

# 碧桂园 (2007 HK)

## 地产界巨人

2019 上半年营业额及基础盈利分别增加 53.2%至 2,020 亿元(人民币·下同)及 23.4%至 160 亿元, 我们分别上调 2019 年盈利预测 7.6%至 411 亿元及 7.9%至 455 亿元; 我们预测 2020 年末的每股资产净值为每股 27.64 港元, 因此我们将目标价由 16.49 港元下降至 15.20 港元, 维持买入评级。

- **中期基础盈利增加 23.4%至 160 亿元。** 交附面积增加 53%引致 2019 上半年的营业额增加 53.2%至 2,020 亿元, 毛利率由 2018 上半年的 26.5%上升至 2019 上半年的 27.2%。因为推广增加, 营销费用上升 102%; 因为业务扩张, 行政费用增加 89%。扣除非现金项目, 2019 上半年基础盈利增加 23.4%至 160 亿元。
- **2019 上半年合同销售额下跌, 但仍具信心全年仍有增长。** 2019 上半年应占权益合同销售金额及面积分别下跌 9.3%至 2,820 亿元及 7.7%至 3,129 万平方米, 期内的去化率为 65%。碧桂园在 2019 下半年将推出 4,820 亿元货值的物业供销售, 公司具信心全年销售金额会超越去年的 5,020 亿元。截至 2019 年中, 已预售仍待入账物业的金额为 7,400 亿元, 可保证今明两年收入的可见性。
- **2,381 个项目位于 279 个国内城市。** 2019 上半年, 碧桂园以 1,148 亿元收购了 260 个物业项目, 应占权益面积为 3,302 万平方米。截至 2019 年中, 公司在国内 279 个城市投资了 2,381 个物业项目, 应占权益合面积为 2.53 亿平方米, 其中广东省占 21%。总应占权益的可售货值达 2.78 万亿元, 其中的 3,470 亿元的目标客户为大湾区内。此外, 约 5,909 万平方米应占权益的土地储备在未来将可能转变及注入公司。
- **2019 年中的净负债比率为 59%。** 于 2019 年中, 公司手持现金及总借贷分别为 2,228 亿元及 3,319 亿元, 净负债比率为 59%。其中 1,139 亿元的借贷需在 12 个月偿还, 公司具足够资源来应付。借贷成本由 2018 年末的 6.11% 轻微上升至 2019 年中的 6.13%。
- **维持买入评级。** 我们调高毛利率及交付面积的假设, 因此我们分别上调 2019 年盈利预测 7.6%至 411 亿元及 7.9%至 455 亿元。我们预测 2020 年末的每股资产净值为每股 27.64 港元, 因此我们以 45% 的与资产净值折让计算, 将目标价由 16.49 港元下降至 15.20 港元, 维持买入评级。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	226,900	379,079	479,880	547,814	597,808
同比增长(%)	48.2	67.1	26.6	14.2	9.1
净收入(百万元人民币)	26,064	34,618	41,079	45,548	50,676
每股盈利(人民币)	1.228	1.612	1.890	2.095	2.331
每股盈利变动(%)	135.4	31.3	17.2	10.9	11.3
市盈率(倍)	7.0	5.3	4.6	4.1	3.7
市帐率(倍)	2.0	1.5	1.2	1.0	0.8
股息率(%)	4.6	5.7	6.5	7.2	8.0
权益收益率(%)	27.8	28.5	27.2	24.8	23.0
净负债比率(%)	56.9	49.6	54.3	48.1	46.9

资料来源: 公司及招银国际证券预测

### 买入 (维持)

目标价	HK\$15.20
(此前目标价)	HK\$16.49
潜在升幅	+58.3%
当前股价	HK\$9.60

### 中国房地产行业

#### 文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

#### 黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

#### 公司数据

市值(百万港元)	207.940
3 月平均流通量(百万港元)	342
52 周内股价高/低(港元)	13.56/7.71
总股本(百万)	21,660

资料来源: 彭博

#### 股东结构

杨惠妍	57.47%
平安保险	8.97%
自由流通	33.56%

资料来源: 港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-11.1%	-3.2%
3-月	-8.5%	-2.7%
6-月	-8.0%	1.8%

资料来源: 彭博

#### 股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 普华永道

## 财务分析

### 利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>226,900</b>	<b>379,079</b>	<b>479,880</b>	<b>547,814</b>	<b>597,808</b>
物业发展	220,157	369,405	468,000	533,600	580,636
建筑	2,305	5,265	6,845	8,213	9,856
租金	108	227	272	313	360
酒店	1,674	2,550	2,805	3,142	3,519
物业管理	2,656	1,632	1,958	2,546	3,437
销售成本	(168,114)	(276,603)	(351,934)	(403,788)	(443,649)
<b>毛利</b>	<b>58,785</b>	<b>102,476</b>	<b>127,947</b>	<b>144,026</b>	<b>154,159</b>
其他收益	2,611	4,344	2,370	2,785	3,278
销售费用	(10,002)	(12,533)	(16,316)	(18,078)	(19,728)
行政费用	(7,608)	(17,777)	(21,595)	(21,913)	(21,521)
其他费用	(693)	(1,224)	(1,680)	(1,917)	(2,092)
<b>息税前收益</b>	<b>43,093</b>	<b>75,286</b>	<b>90,726</b>	<b>104,904</b>	<b>114,096</b>
融资成本	3,276	1,348	1,105	727	781
联营/合营公司	(352)	1,197	2,850	3,200	3,500
特殊收入	505	1,732	16	0	0
<b>税前利润</b>	<b>46,522</b>	<b>79,563</b>	<b>94,697</b>	<b>108,830</b>	<b>118,377</b>
所得税	(17,770)	(31,021)	(36,118)	(40,847)	(43,853)
非控制股东权益	(2,688)	(13,924)	(17,500)	(22,434)	(23,848)
永续债	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>26,064</b>	<b>34,618</b>	<b>41,079</b>	<b>45,548</b>	<b>50,676</b>

