

绿城服务 (2869 HK)

拥有充足的储备面积

- ❖ **上半年业绩回顾。**2017年上半年，绿城服务收入达22.03亿元人民币，同比增长33.6%。整体毛利率维持在18.6%，同比轻微下滑了0.1个百分点。(i)物业服务板块仍是公司最大的收入和盈利来源，期内占总收入的69.4%，收入同比增长29.8%；毛利率同比上升0.4个百分点至10.8%。(ii)社区生活服务板块是公司第二大的收入来源，同时也是增长最快的业务板块。上半年板块收入增长123.5%至3.53亿元人民币。但毛利率下滑了9.6个百分点至35.8%，拖累了整体毛利率。(iii)咨询服务期内收入增长2.7%，占总收入的14.6%，毛利率为37.1%。公司上半年净利润大幅增长41.8%至1.78亿元人民币，净利润率同比提高了0.5个百分点至8.1%。
- ❖ **物业服务板块增长仍可期待。**物业服务板块仍是公司最大的收入和毛利来源，分别占比为69.4%及40.2%。截止到今年6月，公司在管面积达1.18亿平方米，较16年底的1.05亿平方米增加了0.13亿平方米。在管面积的增加是物业服务收入增长的主要动力。今年上半年，公司平均物业管理费为3.09元人民币/平米/月，较16年底的平均费用上涨了0.01元人民币，但如果剔除营改增的影响，公司测算的平均收费在3.19元人民币/平米/月。在管面积增加的同时，公司储备也迅速增加。截止到6月，公司储备面积达1.35亿平方米，超过现有在管面积。随着储备面积转化为在管面积，我们预计物业服务板块在未来2-3年仍然能够保持现有的增长速度。
- ❖ **园区生活服务充满潜力。**尽管园区生活服务板块的毛利率同比有所下滑，但我们认为这是由于公司在不断扩张园区生活服务业务以及尝试新的业务模式。上半年，园区生活服务板块收入达3.53亿元人民币，大幅增长123.5%，占总收入的比重由去年底的13%增加到16%。板块收入中，资产管理服务、文化教育服务和园区产品销售的收入增长均超过100%。公司已经开办8个教学点，为18-36月孩子提供早托服务，而这种社区体验式服务在今年上半收入达900万元人民币，同比增长641%。我们相信园区生活服务板块仍然充满潜力。
- ❖ **维持盈利预测及上调目标价。**2017年上半年的增长符合我们的预期，因此我们维持之前的盈利预测，2017年净利润为4.24亿元人民币。现有股价相当于24.9倍2017年动态市盈率。由于公司充足储备面积将在未来转化为在管面积，收入增长较为确定，因此我们给予公司30倍2017年动态市盈率，目标价升至HK\$5.34，维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	2,919	3,722	4,873	6,111	7,532
净利润(百万人民币)	198	286	424	576	768
每股收益(人民币)	0.099	0.121	0.153	0.207	0.277
每股收益变动(%)	N.A	21.9	26.5	35.9	33.4
市盈率(x)	38.4	31.5	24.9	18.3	13.7
市帐率(x)	57.6	6.1	5.2	4.3	3.5
股息率(%)	3.0	0.9	1.2	1.6	2.2
权益收益率(%)	149.8	16.6	20.9	23.5	25.5
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$5.34
(过去目标价)	HK\$3.83)
潜在升幅	+20.8%
当前股价	HK\$4.42

黄程宇

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

文干森, CFA

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

房地产服务行业

市值(百万港元)	12,278
3月平均流通量(百万港元)	33.9
5周内股价高/低(港元)	4.8/2.38
总股本(百万)	2,777.8

资料来源：彭博

股东结构

Orchid Garden	36.7%
李海荣	20.3%
绿城中国	5.0%
流通	38.0%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.4%	4.0%
3-月	21.9%	12.5%
6-月	75.5%	51.0%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.lvchengfuwu.com

