

## 股价短期受行业风险压制，仍看好公司中长期价

### 值

### ——绿城服务（02869.HK）动态研究报告

研究所

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

#### 最近一年走势



#### 相对恒生指数表现

| 表现   | 1M   | 3M    | 12M  |
|------|------|-------|------|
| 恒生指数 | 0.5  | -4.0  | 1.2  |
| 绿城服务 | -2.0 | -18.9 | 33.9 |

#### 市场数据 2018/09/27

|              |           |
|--------------|-----------|
| 当前价格 (港元)    | 6.30      |
| 52周价格区间 (港元) | 4.7-8.4   |
| 总市值 (百万港元)   | 17499.99  |
| 流通市值 (百万港元)  | 17499.99  |
| 总股本 (万股)     | 277777.60 |
| 流通股 (万股)     | 277777.60 |
| 日均成交额 (百万港元) | 48.22     |
| 近一月换手 (%)    | 11.85     |

#### 相关报告

《绿城服务（02869.HK）2017 年年报点评：业绩维持高增长态势，园区服务仍具备中长期潜力》——2018-03-28

《绿城服务（02869.HK）调研简报：定位中高端市场，打造幸福生活服务商》——2017-12-01

#### 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%。

#### 事件：

7月20日，中共中央办公厅、国务院印发《国税地税征管体制改革方案》，明确自2019年1月1日起包括基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险交由税务部门统一征收。受此影响，绿城服务近两个月股价大幅调整接近20%。

#### 投资要点：

- **基本面优质的品牌物管龙头，过往业绩优异，储备面积仍可维持基础业务高增长。** 1) 绿城服务主营物业管理服务、咨询服务和园区服务三大业务，2014-2018H1 公司营业收入依次同比增长 32%、33%、28%、38%、33%，同期净利润依次同比增长 88%、33%、44%、36%、29%。公司过往财务业绩表现优异，多年保持稳健快速增长态势，在非常重视公司过往历史的港股市场上体现出明显优势和吸引力，获得资本市场较高的认可。2) 根据公司公告，截止 2018 年 6 月底储备合同面积为 160.3 百万平方米，若按照 3-4 年转化期来计算，未来三年仍可维持基础业务以历史增速增长。
- **脱离上游开发商形成独立品牌，未来在存量市场竞争力突出。** 1) 绿城中国最近 3 年平均物业销售面积 439 万平方米，远低于绿城服务近 3 年新签合同建筑面积，绿城服务在管项目中，来自于开发商的部分占比不到 10%。公司秉承“质价相等”的原则，坚持在 10% 左右较低毛利率水平基础上，为业主提供优质物业服务，并与社区业主保持良好的沟通和信任关系，获取很高的业主满意度和认可度，形成绿城服务独特的市场竞争力，为必要的基础物业管理业务价格调整打下良好基础。2) 规模上，截止 2018 年 6 月 30 日绿城服务总合同数达到 1095 个，在管合同建筑面积为 150.8 百万平方米，覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区的 134 个城市，储备合同面积 160.3 百万平方米，储备合同面积已超过在管合同建筑面积，平均物业费水平 3.13 元/月\*平米。3) 结构上，非住宅项目进展顺利，结构逐步优化。绿城服务在管项目涵盖中高端住宅、政府基础设施建设、商业写字楼、城市综合体等，2018H1 非住宅项目收入占比 30.9%，顺利切入非住宅市场表明公司在住宅市场所积累的良好口碑已受到广泛认可，可通过口碑和品牌效应在细分跨市场领域逐步渗透。4) 绿城服务不依赖于地产开发商获取项目，为市场化程度业内最高的物业管理公司之一，无关

联交易困扰。公司已在第三方项目获取中积累了丰富的经验，且在存量项目获取中也体现出良好的竞争力，可一定程度上抵消上游增量市场周期影响、以及上游集中度提升对公司业务拓展带来的负面影响。

