

綠城服務(2869 HK, HK\$2.72, 目標價: HK\$3.42, 買入) — 收取高物業管理費用優勢

- ❖ **首次覆蓋給予買入評級。**綠城服務是中國領先的高端住宅物業管理服務提供商。我們預計公司 2017 年淨利潤將達到 3.77 億元人民幣。我們選取了 8 家上市物業服務公司作為同業比較。這 8 家上市公司平均 2017 年動態市盈率為 16.7 倍，標準差為 5.7 倍。基於綠城服務較高的品牌價值和良好的盈利增長，我們認為公司應享有一定的估值溢價，基於 2017 年動態市盈率 22.4 倍（即平均 2017 動態市盈率+1 個標準差），我們目標價為 3.42 元港幣，首次覆蓋給予買入評級。
- ❖ **一家高端的物業管理公司。**公司業務主要分三大類：(1)物業管理服務、(2)顧問諮詢服務和(3)園區增值服務。綠城服務通過為住戶提供種類廣泛的產品及服務組合，滿足客戶、業主及住戶不斷變化的日常及品質生活需要，在眾多物業服務供應商中脫穎而出。“幸福綠城”移動應用自推出以來取得了長足進步。移動應用的註冊用戶在 2016 年 6 月 30 日達到 251,936 位，覆蓋 494 個園區的 184,273 個家庭。
- ❖ **較高的物業管理費用。**截至 2016 年 6 月 30 日，綠城服務在管項目達 686 個，覆蓋全國 88 個城市；在管面積為 9,140 萬平方米，較 2015 年底增加了 860 萬平方米，儲備面積達 9,900 萬平方米。2016 年上半年，公司平均物業管理費為每月每平米 3.06 元人民幣，較 2015 年上半年高出 4.1%。
- ❖ **擁有知名品牌的行業領導者。**我們認為綠城服務的競爭優勢在於其擁有 18 年引領行業發展的經驗，以及優質服務所帶來的品牌效應。這些優勢可以為公司帶來更多的客戶，使公司擁有高定價的能力。此外，公司在 2014 年推出的“幸福綠城”移動應用讓公司在“智慧園區”項目發展上走在行業前列。最後，公司重視物業管理服務標準化，以此提高運營效率、服務質量和整體客戶滿意度。
- ❖ **穩健的盈利增長。**2015 年底公司在管面積為 0.83 億平方米，我們預測在 2016-18 年底管面積將達到 1 億平方米、1.2 億平方米和 1.4 億平方米。同時我們預計 2016-18 年公司收入將達到 38.3 億、48.9 億和 60.4 億元人民幣，期間複合增長率為 27.5%。在規模效應下，我們預計毛利率水平在 2016-2018 將逐步提高至 18.9%、19.2%和 19.6%，對應 2016-18 淨利潤預測為 2.79 億、3.77 億和 4.78 億元人民幣。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	2,205	2,919	3,833	4,890	6,043
淨利潤 (百萬人民幣)	149	198	279	377	478
每股收益 (人民幣)	N.A.	0.099	0.101	0.136	0.172
每股收益變動 (%)	N.A.	N.A.	2.1	34.7	26.5
市盈率(x)	N.A.	27.5	26.9	20.0	15.8
市帳率(x)	N.A.	41.2	4.6	3.9	3.3
股息率 (%)	0.0	4.2	0.9	1.3	1.6
權益收益率 (%)	72.2	149.8	16.8	19.3	20.6
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司

文幹森, CFA
samsonman@cmbi.com.hk
(852)-3900-0853

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

綠城服務(2869 HK)

評級	買入
收市價	HK\$2.72
目標價	HK\$3.42
市值 (港幣百萬)	7,556
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	3.71
52 周高/低 (港幣)	3.28/1.99
發行股數 (百萬)	2,778
主要股東	Orchid Garden(36.72%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	1.5%	-1.9%
3 月	-2.9%	-7.0%
6 月	-9.7%	-13.3%

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	2,204.6	2,918.6	3,833.1	4,890.3	6,042.9
物業管理服務	1,623.6	2,090.9	2,703.8	3,398.1	4,137.7
顧問諮詢服務	439.4	550.8	663.9	770.9	859.4
園區增值服務	141.6	277.0	465.3	721.3	1,045.8
銷售成本	(1,841.5)	(2,387.7)	(3,110.1)	(3,949.3)	(4,857.7)
毛利	363.1	530.9	723.0	941.0	1,185.2
其他收入	12.1	20.2	20.5	13.0	7.0
銷售費用	(1.4)	(5.7)	(7.7)	(9.8)	(12.1)
行政費用	(146.2)	(214.4)	(274.2)	(349.9)	(432.3)
其他收益	(24.3)	(29.1)	(42.2)	(53.8)	(66.5)
上市費用	(3.4)	(18.2)	(14.5)	-	-
息稅前收益	199.8	283.8	404.8	540.5	681.3
淨融資成本	(1.6)	(7.1)	(4.2)	(1.8)	0.2
聯營公司	(0.8)	1.5	(3.5)	(2.5)	(1.5)
特殊收入	1.1	(0.1)	-	-	-
稅前利潤	198.6	278.1	397.1	536.3	680.0
所得稅	(48.7)	(75.6)	(111.2)	(150.2)	(190.4)
非控制股東權益	(0.7)	(4.7)	(6.7)	(9.1)	(11.5)
淨利潤	149.2	197.8	279.2	377.1	478.1
調整後淨利潤	152.6	216.0	293.7	377.1	478.1

