

碧桂園 (2007 HK)

染藍了

❖ 今日正式成為恒指藍籌股。恒指公司于11月10日宣布，將碧桂園納入恒生指數成分股，并于今日(12月4日)正式生效。生效後恒指成分股中將出現三家內房企業，包括中海(688 HK, 買入)和華潤置地(1109 HK, 買入)。由于今年碧桂園銷售增長強勁，我們相信投資者將對碧桂園最感興趣。

❖ **SSGF 提高房屋質量并縮短工期。**我們近期參觀了公司在東莞的一處工地，該工地採用了目前行業領先的SSGF工業化建造體系。所謂SSGF，即以“Sci-tech 科技創新”、“Safe & share 安全共享”、“Green 綠色可續”、“Fine & fast 優質高效”為四大核心理念的新型建築體系。具體而言，該體系運用包括附著式爬架、鋁合金模板、全現澆混凝土外牆、高精度地面、樓層截水系統、預製牆板、整體衛浴、高壓水槍拉毛、自愈合防水、預製PC構件、PVC牆紙、全穿插施工等12項核心工藝。相比傳統建築體系，SSGF，房屋質量有了明顯提高，同時建造一座30層的建築的工期也由原來的25.1個月縮短至15.8個月。儘管建安成本每平米上升了150元人民幣(約3-5%的升幅)，但由于工期縮短，公司可以抵銷財務費用和其他與工期成正比的費用。目前公司廣深區域約40%的工地已經在用了SSGF建築體系，未來SSGF將逐步擴展到公司所有項目中。

❖ **到2020年將提供100萬套長租公寓。**目前國家正大力推動房屋租賃市場，長租公寓成為房地產行業新發展方向。碧桂園作為行業龍頭，也積極布局租賃市場，并計劃到2020年提供100萬套的長租公寓。此外，科技小鎮作為碧桂園推出的特色小鎮也是公司重點發展項目。公司計劃在未來5年圍繞一線和強二線城市打造約100個科技小鎮。

❖ **上調預測及目標價。**根據克而瑞數據顯示，公司前11個月的銷售已經超過5,000億元人民幣，達5,348億元人民幣，同比增長85.6%，銷售排名位列第一。在銷售大幅增長以及工期縮短加快周轉的推動下，我們分別上調2017-2019年的淨利潤預測9.8%、8.6%及8.3%至202億、248億和303億元人民幣。今年前10個月，公司新增加9,469萬平方米的土地儲備，權益面積為6,996萬平方米，總代價3,142億元人民幣。考慮到新購土地情況，我們推出2018年底的淨資產預測為15.19港元，因此目標價由9.91港元調升至12.15港元，相等於20%的與淨資產折讓，重申持有評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	113,223	153,087	209,711	265,366	310,359
淨利潤(百萬人民幣)	9,276	11,517	20,156	24,818	30,309
EPS(人民幣)	0.425	0.522	0.942	1.163	1.420
EPS變動(%)	(20.4)	22.6	80.5	23.5	22.1
市盈率(x)	25.7	21.0	11.6	9.4	7.7
市帳率(x)	3.8	3.4	2.7	2.3	1.9
股息率(%)	1.2	1.6	2.7	3.3	4.0
權益收益率(%)	14.2	16.4	23.5	24.0	24.1
淨財務杠杆率(%)	46.9	48.7	46.5	41.6	40.9

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有(維持)

目標價	HK\$12.15
(過去目標價)	HK\$9.91
潛在升幅	-5.7%
當前股價	HK\$12.88

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	274,257
3月平均流通量(百萬港元)	621
5周內股價高/低(港元)	15.06/3.92
總股本(百萬)	21,293

資料來源：彭博

股東結構

楊惠妍	57.7%
平安	10.0%
自由流通	32.3%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.5%	-3.7%
3-月	13.7%	8.9%
6-月	31.8%	16.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

