

6098.HK 碧桂园服务

港股通（沪、深）

未评级

FY2018 业绩符合预期，未来增长潜力充足

2019年3月23日

## 市场数据

日期	2019.3.22
收盘价(港元)	14.26
总股本(亿股)	26.7
总市值(亿港元)	381
总资产(亿元)	55.2
净资产(亿元)	23.3
每股净资产(元)	0.87

数据来源: Wind

## 相关报告

《储备面积充足, 增值服务潜力大》20180826

## 海外物业管理研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

## 主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入(百万元)	1672	2358	3122	4675
同比增长(%)	-	41	32	50
净利润(百万元)	220	353	440	934
同比增长(%)	-	60	25	112
毛利率(%)	31	34	33	38
净利润率(%)	13	15	14	20
净资产收益率(%)	38	30	26	40
每股收益(分)	-	-	-	37
每股股息(分)	-	-	-	9

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **我们的观点:** 2018年公司在外拓上取得亮眼表现, 为公司未来2-3年高速增长打下坚实基础。背靠碧桂园, 公司交付面积继续维持高位增长, 现金流充足达到38.7亿元品牌力强, 外拓招标并购实力强劲; 开发商增值服务及社区增值多点发力, 预计3-4年随着各项增值业务的全面铺排增值部分将维持高速增长; 三供一业带来新增长点, 除物业管理服务对应1.3亿方逐步交付结转外, 预计4000万方供暖业务还将产生额外增值服务收入。2018年公司业绩符合市场预期, 公司维持承诺25%的稳定派息率, 对应每股派息8.49分。公司为稳健派息高增长标的, 建议投资人持续关注。
- **营业收入快速增长, 物管增值增速亮眼:** 2018财年, 公司录得营业收入46.8亿元, 同比增长49.8%, 2015-2018年收入CAGR达到41%, 维持高速增长。其中物业管理服务收入34.5亿元, yoy+35.4%, 与2017年公司在管面积增长呈现一致趋势; 社区增值服务收入4.2亿元, yoy+72.5%; 非业主增值服务收入7.9亿元, 同比增长141.2%。
- **新盘影响及多种经营带动, 物业管理及业主增值服务毛利率均有提升:** 2018年公司物业管理服务毛利率达到31.9%, 同比提升250bps, 主要受益于碧桂园2015-16年的强劲销售带来的2017财面向碧桂园服务的新盘结转提升。社区增值服务毛利率达到66.1%, 同比提升84bps, 主要由于新盘拎包入住、复购房屋等多种高毛利率的业主增值服务在2018年集中发力影响。非业主增值服务毛利率达到48.1%, 同比提升490bps, 主要由于2018年承接碧桂园及第三方销售案场业务及接手存量尾盘车位影响。
- **收费面积快速增长, 合约面积逐步转化:** 2018年, 公司收费面积达到1.82亿平方米, 同比增长5875万方, 同比增长47.9%; 其中碧桂园收费面积占比由2017年的89.1%下降至2018年的80.1%。从业态分布来看, 2018年公司住宅占比达到95.1%, 同比略有下降30bps。2018年公司合约面积达到5.05亿方, 同比增长1.8亿方, 预计2-3年内将逐步部分转化为收费面积。

**风险提示:** 1) 业务扩张不及预期; 2) 物业管理满意度降低; 3) 物业管理费收缴率降低; 4) 物业管理费提价受阻。

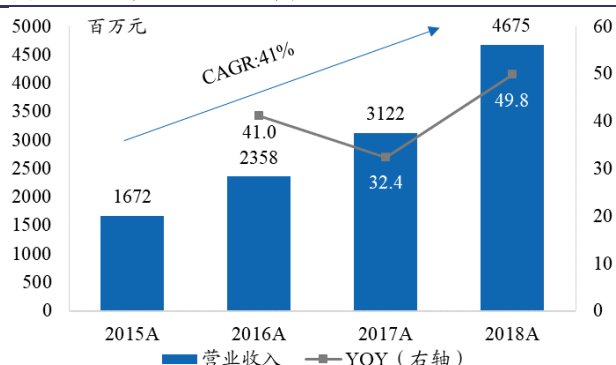
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

