

审慎增持 (维持)

02869.HK 绿城服务

港股通 (深)

目标价: 8.30 港元

现价: 7.04 港元

## 业绩高速增长可见度高

2018 年 04 月 15 日

预期升幅: 18%

## 市场数据

日期	2018.04.13
收盘价(港元)	7.04
总股本(亿股)	27.78
总市值(亿港元)	195.56
净资产(亿元)	19.18
总资产(亿元)	41.40
每股净资产(元)	0.69

数据来源: Wind

## 相关报告

《优质服务, 稳健业绩》深度报告 20171023  
《业绩高速增长有保障, 增值业务潜力巨大》20170831  
《服务领先的高端物业管理公司》20160925  
《高端住宅物业服务提供商》IPO 点评 20160629

## 海外房地产研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 宋健

songjian@xyzq.com.cn

SAC: S0190518010002

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,140	7,065	9,534	12,710
同比增长(%)	38.1	37.4	35.0	33.3
净利润(百万元)	387	535	715	955
同比增长(%)	35.7	37.9	33.7	33.6
毛利率(%)	18.4	18.7	18.9	18.9
净利率(%)	7.6	7.8	7.7	7.8
净资产收益率(%)	20.2	23.6	26.2	28.5
每股收益(分)	14	19	26	34
每股派息(港仙)	6	8	11	15

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **业绩高速增长可见度高, 提升目标价至 8.1 港元:** 绿城服务在传统物业管理服务上继续稳健的扩张, 在管面积达到 1.38 亿平米, 储备面积充足, 业绩增长的可见度高。公司积极围绕业主的日常生活需求提供增值服务, 在物业资产管理、早教、社区零售等板块已经探索出可行的发展路径, 成为业绩增长的额外驱动力。我们预计公司 2018/2019 年净利润分别为 5.35 和 7.15 亿元, 分别同比增长 37.9% 和 33.7%。我们维持公司“审慎增持”的评级, 并提升目标价至 8.30 港元, 相当于 2018/2019 年 35/26 倍 PE, 较现价有 18% 上升空间。
- **归母净利润同比增长 35.7%, 业绩符合预期:** 绿城服务 2017 年营业收入 51.4 亿元人民币 (下同), 按年同比增长 38.1%; 毛利 9.46 亿元, 同比增长 32.2%, 毛利率为 18.4%; 归属上市公司股东净利润为 3.88 亿元, 同比增长 35.7%, 净利率为 7.5%, 全年业绩符合预期。公司末期每股派息 6 港仙, 同比增长 50%。
- **物业管理规模增长可见度高:** 截至 2017 年底, 公司在管面积达到 1.38 亿平米, 同比增长 31%, 在管项目个数提升至 1035 个。另外, 公司储备面积达到 1.5 亿平米, 在未来 3-4 年会逐步转为管理面积, 公司也加大了获取“二手项目”的力度, 未来管理规模增长可见度高。公司的平均物业管理费达到 3.11 元每月每平方米 (去年同期为 3.08), 显示了公司持续提升物业管理费的能力。
- **传统物业管理服务利润率稳中有升:** 公司 2017 年毛利率为 18.4%, 比去年同期降低 0.8 个百分点, 主要由于园区增值服务毛利率下降以及三大业务的营收占比发生变化。分业务看, 物业管理服务的毛利率为 11.2%, 继续保持改善势头; 园区增值服务和顾问咨询服务的毛利率分别为 33.5% 和 36.1%。公司 2017 年净利率为 7.6%, 比去年略有下降, 主要由于公司在文化教育服务及资产管理服务产生了亏损, 但长期来看, 这两项业务将是公司未来业绩高速增长的强劲动力。

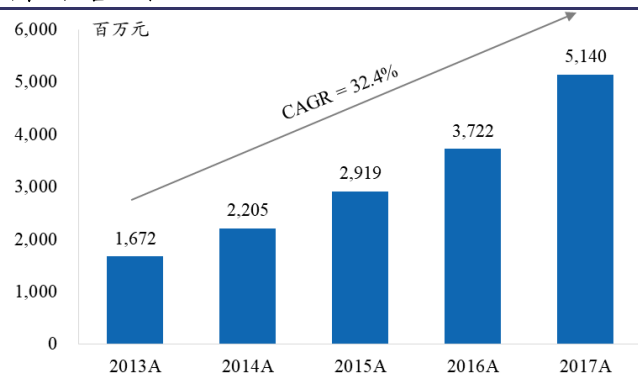
**风险提示: 业务扩张和收购不及预期; 物业管理费提价受阻; 增值业务拓展不及预期。**



