

【广发海外】碧桂园服务 (06098.HK)

公司具备新增长动力

核心观点:

- **碧桂园销售以外,公司仍具备增长动力。**公司管理项目中大部分为碧桂园开发项目。根据克而瑞数据,碧桂园 2019 年前 11 个月操盘销售面积与去年相比增长在 10-15% 区间,考虑到交付周期和物业管理公司在管面积增长率为当期新交付和过往累计交付的比值的特点,公司的在管面积增长率有可能面临边际性下降。我们认为第三方项目、社区增值服务、城市服务、三供一业项目和设施管理业务能成为公司新的增长动力。
- **公司高新技术企业税收优惠将在 2021 年利润表体现。**公司高新技术企业税收优惠生效期间为 2017-2019 年。无论公司下一期申请是否能获批,其 2020 年账面利润表所得税率将为 25%。如果申请获批,2021 年上半年将确认对 2020 年多缴纳部分的返还。因此公司 2020-2022 年账面所得税情况将类似于 2017-2019 年情况。我们的预测基于公司所得税优惠能够在 2020-2022 年维持的假设。
- **公司增长扎实,依然是我们的行业首选,维持买入评级。**公司储备面积约是收费面积的 1.69 倍,此项指标在上市大型物业管理公司中最高,显示出公司具备可预见的收费面积成长性。社区增值服务、城市服务、三供一业项目和设施管理业务能成为公司新的增长动力,使公司在未来 3-5 年内维持超过碧桂园销售驱动的增长速度。我们维持其 2019-2021 年 EPS 为 0.61、0.84 和 1.07 人民币元/股的预测。当前价格对应 2019-2021 年的 P/E 分别为 37.52、27.48 和 21.52 倍。考虑到近期行业的估值提升和公司高于同行的预期净利润增长率,我们认为公司当前估值仍有扩张空间。我们上调合理估值至 40 倍 2020 年 PE 倍数,对应合理价值 37.55HKD/股,维持买入评级。
- **风险提示:** 重大安全事故; 地产销售波动; 无法维持税收优惠。

盈利预测: (除非特殊注明, 首页及正文货币单位为人民币)

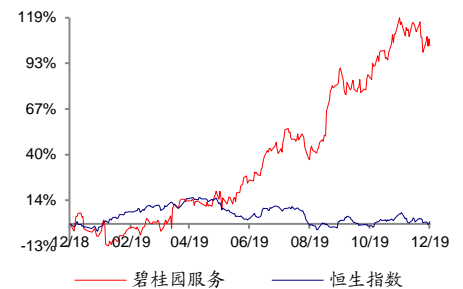
人民币-百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,122	4,675	7,936	11,384	15,455
增长率(%)	32%	50%	70%	43%	36%
EBITDA(百万元)	592	1,047	1,956	2,603	3,377
净利润(百万元)	402	923	1,530	2,089	2,668
增长率(%)	24%	130%	66%	37%	28%
EPS (元/股)	0.16	0.37	0.61	0.84	1.07
市盈率 (P/E)	142.89	62.18	37.52	27.48	21.52
市净率 (P/B)	40.39	25.39	11.27	8.62	6.63
EV/EBITDA	92.48	51.14	25.99	19.28	14.14

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	25.8 港元
合理价值	37.55 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-12-09

相对市场表现



分析师:

欧亚菲



SAC 执证号: S0260511020002

SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

分析师:

刘翥



SAC 执证号: S0260519010006

SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发海外】碧桂园服务 (06098.HK): 受益于交付加速, 成本控制能力强大 2019-08-25
- 【广发海外】碧桂园服务 (06098.HK): 拟收购港联不动产服务(中国) 2019-07-10

请务必阅读末页的免责声明

碧桂园销售项目以外，公司具备其他增长动力

碧桂园服务管理项目中大部分为碧桂园开发项目。根据克而瑞数据，碧桂园2019年前11个月操盘销售面积与去年相比增长在10-15%区间，考虑到2-3年的交付周期和物业管理公司在管面积增长率为当期新交付和过往累计交付的比值的特点，公司的在管面积增长率有可能面临边际性下降。我们认为第三方项目、社区增值服务、城市服务、三供一业项目和设施管理业务能成为公司新的增长动力，使公司在未来3-5年内维持超过碧桂园销售驱动的增长速度。

