

股份评论 - 碧桂园服务(06098)

2020年09月09日

增长策略多元化 龙头地位稳固

行业：物业管理

评级：买入

06098.HK, 6098 HK

股价：HKD 59.70

目标价：HKD 85.90
潜在升幅：43.9%

股份主要资料

市值(亿元)	HK\$1,926.7
股价	HK\$59.70
年至今表现	+18.3%
52 波幅	HK\$41.45 - HK\$85.20

6808 股價表現

6808 相對恆指表現


资料来源：公司报告、彭博 09/09/2021

基本分析

碧桂园服务上半年业绩的收入及盈利均胜过早前盈喜预计，管理面积显著增长，较同业更积极发展增值服务，加上城市服务发展迅速，预料未来数年可以维持高速增长。其行业龙头地位及多元化的业务模式，可支持其估值，为物业管理行业的首选。

■ 整体业绩符预期 增值服务惊喜

碧桂园服务上半年收入增长 84.3%至人民币 115.6 亿元，纯利增长 66.7%至人民币 13.4 亿元，符合市场预期。整体毛利率下降 3.8 个百分点，主要由于没有去年同期的社保减免政策等，符合市场预期。

期内，社区增值服务收入增长 132%，占总收入比例上升 2.5 个百分点至 12.1%，毛利率上升 0.3 个百分点至 66.2%。当中，社区传媒服务收入增长 551.7%，本地生活服务收入增长 120.8%，令市场惊喜。

■ 增长策略多元化

碧桂园服务上半年不包括嘉宝服务的收费管理面积(在管面积)增加 51.8 百万平方米，相等于全年目标 90 百万平方米的 57.5%；合同管理面积则增加 80.2 百万平方米。于 6 月 30 日完成对嘉宝的收购并表后，总收费管理面积再增加 129.7 百万平方米。

碧桂园服务上半年的在管面积增长跑赢主要竞争对手，维持高增长的能力及能见度均胜过同业，包括 (1) 母公司销售及庞大土地储备的支持；(2) 积极拓展第三方项目，于低线城市扎根已久，有利竞投低线城市项目；(3) 财务状况理想，手头现金充裕，加上最有利中小型物管股上市的时机已过，以及部份内房的去杠杆需要，有利并购。

■ 估值及投资策略

物业管理行业的超高增长的阶段将逐步过去，惟行业持续整合，部份企业可于未来数年继续维持较高增长，整体行业仍有望吸引资金流入。碧桂园服务能见度较高的增长策略令其可以享有比同业较高的估值，有利资本活动及进一步扩张，形成良性循环，为行业的首选。

股份目标价\$85.9，相当于 2022 年预测市盈率 40 倍，反映其行业龙头地位、多元化的增长策略，以及优秀的执行能力。

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

整体业绩超预期 增值服务惊喜

碧桂园服务上半年收入增长 84.3%至人民币 115.6 亿元，纯利增长 66.7%至人民币 13.4 亿元，符合市场预期。整体毛利率下降 3.8 个百分点，主要由于没有去年同期的社保减免政策等，符合市场预期。

期内，社区增值服务收入增长 132%，占总收入比例上升 2.5 个百分点至 12.1%，毛利率上升 0.3 个百分点至 66.2%。当中，社区传媒服务收入增长 551.7%，本地生活服务收入增长 120.8%，令市场惊喜。

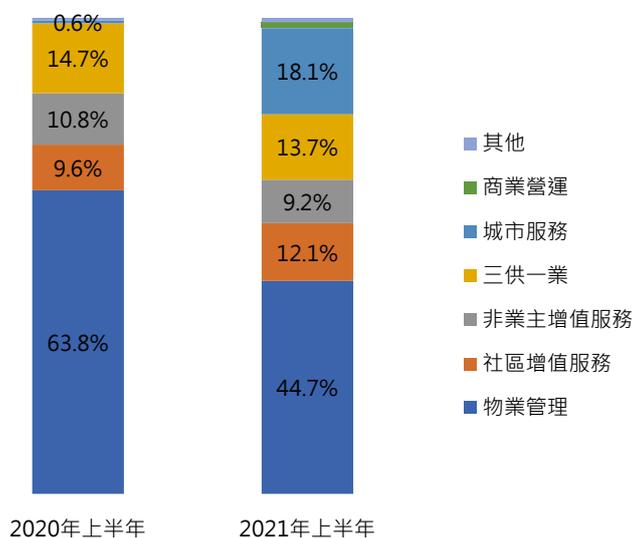
碧桂园服务比同业更早及更积极拓展新业务，2020 年下半年收购了两家城市服务的公司，增加了 96 个相关项目，令相关收入上半年迅速增至人民币 21 亿元，占总收入比例达 18.1%；商业营运收入则有人民币 1.4 亿元。

主要财务数据

(人民币亿元)	2020 上半年	2021 上半年	按年变化(YoY)
收入	62.7	115.6	+84.4%
毛利	23.3	38.6	+65.7%
毛利率	37.2%	33.4%	-3.8 百分点
纯利	13.1	21.1	+60.7%
每股盈利	48.26 分	69.87 分	+44.8%

