

2022-06-22

股票 | 香港 | 公司更新 **公司报告**

金科服务 (9666. HK)

评级	买入
当前价 (21/6/2022)	20.65 港币
目标价	39.64 港币
市值	134.81 亿港元
股数 (百万)	652.85
52 周价最高	75.70 港币
52 周价最低	17.64 港币

主要财务数据

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)	5,968	8,650	11,904	15,631
增长 (%)	77.01	44.92	37.62	31.31
每股盈利(元)	1.62	2.18	2.94	3.98
增长 (%)	71.45	34.85	34.80	35.26
ROE (%)	14.13	16.88	18.72	20.25
市盈率 (倍)	10.54	7.82	5.80	4.29
市账率 (倍)	2.09	1.69	1.32	1.05

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

金科服务一年股价变化



公司/指数	价格变动
碧桂园服务 (6098 HK)	-68.5%
恒生指数	-25.7%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

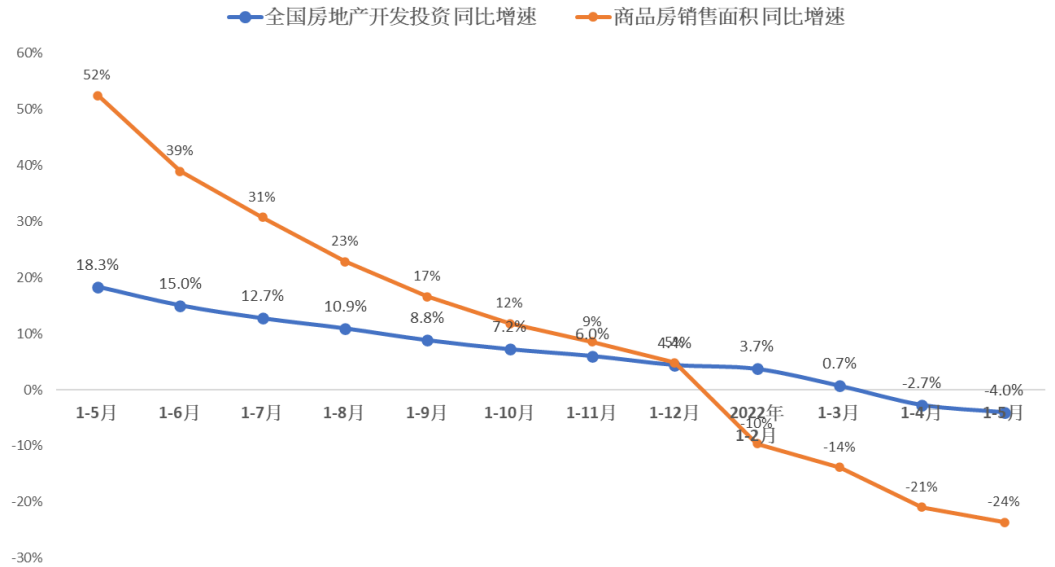
lolo.wong@gisf.hk

房地产波动，看好公司迈向独立发展

- **事件:** 房地产波动影响公司来自母企金科股份关联业务未来的表现，相应更新了公司的财务预测，并调整目标价至 39.64 元港币，维持“买入”评级。
- **母企影响公司关联房企业务:** 6月18日，公司母企金科股份因深交所的关注和询问就现金流等一系列问题进行了信息披露，其中指出“在兼顾发展和现金流安全的前提下，投资量入为出，2021年投资规模同比下降约60%，2022年1-4月仍然暂停土地投资工作”。同时国家统计局公布的最新1-5月份全国房地产开发投资/商品房销售面积同比下降4.0%/23.6%。上述影响到公司关联房企未来交付的在管面积规模以及与关联房企关系较为密切的非业主增值服务，因此我们调整了这些业务的盈利预测。
- **环比数据拉升，展望房地产2H回稳:** 根据国家统计局，虽然同比数据持续下降，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/销售额增加10970万平方米/10548亿元，环比提升25.8%/29.7%，指标出现环比拉升的迹象，而且同比下降幅度有减低的趋势。随着中央+地方政府政策持续发力，房地产数据有望在2H陆续企稳，稳健的房地产行业有利整个物业管理行业的发展。
- **继续看好公司新业务增长，迈向独立发展:** 回顾2021年，尽管房地产出现波动，公司收入/净利润能够实现82.9%/70.3%的高增长，其中社区增值/本地生活服务同比增长达566.0%/121.7%。同时，公司来自非关联房企的在管面积达1.37亿平方米，占总面积57.7%，市托能力进一步加强，能够在日后持续减少关联房企项目下降的影响。看好公司未来继续改善收入结构，持续扩充产品种类以发展社区增值、本地生活服务等业务曲线，减低对母企的依赖，展现公司独立运营的能力。
- **维持公司“买入”评级，目标价39.64港币:** 因应公司母企阶段性波动，我们调整了公司的盈利预测，预计公司2022/2023/2024的归母净利润为14.3/19.2/26.0亿元，对应同比增速为34.9%/34.8%/35.3%，相较前预测分别下调9.6/7.7/2.4个百分点，EPS为2.18/2.94/3.98元。考虑到公司外拓能力较强，社区增值、本地生活服务高速增长，给予公司2022年15倍PE，目标价39.64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。

