

中期业绩点评|高利润、低负债，碧桂园实现有质量增长

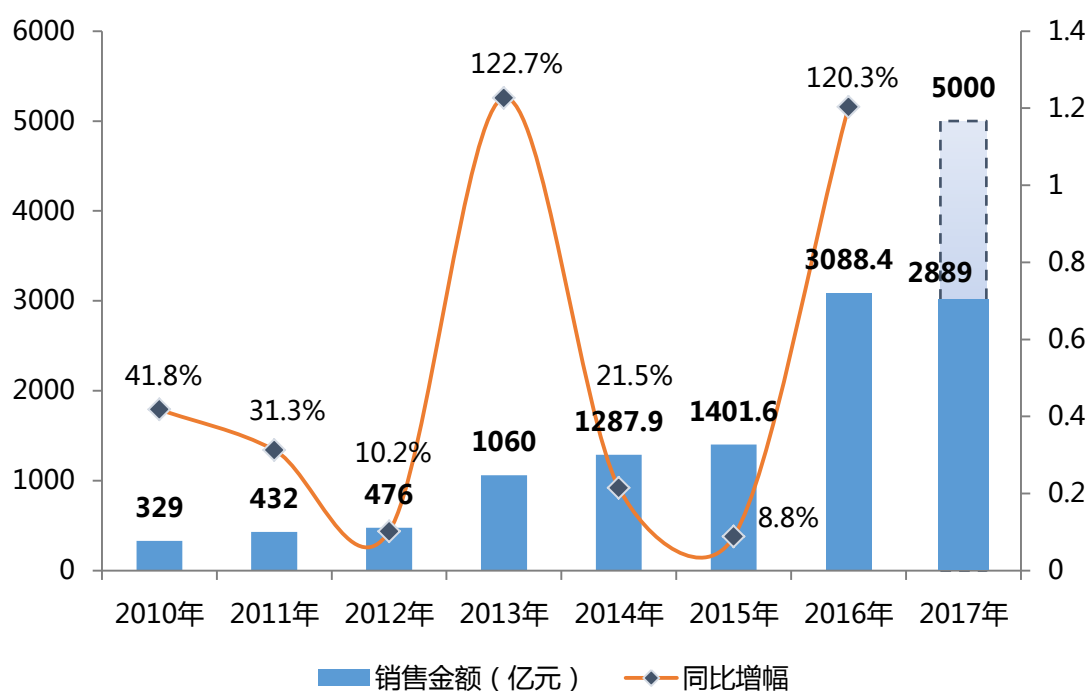
导语：业绩盈利高增速、货值土储充裕、合伙人制度和海外投资存在风险

一、业绩：上半年业绩同比增长 131%，全年目标提升至 5000 亿元

碧桂园 2017 年 1-6 月合约销售金额 2889.1 亿元，销售面积 3226 万平方米，分别同比增长 131%和 106.3%，销售楼款现金回款 2205.2 亿元，同比增长 109.8%，净经营性现金流 164.2 亿元。从上半年销售业绩的分布来看，目标为一二线城市和目标为三四线城市的合同销售金额占比各占 50%。

值得注意的是，在中期业绩发布会上碧桂园总裁莫斌表示，将全年的业绩目标从年初的 4000 亿元上调至 5000 亿元，比去年实际完成的合同销售额增长 62%。截止 7 月末，碧桂园 3339 亿元的销售业绩也已完成了上调后销售目标的 66.8%。

图 1：碧桂园 2010-2017 年销售业绩及增速（亿元）



数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

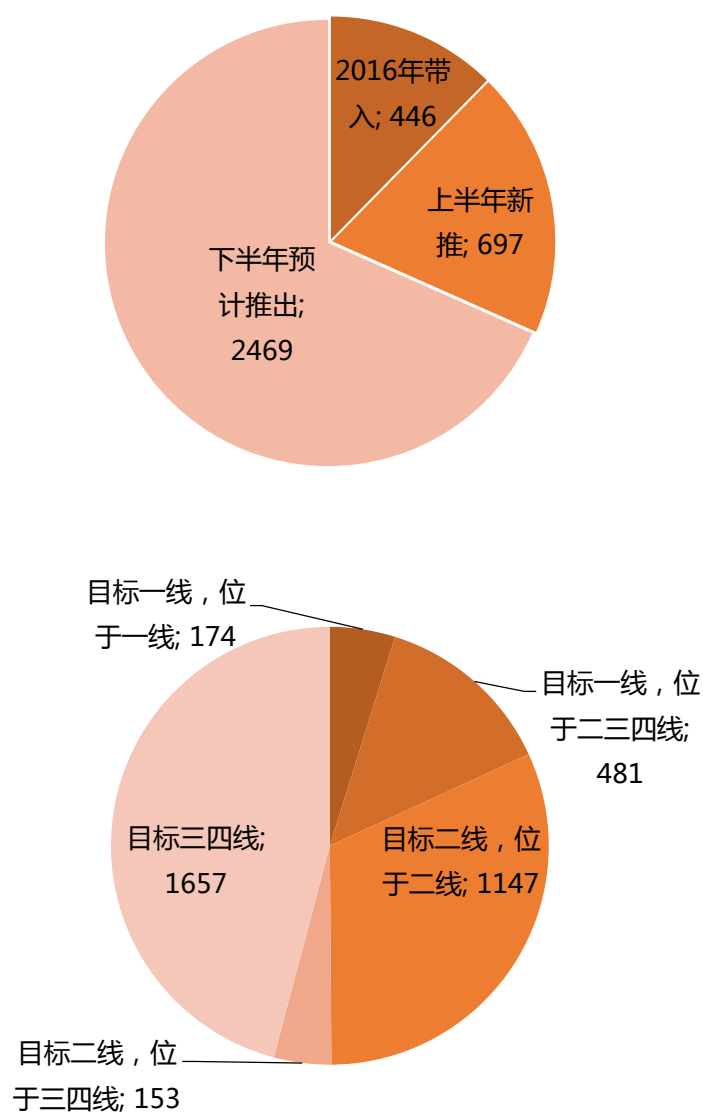
充足的货源和合理的市场布局为碧桂园 5000 亿的销售目标提供了有力的保证。截止 6

