

2022-06-16

股票 | 香港 | 公司更新

公司报告

## 碧桂园服务(6098.HK)

### 评级

买入

当前价 (15/6/2022)	29.85 港币
目标价	51.91 港币
市值	963.59 亿港元
股数 (百万)	3,269.21
52 周价最高	85.20 港币
52 周价最低	22.80 港币

### 主要财务数据

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)	28843	42353	58913	79433
增长 (%)	84.89	46.84	39.10	34.83
每股盈利(元)	1.18	1.77	2.48	3.45
增长 (%)	20.57	50.79	39.96	38.89
ROE (%)	14.54	14.27	16.63	18.77
市盈率 (倍)	21.68	14.38	10.27	7.39
市账率 (倍)	4.15	3.37	2.59	2.01

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

### 碧桂园服务一年股价变化



公司/指数	价格变动
碧桂园服务 (6098 HK)	-71%
恒生指数	-26%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

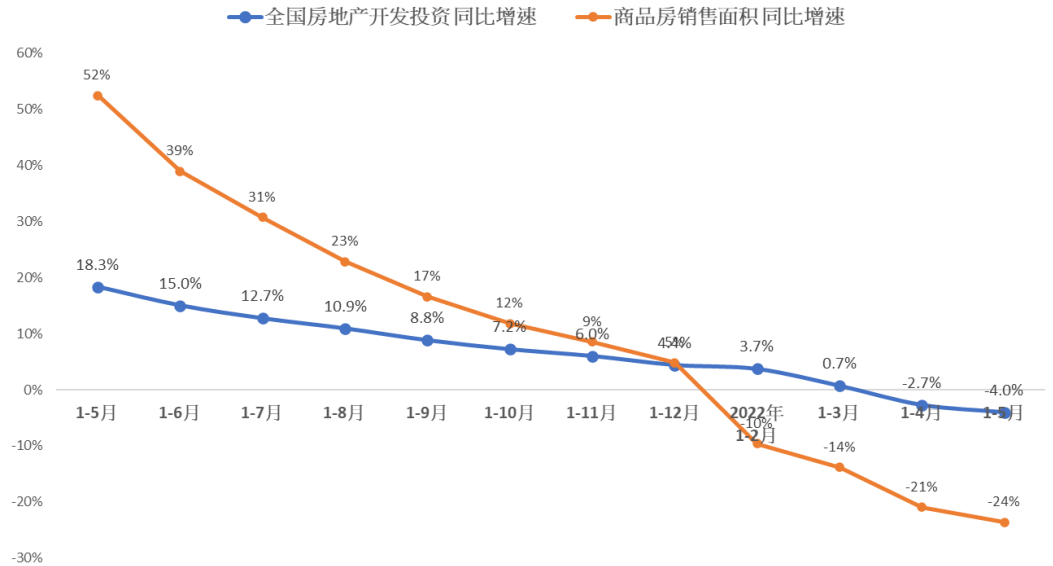
lolo.wong@gisf.hk

## 房地产端销售持续低迷, 展望 2H 回稳

- 事件:** 鉴于房地产行业仍在进行阶段性调整, 持续影响销售数据, 我们更新了我们的财务预测, 并调整目标价至 51.91 元港币, 维持“买入”评级。
- 1H 房地产数据持续持续受压:** 6 月 15 日国家统计局公布了最新一期房地产开发调整销售数据, 1-5 月份全国房地产开发投资 52134 亿元, 同比下降 4.0%, 同期商品房销售面积 50738 万平方米, 同比下降 23.6%; 同时公司母企碧桂园 5 月合同销售金额/建筑面积同比下降 50.0%/45.2%, 数据显示房地产销售端在 1H 仍然持续受压, 影响市场对公司业绩的预期。
- 展望政策持续发力, 房地产 2H 回稳:** 环比看, 5 月份房地产开发投资增加 12980 亿元, 环比提升 14.0%, 同期商品房销售面积增加 10970 万平方米, 环比提升 25.8%; 碧桂园 5 月合同销售金额/建筑面积环比提升 23.8%/30.3%, 各指标均出现环比拉升的迹象。我们认为随着国家政策端持续发力, 房地产数据有望在 2H 陆续企稳, 母企碧桂园亦在 5 月被监管机构选定为“示范房企”试水发债显示其优质民企的地位, 种种因素有望减低市场对房地产端所产生的忧虑, 有利公司后续修复估值。
- 估值低位, 看好公司多元发展:** 回顾 2021 年, 公司实现了 288 亿元收入, 同比增长 84.89%。净利润同比提升 56.4%至 43.5 亿元。公司逐渐减少对母公司的依赖, 外拓项目收费管理面积占比同比上升 1 倍至 54.8%, 社区增值/城市服务同比高速增长 92.1%/412.3%。我们看好公司后续在核心物管业务发挥母企规模优势稳健增长时继续发展社区增值、城市服务等业务, 实现多元发展。另外, 公司估值现正处于历史低位, 鉴于房地产有望在日后恢复稳健及公司持续发展住宅物管以外的业务, 我们认为公司业务能够在未来继续维持中高速增长, 是部署时机。
- 维持公司“买入”评级, 目标价 51.91 元港币:** 公司重申维持 2025 年千亿收入目标, 我们认为需靠新业务(如社区增值、城服、商管)的发展, 而且公司需要整理去年并购项目, 过程中可能对公司毛利产生一定压力。我们调整了公司财务预测, 预计 2022/2023/2024 年 EPS 为 1.77/2.48/3.45 元, 公司为大型民企龙头有一定估值溢价, 与国企相约, 我们给予公司 2022 年 25 倍 PE, 目标价 51.91 元港币, 维持“买入”评级。
- 风险因素:** 房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。

