

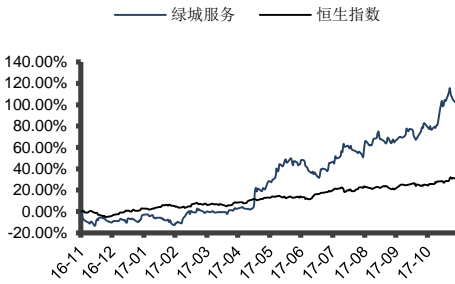
研究所

证券分析师：张蕾 S0350516070002
021-58980267 zhangl06@ghzq.com.cn

定位中高端市场，打造幸福生活服务商

——绿城服务（02869.HK）调研简报

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
绿城服务	14.2	36.4	108.7
恒生指数	4.2	6.3	29.8

市场数据

	2017/11/29
当前价格（元港币）	6.03
52周价格区间（元港币）	2.38-6.33
总市值（百万港币）	16749.99
流通市值（百万港币）	0.00
总股本（万股）	277777.60
流通股（万股）	0.00
日均成交额（百万港币）	26.38
近一月换手（%）	4.75

相关报告

《跨市场物业管理服务行业深度报告：万亿蓝海开启，千亿市值龙头可期》——2017-11-15

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 精耕细作，高品质物业管理服务铸就核心竞争力。** 绿城服务为国内领先的高端住宅物业管理服务提供商，提供物业管理服务、咨询服务、园区服务三大产品体系：1) 提供高标准的保安、保洁、维修保养等基础物业服务获得高水平的客户认可度和粘性；2) 通过管理经验输出的方式向开发商和其它物管公司提供咨询服务，发挥绿城服务的品牌价值；3) 公司还通过向业主提供除基础物业服务以外的，包括园区产品服务、居家生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务和文化教育服务等园区增值服务，丰富产品服务内容，提升业主满意度。截止2017年6月，绿城服务在管面积1.175亿平方米，储备合同面积1.35亿平方米，在管物业项目959个。
- 高利润率业务发展态势良好，整体毛利率逐年提升。** 2016/2017H1公司收入、净利润分别为37.3/22.0亿元人民币、2.86/1.78亿元人民币，2013-2016年收入、净利润CAGR分别为30.6%、55.5%。营业收入中，2017年中报物业服务收入占比降低至69%，咨询服务和园区服务收入占比分别提升至15%、16%，公司整体毛利率由2013年的14.5%提升至2017H1的18.6%。
- 品牌价值充分体现，外部项目拓展能力行业领先。** 1) 物业服务主流公司的项目来源均较高依赖于相关联的地产开发商，绿城服务的在管项目中来自于关联地产开发商的比例不到10%，表明公司在外部项目拓展上已形成了独立而成熟的品牌形象，2013-2015年公司外拓项目中标率分别为83%、77%、85%。绿城中国的项目品质有口皆碑，2016年销售面积更为全国地产商TOP10，“开发商+强外拓能力”有力的保障了公司的项目来源，此外公司也在积极拓展商务办公、城市综合体、产业园、养老和旅游物业等等项目，开拓非住宅市场，增加公司收入来源，截止目前公司非住宅项目占比大约20%以上。2013-2016年公司物业服务收入CAGR为28.9%，预计未来几年增速可维持。2) 公司品牌价值获得行业认可，通过“慧服务”、“绿联盟”对非开发商及其它物业公司提供管理咨询，进行管理和品牌输出，2016年咨询服务收入贡献16.6%，近3年CAGR23%。
- 卡位中高端市场，积累数量庞大、优质的家庭用户人群。** 公司卡位中高端市场，牢牢抓住引领消费升级风向的城市中高收入主流消费人群，以高品质、低毛利率的基础物业服务，满足客户对居住环境品质的追求，实现高于同业的品牌价值和行业影响力。1) 绿城服务的客户满意度

在百强物业服务公司中位列第一，2013-2015年连续3年客户续约率高达95%以上，用户粘性很好；2) 中高收入人群缴费习惯较好且价格敏感度低，绿城服务2017H1物业费单价3.09元/平米*月，远高于百强物管平均水平，2013年以来物业费收缴率均在95%以上，2013-2016年间物业管理费单价CAGR9.7%，物业费提价有利于缓解人工成本上升压力；3) 不断挖掘中高收入阶层业主客户价值，园区增值服务打开盈利空间。目前公司通过自营社区便利店和幸福绿城APP为业主提供3000多种不同规格的产品和专属定制商品（包括饮用水、东北原产地大米、高级食用油、家纺等），房屋置换、拎包入住、返租房等物业资产管理服务，以及针对0-3岁婴幼儿的启蒙教育、3-12岁儿童的四点半学校（作业辅导与才艺培养）、夏冬令营活动等文化教育类服务。2013-2016年园区服务收入CAGR高达60%，对整体收入贡献由2013年的7%提升到2017H1的16%，毛利贡献由22%提升至31%。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖给予买入评级** 绿城服务三大业务协调发展，高品质基础物业服务稳定增长保障现金流来源、积累中高端客户资源，高利润率园区增值服务快速推进、打开利润空间，随着后者占比的不断提升，公司成长性和盈利性均将上升至新的平台。预计公司2017-2019年EPS分别为人民币0.14元/0.19元/0.27元，对应当前价格下PE分别为35.9倍/26.3倍/19.1倍，首次覆盖给予“买入”评级，公司为港股通标的，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**1) 房地产市场调整对公司相关业务影响；2) 储备和在管面积扩张不达预期风险；3) 增值业务拓展不达预期风险；4) 股价波动风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3,728	4,806	6,399	8,529
增长率(%)	27.5%	28.9%	33.1%	33.3%
归母净利润（百万元）	286	394	539	740
增长率(%)	45.5%	38.1%	36.7%	37.2%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.14	0.19	0.27
ROE(%)	16.4%	19.6%	22.7%	25.8%

