

绿城服务 (2869 HK)

业绩靓丽，成长可期

- ❖ **全年业绩回顾。**2017年，绿城服务收入达51.4亿元人民币(下同)，同比增长38.1%。整体毛利率维持在18.4%，同比轻微下滑了0.8个百分点。(i)物业服务板块实现收入35.6亿，占总收入的69.3%，增长35.9%，高于2016年25.3%的增速。同时，物业服务毛利率同比上升0.3个百分点至11.2%。(ii)社区生活服务板块收入首次超过咨询服务，达9亿，占总收入17.5%。(iii)咨询板块增速持续放缓，收入增长由2016年的12.2%降至2017年10.1%，达6.8亿。公司2017年实现净利润3.8亿，增长34.6%，净利润率为7.4%。
- ❖ **行政开支上升拖累利润增长。**2017年，公司行政开支上升53.7%，达4.38亿。行政开支占收入比由2016年的7.6%上升至8.5%，拖累了利润增长，使得当期利润低于我们的预期12.4%。行政开支上升的原因包括：(1)人员服务增加及人均工资增加；(2)智能化设施、设备和信息化系统建设的投入；(3)平台支持中的投入，如财务共享中心和人力资源共享中心；(4)2016年底入住新总部大楼后的办公开支。随着智能化改造的逐步完成，我们预计2018年行政开支占收入比将有所下降。
- ❖ **物业服务板块增长稳健。**截止到2017年底，公司在管面积1.38亿平，较16年底增加3,260万平；储备面积1.5亿平，增加3,100万平。充足的储备面积是公司未来增长的主要动力。此外，由于物业服务平均价格稳定上升及物业智能化带来的成本管控，物业服务毛利率同比上升0.3个百分点至11.2%。随着储备项目陆续转化为在管项目，我们预计物业服务板块的毛利率将继续上升。
- ❖ **多样的园区服务。**尽管咨询服务板块收入增长放缓，但园区服务仍然保持着高速增长，2016年实现收入增长74.8%，2017年86.0%。目前，园区服务主要包括(1)产品服务，(2)空间服务，(3)物业资产管理服务，和(5)文化及教育服务。由于园区业务多元化，板块的毛利率由2016年的43.5%下降至33.5%。但我们认为投资者更应该关注收入增长，由于目前物业增值服务并没有固定的商业模式，各物业公司都在尝试摸索阶段，“物业+”的社区经济仍待发掘。绿城服务在增值服务领域在行业领先，贡献超过一半的毛利，该板块未来的发展值得期待，很有可能成为公司另外一个增长引擎。
- ❖ **上调目标价。**由于行政费用增加及园区服务板块利润率下降，我们下调2018-19年盈利预测10.2%、8.4%至5.17亿和7.03亿。我们将估值倍数提高至35倍FY18市盈率，以期反映充足的储备项目及快速增长的园区服务板块。因此目标价提升至HK\$7.89，相当于0.96倍FY18 PEG或25.8倍FY19 PE。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	3,722	5,140	6,726	8,487	10,688
净利润(百万人民币)	286	387	526	714	981
每股收益(人民币)	0.121	0.139	0.189	0.257	0.353
每股收益变动(%)	N.A	15.7	35.8	35.8	37.4
市盈率(x)	45.2	39.1	28.8	21.2	15.4
市帐率(x)	7.5	8.5	7.1	5.8	4.6
股息率(%)	0.8	0.9	1.2	1.7	2.3
权益收益率(%)	16.6	20.2	23.3	26.2	29.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$7.89
(过去目标价)	HK\$5.37
潜在升幅	+20.8%
当前股价	HK\$4.42