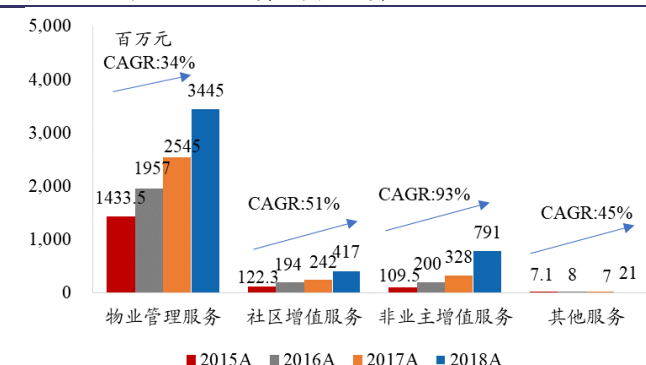
- **营业收入快速增长，物管增值增速亮眼：**2018 财年，公司录得营业收入 46.8 亿元，同比增长 49.8%，2015-2018 年收入 CAGR 达到 41%，维持高速增长。其中物业管理服务收入 34.5 亿元，yoy+35.4%，与 2017 年公司在管面积增长呈现一致趋势；社区增值服务收入 4.2 亿元，yoy+72.5%；非业主增值服务收入 7.9 亿元，同比增长 141.2%。

### 图 1、公司收入快速增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

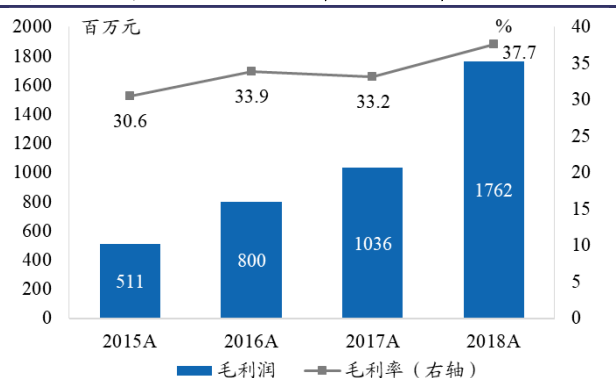
### 图 2、公司收入分业务增长趋势



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

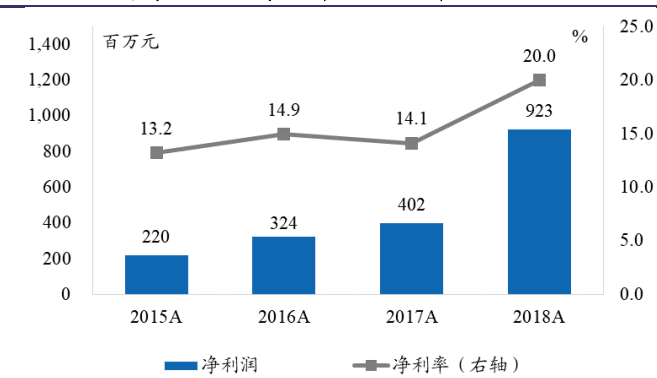
- **毛利率及净利率快速提升：**2018 年公司录得毛利润 17.6 亿元，同比增长 70.1%；毛利率 37.7%，同比提升 450bps。净利润 9.2 亿元，同比提升 112.1%，净利率 20%，同比提升 690bps。

