

證券業務部每周證券評論

碧桂園服務控股有限公司 (股份代號: 06098)

Country Garden Services Holdings Co., Ltd.

12 AUG 2019

前日收市價 (09/08/2019)	\$18.08
目標價	\$21.68

公司簡介

碧桂園服務控股有限公司(以下稱“碧桂園服務”或“集團”),集團於1992創立,並於2018年6月19日由碧桂園(02007.HK)以介紹形式分拆在於香港聯合交易所主版上市。碧桂園服務是中國領先的住宅物業管理及服務運營商。集團主要業務包括:物業管理服務、社區增值服務及非業主增值服務。物業管理組合已涵蓋住宅、商業物業、寫字樓、多功能綜合樓、政府、醫院及其他公共設施、產業園、高速公路服務站、公園及學校等多種業態。此外,集團拓展至城市公共設施營運及維護、智慧產城運營服務及「三供一業(即供水/供電/供熱以及物業管理)」改革新藍海市場;社區增值服務具體包括:(1)家居生活服務,如購物協助、家政、綠化、園藝、拎包入住、生活團購及其他定制服務;(2)房地產經紀服務包括房產中介、房產投資諮詢、房屋短租、託管服務、財產保險;(3)園區空間服務,其中包括場地運營以及社區傳媒等;非業主增值服務包括:(1)物業開發商的售前業務管理諮詢服務,以及為其他物業管理公司管理的物業提供諮詢服務,(2)在交付前階段向物業開發商提供開荒清潔、綠化及維修保養服務,(3)車位及房屋尾盤的代理銷售及租賃服務。截至2018年12月31日,集團的合同管理總面積約達505.0百萬平方米,收費管理總面積約達181.5百萬平方米,管理840個物業項目,管理範圍覆蓋中國31個省、市及自治區的超過280多個城市及海外馬來西亞,向超過140萬業主提供有品質的物管服務。

股份資料(截止09/08/2019)

52周高位:	HK\$19.92
52周低位:	HK\$9.54
市值:	HK\$48,251.2 (百萬)
已發行股數:	2,668.8(百萬)
買賣單位:	1000股

重點財務數據

(截至31/12/2018止)

每股基本盈利 (虧損)	人民幣0.3019元
全年每股股息	人民幣0.175元
市盈率(x)	12.36
市帳率(x)	1.57
派息比率	57.966%

資料來源:

彭博、碧桂園服務控股有限公司、AA Stock

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

業績回顧(截至31/12/2018止)

截至2018年12月31日止的12個月,集團的營業額同比增長49.8%至46.75億元(人民幣,下同);毛利同比增長70.1%至17.62億元;毛利率為37.7%較去年同期的33.2%提升了4.5個百分點;股東應佔溢利同比增長1.3倍至9.23億元;每股基本盈利同比增長1.3倍至人民幣0.3693元。

財務方面,截止2018年12月31日止,集團的資產總值為55.22億元,較2017年12月31日的34.77億元,增長58.8%;負債總額為31.92億元,較2017年12月31日的19.35億元,增長65%;集團持有的現金及現金等價物為38.69億元,較2017年12月31日的26.34億元,增加46.9%;集團的流動比率為1.49x,較2017年12月31日的1.75x下降了0.25x。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2018	2017	變動%
人民幣千元			
收入	4,675,287	3,121,852	49.8%
毛利	1,761,622	1,035,586	70.1%
毛利率	37.7%	33.2%	4.5%
股東應佔利潤	923,154	401,743	129.8%
每股基本盈利(人民幣元)	0.3693	0.1607	129.8%
資產及負債概要(人民幣千元)	2018年12月31日	2017年12月31日	變動
總資產	5,521,894	3,477,120	58.8%
總負債	3,192,188	1,935,014	65.0%
流動比率(x)	1.49	1.75	(0.25)
現金及現金等價物	3,868,921	2,634,297	46.9%
資產負債比率(%)	N/A	N/A	N/A

