

碧桂園(2007 HK, HK\$2.88, 目標價: HK\$4.72, 買入) — 具成本優勢

- ❖ **低建築成本。**碧桂園主席楊國強自1986年便從事建築業務，通過豐富的經驗，碧桂園建屋成本較低，因此公司集中在地價相對便宜的三/四線城市開發項目。至2014年6月底，平均的土地成本為每平方米1,022元(人民幣·下同)，相等於2014年上半年的平均銷售價格的15.4%。所以，碧桂園相對於其他房地產商具價格優勢。
- ❖ **2014年1-10月份合同銷售增長15%至919億元。**2014年1-10月份合同銷售金額及面積分別上升15.3%至919億元及15.4%至1,381萬平方米，公司截至10月底已完成今年銷售目標1280億元的71.8%。對公司而言，能否達成全年銷售目標，我們相信會有一定的難度，但我們對其2014年銷售能超越2013年銷售金額1,060億元仍具信心。
- ❖ **海外投資只佔整體資產10%。**碧桂園是國內房地產商第一家投資海外地產項目的公司，公司在2012年及2014年開拓在馬來西亞及澳大利亞的房地產業務，我們相信來自馬來西亞的銷售是公司2013年銷售額突飛猛進的其中一個原因。雖然在2014年1-9月的海外銷售只佔總合同銷售金額的1%，這些海外項目可為公司帶來長遠的增長，並可分散風險。
- ❖ **2014年1-9月購入1620萬平方米的土地。**碧桂園在2014年1-9月以143.5億元購入1620萬平方米的應佔權益土地儲備，其中31%為新進入城市，平均的土地成本為每平方米885元。截至2014年9月底，應佔權益土地儲備為7970萬平方米。
- ❖ **吸引的估值。**我們維持碧桂園的盈利預測不變，我們預期2014-16年的盈利分別為103億元、113億元及134億元。公司成功以供股方法籌資31.5億港元，可強化財務狀況，我們預計2014年底的淨負債比率降至52.7%。我們引入2015年底的每股資產淨值為6.74港元，目標價由4.87港元下調至4.72港元，目標價與每股資產淨值折讓為30%，評級維持為買入。

碧桂園(2007 HK)

評級	買入
收市價	HK\$2.88
目標價	HK\$4.72
市值(港幣百萬)	58,613
過去3月平均交易(港幣百萬)	117
52周高/低(港幣)	5.28/2.78
發行股數(百萬)	20,352
主要股東	楊惠妍(59.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-1.4%	-2.6%
3月	-19.9%	-14.3%
6月	-6.9%	-9.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬元人民幣)	41,891	62,682	71,451	82,502	97,585
淨利潤(百萬元人民幣)	6,853	8,514	10,228	11,281	13,389
每股收益(人民幣)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股收益變動(%)	8.7	22.6	15.8	2.6	18.7
市盈率(x)	6.0	4.9	4.2	4.1	3.5
市帳率(x)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	6.1	7.4	7.4	8.8	10.5
權益收益率(%)	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
淨財務槓桿率(%)	51.1	63.7	52.7	52.5	50.2

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	41,891	62,682	71,451	82,502	97,585
物業發展	40,012	60,043	68,435	79,100	93,743
建築	314	867	1,040	1,196	1,376
酒店	972	995	1,074	1,160	1,253
物業管理	592	777	901	1,046	1,213
銷售成本	(26,551)	(43,713)	(49,546)	(56,750)	(67,265)
毛利	15,340	18,969	21,905	25,753	30,319
銷售費用	(2,186)	(4,304)	(5,002)	(5,363)	(6,245)
行政費用	(1,568)	(2,033)	(2,501)	(2,888)	(3,415)
其他收益	103	64	82	77	87
息稅前收益	11,688	12,696	14,485	17,579	20,746
融資成本	(126)	803	224	212	223
聯營公司	(94)	(26)	(40)	50	80
特殊收入	74	-	1,244	-	-
稅前利潤	11,542	13,473	15,913	17,841	21,048
所得稅	(4,657)	(4,625)	(5,471)	(6,168)	(7,282)
非控制股東權益	(32)	(334)	(214)	(392)	(377)
淨利潤	6,853	8,514	10,228	11,281	13,389
核心淨利潤	6,853	8,514	9,295	11,281	13,389

