



龙头企业，受惠行业整合

报告摘要

存量待生效面积规模庞大。截至2018年6月，公司拥有约3.9亿平方米的已签约合同管理面积，其中已生效之收费管理面积约1.4亿平方米。余下之2.5亿平方米的待生效面积估计会在未来三年逐步生效并转化作收费面积，相当于每年8,000万平方米的新增面积，收入增长能见度高。

盈利能力上升。上半年收入同比增长42.5%，毛利率同比上升4.6个百分点至39%，净利润同比增长133%至4.7亿元（人民币·下同）。盈利能力上升主要原因是高单价项目生效转化所致。中长期而言会受惠项目规模效应，另外，在用户群扩大的情况下，毛利较高的增值服务的贡献上升，亦对毛利率以至净利率起拉动作用。

加速行业整合。物业管理行业分散，物管百强所占的市场份额不足1/3，行业龙头预期还大幅受惠整合红利。碧桂园(2007 HK)为全国三大龙头房企之一，在业务调整的影响下，虽然销售增长在未来或有所放缓，但碧桂园行业地位依然巩固长线发展稳健良好，从而巩固碧桂园服务的份额。

横向纵向两线发展。公司于2018年7月公告成立合资公司以参与投资承接合作中央企业的“三供一业”改革物业管理及增值服务，据了解，目前各级国资委监管企业办社会职能机构约16,500个，国有企业因办社会职能每年需承担费用1400多亿元，市场潜力巨大。另外碧桂园服务从业主资产增值需求和生活需求入手，向在管物业的业主及住户提供广泛的社区增值服务，集团内还有许多房地产发展周边产业（如凤凰优选、机械人业务等）有待孵化，我们认为有关业务成熟后，可以注入碧桂园服务内成为新增长动力。

人力资源成本的上升，短期不利因素。国务院明确表示从2019年1月1日起，将各项社保费交由税务部门统一征收。表示企业以前按照社保缴费下限申报和缴纳的，在明年起都要按员工实际工资来缴纳五险一金。碧桂园服务约2/3的服务成本为直接员工支出，预计整体服务成本会提升，这是公司在短期的最大不利因素，未来公司会透过提高新盘管理费及加速发展增值服务来冲淡人力资源成本的上升。

投资建议：碧桂园服务拥有2.5亿平方米已签待生效面积，约是收费面积的1.8倍，预计于未来三年转正，盈利增长能见度高。公司将是行业整合下的最大得益者之一。庞大的业主群更是有利公司在小区增值服务以至周边产业的发展，成为碧桂园服务未来领先同业的比较优势。公司现价约24倍2019年市盈率，较其他主要物管公司较高，但考虑其稳固及领先的市场地位、较高的待生效面积比率及资产回报率，我们认为公司还是在一个合理水平。

风险提示：i) 房地产销售增长放缓；ii) 新业务的发展进程不如预期；iii) 公司提高管理费的幅度低于人工成本上升

(12月31日年结；百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,358	3,122	4,571	6,422	8,782
增长率(%)	41%	32%	46%	40%	37%
净利润	353	440	738	996	1,268
增长率(%)	60%	25%	67%	35%	27%
毛利率(%)	34%	33%	37%	36%	35%
净利润率(%)	15%	14%	16%	16%	14%
每股收益(人民币)	0.14	0.18	0.32	0.43	0.55
每股净资产(人民币)	0.41	0.57	0.53	0.74	1.01
市盈率	72.0	57.6	31.6	23.6	18.3
市净率	24.9	17.9	19.0	13.6	9.9
核心净资产收益率(%)	44%	36%	41%	38%	35%
股息收益率(%)			0.7%	1.1%	1.3%

资料来源：公司资料、彭博、安信国际

评级： 未有

目标价格： 未有

现价(2018年10月19日)：11.34元
报告日期： 2018-10-19

总市值(百万港元)	28,400.00
流通市值(百万港元)	11,984.80
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)	181.98

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	-12.11	-6.34	NA
绝对收益	-18.86	-15.10	NA

