



房地产

碧桂园 (2007.HK)

携手平安，绽放心花

平安入股碧桂园点评

评级: 增持

当前价格 (港元): 3.13

2015.04.02

	申思聪 (分析师)	李品科 (分析师)	侯丽科 (分析师)
	0755-23976926	010-59312815	0755-23976713
	shensicong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com	houlike@gtjas.com
证书编号	S0880515010002	S0880511010037	S0880514030004

交易数据

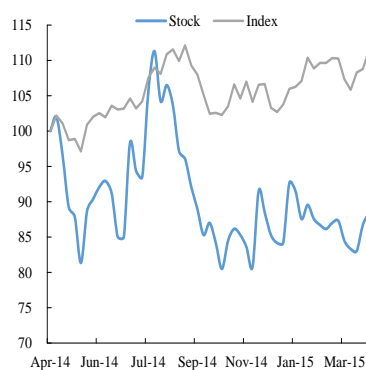
52周内股价区间 (港元)	2.85-3.97
当前股本 (百万股)	20,352
当前市值 (百万港元)	63,701

本报告导读:

公司作为千亿俱乐部的主力房企，当前股价大幅低估，安全边际高。随着资产负债表的持续修复和多元化业务的开展，上行空间较大。目标价 4.0 元，较现价近 30% 空间。

摘要:

- **事件:** 4月1日中国平安集团以认购价每股 2.816 港元认购碧桂园 22.4 亿股新股份。认购价格相对前日收盘价 3.13 港元折让 10.03%。认购股份占公司现已发行的约 10.99%，占经认购事项扩大后已发行股本的约 9.90%，禁售期为一年。募得净资金约 62.95 亿港元，将用于公司发展及一般运营资本。
- **强强联合，心花绽放。** 公司将与平安集团在房地产营销、金融投资、社区服务和项目开发等多方面进行合作。依托平安集团丰富的金融领域经验和碧桂园 200 多个社区、30 多万用户的存量资源，双方的合作有望实现协同共赢。我们看好合作后公司销售能力、拿地能力和管理能力的提升，同时在存量用户价值挖掘上将有望提速发展，双方有能力完善社区产业链，实现打造覆盖客户生命周期的资源整合平台。
- **改善股东结构，资产负债表持续修复。** 平安入股后，家族控制比例将下降 (大股东杨惠妍股权占比将从 59.5% 下降至 53.6%)，市场化程度提升。随着权益的增加，2015 年预测净负债率将从 50% 下降至 40%，公司将加速提升至投资级评级，符合我们之前的推荐逻辑。同时募集到的 62.95 亿港元将加速公司在多元化业务方向 (如保险、养老) 的尝试。在行业白银时代，住宅业务增速下滑后，依托与平安集团形成的协同效应，公司新业务或将成为新的增长点。
- **维持增持评级，目标价 4.0 港元;** 我们维持 2015 年至 2017 年净利润的预测不变，分别为 107.3 亿、122.8 亿和 139.3 亿元，同比增速为 16%、15% 和 13%。后续股本数增加后，EPS 将有所摊薄，摊薄比例为 7.6%。我们看好公司后续资产负债表的持续改善和与平安合作后产生协同效应。基于社区存量用户的多元化业务发展有望超市场预期，静待心花绽放。维持目标价 4.0 港元，相较 NAV 折让 30%，对应 2015 年 6.0 倍 PE。
- **风险提示:** 三四线城市布局占比较大，与平安协同效应低于预期



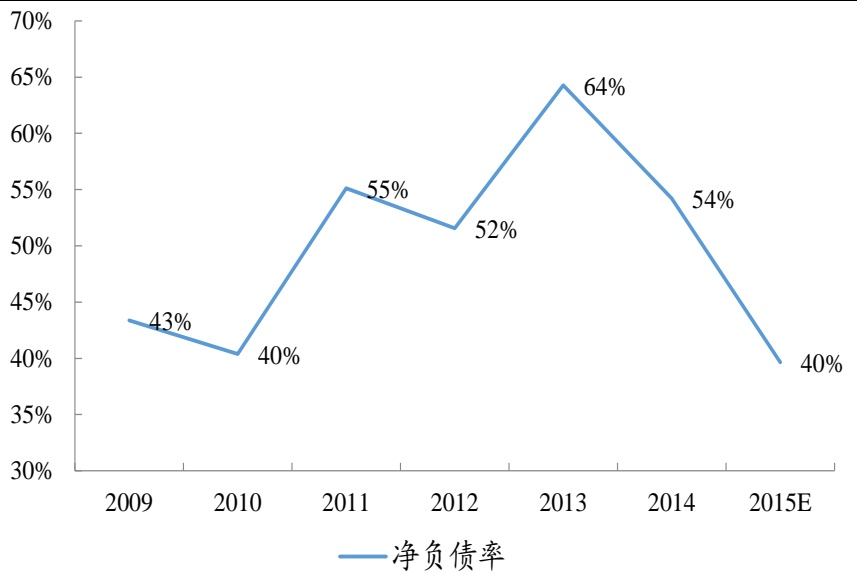
财务摘要 (百万)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	34748	41891	62725	84549	106132	125996	139305
(+/-)%	34.7%	20.6%	49.7%	34.8%	25.5%	18.7%	10.6%
毛利润	11996	15340	19011	22055	24188	26722	30068
净利润	5802	6797	8000	9240	10725	12278	13925
(+/-)%	36.5%	17.1%	17.7%	15.5%	16.1%	14.5%	13.4%
PE		6.6	5.7	5.1	4.7	4.1	3.6
PB		1.2	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6

