营收利润稳步增长，经营效率持续提升

——碧桂园 2021 中报点评

碧桂园
(2007.HK)
买入
(维持)

营业收入稳健增长，低毛利项目结算带动盈利能力下滑。碧桂园 2021 年上半年实现营收 2,349.3 亿元（同比+27.0%），核心净利润 152.2 亿元（同比+4.2%）。低毛利项目进入结算期为公司盈利能力下滑主因，2021 年上半年毛利率同比下滑 4.6pct 至 19.7%。公司各项费用的管控成果持续显现，2021 年上半年销管费用率同比下滑 1.4pct 至 5.9%，在一定程度上对冲了毛利率下滑的影响。整体而言，公司上半年的经营业绩平稳增长，差异化的布局战略和稳健的财务表现有望持续驱动公司业绩的增长。

全能级布局提升拓储灵活度，区域裂变提升经营效率。公司土储资源充沛（2021 年中期，公司权益可售资源合计约 2.18 万亿元，足够支撑公司未来数年的发展），且项目覆盖各能级城市，更能灵活应对土拍规则的变化：2021 年上半年，公司合计获取土地 219 幅，其中位于三四线的权益面积占 84%；在上海、重庆、北京等集中供地城市获取土地 14 幅，平均溢价率约 7%。拿地模式方面，多元化已逐渐成为公司拿地的重要途径，较高的货地比能够保障公司的利润空间：2021 年上半年，公司多元化拿地权益金额占比达 31%，对应项目货地比达 4.0 倍（招拍挂：2.6 倍）。另外，2020 年下半年，公司开展区域裂变，进一步聚焦深耕，成功提升了经营效率：截至 2021 年上半年，公司平均开盘时间较区域裂变前提前 36 天。公司全区域、全能级的布局能力优势突出，与布局相匹配的组织架构也将进一步支持公司的发展。

偿债能力持续优化，股东增持彰显信心。2021 年上半年，公司销售回款继续保持良好，权益回款率连续 6 年超过 90%。与 2020 年末相比，公司 2021 年中期在手现金小幅增长 1.4%、债务总额减少 0.7%，主要偿债能力指标持续优化：现金短债比提升 0.24 倍至 2.15 倍，净负债率下降 5.9pct 至 49.7%，扣预负债率下降约 3%至 77%。公司融资成本亦继续下行，2021 年中期平均融资成本 5.39%，较 2020 年末下降 17bp。公司财务表现保持稳健，使公司能够在当前行业环境下保持从容。2021 年上半年，公司控股股东合计增持公司 1.4%股份，平均成本约 9.68 港元/股，彰显经营信心。

维持“买入”评级，目标价 10.1 港元。考虑到行业调控和疫情反复对公司交付的影响，我们下调公司 2021-2023 年核心 EPS 预测 2.4%/6.2%/7.2%至人民币 1.55 元/1.64 元/1.80 元，核心净利同比增长 7.6%/6.0%/9.4%。考虑到公司全能级布局能力突出，运营效率持续提升，维持 NAV 折让 30%，下调目标价 6.4%至 10.1 港元，对应 2021 年 5.5 倍 PE，较现价空间达 22%（最新股价为 2021 年 8 月 24 日收盘价，计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整）。

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

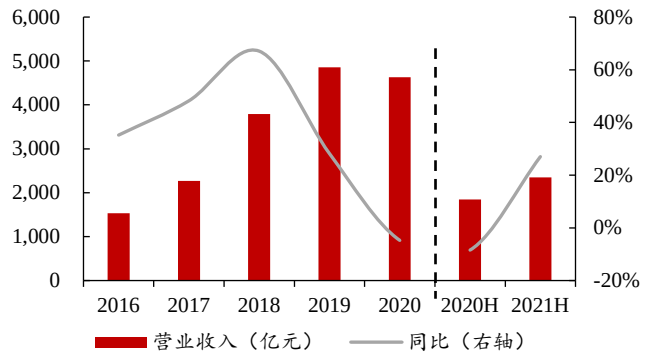
微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4600
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

