

碧桂園(2007HK, HK\$7.13 目標價: HK\$6.95, 持有) — 合夥人制度助力快速發展

- ❖ **2016年核心利潤增長13%**。受益於2016年交付面積增長35.5%至2,394萬平方米，碧桂園全年收入增加35.2%至1,531億元(人民幣·下同)。同時，2016年毛利率同比提高0.9個百分點至21.1%。全年利潤中有12.6億元來自負商譽。永續債利息則由2015年的3.56億元增加至2016年的14.1億元。2016年全年淨利潤為115億元，同比增長24.2%。剔除物業重估的影響後，全年核心利潤為110億元，同比增長13.1%。
- ❖ **合夥人制度提高經營效率**。碧桂園自2014年10月引入合夥人制度，公司員工總共投資了583個項目。合夥人項目的測算平均簽約銷售淨利潤率預計約為12%，項目淨現金流平均回正周期預計為8.4個月。我們相信合夥人制度是公司強勁發展的助推器。
- ❖ **2017年銷售目標為4,000億元**。公司2016年合約銷售為3,088億元，同比增長120%；銷售面積為3,747萬平方米，同比增長74%。而去年強勁的銷售勢頭也延續至2017年初。2017年頭兩個月，公司合約銷售873億元，同比增長269%。在2017年擁有6,163億元可售資源的情況下，碧桂園也將今年的銷售目標設定在4,000億元。而可售資源的23.3%將面向一線城市、33.9%面向二線城市、42.8%面向三四線城市。
- ❖ **總土地儲備1.68億平方米，分布在185個大陸城市和4個海外城市**。2016年碧桂園收購了413幅土地，權益面積共計6,381萬平方米，權益總代價為1,281億元。截至2016年底，公司土地儲備共計1.68億平方米，權益面積為1.27億平方米。儘管馬來西亞森林城市項目在中國遭遇停售，但該項目僅是公司總體投資資產很小的部分，因此將不會影響公司正常運營和發展。
- ❖ **估值充分反映，下降評級**。碧桂園在2016年償還了全部永續債，2016年底公司淨負債率為48.7%，較2015年底的46.9%略微上升。如果我們將表外融資的1,860億元考慮在內，2016年底調整後的淨負債率則大幅上升至71.5%。平安在2015年4月以每股2.816港元的價格認購碧桂園新發股份，約佔擴大後已發行股本9.9%。由於年初至今股價已有64%的漲幅，我們擔心平安將有可能出售部分碧桂園股票獲利。因為合約銷售穩健增長，我們上調2017及2018淨利潤預測，分別上調1.3%至148億元和6.7%至185億元。同時，我們也推出2017年底的每股資產淨值為9.93港元，以資產淨值折讓3%計算，目標價由4.85港元上調至6.95港元。評級下降至「持有」。

文幹森, CFA
 (852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

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

碧桂園 (2007HK)

評級	持有
收市價	HK\$7.13
目標價	HK\$6.95
市值(港幣百萬)	152,253
過去3月平均交易(港幣百萬)	160.6
52周高/低(港幣)	7.27/2.95
發行股數(百萬)	21,606.7
主要股東	楊惠妍(53.6%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	30.6%	28.6%
3月	63.6%	45.0%
6月	64.3%	60.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬元人民幣)	113,223	153,087	193,003	229,228	262,795
核心淨利潤(百萬元人民幣)	9,276	11,517	14,835	18,523	21,327
每股核心收益(元人民幣)	0.425	0.522	0.668	0.834	0.960
每股核心收益變動(%)	(20.4)	22.6	28.0	24.9	15.1
市盈率(x)	7.6	12.2	9.5	7.6	6.6
市帳率(x)	1.1	2.0	1.8	1.5	1.3
股息率(%)	4.0	2.7	3.1	3.6	4.2
權益收益率(%)	14.2	16.4	18.3	19.5	19.2
淨財務杠杆率(%)	46.9	48.7	35.3	39.8	33.3

來源: 公司

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	113,223	153,087	193,003	229,228	262,795
物業發展	109,460	148,180	187,356	222,678	255,190
建築	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
物業管理	1,469	1,959	2,351	2,821	3,385
銷售成本	(90,359)	(120,851)	(152,958)	(181,210)	(206,990)
毛利	22,863	32,236	40,045	48,018	55,805
銷售費用	(4,689)	(7,384)	(8,106)	(9,169)	(10,512)
行政費用	(3,230)	(4,970)	(6,176)	(7,106)	(8,672)
其他收益	424	1,530	147	152	152
息稅前收益	15,369	21,413	25,910	31,895	36,773
融資成本	(1,290)	(1,095)	(1,083)	(1,104)	(1,109)
聯營公司	(56)	362	639	825	986
特殊收入	810	712	-	-	-
稅前利潤	14,833	21,391	25,465	31,616	36,650
所得稅	(5,121)	(7,727)	(9,705)	(11,843)	(13,663)
永續債	(356)	(1,410)	-	-	-
非控制股東權益	(79)	(737)	(925)	(1,250)	(1,660)
淨利潤	9,276	11,517	14,835	18,523	21,327
核心淨利潤	9,707	10,983	14,835	18,523	21,327