### 图 3、公司毛利润及毛利率快速提升



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

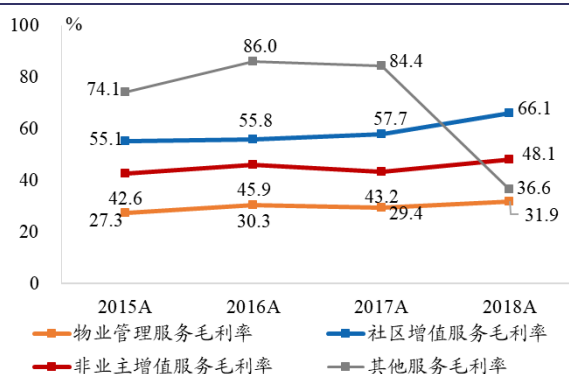
### 图 4、公司净利润及净利率快速提升



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

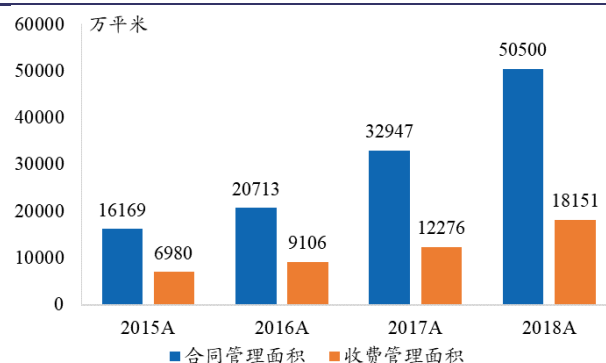
- **新盘影响及多种经营带动，物业管理及业主增值服务毛利率均有提升：**2018 年公司物业管理服务毛利率达到 31.9%，同比提升 250bps，主要受益于碧桂园 2015-16 年的强劲销售带来的 2017 财年向碧桂园服务的新盘结转提升。社区增值服务毛利率达到 66.1%，同比提升 84bps，主要由于新盘拎包入住、复购房屋等多种高毛利率的业主增值服务在 2018 年集中发力影响。非业主增值服务毛利率达到 48.1%，同比提升 490bps，主要由于 2018 年承接碧桂园及第三方物业销售案场业务及接手存量尾盘车位影响。

图 5、2018 年公司各项业务毛利率情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

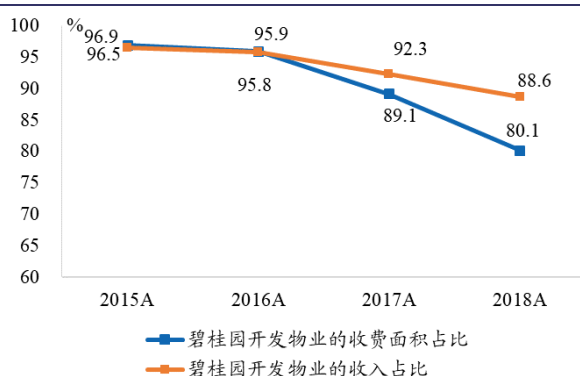
图 6、公司合约面积及收费面积快速增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

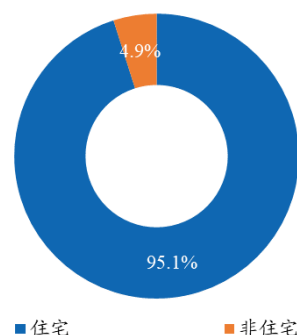
- **收费面积快速增长，合约面积逐步转化：**2018 年，公司收费面积达到 1.82 亿平方米，同比增长 5875 万方，同比增长 47.9%；其中碧桂园收费面积占比由 2017 年的 89.1% 下降至 2018 年的 80.1%。从业态分布来看，2018 年公司住宅占比达到 95.1%，同比略有下降 30bps。2018 年公司合约面积达到 5.05 亿方，同比增长 1.8 亿方，预计 2-3 年内将逐步部分转化为收费面积。

图 7、碧桂园开发物业占公司收费面积及收入比重



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

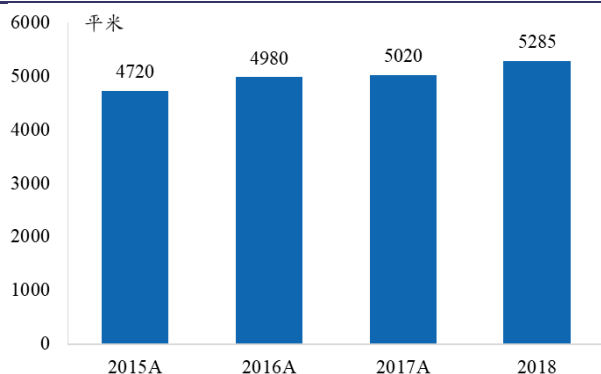
图 8、公司在管面积业态分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

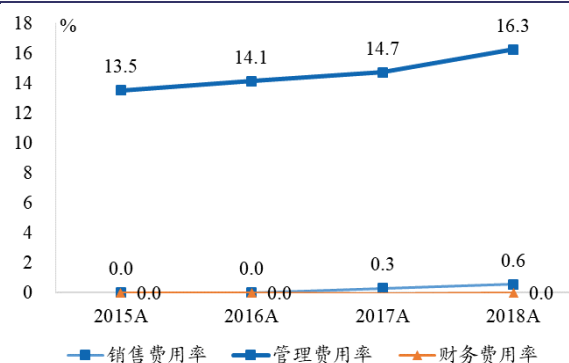
- **人均在管面积稳步提升，三费费用略有提升：**2018 年公司人均在管面积达到 5285 平米，同比提升 5.2%。社保缴费基数下降将从 2019 年对公司产生正面影响。期间费用率方面，2018 年公司销售、管理分别达到 0.6%、16.3%，同比分别略有提升 30bps 及 160bps。

