

碧桂园(2007 HK, HK\$2.88, 目标价: HK\$4.72, 买入) — 具成本优势

- ❖ **低建筑成本。**碧桂园主席杨国强自1986年便从事建筑业务,通过丰富的经验,碧桂园建屋成本较低,因此公司集中在地价相对便宜的三/四线城市开发项目。至2014年6月底,平均的土地成本为每平方米1,022元(人民币·下同),相等于2014年上半年的平均销售价格的15.4%。所以,碧桂园相对于其他房地产商具价格优势。
- ❖ **2014年1-10月份合同销售增长15%至919亿元。**2014年1-10月份合同销售金额及面积分别上升15.3%至919亿元及15.4%至1,381万平方米,公司截至10月底已完成今年销售目标1280亿元的71.8%。对公司而言,能否达成全年销售目标,我们相信会有一定的难度,但我们对其2014年销售能超越2013年销售金额1,060亿元仍具信心。
- ❖ **海外投资只占整体资产10%。**碧桂园是国内房地产商第一家投资海外地产项目的公司,公司在2012年及2014年开拓在马来西亚及澳大利亚的房地产业务,我们相信来自马来西亚的销售是公司2013年销售额突飞猛进的其中一个原因。虽然在2014年1-9月的海外销售只占总合同销售金额的1%,这些海外项目可为公司带来长远的增长,并可分散风险。
- ❖ **2014年1-9月购入1620万平方米的土地。**碧桂园在2014年1-9月以143.5亿元购入1620万平方米的应占权益土地储备,其中31%为新进入城市,平均的土地成本为每平方米885元。截至2014年9月底,应占权益土地储备为7970万平方米。
- ❖ **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。公司成功以供股方法筹资31.5亿港元,可强化财务状况,我们预计2014年底的净负债比率降至52.7%。我们引入2015年底的每股资产净值为6.74港元,目标价由4.87港元下调至4.72港元,目标价与每股资产净值折让为30%,评级维持为买入。

碧桂园 (2007 HK)

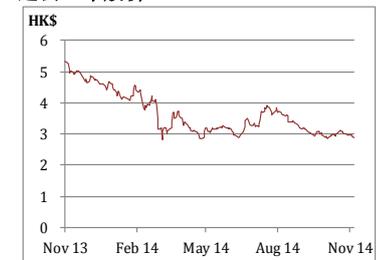
评级	买入
收市价	HK\$2.88
目标价	HK\$4.72
市值(港币百万)	58,613
过去3个月平均交易(港币百万)	117
52周高/低(港币)	5.28/2.78
发行股数(百万)	20,352
主要股东	杨惠妍(59.5%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-1.4%	-2.6%
3月	-19.9%	-14.3%
6月	-6.9%	-9.0%

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)	6.0	4.9	4.2	4.1	3.5
市帐率(x)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	6.1	7.4	7.4	8.8	10.5
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:公司及招银国际研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	41,891	62,682	71,451	82,502	97,585
物業發展	40,012	60,043	68,435	79,100	93,743
建築	314	867	1,040	1,196	1,376
酒店	972	995	1,074	1,160	1,253
物業管理	592	777	901	1,046	1,213
銷售成本	(26,551)	(43,713)	(49,546)	(56,750)	(67,265)
毛利	15,340	18,969	21,905	25,753	30,319
銷售費用	(2,186)	(4,304)	(5,002)	(5,363)	(6,245)
行政費用	(1,568)	(2,033)	(2,501)	(2,888)	(3,415)
其他收益	103	64	82	77	87
息稅前收益	11,688	12,696	14,485	17,579	20,746
融資成本	(126)	803	224	212	223
聯營公司	(94)	(26)	(40)	50	80
特殊收入	74	-	1,244	-	-
稅前利潤	11,542	13,473	15,913	17,841	21,048
所得稅	(4,657)	(4,625)	(5,471)	(6,168)	(7,282)
非控制股東權益	(32)	(334)	(214)	(392)	(377)
淨利潤	6,853	8,514	10,228	11,281	13,389
核心淨利潤	6,853	8,514	9,295	11,281	13,389

