

碧桂園(2007 HK, HK\$3.20, 目標價: HK\$4.20, 買入) — 2016 年利息支出龐大

- ❖ **基礎盈利較我們預期少 5%。**一方面，受惠於交付面積上升 45%至 1,767 萬平方米，2015 年營業額增加 33.9%至 1,113 億元(人民幣·下同)；另一方面，因為更多的交付單位為高層住宅，毛利率由 2014 年的 26.1%下跌至 2015 年的 20.2%；此外，淨財務費用因匯兌損失及贖回債券而由 2014 年的 1.96 億元增加至 2015 年的 12.9 億元。最終，2015 年純利下跌 9.3%至 92.8 億元。2015 年基礎盈利按年增加 5.1%至 97.1 億元，較我們預期低 5.2%。
- ❖ **2015 年合同銷售金額增加 9%。**碧桂園 2015 年的合同銷售金額及面積分別增加 7.1%至 1,400 億元及 10.7%至 2,153 萬平方米，銷售動力在 2016 年 1-2 月仍然持續，期內銷售金額增加 106%至 237 億元。目前，已預售仍待入賬的物業總額為 2,000 億元。碧桂園定下 2016 年銷售目標為 1,680 億元，基於 2015 年底的可售資源為 1,085 億元及 2016 年新推貨值 1,915 億元，碧桂園要取得 56% 的銷售比才可完成全年銷售目標。
- ❖ **1.12 億平方米的土地儲備。**碧桂園在 2015 年動用 560 億元新購入 172 個項目，總樓面面積為 3,821 萬平方米。至 2015 年末，總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為 1.12 億平方米及 9,605 萬平方米，位於廣東省的項目佔總土地儲備的 34%。碧桂園現正投資 384 個項目，其中 379 個在中國(145 個在廣東省)、4 個在馬來西亞及 1 個在澳大利亞，位於馬來西亞及澳大利亞的項目將分別在 2016 年及 2017 年開始貢獻盈利。
- ❖ **較高負債。**碧桂園在 2015 年第 4 季研究數個收購計劃，因而發行了 165 億元的永續債作不時之需，因此至 2015 年末的永續債總額達 195 億元。雖然公司將會在 2016 年償還所有的永續債，但我們估計為支付永續債的利息在 2016 年便達 16.6 億元。此外，在 2016 年償還永續債後，我們預測公司的淨負債比率將由 2015 年的 46.9%升至 2016 年的 69.0%。
- ❖ **下調目標價。**因為永續債的開支龐大及下降毛利率的假設，我們將 2016 及 2017 年的盈利預測分別下調 23.7%至 89.7 億元及 0.4%至 126 億元。我們推出 2016 年的每股資產淨值預測為 7.00 港元，因為負債上升，我們以 40%的折讓率(過去為 30%)來計算目標價。我們將目標價由 4.31 港元下降至 4.20 港元，上升空間為 31.2%，維持**買入**評級。

碧桂園 (2007 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.20
目標價	HK\$4.20
市值 (港幣百萬)	71,671
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	62.3
52 周高/低 (港幣)	4.55/2.38
發行股數 (百萬)	22,588
主要股東	楊惠妍(53.6%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	20.5%	8.1%
3 月	19.3%	24.2%
6 月	28.5%	35.5%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	84,549	113,223	117,847	145,533	157,345
淨利潤 (百萬元人民幣)	10,229	9,276	8,970	12,619	13,799
每股收益 (人民幣)	0.534	0.425	0.400	0.563	0.616
每股收益變動 (%)	14.6	(20.4)	(6.0)	40.9	9.4
市盈率(x)	5.1	6.4	6.8	4.8	4.4
市帳率(x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	5.4	4.8	4.4	6.3	7.0
權益收益率 (%)	18.0	14.2	12.6	15.5	15.1
淨財務槓杆率 (%)	53.9	46.9	69.0	68.8	64.2

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	84,549	113,223	117,847	145,533	157,345
物業發展	81,898	109,460	113,400	140,400	151,385
建築	468	746	836	920	1,057
租金	87	92	101	113	127
酒店	1,132	1,455	1,600	1,808	2,025
物業管理	964	1,469	1,910	2,292	2,751
銷售成本	(62,494)	(90,359)	(93,488)	(115,005)	(123,772)
毛利	22,055	22,863	24,359	30,529	33,573
銷售費用	(4,356)	(4,689)	(4,714)	(6,112)	(6,608)
行政費用	(3,160)	(3,230)	(3,535)	(4,657)	(5,350)
其他收益	186	424	112	132	142
息稅前收益	14,725	15,369	16,222	19,891	21,756
融資成本	(196)	(1,290)	160	116	110
聯營公司	(40)	(56)	(60)	(80)	(85)
特殊收入	1,880	810	-	-	-
稅前利潤	16,369	14,833	16,322	19,927	21,781
所得稅	(5,757)	(5,121)	(5,570)	(7,108)	(7,737)
永續債	(207)	(356)	(1,663)	-	-
非控制股東權益	(176)	(79)	(120)	(200)	(245)
淨利潤	10,229	9,276	8,970	12,619	13,799
核心淨利潤	9,238	9,707	8,970	12,619	13,799