黄程宇

huangchengyu@cmbi.com.hk
 (852)-3761-8773

文干森, CFA

samsonman@cmbi.com.hk
 (852)-3900-0853

房地产服务行业

市值(百万港元)	18,028
3月平均流通量(百万港元)	28.3
5周内股价高/低(港元)	7.24/2.8
总股本(百万)	2,777.8

资料来源：彭博

股东结构

Orchid Garden	36.7%
李海荣	20.3%
绿城中国	5.0%
流通	38.0%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	13.1%	14.9%
3-月	17.6%	13.0%
6-月	42.7%	27.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: KPMG

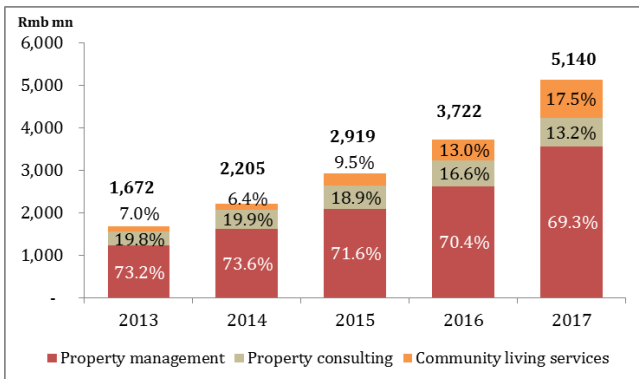
 公司网站: www.lvchengfuwu.com

图 1: 2017 业绩

	2016	2017A	YoY	2017E	Diff
	(Rmb m)	(Rmb m)		(Rmb m)	
收入	3,722	5,140	38.1%	4,873	5.5%
物业管理服务	2,620	3,560	35.9%	3,391	5.0%
咨询服务	618	680	10.1%	683	-0.4%
园区生活服务	484	900	86.0%	799	12.7%
销售成本	(3,006)	(4,194)	39.5%	(3,922)	6.9%
毛利	716	946	32.2%	951	-0.5%
其他收入	16	13	-21.2%	15	-13.6%
其他收益	4	7		0	
销售费用	(10)	(23)	132.3%	(15)	54.1%
行政费用	(275)	(416)	51.3%	(322)	29.3%
其他收益	(35)	(43)	23.6%	(49)	-11.9%
息税前收益	417	485	16.2%	581	-16.6%
联营及合营公司	3	8	123.0%	10	-24.0%
财务收入	5	19	256.9%	4	370.4%
净融资成本	(7)	0	n.a	0	n.a
特殊收入	0	(2)	n.a	0	n.a
税前利润	415	501	20.7%	595	-15.8%
所得税	(124)	(117)		(161)	
税后利润	291	384	31.9%	434	-11.4%
非控制股东权益	(9)	(5)		0	
净利润	282	380	34.6%	434	-12.4%

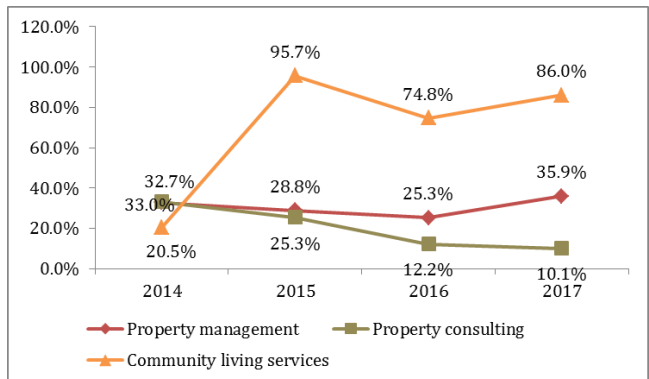
来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 收入