資料來源:碧桂園服務控股有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

	截至12月31日止12個月				
	2018		2017		變動%
收入(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
物業管理服務	73.7%	3,445,489	91.1%	2,544,665	35.4%
社區增值服務	8.9%	417,220	8.7%	241,818	72.5%
非業主增值服務	16.9%	791,084	11.7%	328,016	141.2%
其他服務	0.5%	21,494	0.3%	7,353	192.3%
總計	83.1%	4,675,287	100.0%	2,793,836	67.3%
分部盈利(人民幣千元)	2018		2017		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
物業管理服務	73.9%	1,097,658	83.5%	747,903	46.8%
社區增值服務	18.6%	275,763	15.6%	139,621	97.5%
非業主增值服務	25.6%	380,327	15.8%	141,855	168.1%
其他服務	0.5%	7,874	0.7%	6,207	26.9%
總計	100.0%	1,485,859	100.0%	895,965	65.8%
毛利率(人民幣千元)	2018		2017		變動%
	%		%		
物業管理服務	31.9%		29.4%		2.5%
社區增值服務	66.1%		57.7%		8.4%
非業主增值服務	48.1%		43.2%		4.9%
總計	37.7%		33.2%		4.5%

資料來源: 碧桂園服務控股有限公司

1. 分地區的表現及運營數據。

物業管理服務：佔集團整體收入 73.7%的物業管理服務分部，其 2018 年收入同比增長 35.4%至 34.45 億元。分部收入的增長主要由於集團的在管面積及管理費均有增長。分部盈利同比增長 46.8%至 10.98 億元。分部毛利率同比提升 2.5 個百分點至 31.9%；

社區增值服務：佔集團整體收入 8.9%的社區增值服務分部，其 2018 年的收入同比增長 72.5%至 4.17 億元。分部收入增長主要由於家居服務的收入同比增長 1.02 倍至 2.51 億元，房地產經紀服務的收入同比增長 28%至 1.06 億元。分部盈利同比增長 97.5%至 2.76 億元。分部毛利率為 66.1%較去年同期的 57.7%提升了 8.4 個百分點；

非業主增值服務：佔集團整體收入 16.9%的非業主增值服務分部，其 2018 年的收入同比增長 1.41 倍至 7.91 億元。分部收入增長主要由於：(i)碧桂園集團在 2018 年良好的銷售業績，集團提供售前業務管理的諮詢服務所涉及項目個數大幅增加以及部份項目收費模式由酬金制轉為包幹制；(ii)集團於 2018 年 9 月 18 日起接受碧桂園集團委託 對其提供車位及房屋尾盤的代理銷售及租賃服務收取代理費，帶來約人民幣 66.7 百萬元的新增收入；(iii)交付前開荒清潔及其他服務有所增長。分部盈利同比增長 1.68 倍至 3.80 億元。分部毛利率為 48.1%較去年同期的 43.2%提升了 4.9 個百分點。

2. 管理規模續擴。現時物業管理服務的收入佔集團整體收入超過 70%。截至 2018 年 12 月 31 日，集團的項目遍佈中國境內 31 個省、市及自治區的超過 280 個城市，以及海外的馬來西亞，合同管理總面積約達 505.0 百萬平方米。旗下共管理 840 項物業及向約 140 萬戶業主提供物業管理服務。收費管理總面積約為 181.5 百萬平方米，其中馬來西亞項目的收費管理面積為 1.1 百萬平方米。

圖表三

下表載列於所示日期或期間(i)我們收費管理面積，及(ii)我們管理分別由碧桂園集團及獨立第三方物業開發商開發的物業所得收入明細：

	截至2018年12月31日止年度/ 截至2018年12月31日				截至2017年12月31日止年度/ 截至2017年12月31日			
	收入 (人民幣千元)	(%)	收費管理面積 (千平方米)	(%)	收入 (人民幣千元)	(%)	收費管理面積 (千平方米)	(%)
由碧桂園集團 開發的物業	3,054,342	88.6	145,475	80.1	2,348,756	92.3	109,427	89.1
由獨立第三方物業 開發商開發的 物業	391,147	11.4	36,033	19.9	195,909	7.7	13,331	10.9
總計	3,445,489	100.0	181,508	100.0	2,544,665	100.0	122,758	100.0

