

碧桂園(2007 HK, HK\$2.86, 目標價: HK\$4.31, 買入) — 擴大後股本攤薄盈利及資產淨值

- ❖ **平穩的基礎盈利。**因為 2015 年上半年交付物業面積增加 35.6%至 725 萬平方米，碧桂園 2015 年上半年營業額上升 23.5%至 473 億元(人民幣·下同)。不過因為帶裝修的單位佔比增加及售價及毛利率較低的公寓單位比例上升，所以 2015 年上半年毛利率減少至 22.3%。公司在控制成本表現較佳，銷售及行政費用分別下跌 8.2%至 16.4 億元及 14.2%至 13.1 億元。投資物業重估減少 62.4%至 4.67 億元拖累純利減少 9.1%至 49.3 億元。扣除投資物業重估的稅後收益，2015 年上半年基礎盈利增加 2.0%至 45.8 億元。公司宣佈派發中期股息每股 6.48 分。
- ❖ **平安成為第二大股東。**碧桂園在 2015 年 4 月引入平安保險(2318 HK)成為第二大股東，平安保險以每股 2.816 港元購入 22.36 億股新股，現持股 9.9%。一方面，公司的股本可以擴大；另一方面，碧桂園與平安保險成為策略合作伙伴，從土地投資、市場推廣、財務及社區商業四方面發展。
- ❖ **2015 年下半年的可售資源為 1,720 億元。**碧桂園在 2015 年 1-7 月的合同銷售金額及面積分別上升 5.4%至 616 億元及 8.0%至 950 萬平方米。碧桂園在 2015 年下半年推出 20 個新項目，貨值達 700-800 億元，總可售資源料達 1,720 億元。公司具信心可完成 2015 年銷售目標 1,350 億元。
- ❖ **分拆業務以反映價值。**碧桂園有數個分拆計劃。截至 2015 年 6 月，公司經營 45 家酒店，房間數量達 12,571 間，來自酒店業務的營業額在 2015 年上半年增加 47.9%至 6.11 億元，另有 13 家酒店在興建中。第二，2015 年上半年來自物業管理的營業額增加 86.1%至 9.05 億元，截至 2015 年 6 月，公司物業管理業務覆蓋 274 個物業項目，總合同面積為 1.22 億平方米。
- ❖ **吸引的估值。**在考慮永續債的利息後，我們分別下調 2016 及 2017 年的盈利預測 4.6%至 118 億元及 10.3%至 127 億元；此外，股份數量增加後，我們也下調 2015 年底的每股資產淨值預測由 6.65 港元至 6.16 港元。公司目前的估值為 4.9 倍 2015 年預測市盈率或較資產淨值折讓 53.6%，估值吸引。目標價由 4.65 港元下降至 4.31 港元，目標價與每股資產淨值折讓為 30%，上升空間為 50.7%，維持**買入**評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬元人民幣)	62,682	84,549	102,918	113,849	127,905
淨利潤(百萬元人民幣)	8,514	10,229	10,588	11,750	12,669
每股收益(人民幣)	0.466	0.534	0.481	0.520	0.561
每股收益變動(%)	22.6	14.6	(10.1)	8.2	7.8
市盈率(x)	5.0	4.4	4.9	4.5	4.2
市帳率(x)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	7.2	6.3	7.1	8.1	9.4
權益收益率(%)	19.4	18.0	15.7	15.6	15.1
淨財務槓杆率(%)	63.7	53.9	45.4	51.3	50.6

來源: 公司及招銀國際研究部

碧桂園(2007 HK)

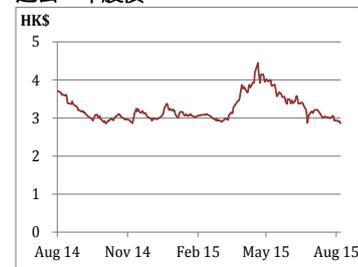
評級	買入
收市價	HK\$2.86
目標價	HK\$4.31
市值(港幣百萬)	64,602
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	98.9
52 周高/低(港幣)	4.55/2.38
發行股數(百萬)	22,588
主要股東	楊惠妍(53.6%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.6%	-0.9%
3 月	-26.9%	-13.1%
6 月	-5.5%	1.3%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	62,725	84,549	102,918	113,849	127,905
物業發展	60,043	81,898	99,941	110,500	124,200
建築	867	468	524	587	646
租金	43	87	113	144	180
酒店	995	1,132	1,223	1,321	1,400
物業管理	777	964	1,118	1,297	1,479
銷售成本	(43,713)	(62,494)	(78,541)	(86,320)	(97,573)
毛利	19,011	22,055	24,377	27,529	30,331
銷售費用	(4,304)	(4,356)	(4,323)	(5,009)	(5,756)
行政費用	(2,033)	(3,160)	(3,293)	(3,643)	(4,093)
其他收益	21	186	77	87	102
息稅前收益	12,696	14,725	16,838	18,963	20,585
融資成本	803	(196)	(162)	244	243
聯營公司	(26)	(40)	(20)	(29)	(38)
特殊收入	-	1,880	467	-	-
稅前利潤	13,473	16,369	17,123	19,178	20,790
所得稅	(4,625)	(5,757)	(5,785)	(6,570)	(7,194)
非控制股東權益	(334)	(383)	(750)	(858)	(927)
淨利潤	8,514	10,229	10,588	11,750	12,669
核心淨利潤	8,514	8,765	10,238	11,750	12,669

