和 72.5% 至 129 亿。当期房地产销售收入增长 70%，同时毛利率提升了 4.5 个百分点，共同推动了盈利增长。此外，由于规模效应，销售及管理费用与收入的比从 2017 年上半年的 9.5% 下降至上半年的 7.9%。但这些严格的成本控制被外汇损失和联营公司亏损所抵消。同时，有效税率在 18 年上半年飙升 6.7 个百分点至 39.2%。因此，期内净利润率仅上升 0.2 个百分点至 9.8%。
- ❖ **合约销售遥遥领先**。18 年上半年，公司合约销售额及销售面积分别增长 42.8% 至 4,125 亿及 36.1% 至 4,389 万平。尽管公司没有提出销售目标，且销售可能会受到近期建筑工地事故的影响，但我们认为 2018 年的合约销售额仍将达到 7,000-8,000 亿。2017 年公司销售达 5,510 亿。鉴于其 2018 年下半年的可售资源为 7,000 亿，我们预计公司将在 2018 年实现强劲的合约销售增长。
- ❖ **安全第一**。近期公司在国内接连发生建筑工地事故，公司认真检查了这些事件，并决定合理放缓开发节奏，以确保施工安全。近期，以杨主席主持的生产安全委员会正式成立。公司秉着以“安全第一，以人为本”的原则，引入了一系列安全生产程序，旨在实现零伤亡。
- ❖ **18 上半年的集资强化资产负债表**。在今年 1 月，公司以每股 17.13 港元的价格配售 4.6 亿股，成功募集资金约 78.2 亿港元。同月，公司发行了约 154.9 亿港元 1 年期的可换股债券（转换价 18.65 港元）。这些筹集活动增强了公司资产负债表。截至 2018 年 6 月，现金余额和短期债务分别为 2,100 亿元和人民币 1,080 亿元。因此，公司短期可能面临一定的财务需求。此外，截至 2018 年 6 月，净负债比率为 59.0%，资产负债表总体处在健康水平。
- ❖ **提高盈利预测但下调目标价**。今年上半年，公司收购了 520 幅土地，权益建面 6,000 万平，总代价 1,430 亿。截至 2018 年 6 月，公司总土储达 3.64 亿平，权益土储 2.30 亿平，可售货值达 2.8 万亿。我们分别上调 2018-2019 年盈利预测 16.8%、19.4% 至 361 亿及 432 亿。同时我们上调了 2018 年底预测每股资产净值由 30.64 港元至 33.72 港元，以期反映新增土储及人民币贬值。由于近期事故可能对销售带来一定影响，我们上调折让率至 45%，目标价由 21.45 港元下调至 18.55 港元，**维持买入评级**。

#### 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	36,111	43,203	53,801
EPS(人民币)	0.522	1.228	1.666	1.987	2.475
EPS 变动 (%)	22.6	135.4	35.6	19.3	24.5
市盈率(x)	21.0	11.1	5.6	4.7	3.8
市帐率(x)	3.4	3.1	1.6	1.3	1.0
股息率 (%)	1.6	2.9	5.2	6.0	7.5
权益收益率 (%)	16.4	27.8	28.8	27.4	27.1
净财务杠杆率 (%)	48.7	56.9	50.8	50.3	46.1

资料来源：公司及招银国际研究预测

#### 买入 (上调)

目标价	HK\$18.55
(过去目标价)	HK\$21.45)
潜在升幅	70.1%
当前股价	HK\$12.24

#### 文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 房地产行业

市值(百万港元)	265,460
3 月平均流通量(百万港元)	858
5 周内股价高/低(港元)	17.58/8.7
总股本(百万)	21,688

资料来源: 彭博

#### 股东结构

杨惠妍	57.07%
平安	8.98%
自由流通	34.3%

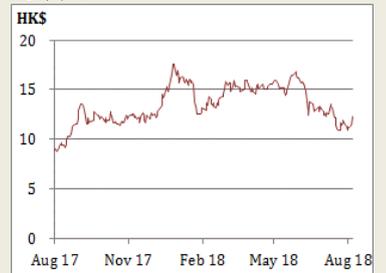
资料来源: 彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-10.4%	-8.4%
3-月	-27.1%	-17.5%
6-月	-14.0%	-3.0%

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](http://www.countrygarden.com.cn)