資料來源: 特步國際控股有限公司

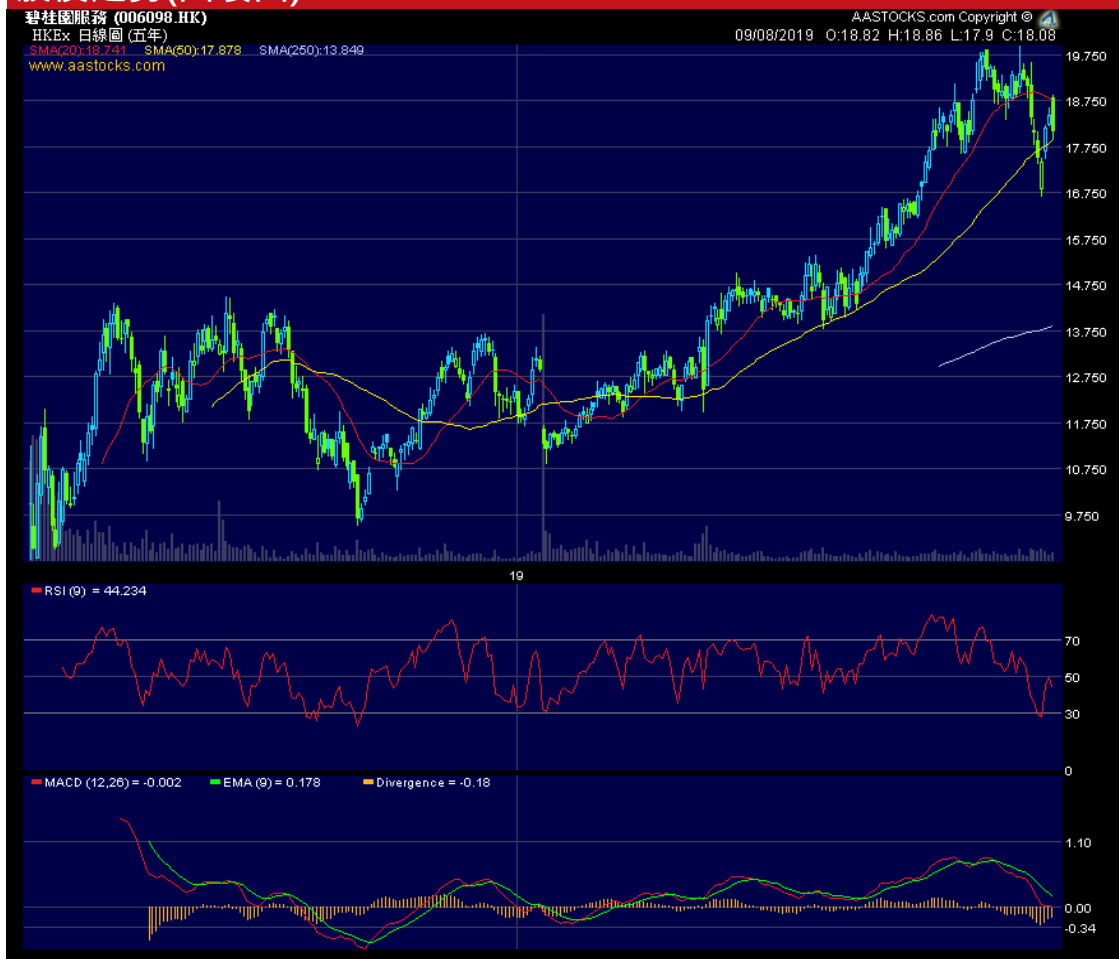
截至 2018 年 12 月 31 日止，集團收費管理面積由 2017 年同期的約 122.8 百萬平方米增加約 58.7 百萬平方米至約 181.5 百萬平方米，增長 47.9%；其中，由獨立第三方物業開發商開發的物業收費管理面積增幅約為 170.3%。佔總收費管理面積比由 2017 年同期的 10.9%上升 9 個百分點至 19.9%。2018 年，集團的收繳率保持去年同期高位，並繼續提升 0.92 個百分點，達到 95.37%。

投資要點及利好因素

2018年11月26日集團以總代價人民幣6.83億元從史女士、帕拉丁股權投資及／或帕拉丁合夥企業手上，取得五間主要於中國從事物業管理業務公司之股權，當中包括北京盛世物業70%股權（2019年3月19日以代價人民幣9,000萬元完成收購餘下的30%股權），以及上海睿靖、成都清華逸家物業、南昌市潔佳物業、成都佳祥物業管理的100%股權。令到2018年底止共有合同管理總面積約達505百萬平方米在手，減去已收取管理費用的181百萬平方米，即集團已簽約未收費的儲備面積為323百萬平方米，增長56%。而集團今年目標增加在管面積7000萬平方米，收費的在管面積同比增長38.6%，再加合約儲備的投入交付。

最新，集團於今年7月10日公佈，以總代價人民幣3.75億元收購合富輝煌(00733.HK)的物業管理公司港聯不動產100%股權，以及於11日以總代價人民幣1.9億元向嘉凱城(000918.CH)收購嘉凱城物業公司。合富輝煌(00733.HK)的物業管理公司的可收費管理面積的年均增長率不低於10%。基於港聯不動產於2018年12月31日的經審核可收費管理面積達1,346.8萬平方米。到2019年、2020年及2021年底，合富輝煌(00733.HK)的物業管理公司可收費管理面積將會分別增加至1481.5萬、1629.7萬及1792.6萬平方米。兩項收購集團認為估值合理偏低，同時增加集團於一二線城市的住宅及商業項目管理的規模，配合集團未來的發展。

