

綠城服務 (2869 HK)

強勁的內生增長能力

- ❖ **中期利潤增長 29.1%**。18 年上半年，公司收入增長 32.9% 至 29.3 億元(人民幣，下同)，淨利潤增長 29.1% 至 2.3 億元。期內整體毛利率小幅擴大 0.2 個百分點至 18.8%。公司廣泛採用自動化和智能設備進行成本控制，上半年員工成本增速低於收入增速，期內增加 21.7% 至 9.1 億元，占上半年總收入的 31.1%，同比下降 2.9 個百分點。但由於公司加大了對信息系統和支援服務中心的投入，SG&A 費用從去年同期的 8.4% 上升至今年上半年的 9.6%。因此，上半年淨利潤率略微下降 0.2 個百分點至 7.8%。
- ❖ **基礎物業服務增長 31.8%**。基礎物業服務方面，收入在上半年增長 31.8% 至 20.2 億元，占總收入的 68.8%。截止上半年底，公司在管面積同比增長 28.3% 至 1.5 億平。此外，儲備面積在 2018 年上半年同比增長 19.2% 至 1.6 億平，這將為未來增長提供了廣闊空間。公司在今年上半年並沒有進行任何物業公司收并購，增長主要來自其有機擴張和強大的項目管理能力。上半年平均物業費從 17 上半年的 3.09 元/平/月上漲至 18 上半年的 3.13 元/平/月。分部毛利率也由 17 上半年的 10.8% 改善至 18 上半年的 11.9%。
- ❖ **園區生活服務穩步增長**。上半年，園區生活服務在 3 個業務部門中增長最快，收入增長 45.0% 至 5.1 億元，占總收入的 17.5%。但受到早教業務較大前期投入拖累，分部毛利率從去年同期的 33.5% 下降至今年上半年的 30.2%。在其 5 個細分業務中，空間服務和房資產管理在上半年表現良好。社區空間服務收入增加 182.0% 至 9,400 萬元。通過收購品牌策劃公司，綠城服務擴大了業務範圍并積累了新的客戶。資產管理服務收入在上半年增長 28.3% 至 2.5 億元。二手房代理是其主要收入來源。受二手房市場放緩影響，公司調整思路，擴大收入來源，如代理停車位銷售等。儘管新業務的擴展成本較低，但公司認為短期波動仍是不可避免的。
- ❖ **諮詢服務為未來發展鋪平了道路**。為了獲得更多早期服務合同，公司繼續為開發商提供諮詢服務。在建項目服務項目數量從 17 年上半年的 285 個增加到 18 年上半年的 459 個，增長 61.1%。同時，公司通過綠城聯盟計劃，為第三方物業公司提供平臺服務。管理諮詢服務項目數量從 17 年上半年的 181 個增加到 18 年上半年的 317 個，增長 75.1%。
- ❖ **重申買入評級**。我們分別上調 18-19 財年盈利預測 1.0% 和 4.0% 至 5.31 億元和 7.42 億元。我們將使用 FY19 PER 作為估值倍數。我們使用 25x FY19 市盈率（之前使用 35x FY18 市盈率）以期反映市場風險偏好下降，以及上游房地產市場放緩。因此，目標價有 7.89 港元下調至 7.77 港元。維持買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	3,722	5,140	6,761	8,525	10,619
淨利潤 (百萬人民幣)	286	387	531	742	1,013
每股收益 (人民幣)	0.121	0.139	0.191	0.267	0.365
每股收益變動 (%)	N.A	15.7	37.1	39.7	36.4
市盈率 (x)	43.9	37.9	27.6	19.8	14.5
市帳率 (x)	7.3	8.2	6.9	5.6	4.4
股息率 (%)	0.8	0.9	1.3	1.8	2.4
權益收益率 (%)	16.6	20.2	23.5	27.0	29.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (維持)

目標價	HK\$7.77
(過去目標價)	HK\$7.89
潛在升幅	+20.3%
當前股價	HK\$6.46

黃程宇

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

文幹森, CFA

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

房地產服務行業

市值(百萬港元)	17,944
3 月平均流通量 (百萬港元)	7.77
5 周內股價高/低 (港元)	8.4/4.19
總股本 (百萬)	2,777.8

資料來源：彭博

股東結構

Orchid Garden	36.7%
李海榮	20.3%
綠城中國	5.0%
流通	38.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-21.3%	-18.1%
3-月	-16.5%	-7.7%
6-月	6.6%	20.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.lvchengfuwu.com

