

碧桂园服务 (06098.HK)

强强联合落子西南，区域密度提升助力持续扩张

事件: 公司公告拟以 48.5 亿元交易对价收购标的公司蓝光嘉宝服务 64.6% 的股权，本次收购完成后，标的公司将成为公司控股子公司纳入报表。根据 Wind 一致预期，预计 2020/2021 年标的公司分别实现归母净利润为 5.8/7.8 亿元，交易对价对应 2020/2021 年 PE 分别为 12.9X/9.6X。

交易对价对应 2021 年 PE 9.6X，管理规模大幅扩张。 本次交易对价对应 2021 年 PE 为 9.6X (Wind 一致预期)，较二级市场行业平均估值偏低，横向对比行业内收购非上市标的价格较为合理。标的公司蓝光嘉宝服务是西南区域的龙头物管，截至 2020 年末在管/合约面积规模分别为 1.3/2.1 亿平米，其中第三方项目占比约为 75%。截至 2020 年 6 月末，公司在管/合约面积分别为 3.2/7.5 亿平米 (不包含三供一业项目)，本次收购完成后，预计公司及蓝光嘉宝 2020 年末的在管/合约面积合计规模有望达到 5.0/10.2 亿平米 (不包含三供一业项目)，继续巩固公司行业领先的规模优势。

西南区域项目密度提升，增值服务具备潜在协同空间。 截至 2020 年 6 月末，公司在成渝城市群的在管面积约 950 万平米，占总在管比例为 3%，项目密度相对偏低。蓝光嘉宝服务则是西南区域龙头，截至 2020 年 6 月末在四川省的在管面积达到 4270 万平米，储备面积 1493 万平米。本次收购将大幅提升公司在西南区域的项目密度，公司后续在西南区域市场外拓、各项增值服务开展以及城市服务等领域均有望持续发力，具备较大潜在协同空间。

资本拥抱龙头形成正反馈，龙头物管将成为物业板块的核心资产。 2018 年以来，物管企业迎来上市热潮，上市物管公司凭借资本、资源等优势持续收购整合，行业集中度迎来快速提升。此前收购多为上市公司收购非上市标的，本次收并购是物管行业首次出现上市公司之间的并购事件，行业跑马圈地进一步加速。从此次收购看，资本向龙头物管的倾斜将进一步促进行业整合，加速行业集中度提升。龙头物管将成为物业板块的核心资产，资金、资源及管理能力优异的龙头物管有望进一步扩张领跑，形成正反馈。

投资建议: 我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 26.0/40.3/58.2 亿元 (假设 2021 年中蓝光嘉宝服务并表)，同比增长 55.7%/54.9%/44.4%，对应 EPS 分别为 0.88/1.37/1.98 元，2020-2022 年 CAGR 为 51.6%。当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 63.1/40.7/28.2 倍，考虑到公司作为行业龙头规模持续快速扩张，多个业务板块具备强劲竞争力，上调目标价至 83.2 港元 (对应 2022 年 35 倍 PE)，维持“买入”评级。

风险提示: 关联地产碧桂园增速放缓或交付不及预期风险、增值服务发展不及预期风险、毛利率中长期下行风险、收并购整合不及预期风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,675	9,645	14,505	22,542	31,699
增长率 yoy (%)	49.8	106.3	50.4	55.4	40.6
归母净利润 (百万元)	923	1,671	2,601	4,031	5,818
增长率 yoy (%)	129.8	81.0	55.7	54.9	44.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.31	0.57	0.88	1.37	1.98
净资产收益率 (%)	40.1	30.3	18.4	23.0	26.0
P/E (倍)	177.7	98.2	63.1	40.7	28.2
P/B (倍)	72.6	30.5	11.6	9.4	7.3

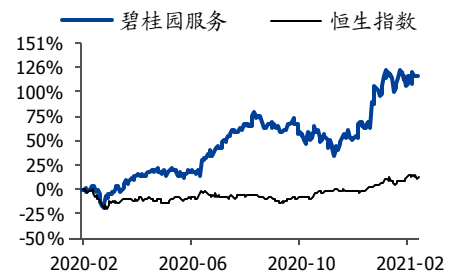
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所, 港元兑人民币取 1:0.8321

买入 (维持)

股票信息

行业	物业管理
前次评级	买入
最新收盘价(港元)	67.00
总市值(百万港元)	197,152.88
总股本(百万股)	2,942.58
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	133.25

