

## 碧桂園 (2007 HK)

### 以安全為導向，合理放緩節奏

- ❖ **中期核心利潤增長 80%**。18 年上半年，碧桂園收入和淨利潤分別增長 69.7% 至 1,319 億(人民幣，下同)和 72.5% 至 129 億。當期房地產銷售收入增長 70%，同時毛利率提升了 4.5 個百分點，共同推動了盈利增長。此外，由於規模效應，銷售及管理費用與收入的比從 2017 年上半年的 9.5% 下降至上半年的 7.9%。但這些嚴格的成本控制被外匯損失和聯營公司虧損所抵消。同時，有效稅率在 18 年上半年飆升 6.7 個百分點至 39.2%。因此，期內淨利潤率僅上升 0.2 個百分點至 9.8%。
- ❖ **合約銷售遙遙領先**。18 年上半年，公司合約銷售額及銷售面積分別增長 42.8% 至 4,125 億及 36.1% 至 4,389 萬平。儘管公司沒有提出銷售目標，且銷售可能會受到近期建築工地事故的影響，但我們認為 2018 年的合約銷售額仍將達到 7,000-8,000 億。2017 年公司銷售達 5,510 億。鑒於其 2018 年下半年的可售資源為 7,000 億，我們預計公司將在 2018 年實現強勁的合約銷售增長。
- ❖ **安全第一**。近期公司在國內接連發生建築工地事故，公司認真檢查了這些事件，並決定合理放緩開發節奏，以確保施工安全。近期，以楊主席主持的生產安全委員會正式成立。公司秉著以“安全第一，以人為本”的原則，引入了一系列安全生產程式，旨在實現零傷亡。
- ❖ **18 上半年的集資強化資產負債表**。在今年 1 月，公司以每股 17.13 港元的價格配售 4.6 億股，成功募集資金約 78.2 億港元。同月，公司發行了約 154.9 億港元 1 年期的可換股債券（轉換價 18.65 港元）。這些籌集活動增強了公司資產負債表。截至 2018 年 6 月，現金餘額和短期債務分別為 2,100 億元和人民幣 1,080 億元。因此，公司短期可能面臨一定的財務需求。此外，截至 2018 年 6 月，淨負債比率為 59.0%，資產負債表總體處在健康水準。
- ❖ **提高盈利預測但下調目標價**。今年上半年，公司收購了 520 幅土地，權益建面 6,000 萬平，總代價 1,430 億。截至 2018 年 6 月，公司總土儲達 3.64 億平，權益土儲 2.30 億平，可售貨值達 2.8 萬億。我們分別上調 2018-2019 年盈利預測 16.8%、19.4% 至 361 億及 432 億。同時我們上調了 2018 年底預測每股資產淨值由 30.64 港元至 33.72 港元，以期反映新增土儲及人民幣貶值。由於近期事故可能對銷售帶來一定影響，我們上調折讓率至 45%，目標價由 21.45 港元下調至 18.55 港元，**維持買入評級**。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	153,087	226,900	352,774	443,354	548,996
淨利潤 (百萬人民幣)	11,517	26,064	36,111	43,203	53,801
EPS (人民幣)	0.522	1.228	1.666	1.987	2.475
EPS 變動 (%)	22.6	135.4	35.6	19.3	24.5
市盈率(x)	21.0	11.1	5.6	4.7	3.8
市帳率(x)	3.4	3.1	1.6	1.3	1.0
股息率 (%)	1.6	2.9	5.2	6.0	7.5
權益收益率 (%)	16.4	27.8	28.8	27.4	27.1
淨財務杠杆率 (%)	48.7	56.9	50.8	50.3	46.1

