

碧桂园(2007 HK, HK\$3.21, 目标价: HK\$4.72, 买入) — 2014年完成1,288亿元历史新高销售

- ❖ **2014年录得1,288亿元(人民币·下同)合同销售。**碧桂园宣布2014年合同销售金额上升21.5%至1,288亿元,已顺利完成2014年的1,200亿元销售目标。此外,合同销售面积增加21.0%至1,928万平方米。12月单月,公司达成销售248亿元,同比上升167%,我们相信12月强劲的销售是受惠于市场气氛的改善、新项目的推出及新的网络销售平台。但因为库存的因素,公司估计2015年的销售增长为5-10%。
- ❖ **马来西亚柔佛项目不会对碧桂园有大影响。**Malaysian Insider 报导碧桂园的合营公司收到通知,因为当地及新加坡政府对合营公司关于在水道填海的投诉,其在柔佛海峡(Johor Straits)的森林城(Forest City)发展项目规模由1,600公顷减至1,000公顷。另外,合营公司已在2014年中主动停止项目的建筑工程。碧桂园表示此项目仍在商讨中及交易仍未完成,所以项目的任何改变不会对碧桂园有重大的影响。
- ❖ **海外投资对公司影响轻微。**2014年碧桂园的海外销售总额为50亿元,或占其总销售金额3.9%。除了马来西亚,公司并在澳洲投资物业项目。公司会维持其海外投资金额占总资产少于10%,所以任何海外项目投资的减速或停止不会对碧桂园有任何重大的影响。
- ❖ **2014年购入1,918万平方米的土地。**基于1288亿元的销售,碧桂园在2014年从物业销售收取1,058亿元现金,即表示现金回收率为82.1%。因为强劲的现金流及业务发展,公司在2014年以164亿元购入1,918万平方米的应占权益土地储备,平均的土地成本为每平方米855元。
- ❖ **吸引的估值。**我们维持碧桂园的盈利预测不变,我们预期2014-16年的盈利分别为103亿元、113亿元及134亿元,公司目前的估值为4.6倍2015年预测市盈率。在完成31.5亿港元供股筹资,碧桂园财务状况健康,我们预计2015年底的每股资产净值为6.74港元,目标价为4.72港元,目标价与每股资产净值折让为30%,上升空间为47.0%,评级维持为买入。

碧桂园 (2007 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.21
目标价	HK\$4.72
市值(港币百万)	65,329
过去3月平均交易(港币百万)	119
52周高/低(港币)	4.73/2.78
发行股数(百万)	20,352
主要股东	杨惠妍(59.5%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	3.8%	5.4%
3月	6.6%	5.9%
6月	-2.1%	-4.2%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万元人民币)	41,891	62,682	71,451	82,502	97,585
净利润(百万元人民币)	6,853	8,514	10,228	11,281	13,389
每股收益(人民币)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股收益变动(%)	8.7	22.6	15.8	2.6	18.7
市盈率(x)	6.7	5.4	4.7	4.6	3.9
市帐率(x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	5.5	6.6	6.6	7.9	9.5
权益收益率(%)	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
净财务杠杆率(%)	51.1	63.7	52.7	52.5	50.2

来源:公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	41,891	62,682	71,451	82,502	97,585
物业发展	40,012	60,043	68,435	79,100	93,743
建筑	314	867	1,040	1,196	1,376
酒店	972	995	1,074	1,160	1,253
物业管理	592	777	901	1,046	1,213
销售成本	(26,551)	(43,713)	(49,546)	(56,750)	(67,265)
毛利	15,340	18,969	21,905	25,753	30,319
销售费用	(2,186)	(4,304)	(5,002)	(5,363)	(6,245)
行政费用	(1,568)	(2,033)	(2,501)	(2,888)	(3,415)
其他收益	103	64	82	77	87
息税前收益	11,688	12,696	14,485	17,579	20,746
融资成本	(126)	803	224	212	223
联营公司	(94)	(26)	(40)	50	80
特殊收入	74	-	1,244	-	-
税前利润	11,542	13,473	15,913	17,841	21,048
所得税	(4,657)	(4,625)	(5,471)	(6,168)	(7,282)
非控制股东权益	(32)	(334)	(214)	(392)	(377)
净利润	6,853	8,514	10,228	11,281	13,389
核心净利润	6,853	8,514	9,295	11,281	13,389

