

## 綠城服務 (2869 HK)

### 業績靚麗，成長可期

- ❖ **全年業績回顧。**2017年，綠城服務收入達51.4億元人民幣(下同)，同比增長38.1%。整體毛利率維持在18.4%，同比輕微下滑了0.8個百分點。(i)物業服務板塊實現收入35.6億，占總收入的69.3%，增長35.9%，高于2016年25.3%的增速。同時，物業服務毛利率同比上升0.3個百分點至11.2%。(ii)社區生活服務板塊收入首次超過諮詢服務，達9億，占總收入17.5%。(iii)諮詢板塊增速持續放緩，收入增長由2016年的12.2%降至2017年10.1%，達6.8億。公司2017年實現淨利潤3.8億，增長34.6%，淨利潤率為7.4%。
- ❖ **行政開支上升拖累利潤增長。**2017年，公司行政開支上升53.7%，達4.38億。行政開支占收入比由2016年的7.6%上升至8.5%，拖累了利潤增長，使得當期利潤低于我們的預期12.4%。行政開支上升的原因包括：(1)人員服務增加及人均工資增加；(2)智能化設施、設備和信息化系統建設的投入；(3)平臺支持中的投入，如財務共享中心和人力資源共享中心；(4)2016年底入住新總部大樓後的辦公開支。隨著智能化改造的逐步完成，我們預計2018年行政開支占收入比將有所下降。
- ❖ **物業服務板塊增長穩健。**截止到2017年底，公司在管面積1.38億平，較16年底增加3,260萬平；儲備面積1.5億平，增加3,100萬平。充足的儲備面積是公司未來增長的主要動力。此外，由于物業服務平均價格穩定上升及物業智能化帶來的成本管控，物業服務毛利率同比上升0.3個百分點至11.2%。隨著儲備項目陸續轉化為在管項目，我們預計物業服務板塊的毛利率將繼續上升。
- ❖ **多樣的園區服務。**儘管諮詢服務板塊收入增長放緩，但園區服務仍然保持著高速增長，2016年實現收入增長74.8%，2017年86.0%。目前，園區服務主要包括(1)產品服務，(2)空間服務，(3)物業資產管理服務，和(5)文化及教育服務。由于園區業務多元化，板塊的毛利率由2016年的43.5%下降至33.5%。但我們認為投資者更應該關注收入增長，由于目前物業增值服務並沒有固定的商業模式，各物業公司都在嘗試摸索階段，“物業+”的社區經濟仍待發掘。綠城服務在增值服務領域在行業領先，貢獻超過一半的毛利，該板塊未來的發展值得期待，很有可能成為公司另外一個增長引擎。
- ❖ **上調目標價。**由于行政費用增加及園區服務板塊利潤率下降，我們下調2018-19年盈利預測10.2%、8.4%至5.17億和7.03億。我們將估值倍數提高至35倍FY18市盈率，以期反映充足的儲備項目及快速增長的園區服務板塊。因此目標價提升至HK\$7.89，相當于0.96倍FY18 PEG或25.8倍FY19 PE。維持買入評級。

#### 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	6,726	8,487	10,688
淨利潤(百萬人民幣)	286	387	526	714	981
每股收益(人民幣)	0.121	0.139	0.189	0.257	0.353
每股收益變動(%)	N.A	15.7	35.8	35.8	37.4
市盈率(x)	45.2	39.1	28.8	21.2	15.4
市帳率(x)	7.5	8.5	7.1	5.8	4.6
股息率(%)	0.8	0.9	1.2	1.7	2.3
權益收益率(%)	16.6	20.2	23.3	26.2	29.2
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\$7.89
(過去目標價)	HK\$5.37
潛在升幅	+20.8%
當前股價	HK\$4.42

#### 黃程宇

[huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)  
 (852)-3761-8773

#### 文幹森, CFA

[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)  
 (852)-3900-0853

#### 房地產服務行業

市值(百萬港元)	18,028
3月平均流通量(百萬港元)	28.3
5周內股價高/低(港元)	7.24/2.8
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	13.1%	14.9%
3-月	17.6%	13.0%
6-月	42.7%	27.5%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師: KPMG