### 现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息税前收益</b>	<b>43,093</b>	<b>75,286</b>	<b>90,726</b>	<b>104,904</b>	<b>114,096</b>
折旧和摊销	825	1,044	1,562	1,521	1,696
营运资金变动	(348,551)	8,606	(31,033)	(5,000)	6,000
税务开支	(19,115)	(35,698)	(41,125)	(43,847)	(48,853)
其他	347,831	(19,857)	(31,473)	(35,720)	(63,979)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>24,084</b>	<b>29,381</b>	<b>(11,343)</b>	<b>21,856</b>	<b>8,960</b>
购置固定资产	(9,642)	(16,892)	(339)	(6,358)	(3,933)
联营公司	(16,682)	(13,191)	(3,341)	(6,000)	(6,000)
其他	(18,060)	17,814	(1,250)	(800)	(800)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(44,385)</b>	<b>(12,269)</b>	<b>(4,930)</b>	<b>(13,158)</b>	<b>(10,733)</b>
股份发行	(1,216)	3,378	0	0	0
净银行借贷	80,577	78,645	(6,475)	800	32,200
股息	(5,382)	(9,432)	(11,563)	(12,609)	(13,914)
其他	(1,157)	1,241	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>72,822</b>	<b>73,832</b>	<b>(18,038)</b>	<b>(11,809)</b>	<b>18,286</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>52,521</b>	<b>90,944</b>	<b>(34,311)</b>	<b>(3,111)</b>	<b>16,513</b>
年初现金及现金等价物	84,647	137,084	228,343	194,082	191,021
汇兑	(84)	315	50	50	50
年末现金及现金等价物	137,084	228,343	194,082	191,021	207,584
受限现金	11,318	14,200	14,514	14,514	14,514
<b>资产负债表中的现金</b>	<b>148,402</b>	<b>242,543</b>	<b>208,596</b>	<b>205,535</b>	<b>222,098</b>

### 资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流动资产</b>	<b>181,754</b>	<b>229,944</b>	<b>253,450</b>	<b>282,250</b>	<b>336,650</b>
物业、厂房及设备	21,628	23,421	23,800	28,000	30,000
投资物业	8,338	16,435	15,000	15,800	16,200
联营公司	30,930	46,659	50,000	56,000	62,000
无形资产	392	670	650	650	650
其他	120,466	142,759	164,000	181,800	227,800
<b>流动资产</b>	<b>867,915</b>	<b>1,399,750</b>	<b>1,498,596</b>	<b>1,585,035</b>	<b>1,714,098</b>
现金及现金等价物	148,402	242,543	208,596	205,535	222,098
应收贸易款项	270,541	443,491	465,000	480,000	510,000
存货	393,060	680,097	788,000	860,000	940,000
其他	55,912	33,619	37,000	39,500	42,000
其他					
<b>流动负债</b>	<b>769,537</b>	<b>1,219,406</b>	<b>1,303,000</b>	<b>1,372,300</b>	<b>1,495,000</b>
借债	68,281	126,097	112,000	98,800	105,000
应付贸易账款	330,884	498,821	540,000	592,000	638,000
合同负债	346,747	562,800	620,000	650,000	720,000
应付税项	21,607	30,783	30,000	30,000	30,000
其他	2,017	905	1,000	1,500	2,000
<b>非流动负债</b>	<b>163,521</b>	<b>236,880</b>	<b>240,200</b>	<b>251,200</b>	<b>272,200</b>
借债	146,484	202,378	210,000	224,000	250,000
其他	17,037	34,502	30,200	27,200	22,200
<b>股东权益</b>	<b>93,671</b>	<b>121,330</b>	<b>150,846</b>	<b>183,785</b>	<b>220,548</b>
少数股东权益	22,941	52,078	58,000	60,000	63,000
永续债	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>116,612</b>	<b>173,408</b>	<b>208,846</b>	<b>243,785</b>	<b>283,548</b>

### 主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	97.0	97.4	97.5	97.4	97.1
建筑	1.0	1.4	1.4	1.5	1.6
租金	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
物业管理	1.2	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>合计</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>					
毛利率	25.9	27.0	26.7	26.3	25.8
税前利率	19.0	19.9	18.9	19.1	19.1
净利润率	11.5	9.1	8.6	8.3	8.5
有效税率	38.2	39.0	38.1	37.5	37.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1
平均应收账款周转天数	435.2	427.0	353.7	319.8	311.4
平均应付账款周转天数	532.3	480.3	410.7	394.4	389.5
平均存货周转天数	853.4	897.4	817.3	777.4	773.4
	56.9	49.6	54.3	48.1	46.9
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	27.8	28.5	27.2	24.8	23.0
资产回报率	2.5	2.1	2.3	2.4	2.5
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	1.23	1.61	1.89	2.10	2.33
每股股息(人民币)	0.40	0.49	0.56	0.62	0.69
每股账面值(人民币)	4.40	5.61	6.97	8.49	10.19

资料来源: 公司及招银国际证券预测

## 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。

### 招银国际证券投资评级

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

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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风险。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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投资银行相关业务联系。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信息，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商投资者

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个人。