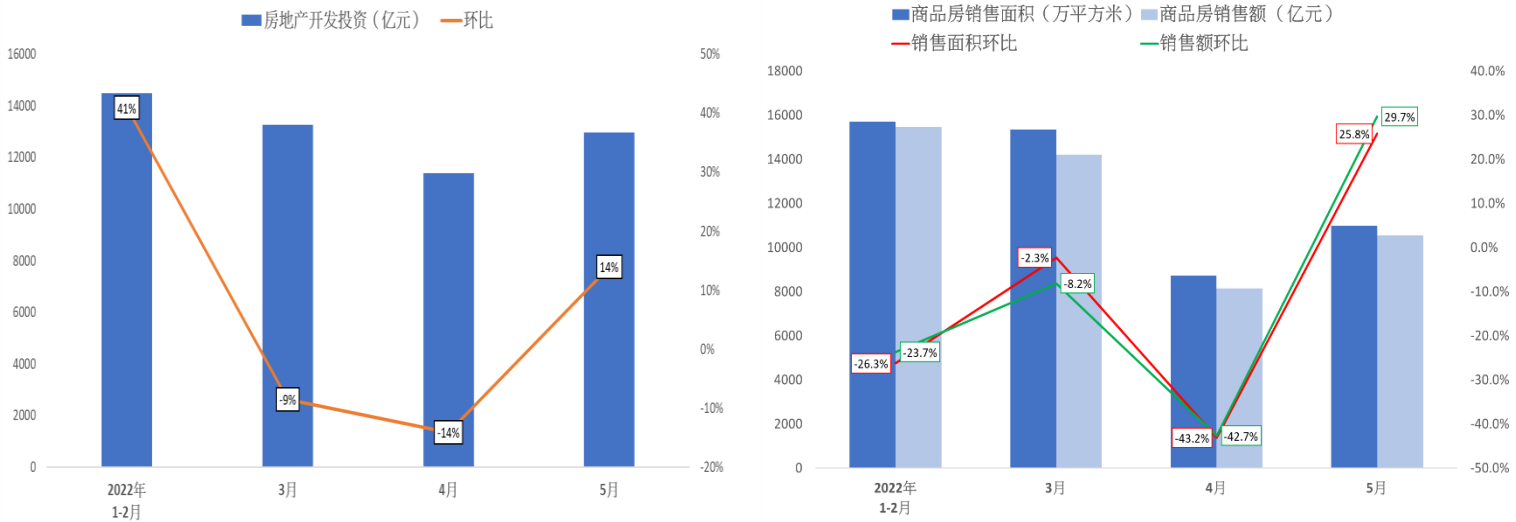
2022-06-22

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

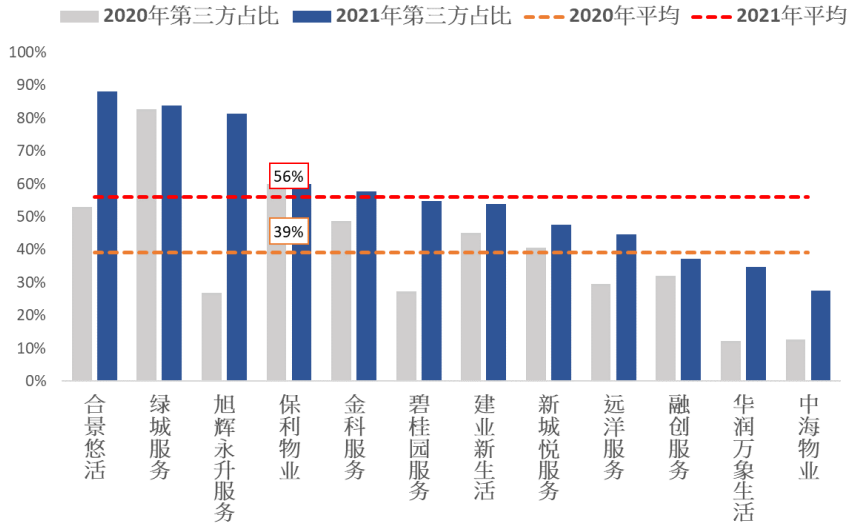
图表 2: 2022 年按月全国房地产开发投资与商品房销售面积、销售额及其环比



数据来源: 国家统计局, 恒大证券研究中心

2022-06-22

图表 3: 公司外拓能力 (第三方在管面积占比) 高于行业平均水平



数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

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。
		(…见下页)

2022-06-22

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: PE 估值分析 - 公司估值处于历史底部



数据来源：Wind，橙/蓝/红横线分别为：+1 标准差/平均/-1 标准差

2022-06-22

图表 7: 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
6098HK	碧桂园服务	946.86	33.00	1.28	1.75	2.44	3.34	31.86	15.76	11.27	8.25
1995HK	旭辉永升服务	141.79	9.50	0.37	0.50	0.69	0.91	28.08	16.11	11.75	8.88
1755HK	新城悦服务	67.39	9.09	0.62	0.91	1.26	1.61	15.13	8.48	6.13	4.79
平均								25.02	13.45	9.72	7.31

数据来源: Wind, 恒大证券研究中心

2022-06-22

## 公司财务及预计

图表 8: 损益表及预测

损益表: (人民币, 千)	12/2021	12/2022E	12/2023E	12/2024E
收入	5,968,448	8,649,601	11,903,653	15,631,042
销售成本	(4,122,024)	(6,107,226)	(8,380,172)	(10,945,400)
毛利	1,846,434	2,542,375	3,523,481	4,685,642
销售及营销开支	(3,073)	18,322	25,141	32,836
行政开支	(481,288)	732,867	1,005,621	1,258,721
其他(亏损)/收益-净额	(70,462)	27,352	(32,367)	(60,118)
经营利润	1,291,611	1,818,538	2,460,354	3,333,967
