

评级 买入(维持)

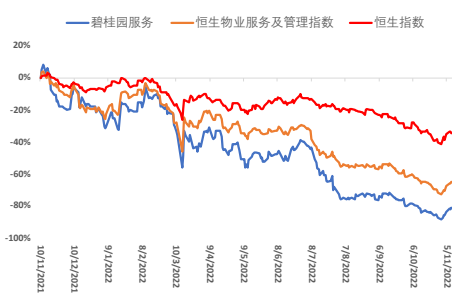
| | |
|-----------------|------------|
| 当前价 (9/11/2022) | 10.82 港元 |
| 目标价 | 25.55 港元 |
| 市值 | 364.97 亿港元 |
| 股数 (百万) | 3,373.13 |
| 52 周价最高 | 62.60 港元 |
| 52 周价最低 | 6.86 港元 |

主要财务数据

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(百万元) | 28,843 | 43,837 | 60,584 | 79,508 |
| 增长(%) | 84.89% | 51.98% | 38.20% | 31.24% |
| 每股盈利(元) | 1.18 | 1.56 | 2.17 | 2.95 |
| 增长(%) | 20.57 | 32.51 | 39.10 | 35.87 |
| ROE(%) | 14.54 | 12.64 | 14.88 | 16.72 |
| 市盈率(倍) | 8.51 | 6.42 | 4.62 | 3.40 |
| 市账率(倍) | 2.28 | 1.83 | 1.42 | 1.12 |

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) | -81% |
| 恒生生物业及管理指数 | -65% |
| 恒生指数 | -35% |

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析师

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

碧桂园服务 (6098. HK)

收购合富辉煌: 彰显实力, 提振信心

- 事件:** 碧桂园服务 (公司) 在 2022 年 11 月 9 日 (星期三) 晚间发布自愿公告, 宣布收购合富辉煌集团控股有限公司 1.45 亿股股份, 占合富辉煌已发行股本约 21.47%, 总代价约为 2.33 亿港元, 于收购事项完成后, 公司持有的合富辉煌已发行股本由约 3.53% 提升至 25.00%。收购事项的完成现时预期将于 2022 年 12 月 31 日或之前作实。
- 增强房地产经纪服务业务实力。** 合富辉煌为一家历史悠久的物业代理服务提供商, 长期积累客户资源并把线下的营销优势与数字化的运营模式相结合, 经营能力保持在行业前列, 其物业代理服务业务覆盖中国内地 200 多个城市的 1,700 多个代理项目。预计本次收购公司可以受益于合富辉煌在物业代理服务领域良好的资源布局、口碑和成功经验, 并可以共享在房地产经纪服务的在线下资源, 提高运营效率, 增强房地产经纪服务业务版图的实力。我们亦留意到公司在公告中特别提到, 公司已形成以房地产经纪服务 (服务业主资产管理需求, 深耕二手房房屋租赁) 为核心业务板块之一的社区增值服务。从合富辉煌业务性质以及自愿公告内容, 可见此次收购释放了公司将大力发展房地产经纪服务业务的信号, 从而在房地产逐渐踏进存量博弈的背景下优化营收结构, 巩固市场领先地位。
- 收购行为提振市场信心。** 近期资金问题继续拖累着房地产行业, 继而使市场担心物企尤其在资金方面的独立性, 担忧物企的资金会被遇上债务问题的关联方房企挪用, 影响其日常运作以及增长能力, 因此物管行业估值一直受压。公司在公告中表示预期此次收购项目的代价将由公司的内部资源拨付, 能够一定程度证明公司仍然有充足的资金去继续扩大自身的业务规模, 而且资金独立于关联房企, 能够按照最大化公司及公司股东利益的方向使用, 提振市场对公司的信心。同时, 公司的估值近期一直在历史底部徘徊, 公司在这个时间点自愿宣布收购行动可能代表公司认为其现时估值已经反映了所有不利因素, 股价应随着公司的业务增长而回升, 也能够提振市场对公司的信心。
- 投资建议:** 预计本次收购能够扩大公司业务规模, 并深化社区增值服务 (房地产经纪服务), 而且能够一定程度提振市场对公司的信心。维持前盈利预测, 预计 2022/2023/2024 年 EPS 为 1.56/2.17/2.95 元, 当前股价对应 PE 为 6.42/4.62/3.40 倍。维持“买入”评级以及目标价 25.55 港元。
- 风险因素:** 房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。

