

# 碧桂園 (2007 HK)

## 地產界巨人

2019 上半年營業額及基礎盈利分別增加 53.2%至 2,020 億元(人民幣·下同)及 23.4%至 160 億元, 我們分別上調 2019 年盈利預測 7.6%至 411 億元及 7.9%至 455 億元; 我們預測 2020 年末的每股資產淨值為每股 27.64 港元, 因此我們將目標價由 16.49 港元下降至 15.20 港元, 維持買入評級。

- **中期基礎盈利增加 23.4%至 160 億元。** 交附面積增加 53%引致 2019 上半年的營業額增加 53.2%至 2,020 億元, 毛利率由 2018 上半年的 26.5%上升至 2019 上半年的 27.2%。因為推廣增加, 營銷費用上升 102%; 因為業務擴張, 行政費用增加 89%。扣除非現金項目, 2019 上半年基礎盈利增加 23.4%至 160 億元。
- **2019 上半年合同銷售額下跌, 但仍具信心全年仍有增長。** 2019 上半年應佔權益合同銷售金額及面積分別下跌 9.3%至 2,820 億元及 7.7%至 3,129 萬平方米, 期內的去化率為 65%。碧桂園在 2019 下半年將推出 4,820 億元貨值的物業供銷售, 公司具信心全年銷售金額會超越去年的 5,020 億元。截至 2019 年中, 已預售仍待入賬物業的金額為 7,400 億元, 可保證今明兩年收入的可見性。
- **2,381 個項目位於 279 個國內城市。** 2019 上半年, 碧桂園以 1,148 億元收購了 260 個物業項目, 應佔權益面積為 3,302 萬平方米。截至 2019 年中, 公司在國內 279 個城市投資了 2,381 個物業項目, 應佔權益合面積為 2.53 億平方米, 其中廣東省佔 21%。總應佔權益的可售貨值達 2.78 萬億元, 其中的 3,470 億元的目標客戶為大灣區內。此外, 約 5,909 萬平方米應佔權益的土地儲備在未來將可能轉變及注入公司。
- **2019 年中的淨負債比率為 59%。** 於 2019 年中, 公司手持現金及總借貸分別為 2,228 億元及 3,319 億元, 淨負債比率為 59%。其中 1,139 億元的借貸需在未來 12 個月償還, 公司具足夠資源來應付。借貸成本由 2018 年末的 6.11% 輕微上升至 2019 年中的 6.13%。
- **維持買入評級。** 我們調高毛利率及交付面積的假設, 因此我們分別上調 2019 年盈利預測 7.6%至 411 億元及 7.9%至 455 億元。我們預測 2020 年末的每股資產淨值為每股 27.64 港元, 因此我們以 45%的與資產淨值折讓計算, 將目標價由 16.49 港元下降至 15.20 港元, 維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	226,900	379,079	479,880	547,814	597,808
同比增長 (%)	48.2	67.1	26.6	14.2	9.1
淨收入(百萬元人民幣)	26,064	34,618	41,079	45,548	50,676
每股盈利(人民幣)	1.228	1.612	1.890	2.095	2.331
每股盈利變動 (%)	135.4	31.3	17.2	10.9	11.3
市盈率(倍)	7.0	5.3	4.6	4.1	3.7
市帳率(倍)	2.0	1.5	1.2	1.0	0.8
股息率 (%)	4.6	5.7	6.5	7.2	8.0
權益收益率 (%)	27.8	28.5	27.2	24.8	23.0
淨負債比率 (%)	56.9	49.6	54.3	48.1	46.9

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$15.20
(此前目標價)	HK\$16.49
潛在升幅	+58.3%
當前股價	HK\$9.60

### 中國房地產行業

#### 文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

#### 黃程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

#### 公司數據

市值(百萬港元)	207.940
3 月平均流通量(百萬港元)	342
52 周內股價高/低(港元)	13.56/7.71
總股本(百萬)	21,660

資料來源: 彭博

#### 股東結構

楊惠妍	57.47%
平安保險	8.97%
自由流通	33.56%

資料來源: 港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.1%	-3.2%
3-月	-8.5%	-2.7%
6-月	-8.0%	1.8%

資料來源: 彭博

#### 股份表現



資料來源: 彭博

審計師: 普華永道

## 財務分析

### 利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	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>
物業發展	220,157	369,405	468,000	533,600	580,636
建築	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
物業管理	2,656	1,632	1,958	2,546	3,437
銷售成本	(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
銷售費用	(10,002)	(12,533)	(16,316)	(18,078)	(19,728)
行政費用	(7,608)	(17,777)	(21,595)	(21,913)	(21,521)
其他費用	(693)	(1,224)	(1,680)	(1,917)	(2,092)
<b>息稅前收益</b>	<b>43,093</b>	<b>75,286</b>	<b>90,726</b>	<b>104,904</b>	<b>114,096</b>
融資成本	3,276	1,348	1,105	727	781
聯營/合營公司	(352)	1,197	2,850	3,200	3,500
特殊收入	505	1,732	16	0	0
<b>稅前利潤</b>	<b>46,522</b>	<b>79,563</b>	<b>94,697</b>	<b>108,830</b>	<b>118,377</b>
所得稅	(17,770)	(31,021)	(36,118)	(40,847)	(43,853)
非控制股東權益	(2,688)	(13,924)	(17,500)	(22,434)	(23,848)
永續債	0	0	0	0	0
<b>淨利潤</b>	<b>26,064</b>	<b>34,618</b>	<b>41,079</b>	<b>45,548</b>	<b>50,676</b>

