

运营管控效率提升，融资成本显著下行

——碧桂园 2020 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 4600

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

营收利润有所下滑，运营管控效率提升。碧桂园 2020 年实现营业收入 4,628.6 亿元 (-4.7%)，核心净利润 323.6 亿元 (-19.3%)。收入的下滑主要源于：1) 疫情影响公司工程和交付进度；2) 结算项目权益比例波动（投资收益占营收比重上升 0.3pct 至 1.4%）。盈利能力方面，由于结算项目利润空间有所收窄，公司毛利率同比下降 4.3pct 至 21.8%，核心净利率则仅下滑 1.3pct 至 7.0%，主要系：1) 公司管控效率提升，SG&A 占营收比重下降 1.0pct 至 6.0%；2) 企业所得税、土增税有所下降，所得税费用占营收比重下滑 1.0pct 至 6.8%。随着国内疫情受控、公司新拿地权益比例提升（2020 年新拿地权益比例 88%），公司未来结算收入有望实现稳健增长；而随着公司低毛利项目逐步结算、运营管控效率提升，公司的盈利能力亦有望有所回升。

差异化战略优势凸显，拓储模式更趋多元。在重点城市土地市场监管趋严的环境下，公司对地域的全覆盖使其能够在投资拓展方面更为灵活：截至 2020 年末，公司已覆盖 31 个省/自治区的 289 个地级市和 1,350 个县级市/区，93% 可售权益资源位于人口流入区域。对各线城市的均衡覆盖和差异化的产品线则使公司取得了优秀的市占率表现，2020 年，公司在 152 个城市获得了 5% 以上的市占率，在已进驻的三四线城市中平均市占率达 8%。公司拿地渠道亦更趋丰富，如通过一二级联动于大湾区、河南等地获取土储，通过收购山东重汽资产包获取 161 亿货值等，年内公司 35% 的新增权益土储为多元化拓储所获。2020 年末，公司权益可售资源约 2.26 万亿元，对公司未来的增长奠定了坚实基础。

财务状况保持稳健，融资成本显著下行。公司 2020 年现金总额同比下降 31.6% 至 1,836.2 亿元，主要源于：1) 销售项目权益比例、回款率变化，导致公司并表口径销售回款同比下降约 12.4%；2) 拿地强度提升，全年新拿地权益建面/权益销售建面提升 0.20 倍至 1.05 倍，土地款支出同比增加约 18.4%；3) 债务融资规模有所下降，债务总额同比下降 11.7%。在手现金下降带动公司现金短债比下降 0.39 倍至 1.91 倍、净负债率提升 9.3pct 至 55.6%，但仍均较为健康。融资成本方面，公司境外优先票据成本持续下降，带动公司整体融资成本下降 0.78pct 至 5.56%。公司财务状况仍较为稳健，有望支持公司健康发展。

维持“买入”评级，目标价 11.0 港元。考虑到公司权益比例波动、交付进度或存调整，我们调整公司 2021/22 年核心 EPS 预测至人民币 1.65 元和 1.82 元，核心净利同比增长 10.2%/10.4%。考虑到公司差异化战略优势显著，运营效率提升，维持 NAV 折让 30%，目标价 11.0 港元，对应 2021 年 5.7 倍 PE，较现价空间达 22%。（最新股价为 2021 年 3 月 25 日收盘价）

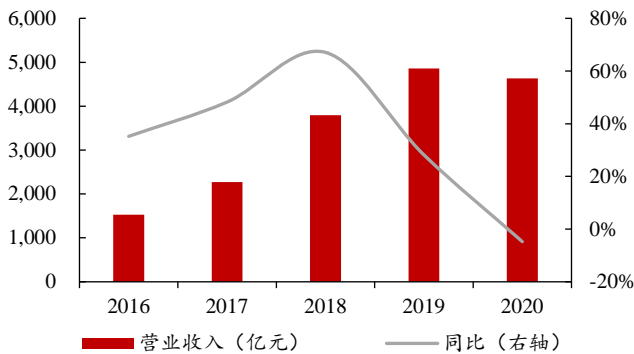
风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	379,079	485,908	462,856	534,256	584,986	645,032
(+/-)%	67.1%	28.2%	-4.7%	15.4%	9.5%	10.3%
毛利润	102,476	126,637	100,905	113,180	126,462	141,339
核心净利润	34,125	40,124	32,362	35,673	39,390	43,565
(+/-)%	38.2%	17.6%	-19.3%	10.2%	10.4%	10.6%
核心 PE	4.88	4.15	5.15	4.67	4.23	3.82
PB	1.34	1.06	0.93	0.82	0.71	0.63