月 30 日，碧桂园 2016 年带入的 1273 亿元存货已降至 446 亿元。在国内销售同比增长 142%

的情况下，带入下半年的可售资源与 2016 年末相比降低了 10%，整体去化水平较好。2017

年下半年预计新推 2469 亿货量，加上上半年的 1143 亿元，下半年合计有 3612 亿元可售货量，其中目标市场为一二线城市的达 1955 亿元，占总货量的 54%。

图 2：碧桂园 2017 年下半年可售货量结构（亿元）



数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统 (CRIC)

二、土地投资：上半年新增土地投资 1686 亿元，下半年货值 3612 亿元

碧桂园 2017 年 1-6 月新获取土地预期建筑面积 5084 万平方米，总代价 1686 亿人民币，权益拿地金额 1295 亿元。新增土地投资中，目标市场为一二线城市的新购土地占到了 67%。得益于一二线城市的外溢需求，碧桂园近年来在一二线城市周边的卫星城开发了一

些大型项目，持续支持业绩增长。同时，基于今年 5000 亿元的销售目标，碧桂园今年全年获取土地的预算 2200 亿元。

土地储备方面，截止 6 月 30 日碧桂园已摘牌已签约的土地储备 2.1 亿平方米，另有基本锁定尚未签约的潜在的土地储备 1.35 亿平方米。

表 1：碧桂园 2015-2017 年上半年新增土地投资及土地储备（亿元、万平方米）

	2015 年	1H2016	2016 年	1H2017	同比
新增土地金额	559.5	728.3	1775.0	1686.0	131.5%
新增土地面积	3821.0	4385.0	8752.0	5084.0	15.9%
土地储备	10979	14008	16604	20980	49.8%

