

绿城服务(2869 HK, HK\$2.89, 目标价: HK\$3.83, 买入)—有效的成本控制推动盈利增长

- ❖ **盈利增长稳健。**绿城服务 2016 年全年收入达 37.2 亿元人民币，同比增长 27.5%。2013-16 年收入复合增长率达到 30.6%。2016 年公司毛利率同比提高 1 个百分点至 19.2%。归属股东净利润为 2.86 亿元人民币，同比增长 44.3%，2013-16 年归属股东净利润的复合增长率为 51%。2016 年末期股息为每股 0.04 港元，派息率约为税后利润的 35%。
- ❖ **充足的在管项目和储备合同。**截至 2016 年底，绿城服务在管项目达到 809 个，覆盖了全国 23 个省、直辖市和自治区，以及 99 个城市。在管面积为 1.05 亿平方米，较 2015 年底增加了 27.1%。储备面积也增加到 1.19 亿平方米，较 2015 年的储备增加了 30.3%。充足的项目储备为公司在未来增加在管面积和建立客户基础方面提供了有力支持。
- ❖ **有效的成本控制。**在坚守成本控制的经营方针下，物业管理服务板块的毛利率由 2015 年的 10.2% 提高至 2016 年的 10.9%，而总体毛利率也同比提高了 1 个百分点至 19.2%。尽管物业管理服务板块的毛利率增幅较小，但此业务板块在 2013 年毛利率仅有 5.6%，而 2016 年收入也占到全部收入的 70.4%。提高物业管理服务板块的毛利率将有效提高盈利增长。不仅直接销售成本有所下降，SG&A(不包括上市费用)占收入的比例也有所下滑，由 2015 年的 8.9% 下跌至 7.9%。公司一系列针对成本控制的措施有效地使得净利润率由 2013 年的 5% 上升至 2016 年的 7.7%。
- ❖ **健康的财务状况。**截至 2016 年底，公司总资产达 33.2 亿元人民币，同比大幅增加 102.4%。大幅度增加的主要是由于公司在 2016 年上市募集了相当于 12.7 亿元人民币的资金，并且偿还了所有有息债务。2016 年底，公司应收账款为 5.47 亿元人民币，同比增长 30.3%，应收账款周转天数为 53.6 天，较 2015 年的 52.5 天基本持平。
- ❖ **上调目标价至 3.83 港元。**基于公司毛利率上升以及良好的成本控制，我们上调了 2017 年净利润预测至 4.24 亿元人民币或每股收益 0.153 元人民币，较之前预测上调了 12.3%。预计 2016-19 年净利润的复合增长率为 31.8%，基于 0.7x FY17 PEG 作为估值标准，推出我们的目标价为 3.83 港元，较我们之前的目标价提高了 12%。维持「买入」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	2,919	3,722	4,873	6,111	7,532
净利润(百万元人民币)	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)	29.2	24.0	18.9	13.9	10.5
市帐率(x)	43.8	4.7	4.0	3.3	2.7
股息率(%)	4.0	1.2	1.6	2.2	2.9
权益收益率(%)	149.8	16.6	21.1	23.7	25.7
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司、招银国际证券预测

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

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

绿城服务 (2869 HK)