各项业务收入

(人民币亿元)	2020 上半年	2021 上半年	按年变化(YoY)
物业管理	40.0	51.7	+30.5%
社区增值服务	6.0	14	+132.0%
非业主增值服务	6.7	10.6	+56.9%
三供一业	9.2	15.8	+71.6%
城市服务	0.4	2.1	-
商业营运	0.0	1.4	-

按业务收入分布


资料来源：公司报告 09/09/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

增长策略多元化

碧桂园服务上半年的在管面积增长跑赢主要竞争对手，维持高增长的能力及能见度均胜过同业，包括 (1) 母公司销售及庞大土地储备的支持；(2) 积极拓展第三方项目，于低线城市扎根已久，有利竞投低线城市项目；(3) 财务状况理想，手头现金充裕，加上最有利中小型物管股上市的时机已过，以及部份内房的去杠杆需要，有利并购。

碧桂园服务母公司碧桂园于首7个月的合约销售人民币 3,573 亿元，按年增长 11.3%，销售额继续稳定保持于行业三甲。母公司项目于上半年带来约 35.5 百万平方米的合同管理面积增长。母公司订立 2021 至 2023 年销售额增长高于 10%，2021 年首7个月的表现暂时符合预期，全年销售目标人民币约 6,240 亿元，销售面积约 70 百万平方米；为碧桂园服务带来管理面积稳定的增长。

上半年新增在管面积 56% 来自非母公司项目，高于 2020 年全年的 30%，反映积极拓展第三方项目及竞投第三方项目的竞争力。低线城市的项目较为分散，第三方发展商的物业管理服务质素较为参差，缺乏规模效应及增值服务的营运能力，碧桂园服务长期承接母公司的项目，对比其他大型同业于低线城市涉足较深，有利拓展第三方项目。

同业在管面积比较

股份名称	股份编号	收入 (人民币亿元)	按年变化 (YoY)	在管面积 (百万平方米)	按年变化 (YoY)	母公司 物业发商	股份编号	首7个月 合约销售 (人民币亿元)	按年变化 (YoY)
碧桂园服务	6098	115.6	+84.3%	644.0	+70.7%	碧桂园	2007	3,573	+11.3%
融创服务	1516	33.2	+85.4%	173.0	+64.1%	融创中国	1918	3,701	+49.5%
雅生活服务	3319	62.5	+56.1%	424.2	+20.0%	雅居乐集团	3383	835	+27.1%
世茂服务	873	42.3	+170.6%	175.0	+104.2%	世茂集团	813	1,748	+25.4%
绿城服务	2869	56.0	+27.2%	272.7	+20.7%	绿城中国	3900	1,523	+93.5%
旭辉永升服务	1995	20.6	+53.1%	130.0	+68.4%	旭辉控股集团	884	1,570	+52.9%
中海物业	2669	43.0	+50.7%	232.5	+24.3%	中国海外	688	2,299	+18.8%
新城悦服务	1755	18.8	+53.6%	122.4	+71.9%	新城发展	1030	1,345	+13.6%
保利物业	6049	51.5	+43.1%	428.2	+35.2%	保利发展	600048	3,273	+19.8%
平均		49.3	+69.3%	289.1	+44.6%			2,167	+34.7%

资料来源：公司报告 09/09/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

碧桂园服务收购嘉宝服务，于今年6月30日并表，带来129.7百万平方米的在管面积，相当于并表后总在管面积约20%。预料，并购将会持续成为增长策略之一。碧桂园服务融资能力强，5月曾配售股份及发行可换股债，集资逾港币154亿元，现时手头现金逾人民币217亿元，负债比率仅约4%，有充裕的资金作并购。尤其是港股市场对中小型物业管理股份的热情退却，给予的估值缩减，或有助促成碧桂园服务战略投资甚至收购中小型已上市及未上市的物业管理公司。

增值服务的规模亦跟随管理面积增加而扩大，而且多元化服务带来更多增长空间。「圆点通」的中小企广告平可进一步发展成营销服务解决方案，社区零售的潜力亦有待发展。

管理层订下目标2025年收入达人民币1,000亿元，相当于2021年至2025年的每年复合增长率约45%。碧桂园服务的多元化增长策略、充足财政资源及执行能力，逐步提高增长目标的能见度。