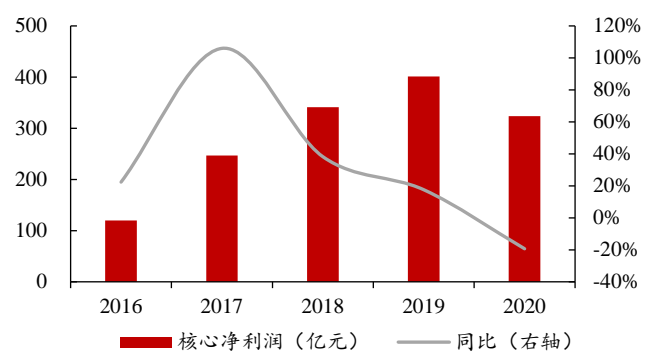
营收利润有所下滑，运营管控效率提升。碧桂园 2020 年实现营业收入 4,628.6 亿元（-4.7%），核心净利润 323.6 亿元（-19.3%）。收入的下滑主要源于：1) 疫情对公司工程和交付进度的影响；2) 结算项目权益比例的波动（投资收益占营收比重上升 0.3pct 至 1.4%）。盈利能力方面，由于结算项目利润空间有所收窄，公司毛利率同比下降 4.3pct 至 21.8%，核心净利率则仅下滑 1.3pct 至 7.0%，主要系：1) 公司管控效率提升，SG&A 占营收比重下降 1.0pct 至 6.0%；2) 企业所得税、土增税有所下降，所得税费用占营收比重下滑 1.0pct 至 6.8%。随着国内疫情受控、公司新拿地权益比例提升（2020 年新拿地权益比例 88%），公司未来结算收入有望实现稳健增长；而随着公司低毛利项目逐步结算、运营管控效率提升，公司的盈利能力亦有望有所回升。

图 1：公司 2020 年营业收入同比下降 4.7%



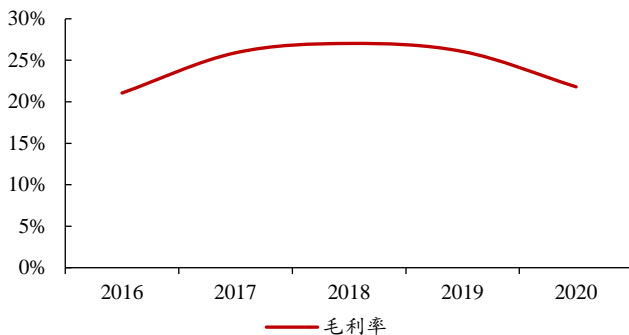
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 2020 年核心净利润同比下降 19.3%



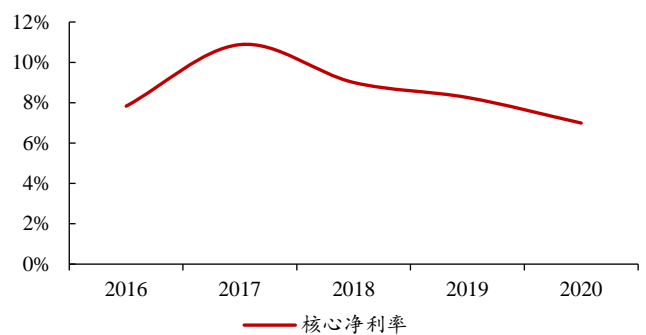
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2020 年毛利率约为 21.8%