來源: 公司、招銀國際預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	89,940	106,736	107,124	115,109	117,007
物業、廠房及設備	74,799	75,756	74,400	80,800	81,500
聯營公司	1,688	11,185	12,585	13,670	14,388
投資物業	8,686	9,773	9,500	9,900	10,200
無形資產	122	239	239	239	239
其他	4,645	9,783	10,400	10,500	10,680
流動資產	272,016	484,836	521,473	562,846	630,798
現金及現金等價物	47,878	96,491	93,073	86,640	93,192
應收貿易款項	42,242	117,322	130,000	142,000	158,000
存貨	171,200	249,472	280,000	323,000	368,400
金融資產	1,206	7,508	6,400	1,206	1,206
其他	9,490	14,042	12,000	10,000	10,000
流動負債	201,595	405,314	423,965	452,183	499,435
借債	22,778	38,720	22,000	20,000	20,000
應付貿易賬款	169,901	344,198	379,300	409,200	456,000
應付稅項	8,905	15,310	15,580	15,898	16,350
關連款項	-	-	-	-	-
其他	10	7,085	7,085	7,085	7,085
非流動負債	71,021	104,642	111,250	117,280	122,730
借債	66,966	97,477	104,000	109,800	115,000
遞延稅項	3,816	6,928	7,000	7,230	7,480
其他	240	237	250	250	250
少數股東權益	4,522	11,487	12,350	13,380	14,420
永續債	19,528	-	-	-	-
淨資產總值	65,291	70,128	81,032	95,113	111,221
股東權益	65,291	70,128	81,032	95,113	111,220

來源: 公司、招銀國際預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	15,369	21,413	25,910	31,895	36,773
折舊和攤銷	830	1,001	1,133	1,141	1,204
營運資金變動	(22,122)	(74,948)	(30,695)	(44,100)	(48,600)
稅務開支	(6,145)	1,790	(9,364)	(11,295)	(12,961)
其他	(5,522)	72,833	26,590	20,635	33,118
經營活動所得現金淨額	(17,590)	22,088	13,572	(1,724)	9,534
購置固定資產	(3,820)	(2,945)	(1,322)	(2,882)	(2,145)
聯營公司	(1,888)	(9,496)	(1,400)	(1,085)	(718)
其他	(957)	(1,103)	(39)	-	-
投資活動所得現金淨額	(6,666)	(13,544)	(2,762)	(3,967)	(2,863)
股份發行	4,951	(3,535)	-	-	-
淨銀行借貸	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	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	41,670	39,962	(14,128)	(642)	(20)
現金增加淨額	17,414	48,506	(3,318)	(6,333)	6,652
年初現金及現金等價物	18,761	36,241	84,647	81,229	74,796
匯兌	66	(100)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	36,241	84,647	81,229	74,796	81,348
受限制現金	11,637	11,844	11,844	11,844	11,844
資產負債表的現金	47,878	96,491	93,073	86,640	93,192

來源: 公司、招銀國際預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.7	96.8	97.1	97.1	97.1
建築	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
物業管理	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
總額	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
淨利潤	(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
稅前利率	13.1	14.0	13.2	13.8	13.9
淨利潤率	8.2	7.5	7.7	8.1	8.1
核心淨利潤率	8.6	7.2	7.7	8.1	8.1
有效稅率	34.5	36.1	38.1	37.5	37.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
平均應收賬款周轉天數	68.1	139.9	122.9	113.1	109.7
平均應付賬款周轉天數	611.2	776.4	863.2	794.1	762.8
平均存貨周轉天數	610.9	635.3	631.7	607.3	609.6
淨負債/ 總權益比率 (%)	60.0	48.7	35.3	39.8	33.3
回報率 (%)					
資本回報率	14.2	16.4	18.3	19.5	19.2
資產回報率	2.6	1.9	2.4	2.7	2.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.425	0.522	0.668	0.834	0.960
每股股息(人民幣)	0.130	0.171	0.195	0.230	0.265
每股賬面值(人民幣)	2.89	3.25	3.62	4.25	4.97

來源: 公司、招銀國際預測

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) 發表于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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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。