注：以上预测数据货币为人民币。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 绿城服务盈利预测表 (表中预测数据货币为人民币)

证券代码:	HKD				投资评级:	买入	日期: 2017/11/29			
	2869.HK	股价:	6.03							
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	16%	20%	23%	26%	EPS	0.12	0.14	0.19	0.27	
毛利率	19%	20%	20%	20%	BVPS	0.62	0.71	0.83	1.00	
期间费率	8%	8%	8%	8%	估值					
销售净利率	8%	8%	9%	9%	P/E	42.5	35.9	26.3	19.1	
成长能力					P/B	8.2	7.2	6.1	5.1	
收入增长率	28%	29%	33%	33%	P/S	3.8	2.9	2.2	1.7	
利润增长率	46%	38%	37%	37%						
营运能力					利润表 (万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	1.12	1.20	1.27	1.33	营业收入	372,771	480,641	639,874	852,947	
应收账款周转率	10.62	10.62	10.62	10.62	营业成本	300,597	386,329	512,162	679,494	
存货周转率	298.69	331.11	331.11	331.11	营业税金及附加	0	0	0	0	
偿债能力					销售费用	970	1,346	1,920	2,815	
资产负债率	47%	50%	53%	55%	管理费用	27,499	36,048	47,991	63,971	
流动比	1.84	1.79	1.74	1.70	财务费用	696	(899)	(1,258)	(1,786)	
速动比	1.83	1.79	1.74	1.70	其他费用/(-收入)	0	0	0	0	
					营业利润	43,009	57,817	79,061	108,454	
资产负债表 (万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	0	0	0	0	
现金及现金等价物	218,169	285,236	367,377	477,521	利润总额	41,859	57,817	79,061	108,454	
应收款项	35,106	45,264	60,260	80,326	所得税费用	12,380	17,100	23,383	32,076	
存货净额	1,006	1,167	1,547	2,052	净利润	29,479	40,717	55,678	76,378	
其他流动资产	11,465	14,783	19,681	26,234	少数股东损益	925	1,278	1,747	2,397	
流动资产合计	285,308	356,450	458,864	596,134	归属于母公司净利润	28,554	39,439	53,931	73,981	
固定资产	26,447	24,578	23,201	21,912	现金流量表 (万元)					
在建工程	0	0	0	0	经营活动现金流	39,366	69,963	98,623	132,694	
无形资产及其他	7,846	7,930	7,930	7,930	净利润	28,554	39,439	53,931	73,981	
长期股权投资	12,671	13,071	13,071	13,071	少数股东权益	0	0	0	0	
资产总计	332,272	402,028	503,066	639,046	折旧摊销	1,479	1,869	1,377	1,289	
短期借款	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	
应付款项	11,896	13,792	18,284	24,258	营运资金变动	9,333	28,654	43,315	57,424	
预收帐款	0	0	0	0	投资活动现金流	(14,686)	(8,614)	1,377	1,289	
其他流动负债	143,556	184,850	245,205	325,566	资本支出	(20,086)	1,869	1,377	1,289	
流动负债合计	155,452	198,642	263,489	349,824	长期投资	(11,166)	(400)	0	0	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他	16,566	(10,084)	0	0	
其他长期负债	2,246	2,346	2,346	2,346	筹资活动现金流	105,653	5,718	(17,859)	(23,838)	
长期负债合计	2,246	2,346	2,346	2,346	债务融资	(18,000)	0	0	0	
负债合计	157,698	200,988	265,836	352,171	权益融资	0	0	0	0	
储备	167,656	197,086	231,530	278,778	其它	123,653	5,718	(17,859)	(23,838)	
股东权益	174,574	201,040	237,231	286,876	现金净增加额	130,332	67,066	82,141	110,145	
负债和股东权益总计	332,272	402,028	503,066	639,046						

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【分析师介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，5年券商研究所行业研究从业经历。

【分析师承诺】

张蕾，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。