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2020 年核心净利率约为 7.0%



数据来源：公司公告，中达证券研究

差异化战略优势凸显，拓储模式更趋多元。在重点城市土地市场监管趋严的环境下，公司对地域的全覆盖使其能够在投资拓展方面更为灵活：截至 2020 年末，



公司已覆盖 31 个省/自治区的 289 个地级市和 1,350 个县级市/区，93% 可售权益资源位于人口流入区域。对各线城市的均衡覆盖和差异化的产品线则使公司取得了优秀的市占率表现，2020 年，公司在 152 个城市获得了 5% 以上的市占率，在已进驻的三四线城市中平均市占率达 8%。公司拿地渠道亦更趋丰富，如通过一二级联动于大湾区、河南等地获取土储，通过收购山东重汽资产包获取 161 亿货值等，年内公司 35% 的新增权益土储为多元化拓储所获。2020 年末，公司权益可售资源约 2.26 万亿元，对公司未来的增长奠定了坚实基础。

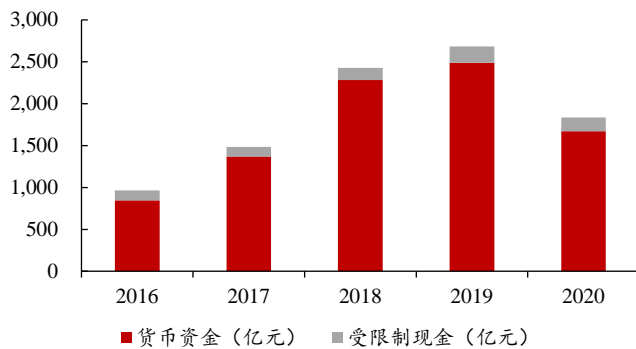
表 1：2020 年，公司在 152 个城市获 5% 以上市占率

地级市市占率	城市数量	城市
>30%	2	辽宁锦州、山西吕梁
20%-30%	6	广东韶关、广东潮州等
10%-20%	46	甘肃兰州、江苏宿迁、广东清远等
5%-10%	98	广东佛山、河南郑州、江苏南通、浙江嘉兴等
合计	152	

数据来源：公司公告，中达证券研究

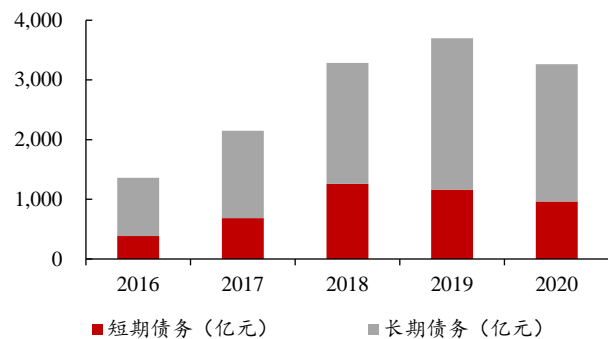
财务状况保持稳健，融资成本有所下行。公司 2020 年现金总额同比下降 31.6% 至 1,836.2 亿元，主要源于：1) 销售项目权益比例、回款率变化，导致公司并表口径销售回款同比下降约 12.4%；2) 拿地强度提升，全年新拿地权益建面/权益销售建面提升 0.20 倍至 1.05 倍，土地款支出同比增加约 18.4%；3) 债务融资规模有所下降，债务总额同比下降 11.7%。在手现金下降带动公司现金短债比下降 0.39 倍至 1.91 倍、净负债率提升 9.3pct 至 55.6%，但仍均较为健康。融资成本方面，公司境外优先票据成本持续下降，带动公司整体融资成本下降 0.78pct 至 5.56%。公司财务状况仍较为稳健，有望支持公司健康发展。