来源: 公司及招銀國際研究部

资产负债表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	40,611	60,026	66,238	70,745	74,750
物業、廠房及設備	38,705	57,773	58,620	63,320	67,120
聯營公司	114	57	80	95	110
投資物業	118	112	5,500	5,800	6,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,674	2,083	2,038	1,530	1,520
流動資產	95,911	146,214	160,364	180,468	205,282
現金及現金等價物	16,860	26,680	23,964	23,968	26,682
應收貿易款項	17,124	26,378	28,000	30,000	32,000
存貨	58,000	86,966	102,000	120,000	140,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	3,927	6,189	6,400	6,500	6,600
流動負債	68,707	114,904	116,250	128,100	141,100
借債	9,096	12,434	8,000	8,500	8,500
應付貿易賬款	52,384	94,333	100,000	111,000	124,000
應付稅項	7,227	8,137	8,250	8,600	8,600
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	28,930	45,324	49,550	53,550	59,550
借債	27,817	43,815	48,000	52,000	58,000
遞延稅項	924	1,270	1,300	1,300	1,300
其他	190	240	250	250	250
少數股東權益	1,307	2,058	5,600	6,500	7,000
淨資產總值	37,577	43,954	55,202	63,063	72,382
股東權益	37,577	43,954	55,202	63,063	72,382

来源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	11,688	12,696	14,485	17,579	20,746
折舊和攤銷	389	463	808	1,085	1,148
營運資金變動	(11,329)	(36,567)	(22,570)	(17,000)	(18,000)
稅務開支	(3,466)	(4,817)	(5,328)	(5,818)	(7,282)
其他	235	22,416	14,590	5,568	6,629
經營活動所得現金淨額	(2,483)	(5,809)	1,984	1,413	3,239
購置固定資產	(3,896)	(5,334)	(6,356)	(2,375)	(2,340)
聯營公司	(5)	-	(23)	(15)	(15)
其他	(68)	341	240	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,969)	(4,993)	(6,140)	(2,390)	(2,355)
股份發行	1,735	-	2,523	-	-
淨銀行借貸	7,878	19,463	(249)	4,500	6,000
股息	(81)	(1,793)	(1,503)	(3,419)	(4,070)
其他	995	315	-	-	-
融資活動所得現金淨額	10,527	17,985	772	1,081	1,930
現金增加淨額	4,075	7,182	(3,384)	104	2,814
年初現金及現金等價物	7,744	11,809	18,910	15,426	15,430
匯兌	(10)	(81)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	11,809	18,910	15,426	15,430	18,144
受限制現金	5,051	7,770	8,538	8,538	8,538
資產負債表的現金	16,860	26,680	23,964	23,968	26,682

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.5	95.8	95.8	95.9	96.1
建築	0.8	1.4	1.5	1.5	1.4
酒店	2.3	1.6	1.5	1.4	1.3
物業管理	1.4	1.2	1.3	1.3	1.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	20.6	49.6	14.0	15.5	18.3
毛利	27.9	23.7	15.5	17.6	17.7
淨利潤	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
稅前利率	27.6	21.5	22.3	21.6	21.6
淨利潤率	16.4	13.6	14.3	13.7	13.7
核心淨利潤率	16.4	13.6	13.0	13.7	13.7
有效稅率	40.4	34.3	34.4	34.6	34.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	74.6	76.8	71.5	66.4	59.8
平均應付賬款周轉天數	639.6	612.5	715.8	678.6	637.6
平均存貨周轉天數	683.9	605.2	696.1	713.9	705.4
淨負債/ 總權益比率 (%)	51.6	64.3	52.7	52.5	50.2
回報率 (%)					
資本回報率	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
資產回報率	5.0	4.1	4.5	4.5	4.8
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股股息 (人民幣)	0.139	0.168	0.168	0.200	0.240
每股賬面值 (人民幣)	2.06	2.38	2.71	3.10	3.56

來源: 公司及招銀國際研究部

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 个月的潜在涨幅在-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，并可能会受标的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人士。