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	40,611	60,026	66,238	70,745	74,750
物業、廠房及設備	38,705	57,773	58,620	63,320	67,120
聯營公司	114	57	80	95	110
投資物業	118	112	5,500	5,800	6,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,674	2,083	2,038	1,530	1,520
流動資產	95,911	146,214	160,364	180,468	205,282
現金及現金等價物	16,860	26,680	23,964	23,968	26,682
應收貿易款項	17,124	26,378	28,000	30,000	32,000
存貨	58,000	86,966	102,000	120,000	140,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	3,927	6,189	6,400	6,500	6,600
流動負債	68,707	114,904	116,250	128,100	141,100
借債	9,096	12,434	8,000	8,500	8,500
應付貿易賬款	52,384	94,333	100,000	111,000	124,000
應付稅項	7,227	8,137	8,250	8,600	8,600
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	28,930	45,324	49,550	53,550	59,550
借債	27,817	43,815	48,000	52,000	58,000
遞延稅項	924	1,270	1,300	1,300	1,300
其他	190	240	250	250	250
少數股東權益	1,307	2,058	5,600	6,500	7,000
淨資產總值	37,577	43,954	55,202	63,063	72,382
股東權益	37,577	43,954	55,202	63,063	72,382

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	11,688	12,696	14,485	17,579	20,746
折舊和攤銷	389	463	808	1,085	1,148
營運資金變動	(11,329)	(36,567)	(22,570)	(17,000)	(18,000)
稅務開支	(3,466)	(4,817)	(5,328)	(5,818)	(7,282)
其他	235	22,416	14,590	5,568	6,629
經營活動所得現金淨額	(2,483)	(5,809)	1,984	1,413	3,239
購置固定資產	(3,896)	(5,334)	(6,356)	(2,375)	(2,340)
聯營公司	(5)	-	(23)	(15)	(15)
其他	(68)	341	240	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,969)	(4,993)	(6,140)	(2,390)	(2,355)
股份發行	1,735	-	2,523	-	-
淨銀行借貸	7,878	19,463	(249)	4,500	6,000
股息	(81)	(1,793)	(1,503)	(3,419)	(4,070)
其他	995	315	-	-	-
融資活動所得現金淨額	10,527	17,985	772	1,081	1,930
現金增加淨額	4,075	7,182	(3,384)	104	2,814
年初現金及現金等價物	7,744	11,809	18,910	15,426	15,430
匯兌	(10)	(81)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	11,809	18,910	15,426	15,430	18,144
受限制現金	5,051	7,770	8,538	8,538	8,538
資產負債表的現金	16,860	26,680	23,964	23,968	26,682

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.5	95.8	95.8	95.9	96.1
建築	0.8	1.4	1.5	1.5	1.4
酒店	2.3	1.6	1.5	1.4	1.3
物業管理	1.4	1.2	1.3	1.3	1.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	20.6	49.6	14.0	15.5	18.3
毛利	27.9	23.7	15.5	17.6	17.7
淨利潤	17.9	24.2	20.1	10.3	18.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.6	30.3	30.7	31.2	31.1
稅前利率	27.6	21.5	22.3	21.6	21.6
淨利潤率	16.4	13.6	14.3	13.7	13.7
核心淨利潤率	16.4	13.6	13.0	13.7	13.7
有效稅率	40.4	34.3	34.4	34.6	34.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	74.6	76.8	71.5	66.4	59.8
平均應付賬款周轉天數	639.6	612.5	715.8	678.6	637.6
平均存貨周轉天數	683.9	605.2	696.1	713.9	705.4
淨負債/ 總權益比率 (%)	51.6	64.3	52.7	52.5	50.2
回報率 (%)					
資本回報率	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
資產回報率	5.0	4.1	4.5	4.5	4.8
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.381	0.466	0.540	0.554	0.658
每股股息 (人民幣)	0.139	0.168	0.168	0.200	0.240
每股賬面值 (人民幣)	2.06	2.38	2.71	3.10	3.56

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: 香港中環夏愨道 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。