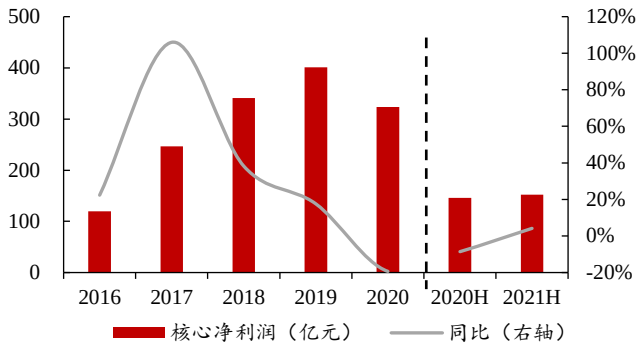
财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	379,079	485,908	462,856	534,256	579,632	639,030
(+/-)%	*67.1%*	*28.2%*	*-4.7%*	*15.4%*	*8.5%*	*10.2%*
毛利润	102,476	126,637	100,905	101,596	107,198	120,360
核心净利润	34,125	40,124	32,362	34,827	36,928	40,412
(+/-)%	*38.2%*	*17.6%*	*-19.3%*	*7.6%*	*6.0%*	*9.4%*
核心 PE	4.59	3.90	4.84	4.49	4.24	3.87
PB	1.23	0.98	0.86	0.78	0.69	0.61

图 1：公司 2021 年上半年营业收入同比增长 27.0%



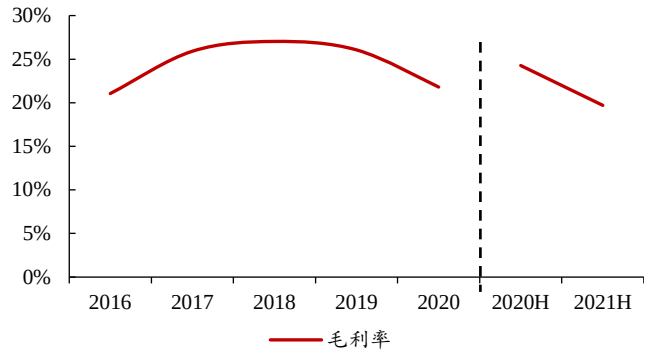
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 2021 年上半年核心净利润同比增长 4.2%



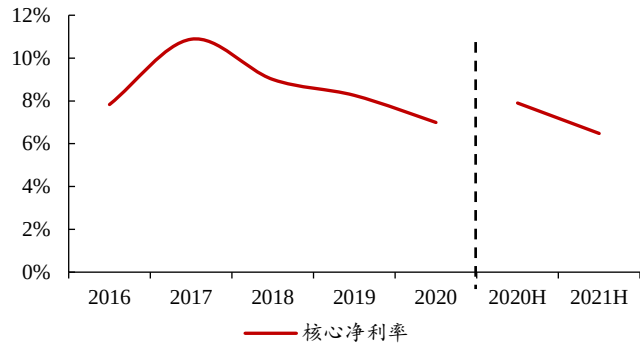
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2021 年上半年毛利率约 19.7%



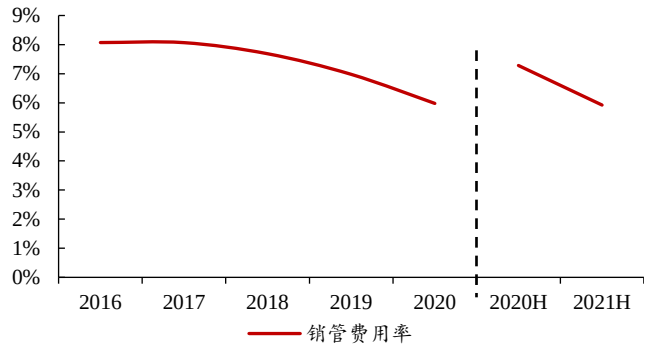
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2021 年上半年核心净利率约 6.5%



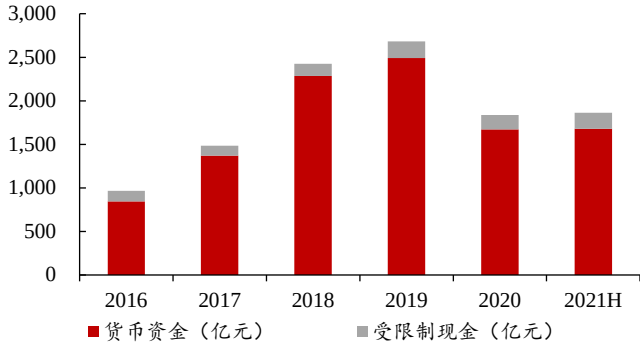
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：2021 年上半年销管费用率下降 1.4pct 至 5.9%



