

权益销售实现高增长，拿地节奏大幅放缓

投资要点

- **事件:** 公司发布9月权益销售及8月拿地数据。
- **单月权益销售实现高增长，有质量的销售逐步显现。** 根据公司公告公布的数据，2018年9月公司实现权益销售金额367.4亿元，环比增长17.3%，同比大幅增长41.7%。实现销售面积387.0万平方米，环比增长11.9%，同比大幅增长41.2%，单月权益销售均价为9493.5元/平方米，环比增长4.8%。根据克而瑞公布的数据，今年9月公司全口径销售金额约为469.5亿元，同比小幅下滑1.2%，环比小幅增长7.7%，实现销售面积约500.1万方，同比大幅增长43.9%，环比小幅增长7.9%。从单月数据来看，今年前6个月，公司单月全口径销售额均处于600-800亿元的区间，而7-9月单月销售均稳定在400-500亿元的区间，可见下半年全口径销售增速有所放缓，而权益口径维持在300亿元左右，依旧维持较高的同比增速。
- **累计销售稳步增长，同比增速有所回落。** 根据公司公告公布的数据，2018年1-9月实现权益销售金额4155.8亿元，环比增长9.7%，同比大幅增长38.4%；实现权益销售面积4406.0万方，环比增长9.6%，同比大幅增长27.8%。累计权益销售均价为9432.1元/平方米，同比增长8.3%。而根据克而瑞公布的数据，截至9月末，公司实现全口径累计销售金额5520.5亿元，同比增长28.9%，实现累计销售面积5874万平方米，同比大幅增长90.7%。公司累计销售额稳步增长，与上半年相比，同比增速有所回落。
- **保持低成本拿地方针，拿地力度有所减弱。** 据公告，今年8月公司新增土储建筑面积370万方，新增土地权益地价为66亿元，同比下跌72.9%，环比下跌82.5%，拿地明显偏谨慎。2018年1-8月公司共计拿地8335万方，总代价约1878亿元，新增土地累计楼面价为2253元/平方米，同比下降34%。今年首8个月，若按面积计算，公司所获土地位于一二线和三四线城市的占比分别为21%和79%，若按金额计算，占比分别为39%和61%。新增土地的主要获取省份为广东(16%)、湖南(12%)、河南(9%)、山东(6%)、浙江(6%)等。
- **盈利预测与评级:** 预计公司2018-2020年EPS分别为1.68、2.23和2.62元，当前股价对应的动态市盈率分别为5、4和3倍，考虑到公司周转速度或降低，我们给予2018年7倍估值，对应目标价13.36港元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 三四线销售价格或低于预期、去杠杆压力持续加大。

指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	153,087	226,900	350,132	454,704	545,423
增长率	35.2%	48.2%	54.3%	29.9%	20.0%
归属母公司净利润(百万元人民币)	11,518	26,064	36,517	48,405	56,926
增长率	26.6%	126.3%	40.1%	32.6%	17.6%
每股收益 EPS	0.53	1.23	1.68	2.23	2.62
净资产收益率	14.1%	22.4%	25.8%	25.5%	23.1%
PE	15	6	5	4	3

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn
联系人: 杨雨蕾
邮箱: yangyul@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

