

綠城服務(2869 HK, HK\$2.89, 目標價: HK\$3.83, 買入)—有效的成本控制推動盈利增長

- ❖ **盈利增長穩健。**綠城服務 2016 年全年收入達 37.2 億元人民幣，同比增長 27.5%。2013-16 年收入複合增長率達到 30.6%。2016 年公司毛利率同比提高 1 個百分點至 19.2%。歸屬股東淨利潤為 2.86 億元人民幣，同比增長 44.3%，2013-16 年歸屬股東淨利潤的複合增長率為 51%。2016 年末期股息為每股 0.04 港元，派息率約為稅後利潤的 35%。
- ❖ **充足的在管項目和儲備合同。**截至 2016 年底，綠城服務在管項目達到 809 個，覆蓋了全國 23 個省、直轄市和自治區，以及 99 個城市。在管面積為 1.05 億平方米，較 2015 年底增加了 27.1%。儲備面積也增加到 1.19 億平方米，較 2015 年的儲備增加了 30.3%。充足的項目儲備為公司在未來增加在管面積和建立客戶基礎方面提供了有力支持。
- ❖ **有效的成本控制。**在堅守成本控制的經營方針下，物業管理服務板塊的毛利率由 2015 年的 10.2% 提高至 2016 年的 10.9%，而總體毛利率也同比提高了 1 個百分點至 19.2%。儘管物業管理服務板塊的毛利率增幅較小，但此業務板塊在 2013 年毛利率僅有 5.6%，而 2016 年收入也佔到全部收入的 70.4%。提高物業管理服務板塊的毛利率將有效提高盈利增長。不僅直接銷售成本有所下降，SG&A(不包括上市費用)佔收入的比例也有所下滑，由 2015 年的 8.9% 下跌至 7.9%。公司一系列針對成本控制的措施有效地使得淨利潤率由 2013 年的 5% 上升至 2016 年的 7.7%。
- ❖ **健康的財務狀況。**截至 2016 年底，公司總資產達 33.2 億元人民幣，同比大幅增加 102.4%。大幅度增加的主要是由于公司在 2016 年上市募集了相當於 12.7 億元人民幣的資金，並且償還了所有有息債務。2016 年底，公司應收賬款為 5.47 億元人民幣，同比增長 30.3%，應收賬款周轉天數為 53.6 天，較 2015 年的 52.5 天基本持平。
- ❖ **上調目標價至 3.83 港元。**基于公司毛利率上升以及良好的成本控制，我們上調了 2017 年淨利潤預測至 4.24 億元人民幣或每股收益 0.153 元人民幣，較之前預測上調了 12.3%。預計 2016-19 年淨利潤的複合增長率為 31.8%，基于 0.7x FY17 PEG 作為估值標準，推出我們的目標價為 3.83 港元，較我們之前的目標價提高了 12%。維持「買入」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	2,919	3,722	4,873	6,111	7,532
淨利潤 (百萬元人民幣)	198	286	424	576	768
每股收益 (人民幣)	0.099	0.121	0.153	0.207	0.277
每股收益變動 (%)	N.A	21.9	26.5	35.9	33.4
市盈率(x)	29.2	24.0	18.9	13.9	10.5
市帳率(x)	43.8	4.7	4.0	3.3	2.7
股息率 (%)	4.0	1.2	1.6	2.2	2.9
權益收益率 (%)	149.8	16.6	21.1	23.7	25.7
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司、招銀國際證券預測

黃程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

綠城服務 (2869 HK)

評級	買入
收市價	HK\$2.89
目標價	HK\$3.83
市值 (港幣百萬)	8,028
過去 1 月平均交易 (港幣百萬)	15.16
52 周高/低 (港幣)	3.28/1.99
發行股數 (百萬)	2,778
主要股東	Orchid Garden (36.7%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	13.6%	11.8%
3 月	10.2%	-2.4%
6 月	-4.6%	-7.2%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,918.6	3,722.0	4,872.7	6,111.4	7,531.9
物業管理服務	2,090.9	2,619.9	3,390.8	4,082.0	4,788.3
顧問諮詢服務	550.8	618.0	683.3	751.6	826.9
園區增值服務	277.0	484.0	798.6	1,277.8	1,916.8
銷售成本	(2,387.7)	(3,006.0)	(3,921.6)	(4,856.9)	(5,901.1)
毛利	530.9	716.0	951.2	1,254.4	1,630.8
其他收入	20.2	20.2	14.8	14.8	14.8
銷售費用	(5.7)	(9.7)	(14.6)	(21.4)	(26.4)
行政費用	(214.4)	(249.3)	(321.6)	(397.2)	(489.6)
其他收益	(29.1)	(34.7)	(48.7)	(61.1)	(75.3)
上市費用	(18.2)	(25.7)	-	-	-
息稅前收益	283.77	416.80	581.03	789.50	1,054.32
淨融資成本	(7.1)	(1.7)	8.9	10.9	13.5
聯營公司	1.5	3.4	10.0	15.0	20.0
特殊收入	(0.1)	0.0	-	-	-
稅前利潤	278.1	418.6	599.9	815.4	1,087.8
所得稅	(75.6)	(123.8)	(162.5)	(220.9)	(294.7)
非控制股東權益	(4.7)	(9.2)	(13.7)	(18.6)	(24.9)
淨利潤	197.8	285.5	423.6	575.8	768.2
調整後淨利潤	216.0	311.2	423.6	575.8	768.2

