安信國際
ESSENCE INTERNATIONAL

2019 年 1 月 16 日

碧桂园服务（6098.HK）

公司更新报告

证券研究报告

房地产行业

增发配售扩大股本为收并购作准备

碧桂园服务宣布以先旧后新的方法配售约 1.69 亿股，相当于经认购扩大之股本约 6.32%，配售价为每股 11.61 港元，扣除费用，估计所得款项约 17 亿元（人民币•下同，特别指明除外），大部分用于并购项目之用。我们认为增发配售虽然短期会摊薄每股收益，但公司以较高估值配售并以较低估值收购扩张，为投资者创造价值。我们调低了 2019-20 年的每股收益约 6%以反映增发之摊薄效应，并把目标价调整至 16 港元。增发消息令公司股价从高位向下调整了 13.5%，我们认为这为投资者带来买入的机会，维持对碧桂园服务的“买入”评级。

报告摘要

公司以先旧后新方法配股。碧桂园服务宣布以先旧后新的方法，配售约 1.69 亿股，相当于已发行股本约 6.75%及经认购扩大之已发行股本约 6.32%。配售价为每股 11.61 港元，较配售公告前一个交易日之收市价折让约 10%。扣除费用，估计所得款项约 17 亿元（或 20 亿港元），其中，70%用于扩张地域或合并收购项目之用，其余 30%用于科技与智能化投资、城市服务及增值服务新业务开拓投资。

继续以收收并购扩张。据了解这次配售所得款大部分用于海外并购之用。以物管五大行（第一太平戴维斯、仲量联行、世邦魏理仕、戴德梁行、及高力国际）对标，拥有专业技术之企业为主。收购估值约在 10-12 倍（市盈率•下同）。并购以增强外拓发展一直是公司强调的增长动力来源之一，公司早前在十一月底公告以总代价约 6.8 亿元收购五间从事物管公司。该等目标在 2018 年首九个月之净利润约 6000 万元，我们估计全年净利润约 8000 万元，收购价相当于 8.5 倍市盈率。市场上中小型物管公司的收购价约在 8-10 倍，公司以较高估值配售并以较低估值收购扩张，为投资者创造价值。

市场整合成大趋势。大型物管公司不单享有规模效益的价势以提高盈利能力，其庞大的住户群还可以令公司较大程度地发展物管外围之增值服务，如物业中介、幼儿教育等。增值服务之发展优势，只有在大型物管公司下才可体现出来；反之中小型物管公司的发展及增长有限，在这背景下加速了行业整合，百强物管公司占有率化从 2013 年的 16%，升至 2017 年的 32%，并且有继续上升的趋势。配售完成后，公司手头现金估计约 48 亿元，若以 10 倍之市盈率作并购，将为公司带来 4.8 亿元的年收入，还未计算未来增值服务的额外收益，强者越强优势越趋明显。

维持“买入”评级。碧桂园集团为全国三大房企之一，2018 年销售量约 7,700 万平方米，行业地位巩固，公司作为关联方亦因此为惠。增发配售虽然短期会摊薄每股收益，但其款额可为公司带来并购资本为公司长远带来更大利益。我们调低了 2019-20 年的每股收益约 6%，以反映增发之摊薄效应，然而增发量只占总股本约 6%，影响不大，并把目标价调整至 16 港元。增发消息令公司股价从高位向下调整超过 10%，为投资者带来买入时机，维持对碧桂园服务的“买入”评级。

风险提示：房地产销售增长放缓；新业务的发展进程不如预期；人工成本上升。

(31/12 年结；百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,358	3,122	4,704	7,354	9,793
增长率(%)	41%	32%	51%	56%	33%
净利润	324	402	896	1,169	1,569
增长率 (%)	47%	24%	123%	30%	34%
毛利率(%)	34%	33%	37%	36%	36%
净利润率(%)	14%	13%	19%	16%	16%
每股收益(人民币)	不适用	**0.16**	**0.34**	**0.42**	**0.56**
每股净资产(港元)	不适用	0.57	0.88	1.78	2.23
市盈率	不适用	63.9	30.2	24.6	18.3
市净率	不适用	18.1	11.7	5.8	4.6
净资产收益率(%)	41%	33%	48%	32%	28%
股息收益率	不适用	0.0%	0.8%	1.0%	1.4%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

投资评级：	买入
目标价格：	**16.00 元**
现价 (2019-1-15)：	11.50 港元

总市值(百万港元)	28,750.00
流通市值(百万港元)	12,132.50
总股本(百万股)	2,500.00
流通股本(百万股)	1,055.00
12 个月低/高(港元)	8.80/14.48
平均成交(百万港元)	130.15

股东结构

杨惠妍	57.8%

股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-18.16	-2.20	NA
绝对收益	-16.22	2.34	NA

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟　房地产行业分析师
+852-22131402
stevewong@eif.com.hk

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

客户服务热线

香港：2213 1888　　国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。 此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。（5）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼　　电话：+852-2213 1000　　传真：+852-2213 1010