表 1: 平安入股后, 家族股权占比将下降

股东	认购之前		认购之后	
	股份	股权	股份	股权
杨惠妍	121 亿	59.48%	121 亿	53.60%
杨二珠	10 亿	5.01%	10 亿	4.51%
平安集团	0	0	22 亿	9.90%
其他公众股东	72 亿	35.5%	72 亿	31.99%
总计	203 亿	100%	226 亿	100%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 1: 平安入股后加速净负债率回落, 评级机构后续或上调公司主体评级至投资级评级



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

损益表							现金流量表						
人民币百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	人民币百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	41,891	62,725	84,549	106,132	125,996	139,305	税前利润	6,853	8,514	10,229	10,725	12,278	13,925
营业成本	-26,551	-43,713	-62,494	-81,944	-99,274	-109,237	营运资本变动	-8,122	-10,480	-6,494	-4,146	-130	-2,133
毛利润	15,340	19,011	22,055	24,188	26,722	30,068	其他	-1,081	-3,553	-4,149	-5,011	-2,607	-823
销售及行政开支	-3,754	-6,337	-7,516	-7,312	-8,681	-9,598	经营性现金流合计	-2,351	-5,519	-413	1,569	9,541	10,969
EBIT	11,688	12,696	14,725	17,062	18,227	20,656	投资物业	0	-2	-6,923	0	0	0
利息成本	-259	0	-450	-492	-541	-596	其他	-4,101	-5,282	-2,768	-1	0	0
利息收入	132	803	255	451	670	931	投资性现金流合计	-4,101	-5,284	-9,691	-1	0	0
联营公司利润	-94	-26	-40	1	0	0	自由现金流	-6,452	-10,803	-10,105	1,568	9,541	10,969
其他收入	74	0	1,880	0	0	0	每股自由现金流	-0.36	-0.58	-0.53	0.08	0.47	0.54
税前利润	11,542	13,473	16,369	17,021	18,356	20,992	权益融资	1,735	0	5,505	0	0	0
所得税	-4,657	-4,625	-5,757	-5,784	-5,479	-6,417	债权融资	7,878	19,463	4,820	6,107	6,718	7,389
少数股东权益	-32	-334	-383	-512	-599	-650	其他	904	-1,560	-370	-2,805	-3,922	-4,834
净利润	6,853	8,514	10,229	10,725	12,278	13,925	融资性现金流合计	10,517	17,903	9,956	3,302	2,795	2,555
核心净利润	6,797	8,000	9,240	10,725	12,278	13,925	现金变动合计	4,065	7,101	-149	4,870	12,337	13,524
股权数	18,007	18,523	19,139	20,352	20,352	20,352	期初现金	7,744	11,809	18,910	18,761	23,631	35,967
核心EPS	0.38	0.43	0.48	0.53	0.60	0.68	期末现金	11,809	18,910	18,761	23,631	35,967	49,492
每股分红	0.14	0.17	0.15	0.17	0.20	0.22							

资产负债表							财务分析 (%)						
人民币百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
投资物业	118	112	7,036	7,036	7,036	7,036	毛利润率	37%	30%	26%	23%	21%	22%
其他固定资产	13,402	17,968	21,706	24,582	30,442	42,382	经营利润率	28%	20%	17%	16%	14%	15%
发展中物业	27,091	41,945	46,673	46,673	46,673	46,673	净利润率	16%	13%	11%	10%	10%	10%
非流动资产合计	40,611	60,026	75,415	78,291	84,150	96,091	营收增长率	21%	50%	35%	26%	19%	11%
短期发展中物业	39,155	67,474	105,994	117,685	100,486	30,044	EBIT增长率	22%	9%	16%	16%	7%	13%
竣工待售物业	18,497	18,920	23,203	19,795	20,831	21,727	净利润增长率	17%	18%	16%	16%	14%	13%
应收账款	17,124	26,378	25,371	24,402	23,470	22,573	EPS增长率	14%	14%	12%	9%	14%	13%
现金	16,860	26,680	27,214	23,631	35,967	49,492	每股净资产	2.09	2.37	2.96	3.16	3.60	4.09
其他流动资产	4,275	6,762	10,835	21,874	38,257	55,109	利息覆盖倍数	4.72	4.08	3.68	3.84	6.26	16.63
总资产	136,522	206,239	268,032	285,677	303,162	275,036	净负债率	30%	32%	30%	28%	20%	13%
流动负债合计	68,707	114,904	156,623	158,536	156,516	101,910	净负债率 (扣除限制现金)	52%	64%	54%	50%	37%	26%
长期负债	27,817	43,815	46,139	50,753	55,829	61,411	总资产周转率	34%	37%	36%	38%	43%	48%
其他长期负债	190	240	240	240	240	240	资产权益比	363%	469%	473%	444%	414%	331%
递延所得税	924	1,270	2,588	5,274	10,748	21,904	ROA	6%	4%	4%	4%	4%	5%
长期负债	28,930	45,324	48,967	56,267	66,816	83,555	ROE	20%	20%	18%	18%	18%	18%
少数股东权益	1,307	2,058	5,756	6,465	6,627	6,431	ROCE	11%	10%	9%	9%	9%	9%
股东权益	37,577	43,954	56,686	64,409	73,203	83,139							
总负债和权益合计	136,522	206,239	268,032	285,677	303,162	275,036							

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		