## 报告正文

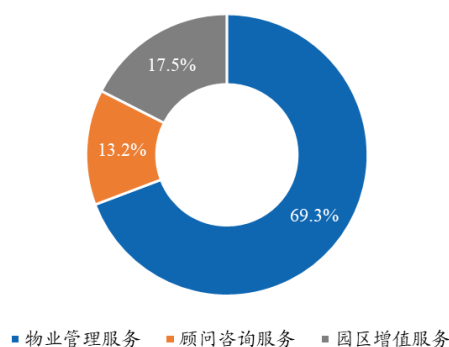
- **归母净利润同比增长 35.7%，业绩符合预期：**绿城服务 2017 年营业收入 51.4 亿元人民币（下同），按年同比增长 38.1%，其中，物业管理服务、园区增值服务和顾问咨询服务的营收分别为 35.6、9.0 和 6.8 亿元，分别同比增长 35.9%、86.0% 和 10.1%，占营收的比例分别为 69.3%、17.5% 和 13.2%；毛利 9.46 亿元，同比增长 32.2%，毛利率为 18.4%；归属上市公司股东净利润为 3.88 亿元，同比增长 35.7%，净利率为 7.5%，全年业绩符合预期。公司末期每股派息 6 港仙，同比增长 50%。

图 1、营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

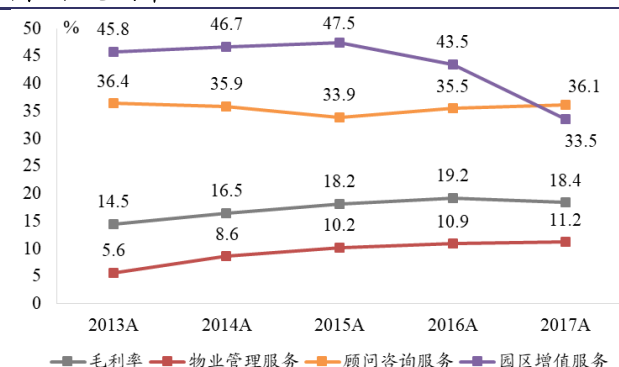
图 2、各项业务营收占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

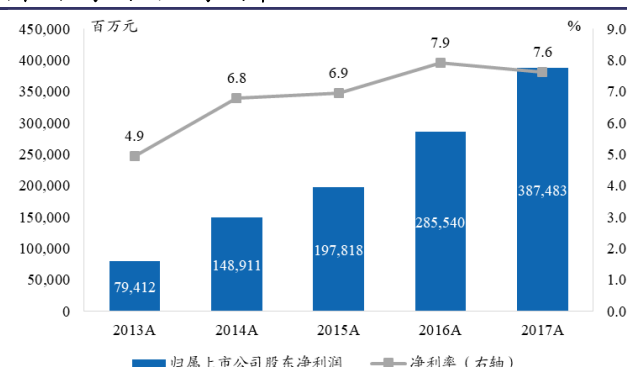
- **传统物业管理服务利润率稳中有升：**公司 2017 年毛利率为 18.4%，比去年同期降低 0.8 个百分点，主要由于园区增值服务毛利率下降以及三大业务的营收占比发生变化。分业务看，物业管理服务的毛利率为 11.2%，继续保持改善势头；园区增值服务和顾问咨询服务的毛利率分别为 33.5% 和 36.1%。公司 2017 年净利率为 7.6%，比去年略有下降，主要由于公司在文化教育服务及资产管理服务产生了亏损，但长期来看，这两项业务将是公司未来业绩高速增长的强劲动力。

图 3、毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、净利润及净利率

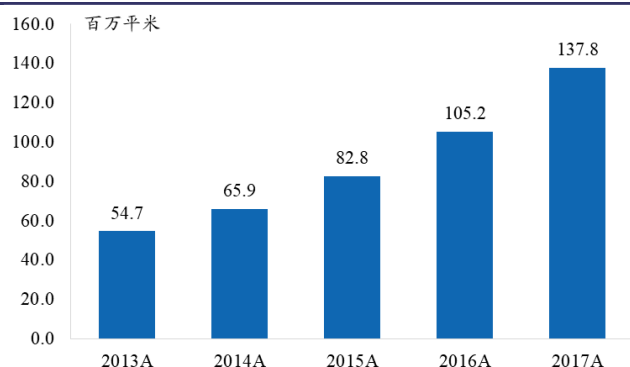


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **物业管理规模增长可见度高：**截至 2017 年底，公司在管面积达到 1.38 亿平米，同比增长 31%，在管项目个数提升至 1035 个。另外，公司储备面积达到 1.5 亿平米，在未来 3-4 年会逐步转为管理面积，公司也加大了获取“二手项目”的力度，未来管理规模增长可见度高。公司的平均物业管理费达到 3.11 元每月每平方米（去年同期为 3.08），显示了公司持续提升物业管理费的能力。