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	75,415	89,940	93,037	100,417	106,837
物業、厂房及设备	65,316	74,799	78,500	85,200	90,800
聯營公司	56	1,688	2,000	2,180	2,400
投資物業	7,036	8,686	9,000	9,400	9,800
無形資產	29	122	122	122	122
其他	2,979	4,645	3,415	3,515	3,715
流動資產	192,617	272,016	281,560	317,887	349,159
現金及現金等价物	27,214	47,878	38,954	42,881	47,153
应收貿易款項	25,371	42,242	49,800	54,000	58,800
存貨	131,292	171,200	182,000	210,000	232,000
金融資產	-	1,206	1,206	1,206	1,206
其他	8,740	9,490	9,600	9,800	10,000
流動負債	156,623	201,595	221,500	245,200	263,000
借債	14,929	22,778	20,000	22,000	20,000
应付貿易賬款	132,717	169,901	192,000	214,200	233,600
应付稅項	8,976	8,905	9,500	9,000	9,400
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	10	-	-	-
非流動負債	48,967	71,021	76,250	85,750	95,050
借債	46,139	66,966	72,000	81,000	90,000
遞延稅項	2,588	3,816	4,000	4,500	4,800
其他	240	240	250	250	250
少數股東權益	2,666	4,522	5,400	6,200	6,800
永續債	3,090	19,528	-	-	-
淨資產總值	56,686	65,291	71,447	81,154	91,146
股東權益	56,686	65,291	71,447	81,154	91,146

來源: 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)	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	14,725	15,369	16,222	19,891	21,756
折舊和攤銷	789	1,291	1,466	1,506	1,561
營運資金變動	(35,231)	(24,318)	(7,743)	(27,000)	(20,400)
稅務開支	(5,978)	(3,964)	(4,791)	(7,108)	(7,037)
其他	21,363	(2,787)	(10,969)	11,405	9,050
經營活動所得現金淨額	(4,332)	(14,410)	(5,816)	(1,306)	4,929
購買固定資產	(4,942)	(4,312)	(2,229)	(2,575)	(3,530)
聯營公司	(6)	(1,633)	(312)	(180)	(220)
其他	261	(4,535)	643	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,687)	(10,480)	(1,898)	(2,755)	(3,750)
股份發行	2,501	4,950	(570)	-	-
淨銀行借貸	4,580	40,770	2,256	11,000	7,000
股息	(1,690)	(4,770)	(2,797)	(2,912)	(3,807)
其他	3,521	720	-	-	-
融資活動所得現金淨額	8,913	41,670	(1,111)	8,088	3,193
現金增加淨額	(106)	16,780	(8,824)	4,027	4,372
年初現金及現金等價物	18,910	18,761	36,241	27,317	31,244
匯兌	(43)	700	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	18,761	36,241	27,317	31,244	35,516
受限制現金	8,453	11,637	11,637	11,637	11,637
資產負債表的現金	27,214	47,878	38,954	42,881	47,153

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.9	96.7	96.2	96.5	96.2
建築	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.3	1.3	1.4	1.2	1.3
物業管理	1.1	1.3	1.6	1.6	1.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

收入	34.8	33.9	4.1	23.5	8.1
毛利	16.0	3.7	6.5	25.3	10.0
淨利潤	20.1	(9.3)	(3.3)	40.7	9.4

盈利能力比率 (%)

毛利率	26.1	20.2	20.7	21.0	21.3
稅前利率	19.4	13.1	13.9	13.7	13.8
淨利潤率	12.1	8.2	7.6	8.7	8.8
核心淨利潤率	10.9	8.6	7.6	8.7	8.8
有效稅率	35.2	34.5	34.1	35.7	35.5

資產負債比率

流動比率 (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
平均應收賬款周轉天數	54.8	68.1	77.1	67.7	68.2
平均應付賬款周轉天數	663.1	611.2	706.5	644.6	660.3
平均存貨周轉天數	637.4	610.9	689.5	622.1	651.7
淨負債 / 總權益比率 (%)	57.0	60.0	69.0	68.8	64.2

回報率 (%)

資本回報率	18.0	14.2	12.6	15.5	15.1
資產回報率	3.8	2.6	2.4	3.0	3.0

每股數據

每股盈利 (人民幣)	0.534	0.425	0.400	0.563	0.616
每股股息 (人民幣)	0.148	0.130	0.120	0.170	0.190
每股賬面值 (人民幣)	2.79	2.89	3.19	3.62	4.07

來源: 公司及招銀國際研究部

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) 發表於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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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 年證券交易法規則 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。