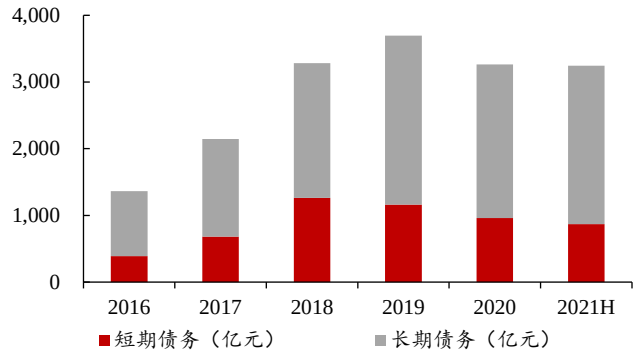
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司现金总额小幅增长 1.4%



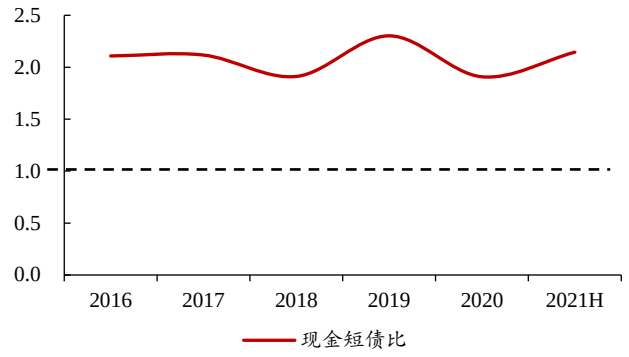
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：债务总额下降 0.7%，短债占比下降至 26.8%



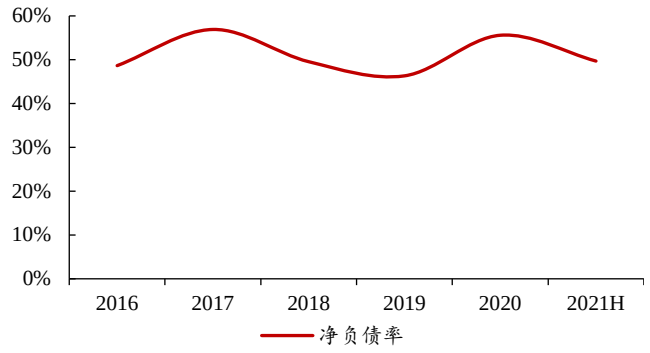
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：公司现金短债比有所提升



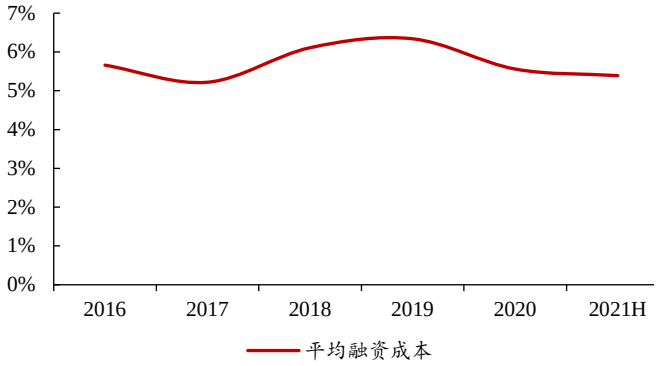
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：2021 年中期净负债率降至 49.7%



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：加权平均融资成本继续下行至 5.39%



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：碧桂园 NAV 约 14.4 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2021
开发物业总计	489,421
投资物业总计	18,041
总资产估值	507,462
净负债	183,425
NAV 估值	324,038
每股 NAV（港元/股）	14.41
股价（港元，8 月 24 日）	8.29
NAV 折让	42%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