資料來源：公司及招銀國際研究預測

#### 買入 (上調)

目標價	HK\$18.55
(過去目標價)	HK\$21.45)
潛在升幅	70.1%
當前股價	HK\$12.24

#### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 房地產行業

市值(百萬港元)	265,460
3 月平均流通量(百萬港元)	858
5 周內股價高/低(港元)	17.58/8.7
總股本(百萬)	21,688

資料來源: 彭博

#### 股東結構

楊惠妍	57.07%
平安	8.98%
自由流通	34.3%

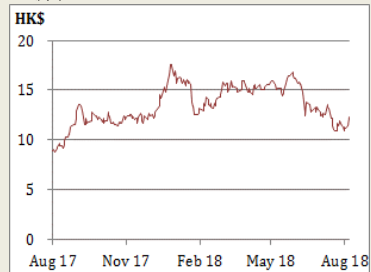
資料來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-10.4%	-8.4%
3-月	-27.1%	-17.5%
6-月	-14.0%	-3.0%

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](http://www.countrygarden.com.cn)

**利潤表**

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY19E
<b>收入</b>	<b>153,087</b>	<b>226,900</b>	<b>352,774</b>	<b>443,354</b>	<b>548,996</b>
物業發展	148,180	220,157	344,970	435,714	540,000
建築	1,143	2,305	4,148	5,393	6,471
租金	97	108	215	258	297
酒店	1,708	1,674	1,808	1,988	2,227
物業管理	1,959	2,656	1,632	-	-
銷售成本	(120,851)	(168,114)	(265,236)	(332,995)	(412,300)
<b>毛利</b>	<b>32,236</b>	<b>58,785</b>	<b>87,538</b>	<b>110,359</b>	<b>136,695</b>
銷售費用	(7,384)	(10,002)	(12,347)	(15,074)	(18,666)
行政費用	(4,970)	(8,301)	(11,994)	(17,291)	(21,411)
其他收益	1,530	2,611	2,180	1,180	1,300
<b>息稅前收益</b>	<b>21,413</b>	<b>43,093</b>	<b>65,376</b>	<b>79,174</b>	<b>97,919</b>
融資成本	(1,095)	3,276	251	177	96
聯營公司	362	(352)	120	80	90
特殊收入	712	505	539	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>21,391</b>	<b>46,522</b>	<b>66,287</b>	<b>79,431</b>	<b>98,105</b>
所得稅	(7,727)	(17,770)	(26,976)	(32,707)	(40,463)
永續債	(1,410)	-	-	-	-
非控制股東權益	(737)	(2,688)	(3,200)	(3,520)	(3,840)
<b>淨利潤</b>	<b>11,517</b>	<b>26,064</b>	<b>36,111</b>	<b>43,203</b>	<b>53,801</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>10,983</b>	<b>24,690</b>	<b>35,707</b>	<b>43,203</b>	<b>53,801</b>

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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>106,736</b>	<b>181,754</b>	<b>240,580</b>	<b>262,930</b>	<b>278,150</b>
物業、廠房及設備	75,756	122,894	172,000	191,000	203,500
聯營公司	11,185	30,930	34,200	35,800	37,300
投資物業	9,773	8,338	13,000	13,800	14,500
無形資產	239	392	580	630	650
其他	9,783	19,200	20,800	21,700	22,200
<b>流動資產</b>	<b>484,836</b>	<b>867,915</b>	<b>1,082,943</b>	<b>1,142,627</b>	<b>1,267,765</b>
現金及現金等價物	96,491	148,402	168,743	163,427	178,565
應收貿易款項	117,322	270,541	325,000	350,000	380,000
存貨	249,472	393,060	560,000	600,000	680,000
金融資產	7,508	40,615	4,200	4,200	4,200
其他	14,042	15,297	25,000	25,000	25,000
<b>流動負債</b>	<b>405,314</b>	<b>769,537</b>	<b>985,500</b>	<b>1,009,200</b>	<b>1,085,800</b>
借債	38,720	68,281	102,000	85,000	90,000
應付貿易賬款	344,198	330,884	380,000	400,000	438,000
應付稅項	15,310	21,607	23,500	24,200	25,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	7,085	348,764	480,000	500,000	532,000
<b>非流動負債</b>	<b>104,642</b>	<b>163,521</b>	<b>174,000</b>	<b>198,500</b>	<b>218,500</b>
借債	97,477	146,484	150,000	178,000	200,000
遞延稅項	6,928	16,448	23,500	20,000	18,000
其他	237	589	500	500	500
<b>少數股東權益</b>	<b>11,487</b>	<b>22,941</b>	<b>38,500</b>	<b>40,000</b>	<b>43,000</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>70,128</b>	<b>93,671</b>	<b>125,523</b>	<b>157,857</b>	<b>198,615</b>
<b>股東權益</b>	<b>70,128</b>	<b>93,671</b>	<b>125,523</b>	<b>157,857</b>	<b>198,615</b>

