



盈利能力维持平稳，融资成本有所下行

——碧桂园 2020 中报点评

结算收入同比略降，核心净利率维持平稳。碧桂园 2020 年上半年实现营业收入 1,849.6 亿元（同比-8.4%），核心净利润 146.1 亿元（同比-8.6%）。公司上半年项目工程及交付进度受疫情影响而有所放缓，对结算收入产生了一定影响。2020 上半年，公司毛利率较去年同期下降约 2.9pct 至 24.3%，核心净利率则与去年同期持平，约为 7.9%，主要系：1) 上半年公司加强管控，营销及行政费用合计同比下降 27.9%，费用率合计同比下降约 1.9pct 至 7.3%；2) 利息收入增长带动财务收益占营收比重提升约 0.6pct。整体而言，公司上半年的结算规模和毛利率有所下滑，而更高的管控效率则使核心净利率保持了稳定水平。

布局符合人口流动趋势，差异化产品实现优秀市占率。广阔的三四线市场能够对公司的成长空间提供保障，截至 2020 年中，公司权益可售资源合计达约 2.34 万亿元，其中 93% 位于人口流入区域、73% 位于五大城市群，战略布局与人口流动趋势相符。产品方面，公司通过对销售目标的划分打造产品矩阵，差异化的产品使公司能够在各类市场实现优秀的市占率表现。2020 年上半年，公司 90 个项目获得当地市场 2020 上半年度/开盘销售冠军，183 个项目在县级市市场市占率超过 20%。总量充足、分布合理的可售资源和差异化的产品对公司去化提供了支撑（2020 上半年权益销售去化率约 62%，全年预计达 67%），并将持续支撑公司销售，助力公司业绩稳健增长。

财务维持稳健，融资成本下行。流动性方面，公司现金回款继续保持良好表现，2020 年上半年回款率达 94%；截至 2020 年中，公司有息负债总额较 2019 年末下降 7.5%、短期债务占比下降 0.6pct 至 30.9%，现金短债比较 2019 年末下降 0.36 倍至约 1.94 倍，短期偿债压力仍较为可控。杠杆及融资方面，2020 年中期，公司净负债率较 2019 年末上升约 11.8pct 至 58.1%，杠杆水平仍较为健康；加权平均融资成本则下降 49 个基点至 5.85%。维持稳健的财务水平和下行的融资成本能够支持公司未来的进一步发展。

维持“买入”评级，目标价 12.2 港元。考虑到公司工程及交付进度或有所调整，我们下调公司 2020/21/22 年核心 EPS 预测 1.7%/3.7%/6.6%至人民币 2.02 元、2.24 元和 2.50 元，核心净利同比增长 10.7%、10.9%和 12.0%。考虑到布局与战略使公司能够持续受惠于城镇化发展机遇，管控效率提升和融资成本下降亦将助力公司发展，维持 NAV 折让 30%，目标价 12.2 港元，对应 2020 年 5.4 倍 PE，较现价空间达 20%。（最新股价为 2020 年 8 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。

碧桂园

(2007.HK)

买入

(维持)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4699

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

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 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

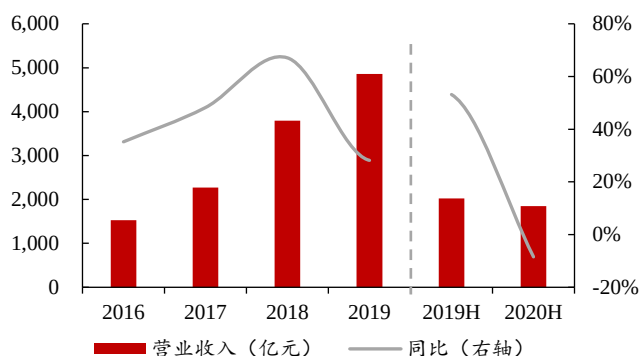
SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	226,900	379,079	485,908	489,071	543,652	607,910
(+/-)%	48.2%	67.1%	28.2%	0.7%	11.2%	11.8%
毛利	58,785	102,476	126,637	116,253	129,073	144,212
核心净利润	24,686	34,125	40,124	44,405	49,252	55,139
(+/-)%	106.0%	38.2%	17.6%	10.7%	10.9%	12.0%
核心 PE	8.07	5.84	4.97	4.49	4.05	3.61
PB	2.05	1.60	1.27	1.08	0.91	0.77