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

研究助理 程坚

邮箱: chengjian@gszq.com

相关研究

- 1、《碧桂园服务 (06098.HK): 新品牌新起点开启“新物业”时代》2020-11-27
- 2、《碧桂园服务 (06098.HK): 中期业绩高速增长, “大物管+大社区服务”打开长期价值空间》2020-08-27



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4671	10224	18966	19507	20399
现金	3869	6914	15196	14201	16710
应收票据及应收账款	788	2004	2459	3981	2358
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	8	14	19	32	38
其他流动资产	5	1293	1293	1293	1293
非流动资产	851	2045	3559	8501	11285
长期投资	27	80	180	430	680
固定资产	113	312	354	443	528
无形资产	686	1604	2976	7578	10028
其他非流动资产	25	50	50	50	50
资产总计	5522	12269	22525	28007	31683
流动负债	3127	6427	8002	9989	8687
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2060	4690	5703	6160	4116
其他流动负债	1067	1737	2298	3829	4571
非流动负债	65	163	163	163	163
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	65	163	163	163	163
负债合计	3192	6590	8164	10151	8850
少数股东权益	69	306	381	496	662
股本	2	1757	2943	2943	2943
资本公积	1658	3085	9356	9356	9356
留存收益	601	532	2538	5648	10136
归属母公司股东权益	2261	5373	13980	17360	22171
负债和股东权益	5522	12269	22525	28007	31683

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1549	3257	3807	4736	6559
净利润	934	1718	2676	4146	5985
折旧摊销	31	139	163	330	453
财务费用	-54	-92	-136	-179	-178
投资损失	-3	-8	-10	-12	-16
营运资金变动	1126	2072	1114	451	316
其他经营现金流	-485	-573	0	0	0
投资活动现金流	-114	-1628	-1667	-5260	-3221
资本支出	649	1038	1414	4692	2534
长期投资	-9	-52	-100	-250	-250
其他投资现金流	527	-642	-353	-818	-937
筹资活动现金流	-200	1399	6141	-471	-829
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	1755	0	0	0
资本公积增加	737	1426	6271	0	0
其他筹资现金流	-939	-1783	-130	-471	-829
现金净增加额	1235	3028	8282	-995	2509

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4675	9645	14505	22542	31699
营业成本	2914	6593	9562	14828	20552
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	27	67	116	180	254
管理费用	760	1208	1523	2322	3233
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-54	-92	-136	-179	-178
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	19	178	53	60	60
公允价值变动收益	-13	-31	0	0	0
投资净收益	3	8	10	12	16
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1038	2025	3503	5463	7915
营业外收入	31	51	65	65	65
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1069	2076	3568	5528	7980
所得税	135	358	892	1382	1995
净利润	934	1718	2676	4146	5985
少数股东损益	11	48	74	115	166
归属母公司净利润	923	1671	2601	4031	5818
EBITDA	985	2007	3399	5417	7969
EPS (元)	0.31	0.57	0.88	1.37	1.98

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	49.8	106.3	50.4	55.4	40.6
营业利润(%)	74.5	95.0	73.0	56.0	44.9
归属于母公司净利润(%)	129.8	81.0	55.7	54.9	44.4
获利能力					
毛利率(%)	37.7	31.6	34.1	34.2	35.2
净利率(%)	19.7	17.3	17.9	17.9	18.4
ROE(%)	40.1	30.3	18.4	23.0	26.0
ROIC(%)	36.8	28.7	17.1	21.7	25.2
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8	53.7	36.2	36.2	27.9
净负债比率(%)	-166.1	-121.4	-104.4	-78.7	-72.5
流动比率	1.5	1.6	2.4	2.0	2.3
速动比率	1.5	1.6	2.4	1.9	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	0.8	0.9	1.1
应收账款周转率	6.2	6.9	6.5	7.0	10.0
应付账款周转率	1.7	2.0	1.8	2.5	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.57	0.88	1.37	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.11	1.29	1.61	2.23
每股净资产(最新摊薄)	0.77	1.83	4.81	5.96	7.59
估值比率					
P/E	177.7	98.2	63.1	40.7	28.2
P/B	72.6	30.5	11.6	9.4	7.3
EV/EBITDA	162.8	77.8	43.5	27.5	18.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com