

营业收入稳健增长，债务结构持续优化

——碧桂园 2021 年报点评

 碧桂园
 (2007.HK)

买入
 (维持)

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 4660

 zhugelianxin@cwghl.com
 SFC CE Ref: BPK 789

营收实现平稳增长，低毛利项目结算拖累盈利能力。碧桂园 2021 年实现营收 5,230.6 亿元 (同比+13.0%)，核心净利润 269.3 亿元 (同比-16.8%)。低毛利项目进入结算期对公司盈利能力带来了拖累，公司 2021 年毛利率同比下降 4.1pct 至 17.7%，投资收益同比下降约 12.1 亿元至 50.5 亿元、占收入比重同比下降 0.4pct 至 1.0%。另一方面，公司近年来降本增效成果持续显现，销管费用率同比下降 0.5pct 至 5.5%，一定程度上对冲了毛利率下滑的影响。近两年公司新获项目盈利空间已有所改善，预计未来数年公司毛利率有望逐步回升。

可售货值保持充足，区域布局更趋合理。当前行业环境下，公司土地投资更趋审慎，2021 年新拿地权益地价同比下降 32.3% 至 1,416 亿元，目前可售货值仍然充裕 (2021 年末权益可售资源合计约 1.82 万亿元，约可满足公司未来 3 年发展需求)，使公司在能够宏观及行业环境的变化中更为从容。公司货值分布进一步聚焦重点区域，2021 年末位于长三角、广东省、环渤海、长江中游、川渝五大都市圈的可售资源占比同比提升 2pct 至 75%；合理的货值分布、差异化的产品等为公司的销售回款提供了有力支撑，2021 年全年公司在 161 座地级市实现了 5% 以上的市占率 (2020 年：152 座)、权益回款率维持 90% 以上。拿地渠道方面，公司继续通过招拍挂、多元化等方式获取土地，其中多元化获取项目货地比达 3.8 倍、总体货地比达 3.0 倍，有望增厚公司项目的盈利空间。

杠杆水平更趋稳健，在手资金保持充沛。2021 年公司进一步压降借贷总量、年末债务总额同比下降 2.6% 至 3,179.2 亿元，带动公司杠杆水平更趋稳健，净负债率同比下降 10.2pct 至 45.4%、扣预负债率下降约 6pct 至 74%。公司亦积极调节债务结构，2021 年末短债占比同比下降 4.6pct 至 24.9%；同时，公司在手现金相对充沛，2021 年末现金总额达 1,813 亿元、能够充分覆盖 2022 年内 790 亿元的到期债务，现金短债比同比提升 0.39x 至 2.29x，为公司的稳健经营构成了一定保障。另外，2021 年公司平均融资成本下降 36bp 至 5.20%，有望对公司的盈利能力提供支持。

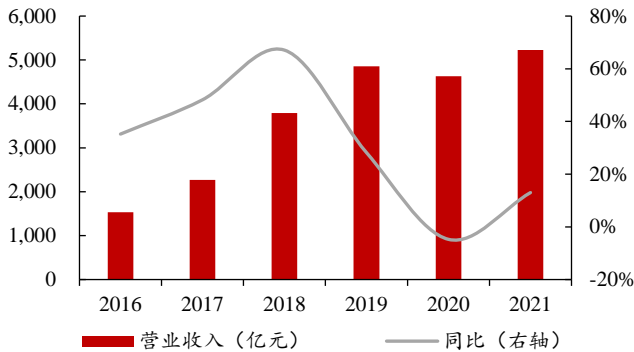
维持“买入”评级，目标价 9.4 港元。考虑到行业销售复苏仍存不确定性，我们预测公司 2022-2024 年核心 EPS 分别为人民币 1.16 元/1.11 元/1.12 元，核心净利同比-5.1%/-4.1%/+0.2%。考虑到当前板块的市场情绪和公司在充裕货值及融资等方面的优势，给予 NAV 折让 45%，下调目标价 7.1% 至 9.4 港元，对应 2022 年 6.9 倍 PE，较现价空间达 54% (最新股价为 2022 年 3 月 30 日收盘价，计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整)。