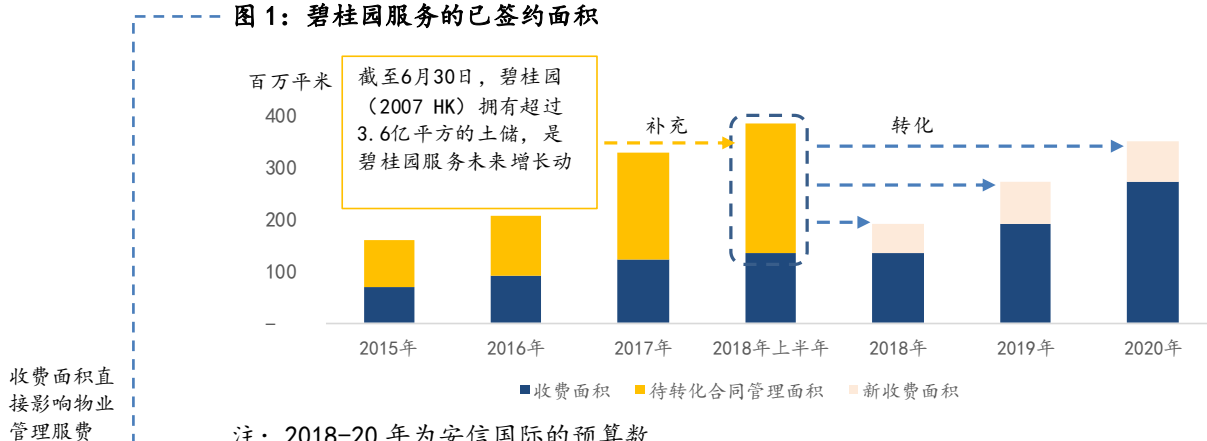
数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 行业分析师
stevewong@eif.com.hk
+852- 2213 1402

大量已签待生效面积，盈利增长能见度高

截至2018年6月，公司拥有约3.9亿平方米的已签约合同管理面积，其中已生效之收费管理面积约1.4亿平方米。余下之2.5亿平方米的待生效面积估计会在未来三年逐步生效并转化作收费面积，相当于每年8,000万平方米的新增面积。截止6月，碧桂园总土储约3.6亿平方米(权益土储约2.3亿)，庞大的土储规模支持其未来4-5年的销售，同时亦支撑了碧桂园服务物管业务在中期的增长动力。

图1：碧桂园服务的已签约面积



收费面积直接
影响物业管理
管理费

注：2018-20年为安信国际的预算数
资料来源：公司资料、安信国际

公司2018上半年收入同比增长42.5%，毛利率同比上升4.6个百分点至39%，净利润同比增长133%至4.7亿元。盈利能力上升主要原因是高单价项目生效转化所致。中长期而言会受惠项目规模效应，新盘前期投入的成本及人力资源将被同盘后期开发的部分所摊分，边际利润上升，物管业务盈利能力将稳中有升。另外，毛利较高的增值服务的贡献上升，亦对毛利率以至净利率起拉动作用。

图2：碧桂园服务营运情况

(百万元)	2015年	2016年	2017年	2017年 上半年	2018年 上半年
总收入	1,672	2,358	3,122	1,415	2,016
毛利	511	800	1,036	487	786
毛利率 (%)	31%	34%	33%	34%	39%
物业管理服务收入	1,434	1,957	2,545	1,160	1,564
占比 (%)	86%	83%	82%	82%	78%
分部毛利	392	594	748	353	536
分部毛利率 (%)	27%	30%	29%	30%	34%
非业主增值服务收入	110	200	328	139	276
占比 (%)	7%	8%	11%	10%	14%
分部毛利	47	92	142	65	131
分部毛利率 (%)	43%	46%	43%	46%	48%
社区增值服务收入	122	194	242	112	171
占比 (%)	7%	8%	8%	8%	8%
分部毛利	67	108	140	67	115
分部毛利率 (%)	55%	56%	58%	60%	67%
销售及行政开支	(226)	(333)	(469)	(206)	(302)
开支收入比 (%)	-14%	-14%	-15%	-15%	-15%
营业利润	285	467	567	280	484
营业利率 (%)	17%	20%	18%	20%	24%
税前利润	295	486	608	296	516
净利润	220	324	402	202	471
净利率 (%)	13%	14%	13%	14%	23%

