

碧桂园 (2007 HK)

依然是三甲

❖ **2018 年业绩符合预期。**碧桂园 2018 年营业额及纯利分别增加 67.1% 至 3,791 亿元(人民币·下同)及 32.8% 至 346 亿元, 2018 年的确认均价增加 12.6% 至每平方米 8,550 元, 因此毛利率由 2017 年的 25.9% 增加至 2018 年的 27.0%。2018 年基础盈利为 341 亿元, 较我们预期的 327 亿元高 4.2%。公司宣布派发末期股息每股 0.303 元, 加上中期息每股 0.185 元, 全年每股共派息 0.488 元, 增加 38.0%。

❖ **2018 年应占权益合同销售上升 31%。**2018 年应占权益合同销售金额及面积分别上升 31.3% 至 5,019 亿元及 23.1% 至 5,416 万平方米, 截至 2018 年末, 已预售仍未入账的物业共 6,627 亿元, 足可支撑未来 1-2 年盈利。虽然在 2019 年首 2 个月的合同销售金额同比下跌 15.4% 至 749 亿元, 但公司透露在 2019 年首 3 个月的合同销售金额环比上升。因为我们预期在今年下半年的房屋政策将会放宽, 我们预期碧桂园在 2019 年的合同销售金额仍有增长。在 7,802 亿元的可售货值及我们预期的 76.9% 去货率, 我们估计碧桂园在 2019 年的应占权益合同销售金额可达 6,000 亿元。

❖ **2.4 亿平方米的土地储备分布在国内 269 个地级市及 1,156 个县/镇区。**碧桂园在 2018 年以 1,906 亿元吸纳 8,648 万平方米的应占权益土地储备。截至 2018 年末, 在中国的应占权益土地储备为 2.41 亿平方米, 其中 24% 位于广东省, 在国内土地储备的总货值达 16,970 亿元, 其中针对在一线城市购买者占比为 19.3%、二线城市购买者占比为 33.9%、三/四线城市购买者占比为 46.8%。不包括森林城市的项目, 海外的应占权益土地储备达 312 万平方米。

❖ **净负债率低于 50%。**在 2018 年 1 月以每股 17.13 港元配售了 4.6 亿股后, 碧桂园的财政状况大幅加强, 而且公司在 2018 年的售楼回款金额达 5,413 亿元, 所以 2018 年底的净负债比率下降 7.3 个百分点至 49.6%。

❖ **轻微上调目标价。**考虑新的因素, 我们将 2019 年盈利预测轻微上调 0.9% 至 382 亿元, 2020 年的盈利预测下调 10.2% 至 422 亿元。此外, 我们将 19 年末的预测每股净资产值由 29.17 港元上调至 29.98 港元。基于 45% 的折扣, 我们将目标价从 16.04 港元上调至 16.49 港元, 以反映市场对三四线城市的市场担忧。维持买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	226,900	379,079	458,487	531,714	629,672
净利润(百万人民币)	26,064	34,618	38,161	42,198	47,898
EPS(人民币)	1.228	1.612	1.755	1.941	2.203
EPS 变动(%)	135.4	31.3	8.9	10.6	13.5
市盈率(x)	8.2	6.2	5.7	5.2	4.6
市帐率(x)	2.3	1.8	1.5	1.2	1.0
股息率(%)	4.0	4.9	5.3	5.8	6.6
权益收益率(%)	27.8	28.5	25.7	23.6	22.4
净财务杠杆率(%)	56.9	49.6	52.3	57.3	52.7

资料来源: 公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$16.49
(过去目标价)	HK\$16.04)
潜在升幅	41.2%
当前股价	HK\$11.68

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	252,845
3 月平均流通量(百万港元)	436
52 周内股价高/低(港元)	16.92/ 7.71
总股本(百万)	21,648

资料来源: 彭博

股东结构

杨惠妍	57.23%
平安	8.99%
自由流通	33.78%

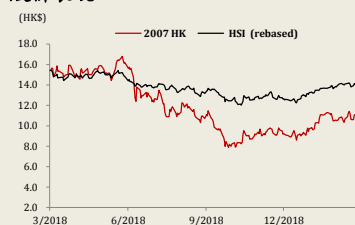
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.8%	3.7%
3-月	18.9%	7.0%
6-月	5.4%	-2.1%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: PwC

公司网站: www.countrygarden.com.cn

利润表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17E	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	226,900	379,079	458,487	531,714	629,672
物業發展	220,157	369,405	446,607	517,500	612,500
建築	2,305	5,265	6,845	8,213	9,856
租金	108	227	272	313	360
酒店	1,674	2,550	2,805	3,142	3,519
物業管理	2,656	1,632	1,958	2,546	3,437
銷售成本	(168,114)	(276,603)	(345,249)	(404,892)	(485,603)
毛利	58,785	102,476	113,238	126,822	144,069
其他收益	2,611	4,344	2,370	2,785	3,278
銷售費用	(10,002)	(12,533)	(15,130)	(17,547)	(20,779)
行政費用	(7,608)	(17,777)	(20,173)	(20,737)	(22,668)
研發費用	(693)	(1,224)	(1,605)	(1,861)	(2,204)
息稅前收益	43,093	75,286	78,700	89,463	101,696
融資成本	3,276	1,348	1,154	686	628
聯營公司	(352)	1,197	680	760	885
特殊收入	505	1,732	-	-	-
稅前利潤	46,522	79,563	80,534	90,909	103,209
所得稅	(17,770)	(31,021)	(32,752)	(36,910)	(42,111)
永續債	-	-	-	-	-
非控制股東權益	(2,688)	(13,924)	(9,620)	(11,800)	(13,200)
淨利潤	26,064	34,618	38,161	42,198	47,898
核心淨利潤	24,690	34,130	38,161	42,198	47,898