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。

财务摘要 (百万人民币)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	485,908	462,856	523,064	500,999	507,766	525,845
(+/-)%	28.2%	-4.7%	13.0%	-4.2%	1.4%	3.6%
毛利润	126,637	100,905	92,782	82,112	81,360	84,964
核心净利润	40,124	32,362	26,932	25,567	24,513	24,589
(+/-)%	17.6%	-19.3%	-16.8%	-5.1%	-4.1%	0.3%
核心 PE	2.86	3.55	4.26	4.49	4.68	4.67
PB	0.72	0.63	0.57	0.52	0.48	0.44

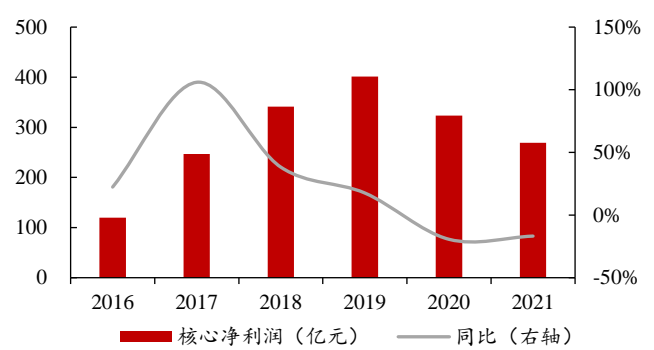


图 1：公司 2021 年营业收入同比增长 13.0%



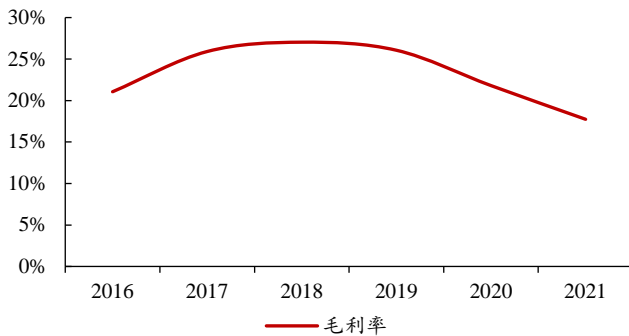
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 2021 年核心净利润同比下降 16.8%



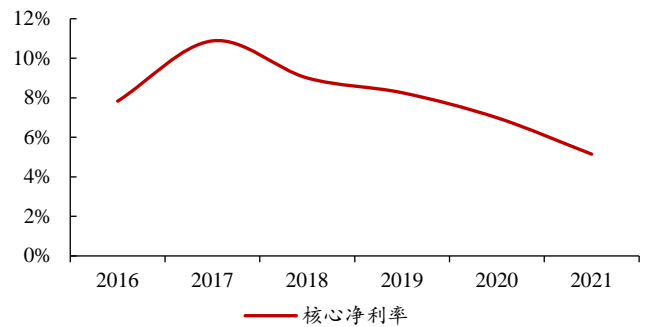
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2021 年毛利率约 17.7%



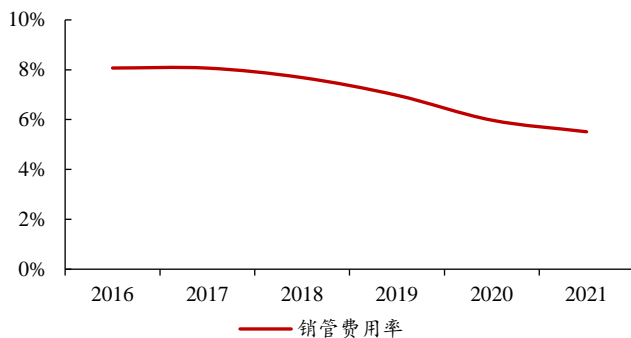
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2021 年核心净利率约 5.1%



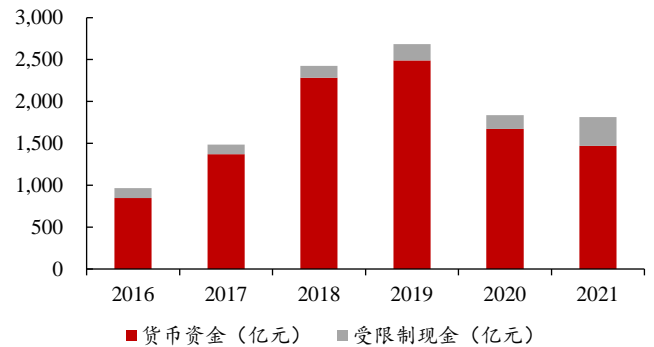
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司 2021 年销管费用率下降 0.5pct 至 5.5%