图 9、公司人均在管面积稳步提升



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司管理、销售费用略有提升



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司有效税率显著下降，资产回报率大幅提升：**2018 年公司有效税率达到 12.6%，同比下降 1500bps；主要由于公司获得高新技术企业资格认定享受 15% 税率及过往已交税费的超额拨回影响。ROA 达到 16.9%，同比提升 420bps；ROE 达到 39.6%，同比提升 1350bps。

图 11、公司有效税率显著下降

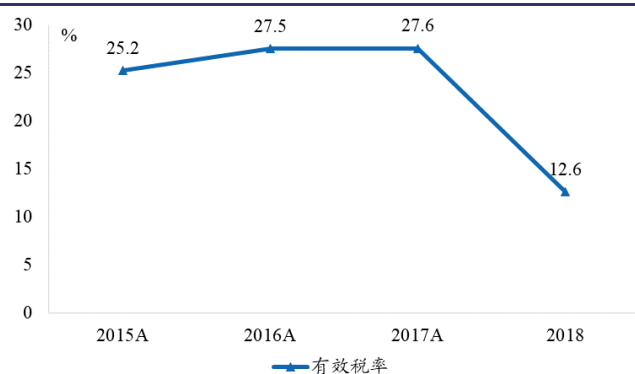
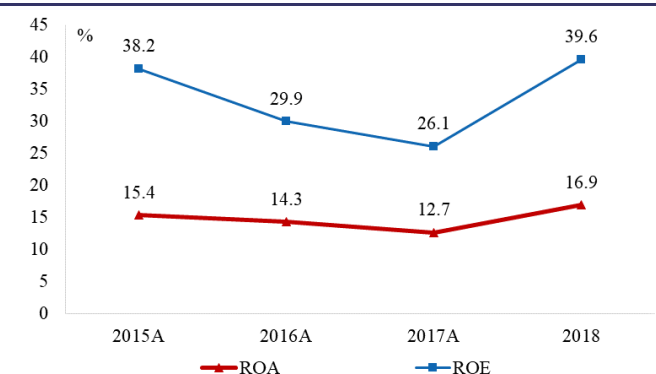


图 12、公司 ROA 及 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司现金及等价物充足，应收账款保持平稳：**2018 年，公司录得现金及等价物 38.7 亿元，同比实现 47% 大幅增长。贸易及其他应收账款达到 7.88 亿元，同比基本保持稳定水平。

图 13、公司现金及现金等价物充足

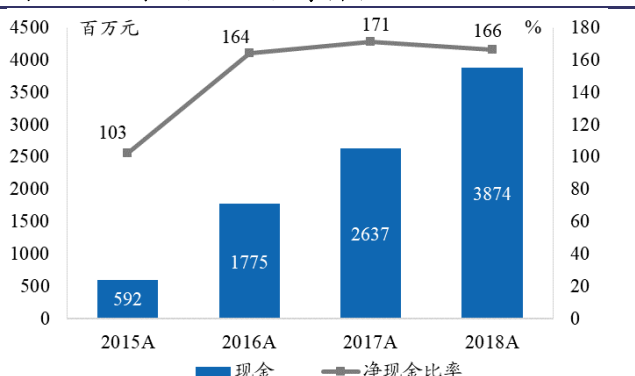
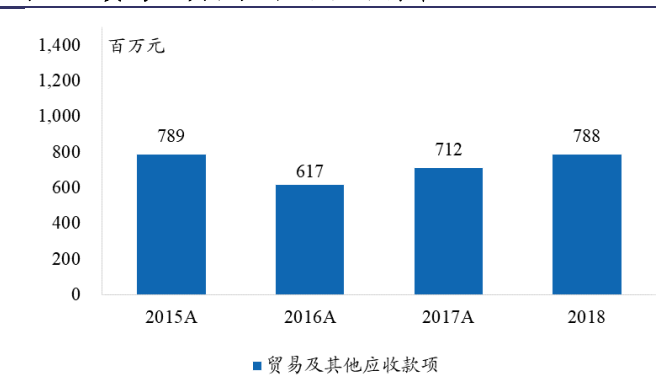