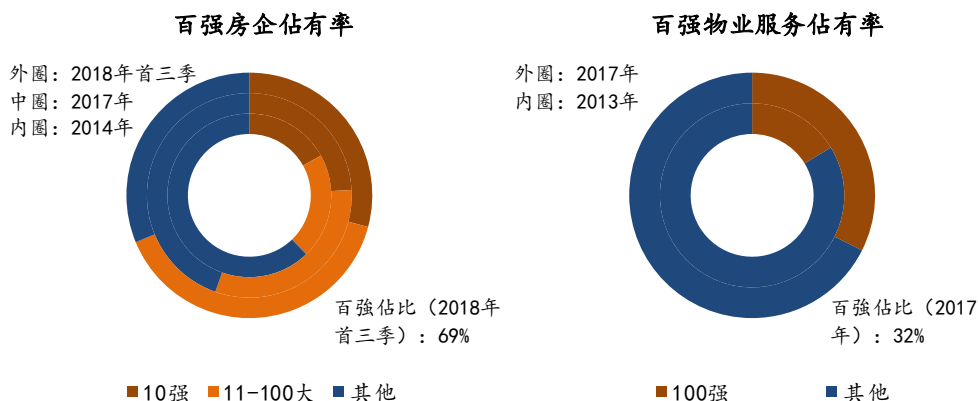
物管规模行
生增值服务

资料来源：公司资料、安信国际

行业加速整合，强者愈强，有利碧桂园服务

在竞争激烈的房地产市场中，融资投地能力成为优胜同业的关键。在政府的调控政下，资金链紧张的情况下，龙头房企在融资投地上就显优势。行业整合，强者愈强就成了大趋势，2018年首三季度百强房企销售额约70,000亿元，占全国总销售约70%。然而下游物业管理行业虽有同样整合之势但仍然分散，物管百强所占的市场份额仍不足1/3，行业龙头预期还大幅受惠整合红利。碧桂园为全国三大龙头房企之一，在业务调整的影响下，虽然销售增长在未来一、两年或有所放缓，但我们认为碧桂园行业地位依然巩固，长线发展稳健良好，从而巩固碧桂园服务的份额。

图3：中国百强房企整体占有率

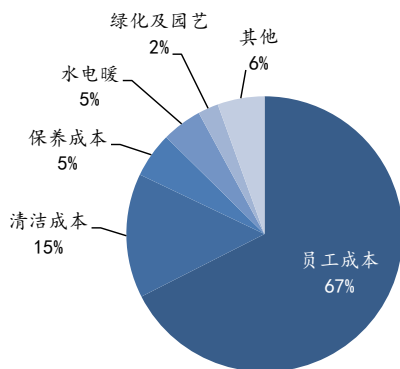


资料来源：克而瑞、中指院、国家统计局、安信国际

人力资源成本的上升，短期不利因素

国务院近日印发《国税地税征管体制改革方案》，明确从2019年1月1日起，将各项社保费交由税务部门统一征收。表示企业以前按照社保缴费下限申报和缴纳的，在明年起都要按员工实际工资来缴纳五险一金。对于人力密集物的行业，如物业管理都有较直接的影响。碧桂园服务约2/3的服务成本为直接员工支出，受影响的是工资较高的员工，估计成本会上升约3000万元，大约相当于净利率约2个百分点。我们认为这是公司在短期的最大不利因素，未来公司会透过提高新盘管理费及加速发展增值服务来冲淡人力资源成本的上升。