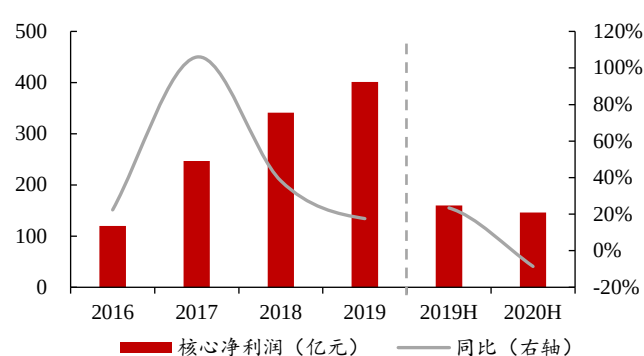
结算收入同比略降，核心净利率维持平稳。碧桂园 2020 年上半年实现营业收入 1,849.6 亿元（同比-8.4%），核心净利润 146.1 亿元（同比-8.6%）。公司上半年项目工程及交付进度受疫情影响而有所放缓，对结算收入产生了一定影响。2020 上半年，公司毛利率较去年同期下降约 2.9pct 至 24.3%，核心净利率则与去年同期持平，约为 7.9%，主要系：1）上半年公司加强管控，营销及行政费用合计同比下降 27.9%，费用率合计同比下降约 1.9pct 至 7.3%；2）利息收入增长带动财务收益占营收比重提升约 0.6pct。整体而言，公司上半年的结算规模和毛利率有所下滑，而更高的管控效率则使核心净利率保持了稳定水平。

图 1：公司 2020 上半年营业收入有所下降



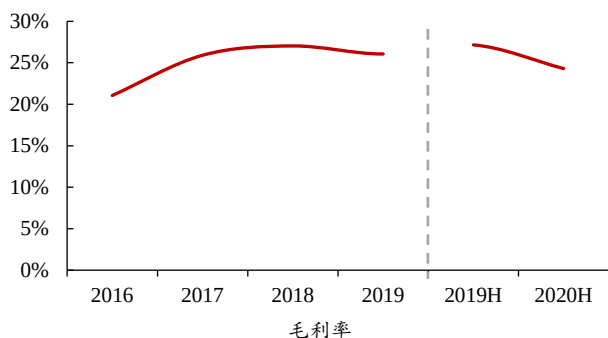
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 2020 上半年核心净利润有所下降



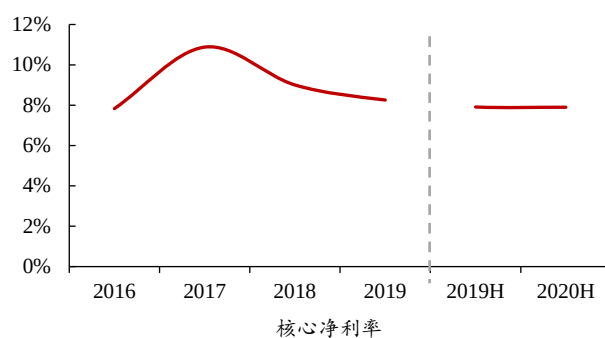
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2020 上半年毛利率略有下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2020 上半年核心净利率维持平稳



数据来源：公司公告，中达证券研究

布局符合人口流动趋势，差异化产品实现优秀市占率。广阔的三四线市场能够对公司的成长空间提供保障，截至 2020 年中，公司权益可售资源合计达约 2.34 万亿元，其中 93%位于人口流入区域、73%位于五大城市群，战略布局与人口流动趋势相符。产品方面，公司通过对销售目标的划分打造产品矩阵，差异化的产品使公司能够在各类市场实现优秀的市占率表现。2020 年上半年，公司 90 个项目获得当地市场 2020 上半年度/开盘销售冠军，183 个项目在县级市市场市占率超过 20%。总量充足、分布合理的可售资源和差异化的产品对公司去化提供了支撑（2020 上半年权益销售去化率约 62%，全年预计达 67%），并将持续支撑公司销售，助力公司业绩稳健增长。

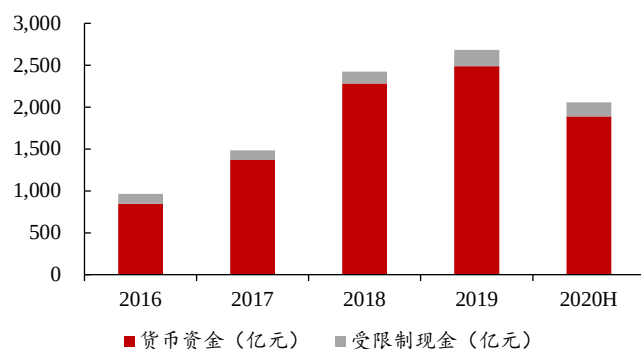
表 1：2020 上半年，公司 183 个项目在当地县级市市场实现超 20%市占率

项目市占率	项目数量	代表项目
>50%	31	泊头碧桂园樾澜庭、互助碧桂园
30%-49%	60	乐昌碧桂园、锦州碧桂园
20%-29%	92	宿迁碧桂园都会之光、兴宁碧桂园凤悦台
合计	183	

