招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

碧桂园服务（6098 HK）

收购蓝光嘉宝：价格低于预期，更为正面

收购价低于市场预期，这对公司具有更大的正面影响。如果收购 64.62%的股权，这笔交易将助公司 2021/22 财年盈利增长 13%。根据交易规则，公司将提出全面要约，但私有化可能不会成功，因为 1）30%溢价（或蓝光 7 倍 2022 年预测市盈率）可能对其他股东如姚董事长（6%）和东方基金（5%）没有足够吸引力。2）如果姚董事长继续任职，他可能会决定保留自己的股份作为激励措施的一部分。3）在公司的支持下，蓝光的未来增长可能会加速，因此少数股东可能不愿现在出售。

- **最新消息：**公司宣布将以总代价 48.5 亿元人民币（折合人民币 42.1 元/股或 50.7 港元/股）从母公司四川蓝光发展（600466 CH）收购蓝光64.62%股份。收购价较蓝光最后交易价溢价 30%。
- **蓝光私有化？**交易完成后，蓝光母公司将完全推出控股，余下股东将包括董事长姚敏（6%），东方基金（5%）和其余公众股东（24%）。交易本身将引发全面收购要约，但鉴于要约价格低于市场预期，能否私有化存疑。关键决定权在于姚董事长和东方基金。
- **对公司的影响：**我们认为这对公司非常有利，因为 1）战略上讲，蓝光在西南地区的强大业务（占管理总建筑面积的 60%）将填补公司空白（在该地区仅占 3%）。2）财务上看，假设全面要约后收购 100%股份，此次收购将使公司 2021/22 收益增加 20%。此外，两家公司利润率相似，因此利润摊薄可能性较小。3）估值方面，收购价相当于蓝光 7 倍 2022 年预测市盈率，这将增加价值。4）资产负债表方面，公司有足够现金支持高达 100%的股权收购，因公司已于 2020 年 12 月通过配售筹集 77 亿港元。
- **对蓝光的影响：**交易将引发全面要约，从而使少数股东受益。如果蓝光此后继续上市，我们认为同样有利，因公司将帮助蓝光获得西南地区市场份额。至于蓝光母公司愿意以此估值出售股票的原因，我们认为这与“三红线”政策下债务结构改善有关。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	3,377	5,127	16,680	22,361	29,790
同比增长 (%)	91.8	51.8	72.9	34.1	33.2
净收入 (百万元人民币)	801	1,231	2,417	4,143	5,440
每股盈利 (元人民币)	0.37	0.63	0.89	1.53	2.01
每股盈利变动 (%)	77.1	48.9	42.2	71.4	31.3
市场预测每股盈利 (元人民币)	N.A.	N.A.	0.91	1.28	1.75
市盈率 (倍)	61.3	41.2	62.4	36.4	27.7
市帐率 (倍)	12.0	11.4	26.0	16.8	11.4
股息率 (%)	0.8	1.2	0.4	0.7	0.9
权益收益率 (%)	14.8	19.9	33.6	40.2	37.8
淨負債比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK$84.60
(此前目标价	HK$84.60)
潜在升幅	+26.3%
当前股价	HK$67.00

中国物业服务行业

曾展
(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

李博文
(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	197.153
3 月平均流通量 (百万港元)	606.50
52 周内股价高/低 (港元)	71.45/23.95
总股本 (百万)	2,932

资料来源：彭博

股东结构

Yang Huiyan	49.5%
Ping An Insurance	8.3%
自由流通	42.2%

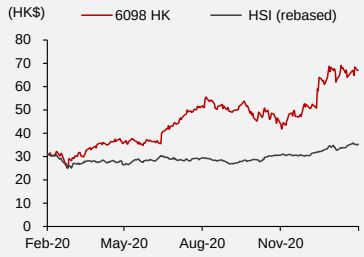
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.9%	-4.7%
3-月	44.2%	25.8%
6-月	31.5%	8.9%
12-月	109.4%	88.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话: (852) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银国际证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（" FINRA"）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。