图4：2018年上半年服务成本细分



资料来源：公司资料、安信国际

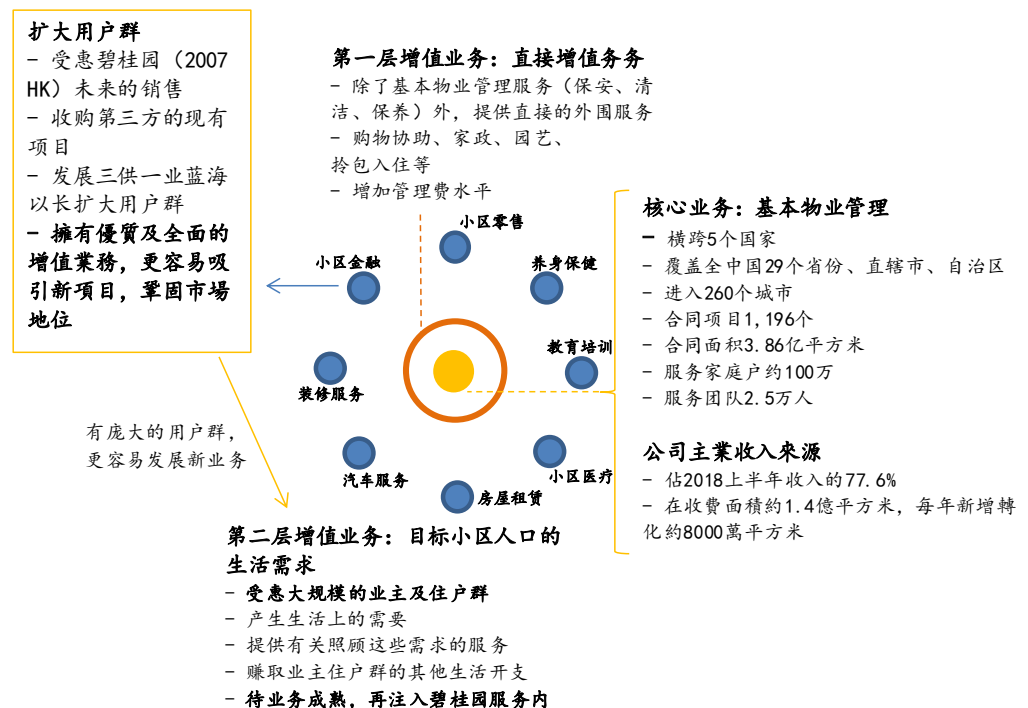
横向发展打进三供一业蓝海

公司于2018年7月公告与合资伙伴洲际海峡能源投资（主要从事有关能源开发及工程技术的项目投资）就成立合资公司订立合资协议，目的为投资承接合作中央企业的“三供一业”改革物业管理及增值服务。三供一业指的是供水、供电、供热和物业管理。2016年6月，国务院国资委、财政部发布《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见》，在全国推进国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作，将家属区水、电、暖和物业管理职能从国企剥离，转由社会专业单位实施管理，国有企业不再以任何方式为职工家属区“三供一业”承担相关费用。成立合资公司后，合资伙伴须促使合资公司与国有资产接收公司共同成立物业公司，主要从事投资承接合作中央企业的“三供一业”改革物业管理及增值服务。据了解，目前各级国资委监管企业办社会职能机构约16,500个，其中职工家属区“三供一业”管理机构约4,900个，国有企业因办社会职能每年需承担费用约1,400亿元，市场潜力巨大。

纵向发展加强周边增值业务

碧桂园服务在全国各地管理项目超过530个，服务业主100万户。另外已签未转化项目共有约670个，会于未来数年陆续转正并投入服务。庞大的业主群为公司发展社区增值服务上奠定优势。社区增值服务是公司三大业务板块中增长速度最快的。碧桂园服务从业主资产增值需求和生活需求入手，向在管物业的业主及住户提供广泛的社区增值服务，主要包括家居生活服务（如购物协助、家政、园艺绿化等）、房地产经纪服务及公共区域增值服务（如公共区域租赁事宜）。公司透过“凤凰会”移动应用程序去加强优化对业主提供的服务。截至2018年6月30日“凤凰会”注册会员接近200万人，注册用户主要为公司在管物业的业主及住户，服务范围包括联系“凤凰管家”寻求帮助、安排维修后勤、支付物业管理费、及网上商店等。此外集团内还有许多房地产发展周边产业（如凤凰优选、机械人业务等）有待孵化，我们认为有关业务成熟后，可以注入碧桂园服务内成为新增长动力。

图5：碧桂园服务的发展



资料来源：公司资料、安信国际

预期增长强劲，估值溢价合理

碧桂园服务拥有 2.5 亿平方米已签待生效面积，约是收费面积的 1.8 倍，预计于未来三年转正，盈利增长能见度高。公司自 2018 年 6 月从母公司分拆上市以来，市值持续位居在港上市物管板块第一。据中指院数据，公司在中国物业服务百强企业中连续两年位列三强，其中经营绩效排名第一。受惠于集团的全国性布局及坚固的市场地位，公司将是行业整合下的最大受益者之一。庞大的业主群更是有利公司在小区增值服务以至周边产业的发展，成为碧桂园服务未来领先同业的比较优势。据彭博数据，公司现价约 24 倍 2019 年市盈率，较其他主要物管公司为高，但考虑其稳固及领先的市场地位、较高的待生效面积比率及资产回报率，我们认为公司还是在一个合理水平。