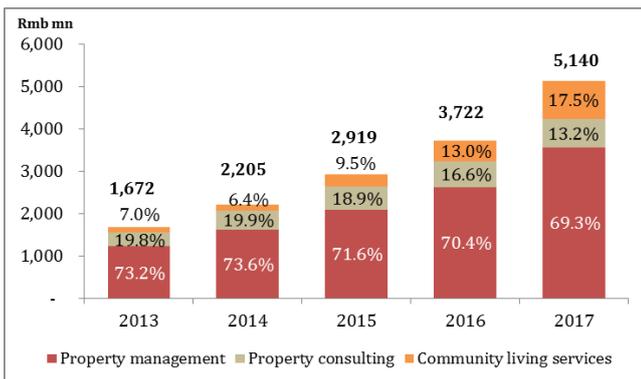
公司網站: [www.lvchengfuwu.com](http://www.lvchengfuwu.com)

圖 1: 2017 業績

	2016	2017A	YoY	2017E	Diff
	(Rmb m)	(Rmb m)		(Rmb m)	
<b>收入</b>	<b>3,722</b>	<b>5,140</b>	<b>38.1%</b>	<b>4,873</b>	<b>5.5%</b>
物業管理服務	2,620	3,560	35.9%	3,391	5.0%
諮詢服務	618	680	10.1%	683	-0.4%
園區生活服務	484	900	86.0%	799	12.7%
銷售成本	(3,006)	(4,194)	39.5%	(3,922)	6.9%
<b>毛利</b>	<b>716</b>	<b>946</b>	<b>32.2%</b>	<b>951</b>	<b>-0.5%</b>
其他收入	16	13	-21.2%	15	-13.6%
其他收益	4	7		0	
銷售費用	(10)	(23)	132.3%	(15)	54.1%
行政費用	(275)	(416)	51.3%	(322)	29.3%
其他收益	(35)	(43)	23.6%	(49)	-11.9%
<b>息稅前收益</b>	<b>417</b>	<b>485</b>	<b>16.2%</b>	<b>581</b>	<b>-16.6%</b>
聯營及合營公司	3	8	123.0%	10	-24.0%
財務收入	5	19	256.9%	4	370.4%
淨融資成本	(7)	0	n.a	0	n.a
特殊收入	0	(2)	n.a	0	n.a
<b>稅前利潤</b>	<b>415</b>	<b>501</b>	<b>20.7%</b>	<b>595</b>	<b>-15.8%</b>
所得稅	(124)	(117)		(161)	
稅後利潤	291	384	31.9%	434	-11.4%
非控制股東權益	(9)	(5)		0	
<b>淨利潤</b>	<b>282</b>	<b>380</b>	<b>34.6%</b>	<b>434</b>	<b>-12.4%</b>

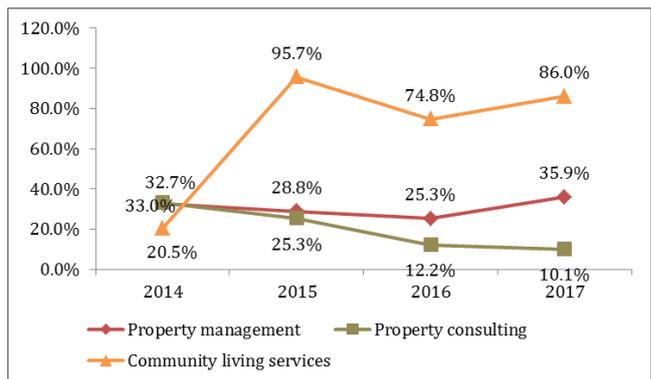
來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 收入