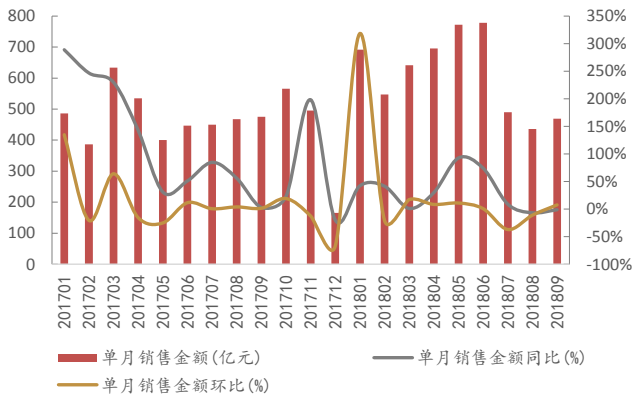
基础数据

52周区间(港元)	9.05-18.48
3个月平均成交量(百万)	54.49
流通股数(亿)	216.67
市值(亿)	1,960.87

相关研究

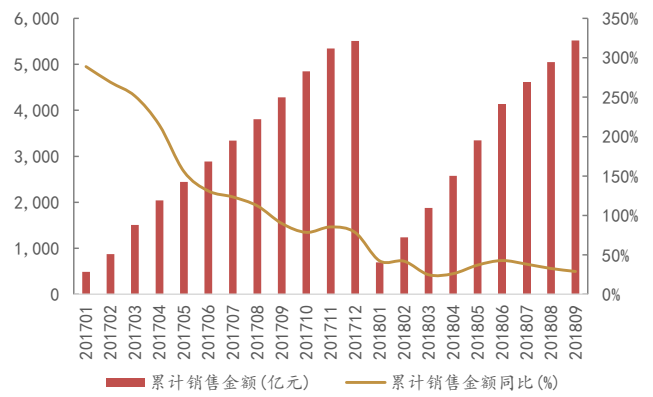
1. 碧桂园 (2007.HK): 业绩增速超预期, 追求有质量的高增长 (2018-08-22)
2. 碧桂园 (2007.HK): 大象起舞, 无滞无碍 (2018-03-22)

图 1: 公司 2017 年以来单月销售金额(亿元)及同比环比增速



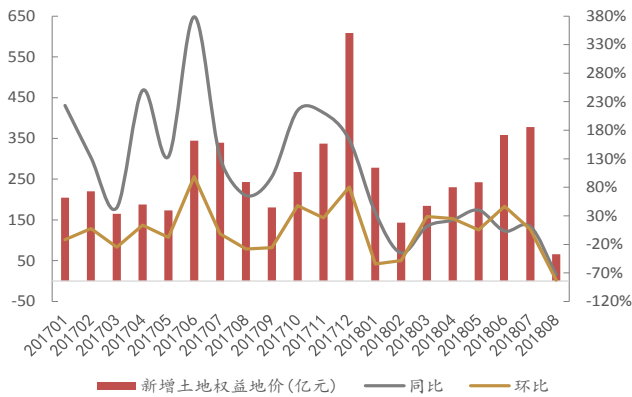
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 2: 公司 2017 年以来累计销售金额(亿元) 同比增速



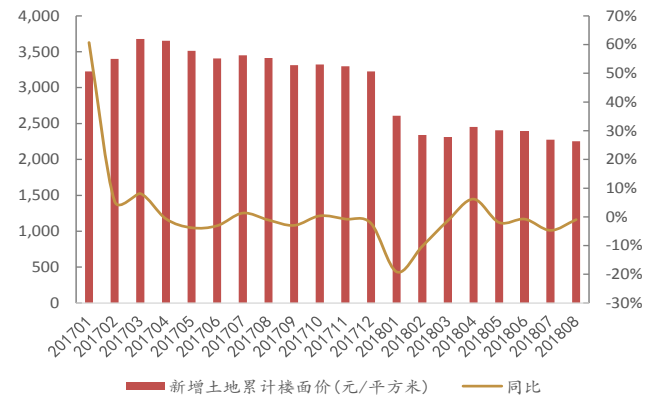
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 3: 公司 2017 年以来新增土地权益地价及同比环比增速



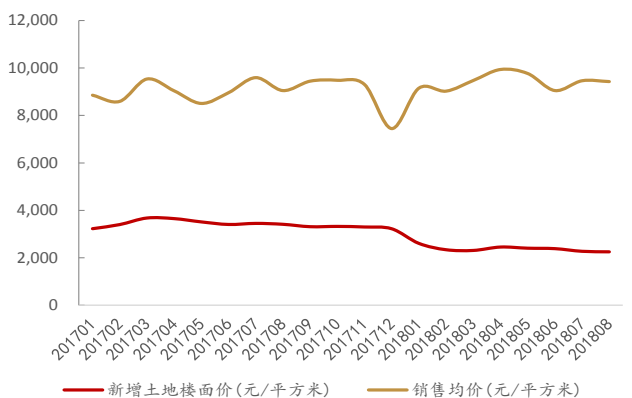
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2017 年以来新增土地楼面价及环比变化



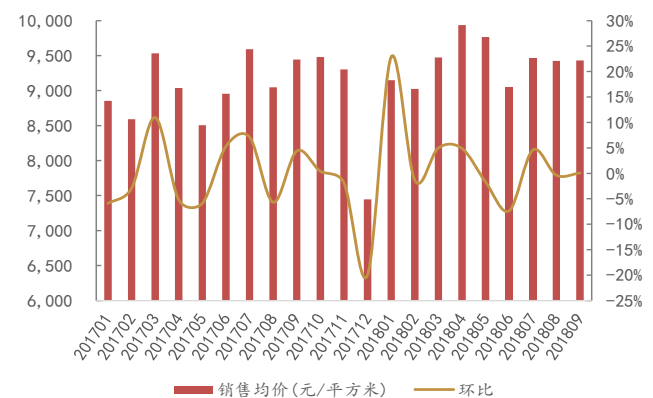
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司 2017 年以来新增土地楼面价和销售均价情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2017 年以来销售均价及环比变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