融资收入	26,732	129,744	178,555	226,650
融资成本	(1,591)	(108,120)	(148,796)	(187,573)
财务收入-净额	25,141	21,624	29,759	39,078
联营公司和合营企业的净(亏损)/收益	4,101	0	0	0
税前利润	1,320,853	1,840,162	2,490,113	3,373,044
所得税开支	(244,023)	(349,631)	(473,121)	(640,878)
少数股东损益	(19,648)	(64,872)	(95,229)	(132,864)
归属于母公司净利润	1,057,182	1,425,659	1,921,762	2,599,302

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图表 9: 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	90,219	135,625	204,642	261,886
商誉	410,041	410,041	410,041	410,041
无形资产	130,752	117,597	99,180	77,079
于联营公司和合营企业的投资	47,159	47,159	47,159	47,159
其他应收款项及预付款项	92,774	0	0	0
递延所得税资产	19,936	11,177	12,209	14,441
其他非流动资产	192,625	211,871	228,822	240,872
非流动资产总额	983,506	933,469	1,002,053	1,051,478
<b>流动资产</b>				
存货	22,866	14,988	18,042	18,632
其他资产	53,320	62,721	58,881	58,307
贸易应收款项、应收票据、其他应收款项及预付款项	4,210,273	4,739,507	5,870,295	7,280,211
受限制现金	2,083	1,301	1,249	1,544
现金及现金等价物	4,922,276	7,135,065	9,466,692	12,273,742
流动资产总额	9,455,987	11,953,582	15,415,159	19,632,437
总资产	10,439,493	12,887,052	16,417,212	20,683,915
<b>权益</b>				
实收资本/股本	652,848	652,848	652,848	652,848
其他储备	5,800,761	5,673,571	5,773,071	5,838,786
保留盈利	1,203,396	2,693,927	4,710,919	7,443,085
非控制性权益	72,971	137,843	233,072	365,936