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	234	265	290	261	251
物業、廠房及設備	34	64	215	181	167
投資型房地產	24	-	-	-	-
聯營公司的權益	4	12	13	15	17
合營公司的權益	2	3	8	10	12
其他金融資產	0	-	-	-	-
遞延稅項資產	47	56	54	55	55
購買物業、廠房及設備預付款項	92	131	-	-	-
貿易及其他應收賬款	31	-	-	-	-
流動資產	1,068	1,377	3,295	4,062	4,926
其他金融資產	134	28	-	-	-
存貨	2	2	2	3	3
貿易及其他應收賬款	438	420	551	703	869
受限制銀行結餘	58	91	200	240	250
現金及現金等價物	437	836	2,541	3,116	3,804
流動負債	1,071	1,472	1,830	2,269	2,744
銀行借款	100	180	180	180	180
預收款項	250	338	460	578	703
貿易及其他應付賬款	626	847	1,103	1,401	1,723
即期稅項	72	88	63	80	100
撥備	23	18	24	30	37
非流動負債	14	21	76	82	90
帶息借款	-	-	50	50	50
遞延稅項	-	3	6	8	10
撥備	14	18	20	24	30
資產淨額	217	149	1,678	1,972	2,344
-	-	-	-	-	-
非控股權益	11	17	18	20	22
權益股東應占總權益	207	132	1,660	1,952	2,322

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	200	284	405	541	681
折舊和攤銷	11	13	19	64	54
營運資金變動	94	257	137	223	272
稅務開支	(31)	(65)	(83)	(110)	(147)
其他	59	23	47	46	43
經營活動所得現金淨額	333	511	525	763	903
購買固定資產	(104)	(58)	(85)	(68)	(54)
聯營公司	(8)	(5)	(14)	(21)	(28)
其他	(52)	195	(17)	(13)	(26)
投資活動所得現金淨額	(164)	132	(116)	(102)	(108)
股份發行	-	-	1,312	-	-
淨銀行借貸	60	80	50	-	-
股息	(86)	(265)	(56)	(75)	(96)
其他	(4)	(59)	(10)	(11)	(11)
融資活動所得現金淨額	(31)	(244)	1,296	(86)	(107)
現金增加淨額	138	399	1,705	575	688
年初現金及現金等價物	299	437	836	2,541	3,116
匯兌	-	(0)	-	-	-
年末現金及現金等價物	437	836	2,541	3,116	3,804
抵押現金	-	-	-	-	-
年末資產負債表現金及現金等價物	437	836	2,541	3,116	3,804

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業管理服務	73.6	71.6	70.5	69.5	68.5
顧問諮詢服務	19.9	18.9	17.3	15.8	14.2
園區增值服務	6.5	9.5	12.2	14.7	17.3
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	16.5	18.2	18.9	19.2	19.6
稅前利率	9.0	9.5	10.4	11.0	11.3
息稅前收益	6.8	6.8	7.3	7.7	7.9
核心淨利潤率	6.9	7.4	7.7	7.7	7.9
有效稅率	24.5	27.2	28.0	28.0	28.0

增長 (%)

收入	31.9	32.4	31.3	27.6	23.6
毛利	49.8	46.2	36.2	30.2	25.9
淨利潤率	80.8	42.0	42.7	33.5	26.0
淨利潤	78.2	32.6	41.1	35.1	26.8
核心淨利潤	82.3	41.6	36.0	28.4	26.8

資產負債比率

流動比率 (x)	1.0	0.9	1.8	1.8	1.8
平均應收賬款周轉天數	72.5	52.5	52.5	52.5	52.5
平均應付帳款周轉天數	124.0	129.5	129.5	129.5	129.5
平均存貨周轉天數	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	72.2	149.8	16.8	19.3	20.6
資產回報率	11.5	12.0	7.8	8.7	9.2

每股數據

每股盈利 (人民幣)	-	0.099	0.101	0.136	0.172
每股股息 (人民幣)	-	0.115	0.025	0.034	0.043
每股賬面值 (人民幣)	-	0.066	0.598	0.703	0.836

來源：公司、招銀國際預測

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。