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,919	3,722	4,873	6,111	7,532
物業管理服務	2,091	2,620	3,391	4,082	4,788
諮詢服務	551	618	683	752	827
園區生活服務	277	484	799	1,278	1,917
銷售成本	(2,388)	(3,006)	(3,922)	(4,857)	(5,901)
毛利	531	716	951	1,254	1,631
其他收入	20	20	15	15	15
銷售費用	(6)	(10)	(15)	(21)	(26)
行政費用	(214)	(249)	(322)	(397)	(490)
其他收益	(29)	(35)	(49)	(61)	(75)
上市費用	(18)	(26)	-	-	-
息稅前收益	284	417	581	789	1,054
淨融資成本	(7)	(2)	9	11	13
聯營公司	2	3	10	15	20
特殊收入	(0)	0	-	-	-
稅前利潤	278	419	600	815	1,088
所得稅	(76)	(124)	(163)	(221)	(295)
非控制股東權益	(5)	(9)	(14)	(19)	(25)
淨利潤	198	286	424	576	768
調整後淨利潤	216	311	424	576	768

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	265	470	438	450	442
物業、厂房及設備	64	264	223	191	167
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、厂房及設備預付款項	131	28	-	-	-
貿易及其他應收賬款	-	-	-	-	-
流動資產	1,377	2,853	3,498	4,351	5,388
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
受限制銀行結余	91	115	200	240	250
現金及現金等价物	836	2,182	2,568	3,196	4,010
流動負債	1,472	1,555	1,849	2,287	2,746
銀行借款	180	-	-	-	-
預收款項	338	473	445	576	694
貿易及其他應付帳款	847	943	1,265	1,567	1,904
即期稅項	88	118	120	120	120
撥備	18	20	19	24	28
非流動負債	21	22	27	31	35
帶息借款	-	-	-	-	-
遞延稅項	3	11	12	12	12
撥備	18	12	15	19	23
資產淨額	149	1,746	2,059	2,483	3,049
非控股权益	17	27	30	32	35
權益股東應占總權益	132	1,719	2,029	2,451	3,014

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	284	417	581	789	1,054
折旧和摊销	13	14	62	52	44
营运资金变动	257	13	36	207	232
税务开支	(65)	(80)	(114)	(154)	(212)
其他	23	30	70	50	44
经营活动所得现金净额	511	394	635	944	1,162
购置固定资产	(58)	(84)	(100)	(80)	(64)
联营公司	(5)	(70)	(84)	(21)	(28)
其他	195	8	34	(88)	(83)
投资活动所得现金净额	132	(147)	(150)	(189)	(175)
股份发行	-	1,266	-	-	-
净银行借贷	80	(180)	-	-	-
股息	(265)	(22)	(99)	(127)	(173)
其他	(59)	(7)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(244)	1,057	(99)	(127)	(173)
现金增加净额	399	1,303	386	628	815
年初现金及现金等价物	437	836	2,182	2,568	3,196
汇兑	(0)	42	-	-	-
年末现金及现金等价物	836	2,182	2,568	3,196	4,010
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	836	2,182	2,568	3,196	4,010

来源: 公司资料, 招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业管理服务	71.6	70.4	69.6	66.8	63.6
咨询服务	18.9	16.6	14.0	12.3	11.0
园区生活服务	10.5	15.0	19.4	24.9	30.4
总额	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
税前利率	9.5	11.2	12.3	13.3	14.4
息税前收益	6.8	7.7	8.7	9.4	10.2
核心净利润率	7.4	8.4	8.7	9.4	10.2
有效税率	27.2	29.6	27.1	27.1	27.1

增长 (%)

收入	32.4	27.5	30.9	25.4	23.2
毛利	46.2	34.9	32.8	31.9	30.0
净利润率	42.0	46.9	39.4	35.9	33.5
净利润	32.6	44.3	48.4	35.9	33.4
核心净利润	41.6	44.1	36.1	35.9	33.4

资产负债比率

流动比率 (x)	0.9	1.8	1.9	1.9	2.0
平均应收账款周转天数	53	54	54	54	54
平均应付账款周转天数	130	114	123	123	123
平均存货周转天数	0.3	1.2	1.3	1.3	1.3
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	149.8	16.6	20.9	23.5	25.5
资产回报率	12.0	8.6	10.8	12.0	13.2

每股数据

每股盈利(人民币)	0.099	0.121	0.153	0.207	0.277
每股股息(人民币)	0.115	0.036	0.046	0.062	0.083
每股账面值(人民币)	0.066	0.619	0.731	0.882	1.085

来源: 公司资料, 招银国际则预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 (I) 2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年 (金融推广) 令 (“金融服务令”) 第 19 (5) 条之人士及 (II) 属金融服务令第 49 (2) (a) 至 (d) 条 (高净值公司或非公司社团等) 之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。