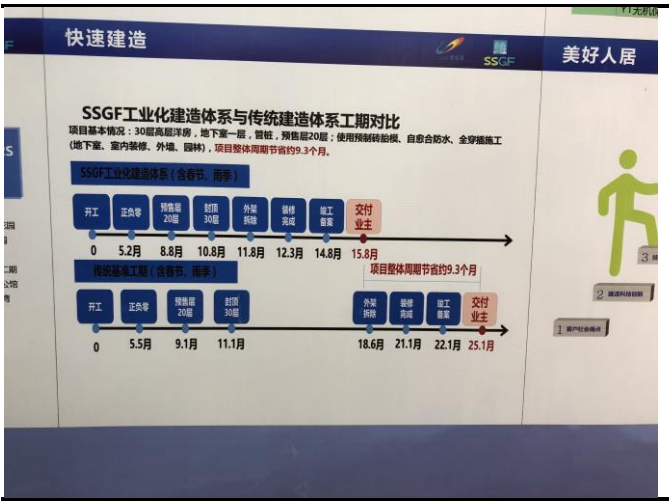
公司網站: www.countrygarden.com.cn

圖一: SSGF 理念



來源: 公司, 招銀國際

圖二: 工期大為縮短



來源: 公司, 招銀國際

圖三: 全國科技小鎮布局



來源: 公司, 招銀國際

圖四: 惠州科技小鎮



來源: 公司, 招銀國際

圖五: 新盈利預測

	收入 (人民幣百萬)			淨利潤 (人民幣百萬)			EPS (人民幣)		
	之前預測	最新預測	變動%	之前預測	最新預測	變動%	之前預測	最新預測	變動%
2017E	197,315	209,711	6.3%	18,399	20,156	9.5%	0.860	0.942	9.6%
2018E	247,314	265,366	7.3%	22,859	24,818	8.6%	1.071	1.163	8.6%
2019E	289,769	310,359	7.1%	27,979	30,309	8.3%	1.311	1.420	8.3%

來源: 招銀國際預測

圖 6: 2018 年底的淨資產預測

	人民幣 百萬	港幣 百萬	每股淨資 產 (HK\$)	% of NAV	注
在建物業	288,936	339,924	15.96	105%	WACC 8.7%
投資物業	9,900	11,647	0.55	4%	賬面價值
酒店	25,819	30,376	1.43	9%	
總額	324,655	381,947	17.94	118%	
淨負債	(49,793)	(58,580)	(2.75)	-18%	2018年底
資資產	274,862	323,367	15.19	100%	

來源: 招銀國際預測

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	113,223	153,087	209,711	265,366	310,359
物業發展	109,460	148,180	203,464	258,143	302,000
建築	746	1,143	1,543	1,775	2,041
租金	92	97	146	163	183
酒店	1,455	1,708	2,305	2,582	2,892
物業管理	1,469	1,959	2,253	2,704	3,244
銷售成本	(90,359)	(120,851)	(161,704)	(203,775)	(236,809)
毛利	22,863	32,236	48,007	61,591	73,551
銷售費用	(4,689)	(7,384)	(7,969)	(9,288)	(10,552)
行政費用	(3,230)	(4,970)	(8,808)	(10,615)	(12,104)
其他收益	424	1,530	2,087	282	317
息稅前收益	15,369	21,413	33,317	41,970	51,211
融資成本	(1,290)	(1,095)	(1,036)	(973)	(960)
聯營公司	(56)	362	639	825	986
特殊收入	810	712	159	-	-
稅前利潤	14,833	21,391	33,080	41,822	51,237
所得稅	(5,121)	(7,727)	(11,979)	(15,625)	(19,108)
永續債	(356)	(1,410)	-	-	-
非控制股東權益	(79)	(737)	(945)	(1,380)	(1,820)
淨利潤	9,276	11,517	20,156	24,818	30,309
核心淨利潤	9,707	10,983	20,036	24,818	30,309