数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

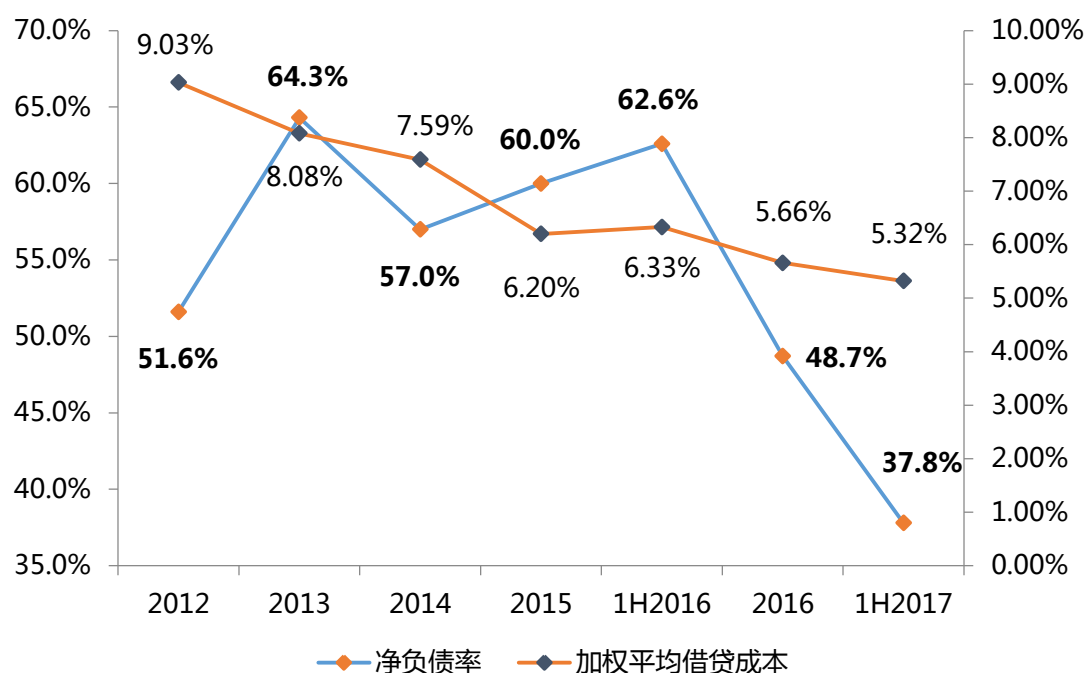
三、财务指标：盈利大幅提升、净负债率进一步降低

盈利方面，碧桂园上半年实现营业收入 777.4 亿元，同比增长 35.5%。其中物业开发分部收入 744.7 亿元，同比增长 34.4%。毛利润 171 亿元，同比增长 42.1%，公司股东应占利润 75 亿元，同比增长 39.2%。**2017 年上半年毛利率 22%，与 2016 年相比稳步回升、预计 2017 年全年的毛利率将维持在该水平左右。**同时，碧桂园由于提前采纳了香港财务报告准则第 15 号，截至 2016 年末的留存收益有近 31.5 亿元增长的一次性调整。

从融资成本的控制角度来看，截止 2017 年 6 月 30 日**碧桂园净负债率 37.8%，同比下降 24.8 个百分点；加权平均借贷成本 5.32%，同比降低 44 个基点，长短期借贷、境内外借贷比较均衡。**碧桂园针对目前较低的净负债率水平表示，会在规模和负债之间平衡，净负债率控制在不超过 70%，以净现金流为正的基础上调整。

值得注意的是，碧桂园在公司管控上提出 400+ 原则，即要求 400 天左右完成项目，通过高周转实现现金快速回笼。

图 2：碧桂园 2012 至 2017 年净负债率、加权平均借贷成本



数据来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

四、战略：科技小镇、分拆上市全面推进，合伙人制度和海外投资存在风险

1、聚焦城镇化红利、产业先行打造科技小镇

碧桂园通过产城融合的模式，以产业先行、地产为产业服务的理念，在一线城市周边及强二线城市打造产业发展平台。通过建设包含研发办公、产业住房以及住宅配套开发战略在内的多种业态，以实现长期的盈利。目前碧桂园在惠州、东莞、三河等地都有科技小镇的布局。位于惠州潼湖的碧桂园创新小镇已于5月17日正式动工，并将于9月5日全面开放展厅。作为房地产主营业务的战略补充之一，未来产城融合的布局也会成为碧桂园持续发展的支撑点。

2、社区服务、物业运营板块积极筹备分拆上市

截止2017年上半年，碧桂园物业分部签约管理面积约2.51亿平方米，共覆盖国内27个省的223个城市，服务约100万户业主。2017年上半年在物业管理和社区相关业务板块收入12.1亿元，经营利润2.6亿元，分别同比增长25%和37%。碧桂园物业目前正积极筹备分拆上市工作，希望通过进一步挖掘与房地产主营业务相关联的板块，借力资本市场实

现更高的资产价值。

3、合伙人机制促进规模增长、双倍跟投考验管控水平

碧桂园自 2014 年 10 月引入合伙人制度，截至 2017 年上半年，已有 973 个项目引入合伙人机制，435 个项目开盘在售，累计合同销售额达人民币 4247 亿元。**利益共享、风险共担的合伙人机制提高了项目运营的质量及效率，对碧桂园规模的大幅提升起到了关键作用。**

但同时，由于土地投资的决策在集团层面，**碧桂园对部分前线区域非常想做的项目采用了双倍跟投、单倍享受、双倍承责的模式。**虽然采用这样的机制可以让区域及项目管理层进一步承担责任，在一定程度上分担风险。但在市场环境不佳的情况下，双倍承责的跟投机制带来的负面压力也势必对项目的管控提出更大的挑战。

4、海外投资风险与机遇并存

碧桂园自 2011 年起积极拓展海外市场，但目前碧桂园在海外市场的布局情况并不乐观。**森林城市作为碧桂园海外战略的一个标杆性项目，上半年的国内销售在外汇管控压力和多方面因素的影响下受阻，**碧桂园只得转而加大森林城市面向全球的销售。虽然碧桂园努力通过在马来西亚等发展中国家打造大盘项目以实现自己的海外布局，并先期引入了一些产业打造产城融合的概念。**但就目前的发展情况来看，海外布局距离成为碧桂园新的利润增长点还有很长的路要走。**

总结：

今年上半年，碧桂园的业绩规模继续保持了 2016 年高速的扩张，以 2889.1 亿元的业绩占据了房企销售规模的龙头位置。在充足的货值、较低的土地成本以及高周转、高去化、聚焦城镇化红利的经营模式之下，年内碧桂园能够达到 5000 亿的销售目标。