

# 股份評論 - 碧桂園服務(06098)

2020年09月09日

## 增長策略多元化 龍頭地位穩固

行業：物業管理

**評級：買入**

06098.HK, 6098 HK

股價：HKD 59.70

**目標價：HKD 85.90**
**潛在升幅：43.9%**

### 基本分析

碧桂園服務上半年業績的收入及盈利均勝過早前盈喜預計，管理面積顯著增長，較同業更積極發展增值服務，加上城市服務發展迅速，預料未來數年可以維持高速增長。其行業龍頭地位及多元化的業務模式，可支持其估值，為物業管理行業的首選。

#### ■ 整體業績符預期 增值服務驚喜

碧桂園服務上半年收入增長 84.3% 至人民幣 115.6 億元，純利增長 66.7% 至人民幣 13.4 億元，符合市場預期。整體毛利率下降 3.8 個百分點，主要由於沒有去年同期的社保減免政策等，符合市場預期。

期內，社區增值服務收入增長 132%，佔總收入比例上升 2.5 個百分點至 12.1%，毛利率上升 0.3 個百分點至 66.2%。當中，社區傳媒服務收入增長 551.7%，本地生活服務收入增長 120.8%，令市場驚喜。

#### ■ 增長策略多元化

碧桂園服務上半年不包括嘉寶服務的收費管理面積(在管面積)增加 51.8 百萬平方米，相等於全年目標 90 百萬平方米的 57.5%；合同管理面積則增加 80.2 百萬平方米。於 6 月 30 日完成對嘉寶的收購併表後，總收費管理面積再增加 129.7 百萬平方米。

碧桂園服務上半年的在管面積增長跑贏主要競爭對手，維持高增長的能力及能見度均勝過同業，包括 (1) 母公司銷售及龐大土地儲備的支持；(2) 積極拓展第三方項目，於低線城市紮根已久，有利競投低線城市項目；(3) 財務狀況理想，手頭現金充裕，加上最有利中小型物管股上市的時機已過，以及部份內房的去積桿需要，有利併購。

#### ■ 估值及投資策略

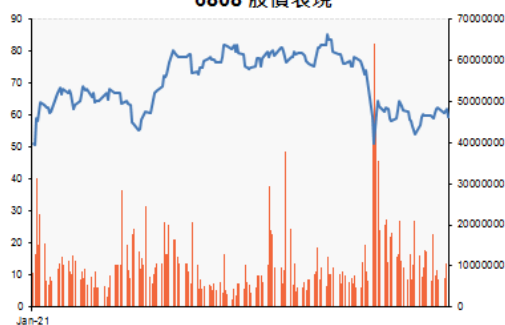
物業管理行業的超高增長的階段將逐步過去，惟行業持續整合，部份企業可於未來數年繼續維持較高增長，整體行業仍有望吸引資金流入。碧桂園服務能見度較高的增長策略令其可以享有比同業較高的估值，有利資本活動及進一步擴張，形成良性循環，為行業的首選。

股份目標價 \$85.9，相當於 2022 年預測市盈率 40 倍，反映其行業龍頭地位、多元化的增長策略，以及優秀的執行能力。

#### 股份主要資料

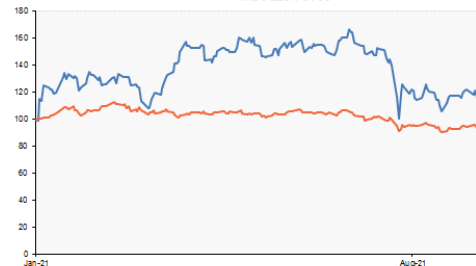
市值(億元)	HK\$1,926.7
股價	HK\$59.70
年至今表現	+18.3%
52 波幅	HK\$41.45 - HK\$85.20

6808 股價表現



■ 成交量

6808 相對恆指表現



— HSI

資料來源：公司報告、彭博 09/09/2021

**查詢熱線：230 95555**
[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司

**整體業績符預期 增值服務驚喜**

碧桂園服務上半年收入增長 84.3% 至人民幣 115.6 億元，純利增長 66.7% 至人民幣 13.4 億元，符合市場預期。整體毛利率下降 3.8 個百分點，主要由於沒有去年同期的社保減免政策等，符合市場預期。

期內，社區增值服務收入增長 132%，佔總收入比例上升 2.5 個百分點至 12.1%，毛利率上升 0.3 個百分點至 66.2%。當中，社區傳媒服務收入增長 551.7%，本地生活服務收入增長 120.8%，令市場驚喜。