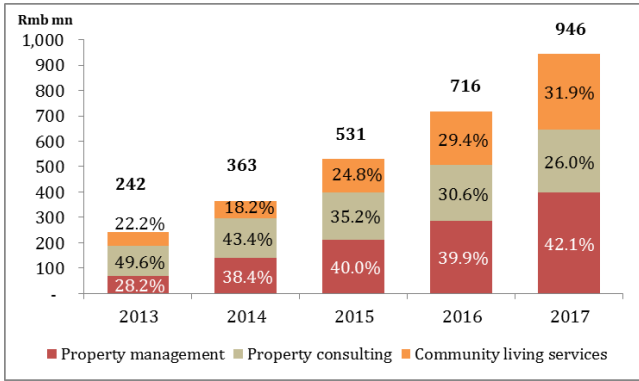
来源: 公司

图 3: 收入增长



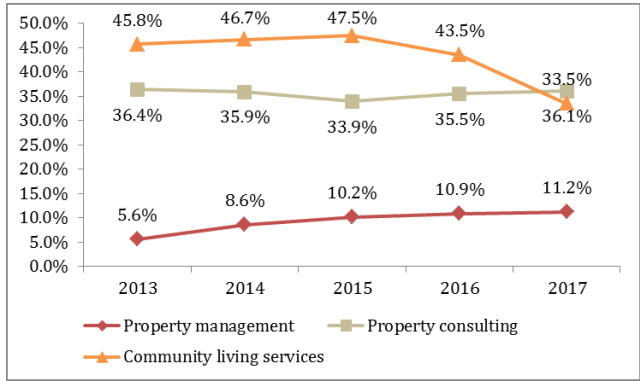
来源: 公司

图 4: 毛利



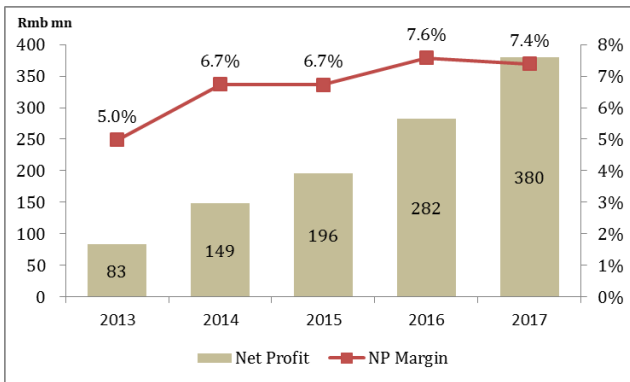
来源: 公司

图 5: 毛利率



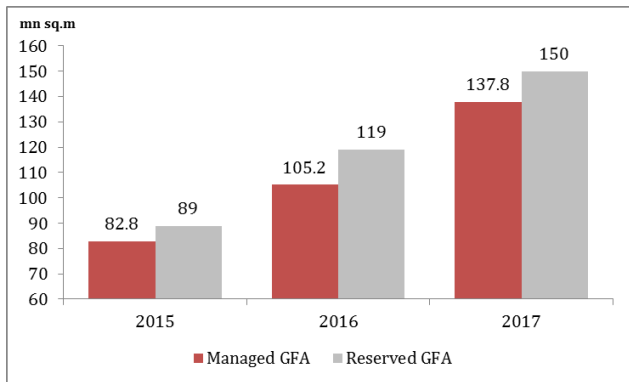
来源: 公司

图 6: 净利润



来源: 公司

图 7: 在管面积



来源: 公司

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,722	5,140	6,726	8,487	10,688
物业管理服务	2,620	3,560	4,529	5,484	6,512
咨询服务	618	680	757	843	936
园区生活服务	484	900	1,440	2,160	3,240
销售成本	(3,006)	(4,194)	(5,436)	(6,789)	(8,438)
毛利	716	946	1,290	1,698	2,250
其他收入	20	20	15	14	14
销售费用	(10)	(23)	(27)	(34)	(43)
行政费用	(275)	(416)	(538)	(679)	(855)
其他收益	(35)	(43)	(67)	(85)	(107)
息税前收益	417	485	672	914	1,259
联营公司	3	8	9	11	13
净融资成本	(2)	19	22	29	39
特殊收入	0	(2)	-	-	-
税前利润	419	509	703	954	1,311
所得税	(124)	(117)	(169)	(229)	(315)
非控制股东权益	(9)	(5)	(8)	(11)	(15)
净利润	286	387	526	714	981