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	265	470	421	424	411
物業、廠房及設備	64	264	206	165	136
投資型房地產	-	-	-	-	-
聯營公司的權益	12	32	50	64	70
合營公司的權益	3	94	110	140	150
其他金融資產	-	-	-	-	-
遞延稅項資產	56	51	55	55	55
購買物業、廠房及設備預付款項	131	28	-	-	-
貿易及其他應收賬款	-	-	-	-	-
流動資產	1,377	2,853	3,497	4,355	5,396
其他金融資產	28	-	-	-	-
存貨	2	10	14	17	22
貿易及其他應收賬款	420	547	716	898	1,106
受限制銀行結餘	91	115	200	240	250
現金及現金等價物	836	2,182	2,567	3,200	4,018
流動負債	1,472	1,555	1,851	2,287	2,745
銀行借款	180	-	-	-	-
預收款項	338	473	445	576	694
貿易及其他應付賬款	847	943	1,265	1,567	1,904
即期稅項	88	118	120	120	120
撥備	18	20	21	23	28
非流動負債	21	22	29	31	34
帶息借款	-	-	-	-	-
遞延稅項	3	11	12	12	12
撥備	18	12	17	19	22
資產淨額	149	1,746	2,038	2,462	3,027
非控股權益	17	27	30	32	35
權益股東應占總權益	132	1,719	2,008	2,430	2,992

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	283.8	416.8	581.0	789.5	1,054.3
折舊和攤銷	12.6	18.0	78.3	61.1	48.9
營運資金變動	256.6	71.9	36.0	207.3	231.6
稅務開支	(65.0)	(80.4)	(113.6)	(154.5)	(211.9)
其他	58.6	22.8	(113.0)	53.0	46.0
經營活動所得現金淨額	546.6	449.1	468.8	956.4	1,168.9
購置固定資產	(57.8)	(84.1)	(100.0)	(80.0)	(64.0)
聯營公司	(5.3)	(70.4)	(84.0)	(21.0)	(28.0)
其他	194.7	7.6	34.0	(88.0)	(83.2)
投資活動所得現金淨額	131.7	(146.9)	(150.0)	(189.0)	(175.2)
股份發行	-	1,265.8	-	-	-
淨銀行借貸	80.0	(180.0)	-	-	-
股息	(265.4)	(21.9)	(98.9)	(127.1)	(172.7)
其他	(58.5)	(7.4)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(244.0)	1,056.5	(98.9)	(127.1)	(172.7)
現金增加淨額	434.3	1,358.7	219.9	640.3	821.0
年初現金及現金等價物	437.4	835.9	2,181.7	2,567.1	3,200.1
匯兌	(0.1)	42.5	-	-	-
年末現金及現金等價物	871.7	2,237.1	2,401.6	3,207.5	4,021.2
抵押現金	-	-	-	-	-
年末資產負債表現金及現金等價物	871.7	2,237.1	2,401.6	3,207.5	4,021.2

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業管理服務	71.6	70.4	69.6	66.8	63.6
顧問諮詢服務	18.9	16.6	14.0	12.3	11.0
園區增值服務	10.5	15.0	19.4	24.9	30.4
總額	101.0	102.0	103.0	104.0	105.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.2	19.2	19.5	20.5	21.7
稅前利率	9.5	11.2	12.3	13.3	14.4
息稅前收益	6.8	7.7	8.7	9.4	10.2
核心淨利潤率	7.4	8.4	8.7	9.4	10.2
有效稅率	27.2	29.6	27.1	27.1	27.1
增長 (%)					
收入	32.4	27.5	30.9	25.4	23.2
毛利	46.2	34.9	32.8	31.9	30.0
淨利潤率	42.0	46.9	39.4	35.9	33.5
淨利潤	32.6	44.3	48.4	35.9	33.4
核心淨利潤	41.6	44.1	36.1	35.9	33.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.9	1.8	1.9	1.9	2.0
平均應收賬款周轉天數	53	54	54	54	54
平均應付賬款周轉天數	130	114	123	123	123
平均存貨周轉天數	0.3	1.2	1.3	1.3	1.3
淨負債/ 總權益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回報率 (%)					
資本回報率	149.8	16.6	21.1	23.7	25.7
資產回報率	12.0	8.6	10.8	12.0	13.2
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.099	0.121	0.153	0.207	0.277
每股股息(人民幣)	0.115	0.036	0.046	0.062	0.083
每股賬面值(人民幣)	0.066	0.619	0.731	0.882	1.085

來源: 公司、招銀國際證券預測

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，并可能會受標的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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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。本公司可發佈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。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。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資訊，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。