图 6：物管行业比较

碧桂园服务 (百万元)				绿城服务 (百万元)			
	2017 上半年	2018 上半年	同比增长		2017 上半年	2018 上半年	同比增长
总收入	1,415	2,016	42%	总收入	2,203	2,927	33%
物业管理服务	1,160	1,564	35%	物业管理服务	1,529	2,015	32%
非业主增值服务	139	276	98%	咨询服务	321	400	25%
社区增值服务	112	171	53%	园区生活服务	353	511	45%
其他服务	3	5	50%				
毛利率 (%)	34%	39%		毛利率 (%)	19%	19%	
净利润	202	471	133%	净利润	178	229	29%
面积 (百万平)				面积 (百万平)			
	2017年底	2018年6月	增长		2017年底	2018年6月	增长
在管收费	123	137	11%	在管收费	138	151	9%
存量待交付	207	249	21%	存量待交付	150	160	7%

雅生活服务 (百万元)				中海物業 (百万港元)			
	2017 上半年	2018 上半年	同比增长		2017 上半年	2018 上半年	同比增长
总收入	692	1,406	103%	总收入	1,592	1,906	20%
物业管理服务	547	750	37%	物业管理服务	1,491	1,772	19%
非业主增值服务	107	575	437%	增值服务	101	135	34%
业主增值服务	38	80	111%				
毛利率 (%)	32%	36%		毛利率 (%)	27%	28%	
净利润	112	332	196%	净利润	159	220	38%
面积 (百万平)				面积 (百万平)			
	2017年底	2018年6月	增长		2017年底	2018年6月	增长
在管收费	78	109	39%	在管收费	128	132	3%
存量待交付	126	186	47%				

资料来源：公司资料、安信国际

财务报表主要项目

收益表 (百万元)	2015年	2016年	2017年	2017年 上半年	2018年 上半年
收入	1,672	2,358	3,122	1,415	2,016
服务成本	(1,161)	(1,558)	(2,086)	(928)	(1,230)
毛利	511	800	1,036	487	786
销售及营销开支	-	-	(9)	(4)	(9)
行政开支	(226)	(333)	(459)	(202)	(294)
其他收入	8	8	13	8	0
其他收益 — 净额	0	2	1	0	19
经营利润	293	477	581	288	503
财务收入	2	16	35	7	13
财务成本	-	-	(0)	-	-
财务收入 — 净额	2	16	35	7	13
于合营企业经营所占份额	-	(2)	1	3	3
于联营公司经营所占份额	(0)	(5)	(9)	(3)	(3)
税前利润	295	486	608	296	516
所得税费用	(74)	(134)	(168)	(75)	(36)
年内利润及综合收益总额	220	353	440	221	480
以下各项应占利润及 综合收益总额:					
— 贵公司拥有人	220	324	402	202	471
— 非控制性权益	-	28	39	19	9
每股盈利					
— 每股基本及稀释盈利				0.08	0.19

资产负债表 (百万元)	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年
非流动资产	47	70	122	132
物业、厂房及设备	37	43	79	84
无形资产	0	2	21	25
于合营企业之投资	-	12	14	17
于联营公司之投资	5	7	4	-
其他	5	5	4	7
流动资产	1,387	2,398	3,356	3,743
存货	6	5	6	7
贸易及其他应收款项	789	617	712	642
受限制银行存款	1	1	3	3
现金及现金等价物	591	1,774	2,634	3,091
总权益	577	1,083	1,542	1,818
公司拥有人应占权益	577	1,019	1,421	1,792
非控制性权益	-	64	121	26
负债总额	857	1,385	1,935	2,057
非流动负债	-	-	14	15
递延所得税负债	-	-	14	15
流动负债	857	1,385	1,921	2,042
合同负债	202	397	557	702
贸易及其他应付款项	626	943	1,315	1,280
即期所得税负债	29	45	49	60

资料来源：公司资料、安信国际

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
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