第三方项目：截止2019年6月末，公司在管面积中第三方项目占比仅为20%。我们认为伴随储备项目的逐步消化，公司有望提升于第三方项目拓展的表现。

社区增值服务：公司社区增值服务单位面积收入规模弱于同行，随着公司项目入住率的提升，社区增值服务增长率有望维持超过在管面积的增速。

城市服务：城市服务为单一业主，其盈利能力有望通过合同重续等方式维持一个稳定的水平。此市场空间较大，竞争激烈程度低于住宅项目。公司此项业务收入规模较小，未来具备快速增长的潜力。

三供一业项目：三供一业项目包括约9000万平方米的住宅项目和供热业务。此项业务仍在按计划稳步开展，我们预计于2021年以后将逐步贡献利润。

公司增长扎实，依然是我们的行业首选，维持买入评级

公司储备面积约是收费面积的1.69倍，此项指标在上市大型物业管理公司中最高，显示出公司具备可预见的收费面积成长性。社区增值服务、城市服务、三供一业项目和设施管理业务能成为公司新的增长动力，使公司在未来3-5年内维持超过碧桂园销售驱动的增长速度。我们维持其2019-2021年EPS为0.61、0.84和1.07人民币元/股的预测。当前价格对应2019-2021年的P/E分别为37.52、27.48和21.52倍。

最近一个季度，行业内公司均出现了大幅的估值提升，我们认为市场已经认可行业的高速增长。考虑到公司复合增长率高于同行的情况，我们认为公司当前估值仍有扩张空间。我们上调合理估值至40倍2020年PE倍数，对应合理价值37.55HKD，维持买入评级。

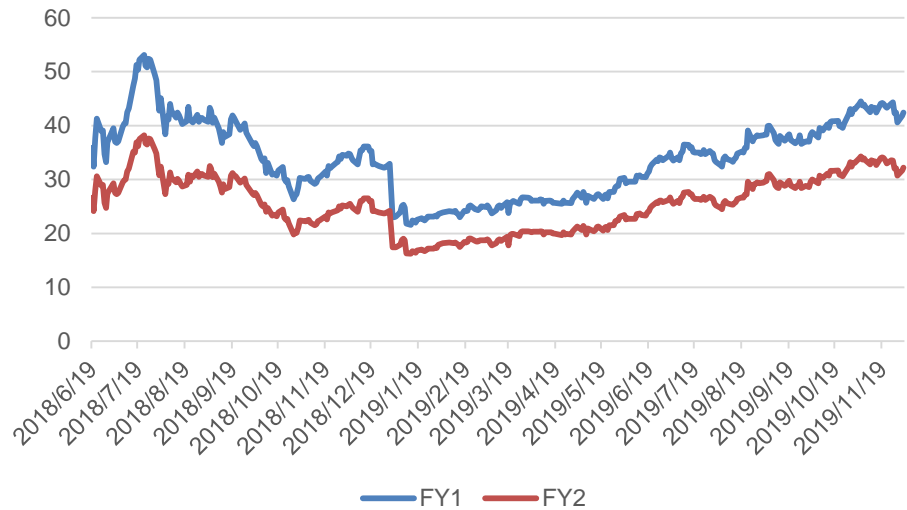
表 1: 碧桂园服务可比公司估值表 (碧桂园服务为广发预测, 其他为 Bloomberg 一致预期。时间为 2019 年 12 月 8 日)

代码	名称	市值 百万港币	P/E: TTM	P/E:2019C	P/E:2020C	P/E:2021C
06098 HK	碧桂园服务	69,941	47.35	37.52	27.48	21.52
	平均值	14,416	32.28	27.45	19.46	14.84
02869 HK	绿城服务	23,348	43.92	36.77	28.03	21.31
02669 HK	中海物业	15,941	37.10	31.04	24.63	20.08
01778 HK	彩生活	6,232	9.94	9.58	8.22	6.99

03319 HK	雅生活服务	34,667	30.68	27.31	19.46	15.06
01995 HK	永升生活服务	7,313	#N/A N/A	32.40	19.99	14.44
03662 HK	奥园健康	4,379	30.75	23.02	14.02	10.16
01755 HK	新城悦服务	9,032	41.33	32.00	21.88	15.87

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图1: 碧桂园服务P/E一致预期预测 (倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