- **增值业务战略布局先行者，收入和毛利贡献不断提升。** 1) 公司为业内探索社区增值业务的先行者，通过多渠道提供与业主社区生活相关的各种品质产品与服务，包括商品零售（绿橙、闪电送）、家居生活服务、物业资产管理（绿城置换）、文化教育（奇妙园）等等，体现在公司“园区服务”业务板块中。2014至2018H1期间，公司园区服务对总收入贡献由6.4%提升至17.5%，毛利贡献由18.2%提升至28.1%，表明公司业务结构在不断调整中，2) 2015年以来园区服务也是公司历年增速最快的业务板块，收入贡献主要来自于为物业资产管理、园区产品与服务、园区空间服务，2018H1收入规模增速最快的为园区产品与服务、园区空间服务和文化教育服务。随着业务结构调整，公司抗风险能力增强（上游周期风险和人力成本上涨风险）。2) 由于目前占比较高且增速较快的园区产品与服务等毛利率水平较低，园区服务的整体毛利率水平在30%左右，但仍然远高于基础物业服务12%的毛利率水平。
- **管理智能化、信息化助力缓解人力成本上涨压力，良好口碑有助于争取更多的价格调整主动权。** 公司进一步扩大投入自动化和智能化设备应用，加大管理信息化系统投入和人力资源共享平台建设，目前已取得一定成果，部分过去繁冗的人工作业模式被管理信息化系统替代，节约了人力与时间，公司基础物业服务毛利率水平逐年提升，由2013年的5.6%提升至2018H1的11.9%。公司多年坚持在维持一定合理水平利润率水平基础上，为业主提供高质量产品与服务，中指院发布的百强物业业主满意度排名中名列第一，在物业费价格调整方面也有望争取到更多主动权，有助于公司维持利润率稳定。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 近期受社保缴费政策影响，公司股价调整较多，且公司高层在公开场合稳健保守的发言让市场认为公司受社保新政负面冲击很大。首先，我们从中长期基本面看，仍然看好绿城服务良好的口碑和品牌影响力、以及高市场化运作水平所带来的未来在第三方和存量市场上的强大竞争力；其次，社保缴费新政为全行业所面临问题，为一次性将人力成本问题拉到市场面前经受审视，对前期估值较高的绿城服务冲击较大，我们认为人力成本上涨一直都是行业面临的风险之一，本次事件或促成物业费调整倒逼机制，反而中长期利好行业，同时淘汰不规范的中小公司，促进行业整合。绿城服务不论在物业费谈判沟通方面，还是在综合实力方面均为行业佼佼者，为最有可能享受行业洗牌的龙头之一。在具体政策实施条款落地之前，暂不考虑社保缴费政策对公司盈利预测的影响，预计绿城服务2018-2020年归属上市公司股东净利润分别为人民币4.74亿元/6.07亿元/8.10亿元，EPS分别为人民币0.17元/0.22元/0.29元，对应动态PE分别为32.5倍/25.4倍/19.0倍。维持公司买入评级。
- **风险提示：** 1) 上游房地产周期风险；2) 人力成本上涨风险；3) 社

保缴费新政实施条款未落地前对公司业绩影响的不确定性风险；4) 市场波动风险。

| 预测指标      | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E  |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 主营收入(百万元) | 5,140 | 6,765 | 8,777 | 11,472 |
| 增长率(%)    | 37.9% | 31.6% | 29.7% | 30.7%  |
| 净利润(百万元)  | 387   | 474   | 607   | 810    |
| 增长率(%)    | 35.7% | 22.3% | 28.1% | 33.6%  |
| 摊薄每股收益(元) | 0.14  | 0.17  | 0.22  | 0.29   |
| ROE(%)    | 20.2% | 21.7% | 24.0% | 27.1%  |

注：表中盈利预测币种为人民币。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 绿城服务收入构成及增速 (百万元 RMB、%)

| 项目     | 2014        |            | 2015        |            | 2016        |            | 2017        |            | 2018H1      |            |
|--------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
|        | 规模          | YoY        | 规模          | YoY        | 规模          | YoY        | 规模          | YoY        | 规模          | YoY        |
| 物业管理服务 | 1624        | 33%        | 2091        | 29%        | 2620        | 25%        | 3560        | 36%        | 2015        | 32%        |
| 咨询服务   | 439         | 33%        | 551         | 25%        | 618         | 12%        | 680         | 10%        | 400         | 24%        |
| 园区服务   | 142         | 20%        | 277         | 96%        | 484         | 75%        | 900         | 86%        | 512         | 45%        |
| 营业收入   | <b>2205</b> | <b>32%</b> | <b>2923</b> | <b>33%</b> | <b>3728</b> | <b>28%</b> | <b>5140</b> | <b>38%</b> | <b>2927</b> | <b>33%</b> |

