碧桂园 (2007 HK, HK$2.8, 目标价：HK$3.71, 买入）— 业绩平淡但满意

碧桂园 (2007 HK)

评级	买入
收市价	HK$2.80
目标价	HK$3.71
市值 (港币百万)	51,043
过去 3 月平均交易 (港币百万)	86
52 周高/低 (港币)	3.63/1.82
发行股数 (百万)	18,230
主要股东	杨惠妍(57.5%)

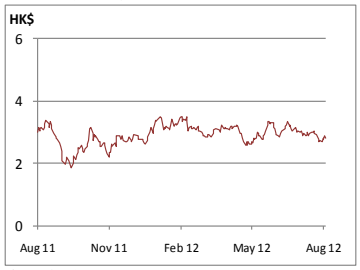
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-4.9%	-10.7%
3 月	4.0%	-3.4%
6 月	-14.1%	-8.8%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

- **平淡的中期业绩。**2012 年上半年收入上升 7.2%至 168 亿元(人民币，下同)，净利润则轻微上升 3.7%至 30 亿元。交付总建筑面积减少 17.8%至 240 万平方米，但入账的均价上升 29.6%至每平方米 6,636 元。因此，物业发展收入上涨 6.5%至 160 亿元。整体毛利率从 2011 年上半年的 32.5%扩大至 2012 年上半年 41.5%。因此，土地增值税占物业发展收入从 2011 年上半年的 3.2%上升到 2012 年上半年的 8.1%。所以有效的税率扩大 5.9 个百分点至 41.6%。同时，碧桂园加强了市场推广力度，使分销开支飙升 106%至 8.48 亿元，其中广告费用大幅上升 151%至 4.15 亿元。

- **至七月完成全年销售目标的 51%。**碧桂园在今年 1-7 月完成合约销售额 221 亿元，同比下降 7.6%。因此，全年 430 亿元的销售目标达成 51.4%。 2012 年上半年，公司推出两个重大项目，分别为十里银滩和凤凰城（句容），推出的第一天，销售比率达 80%-90%。同时，这两个项目在 6 月份贡献的销售金额分别为 16.8 亿元和 5.8 亿元。在 2012 年下半年，公司将推出 13 个新项目，其中 7 个在广东省。

- **应占权益的土地储备为 5,480 万平方米。**截至 2012 年中，碧桂园投资中国及马来西亚共 110 个物业项目，其中 64 个在广东省；应占权益土地储备总额为 5,480 万平方米，其中广东省占 46.5%。2012 年中，平均土地成本为每平方米 604 元，为 2012 年上半年入账均价的 9.1%。

- **2 月份发行新股筹集 21.4 亿港元。**碧桂园在 2 月成功发行的 6.77 亿股新股份，每股发行价 3.23 港元，筹集 21.4 亿港元。净负债比率从 2011 年 12 月的 57.2%改善至 2012 年 6 月的 56.3%。截至 2012 年 6 月 30 日，手头现金 136 亿元，贷款总额为 325 亿元，其中 80 亿元要在 1 年内偿还。同时，公司预计 2012 年会出现约 8 亿元的现金流出。最后，公司提早终止股份掉期合约，可解除一个对股价阻力的因素。

- **估值为对资产净值折让 47%。**我们并没有对我们的预测有重大改变。除了 2 月发行的新股份已反映在我们现有的模型，公司在 2012 年 6 月 15 日因以股代息计划发行 8.53 亿股股份（或占扩大后股份的 4.68%），每股作价 3.254 港元。因此，我们分别下调 2012-2014 年的每股盈利预测 2.6%、4.6%及 4.6%。我们并下调 2012 年底每股资产净值预测，由 5.6 港元下降至 5.29 港元。目标价由 3.92 港元下降至 3.71 港元，较资产净值折让 30%。维持**买入**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万人民币)	25,804	34,748	40,417	44,190	46,825
净利润 (百万人民币)	4,291	5,813	7,003	6,809	7,023
每股收益 (人民币)	0.259	0.350	0.395	0.374	0.385
每股收益变动 (%)	93.1	35.2	13	(5)	3
市盈率(x)	8.7	6.4	5.7	6.0	5.8
市帐率 (x)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	4.3	5.8	6.5	6.7	6.9
权益收益率 (%)	17.3	20.1	19.3	16.8	15.7
净财务杠杆率 (%)	41.4	57.2	52.1	57.9	56.0