2022-06-22

<b>总权益</b>	<b>7,729,976</b>	<b>9,196,714</b>	<b>11,443,107</b>	<b>14,405,751</b>
<b>非流动负债</b>				
银行及其他借款	0	18,044	38,343	56,612
租赁负债	176,281	218,318	238,617	256,886
递延所得税负债	16,968	6,195	7,946	10,370
<b>非流动负债总额</b>	<b>193,249</b>	<b>242,557</b>	<b>284,907</b>	<b>323,869</b>
<b>流动负债</b>				
贸易应付款项、应付票据及其他应付款项	1,725,480	2,342,498	3,214,313	4,048,299
租赁负债	23,993	0	0	0
合约负债	586,192	1,037,952	1,428,438	1,875,725
即期所得税负债	180,603	105,856	119,645	135,368
<b>流动负债总额</b>	<b>2,516,268</b>	<b>3,486,306</b>	<b>4,762,396</b>	<b>6,059,392</b>
<b>负债总额</b>	<b>2,709,517</b>	<b>3,728,863</b>	<b>5,047,303</b>	<b>6,383,260</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>10,439,493</b>	<b>12,887,052</b>	<b>16,417,212</b>	<b>20,683,915</b>

数据来源：公司通告，恒大证券研究中心

图表 10：现金流量表及预测

现金流量表： (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		1,425,659	1,921,762	2,599,302
折旧与摊销		(36,685)	(48,318)	(57,782)
营运资金变动及其他		922,421	533,454	333,968
<b>经营活动所得/（所用）现金净额</b>	<b>-</b>	<b>2,311,395</b>	<b>2,406,898</b>	<b>2,875,488</b>
<b>投资活动现金流量</b>				
资本开支		(110,700)	(115,870)	(104,976)
<b>投资活动所得/（所用）现金净额</b>	<b>-</b>	<b>(110,700)</b>	<b>(115,870)</b>	<b>(104,976)</b>
<b>融资活动现金流量</b>				
净借贷		(12,095)	(40,599)	(36,539)
<b>融资活动所得/（所用）现金净额</b>	<b>-</b>	<b>(12,095)</b>	<b>(40,599)</b>	<b>(36,539)</b>
<b>现金及现金等价物增加/（减少）净额</b>		<b>2,212,789</b>	<b>2,331,627</b>	<b>2,807,050</b>
年初现金及现金等价物	4,922,276	7,135,065	9,466,692	12,273,742
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>4,922,276</b>	<b>7,135,065</b>	<b>9,466,692</b>	<b>12,273,742</b>

数据来源：公司年报，恒大研究中心

2022-06-22

图表 11: 主要财务指标

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>增长率 (%)</b>					
收入	44.86	77.01	44.92	37.62	31.31
毛利	58.77	82.94	37.69	38.59	32.98
经营利润	68.85	70.30	40.80	35.29	35.51
净利润	68.27	71.45	34.85	34.80	35.26
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率 (%)	29.93	30.94	29.39	29.60	29.98
EBITDA	22.57	21.78	21.45	21.07	21.70
净利率	18.29	17.71	16.48	16.14	16.63
ROE	15.93	14.13	16.88	18.72	20.25
ROA	9.70	11.09	12.22	13.12	14.01
<b>偿债能力 (倍)</b>					
负债比率 (%)	16.09	25.95	28.93	30.74	30.86
流动比率	6.35	3.76	3.43	3.24	3.24
速动比率	6.33	3.75	3.42	3.23	3.24
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.53	0.63	0.74	0.81	0.84
应收账款周转天数	220.26	177.10	188.83	162.66	153.54
应付账款周转天数	175.94	115.32	121.56	121.01	121.09
存货周转天数	1.71	1.73	1.13	0.72	0.61
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.94	1.62	2.18	2.94	3.98
每股净资产	11.08	11.84	14.03	17.42	21.91

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。



2022-06-22

## 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