

碧桂园(2007HK, HK\$7.13 目标价: HK\$6.95, 持有) — 合伙人制度助力快速发展

- ❖ **2016 年核心利润增长 13%。**受益于 2016 年交付面积增长 35.5%至 2,394 万平方米，碧桂园全年收入增加 35.2%至 1,531 亿元(人民币·下同)。同时，2016 年毛利率同比提高 0.9 个百分点至 21.1%。全年利润中有 12.6 亿元来自自负商誉。永续债利息则由 2015 年的 3.56 亿元增加至 2016 年的 14.1 亿元。2016 年全年净利润为 115 亿元，同比增长 24.2%。剔除物业重估的影响后，全年核心利润为 110 亿元，同比增长 13.1%。
- ❖ **合伙人制度提高经营效率。**碧桂园自 2014 年 10 月引入合伙人制度，公司员工总共投资了 583 个项目。合伙人项目的测算平均签约销售净利润率预计约为 12%，项目净现金流平均回正周期预计为 8.4 个月。我们相信合伙人制度是公司强劲发展的助推器。
- ❖ **2017 年销售目标为 4,000 亿元。**公司 2016 年合约销售为 3,088 亿元，同比增长 120%；销售面积为 3,747 万平方米，同比增长 74%。而去年强劲的销售势头也延续至 2017 年初。2017 年头两个月，公司合约销售 873 亿元，同比增长 269%。在 2017 年拥有 6,163 亿元可售资源的情况下，碧桂园也将今年的销售目标设定在 4,000 亿元。而可售资源的 23.3%将面向一线城市、33.9%面向二线城市、42.8%面向三四线城市。
- ❖ **总土地储备 1.68 亿平方米，分布在 185 个大陆城市和 4 个海外城市。**2016 年碧桂园收购了 413 幅土地，权益面积共计 6,381 万平方米，权益总代价为 1,281 亿元。截至 2016 年底，公司土地储备共计 1.68 亿平方米，权益面积为 1.27 亿平方米。尽管马来西亚森林城市项目在中国遭遇停售，但该项目仅是公司总体投资资产很小的部分，因此将不会影响公司正常运营和发展。
- ❖ **估值充分反映，下降评级。**碧桂园在 2016 年偿还了全部永续债，2016 年底公司净负债率为 48.7%，较 2015 年底的 46.9%略微上升。如果我们将表外融资的 1,860 亿元考虑在内，2016 年底调整后的净负债率则大幅上升至 71.5%。平安在 2015 年 4 月以每股 2.816 港元的价格认购碧桂园新发股份，约占扩大后已发行股本 9.9%。由于年初至今股价已有 64%的涨幅，我们担心平安将有可能出售部分碧桂园股票获利。因为合约销售稳健增长，我们上调 2017 及 2018 净利润预测，分别上调 1.3%至 148 亿元和 6.7%至 185 亿元。同时，我们也推出 2017 年底的每股资产净值为 9.93 港元，以资产净值折让 3%计算，目标价由 4.85 港元上调至 6.95 港元。评级下降至「持有」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万元人民币)	113,223	153,087	193,003	229,228	262,795
核心净利润 (百万元人民币)	9,276	11,517	14,835	18,523	21,327
每股核心收益 (元人民币)	0.425	0.522	0.668	0.834	0.960
每股核心收益变动 (%)	(20.4)	22.6	28.0	24.9	15.1
市盈率(x)	7.6	12.2	9.5	7.6	6.6
市帐率(x)	1.1	2.0	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	4.0	2.7	3.1	3.6	4.2
权益收益率 (%)	14.2	16.4	18.3	19.5	19.2
净财务杠杆率 (%)	46.9	48.7	35.3	39.8	33.3

来源: 公司

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

碧桂园 (2007HK)

评级	持有
收市价	HK\$7.13
目标价	HK\$6.95
市值 (港币百万)	152,253
过去 3 月平均交易 (港币百万)	160.6
52 周高/低 (港币)	7.27/2.95
发行股数 (百万)	21,606.7
主要股东	杨惠妍(53.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	30.6%	28.6%
3 月	63.6%	45.0%
6 月	64.3%	60.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	113,223	153,087	193,003	229,228	262,795
物业发展	109,460	148,180	187,356	222,678	255,190
建筑	746	1,143	1,257	1,446	1,663
租金	92	97	109	122	136
酒店	1,455	1,708	1,930	2,161	2,421
物业管理	1,469	1,959	2,351	2,821	3,385
销售成本	(90,359)	(120,851)	(152,958)	(181,210)	(206,990)
毛利	22,863	32,236	40,045	48,018	55,805
销售费用	(4,689)	(7,384)	(8,106)	(9,169)	(10,512)
行政费用	(3,230)	(4,970)	(6,176)	(7,106)	(8,672)
其他收益	424	1,530	147	152	152
息税前收益	15,369	21,413	25,910	31,895	36,773
融资成本	(1,290)	(1,095)	(1,083)	(1,104)	(1,109)
联营公司	(56)	362	639	825	986
特殊收入	810	712	-	-	-
税前利润	14,833	21,391	25,465	31,616	36,650
所得税	(5,121)	(7,727)	(9,705)	(11,843)	(13,663)
永续债	(356)	(1,410)	-	-	-
非控制股东权益	(79)	(737)	(925)	(1,250)	(1,660)
净利润	9,276	11,517	14,835	18,523	21,327
核心净利润	9,707	10,983	14,835	18,523	21,327