同业盈利及资产负债比较

股份名称	股份编号	2018年纯利 (人民币亿元)	2019年纯利 (人民币亿元)	按年变化(YoY)	2020年纯利 (人民币亿元)	按年变化(YoY)	手头现金 (人民币亿元)	负债比率
碧桂园服务	6098	9.23	16.71	+81.0%	26.86	+60.8%	217.7	4.1%
融创服务	1516	0.98	2.70	+174.5%	6.00	+122.6%	83.8	0.3%
雅生活服务	3319	8.01	12.31	+53.6%	17.54	+42.5%	82.0	0.3%
世茂服务	873	1.46	3.85	+163.0%	6.93	+80.2%	56.2	0.3%
绿城服务	2869	4.83	4.77	-1.2%	7.10	+48.8%	40.2	15.5%
旭辉永升服务	1995	1.00	2.24	+122.7%	3.90	+74.4%	30.0	0.3%
中海物业	2669	4.03	5.38	+33.4%	7.00	+30.2%	32.6	1.7%
新城悦服务	1755	1.52	2.82	+85.3%	4.52	+60.4%	26.4	0.1%
保利物业	6049	3.28	4.91	+49.3%	6.74	+37.3%	71.2	0.9%
平均				+84.9%		+61.9%		

资料来源：公司报告、彭博 09/09/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

估值及投资策略

物业管理行业的超高增长的阶段将逐步过去，惟行业持续整合，部份企业可于未来数年继续维持较高增长，整体行业仍有望吸引资金流入。碧桂园服务能见度较高的增长策略令其可以享有比同业较高的估值，有利资本活动及进一步扩张，形成良性循环，为行业的首选。

相信碧桂园服务凭借有效的增长策略，于未来数年仍然能够维持较高动力，盈利于 2020 至 2022 年的复合增长率有望超过 50%。预计未来数年的毛利率将维持稳定于约 34%，高于行业主要竞争对手的平均，高毛利率的增值服务扩张，可抵销毛利率较低的城市服务的影响。股份目标价\$85.9，相当于 2022 年预测市盈率 40 倍，反映其行业龙头地位、多元化的增长策略，以及优秀的执行能力。

同业估值比较

股份名称	股份编号	股价 HK\$ 09/09/2021	年初至今 股价变动	市值 (港币亿元)	市盈率 (P/E)	市盈率相对增长 (PEG)	市帐率 (P/B)	2018-2020 EPS CGAR
碧桂园服务	6098	59.7	+18.3%	1,926.7	41.6	0.90	5.6	38%
融创服务	1516	17.4	+11.0%	539.5	41.1	0.95	4.5	84%
雅生活服务	3319	30.15	-10.7%	428.1	15.7	0.53	3.4	29%
世茂服务	873	16.84	+52.8%	398.1	41.1	0.62	5.0	69%
绿城服务	2869	8.14	-10.7%	264.1	24.6	0.95	3.2	11%
旭辉永升服务	1995	14.56	-9.5%	243.2	40.1	0.70	6.6	39%
中海物业	2669	6.44	+64.4%	211.7	26.0	1.20	8.7	21%
新城悦服务	1755	16.5	-2.8%	143.9	20.7	N/A	5.3	32%
保利物业	6049	44.5	-24.4%	246.2	26.7	0.91	3.2	14%
平均			+9.8%		30.8	0.84	5.1	37%

潜在风险/催化剂

潜在风险：(1) 政策或监管风险，限制物业管理收入，或要求提高劳工福利 (2) 人力资源成本上升 (3) 母公司碧桂园的物业落成或销售进度不及预期

潜在催化剂：(1) 价值吸引的并购 (2) 母公司碧桂园的物业落成或销售进度超出预期

资料来源：公司报告、彭博 09/09/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

股份评级准则:

升跌幅	建议评级	内容
>10%	买入	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅高于 10%
>5% 至 10%	保守性买入	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅介乎 0-5%
< 0%	减持	预测未来 12 个月内股票现价潜在跌幅高于 0%

风险披露

以上资料仅供参考,并不构成及不应被视为对任何人作出认购或出售的要约。招商永隆银行有限公司(「本公司」)为招商银行的全资附属公司。招商局集团内的公司及/或其高级职员、董事、代理人及雇员可能持有不时在本资料所述全部或任何证券或投资的仓盘,亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券或投资项目。招商局集团内的公司可能会就该等证券提供投资服务、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。招商局集团可能会就因应该等证券或投资专案而提供的服务赚得佣金或其他费用。本资料所载资料乃秉诚提供,并取自于所示日期相信为可靠及准确之资料来源。然而,本公司并无核实所有资料,亦不表示有关资料对阁下所需用途是否准确或完整,故不应加以依赖。本公司并无责任更新资料或改正任何其后显现之错误。本资料所载述的意见、估算及其他资料可予更改或撤回,恕不另行通知。

投资涉及风险。证券价格可升亦可跌,甚至会变成毫无价值,过往业绩数据并非未来业绩的指标,投资者有机会损失全部投资。本资料提供之任何投资建议并未考虑个别投资者的特定投资目标及/或财政资源,因此未必适合所有投资者。投资者应自行运用独立思考能力评估投资此等产品的适合性与涉及之风险,如认为需要,于作出任何认购或购买行动前咨询其法律、财务、税务、会计及其他独立专业顾问,以确保作出适合其本身情况(如公民权、税务限制)、投资目的、财务状况及其他独特需要的投资决定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

查詢熱線 : 230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司