### 現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息稅前收益</b>	<b>43,093</b>	<b>75,286</b>	<b>90,726</b>	<b>104,904</b>	<b>114,096</b>
折舊和攤銷	825	1,044	1,562	1,521	1,696
營運資金變動	(348,551)	8,606	(31,033)	(5,000)	6,000
稅務開支	(19,115)	(35,698)	(41,125)	(43,847)	(48,853)
其他	347,831	(19,857)	(31,473)	(35,720)	(63,979)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>24,084</b>	<b>29,381</b>	<b>(11,343)</b>	<b>21,856</b>	<b>8,960</b>
購置固定資產	(9,642)	(16,892)	(339)	(6,358)	(3,933)
聯營公司	(16,682)	(13,191)	(3,341)	(6,000)	(6,000)
其他	(18,060)	17,814	(1,250)	(800)	(800)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(44,385)</b>	<b>(12,269)</b>	<b>(4,930)</b>	<b>(13,158)</b>	<b>(10,733)</b>
股份發行	(1,216)	3,378	0	0	0
淨銀行借貸	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>融資活動所得現金淨額</b>	<b>72,822</b>	<b>73,832</b>	<b>(18,038)</b>	<b>(11,809)</b>	<b>18,286</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>52,521</b>	<b>90,944</b>	<b>(34,311)</b>	<b>(3,111)</b>	<b>16,513</b>
年初現金及現金等價物	84,647	137,084	228,343	194,082	191,021
匯兌	(84)	315	50	50	50
年末現金及現金等價物	137,084	228,343	194,082	191,021	207,584
受限制現金	11,318	14,200	14,514	14,514	14,514
<b>資產負債表的現金</b>	<b>148,402</b>	<b>242,543</b>	<b>208,596</b>	<b>205,535</b>	<b>222,098</b>

### 資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流動資產</b>	<b>181,754</b>	<b>229,944</b>	<b>253,450</b>	<b>282,250</b>	<b>336,650</b>
物業、廠房及設備	21,628	23,421	23,800	28,000	30,000
投資物業	8,338	16,435	15,000	15,800	16,200
聯營公司	30,930	46,659	50,000	56,000	62,000
無形資產	392	670	650	650	650
其他	120,466	142,759	164,000	181,800	227,800
<b>流動資產</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>
現金及現金等價物	148,402	242,543	208,596	205,535	222,098
應收貿易款項	270,541	443,491	465,000	480,000	510,000
存貨	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>流動負債</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>
借債	68,281	126,097	112,000	98,800	105,000
應付貿易賬款	330,884	498,821	540,000	592,000	638,000
合同負債	346,747	562,800	620,000	650,000	720,000
應付稅項	21,607	30,783	30,000	30,000	30,000
其他	2,017	905	1,000	1,500	2,000
<b>非流動負債</b>	<b>163,521</b>	<b>236,880</b>	<b>240,200</b>	<b>251,200</b>	<b>272,200</b>
借債	146,484	202,378	210,000	224,000	250,000
其他	17,037	34,502	30,200	27,200	22,200
<b>股東權益</b>	<b>93,671</b>	<b>121,330</b>	<b>150,846</b>	<b>183,785</b>	<b>220,548</b>
少數股東權益	22,941	52,078	58,000	60,000	63,000
永續債	0	0	0	0	0
<b>總權益</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

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	97.0	97.4	97.5	97.4	97.1
建築	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
物業管理	1.2	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>合計</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
稅前利率	19.0	19.9	18.9	19.1	19.1
淨利潤率	11.5	9.1	8.6	8.3	8.5
有效稅率	38.2	39.0	38.1	37.5	37.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1
平均應收賬款周轉天數	435.2	427.0	353.7	319.8	311.4
平均應付賬款周轉天數	532.3	480.3	410.7	394.4	389.5
平均存貨周轉天數	853.4	897.4	817.3	777.4	773.4
	56.9	49.6	54.3	48.1	46.9
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	27.8	28.5	27.2	24.8	23.0
資產回報率	2.5	2.1	2.3	2.4	2.5
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	1.23	1.61	1.89	2.10	2.33
每股股息(人民幣)	0.40	0.49	0.56	0.62	0.69
每股賬面值(人民幣)	4.40	5.61	6.97	8.49	10.19

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 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。

### 招銀國際證券投資評級

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

### 招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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。