图 1: 碧桂园服务 PE Band



数据来源: Bloomberg, 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。

2022-11-10

表 1: 财务报表及盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 损益表 | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 人民币百万元 | | | | | 人民币百万元 | | | | |
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 物业、仓房及设备 | 1,366 | 1,595 | 2,874 | 3,985 | 收入 | 28,843 | 43,837 | 60,584 | 79,508 |
| 无形资产 | 27,945 | 26,595 | 23,894 | 19,844 | 销售成本 | (19,979) | (32,001) | (43,924) | (57,246) |
| 采用权益法入账的投资 | 398 | 398 | 398 | 398 | 毛利 | 8,864 | 11,836 | 16,661 | 22,262 |
| 递延所得税资产 | 149 | 66 | 84 | 100 | 销售及营销开支 | (338) | (544) | (769) | (1,030) |
| 其他非流动资产 | 5,755 | 8,594 | 11,732 | 17,009 | 行政开支 | (3,259) | (5,280) | (7,467) | (10,018) |
| 非流动资产总额 | 35,612 | 37,248 | 38,982 | 41,335 | 其他(亏损)/收益-净额 | 462 | 1,440 | 1,977 | 2,862 |
| 存货 | 211 | 120 | 156 | 162 | 经营利润 | 5,729 | 7,452 | 10,402 | 14,076 |
| 贸易及其他应收款项 | 15,578 | 15,253 | 21,412 | 28,536 | 融资收入 | 123 | 482 | 666 | 954 |
| 按公允价值计量且变动计入损益的金融资产 | 3,656 | 3,656 | 3,656 | 3,656 | 融资成本 | (221) | (351) | (515) | (716) |
| 受限制银行存款 | 137 | 92 | 118 | 116 | 财务收入-净额 | (98) | 132 | 151 | 239 |
| 现金及现金等价物 | 11,619 | 25,090 | 40,852 | 59,427 | 应占联营公司收益/(亏损) | 41 | 66 | 121 | 199 |
| 流动资产总额 | 31,200 | 44,211 | 66,195 | 91,897 | 税前利润 | 5,673 | 7,649 | 10,674 | 14,513 |
| 总资产 | 66,813 | 81,459 | 105,177 | 133,232 | 所得税开支 | 1,323 | (1,912) | (2,669) | (3,628) |
| 股本及股份溢价 | 27,203 | 27,203 | 27,203 | 27,203 | 少数股东损益 | 316 | 482 | 697 | 954 |
| 其他储备 | 469 | 639 | 675 | 594 | 归母公司净利润 | 4,033 | 5,255 | 7,309 | 9,931 |
| 留存收益 | 8,516 | 14,252 | 22,258 | 33,143 | 主要财务指标 | | | | |
| 非控制性权益 | 2,187 | 2,669 | 3,366 | 4,320 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 总权益 | 38,373 | 44,763 | 53,501 | 65,260 | 增长率 (%) | | | | |
| 银行及其他借款 | 442 | 715 | 1,084 | 1,428 | 收入 | 84.89 | 51.98 | 38.20 | 31.24 |
| 租赁负债 | 932 | 1,205 | 1,574 | 1,918 | 毛利 | 67.25 | 33.53 | 40.76 | 33.62 |
| 递延所得税负债 | 2,275 | 976 | 1,254 | 1,501 | 经营利润 | 57.81 | 30.07 | 39.58 | 35.33 |
| 非流动负债总额 | 3,649 | 2,896 | 3,911 | 4,847 | 净利润 | 50.79 | 32.51 | 39.10 | 35.87 |
| 合同负债 | 4,536 | 7,452 | 11,511 | 16,697 | 盈利能力 (%) | | | | |
| 贸易及其他应付款项 | 14,413 | 23,409 | 32,371 | 42,503 | 毛利率 | 30.73 | 27.00 | 27.50 | 28.00 |
| 银行及其他借款 | 680 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 21.74 | 20.36 | 21.95 | 23.13 |
| 租赁负债 | 209 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 13.75 | 11.99 | 12.06 | 12.49 |
| 其他流动负债 | 4,953 | 2,939 | 3,883 | 3,925 | ROE | 14.54 | 12.64 | 14.88 | 16.72 |
| 流动负债总额 | 24,791 | 33,800 | 47,765 | 63,125 | ROA | 8.09 | 7.09 | 7.83 | 8.33 |
| 负债总额 | 28,439 | 36,696 | 51,676 | 67,972 | 偿债能力 (倍) | | | | |
| 权益及负债总额 | 66,813 | 81,459 | 105,177 | 133,232 | 负债比率 (%) | 42.57 | 45.05 | 49.13 | 51.02 |
| | | | | | 流动比率 | 1.26 | 1.34 | 1.31 | 1.39 |
| | | | | | 速动比率 | 1.25 | 1.30 | 1.38 | 1.45 |
| | | | | | 营运能力 (天) | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 (次) | 0.59 | 0.59 | 0.65 | 0.67 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 125.00 | 127.00 | 129.00 | 131.00 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 265.00 | 267.00 | 269.00 | 271.00 |
| | | | | | 存货周转天数 | 3.17 | 1.89 | 1.15 | 1.01 |
| | | | | | 每股指标 (人民币) | | | | |
| | | | | | EPS | 1.18 | 1.56 | 2.17 | 2.95 |
| | | | | | 每股净资产 | 11.39 | 13.29 | 15.88 | 19.37 |

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

2022-11-10

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，需在允许的范围内使用，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

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999