数据来源：公司公告，中达证券研究

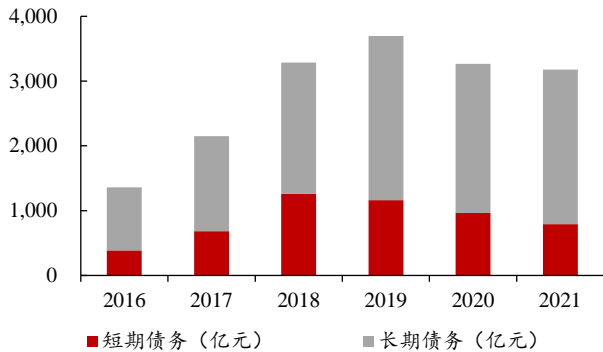
图 6：公司现金总额小幅下降 1.3%



数据来源：公司公告，中达证券研究

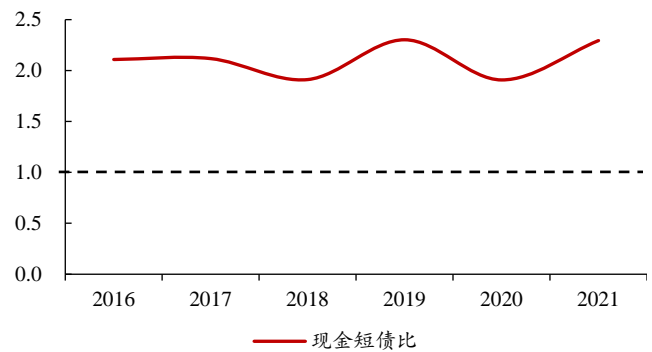


图 7：债务总额下降 2.6%，短债占比下降至 24.9%



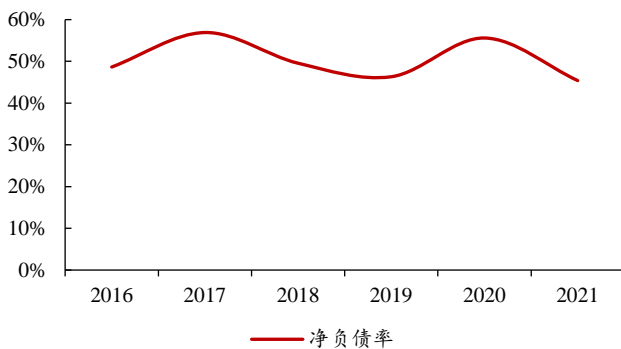
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：公司现金短债比有所提升



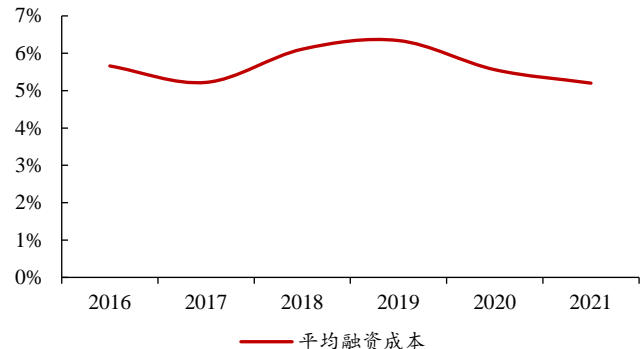
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：2021 年公司净负债率降至 45.4%



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 5.20%



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：碧桂园 NAV 约 17.1 港元/股

NAV 估值 (百万港元)	2022
开发物业总计	505,556
投资物业总计	21,462
总资产估值	527,018
净负债	143,323
NAV 估值	383,695
每股 NAV (港元/股)	17.07
股价 (港元, 3 月 30 日)	6.08
NAV 折让	64%