评级	买入
收市价	HK\$2.89
目标价	HK\$3.83
市值(港币百万)	8,028
过去 1 月平均交易(港币百万)	15.16
52 周高/低(港币)	3.28/1.99
发行股数(百万)	2,778
主要股东	Orchid Garden (36.7%)
来源:	彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	13.6%	11.8%
3 月	10.2%	-2.4%
6 月	-4.6%	-7.2%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,918.6	3,722.0	4,872.7	6,111.4	7,531.9
物业管理服务	2,090.9	2,619.9	3,390.8	4,082.0	4,788.3
顾问咨询服务	550.8	618.0	683.3	751.6	826.9
园区增值服务	277.0	484.0	798.6	1,277.8	1,916.8
销售成本	(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
销售费用	(5.7)	(9.7)	(14.6)	(21.4)	(26.4)
行政费用	(214.4)	(249.3)	(321.6)	(397.2)	(489.6)
其他收益	(29.1)	(34.7)	(48.7)	(61.1)	(75.3)
上市费用	(18.2)	(25.7)	-	-	-
息税前收益	283.77	416.80	581.03	789.50	1,054.32
净融资成本	(7.1)	(1.7)	8.9	10.9	13.5
联营公司	1.5	3.4	10.0	15.0	20.0
特殊收入	(0.1)	0.0	-	-	-
税前利润	278.1	418.6	599.9	815.4	1,087.8
所得税	(75.6)	(123.8)	(162.5)	(220.9)	(294.7)
非控制股东权益	(4.7)	(9.2)	(13.7)	(18.6)	(24.9)
净利润	197.8	285.5	423.6	575.8	768.2
调整后净利润	216.0	311.2	423.6	575.8	768.2

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	265	470	421	424	411
物业、厂房及设备	64	264	206	165	136
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	12	32	50	64	70
合营公司的权益	3	94	110	140	150
其他金融资产	-	-	-	-	-
递延税项资产	56	51	55	55	55
购买物业、厂房及设备预付款项	131	28	-	-	-
贸易及其他应收账款	-	-	-	-	-
流动资产	1,377	2,853	3,497	4,355	5,396
其他金融资产	28	-	-	-	-
存货	2	10	14	17	22
贸易及其他应收账款	420	547	716	898	1,106
受限制银行结余	91	115	200	240	250
现金及现金等价物	836	2,182	2,567	3,200	4,018
流动负债	1,472	1,555	1,851	2,287	2,745
银行借款	180	-	-	-	-
预收款项	338	473	445	576	694
贸易及其他应付账款	847	943	1,265	1,567	1,904
即期税项	88	118	120	120	120
拨备	18	20	21	23	28
非流动负债	21	22	29	31	34
带息借款	-	-	-	-	-
递延税项	3	11	12	12	12
拨备	18	12	17	19	22
资产净额	149	1,746	2,038	2,462	3,027
非控股权益	17	27	30	32	35
权益股东应占总权益	132	1,719	2,008	2,430	2,992

来源: 公司、招银国际证券预测

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	283.8	416.8	581.0	789.5	1,054.3
折旧和摊销	12.6	18.0	78.3	61.1	48.9
营运资金变动	256.6	71.9	36.0	207.3	231.6
税务开支	(65.0)	(80.4)	(113.6)	(154.5)	(211.9)
其他	58.6	22.8	(113.0)	53.0	46.0
经营活动所得现金净额	546.6	449.1	468.8	956.4	1,168.9
购置固定资产	(57.8)	(84.1)	(100.0)	(80.0)	(64.0)
联营公司	(5.3)	(70.4)	(84.0)	(21.0)	(28.0)
其他	194.7	7.6	34.0	(88.0)	(83.2)
投资活动所得现金净额	131.7	(146.9)	(150.0)	(189.0)	(175.2)
股份发行	-	1,265.8	-	-	-
净银行借贷	80.0	(180.0)	-	-	-
股息	(265.4)	(21.9)	(98.9)	(127.1)	(172.7)
其他	(58.5)	(7.4)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(244.0)	1,056.5	(98.9)	(127.1)	(172.7)
现金增加净额	434.3	1,358.7	219.9	640.3	821.0
年初现金及现金等价物	437.4	835.9	2,181.7	2,567.1	3,200.1
汇兑	(0.1)	42.5	-	-	-
年末现金及现金等价物	871.7	2,237.1	2,401.6	3,207.5	4,021.2
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	871.7	2,237.1	2,401.6	3,207.5	4,021.2

来源: 公司、招银国际证券预测

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
顾问咨询服务	18.9	16.6	14.0	12.3	11.0
园区增值服务	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
平均应付帐款周转天数	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				

回报率 (%)

资本回报率	149.8	16.6	21.1	23.7	25.7
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、招银国际证券预测

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于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。报告所载资料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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。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资讯，请与我们联系。

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国投资者

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。