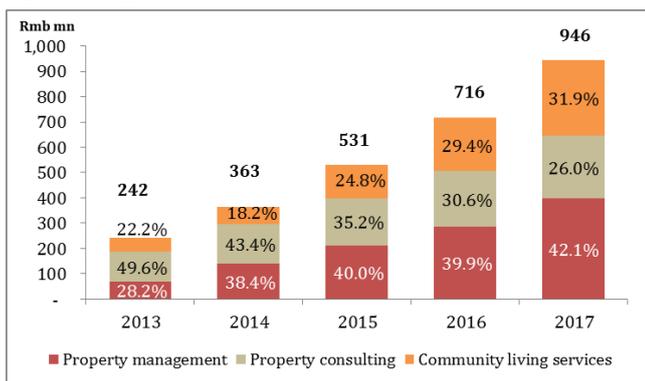
來源: 公司

圖 3: 收入增長



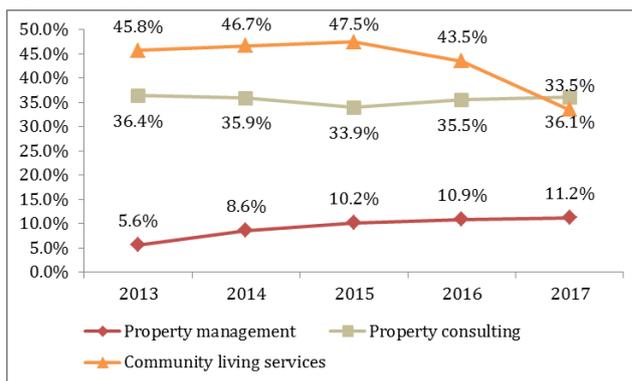
來源: 公司

圖 4: 毛利



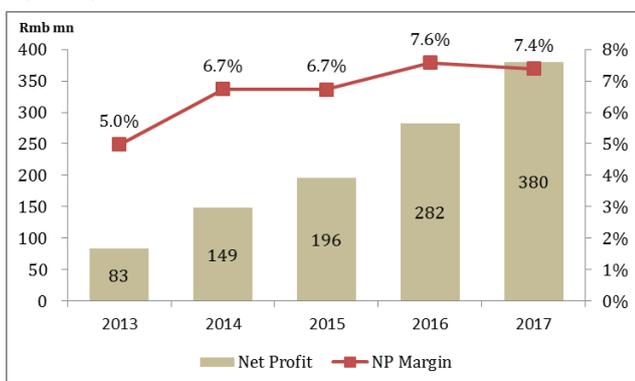
來源: 公司

圖 5: 毛利率



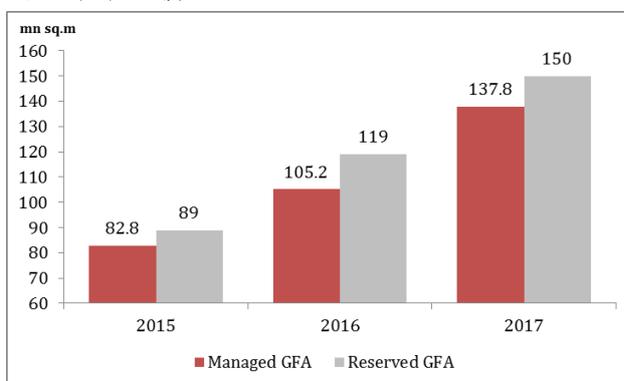
來源: 公司

圖 6: 淨利潤



來源: 公司

圖 7: 在管面積



來源: 公司

## 財務報表

### 利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>3,722</b>	<b>5,140</b>	<b>6,726</b>	<b>8,487</b>	<b>10,688</b>
物業管理服務	2,620	3,560	4,529	5,484	6,512
諮詢服務	618	680	757	843	936
園區生活服務	484	900	1,440	2,160	3,240
銷售成本	(3,006)	(4,194)	(5,436)	(6,789)	(8,438)
<b>毛利</b>	<b>716</b>	<b>946</b>	<b>1,290</b>	<b>1,698</b>	<b>2,250</b>
其他收入	20	20	15	14	14
銷售費用	(10)	(23)	(27)	(34)	(43)
行政費用	(275)	(416)	(538)	(679)	(855)
其他收益	(35)	(43)	(67)	(85)	(107)
<b>息稅前收益</b>	<b>417</b>	<b>485</b>	<b>672</b>	<b>914</b>	<b>1,259</b>
聯營公司	3	8	9	11	13
淨融資成本	(2)	19	22	29	39
特殊收入	0	(2)	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>419</b>	<b>509</b>	<b>703</b>	<b>954</b>	<b>1,311</b>
所得稅	(124)	(117)	(169)	(229)	(315)
非控制股東權益	(9)	(5)	(8)	(11)	(15)
<b>淨利潤</b>	<b>286</b>	<b>387</b>	<b>526</b>	<b>714</b>	<b>981</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>470</b>	<b>1,203</b>	<b>1,199</b>	<b>1,199</b>	<b>1,204</b>
物業、廠房及設備	264	304	294	284	276
聯營、合營公司的權益	127	559	568	579	592
遞延稅項資產	51	73	76	80	84
其他	28	132	138	145	152
無形資產	-	136	123	111	99
<b>流動資產</b>	<b>2,853</b>	<b>2,936</b>	<b>3,874</b>	<b>5,038</b>	<b>6,537</b>
存貨	10	128	166	207	257
貿易及其他應收賬款	547	790	1,033	1,304	1,642
現金及現金等價物	2,182	1,836	2,484	3,329	4,431
受限制銀行結餘	115	153	161	169	177
其他	-	29	29	29	29
<b>流動負債</b>	<b>1,555</b>	<b>2,138</b>	<b>2,712</b>	<b>3,401</b>	<b>4,248</b>
貿易及其他應付帳款	943	1,304	1,690	2,110	2,623
預收款項	473	650	850	1,073	1,351
銀行借款	-	-	-	-	-
其他	138	185	172	217	274
<b>非流動負債</b>	<b>22</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>23</b>
銀行借款	-	-	-	-	-
遞延稅項	11	4	7	6	6
其他	12	6	11	13	17
<b>資產淨額</b>	<b>1,746</b>	<b>1,992</b>	<b>2,342</b>	<b>2,817</b>	<b>3,470</b>
<b>非控股權益</b>	<b>27</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>92</b>	<b>107</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>1,719</b>	<b>1,918</b>	<b>2,260</b>	<b>2,724</b>	<b>3,362</b>