图 5：公司 2020 年现金总额下降约 31.6%



数据来源：公司公告，中达证券研究

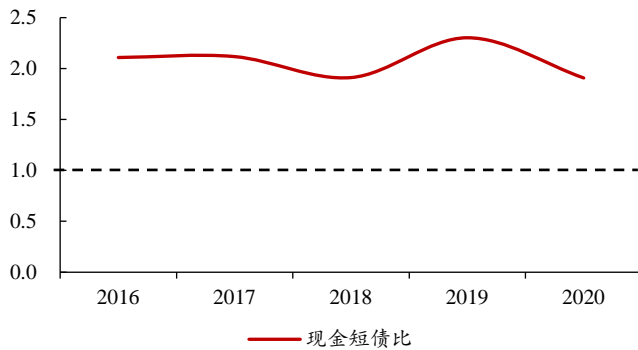
图 6：债务总额下降 11.7%，短债占比下降至 29.5%



数据来源：公司公告，中达证券研究

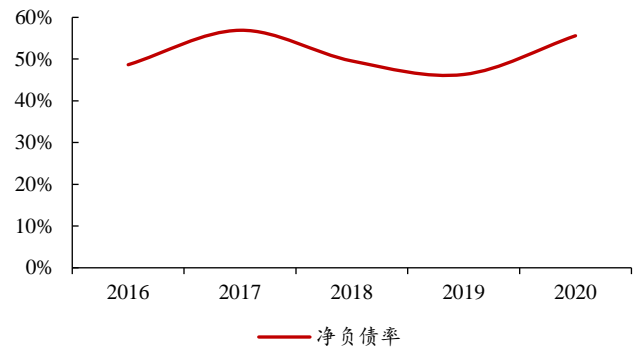


图 7：公司在手现金能够充分覆盖短期债务



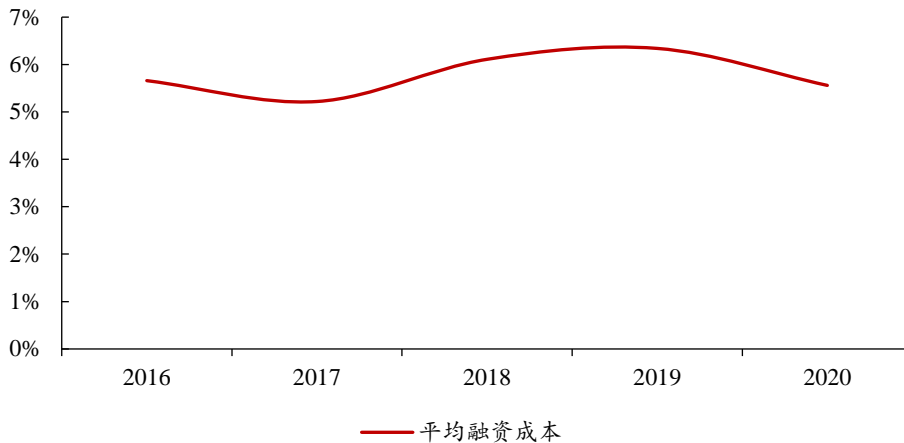
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：净负债率有所提升，仍较为稳健



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司评级提升，融资成本有所下行



数据来源：公司公告，中达证券研究

维持“买入”评级，目标价 11.0 港元。考虑到公司权益比例波动、交付进度或存调整，我们调整公司 2021/22 年核心 EPS 预测至人民币 1.65 元和 1.82 元，核心净利同比增长 10.2%/10.4%。考虑到公司差异化战略优势显著，运营效率提升，维持 NAV 折让 30%，目标价 11.0 港元，对应 2021 年 5.7 倍 PE，较现价空间达 22%。（最新股价为 2021 年 3 月 25 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）



表 2：碧桂園 NAV 約 15.7 港元/股

NAV 估值 (百萬港元)	2021
開發物業總計	494,672
投資物業總計	17,954
總資產估值	512,627
淨負債	166,993
NAV 估值	345,634
每股 NAV (港元/股)	15.69
股價 (港元, 3 月 25 日)	9.00
NAV 折讓	43%