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 2: 绿城服务毛利及构成 (百万元 RMB、%)

| 项目     | 2014       |             | 2015       |             | 2016       |             | 2017       |             | 2018H1     |             |
|--------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|
|        | 规模         | 占比          | 规模         | 占比          | 规模         | 占比          | 规模         | 占比          | 规模         | 占比          |
| 物业管理服务 | 140        | 38.4%       | 213        | 39.8%       | 286        | 39.6%       | 399        | 42.1%       | 240        | 43.5%       |
| 咨询服务   | 158        | 43.4%       | 187        | 34.9%       | 219        | 30.4%       | 246        | 26.0%       | 157        | 28.4%       |
| 园区服务   | 66         | 18.2%       | 132        | 24.6%       | 211        | 29.2%       | 302        | 31.9%       | 155        | 28.1%       |
| 总毛利    | <b>364</b> | <b>100%</b> | <b>535</b> | <b>100%</b> | <b>721</b> | <b>100%</b> | <b>946</b> | <b>100%</b> | <b>551</b> | <b>100%</b> |

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 3: 绿城服务项目管理规模 (百万平方米、%)

| 项目   | 2014 |        | 2015  |        | 2016  |        | 2017  |        | 2018H1 |        |
|------|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
|      | 规模   | 较上年末增幅 | 规模    | 较上年末增幅 | 规模    | 较上年末增幅 | 规模    | 较上年末增幅 | 规模     | 较上年末增幅 |
| 合约面积 | -    | --     | 171.9 | -      | 224.6 | 30.7%  | 287.5 | 28.0%  | 311.1  | 8.2%   |
| 在管面积 | 65.9 | 20.5%  | 82.8  | 25.6%  | 105.2 | 27.1%  | 137.8 | 30.9%  | 150.8  | 28.3%  |
| 储备面积 | -    | -      | 89.1  | -      | 119.4 | 34.0%  | 150.0 | 25.6%  | 160.3  | 19.2%  |