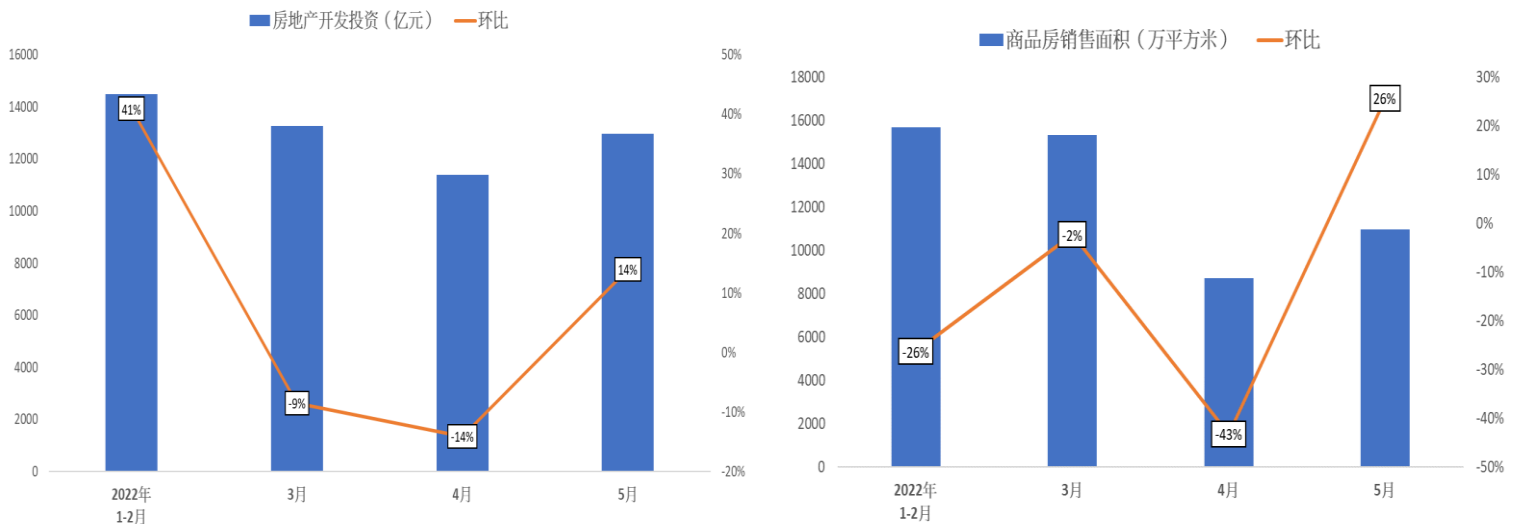
2022-06-16

图表 1: 全国房地产开发投资及商品房销售面积同比



数据来源: 国家统计局, 恒大证券研究中心

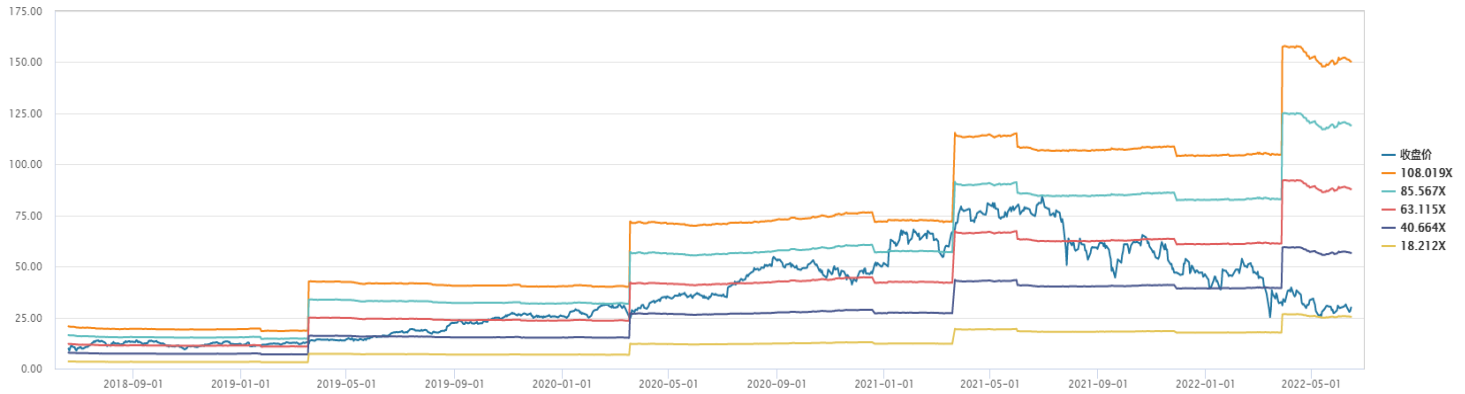
图表 2: 2022 年按月全国房地产开发投资与商品房销售面积及其环比



数据来源: 国家统计局, 恒大证券研究中心

2022-06-16

图表 3: 碧桂园服务 PE Band



数据来源: Wind

图表 4: 2022 年 1H 房地产行业相关政策措施 (部分)

政策类型	措施	城市
税费	降低交易税费	郑州
限购	放松限购	郑州、福州、南昌等
贷款	降低房贷利率	郑州、广州、佛山、徐州等
	降低商贷首付比例	郑州、佛山、重庆、南宁、温州等
	购房补贴	上海、珠海、玉林、惠州、大连、昆明等

数据来源: 政府各网站, 恒大证券研究中心

图表 5: 2022 年 1H 房地产行业中央政策 (部分)

日期	政府部门	内容
16/1/2022	发改委	促进住房消费健康发展。加强预期引导, 探索新的发展模式, 坚持租购并举, 加快发展长租房市场, 逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。推进保障性住房建设, 以人口流入多、房价高的城市为重点, 扩大保障性租赁住房供给。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
24/1/2022	央行	各银行业金融机构要坚持“稳字当头、稳中求进”, 坚持“房子是用来住的, 不是用来炒的”定位, 加强预期引导, 支持房地产企业合理融资需求, 更好满足购房人合理住房需求, 加大住房租赁金融支持, 促进房地产业良性循环和健康发展。
11/2/2022	央行	要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 坚持不将房地产作为短期刺激(…见下页)