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	40,611	60,026	66,238	70,745	74,750
物业、厂房及设备	38,705	57,773	58,620	63,320	67,120
联营公司	114	57	80	95	110
投资物业	118	112	5,500	5,800	6,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,674	2,083	2,038	1,530	1,520
流动资产	95,911	146,214	160,364	180,468	205,282
现金及现金等价物	16,860	26,680	23,964	23,968	26,682
应收贸易款项	17,124	26,378	28,000	30,000	32,000
存货	58,000	86,966	102,000	120,000	140,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	3,927	6,189	6,400	6,500	6,600
流动负债	68,707	114,904	116,250	128,100	141,100
借债	9,096	12,434	8,000	8,500	8,500
应付贸易账款	52,384	94,333	100,000	111,000	124,000
应付税项	7,227	8,137	8,250	8,600	8,600
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	28,930	45,324	49,550	53,550	59,550
借债	27,817	43,815	48,000	52,000	58,000
递延税项	924	1,270	1,300	1,300	1,300
其他	190	240	250	250	250
少数股东权益	1,307	2,058	5,600	6,500	7,000
净资产总值	37,577	43,954	55,202	63,063	72,382
股东权益	37,577	43,954	55,202	63,063	72,382

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	11,688	12,696	14,485	17,579	20,746
折旧和摊销	389	463	808	1,085	1,148
营运资金变动	(11,329)	(36,567)	(22,570)	(17,000)	(18,000)
税务开支	(3,466)	(4,817)	(5,328)	(5,818)	(7,282)
其他	235	22,416	14,590	5,568	6,629
经营活动所得现金净额	(2,483)	(5,809)	1,984	1,413	3,239
购置固定资产	(3,896)	(5,334)	(6,356)	(2,375)	(2,340)
联营公司	(5)	-	(23)	(15)	(15)
其他	(68)	341	240	-	-
投资活动所得现金净额	(3,969)	(4,993)	(6,140)	(2,390)	(2,355)
股份发行	1,735	-	2,523	-	-
净银行借贷	7,878	19,463	(249)	4,500	6,000
股息	(81)	(1,793)	(1,503)	(3,419)	(4,070)
其他	995	315	-	-	-
融资活动所得现金净额	10,527	17,985	772	1,081	1,930
现金增加净额	4,075	7,182	(3,384)	104	2,814
年初现金及现金等价物	7,744	11,809	18,910	15,426	15,430
汇兑	(10)	(81)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	11,809	18,910	15,426	15,430	18,144
受限制现金	5,051	7,770	8,538	8,538	8,538
资产负债表中的现金	16,860	26,680	23,964	23,968	26,682

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
物业发展	95.5	95.8	95.8	95.9	96.1
建筑	0.8	1.4	1.5	1.5	1.4
酒店	2.3	1.6	1.5	1.4	1.3
物业管理	1.4	1.2	1.3	1.3	1.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	20.6	49.6	14.0	15.5	18.3
毛利	27.9	23.7	15.5	17.6	17.7
净利润	17.9	24.2	20.1	10.3	18.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.6	30.3	30.7	31.2	31.1
税前利率	27.6	21.5	22.3	21.6	21.6
净利润率	16.4	13.6	14.3	13.7	13.7
核心净利润率	16.4	13.6	13.0	13.7	13.7
有效税率	40.4	34.3	34.4	34.6	34.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	74.6	76.8	71.5	66.4	59.8
平均应付帐款周转天数	639.6	612.5	715.8	678.6	637.6
平均存货周转天数	683.9	605.2	696.1	713.9	705.4
净负债/ 总权益比率 (%)	51.6	64.3	52.7	52.5	50.2
回报率 (%)					
资本回报率	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
资产回报率	5.0	4.1	4.5	4.5	4.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股股息(人民币)	0.139	0.168	0.168	0.200	0.240
每股账面值(人民币)	2.06	2.38	2.71	3.10	3.56

来源: 公司及招银国际研究部

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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法律责任。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个人。