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	60,026	75,415	75,925	80,350	83,445
物業、廠房及設備	57,773	65,316	64,800	68,620	71,500
聯營公司	57	56	95	110	125
投資物業	112	7,036	8,000	8,400	8,500
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2,083	3,008	3,030	3,220	3,320
流動資產	146,214	192,617	218,059	245,744	277,301
現金及現金等價物	26,680	27,214	28,359	27,644	28,201
應收貿易款項	26,378	25,371	27,200	29,500	32,300
存貨	86,966	131,292	156,000	182,000	210,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	6,189	8,740	6,500	6,600	6,800
流動負債	114,904	156,623	166,600	184,100	203,500
借債	12,434	14,929	12,000	14,000	12,500
應付貿易賬款	94,333	132,717	146,000	161,500	182,000
應付稅項	8,137	8,976	8,600	8,600	9,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	45,324	48,967	53,250	59,450	65,750
借債	43,815	46,139	50,000	56,000	62,000
遞延稅項	1,270	2,588	3,000	3,200	3,500
其他	240	240	250	250	250
少數股東權益	2,058	5,756	6,500	7,000	7,800
淨資產總值	43,954	56,686	67,634	75,544	83,696
股東權益	43,954	56,686	67,634	75,544	83,696

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)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	12,696	14,725	16,838	18,963	20,585
折舊和攤銷	591	789	1,291	1,358	1,400
營運資金變動	(36,567)	(35,231)	(21,462)	(24,800)	(26,300)
稅務開支	(4,817)	(5,978)	(5,749)	(6,370)	(6,494)
其他	22,288	21,363	9,871	8,340	14,994
經營活動所得現金淨額	(5,809)	(4,332)	790	(2,510)	4,184
購買固定資產	(5,334)	(4,942)	(2,606)	(2,250)	(3,495)
聯營公司	-	(6)	(39)	(15)	(15)
其他	341	261	209	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,993)	(4,687)	(2,436)	(2,265)	(3,510)
股份發行	-	2,501	5,036	-	-
淨銀行借貸	19,463	4,580	931	8,000	4,500
股息	(1,793)	(1,690)	(4,677)	(3,840)	(4,518)
其他	315	3,521	-	-	-
融資活動所得現金淨額	17,985	8,913	1,290	4,160	(18)
現金增加淨額	7,182	(106)	(356)	(615)	657
年初現金及現金等價物	11,809	18,910	18,761	18,304	17,590
匯兌	(81)	(43)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	18,910	18,761	18,304	17,590	18,146
受限制現金	7,770	8,453	10,054	10,054	10,054
資產負債表的現金	26,680	27,214	28,359	27,644	28,201

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.7	96.9	97.1	97.1	97.1
建築	1.4	0.6	0.5	0.5	0.5
租金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	1.6	1.3	1.2	1.2	1.1
物業管理	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	49.7	34.8	21.7	10.6	12.3
毛利	23.9	16.0	10.5	12.9	10.2
淨利潤	24.2	20.1	3.5	11.0	7.8
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.3	26.1	23.7	24.2	23.7
稅前利率	21.5	19.4	16.6	16.8	16.3
淨利潤率	13.6	12.1	10.3	10.3	9.9
核心淨利潤率	13.6	10.4	9.9	10.3	9.9
有效稅率	34.3	35.2	33.8	34.3	34.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
平均應收賬款周轉天數	76.7	54.8	48.2	47.3	46.1
平均應付帳款周轉天數	612.5	663.1	647.6	650.1	642.5
平均存貨周轉天數	605.2	637.4	667.6	714.6	733.2
淨負債/ 總權益比率 (%)	64.3	54.2	45.4	51.3	50.6
回報率 (%)					
資本回報率	19.4	18.0	15.7	15.6	15.1
資產回報率	4.1	3.8	3.6	3.6	3.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.466	0.534	0.481	0.520	0.561
每股股息(人民幣)	0.168	0.148	0.165	0.190	0.220
每股賬面值(人民幣)	2.38	2.79	2.99	3.34	3.71

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”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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，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士。