2022-06-16

		经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。
16/3/2022	财政部	综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。
16/3/2022	银保监会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展。
29/4/2022	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
18/5/2022	中共中央政治局常委、国务院总理李克强	稳地价稳房价，支持居民合理住房需求，保持房地产市场平稳健康发展。
25/5/2022	国务院	召开全国稳住经济大盘电视电话会议，中共中央政治局常委、国务院总理李克强作重要讲话。确定6方面33条稳经济一揽子政策措施5月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出。要用“放管服”改革的办法优化政策实施流程，密切跟踪实施情况，该完善的及时完善。要发挥中央和地方两个积极性，不断解决两难多难问题，防止单打一、一刀切。

数据来源：政府各网站，恒大证券研究中心

**图表 6：可比公司估值水平**

代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (交易货币)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
6049HK	保利物业	240.82	50.60	1.53	1.96	2.51	3.19	32.79	22.24	17.33	13.65
2869HK	绿城服务	219.25	7.85	0.26	0.33	0.42	0.54	22.57	20.33	15.91	12.61
2669HK	中海物业	238.60	8.44	0.24	0.34	0.45	0.69	27.63	21.34	16.14	12.30
	平均							27.66	21.30	16.46	12.85

数据来源：Wind，恒大证券研究中心

2022-06-16

## 公司财务及预测

图表 7: 损益表及预测

损益表: (人民币, 千)	12/2021	12/2022E	12/2023E	12/2024E
收入	28,843,011	42,352,617	5,812,672	79,432,577
销售成本	(19,979,014)	(29,858,595)	(41,238,871)	(55,205,641)
毛利	8,863,997	12,494,022	17,673,802	24,226,936
销售及营销开支	(337,625)	(507,596)	(721,680)	(993,702)
行政开支	(3,259,384)	(4,926,668)	(7,010,608)	(9,660,987)
其他(亏损)/收益-净额	462,278	1,343,637	1,855,749	2,760,282
经营利润	5,729,266	8,403,395	11,797,263	16,332,529
融资收入	123,212	465,879	648,039	953,191
融资成本	(221,060)	(338,821)	(500,758)	(714,893)
财务收入-净额	(97,848)	127,058	147,281	238,298
应占联营公司收益/(亏损)	41,421	63,529	117,825	198,581
税前利润	5,672,839	8,593,981	12,062,370	16,769,408
所得税开支	1,323,386	2,148,495	3,015,592	4,192,352
少数股东损益	316,058	465,879	677,496	953,191
归属于母公司净利润	4,033,395	5,979,607	8,369,281	11,623,865

数据来源: 公司年报, 公司公告, 恒大证券研究中心

图表 8: 资产负债表及预测

资产负债表: (人民币, 千)	12/2021	12/2022E	12/2023E	12/2024E
<b>非流动资产</b>				
物业、仓房及设备	1,365,576	1,595,429	2,873,608	3,984,641
无形资产	27,944,798	26,594,583	23,894,153	19,843,508
採用权益法入账的投资	397,750	397,750	397,750	397,750
递延所得税资产	149,177	66,024	84,386	99,862
其他非流动资产	5,754,961	8,813,820	11,978,717	16,951,734
非流动资产总额	35,612,262	37,467,606	39,228,614	41,277,495
<b>流动资产</b>				
存货	210,514	120,456	155,960	162,310
贸易及其他应收款项	15,577,884	14,736,390	20,821,191	28,508,678
按公允价值计量且变动计入损益的金融资产	3,656,197	3,656,197	3,656,197	3,656,197
受限制银行存款	137,282	91,805	118,453	115,846
现金及现金等价物	11,618,619	24,259,650	40,614,626	61,385,524
流动资产总额	31,200,496	42,864,498	65,366,427	93,828,556
<b>总资产</b>	66,812,758	80,332,104	104,595,041	135,106,051
<b>权益</b>				
股本及股份溢价	27,202,614	27,202,614	27,202,614	27,202,614
其他储备	468,640	639,191	675,061	594,297
留存收益	8,515,620	14,961,106	24,007,883	36,584,940
非控制性权益	2,186,619	2,652,498	3,329,994	4,283,184
总权益	38,373,493	45,455,408	55,215,551	68,665,035