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	**25,804**	**34,748**	**40,417**	**44,190**	**46,825**
物业发展	24,638	33,194	38,503	41,839	43,953
建筑	289	241	217	228	239
酒店	472	802	1,042	1,272	1,500
物业管理	405	512	655	852	1,132
销售成本	(17,453)	(22,753)	(26,282)	(30,880)	(33,213)
毛利	**8,351**	**11,996**	**14,135**	**13,309**	**13,612**
销售费用	(621)	(1,128)	(1,213)	(1,304)	(1,452)
行政费用	(833)	(1,319)	(1,415)	(1,547)	(1,686)
其他收益	41	43	26	28	32
息税前收益	**6,937**	**9,591**	**11,534**	**10,487**	**10,506**
融资成本	(225)	(120)	(270)	(343)	(373)
联营公司	(48)	121	200	280	350
特殊收入	55	15	-	-	-
税前利润	**6,720**	**9,607**	**11,464**	**10,424**	**10,484**
所得税	(2,402)	(3,769)	(4,433)	(3,582)	(3,413)
非控制股东权益	(27)	(25)	(28)	(33)	(48)
净利润	**4,291**	**5,813**	**7,003**	**6,809**	**7,023**
核心净利润	**4,291**	**5,813**	**7,003**	**6,809**	**7,023**

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	**25,420**	**37,581**	**41,728**	**46,248**	**49,726**
物业、厂房及设备	24,047	35,933	40,000	44,200	47,500
联营公司	84	205	180	450	580
投资物业	134	126	124	126	126
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,156	1,318	1,424	1,472	1,520
流动资产	**56,661**	**69,729**	**77,052**	**81,798**	**87,808**
现金及现金等价物	9,853	12,393	12,572	11,718	12,908
应收贸易款项	12,373	12,535	13,000	13,580	14,400
存货	32,047	41,495	48,000	53,000	57,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	2,388	3,305	3,480	3,500	3,500
流动负债	**42,331**	**53,772**	**56,530**	**57,430**	**60,430**
借债	6,566	6,469	7,500	7,200	8,000
应付贸易账款	30,807	40,675	41,600	42,800	45,000
应付税项	4,023	5,707	6,500	6,500	6,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	935	920	930	930	930
非流动负债	**14,332**	**23,472**	**24,690**	**28,690**	**30,690**
借债	13,553	22,497	24,000	28,000	30,000
递延税项	672	785	500	500	500
其他	108	190	190	190	190
少数股东权益	**597**	**1,077**	**1,200**	**1,400**	**1,600**
净资产总值	**24,821**	**28,990**	**36,360**	**40,526**	**44,814**
股东权益	**24,821**	**28,990**	**36,360**	**40,526**	**44,814**

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	6,937	9,591	11,534	10,487	10,506
折旧和摊销	281	273	414	512	572
营运资金变动	(10,327)	(13,480)	(6,180)	(6,180)	(4,320)
税务开支	(1,363)	(2,868)	(3,926)	(3,582)	(3,413)
其他	5,247	3,996	(1,231)	(1,070)	(125)
经营活动所得现金净额	**775**	**(2,487)**	**612**	**168**	**3,221**
购置固定资产	(2,071)	(2,813)	(2,352)	(1,708)	(1,866)
联营公司	(132)	-	25	(270)	(130)
其他	182	183	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(2,020)**	**(2,629)**	**(2,327)**	**(1,978)**	**(1,996)**
股份发行	-	-	1,712	-	-
净银行借贷	1,910	9,153	2,534	3,700	2,800
股息	(277)	(1,605)	(2,252)	(2,643)	(2,734)
其他	202	445	-	-	-
融资活动所得现金净额	**1,835**	**7,993**	**1,994**	**1,057**	**66**
现金增加净额	**590**	**2,877**	**279**	**(754)**	**1,290**
年初现金及现金等价物	4,609	5,094	7,744	7,923	7,069
汇兑	(104)	(227)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	**5,094**	**7,744**	**7,923**	**7,069**	**8,259**
受限制现金	4,759	4,649	4,649	4,649	4,649
资产负债表的现金	**9,853**	**12,393**	**12,572**	**11,718**	**12,908**

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合(%)					
物业发展	95.5	95.5	95.3	94.7	93.9
建筑	1.1	0.7	0.5	0.5	0.5
酒店	1.8	2.3	2.6	2.9	3.2
物业管理	1.6	1.5	1.6	1.9	2.4
总额	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.4	34.5	35.0	30.1	29.1
税前利率	26.0	27.6	28.4	23.6	22.4
净利润率	16.6	16.7	17.3	15.4	15.0
核心净利润率	16.6	16.7	17.3	15.4	15.0
有效税率	35.7	39.2	38.7	34.4	32.5
资产负债比率					
流动比率 （x）	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率 （x）	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
平均应收账款周转天数	87.5	65.8	58.7	56.1	56.1
平均应付帐款周转天数	347.0	573.4	571.3	498.8	482.4
平均存货周转天数	400.2	589.9	621.5	596.9	604.4
总负债/ 权益比率 （%）	81.1	99.9	86.6	86.9	84.8
净负债/ 权益比率 （%）	41.4	57.2	52.1	57.9	56.0
回报率 (%)					
资本回报率	17.3	20.1	19.3	16.8	15.7
资产回报率	5.2	5.4	5.9	5.3	5.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.259	0.350	0.395	0.374	0.385
每股股息(人民币)	0.096	0.130	0.145	0.150	0.155
每股账面值(人民币)	1.49	1.74	1.99	2.22	2.46

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室　电话: (852) 3900 0888　传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。