图 14、贸易及其他应收账款保持平稳



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**2018 年公司在外拓上取得亮眼表现，为公司未来 2-3 年高速增长打下坚实基础。背靠碧桂园，公司交付面积继续维持高位增长，现金流充足达到 38.7 亿元品牌力强，外拓招标并购实力强劲；开发商增值服务及社区增值多点发力，预计 3-4 年随着各项增值业务的全面铺排增值部分将维持高速增长；三供一业带来新增长点，除物业管理服务对应 1.3 亿方逐步交付结转外，预计 4000 万方供暖业务还将产生额外增值服务收入。2018 年公司业绩符合市场预期，公司维持承诺 25% 的稳定派息率，对应每股派息 8.49 分。公司为稳健派息高增长标的，建议投资人持续关注。

表 1、物业管理行业估值表

代码	公司	股价	市值	净利润			PE			PEG	
				FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2019E	FY2020E
<b>港股</b>		<b>港元</b>	<b>亿港元</b>	<b>亿元人民币</b>							
3319.HK	雅生活服务	13.2	176.53	8.1	10.0	13.0	19.2	15.5	11.9	0.7	0.4
1755.HK	新城悦	7.3	59.78	1.6	2.6	3.9	32.3	20.5	13.5	0.4	0.3
6098.HK	碧桂园服务	14.1	375.23	9.3	12.5	15.0	35.5	26.4	22.0	0.8	1.1
				<b>FY2017A</b>	<b>FY2018E</b>	<b>FY2019E</b>	<b>FY2017A</b>	<b>FY2018E</b>	<b>FY2019E</b>	<b>FY2018E</b>	<b>FY2019E</b>
<b>2869.HK</b>	<b>绿城服务</b>	<b>7.3</b>	<b>203.06</b>	<b>3.9</b>	<b>5.3</b>	<b>7.1</b>	<b>45.6</b>	<b>33.8</b>	<b>25.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>
<b>2669.HK</b>	<b>中海物业</b>	<b>3.1</b>	<b>103.21</b>	<b>3.1</b>	<b>3.7</b>	<b>4.3</b>	<b>29.6</b>	<b>24.8</b>	<b>21.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>
<b>1778.HK</b>	<b>彩生活</b>	<b>5.2</b>	<b>68.69</b>	<b>3.5</b>	<b>5.3</b>	<b>6.5</b>	<b>17.2</b>	<b>11.3</b>	<b>9.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>
1995.HK	永升生活服务	2.8	43.02	0.8	1.2	2.2	49.8	31.5	17.2	0.5	0.2
	<b>平均</b>						<b>FY2018A</b>	<b>FY2019E</b>		<b>FY2019E</b>	
							<b>26.9</b>	<b>19.3</b>	<b>-</b>	<b>0.6</b>	<b>-</b>
<b>A 股</b>		<b>人民币元</b>	<b>亿元</b>	<b>亿元人民币</b>							
603506.SH	南都物业	24.8	25.58	0.8	0.9	1.2	33.9	28.1	21.9	1.4	0.8
837498.OC	第一物业	27.2	11.23	0.7	-	-	-	-	-	-	-
871893.OC	保利物业	0.0	0.00	2.4	-	-	-	-	-	-	-
	<b>平均</b>						<b>33.9</b>	<b>28.1</b>	<b>21.9</b>	<b>1.4</b>	<b>0.8</b>
<b>美股</b>		<b>美元</b>	<b>亿美元</b>	<b>亿美元</b>							
JLL.N	仲量联行	153.6	70.06	4.2	5.0	5.1	16.7	13.9	13.8	0.7	14.3
CBRE.N	世邦魏理仕	49.4	165.80	9.2	10.8	11.5	17.9	15.3	14.5	0.9	2.4
CIGLO	高力国际	64.9	25.44	1.2	1.3	1.7	20.8	19.0	15.4	2.0	0.7
CWK.N	戴德梁行	17.5	37.93	1.7	2.9	3.3	22.6	13.1	11.5	0.2	0.9
	<b>平均</b>						<b>20.5</b>	<b>15.8</b>	<b>13.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
<b>英股</b>		<b>英镑</b>	<b>亿英镑</b>	<b>亿英镑</b>							
SVS.L	第一太平戴维斯	924.5	13.22	1.0	1.0	1.1	12.8	13.5	12.5	-2.8	1.6
	<b>总体平均</b>						<b>23.5</b>	<b>19.2</b>	<b>16.1</b>	<b>0.1</b>	<b>1.2</b>

资料来源: Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*加粗字体采用兴业证券预期数据, 未加粗数据采用彭博一致预期

- **风险提示:** 1) 业务扩张不及预期; 2) 物业管理满意度降低; 3) 物业管理费收缴率降低; 4) 物业管理费提价受阻。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。