股價走勢(圖表四)



資料來源: AASstock

股價走勢(圖表四)

集團於 8 月 9 日的收市價為 \$18.08，股價按年升 35.74%。集團今年初 11 元附近的水平一路上升，至 7 月中集團的股價已升至上市新高 19.92 元的水平，升幅度達 80%。現時 9 天相對強弱指數已由高位稍為回落至 44.234 的水平，股價亦已回落至 20 天以下，而 MACD 線及訊號線於利好的區間內，相信短期集團的股價會在整固後繼續向上。集團於 7 月 29 日發佈正面盈利預告，截至 2019 年 6 月 30 日止的六個月，預期集團未經審核的綜合純利及股東應佔溢利皆分別增長超過 50%。而增長由於集團物業管理的在管面積增加，以及社區增值服務和非業主增值服務收入均錄得增長。投資者可考慮於 16.2 元附近的位置增持或吸納。未來集團會繼續在仍然分散的物業管理市場中積極收購擴大物業管理規模，有助帶動集團社區增值服務及非業主增值服務的收入。

估值預測

以 8 月 9 日的收市價 \$18.08 計算，其市盈率及市帳率分別為 44.05 及 17.99 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高水平。根據中國指數研究院預測，到 2020 年全國物業管理規模可達 243 億平方米，於未來五年基礎物業管理服務收入規模有望突破萬億，而 2018 年我國城鎮化率已經增長至 59.6%，隨著我國城鎮化進程逐步加速，商品住房市場發展加快。大量交付的商品房為物管行業帶來巨大市場空間，2018 年底我國物管行業管理面積已達 204 億平方米。集團擁有物業管理服務、社區增值服務及非業主增值服務三條主要業務線，形成了覆蓋整個物業管理價值鏈的一體化服務。在擴大管理面積上，集團有 80% 的管理面積來自母公司碧桂園(02007.HK)，2018 年由碧桂園提供的收購管理面積已升至 1.45 億平方米，同比增長 32.9%，2019 年新增在管面積至少 7000 萬平方米，其中 4500 萬平方米來自碧桂園交付新房專案，其餘 2500 萬平方米則來自於重點佈局在三四線城市的協力廠商開發商所提供，還未計入 3.2 億平方米已簽約未收費的儲備合約面積有待爆發，以及潛在的收購機會。其實，集團在去年上市後在資金充足下已進行了多項物業管理公司收購，當中包括北京盛世物業、海睿靖、成都清華逸家物業、南昌市潔佳物業、成都佳祥物業管理、嘉凱城(000918.CH)收購嘉凱城物業公司、合富輝煌(00733.HK)的物業管理公司港聯不動產。集團除收購多家優質物管公司之外，在增加社區增值服務面積上，已率先切入城市服務領域，去年集團成立合資公司開始進入「三供一業」（供水、供電、供熱及物業管理）領域，開始著手接管物業管理及供熱業務，而集團開始接管的物業項目將覆蓋全國 11 個省的 53 個城市，擬接管的物業項目管理面積約為 90.2 百萬平方米；供熱項目將覆蓋全國 6 個省的 8 個城市，擬接管的供熱項目管理面積約為 41.7 百萬平方米，此部分業務將於 2019 年開始陸續產生收入，在規模管理成熟後到 2021 年「三供一業」將會進入收成期，並會成為集團的另一新增長引擎。物業管理股現已成為資金避險的另一選擇，因物業管理股在經濟風險中所承受的負面壓力相對較少。加上物業管理亦非周期性股份，主業不會受到經濟周期上落所影響，以及現金流相對穩健及可預期。相信隨著集團進一步擴大管理面積下，物業管理的收費只會增無減，收入亦以現金為主，是一隻強勁的現金牛。所以會將碧桂園服務的目標價定在 \$21.68 即相當於 37.44 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 19.86% 的潛在升幅。

風險因素

- 中央房地產限購令加嚴，影響房地產投資的增速，對集團物業管理及社區增值服務的收入。
- 業務風險：若集團無法保證能夠計劃或按合適度或價格獲得新物業管理服務合同，或會對集團未來的收入構成壓力。

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。

本文件由中國工商銀行(亞洲)有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。