

碧桂園(2007 HK, HK\$3.06, 目標價: HK\$4.87, 買入) — 供股攤薄每股資產值

- ❖ **每持有 15 現有股份可供一股。**碧桂園在 8 月 27 日宣佈供股計劃，股東每持有 15 股現有股份可以每股 2.5 港元認購一股供股股份，供股股份股數相等於擴大後股份的 6.25%。認購價較 8 月 27 日的收市價 3.62 港元低 30.9%，也較我們之前的 2014 年底每股資產淨值預測 7.31 港元折讓 65.8%，供股後籌集資金約 31.5 億港元，公司將償還包括 2014 年優先票據的借貸。買賣未繳股款供股股份(2952 HK)的首日及最後日期分別為 9 月 24 日及 10 月 3 日，繳足股款供股股份的首日的買賣日期預期為 10 月 16 日。
- ❖ **淨負債比率減少 7.1 個百分點。**淨負債總額由 2014 年 6 月底的 331 億元(人民幣·下同)減至完成供股後的 306 億元，所以淨負債比率由 2014 年 6 月底的 60.4% 下降至完成供股後的 53.3%，財政狀況健康。
- ❖ **2014 年 1-8 月份合同銷售增長 39% 至 725 億元。**2014 年 1-8 月份合同銷售金額及面積分別上升 39.7% 至 725 億元及 39.8% 至 1,081 萬平方米，公司截至 8 月底已完成今年銷售目標 1280 億元的 56.6%。由 9-12 月，碧桂園每月需平均完成銷售 139 億元才能達成全年銷售目標，不過對公司而言會有一定的難度，因為由 1-8 月的平均月銷售金額為 90.6 億元。
- ❖ **攤薄資產淨值 5%。**因為在完成供股後會發行新股，我們分別下調碧桂園 2014-16 年的每股盈利預測 0.9% 至 0.540 元、6.2% 至 0.554 元及 6.2% 至 0.658 元。雖然供股價是較我們之前估計的 2014 年底每股資產淨值折讓 65.8%，但新發行的股數只佔擴大後股份的 6.25%，所以在完成供股後，我們預計的 2014 年底每股資產淨值由之前的 7.31 港元降至 6.95 港元，目標價由 5.12 港元下調至 4.87 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\$3.06
目標價	HK\$4.87
市值 (港幣百萬)	62,277
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	157
52 周高/低 (港幣)	5.67/2.78
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	-14.8%	-10.7%
3 月	6.0%	1.2%
6 月	-3.5%	-12.0%

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)	6.4	5.2	4.5	4.4	3.7
市帳率 (x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	5.7	6.9	6.9	8.2	9.8
權益收益率 (%)	18.2	19.4	18.5	17.9	18.5
淨財務槓杆率 (%)	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
平均應付帳款周轉天數	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(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。