附：财务报表
损益表

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	153,087	226,900	350,132	454,704	545,423
毛利	32,236	58,785	84,454	114,182	136,970
EBIT	19,105	39,657	56,210	77,502	92,973
財務收入(費用)	2,106	8,483	6,036	6,307	7,249
聯營公司	362	-352	-352	-352	-352
非經常性項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	21,572	46,522	61,893	83,457	99,869
稅項	-7,727	-17,770	-25,376	-35,052	-42,944
非控股權益	2,146	2,688	3,714	5,007	5,992
已终止经营业务利潤	0	0	0	0	-0
淨利潤(归屬母公司)	11,518	26,064	36,517	48,405	56,926

資產負債表

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	84,647	137,084	143,459	161,095	148,263
應收賬款	117,322	270,541	383,706	560,593	747,155
存貨	2,204	4,251	5,095	6,531	7,833
其他流動資產	280,663	456,039	456,039	456,039	456,039
物業、廠房及設備	20,877	21,628	22,787	24,292	26,098
無形資產	239	392	392	392	392
其他非流動資產	85,620	159,734	159,382	159,030	158,677
總資產	591,572	1,049,669	1,170,860	1,367,972	1,544,456
應付賬款	151,789	330,884	436,731	559,762	671,429
短期借款	30,513	47,672	46,000	50,000	50,000
其他流動負債	223,012	390,981	394,750	404,426	412,318
長期借款	38,710	87,845	80,000	88,000	88,000
遞延稅項負債	6,928	16,448	12,000	16,000	16,000
其他非流動負債	59,004	59,228	60,000	60,000	60,000
總負債	509,956	933,057	1,029,481	1,178,188	1,297,747
股本	25,677	24,461	21,340	21,340	21,340
儲備	44,452	69,210	100,811	154,223	217,141
股東權益	70,129	93,671	122,151	175,563	238,481
非控股權益	11,487	22,941	19,228	14,220	8,228
總權益	81,616	116,612	141,379	189,783	246,709
淨現金(負債)	15,424	1,567	17,459	23,095	10,263

数据来源：公司資料，西南證券

現金流量表

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	21,572	46,522	61,893	83,457	99,869
稅項	7,727	-17,770	-26,055	-21,376	-35,052
營運資本變動	39,122	24,080	-8,162	-55,291	-76,197
經營現金流量	39,122	24,080	-8,162	-55,291	-76,197
資本開支	-857	-751	-1,159	-1,505	-1,805
自由現金流量	53,763	39,302	27,570	6,336	-12,133
股息	3,734	8,629	0	0	0
其他非流動資產變動	-43,799	-74,619	0	0	0
股本變動	-3,535	-1,216	-3,121	0	0
其他	0	0	-8,629	0	0
淨現金流量	10,163	-27,904	15,820	6,336	-12,133
期初淨現金(負債)	-53,743	-43,580	-71,484	-55,664	-49,328
期終淨現金(負債)	-43,580	-71,484	-55,664	-49,328	-61,461

財務比率

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
增長(%)					
收入	35.2	48.2	54.3	29.9	20.0
EBITDA	33.0	103.6	38.9	37.9	20.0
EBIT	33.8	107.6	41.7	37.9	20.0
淨利潤	20.8	126.3	40.1	32.6	17.6
每股盈利	8.5	180.2	37.0	32.6	17.6
利潤率(%)					
毛利	21.1	25.9	24.1	25.1	25.1
EBITDA	13.0	17.8	16.1	17.0	17.0
EBIT	12.5	17.5	16.1	17.0	17.0
淨利潤	7.5	11.5	10.4	10.6	10.4
其他比率					
ROE(%)	14.1	27.8	29.9	27.6	23.9
ROA(%)	1.9	2.5	3.1	3.5	3.7
淨負債率	53.4	57.3	39.4	26.0	24.9
利息覆蓋率(倍)	—	—	—	—	—
應收賬款周轉天數	279.7	435.2	400.0	450.0	500.0
應付賬款周轉天數	458.4	718.4	600.0	600.0	600.0
存貨周轉天數	6.7	9.2	7.0	7.0	7.0
有效稅率(%)	35.8	38.2	41.0	42.0	43.0

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	机构销售	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn