

碧桂園 (2007 HK, HK\$3.61, 目標價: HK\$4.44, 買入) — 業績與預期相若

- ❖ **業績較我們預期高 3.1%**。2012 年收入上升 20.9% 至 419 億元(人民幣·下同)，淨利潤上升 17.9% 至 68.5 億元。交付總建築面積輕微上升 4.5% 至 616 萬平方米，入賬的均價上升 15.4% 至每平方米 6,497 元。因此，物業發展收入上漲 20.5% 至 400 億元。因為非廣東省的項目毛利改善，整體毛利率從 2011 年的 34.5% 擴大至 2012 年的 36.6%。同時，碧桂園加強了銷售，分銷開支飆升至 21.9 億元，其中廣告費用大幅上升 132% 至 12.7 億元。
- ❖ **2013 年銷售目標為 620 億元**。2012 年合約銷售金額和面積分別同比增長 10% 至 475 億元和 11% 至 764 萬平方米。公司在 2012 年推出 18 個新項目，所佔的總銷售金額達 95.8 億元。碧桂園在今年 1-2 月完成合約銷售額 124.5 億元，同比上升 369.8%。公司將加強其銷售能力，目的是爭取 2013 年完成 620 億元的銷售目標。現在，已預售但仍未入賬的物業面積為 796 萬平方米，其中 60% 將在 2013 年交付。
- ❖ **應佔權益的土地儲備為 5,545 萬平方米**。碧桂園投資中國及馬來西亞共 118 個物業項目，其中 67 個在廣東省；應佔權益土地儲備總額為 5,545 萬平方米，其中廣東省佔 46%。平均土地成本為每平方米 620 元，為 2012 年入賬均價的 9.5%。此外，碧桂園希望減少依賴於廣東省的收入，預計從非廣東項目的貢獻會從目前的 40% 提高到未來的 50%。
- ❖ **2012 年底淨負債比率降低至 53%**。在 2012 年 2 月，公司配售 21.4 億港元的股份；此外，公司管理現金能力改善，手頭現金從 2011 年的 123.9 億元增加至 2012 年底的 168.6 億元。淨負債比率從一年前的 57.2% 下降至 2012 年底的 52.8%。此外，公司在 2013 年 1 月成功發行 10 年期 7.5% 票率的 7.5 億美元優先票據，這不僅降低了借貸成本，也延長了貸款期限。我們預計債務成本從 2012 年的 9.56% 下降到 2013 年的 8.8%。
- ❖ **因對資產淨值的折讓收窄，故提高目標價**。我們增加了對銷售及行政費用的假設，所以我們下調 2013 及 2014 年的盈利預測，分別調低 6.5% 至 73.6 億元和 6.1% 至 84.5 億元。我們預計 2013 年底資產淨值為 5.55 港元。由於我們預計 2013 年底的淨負債比率為 44.2%，我們預計目標價較資產淨值折讓 20%。因此，目標價從 3.89 港元提高至 4.44 港元。升值潛力為 23.1%。上調評級至買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (百萬人民幣)	34,748	41,891	46,357	52,694	54,638
淨利潤 (百萬人民幣)	5,813	6,853	7,355	8,446	8,485
每股收益 (人民幣)	0.350	0.381	0.403	0.463	0.465
每股收益變動 (%)	35.2	8.7	6.0	14.8	0.5
市盈率(x)	8.3	7.6	7.2	6.2	6.2
市帳率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	4.5	4.8	5.2	5.4	5.5
權益收益率 (%)	20.1	18.2	17.3	17.6	15.8
淨財務槓杆率 (%)	57.2	52.8	44.2	44.1	42.4

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\$3.61
目標價	HK\$4.44
市值 (港幣百萬)	65,444
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	85
52 周高/低 (港幣)	4.6/2.51
發行股數 (百萬)	18,230
主要股東	楊惠妍(57.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-12.3%	-6.9%
3 月	-2.5%	-0.7%
6 月	20.3%	12.5%

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	34,748	41,891	46,357	52,694	54,638
物業發展	33,194	40,012	44,107	50,045	51,541
建築	241	314	377	453	520
酒店	802	972	1,186	1,400	1,652
物業管理	512	592	687	797	925
銷售成本	(22,753)	(26,551)	(30,121)	(34,324)	(35,954)
毛利	11,996	15,340	16,236	18,370	18,684
銷售費用	(1,128)	(2,186)	(2,411)	(2,740)	(2,841)
行政費用	(1,319)	(1,568)	(1,623)	(1,897)	(2,076)
其他收益	43	103	28	32	32
息稅前收益	9,591	11,688	12,231	13,765	13,799
融資成本	(120)	(126)	(132)	(127)	(143)
聯營公司	121	(94)	280	350	350
特殊收入	15	74	-	-	-
稅前利潤	9,607	11,542	12,380	13,988	14,006
所得稅	(3,769)	(4,657)	(4,668)	(5,275)	(5,236)
非控制股東權益	(25)	(32)	(357)	(267)	(285)
淨利潤	5,813	6,853	7,355	8,446	8,485
核心淨利潤	5,813	6,853	7,355	8,446	8,485

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	37,581	40,611	41,248	44,226	47,276
物業、廠房及設備	35,933	38,705	39,200	42,000	45,000
聯營公司	205	114	450	580	630
投資物業	126	118	126	126	126
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,318	1,674	1,472	1,520	1,520
流動資產	69,729	95,911	97,347	99,681	104,190
現金及現金等價物	12,393	16,860	16,447	16,781	15,690
應收貿易款項	12,535	17,124	15,000	14,400	15,000
存貨	41,495	58,000	62,000	65,000	70,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	3,305	3,927	3,900	3,500	3,500
流動負債	53,772	68,707	65,700	63,500	65,200
借債	6,469	9,096	7,200	8,000	8,500
應付貿易賬款	40,675	52,384	52,000	49,000	50,200
應付稅項	5,707	7,227	6,500	6,500	6,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	920	-	-	-	-
非流動負債	23,472	28,930	29,090	30,690	30,690
借債	22,497	27,817	28,000	30,000	30,000
遞延稅項	785	924	900	500	500
其他	190	190	190	190	190
少數股東權益	1,077	1,307	1,400	1,600	1,800
淨資產總值	28,990	37,577	42,405	48,117	53,776
股東權益	28,990	37,577	42,405	48,117	53,776

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)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	9,591	11,688	12,231	13,765	13,799
折舊和攤銷	273	389	592	572	636
營運資金變動	(13,480)	(14,873)	(2,906)	(6,400)	(5,400)
稅務開支	(2,868)	(2,998)	(5,420)	(5,675)	(5,236)
其他	3,996	6,597	(257)	103	(1,283)
經營活動所得現金淨額	(2,487)	803	4,241	2,365	2,516
購置固定資產	(2,813)	(3,934)	(180)	(1,866)	(1,131)
聯營公司	-	90	(336)	(130)	(50)
其他	183	(202)	202	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,629)	(4,045)	(314)	(1,996)	(1,181)
股份發行	-	1,712	-	-	-
淨銀行借貸	9,153	7,947	(1,713)	2,800	500
股息	(1,605)	(2,252)	(2,527)	(2,734)	(2,826)
其他	445	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	7,993	7,407	(4,239)	66	(2,326)
現金增加淨額	2,877	4,165	(313)	434	(991)
年初現金及現金等價物	5,094	7,744	11,809	11,396	11,730
匯兌	(227)	(100)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	7,744	11,809	11,396	11,730	10,639
受限制現金	4,649	5,051	5,051	5,051	5,051
資產負債表的現金	12,393	16,860	16,447	16,781	15,690

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.5	95.5	95.1	95.0	94.3
建築	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
酒店	2.3	2.3	2.6	2.7	3.0
物業管理	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.5	36.6	35.0	34.9	34.2
稅前利率	27.6	27.6	26.7	26.5	25.6
淨利潤率	16.7	16.4	15.9	16.0	15.5
核心淨利潤率	16.7	16.4	15.9	16.0	15.5
有效稅率	39.2	40.4	37.7	37.7	37.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
速動比率 (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
平均應收賬款周轉天數	65.8	74.6	59.1	49.9	50.1
平均應付帳款周轉天數	573.4	639.6	632.5	537.0	503.5
平均存貨周轉天數	589.9	683.9	727.1	675.2	685.3
總負債/ 權益比率 (%)	99.9	98.2	83.0	79.0	71.6
淨負債/ 權益比率 (%)	57.2	53.4	44.2	44.1	42.4
回報率 (%)					
資本回報率	20.1	18.2	17.3	17.6	15.8
資產回報率	5.4	5.0	5.3	5.9	5.6
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.350	0.381	0.403	0.463	0.465
每股股息 (人民幣)	0.130	0.139	0.150	0.155	0.160
每股賬面值 (人民幣)	1.74	2.06	2.33	2.64	2.95

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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。而過去的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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。