來源:公司資料,招銀國際則預測

**現金流量表**

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	417	485	672	914	1,259
折舊和攤銷	15	26	44	42	39
營運資金變動	132	155	285	368	451
稅務開支	(46)	(21)	6	1	8
其他	(124)	(117)	(169)	(229)	(315)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>394</b>	<b>529</b>	<b>839</b>	<b>1,096</b>	<b>1,442</b>
購置固定資產	(219)	(119)	(20)	(20)	(20)
聯營公司	(108)	(424)	-	0	0
其他	181	(207)	22	29	39
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(147)</b>	<b>(750)</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>19</b>
股份發行	1,266	-	-	-	-
淨銀行借貸	(180)	-	-	-	-
股息	(100)	(134)	(184)	(250)	(343)
利息支付	(7)	-	-	-	-
其他	78	63	(8)	(11)	(15)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>1,057</b>	<b>(71)</b>	<b>(192)</b>	<b>(261)</b>	<b>(358)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,303</b>	<b>(292)</b>	<b>648</b>	<b>844</b>	<b>1,103</b>
年初現金及現金等價物	836	2,182	1,836	2,484	3,329
匯兌	42	(53)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,182	1,836	2,484	3,329	4,431
<b>年末資產負債表現金及現金等價物</b>	<b>2,182</b>	<b>1,836</b>	<b>2,484</b>	<b>3,329</b>	<b>4,431</b>

來源:公司資料,招銀國際則預測

**主要比率**

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售組合(%)</b>					
物業管理服務	70.4	69.3	67.3	64.6	60.9
諮詢服務	16.6	13.2	11.3	9.9	8.8
園區生活服務	13.0	17.5	21.4	25.5	30.3
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率(%)**

毛利率	19.2	18.4	19.2	20.0	21.0
稅前利率	11.2	9.9	10.4	11.2	12.3
息稅前收益	7.7	7.5	7.8	8.4	9.2
有效稅率	29.6	23.0	24.0	24.0	24.0

**增長(%)**

收入	27.5	38.1	30.9	26.2	25.9
毛利	34.9	32.2	36.3	31.7	32.5
淨利潤率	46.9	16.2	38.7	36.0	37.7
淨利潤	44.4	35.7	35.8	35.8	37.4

**資產負債比率**

流動比率(x)	1.8	1.4	1.4	1.5	1.5
平均應收賬款周轉天數	54	56	56	56	56
平均應付帳款周轉天數	113	113	113	113	-
平均存貨周轉天數	1.2	11.1	11.1	11.1	11.1
淨負債/總權益比率(%)	Net cash				

**回報率(%)**

資本回報率	16.6	20.2	23.3	26.2	29.2
資產回報率	8.9	9.5	10.5	11.6	12.9

**每股數據**

每股盈利(人民幣)	0.12	0.14	0.19	0.26	0.35
每股股息(人民幣)	0.04	0.05	0.07	0.09	0.12
每股賬面值(人民幣)	0.73	0.64	0.77	0.94	1.17

來源:公司資料,招銀國際則預測

## 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责任。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。接收本報告之行為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。