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,722	5,140	6,761	8,525	10,619
物業管理服務	2,620	3,560	4,645	5,674	6,733
諮詢服務	618	680	810	945	1,104
園區生活服務	484	900	1,305	1,905	2,782
銷售成本	(3,006)	(4,194)	(5,478)	(6,819)	(8,369)
毛利	716	946	1,282	1,707	2,249
其他收入	20	20	15	12	12
銷售費用	(10)	(23)	(34)	(43)	(53)
行政費用	(275)	(416)	(541)	(656)	(818)
其他收益	(35)	(43)	(78)	(85)	(106)
息稅前收益	417	485	645	934	1,284
聯營和合營公司	3	8	(5)	10	13
淨融資成本	(2)	19	22	29	39
特殊收入	0	(2)	12	-	-
稅前利潤	419	509	674	974	1,336
所得稅	(124)	(117)	(158)	(224)	(307)
非控制股東權益	(9)	(5)	15	(7)	(15)
淨利潤	286	387	531	742	1,013

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	470	1,203	1,290	1,346	1,401
物業、厂房及設備	264	304	354	398	438
聯營、合營公司的權益	127	559	554	564	577
無形資產	-	136	123	111	99
其他	78	205	260	273	287
流動資產	2,853	2,936	3,735	4,846	6,255
存貨	10	128	167	208	255
貿易及其他應收賬款	547	790	1,502	1,895	2,360
現金及現金等价物	2,182	1,836	1,798	2,463	3,347
受限制銀行結余	115	153	250	263	276
其他	-	29	18	18	18
流動負債	1,555	2,138	2,689	3,365	4,156
貿易及其他應付帳款	943	1,304	1,565	1,948	2,391
預收款項	473	650	855	1,078	1,342
銀行借款	-	-	-	-	-
其他	138	185	269	339	423
非流動負債	22	10	15	15	15
銀行借款	-	-	-	-	-
其他	22	10	15	15	15
資產淨額	1,746	1,992	2,322	2,812	3,486
非控股权益	27	74	58	66	81
權益股東應占總權益	1,719	1,918	2,264	2,746	3,405

來源：公司資料，招銀國際則預測

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	645	934	1,284
折旧和摊销	15	33	44	48	51
营运资金变动	132	155	(287)	231	265
税务开支	(46)	(28)	(17)	16	25
其他	(124)	(117)	(158)	(224)	(307)
经营活动所得现金净额	394	529	227	1,005	1,319
购置固定资产	(219)	(80)	(80)	(80)	(80)
联营公司	(108)	(424)	(0)	(0)	(0)
其他	181	(246)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(147)	(750)	(80)	(80)	(80)
股份发行	1,266	-	-	-	-
净银行借贷	(180)	-	-	-	-
股息	(100)	(134)	(186)	(260)	(355)
其他	71	63	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,057	(71)	(186)	(260)	(355)
现金增加净额	1,303	(292)	(39)	665	884
年初现金及现金等价物	836	2,182	1,836	1,798	2,463
汇兑	42	(53)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,182	1,836	1,798	2,463	3,347
年末资产负债表现金及现金等价	2,182	1,836	1,798	2,463	3,347

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	68.7	66.6	63.4
咨询服务	16.6	13.2	12.0	11.1	10.4
园区生活服务	13.0	17.5	19.3	22.4	26.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.1	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	19.2	18.4	19.0	20.0	21.2
税前利率	11.2	9.9	10.0	11.4	12.6
息税前收益	7.7	7.5	7.9	8.7	9.5
有效税率	29.6	23.0	23.5	23.0	23.0

增长 (%)

收入	27.5	38.1	31.5	26.1	24.6
毛利	34.9	32.2	35.5	33.1	31.8
净利润率	46.9	16.2	33.2	44.8	37.4
净利润	44.4	35.7	37.1	39.7	36.4

资产负债比率

流动比率 (x)	1.8	1.4	1.4	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	54	56	81	81	81
平均应付账款周转天数	114	113	104	104	104
平均存货周转天数	1	11	11	11	11
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	23.5	27.0	29.8
资产回报率	8.9	9.5	10.3	12.1	13.4

每股数据

每股盈利(人民币)	0.12	0.14	0.19	0.27	0.36
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.07	0.09	0.13
每股账面值(人民币)	0.73	0.64	0.77	0.95	1.19

来源：公司资料，招银国际则预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。