数据来源：公司公告，中达证券研究

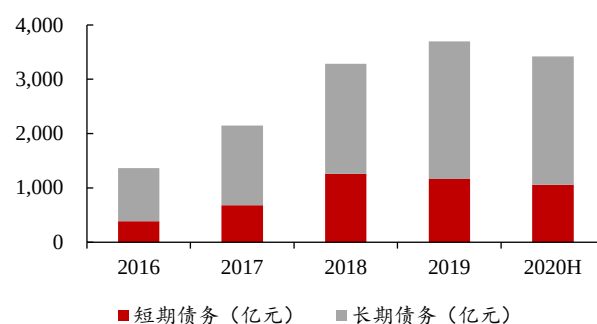
财务维持稳健，融资成本下行。流动性方面，公司现金回款继续保持良好的表现，2020 年上半年回款率达 94%；截至 2020 年中，公司有息负债总额较 2019 年末下降 7.5%、短期债务占比下降 0.6pct 至 30.9%，现金短债比较 2019 年末下降 0.36 倍至约 1.94 倍，短期偿债压力仍较为可控。杠杆及融资方面，2020 年中期，公司净负债率较 2019 年末上升约 11.8pct 至 58.1%，杠杆水平仍较为健康；加权平均融资成本则下降 49 个基点至 5.85%。维持稳健的财务水平和下行的融资成本能够支持公司未来的进一步发展。

图 5：现金总额有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

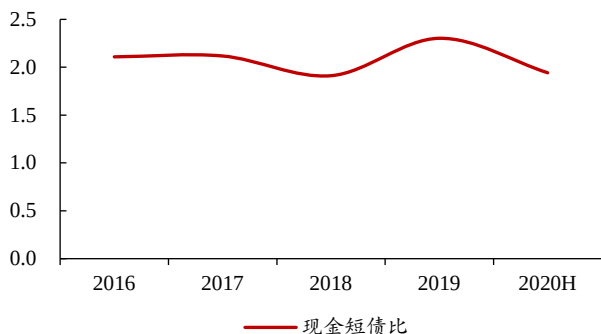
图 6：短期债务占比有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

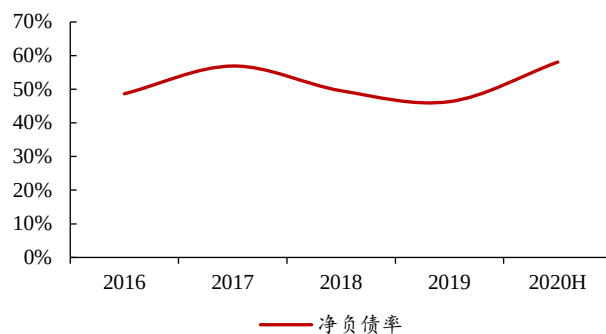


图 7：现金短债比表现良好



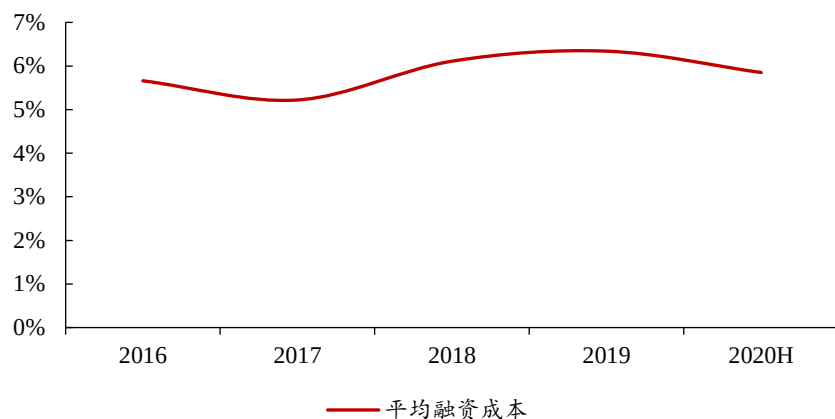
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：净负债率略有上升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：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 12.2 港元。考虑到公司工程及交付进度或有所调整，我们下调公司 2020/21/22 年核心 EPS 预测 1.7%/3.7%/6.6%至人民币 2.02 元、2.24 元和 2.50 元，核心净利同比增长 10.7%、10.9%和 12.0%。考虑到布局与战略使公司能够持续受惠于城镇化发展机遇，管控效率提升和融资成本下降亦将助力公司发展，维持 NAV 折让 30%，目标价 12.2 港元，对应 2020 年 5.4 倍 PE，较现价空间达 20%。（最新股价为 2020 年 8 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：碧桂园 NAV 约 17.4 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	486,830
投资物业总计	15,559
总资产估值	502,389
净负债	118,255
NAV 估值	384,134
每股 NAV（港元/股）	17.43
股价（港元，8 月 25 日）	10.16
NAV 折让	42%