數據來源：公司公告，中達證券研究



损益表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	485,908	462,856	534,256	584,986	645,032
营业成本	-359,271	-361,951	-421,076	-458,523	-503,692
毛利润	126,637	100,905	113,180	126,462	141,339
销售及行政开支	-33,903	-27,671	-32,435	-35,223	-39,992
EBIT	92,660	71,965	79,476	89,971	100,078
利息成本	0	0	0	0	0
利息收入	2,371	4,102	1,900	1,951	2,158
联营公司利润	5,108	6,258	6,131	3,598	2,285
其他收入	-1,200	3,204	0	0	0
税前利润	98,939	85,529	87,506	95,519	104,521
所得税	-37,737	-44,257	-31,703	-35,720	-38,714
少数股东权益	-21,652	-19,096	-20,130	-20,409	-22,242
净利润	39,550	22,176	35,673	39,390	43,565
核心净利润	40,124	32,362	35,673	39,390	43,565
股权数	21,375	21,641	21,641	21,641	21,641
核心 EPS	1.88	1.50	1.65	1.82	2.01
每股分红	0.58	0.46	0.51	0.56	0.62

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	12,923	15,659	24,515	25,195	35,444
长期股权投资	52,113	63,441	72,898	78,384	81,969
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	304,695	328,030	380,029
发展中物业	810,300	1,034,664	1,049,711	1,052,143	1,053,564
竣工待售物业	45,781	49,587	51,271	51,048	52,267
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	202,535	210,551	217,892
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	2,083,504	2,129,750	2,204,796
流动负债合计	1,398,752	1,492,959	1,483,461	1,466,591	1,449,687
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	122,230	150,046	203,455
归属母公司股东权益	151,939	175,102	200,743	229,075	260,429
总负债和权益合计	1,907,152	2,015,809	2,083,505	2,129,750	2,204,796

现金流量表

人民币百万	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
税前利润	39,550	22,176	35,673	39,390	43,565
营运资本变动	-14,959	-25,697	-8,627	-10,439	-10,645
其他	-9,925	-13,908	-16,312	-21,404	-26,293
经营性现金流合计	14,666	-17,429	10,735	7,547	6,626
投资物业	-341	-2,736	-8,856	-679	-10,250
其他	-18,750	-11,295	-9,457	-5,485	-18,585
投资性现金流合计	-19,091	-14,031	-18,314	-6,165	-28,834
自由现金流	-4,425	-31,460	-7,579	1,383	-22,208
每股自由现金流	-0	-1	-0	0	-1
权益融资	-187	1,744	0	0	0
债权融资	36,101	-43,118	16,324	10,284	10,593
其他	-10,847	-8,998	10,167	-3,651	18,956
融资性现金流合计	25,067	-50,372	26,491	6,634	29,549
现金变动合计	20,642	-81,832	18,912	8,016	7,341
期初现金	228,343	248,985	167,153	186,065	194,081
期末现金	248,985	167,153	186,065	194,081	201,422

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	26.1%	21.8%	21.2%	21.6%	21.9%
经营利润率	19.1%	15.5%	14.9%	15.4%	15.5%
核心净利率	8.3%	7.0%	6.7%	6.7%	6.8%
营收增长率	28.2%	-4.7%	15.4%	9.5%	10.3%
EBIT 增长率	20.3%	-22.3%	10.4%	13.2%	11.2%
核心净利增长率	17.6%	-19.3%	10.2%	10.4%	10.6%
核心 EPS 增长率	18.1%	-20.3%	10.2%	10.4%	10.6%
每股净资产	7.11	8.09	9.28	10.59	12.03
利息覆盖倍数	4.78	4.09	4.39	4.69	4.99
净负债资本率	20%	27%	23%	21%	19%
净负债率	46%	56%	43%	38%	31%
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	10.38	9.30	8.47
ROA	2.3%	1.7%	1.8%	2.0%	2.1%
ROE	29.4%	19.8%	19.0%	18.3%	17.8%
ROCE	8.7%	6.3%	6.4%	6.2%	6.1%



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。