风险提示

1、重大安全事故。

如果公司管理的项目出现火灾等重大安全事故,可能会影响公司的声誉,甚至产生索赔和诉讼等法律风险。

2、地产销售波动。

如果碧桂园的销售出现较大波动,可能会在数年后影响公司在管面积的增量。

3、无法维持税收优惠。

公司的高新技术企业税收优惠需要重新申请,如果申请不到会导致所得税率提升,导致公司的净利润增速放缓。

资产负债表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,356	4,671	7,330	8,345	11,183
货币资金	2,634	3,869	6,551	7,230	9,671
应收及预付	712	788	761	1,092	1,482
存货	6	8	13	18	25
其他流动资产	3	5	5	5	5
非流动资产	122	851	1,930	3,851	4,801
长期股权投资	18	27	1,227	3,227	4,227
固定资产	79	119	166	212	257
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	21	686	518	393	298
其他长期资产	4	19	19	19	19
资产总计	3,477	5,522	9,260	12,195	15,984
流动负债	1,921	3,127	4,021	5,354	7,003
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,364	2,127	3,021	4,353	6,002
其他流动负债	557	1,000	1,000	1,000	1,000
非流动负债	14	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	65	65	65	65
负债合计	1,935	3,192	4,086	5,419	7,068
股本	0.00	1.58	1.59	1.59	1.59
资本公积	500	601	2,286	2,286	2,286
留存收益	921	1,658	1,658	2,806	4,372
归属母公司股东权益	1,421	2,261	5,093	6,660	8,660
少数股东权益	121	69	81	117	257
负债和股东权益	3,477	5,522	9,260	12,195	15,984

现金流量表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	885	1,547	2,228	3,139	4,216
净利润	458	957	1,542	2,125	2,807
折旧摊销	19	31	176	135	104
营运资金变动	436	617	573	857	1,252
其它	-27	-57	-62	23	53
投资活动现金流	-32	126	-1,231	-2,078	-1,108
资本支出	-57	-70	-55	-55	-55
投资变动	24	-37	-1,200	-2,000	-1,000
其他	0	233	24	-23	-53
筹资活动现金流	7	-115	1,685	-382	-667
银行借款	-3	0	0	0	0
股权融资	10	-115	1,685	0	0
其他	0	0	0	-382	-667
现金净增加额	860	1,558	2,682	679	2,441
期初现金余额	1,774	2,634	3,869	6,551	7,230
期末现金余额	2,634	4,192	6,551	7,230	9,671

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	32.4%	49.8%	69.7%	43.4%	35.8%
归属母公司净利润增长	23.9%	129.8%	65.7%	36.5%	27.7%
获利能力(%)					
毛利率	33.2%	37.7%	36.7%	36.4%	35.4%
净利率	14.11%	19.98%	19.43%	18.67%	18.16%
ROE	28.3%	40.8%	30.0%	31.4%	30.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	55.6%	57.8%	44.1%	44.4%	44.2%
净负债比率	-170.8%	-166.1%	-126.6%	-106.7%	-108.5%
流动比率	1.75	1.49	1.82	1.56	1.60
速动比率	1.74	1.49	1.82	1.56	1.59
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.04	1.07	1.06	1.10
应收账款周转率	8.67	9.39	18.25	18.25	18.25
存货周转率	361.76	399.60	399.60	399.60	399.60
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.37	0.61	0.84	1.07
每股经营现金流	0.35	0.62	0.89	1.26	1.69
每股净资产	0.57	0.90	2.04	2.66	3.46
估值比率					
P/E	142.9	62.2	37.5	27.5	21.5
P/B	40.4	25.4	11.3	8.6	6.6
EV/EBITDA	92.5	51.1	26.0	19.3	14.1

利润表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,122	4,675	7,936	11,384	15,455
营业成本	2,086	2,914	5,020	7,236	9,982
其他收入及收益	48	85	142	115	108
销售费用	9	27	56	102	170
管理费用	459	760	1,143	1,597	2,024
财务费用	0	-	-	-	-
其他费用及亏损	-1	-6	-3	-3	-3
投资净收益	-8	3	-	-	-
利润总额	608	1,069	1,862	2,566	3,390
所得税	168	135	320	441	583
净利润	440	934	1,542	2,125	2,808
少数股东损益	39	11	12	36	140
归属母公司净利润	402	923	1,530	2,089	2,668
EBITDA	592	1,047	1,956	2,603	3,377
EPS(元)	0.16	0.37	0.61	0.84	1.07

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼

楼	31 层	楼	1401-1410 室
邮政编码	510627	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。