損益表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	485,908	462,856	534,256	579,632	639,030
营业成本	-359,271	-361,951	-432,659	-472,434	-518,670
毛利润	126,637	100,905	101,596	107,198	120,360
销售及行政开支	-33,903	-27,671	-30,987	-32,459	-35,786
EBIT	92,660	71,965	69,341	73,470	83,306
利息成本	0	0	0	0	0
利息收入	2,371	4,102	2,977	3,226	1,986
联营公司利润	5,108	6,258	5,555	3,189	2,005
其他收入	-1,200	3,204	0	0	0
税前利润	98,939	85,529	77,873	79,885	87,296
所得税	-37,737	-44,257	-24,555	-24,556	-27,335
少数股东权益	-21,652	-19,096	-18,491	-18,400	-19,550
净利润	39,550	22,176	34,827	36,928	40,412
核心净利润	40,124	32,362	34,827	36,928	40,412
股权数	21,375	21,641	22,480	22,480	22,480
核心 EPS	1.88	1.50	1.55	1.64	1.80
每股分红	0.58	0.46	0.48	0.51	0.56

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	39,550	22,176	34,827	36,928	40,412
营运资本变动	-14,959	-31,102	-20,567	-13,332	-4,301
其他	-9,925	-12,705	-14,880	-19,606	-25,126
经营性现金流合计	14,666	-21,631	-620	3,990	10,984
投资物业	-341	-456	-8,893	-677	-10,280
其他	-18,750	-5,461	-10,678	-7,224	-20,166
投资性现金流合计	-19,091	-5,917	-19,571	-7,902	-30,446
自由现金流	-4,425	-27,548	-20,191	-3,912	-19,462
每股自由现金流	-0	-1	-1	-0	-1
权益融资	-187	0	0	0	0
债权融资	36,101	-38,968	16,324	10,284	10,593
其他	-10,847	-15,316	8,977	-4,312	16,713
融资性现金流合计	25,067	-54,284	25,301	5,972	27,306
现金变动合计	20,642	-81,832	5,110	2,061	7,844
期初现金	228,343	248,985	167,153	172,262	174,323
期末现金	248,985	167,153	172,262	174,323	182,167

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	12,923	15,659	24,552	25,230	35,510
长期股权投资	52,113	63,441	72,052	77,209	80,308
其他非流动资产	210,599	194,553	207,281	224,452	262,617
非流动资产合计	275,635	273,653	303,886	326,891	378,434
发展中物业	810,300	1,034,664	1,050,647	1,050,444	1,041,848
竣工待售物业	45,781	49,587	51,339	51,104	52,330
应收账款	438,195	410,937	422,854	435,540	448,606
银行存款及现金	268,348	183,623	188,732	190,793	198,637
其他流动资产	68,893	63,345	52,438	52,438	52,438
总资产	1,907,152	2,015,809	2,069,897	2,107,210	2,172,293
流动负债合计	1,398,752	1,492,959	1,473,528	1,452,858	1,434,079
长期借款	253,331	230,244	241,756	249,009	256,479
其他非流动负债	3,698	3,131	3,131	3,131	3,131
递延所得税	32,763	32,472	32,184	31,898	31,614
非流动负债合计	289,792	265,847	277,071	284,038	291,225
少数股东权益	66,669	81,901	119,401	144,286	191,996
归属母公司股东权益	151,939	175,102	199,897	226,029	254,994
总负债和权益合计	1,907,152	2,015,809	2,069,897	2,107,210	2,172,293

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	26.1%	21.8%	19.0%	18.5%	18.8%
经营利润率	19.1%	15.5%	13.0%	12.7%	13.0%
核心净利率	8.3%	7.0%	6.5%	6.4%	6.3%
营收增长率	28.2%	-4.7%	15.4%	8.5%	10.2%
EBIT 增长率	20.3%	-22.3%	-3.6%	6.0%	13.4%
核心净利增长率	17.6%	-19.3%	7.6%	6.0%	9.4%
核心 EPS 增长率	18.1%	-20.3%	3.6%	6.0%	9.4%
每股净资产	7.11	8.09	8.89	10.05	11.34
利息覆盖倍数	4.78	4.09	4.09	4.25	4.58
净负债资本率	20%	27%	26%	25%	22%
净负债率	46%	56%	48%	44%	37%
总资产周转率	0.27	0.24	0.26	0.28	0.30
资产权益比	12.55	11.51	10.35	9.32	8.52
ROA	2.3%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
ROE	29.4%	19.8%	18.6%	17.3%	16.8%
ROCE	8.7%	6.3%	6.2%	5.9%	5.8%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。