数据来源：公司公告，中达证券研究



损益表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	379,079	485,908	489,071	543,652	607,910
营业成本	-276,603	-359,271	-372,818	-414,579	-463,698
毛利润	102,476	126,637	116,253	129,073	144,212
销售及行政开支	-29,134	-33,903	-36,045	-39,143	-39,210
EBIT	77,018	92,660	80,208	89,930	105,001
利息成本	0	0	0	0	0
利息收入	2,445	2,371	2,720	2,748	2,742
联营公司利润	1,197	5,108	9,770	10,189	7,738
其他收入	-1,097	-1,200	0	0	0
税前利润	79,563	98,939	92,698	102,867	115,482
所得税	-31,021	-37,737	-34,149	-37,823	-42,738
少数股东权益	-13,924	-21,652	-14,145	-15,792	-17,605
净利润	34,618	39,550	44,405	49,252	55,139
核心净利润	34,125	40,124	44,405	49,252	55,139
股权数	21,472	21,375	22,035	22,035	22,035
核心 EPS	1.59	1.88	2.02	2.24	2.50
每股分红	0.49	0.58	0.62	0.69	0.78

资产负债表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	16,435	12,923	13,971	14,682	15,454
长期股权投资	46,659	52,113	63,828	78,987	76,161
其他非流动资产	166,850	210,599	234,639	270,043	325,199
非流动资产合计	229,944	275,635	312,439	363,711	416,814
发展中物业	626,937	810,300	834,874	886,620	934,031
竣工待售物业	44,338	45,781	46,940	47,935	48,021
应收账款	426,397	438,195	460,105	473,448	487,651
银行存款及现金	242,543	268,348	271,748	272,689	279,040
其他流动资产	59,535	68,893	57,112	57,112	57,112
总资产	1,629,694	1,907,152	1,983,218	2,101,515	2,222,670
流动负债合计	1,219,406	1,398,752	1,405,746	1,451,391	1,480,891
长期借款	202,378	253,331	258,398	271,318	279,457
其他非流动负债	2,278	3,698	3,698	3,698	3,698
递延所得税	32,224	32,763	33,311	33,868	34,435
非流动负债合计	236,880	289,792	295,407	308,884	317,590
少数股东权益	52,078	66,669	98,160	121,847	164,924
归属母公司股东权益	121,330	151,939	183,906	219,393	259,264
总负债和权益合计	1,629,694	1,907,152	1,983,218	2,101,515	2,222,670

现金流量表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	34,618	39,550	44,405	49,252	55,139
营运资本变动	6,845	-14,959	-5,063	682	-7,812
其他	-12,082	-9,925	-21,931	-26,556	-33,561
经营性现金流合计	29,381	14,666	17,411	23,378	13,766
投资物业	-139	-341	-1,048	-710	-773
其他	-12,130	-18,750	-25,263	-34,706	-28,722
投资性现金流合计	-12,269	-19,091	-26,312	-35,417	-29,495
自由现金流	17,112	-4,425	-8,901	-12,039	-15,729
每股自由现金流	1	-0	-0	-1	-1
权益融资	3,378	-187	0	0	0
债权融资	78,253	36,101	7,392	18,850	11,875
其他	-7,484	-10,847	4,909	-5,870	10,205
融资性现金流合计	74,147	25,067	12,301	12,980	22,080
现金变动合计	91,259	20,642	3,400	941	6,351
期初现金	137,084	228,343	248,985	252,385	253,326
期末现金	228,343	248,985	252,385	253,326	259,677

财务分析 (%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	27.0%	26.1%	23.8%	23.7%	23.7%
经营利润率	20.3%	19.1%	16.4%	16.5%	17.3%
核心净利率	9.0%	8.3%	9.1%	9.1%	9.1%
营收增长率	67.1%	28.2%	0.7%	11.2%	11.8%
EBIT 增长率	76.7%	20.3%	-13.4%	12.1%	16.8%
核心净利增长率	38.2%	17.6%	10.7%	10.9%	12.0%
核心 EPS 增长率	36.6%	18.1%	7.4%	10.9%	12.0%
每股净资产	5.65	7.11	8.35	9.96	11.77
利息覆盖倍数	5.03	4.78	4.07	4.32	4.73
净负债资本率	21%	20%	18%	19%	17%
净负债率	50%	46%	37%	36%	30%
总资产周转率	0.28	0.27	0.25	0.27	0.28
资产权益比	13.43	12.55	10.78	9.58	8.57
ROA	2.4%	2.3%	2.5%	2.5%	2.7%
ROE	31.7%	29.4%	26.4%	24.4%	23.0%
ROCE	9.9%	8.7%	8.2%	8.0%	7.9%



分析师声明

申思聪，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。