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。



损益表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	462,856	523,064	500,999	507,766	525,845
营业成本	-361,951	-430,282	-418,887	-426,406	-440,881
毛利润	100,905	92,782	82,112	81,360	84,964
销售及行政开支	-27,671	-28,834	-28,557	-27,419	-29,973
EBIT	71,965	60,399	50,006	50,392	51,442
利息成本	0	0	0	0	0
利息收入	4,102	2,138	2,365	2,646	2,199
联营公司利润	6,258	5,053	4,389	4,254	2,020
其他收入	3,204	1,359	0	0	0
税前利润	85,529	68,949	56,760	57,292	55,661
所得税	-31,411	-27,967	-18,860	-18,840	-19,314
少数股东权益	-19,096	-14,185	-12,333	-13,939	-11,757
归母净利润	35,022	26,797	25,567	24,513	24,589
核心净利润	32,362	26,932	25,567	24,513	24,589
股权数	21,641	21,996	21,996	21,996	21,996
核心EPS	1.50	1.22	1.16	1.11	1.12
每股分红	0.46	0.32	0.30	0.29	0.29

资产负债表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
投资物业	15,659	16,302	17,439	18,277	19,179
长期股权投资	63,441	72,841	76,213	76,244	79,121
其他非流动资产	194,553	145,285	149,230	168,563	158,322
非流动资产合计	273,653	234,428	242,881	263,084	256,623
发展中物业	1,034,664	1,008,146	1,010,755	1,016,443	1,015,624
竣工待售物业	49,587	46,354	45,345	46,621	47,844
应收账款	410,937	406,798	410,866	425,657	447,791
银行存款及现金	183,623	181,300	191,173	192,169	196,206
其他流动资产	63,345	71,339	61,650	61,650	61,650
总资产	2,015,809	1,948,365	1,962,670	2,005,624	2,025,738
流动负债合计	1,492,959	1,378,905	1,367,472	1,387,281	1,397,186
长期借款	230,244	238,904	234,126	229,443	231,738
其他非流动负债	3,131	1,806	1,806	1,806	1,806
递延所得税	32,472	28,123	24,356	21,094	18,269
非流动负债合计	265,847	268,833	260,288	252,344	251,813
少数股东权益	81,901	101,891	108,134	121,413	113,988
归属母公司股东权益	175,102	198,736	217,244	235,056	253,220
总负债和权益合计	2,015,809	1,948,365	1,953,139	1,996,093	2,016,207

现金流量表

人民币百万	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
税前利润	35,022	26,797	25,567	24,513	24,589
营运资本变动	-31,102	17,559	11,480	16,567	3,486
其他	-25,551	-11,866	-12,689	-10,620	-12,705
经营性现金流合计	-21,631	32,490	24,358	30,459	15,370
投资物业	-456	-643	-1,137	-838	-903
其他	-5,461	-23,046	-3,372	-15,032	12,124
投资性现金流合计	-5,917	-23,689	-4,509	-15,869	11,221
自由现金流	-27,548	8,801	19,849	14,590	26,591
每股自由现金流	-1	0	1	1	1
权益融资	0	7,292	0	0	0
债权融资	-38,968	-8,563	-6,358	-6,231	3,053
其他	-15,316	-18,198	-13,149	-7,362	-25,607
融资性现金流合计	-54,284	-19,469	-19,507	-13,593	-22,554
现金变动合计	-81,832	-10,668	342	997	4,037
期初现金	248,985	167,153	156,485	156,827	157,823
期末现金	167,153	156,485	156,827	157,823	161,860

财务分析 (%)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利润率	21.8%	17.7%	16.4%	16.0%	16.2%
经营利润率	15.5%	11.5%	10.0%	9.9%	9.8%
核心净利率	7.0%	5.1%	5.1%	4.8%	4.7%
营收增长率	-4.7%	13.0%	-4.2%	1.4%	3.6%
EBIT 增长率	-22.3%	-16.1%	-17.2%	0.8%	2.1%
核心净利增长率	-19.3%	-16.8%	-5.1%	-4.1%	0.3%
核心 EPS 增长率	-20.3%	-18.1%	-5.1%	-4.1%	0.3%
每股净资产	8.09	9.04	9.88	10.69	11.51
利息覆盖倍数	4.09	4.33	3.89	3.97	4.05
净负债资本率	27%	24%	21%	19%	18%
净负债率	56%	45%	37%	32%	31%
总资产周转率	0.24	0.26	0.26	0.26	0.26
资产权益比	11.51	9.80	9.03	8.53	8.00
ROA	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
ROE	19.8%	14.4%	12.3%	10.8%	10.1%
ROCE	6.3%	4.9%	4.4%	4.1%	4.0%



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 and 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。