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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY19E
息稅前收益	21,413	43,093	65,376	79,174	97,919
折舊和攤銷	1,001	1,133	1,147	1,370	1,446
營運資金變動	(51,160)	(348,551)	(172,283)	(45,000)	(72,000)
稅務開支	(9,919)	(19,115)	(18,030)	(35,507)	(40,863)
其他	79,929	347,524	120,002	(708)	18,819
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>41,263</b>	<b>24,084</b>	<b>(3,789)</b>	<b>(671)</b>	<b>5,320</b>
購買固定資產	(6,064)	(9,642)	(6,083)	(3,025)	(2,488)
聯營公司	(6,955)	(16,682)	(3,270)	(1,600)	(1,500)
其他	(7,439)	(18,060)	(998)	(200)	(200)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(20,457)</b>	<b>(44,385)</b>	<b>(10,350)</b>	<b>(4,825)</b>	<b>(4,188)</b>
股份發行	(3,535)	(1,216)	6,619	-	-
淨銀行借貸	32,099	80,577	37,235	11,000	27,000
股息	(1,109)	(5,382)	(9,424)	(10,870)	(13,044)
其他	-	(1,157)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>27,454</b>	<b>72,822</b>	<b>34,430</b>	<b>130</b>	<b>13,956</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>48,260</b>	<b>52,521</b>	<b>20,291</b>	<b>(5,366)</b>	<b>15,088</b>
年初現金及現金等價物	36,241	84,647	137,084	157,425	152,109
匯兌	147	(84)	50	50	50
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>84,647</b>	<b>137,084</b>	<b>157,425</b>	<b>152,109</b>	<b>167,247</b>
受限制現金	11,844	11,318	11,318	11,318	11,318
<b>資產負債表的現金</b>	<b>96,491</b>	<b>148,402</b>	<b>168,743</b>	<b>163,427</b>	<b>178,565</b>

來源:公司及招銀國際研究部預測

## 主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY19E
<b>銷售組合(%)</b>					
物業發展	96.8	97.0	97.8	98.3	98.4
建築	0.7	1.0	1.2	1.2	1.2
租金	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
酒店	1.1	0.7	0.5	0.4	0.4
物業管理	1.3	1.2	0.5	-	-
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

## 盈利能力比率(%)

收入	35.2	48.2	55.5	25.7	23.8
毛利	41.0	82.4	48.9	26.1	23.9
淨利潤	24.2	126.3	38.6	19.6	24.5

## 盈利能力比率(%)

毛利率	21.1	25.9	24.8	24.9	24.9
稅前利率	14.0	20.5	18.8	17.9	17.9
淨利潤率	7.5	11.5	10.2	9.7	9.8
核心淨利潤率	7.2	10.9	10.1	9.7	9.8
有效稅率	36.1	38.2	40.7	41.2	41.2

## 資產負債比率

流動比率(x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
平均應收賬款周轉天數	139.9	217.6	168.1	144.1	126.3
平均應付帳款周轉天數	583.6	732.8	489.1	427.5	370.9
平均存貨周轉天數	635.3	697.5	655.8	635.7	566.6
淨負債/總權益比率(%)	48.7	56.9	50.8	50.3	46.1

## 回報率(%)

資本回報率	16.4	27.8	28.8	27.4	27.1
資產回報率	1.9	2.5	2.7	3.1	3.5

## 每股數據

每股盈利(人民幣)	0.522	1.228	1.666	1.987	2.475
每股股息(人民幣)	0.171	0.400	0.485	0.560	0.700
每股賬面值(人民幣)	3.25	4.40	5.77	7.26	9.14

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责任。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士。