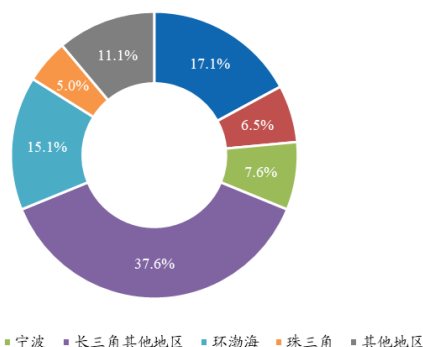
公司在长三角区域的优势依然明显，在管面积占总在管面积的 69.3%。

图 5、在管面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、面积分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 园区增值服务增长动力强劲：**公司继续围绕业主的日常生活需要来提供园区增值服务，主要分为园区产品和服务、家居生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务和文化教育服务，整体营业收入达到 9.0 亿元，同比增长 86%。其中文化教育服务以提供早教业务为主，2017 年开业了 27 家，预计未来 3 年可扩张至 100 家，增长空间巨大。在园区产品和服务方面，联合鲜生活、易果投资了好邻居，未来将加大社区商业的布局，满足业主各类产品的需求。
- 高速增长可见度高，提升目标价至 8.1 港元：**绿城服务在传统物业管理服务上继续稳健的扩张，在管面积达到 1.38 亿平米，储备面积充足，业绩增长的可见度高。公司积极围绕业主的日常生活需求提供增值服务，在物业资产管理、早教、社区零售等板块已经探索出可行的发展路径，成为业绩增长的额外驱动力。我们预计公司 2018/2019 年净利润分别为 5.35 和 7.15 亿元，分别同比增长 37.9% 和 33.7%。**我们维持公司“审慎增持”的评级，并提升目标价至 8.30 港元**，相当于 2018/2019 年 35/26 倍 PE，较现价有 18% 上升空间。
- 风险提示：**业务扩张和收购不及预期；物业管理费提价受阻；增值业务拓展不及预期。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万  
元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>2,907</b>	<b>3,179</b>	<b>3,753</b>	<b>4,490</b>
存货	128	11	15	20
贸易及其他应收款项	790	832	1,071	1,428
受限制银行结余	153	153	153	153
银行结余及现金	1,836	2,183	2,514	2,889
<b>非流动资产</b>	<b>935</b>	<b>1,040</b>	<b>1,128</b>	<b>1,204</b>
物业、厂房及设备	304	408	497	573
于联营公司的权益	490	490	490	490
于合营公司的权益	68	68	68	68
购买物业、厂房及设备预付款项	0	0	0	0
递延税项资产	73	73	73	73
<b>资产总计</b>	<b>3,842</b>	<b>4,219</b>	<b>4,881</b>	<b>5,694</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,138</b>	<b>2,150</b>	<b>2,325</b>	<b>2,486</b>
银行贷款	0	0	0	0
预收款项	650	706	763	890
贸易及其他应付款项	1,304	1,259	1,378	1,411
即期税项	167	167	167	167
拨备	17	17	17	17
<b>非流动负债</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
递延税项负债	4	4	4	4
拨备	6	6	6	6
<b>负债合计</b>	<b>2,148</b>	<b>2,160</b>	<b>2,335</b>	<b>2,496</b>
股本	0.02	0.02	0.02	0.02
储备	1,918	2,266	2,730	3,351
股东权益	1,918	2,266	2,730	3,351
少数股东权益	74	91	113	144
<b>总权益</b>	<b>1,992</b>	<b>2,356</b>	<b>2,844</b>	<b>3,495</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>4,140</b>	<b>4,516</b>	<b>5,179</b>	<b>5,991</b>

## 现金流量表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	509	735	984	1,315
折旧和摊销	0	46	61	75
财务费用	0	8	9	11
所得税开支	101	184	246	329
营运资金的变动	0	86	-68	-201
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>529</b>	<b>675</b>	<b>722</b>	<b>849</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-750</b>	<b>-142</b>	<b>-141</b>	<b>-139</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-71</b>	<b>-187</b>	<b>-250</b>	<b>-334</b>
现金净变动	-292	346	331	375
现金的期初余额	2,182	1,836	2,183	2,514
现金的期末余额	1,836	2,183	2,514	2,889

## 利润表

单位:百万  
元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,140	7,065	9,534	12,710
营业成本	4,194	5,744	7,735	10,302
其它收益	-23	-43	-70	-95
销售费用	23	28	48	64
管理费用	416	530	715	953
<b>营业利润</b>	<b>485</b>	<b>720</b>	<b>967</b>	<b>1,296</b>
财务费用	-19	-8	-9	-11
其它经营开支	5	8	8	8
<b>税前盈利</b>	<b>509</b>	<b>735</b>	<b>984</b>	<b>1,315</b>
所得税	117	184	246	329
税后盈利	392	552	738	986
少数股东损益	5	17	23	31
<b>归属母公司净利润</b>	<b>387</b>	<b>535</b>	<b>715</b>	<b>955</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.19</b>	<b>0.26</b>	<b>0.34</b>

## 主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	38.1	37.4	35.0	33.3
营业利润增长率	16.2	48.6	34.3	34.1
净利润增长率	35.7	37.9	33.7	33.6
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	18.4	18.7	18.9	18.9
净利率	7.6	7.8	7.7	7.8
ROE	20.2	23.6	26.2	28.5
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	51.9	47.8	45.1	41.7
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.8
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	124	156	184	212
应收帐款周转率	7.7	8.5	8.9	8.9
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.1	0.2	0.3	0.3
每股净资产	0.7	0.8	1.0	1.2
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	40	29	21	16
PB	8.0	6.8	5.6	4.6



## 分析师声明

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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司、五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、皖蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited 有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。