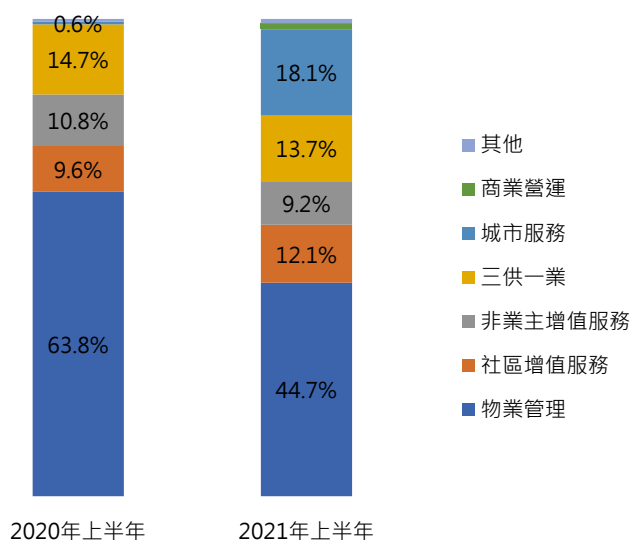
碧桂園服務比同業更早及更積極拓展新業務，2020 年下半年收購了兩家城市服務的公司，增加了 96 個相關項目，令相關收入上半年迅速增至人民幣 21 億元，佔總收入比例達 18.1%；商業營運收入則有人民幣 1.4 億元。

**主要財務數據**

(人民幣億元)	2020 上半年	2021 上半年	按年變化(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 百分點
純利	13.1	21.1	+60.7%
每股盈利	48.26 分	69.87 分	+44.8%

**各項業務收入**

(人民幣億元)	2020 上半年	2021 上半年	按年變化(YoY)
物業管理	40.0	51.7	+30.5%
社區增值服務	6.0	14	+132.0%
非業主增值服務	6.7	10.6	+56.9%
三供一業	9.2	15.8	+71.6%
城市服務	0.4	2.1	-
商業營運	0.0	1.4	-

**按業務收入分佈**


資料來源：公司報告 09/09/2021

查詢熱線：230 95555

[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司

## 增長策略多元化

碧桂園服務上半年的在管面積增長跑贏主要競爭對手，維持高增長的能力及能見度均勝過同業，包括 (1) 母公司銷售及龐大土地儲備的支持；(2) 積極拓展第三方項目，於低線城市紮根已久，有利競投低線城市項目；(3) 財務狀況理想，手頭現金充裕，加上最有利中小型物管股上市的時機已過，以及部份內房的去積桿需要，有利併購。

碧桂園服務母公司碧桂園於首 7 個月的合約銷售人民幣 3,573 億元，按年增長 11.3%，銷售額繼續穩定保持於行業三甲。母公司項目於上半年帶來約 35.5 百萬平方米的合同管理面積增長。母公司訂立 2021 至 2023 年銷售額增長高於 10%，2021 年首 7 個月的表現暫時符合預期，全年銷售目標人民幣約 6,240 億元，銷售面積料約 70 百萬平方米；為碧桂園服務帶來管理面積穩定的增長。

上半年新增在管面積 56% 來自非母公司項目，高於 2020 年全年的 30%，反映積極拓展第三方項目及競投第三方項目的競爭力。低線城市的項目較為分散，第三方發展商的物業管理服務質素較為參差，缺乏規模效應及增值服務的營運能力，碧桂園服務長期承接母公司的項目，對比其他大型同業於低線城市涉足較深，有利拓展第三方項目。

同業在管面積比較

股份名稱	股份編號	收入 (人民幣億元)	按年變化 (YoY)	在管面積 (百萬平方米)	按年變化 (YoY)	母公司 物業發商	股份編號	首 7 個月 合約銷售 (人民幣億元)	按年變化 (YoY)
碧桂園服務	6098	115.6	+84.3%	644.0	+70.7%	碧桂園	2007	3,573	+11.3%
融創服務	1516	33.2	+85.4%	173.0	+64.1%	融創中國	1918	3,701	+49.5%
雅生活服務	3319	62.5	+56.1%	424.2	+20.0%	雅居樂集團	3383	835	+27.1%
世茂服務	873	42.3	+170.6%	175.0	+104.2%	世茂集團	813	1,748	+25.4%
綠城服務	2869	56.0	+27.2%	272.7	+20.7%	綠城中國	3900	1,523	+93.5%
旭輝永升服務	1995	20.6	+53.1%	130.0	+68.4%	旭輝控股集團	884	1,570	+52.9%
中海物業	2669	43.0	+50.7%	232.5	+24.3%	中國海外	688	2,299	+18.8%
新城悅服務	1755	18.8	+53.6%	122.4	+71.9%	新城發展	1030	1,345	+13.6%
保利物業	6049	51.5	+43.1%	428.2	+35.2%	保利發展	600048	3,273	+19.8%
平均		49.3	+69.3%	289.1	+44.6%			2,167	+34.7%