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

附表：绿城服务盈利预测表

|                   |                | 6.30           |                |                |                   |                 |                 |                 |                 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 证券代码:             | 2869.HK        | 股价:            |                | 港元             | 投资评级:             | 买入              | 日期:             |                 | 2018/09/26      |
| 财务指标              | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 每股指标与估值           | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
| <b>盈利能力</b>       |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
| ROE               | 20%            | 22%            | 24%            | 27%            | EPS               | 0.14            | 0.17            | 0.22            | 0.29            |
| 毛利率               | 18%            | 19%            | 19%            | 20%            | BVPS              | 0.69            | 0.79            | 0.91            | 1.08            |
| 期间费率              | 8%             | 10%            | 10%            | 11%            | <b>估值</b>         |                 |                 |                 |                 |
| 销售净利率             | 8%             | 7%             | 7%             | 7%             | P/E               | 39.7            | 32.5            | 25.4            | 19.0            |
| <b>成长能力</b>       |                |                |                |                | P/B               | 8.0             | 7.0             | 6.1             | 5.1             |
| 收入增长率             | 38%            | 32%            | 30%            | 31%            | P/S               | 3.0             | 2.3             | 1.8             | 1.3             |
| 利润增长率             | 36%            | 22%            | 28%            | 34%            |                   |                 |                 |                 |                 |
| <b>营运能力</b>       |                |                |                |                | <b>利润表 (万元)</b>   | <b>2017</b>     | <b>2018E</b>    | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>    |
| 总资产周转率            | 1.38           | 1.50           | 1.64           | 1.81           | 营业收入              | 514,006         | 676,503         | 877,726         | 1,147,211       |
| 应收账款周转率           | 9.01           | 6.72           | 6.24           | 6.26           | 营业成本              | 419,425         | 548,264         | 711,991         | 920,138         |
| 存货周转率             | 60.89          | 39.24          | 40.83          | 40.74          | 营业税金及附加           | 0               | 0               | 0               | 0               |
| <b>偿债能力</b>       |                |                |                |                | 销售费用              | 2,253           | 3,383           | 4,389           | 8,030           |
| 资产负债率             | 52%            | 54%            | 55%            | 55%            | 管理费用              | 41,595          | 64,268          | 83,384          | 114,721         |
| 流动比               | 1.37           | 1.36           | 1.41           | 1.47           | 财务费用              | (1,890)         | (1,653)         | (1,739)         | (2,128)         |
| 速动比               | 1.31           | 1.30           | 1.35           | 1.40           | 其他费用/(-收入)        | 0               | 0               | 0               | 0               |
|                   |                |                |                |                | <b>营业利润</b>       | <b>48,390</b>   | <b>62,241</b>   | <b>79,701</b>   | <b>106,449</b>  |
| <b>资产负债表 (万元)</b> | <b>2017</b>    | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | 营业外净收支            | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 现金及现金等价物          | 183,647        | 193,214        | 236,397        | 285,573        | <b>利润总额</b>       | <b>50,892</b>   | <b>62,241</b>   | <b>79,701</b>   | <b>106,449</b>  |
| 应收款项              | 78,972         | 122,472        | 158,901        | 207,688        | 所得税费用             | 11,685          | 14,291          | 18,300          | 24,441          |
| 存货净额              | 12,769         | 15,174         | 19,705         | 25,466         | <b>净利润</b>        | <b>39,207</b>   | <b>47,950</b>   | <b>61,402</b>   | <b>82,008</b>   |
| 其他流动资产            | 18,248         | 24,017         | 31,161         | 40,728         | 少数股东损益            | 459             | 566             | 725             | 968             |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>293,636</b> | <b>354,876</b> | <b>446,164</b> | <b>559,455</b> | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>38,748</b>   | <b>47,385</b>   | <b>60,677</b>   | <b>81,040</b>   |
| 固定资产              | 30,393         | 38,705         | 36,554         | 34,524         |                   |                 |                 |                 |                 |
| 在建工程              | 0              | 0              | 0              | 0              | <b>现金流量表 (万元)</b> | <b>2017</b>     | <b>2018E</b>    | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>    |
| 无形资产及其他           | 34,099         | 40,408         | 40,408         | 40,408         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>52,857</b>   | <b>45,351</b>   | <b>67,986</b>   | <b>82,062</b>   |
| 长期股权投资            | 55,850         | 55,850         | 55,850         | 55,850         | 净利润               | 38,748          | 47,385          | 60,677          | 81,040          |
| <b>资产总计</b>       | <b>413,978</b> | <b>489,839</b> | <b>578,977</b> | <b>690,237</b> | 少数股东权益            | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 短期借款              | 0              | 0              | 0              | 0              | 折旧摊销              | 4,018           | 3,378           | 3,136           | 2,913           |
| 应付款项              | 22,221         | 26,405         | 34,291         | 44,316         | 公允价值变动            | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 预收帐款              | 64,979         | 66,987         | 62,864         | 50,735         | 营运资金变动            | 10,092          | (5,412)         | 4,173           | (1,891)         |
| 其他流动负债            | 126,630        | 168,353        | 218,606        | 285,061        | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(74,980)</b> | <b>(14,620)</b> | <b>2,150</b>    | <b>2,031</b>    |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>213,830</b> | <b>261,745</b> | <b>315,761</b> | <b>380,112</b> | 资本支出              | (3,946)         | (8,311)         | 2,150           | 2,031           |
| 长期借款及应付债券         | 0              | 0              | 0              | 0              | 长期投资              | (43,179)        | 0               | 0               | 0               |
| 其他长期负债            | 595            | 1,495          | 1,495          | 1,495          | 其他                | (27,855)        | (6,309)         | 0               | 0               |
| <b>长期负债合计</b>     | <b>977</b>     | <b>1,495</b>   | <b>1,495</b>   | <b>1,495</b>   | <b>筹资活动现金流</b>    | <b>(7,102)</b>  | <b>(21,164)</b> | <b>(26,953)</b> | <b>(34,916)</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>214,807</b> | <b>263,240</b> | <b>317,256</b> | <b>381,607</b> | 债务融资              | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 普通股股本             | 2              | 2              | 2              | 2              | 权益融资              | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 股东权益              | 199,172        | 226,599        | 261,721        | 308,631        | 其它                | (7,102)         | (21,164)        | (26,953)        | (34,916)        |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>413,978</b> | <b>489,839</b> | <b>578,977</b> | <b>690,237</b> | <b>现金净增加额</b>     | <b>(29,225)</b> | <b>9,567</b>    | <b>43,184</b>   | <b>49,176</b>   |

注：用以计算 EPS、BPS 的加权平均股本数为 277777.60 万股，表中预测数据币种为人民币，按 1 港元兑 0.8792 元人民币换算。  
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所



## 【旅游行业组介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，南京理工大学经济学学士，5年券商研究所行业研究从业经历，聚焦消费升级相关的现代服务领域研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

## 【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，行业指数领先恒生指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随恒生指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后恒生指数。

### 股票投资评级

买入：相对恒生指数涨幅 20%以上；  
增持：相对恒生指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对恒生指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对恒生指数跌幅 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。