来源:公司资料,招银国际则预测

资产负债表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	470	1,203	1,199	1,199	1,204
物业、厂房及设备	264	304	294	284	276
联营、合营公司的权益	127	559	568	579	592
递延税项资产	51	73	76	80	84
其他	28	132	138	145	152
无形资产	-	136	123	111	99
流动资产	2,853	2,936	3,874	5,038	6,537
存货	10	128	166	207	257
贸易及其他应收账款	547	790	1,033	1,304	1,642
现金及现金等价物	2,182	1,836	2,484	3,329	4,431
受限制银行结余	115	153	161	169	177
其他	-	29	29	29	29
流动负债	1,555	2,138	2,712	3,401	4,248
贸易及其他应付帐款	943	1,304	1,690	2,110	2,623
预收款项	473	650	850	1,073	1,351
银行借款	-	-	-	-	-
其他	138	185	172	217	274
非流动负债	22	10	18	19	23
银行借款	-	-	-	-	-
递延税项	11	4	7	6	6
其他	12	6	11	13	17
资产净额	1,746	1,992	2,342	2,817	3,470
非控股权益	27	74	82	92	107
权益股东应占总权益	1,719	1,918	2,260	2,724	3,362

来源:公司资料,招银国际则预测

现金流量表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	417	485	672	914	1,259
折旧和摊销	15	26	44	42	39
营运资金变动	132	155	285	368	451
税务开支	(46)	(21)	6	1	8
其他	(124)	(117)	(169)	(229)	(315)
经营活动所得现金净额	394	529	839	1,096	1,442
购置固定资产	(219)	(119)	(20)	(20)	(20)
联营公司	(108)	(424)	-	0	0
其他	181	(207)	22	29	39
投资活动所得现金净额	(147)	(750)	2	9	19
股份发行	1,266	-	-	-	-
净银行借贷	(180)	-	-	-	-
股息	(100)	(134)	(184)	(250)	(343)
利息支付	(7)	-	-	-	-
其他	78	63	(8)	(11)	(15)
融资活动所得现金净额	1,057	(71)	(192)	(261)	(358)
现金增加净额	1,303	(292)	648	844	1,103
年初现金及现金等价物	836	2,182	1,836	2,484	3,329
汇兑	42	(53)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,182	1,836	2,484	3,329	4,431
年末资产负债表现金及现金等价物	2,182	1,836	2,484	3,329	4,431

来源:公司资料,招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业管理服务	70.4	69.3	67.3	64.6	60.9
咨询服务	16.6	13.2	11.3	9.9	8.8
园区生活服务	13.0	17.5	21.4	25.5	30.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	19.2	18.4	19.2	20.0	21.0
税前利率	11.2	9.9	10.4	11.2	12.3
息税前收益	7.7	7.5	7.8	8.4	9.2
有效税率	29.6	23.0	24.0	24.0	24.0

增长(%)

收入	27.5	38.1	30.9	26.2	25.9
毛利	34.9	32.2	36.3	31.7	32.5
净利润率	46.9	16.2	38.7	36.0	37.7
净利润	44.4	35.7	35.8	35.8	37.4

资产负债比率

流动比率(x)	1.8	1.4	1.4	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	54	56	56	56	56
平均应付账款周转天数	113	113	113	113	-
平均存货周转天数	1.2	11.1	11.1	11.1	11.1
净负债/总权益比率(%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

回报率(%)

资本回报率	16.6	20.2	23.3	26.2	29.2
资产回报率	8.9	9.5	10.5	11.6	12.9

每股数据

每股盈利(人民币)	0.12	0.14	0.19	0.26	0.35
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.07	0.09	0.12
每股账面值(人民币)	0.73	0.64	0.77	0.94	1.17

来源:公司资料,招银国际则预测

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的分析员，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	: 招银国际并未给予投资评级

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上责任。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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士。