資料來源：公司報告 09/09/2021

查詢熱線：230 95555

[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司

碧桂園服務收購嘉寶服務，於今年 6 月 30 日併表，帶來 129.7 百萬平方米的在管面積，相當於併表後總在管面積約 20%。預料，併購將會持續成為增長策略之一。碧桂園服務融資能力強，5 月曾配售股份及發行可換股債，集資逾港幣 154 億元，現時手頭現金逾人民幣 217 億元，負債比率僅約 4%，有充裕的資金作併購。尤其是港股市場對中小型物業管理股份的熱情退卻，給予的估值縮減，或有助促成碧桂園服務戰略投資甚至收購中小型已上市及未上市的物業管理公司。

增值服務的規模亦跟隨管理面積增加而擴大，而且多元化服務帶來更多增長空間。「圓點通」的中小企廣告平台可進一步發展成營銷服務解決方案，社區零售的潛力亦有待發展。

管理層訂下目標 2025 年收入達人民幣 1,000 億元，相當於 2021 年至 2025 年的每年複合增長率約 45%。碧桂園服務的多元化增長策略、充足財政資源及執行能力，逐步提高增長目標的能見度。

#### 同業盈利及資產負債比較

股份名稱	股份編號	2018 年純利 (人民幣億元)	2019 年純利 (人民幣億元)	按年變化(YoY)	2020 年純利 (人民幣億元)	按年變化(YoY)	手頭現金 (人民幣億元)	負債比率
碧桂園服務	6098	9.23	16.71	+81.0%	26.86	+60.8%	217.7	4.1%
融創服務	1516	0.98	2.70	+174.5%	6.00	+122.6%	83.8	0.3%
雅生活服務	3319	8.01	12.31	+53.6%	17.54	+42.5%	82.0	0.3%
世茂服務	873	1.46	3.85	+163.0%	6.93	+80.2%	56.2	0.3%
綠城服務	2869	4.83	4.77	-1.2%	7.10	+48.8%	40.2	15.5%
旭輝永升服務	1995	1.00	2.24	+122.7%	3.90	+74.4%	30.0	0.3%
中海物業	2669	4.03	5.38	+33.4%	7.00	+30.2%	32.6	1.7%
新城悅服務	1755	1.52	2.82	+85.3%	4.52	+60.4%	26.4	0.1%
保利物業	6049	3.28	4.91	+49.3%	6.74	+37.3%	71.2	0.9%
平均				+84.9%		+61.9%		

資料來源：公司報告、彭博 09/09/2021

查詢熱線：230 95555

[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司

## 估值及投資策略

物業管理行業的超高增長的階段將逐步過去，惟行業持續整合，部份企業可於未來數年繼續維持較高增長，整體行業仍有望吸引資金流入。碧桂園服務能見度較高的增長策略令其可以享有比同業較高的估值，有利資本活動及進一步擴張，形成良性循環，為行業的首選。

相信碧桂園服務憑藉有效的增長策略，於未來數年仍然能夠維持較高動力，盈利於 2020 至 2022 年的複合增長率有望超過 50%。預計未來數年的毛利率將維持穩定於約 34%，高於行業主要競爭手的平均，高毛利率的增值服務擴張，可抵銷毛利率較低的城市服務的影響。股份目標價\$85.9，相當於 2022 年預測市盈率 40 倍，反映其行業龍頭地位、多元化的增長策略，以及優秀的執行能力。

### 同業估值比較

股份名稱	股份編號	股價 HK\$ 09/09/2021	年初至今 股價變動	市值 (港幣億元)	市盈率 (P/E)	市盈率相對增長 (PEG)	市帳率 (P/B)	2018-2020 EPS CGAR
碧桂園服務	6098	59.7	+18.3%	1,926.7	41.6	0.90	5.6	38%
融創服務	1516	17.4	+11.0%	539.5	41.1	0.95	4.5	84%
雅生活服務	3319	30.15	-10.7%	428.1	15.7	0.53	3.4	29%
世茂服務	873	16.84	+52.8%	398.1	41.1	0.62	5.0	69%
綠城服務	2869	8.14	-10.7%	264.1	24.6	0.95	3.2	11%
旭輝永升服務	1995	14.56	-9.5%	243.2	40.1	0.70	6.6	39%
中海物業	2669	6.44	+64.4%	211.7	26.0	1.20	8.7	21%
新城悅服務	1755	16.5	-2.8%	143.9	20.7	N/A	5.3	32%
保利物業	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%

## 潛在風險/催化劑

潛在風險：(1) 政策或監管風險，限制物業管理收入，或要求提高勞工福利 (2) 人力資源成本上升 (3) 母公司碧桂園的物業落成或銷售進度不及預期

潛在催化劑：(1) 價值吸引的併購 (2) 母公司碧桂園的物業落成或銷售進度超出預期

資料來源：公司報告、彭博 09/09/2021

查詢熱線：230 95555

[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司



**股份評級準則：**

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

**風險披露**

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

**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](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司