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	89,940	106,736	129,255	138,520	147,350
物業、廠房及設備	74,799	75,756	84,800	90,800	96,000
聯營公司	1,688	11,185	16,200	18,000	20,000
投資物業	8,686	9,773	9,500	9,900	10,200
無形資產	122	239	305	320	350
其他	4,645	9,783	18,450	19,500	20,800
流動資產	272,016	484,836	670,896	735,957	787,447
現金及現金等價物	47,878	96,491	116,196	122,207	123,727
應收貿易款項	42,242	117,322	185,000	200,800	217,500
存貨	171,200	249,472	336,000	378,000	409,800
金融資產	1,206	7,508	8,500	8,950	9,220
其他	9,490	14,042	25,200	26,000	27,200
流動負債	201,595	405,314	564,542	608,642	633,992
借債	22,778	38,720	43,500	40,000	38,000
應付貿易賬款	169,901	344,198	498,000	545,000	572,000
應付稅項	8,905	15,310	16,400	17,000	17,350
關連款項	-	-	-	-	-
其他	10	7,085	6,642	6,642	6,642
非流動負債	71,021	104,642	133,970	146,000	158,250
借債	66,966	97,477	120,000	132,000	144,000
遞延稅項	3,816	6,928	13,720	13,750	14,000
其他	240	237	250	250	250
少數股東權益	4,522	11,487	15,980	16,400	16,920
永續債	19,528	-	-	-	-
淨資產總值	65,291	70,128	85,659	103,436	125,636
股東權益	65,291	70,128	85,659	103,435	125,635

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	15,369	21,413	33,317	41,970	51,211
折舊和攤銷	830	1,001	1,133	1,172	1,225
營運資金變動	(22,122)	(51,160)	(75,995)	(22,800)	(33,500)
稅務開支	(6,145)	(9,919)	(4,098)	(14,995)	(18,508)
其他	(5,522)	79,929	58,042	3,855	3,599
經營活動所得現金淨額	(17,590)	41,263	12,399	9,202	4,027
購置固定資產	(3,820)	(6,064)	(1,722)	(2,496)	(2,145)
聯營公司	(1,888)	(6,955)	(5,015)	(1,800)	(2,000)
其他	(957)	(7,439)	(5,539)	(500)	(400)
投資活動所得現金淨額	(6,666)	(20,457)	(12,277)	(4,796)	(4,545)
股份發行	4,951	(3,535)	(641)	-	-
淨銀行借貸	24,335	32,099	27,303	8,500	10,000
股息	(5,099)	(1,109)	(5,397)	(7,042)	(8,109)
其他	17,483	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	41,670	27,454	21,265	1,458	1,891
現金增加淨額	17,414	48,260	21,386	5,864	1,373
年初現金及現金等價物	18,761	36,241	84,647	106,180	112,191
匯兌	66	147	147	147	147
年末現金及現金等價物	36,241	84,647	106,180	112,191	113,711
受限制現金	11,637	11,844	10,016	10,016	10,016
資產負債表的現金	47,878	96,491	116,196	122,207	123,727

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.7	96.8	97.0	97.3	97.3
建築	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
物業管理	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	33.9	35.2	37.0	26.5	17.0
毛利	3.7	41.0	48.9	28.3	19.4
淨利潤	(9.3)	24.2	75.0	23.1	22.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	20.2	21.1	22.9	23.2	23.7
稅前利率	13.1	14.0	15.8	15.8	16.5
淨利潤率	8.2	7.5	9.6	9.4	9.8
核心淨利潤率	8.6	7.2	9.6	9.4	9.8
有效稅率	34.5	36.1	36.2	37.4	37.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
平均應收賬款周轉天數	68.1	139.9	161.0	138.1	127.9
平均應付帳款周轉天數	611.2	776.4	950.5	934.1	860.8
平均存貨周轉天數	610.9	635.3	660.8	639.5	607.1
淨負債/總權益比率 (%)	60.0	48.7	46.5	41.6	40.9
回報率 (%)					
資本回報率	14.2	16.4	23.5	24.0	24.1
資產回報率	2.6	1.9	2.5	2.8	3.2
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.425	0.522	0.942	1.163	1.420
每股股息(人民幣)	0.130	0.171	0.300	0.360	0.440
每股賬面值(人民幣)	2.89	3.25	4.01	4.85	5.89

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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并無直接或間接關係。

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。

本報告基于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。接收本報告之行爲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。