

碧桂园服务(6098.HK)

评级 **买入(维持)**

当前价 (9/12/2022)	23.95 港元
目标价	25.55 港元
市值	807.86 亿港元
股数 (百万)	3,373.13
52 周价最高	54.35 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)	18.84	14.22	10.22	7.52
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)	-55.57%
恒生生物业及管理指数	-37.78%
恒生指数	-17.06%

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

大股东出售股份短期利空，不影响公司发展

- 事件:** 碧桂园服务(公司)在2022年12月11日(星期日)晚间发布公告,宣布公司控股股东杨惠妍女士同意出售其现有合共2.37亿股公司股份(占已发行股本总额的7.03%)予若干独立投资者。
- 本次折让配售可能短期利空,但不影响公司发展。** 公司非执行董事、董事会主席兼本公司控股股东杨惠妍女士知会其全资拥有的必胜有限公司已与 J.P. Morgan Securities plc 签订配售协议。必胜有限公司同意出售其现有合共2.37亿股公司股份(约占公司于公告日期已发行股本总额的7.03%)予若干独立投资者,每股配售股份售价为21.33港元,较上一个交易日股价折让10.94%,总代价约为50.55亿港元。出售事项后,杨女士公司持股将由14.55亿股减少至12.18亿股,持股比例将由43.15%降至36.12%,但仍为公司控股股东。市场可能将本次公司控股股东作出7%的较大幅度折让减持行为与公司“兄弟”公司碧桂园连上关系,控股股东可能套现资金以缓助碧桂园的资金需要,例如通过借款等方式支持碧桂园,在此角度看可能释出一定程度的利空。但换个角度看,控股股东减持股权套现以帮助地产公司虽貌似物管公司“输血”给地产公司,但实际上减持股权并不会影响到公司内部资金,不会对公司运营、业绩产生影响(影响运营的输血例子可参考[金科服务\(9666.HK\): 计划与金科股份订立贷款协议,削弱经营独立性](#)),而且杨女士在减持后仍为公司控股股东,公司的控制权没有产生变化,因此预计本次配售不会对公司运营产生不利影响。
- “三箭齐发”助物管板块重回市场关注。** 近期中央政府加强对房地产政策放松的力度,最大的体现就是房地产行业当前处于“三箭齐发”(允许信贷、债权、股权融资)的格局,房企融资渠道大大增加从而舒缓资金压力,能够持续维持交付实现保交楼,重塑居民对房地产行业的信心。碧桂园亦在近期短短1个月间作出2次配股,涉及资金约90亿港元,持续舒缓资金压力。物管板块早前一直受房地产资金问题拖累,在房地产资金压力持续减缓时,市场可能对房地产行业重塑信心并预期有基本面的复苏,物企未来业务发展的不确定性也能够一定程度上消除,利好自身业务性质稳定,业绩保持增长的物管板块持续受市场关注。
- 投资建议:** 预计本次折让配售可能短期利空,但不影响公司业务发展。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: 碧桂園服务 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。

2022-12-12

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

2022-12-12

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