**利润表**

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>153,087</b>	<b>226,900</b>	<b>352,774</b>	<b>443,354</b>	<b>548,996</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>32,236</b>	<b>58,785</b>	<b>87,538</b>	<b>110,359</b>	<b>136,695</b>
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)
其他收益	1,530	2,611	2,180	1,180	1,300
<b>息税前收益</b>	<b>21,413</b>	<b>43,093</b>	<b>65,376</b>	<b>79,174</b>	<b>97,919</b>
融资成本	(1,095)	3,276	251	177	96
联营公司	362	(352)	120	80	90
特殊收入	712	505	539	-	-
<b>税前利润</b>	<b>21,391</b>	<b>46,522</b>	<b>66,287</b>	<b>79,431</b>	<b>98,105</b>
所得税	(7,727)	(17,770)	(26,976)	(32,707)	(40,463)
永续债	(1,410)	-	-	-	-
非控制股东权益	(737)	(2,688)	(3,200)	(3,520)	(3,840)
<b>净利润</b>	<b>11,517</b>	<b>26,064</b>	<b>36,111</b>	<b>43,203</b>	<b>53,801</b>
<b>核心净利润</b>	<b>10,983</b>	<b>24,690</b>	<b>35,707</b>	<b>43,203</b>	<b>53,801</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>106,736</b>	<b>181,754</b>	<b>240,580</b>	<b>262,930</b>	<b>278,150</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>484,836</b>	<b>867,915</b>	<b>1,082,943</b>	<b>1,142,627</b>	<b>1,267,765</b>
现金及现金等价物	96,491	148,402	168,743	163,427	178,565
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
<b>流动负债</b>	<b>405,314</b>	<b>769,537</b>	<b>985,500</b>	<b>1,009,200</b>	<b>1,085,800</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>104,642</b>	<b>163,521</b>	<b>174,000</b>	<b>198,500</b>	<b>218,500</b>
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
<b>少数股东权益</b>	<b>11,487</b>	<b>22,941</b>	<b>38,500</b>	<b>40,000</b>	<b>43,000</b>
<b>净资产总值</b>	<b>70,128</b>	<b>93,671</b>	<b>125,523</b>	<b>157,857</b>	<b>198,615</b>
<b>股东权益</b>	<b>70,128</b>	<b>93,671</b>	<b>125,523</b>	<b>157,857</b>	<b>198,615</b>

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	65,376	79,174	97,919
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)	(18,030)	(35,507)	(40,863)
其他	79,929	347,524	120,002	(708)	18,819
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>41,263</b>	<b>24,084</b>	<b>(3,789)</b>	<b>(671)</b>	<b>5,320</b>
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)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(20,457)</b>	<b>(44,385)</b>	<b>(10,350)</b>	<b>(4,825)</b>	<b>(4,188)</b>
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)	(10,870)	(13,044)
其他	-	(1,157)	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>27,454</b>	<b>72,822</b>	<b>34,430</b>	<b>130</b>	<b>13,956</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>48,260</b>	<b>52,521</b>	<b>20,291</b>	<b>(5,366)</b>	<b>15,088</b>
年初现金及现金等价物	36,241	84,647	137,084	157,425	152,109
汇兑	147	(84)	50	50	50
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>84,647</b>	<b>137,084</b>	<b>157,425</b>	<b>152,109</b>	<b>167,247</b>
受限制现金	11,844	11,318	11,318	11,318	11,318
<b>资产负债表上的现金</b>	<b>96,491</b>	<b>148,402</b>	<b>168,743</b>	<b>163,427</b>	<b>178,565</b>

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
<b>销售组合(%)</b>					
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	-	-
<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>盈利能力比率(%)</b>					
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	38.6	19.6	24.5
<b>盈利能力比率(%)</b>					
毛利率	21.1	25.9	24.8	24.9	24.9
税前利率	14.0	20.5	18.8	17.9	17.9
净利润率	7.5	11.5	10.2	9.7	9.8
核心净利润率	7.2	10.9	10.1	9.7	9.8
有效税率	36.1	38.2	40.7	41.2	41.2
<b>资产负债比率</b>					
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
平均应付帐款周转天数	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	50.8	50.3	46.1
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	16.4	27.8	28.8	27.4	27.1
资产回报率	1.9	2.5	2.7	3.1	3.5
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.522	1.228	1.666	1.987	2.475
每股股息(人民币)	0.171	0.400	0.485	0.560	0.700
每股账面值(人民币)	3.25	4.40	5.77	7.26	9.14

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法律责任。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。