2022-06-16

<b>非流动负债</b>				
银行及其他借款	442,175	715,290	1,083,996	1,428,121
租赁负债	931,685	1,204,800	1,573,506	1,917,631
递延所得负债	2,274,849	975,935	1,253,553	1,501,446
<b>非流动负债总额</b>	<b>3,648,709</b>	<b>2,896,025</b>	<b>3,911,055</b>	<b>4,847,197</b>
<b>流动负债</b>				
合同负债	4,535,710	7,199,945	11,193,408	16,680,841
贸易及其他应付款项	14,412,941	21,841,767	30,392,483	40,988,298
银行及其他借款	680,363	0	0	0
租赁负债	209,006	0	0	0
其他流动负债	4,952,536	2,938,959	3,882,545	3,924,680
<b>流动负债总额</b>	<b>24,790,556</b>	<b>31,980,671</b>	<b>45,468,435</b>	<b>61,593,819</b>
<b>负债总额</b>	<b>28,439,265</b>	<b>34,876,696</b>	<b>49,379,490</b>	<b>66,441,016</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>66,812,758</b>	<b>80,332,104</b>	<b>104,595,041</b>	<b>135,106,051</b>

数据来源：公司年报，公司公告，恒大证券研究中心

**图表 9：现金流量表及预测**

<b>现金流量表：</b> (人民币，千)	12/2021	12/2022E	12/2023E	12/2024E
<b>经营活动现金流量</b>				
净利润		5,979,607	8,369,281	11,623,865
折旧与摊销		(1,473,117)	(2,897,073)	(4,316,113)
营运资金变动及其他		18,538,993	25,107,943	30,276,780
<b>经营活动所得/（所用）现金净额</b>	<b>-</b>	<b>14,966,000</b>	<b>17,092,387</b>	<b>21,459,149</b>
<b>投资活动现金流量</b>				
资本开支		(1,092,461)	(1,474,822)	(1,376,501)
<b>投资活动所得/（所用）现金净额</b>	<b>-</b>	<b>(1,092,461)</b>	<b>(1,474,822)</b>	<b>(1,376,501)</b>
<b>融资活动现金流量</b>				
净借贷		(1,232,508)	737,411	688,250
<b>融资活动所得/（所用）现金净额</b>	<b>-</b>	<b>(1,232,508)</b>	<b>737,411</b>	<b>688,250</b>
<b>现金及现金等价物增加/（减少）净额</b>		<b>12,641,031</b>	<b>16,354,976</b>	<b>20,770,898</b>
年初现金及现金等价物		11,618,619	24,259,650	40,614,626
现金及现金等价物汇兑损失		0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>11,618,619</b>	<b>24,259,650</b>	<b>40,614,626</b>	<b>61,385,524</b>

数据来源：公司年报，恒大研究中心

2022-06-16

图表 10: 主要财务指标

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>增长率 (%)</b>					
收入	61.75	84.89	46.84	39.10	34.83
毛利	73.64	67.25	40.95	41.46	37.08
经营利润	83.69	57.81	46.67	40.39	38.44
净利润	48.35	50.79	39.96	38.89	26.49
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率 (%)	33.97	30.73	29.50	30.00	30.50
EBITDA	24.02	21.74	23.32	24.94	26.00
净利率	17.13	13.75	14.12	14.21	14.63
ROE	24.48	14.54	14.27	16.63	18.77
ROA	12.30	8.09	8.13	9.05	9.70
<b>偿债能力 (倍)</b>					
负债比率 (%)	48.21	42.57	43.42	47.21	49.18
流动比率	1.64	1.26	1.34	1.44	1.52
速动比率	1.63	1.25	1.34	1.43	1.52
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.72	0.59	0.58	0.64	0.66
应收账款周转天数	122.68	125.00	127.00	129.00	131.00
应付账款周转天数	264.90	265.00	267.00	269.00	271.00
存货周转天数	2.67	3.17	2.02	1.22	1.05
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.98	1.18	1.77	2.48	3.45
每股净资产	4.80	11.39	13.49	16.39	20.38

数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

## 风险因素

房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。



2022-06-16

## 免责声明

### 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

### 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

### 免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；  
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；  
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+852 3550 6934

传真：+852 3550 6999