资料来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17E	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	181,754	229,944	240,650	266,550	311,150
物業、廠房及設備	122,894	133,729	148,800	168,000	206,000
聯營公司	30,930	46,659	50,000	56,000	62,000
投資物業	8,338	16,435	18,000	19,000	20,000
無形資產	392	670	650	650	650
其他	19,200	32,451	23,200	22,900	22,500
流動資產	867,915	1,399,750	1,437,902	1,492,544	1,598,499
現金及現金等價物	148,402	242,543	220,902	183,044	206,499
應收貿易款項	270,541	443,491	400,000	420,000	450,000
存貨	393,060	680,097	780,000	850,000	900,000
金融資產	40,615	12,269	15,000	16,000	17,000
其他	15,297	21,350	22,000	23,500	25,000
流動負債	769,537	1,219,406	1,231,000	1,265,300	1,357,000
借債	68,281	126,097	120,000	98,800	105,000
應付貿易賬款	677,631	1,061,621	1,080,000	1,135,000	1,220,000
應付稅項	21,607	30,783	30,000	30,000	30,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	2,017	905	1,000	1,500	2,000
非流動負債	163,521	236,880	239,000	250,000	271,000
借債	146,484	202,378	210,000	224,000	250,000
遞延稅項	16,448	32,224	28,000	25,000	20,000
其他	589	2,278	1,000	1,000	1,000
少數股東權益	22,941	52,078	60,000	65,000	68,000
淨資產總值	93,671	121,330	148,552	178,794	213,649
股東權益	93,671	121,330	148,552	178,794	213,649

资料来源：公司及招银国际研究部预测

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	43,093	75,286	78,700	89,463	101,696
折舊和攤銷	1,133	1,147	1,562	1,626	1,808
營運資金變動	(348,551)	(292,050)	(95,233)	(65,000)	(65,000)
稅務開支	(19,115)	(6,069)	(37,759)	(39,910)	(47,111)
其他	347,524	251,066	41,583	7,934	23,602
經營活動所得現金淨額	24,084	29,380	(11,147)	(5,888)	14,994
購置固定資產	(9,642)	(10,939)	(3,339)	(6,663)	(4,645)
聯營公司	(16,682)	(15,729)	(3,341)	(6,000)	(6,000)
其他	(18,060)	14,397	5,550	(200)	(100)
投資活動所得現金淨額	(44,385)	(12,270)	(1,130)	(12,863)	(10,745)
股份發行	(1,216)	3,649	-	-	-
淨銀行借貸	80,577	78,650	1,525	(7,200)	32,200
股息	(5,382)	(6,170)	(10,940)	(11,957)	(13,044)
其他	(1,157)	(2,289)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	72,822	73,840	(9,415)	(19,157)	19,156
現金增加淨額	52,521	90,950	(21,691)	(37,908)	23,405
年初現金及現金等價物	84,647	137,084	228,343	206,702	168,844
匯兌	(84)	309	50	50	50
年末現金及現金等價物	137,084	228,343	206,702	168,844	192,299
受限制現金	11,318	14,200	14,200	14,200	14,200
資產負債表的現金	148,402	242,543	220,902	183,044	206,499

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY17E	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.0	97.4	97.4	97.3	97.3
建築	1.0	1.4	1.5	1.5	1.6
租金	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
酒店	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
物業管理	1.2	0.4	0.4	0.5	0.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	48.2	67.1	20.9	16.0	18.4
毛利	82.4	74.3	10.5	12.0	13.6
淨利潤	126.3	32.8	10.2	10.6	13.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.9	27.0	24.7	23.9	22.9
稅前利率	20.5	21.0	17.6	17.1	16.4
淨利潤率	11.5	9.1	8.3	7.9	7.6
核心淨利潤率	10.9	9.0	8.3	7.9	7.6
有效稅率	38.2	39.0	40.7	40.6	40.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
平均應收賬款周轉天數	217.6	213.5	159.2	144.2	130.4
平均應付賬款周轉天數	1,109.3	1,147.5	1,132.1	998.4	885.1
平均存貨周轉天數	697.5	708.1	771.8	734.7	657.7
淨負債 / 總權益比率 (%)	56.9	49.6	52.3	57.3	52.7
回報率 (%)					
資本回報率	27.8	28.5	25.7	23.6	22.4
資產回報率	2.5	2.1	2.3	2.4	2.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.228	1.612	1.755	1.941	2.203
每股股息(人民幣)	0.400	0.488	0.530	0.580	0.660
每股賬面值(人民幣)	4.40	5.61	6.86	8.26	9.87

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

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的分析员，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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。报告所载资料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，并可能会受目标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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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責任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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 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士。