来源: 公司、招银国际预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	89,940	106,736	107,124	115,109	117,007
物业、厂房及设备	74,799	75,756	74,400	80,800	81,500
联营公司	1,688	11,185	12,585	13,670	14,388
投资物业	8,686	9,773	9,500	9,900	10,200
无形资产	122	239	239	239	239
其他	4,645	9,783	10,400	10,500	10,680
流动资产	272,016	484,836	521,473	562,846	630,798
现金及现金等价物	47,878	96,491	93,073	86,640	93,192
应收贸易款项	42,242	117,322	130,000	142,000	158,000
存货	171,200	249,472	280,000	323,000	368,400
金融资产	1,206	7,508	6,400	1,206	1,206
其他	9,490	14,042	12,000	10,000	10,000
流动负债	201,595	405,314	423,965	452,183	499,435
借债	22,778	38,720	22,000	20,000	20,000
应付贸易账款	169,901	344,198	379,300	409,200	456,000
应付税项	8,905	15,310	15,580	15,898	16,350
关连款项	-	-	-	-	-
其他	10	7,085	7,085	7,085	7,085
非流动负债	71,021	104,642	111,250	117,280	122,730
借债	66,966	97,477	104,000	109,800	115,000
递延税项	3,816	6,928	7,000	7,230	7,480
其他	240	237	250	250	250
少数股东权益	4,522	11,487	12,350	13,380	14,420
永续债	19,528	-	-	-	-
净资产总值	65,291	70,128	81,032	95,112	111,220
股东权益	65,291	70,128	81,032	95,113	111,220

来源: 公司、招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	15,369	21,413	25,910	31,895	36,773
折旧和摊销	830	1,001	1,133	1,141	1,204
营运资金变动	(22,122)	(74,948)	(30,695)	(44,100)	(48,600)
税务开支	(6,145)	1,790	(9,364)	(11,295)	(12,961)
其他	(5,522)	72,833	26,590	20,635	33,118
经营活动所得现金净额	(17,590)	22,088	13,572	(1,724)	9,534
购置固定资产	(3,820)	(2,945)	(1,322)	(2,882)	(2,145)
联营公司	(1,888)	(9,496)	(1,400)	(1,085)	(718)
其他	(957)	(1,103)	(39)	-	-
投资活动所得现金净额	(6,666)	(13,544)	(2,762)	(3,967)	(2,863)
股份发行	4,951	(3,535)	-	-	-
净银行借贷	24,335	46,453	(10,197)	3,800	5,200
股息	(5,099)	(2,956)	(3,931)	(4,442)	(5,220)
其他	17,483	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	41,670	39,962	(14,128)	(642)	(20)
现金增加净额	17,414	48,506	(3,318)	(6,333)	6,652
年初现金及现金等价物	18,761	36,241	84,647	81,229	74,796
汇兑	66	(100)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	36,241	84,647	81,229	74,796	81,348
受限制现金	11,637	11,844	11,844	11,844	11,844
资产负债表的现金	47,878	96,491	93,073	86,640	93,192

来源: 公司、招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	96.7	96.8	97.1	97.1	97.1
建筑	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
物业管理	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	33.9	35.2	26.1	18.8	14.6
毛利	3.7	41.0	24.2	19.9	16.2
净利润	(9.3)	24.2	28.8	24.9	15.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	20.2	21.1	20.7	20.9	21.2
税前利率	13.1	14.0	13.2	13.8	13.9
净利润率	8.2	7.5	7.7	8.1	8.1
核心净利润率	8.6	7.2	7.7	8.1	8.1
有效税率	34.5	36.1	38.1	37.5	37.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
平均应收账款周转天数	68.1	139.9	122.9	113.1	109.7
平均应付账款周转天数	611.2	776.4	863.2	794.1	762.8
平均存货周转天数	610.9	635.3	631.7	607.3	609.6
净负债/ 总权益比率 (%)	60.0	48.7	35.3	39.8	33.3
回报率 (%)					
资本回报率	14.2	16.4	18.3	19.5	19.2
资产回报率	2.6	1.9	2.4	2.7	2.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.425	0.522	0.668	0.834	0.960
每股股息(人民币)	0.130	0.171	0.195	0.230	0.265
每股账面值(人民币)	2.89	3.25	3.62	4.25	4.97

来源: 公司、招银国际预测

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 个月的潜在变幅在-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，并可能会受目标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。