睿智投資

綠城服務 (2869 HK)

擁有充足的儲備面積

- **上半年業績回顧。**2017 年上半年，綠城服務收入達 22.03 億元人民幣，同比增長 33.6%。整體毛利率維持在 18.6%，同比輕微下滑了 0.1 個百分點。(i)物業服務板塊仍是公司最大的收入和盈利來源，期內占總收入的 69.4%，收入同比增長 29.8%；毛利率同比上升 0.4 個百分點至 10.8%。(ii)社區生活服務板塊是公司第二大的收入來源，同時也是增長最快的業務板塊。上半年板塊收入增長 123.5%至 3.53 億元人民幣。但毛利率下滑了 9.6 個百分點至 35.8%，拖累了整體毛利率。(iii)諮詢服務期內收入增長 2.7%，占總收入的 14.6%，毛利率爲 37.1%。公司上半年淨利潤大幅增長 41.8%至 1.78 億元人民幣，淨利潤率同比提高了 0.5 個百分點至 8.1%。
- **物業服務板塊增長仍可期待。**物業服務板塊仍是公司最大的收入和毛利來源，分別占比爲 69.4%及 40.2%。截止到今年 6 月，公司在管面積達 1.18 億平方米，較 16 年底的 1.05 億平方米增加了 0.13 億平方米。在管面積的增加是物業服務收入增長的主要動力。今年上半年，公司平均物業管理費爲 3.09 元人民幣/平米/月,較 16 年底的平均費用上漲了 0.01 元人民幣，但如果剔除營改增的影響，公司測算的平均收費在 3.19 元人民幣/平米/月。在管面積增加的同時，公司儲備也迅速增加。截止到 6 月，公司儲備面積達 1.35 億平方米，超過現有在管面積。隨著儲備面積轉化爲在管面積，我們預計物業服務板塊在未來 2-3 年仍然能够保持現有的增長速度。
- **園區生活服務充滿潛力。**儘管園區生活服務板塊的毛利率同比有所下滑，但我們認爲這是由于公司在不斷擴張園區生活服務業務以及嘗試新的業務模式。上半年，園區生活服務板塊收入達 3.53 億元人民幣，大幅增長 123.5%，占總收入的比重由去年底的 13%增加到 16%。板塊收入中，資產管理服務、文化教育服務和園區產品銷售的收入增長均超過 100%。公司已經開辦 8 個教學點，爲 18-36 月孩子提供早托服務，而這種社區體驗式服務在今年上半收入達 900 萬元人民幣，同比增長 641%。我們相信園區生活服務板塊仍然充滿潛力。
- **維持盈利預測及上調目標價。**2017 年上半年的增長符合我們的預期，因此我們維持之前的盈利預測，2017 年淨利潤爲 4.24 億元人民幣。現有股價相當于 24.9 倍 2017 年動態市盈率。由于公司充足儲備面積將在未來轉化爲在管面積，收入增長較爲確定，因此我們給予公司 30 倍 2017 年動態市盈率，目標價升至 HK$5.34，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	2,919	3,722	4,873	6,111	7,532
淨利潤(百萬人民幣)	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)	38.4	31.5	24.9	18.3	13.7
市帳率(x)	57.6	6.1	5.2	4.3	3.5
股息率(%)	3.0	0.9	1.2	1.6	2.2
權益收益率（%）	149.8	16.6	20.9	23.5	25.5
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$5.34
(過去目標價	HK$3.83)
潛在升幅	+20.8%
當前股價	HK$4.42

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

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

房地產服務行業

市值(百萬港元)	12,278
3 月平均流通量(百萬港元)	33.9
5 周內股價高/低(港元)	4.8/2.38
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	7.4%	4.0%
3-月	21.9%	12.5%
6-月	75.5%	51.0%

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

利润表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	**2,919**	**3,722**	**4,873**	**6,111**	**7,532**
物业管理服务	2,091	2,620	3,391	4,082	4,788
咨询服务	551	618	683	752	827
园区生活服务	277	484	799	1,278	1,917
销售成本	(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
销售费用	(6)	(10)	(15)	(21)	(26)
行政费用	(214)	(249)	(322)	(397)	(490)
其他收益	(29)	(35)	(49)	(61)	(75)
上市费用	(18)	(26)	-	-	-
息税前收益	**284**	**417**	**581**	**789**	**1,054**
净融资成本	(7)	(2)	9	11	13
联营公司	2	3	10	15	20
特殊收入	(0)	0	-	-	-
税前利润	**278**	**419**	**600**	**815**	**1,088**
所得税	(76)	(124)	(163)	(221)	(295)
非控制股东权益	(5)	(9)	(14)	(19)	(25)
净利润	**198**	**286**	**424**	**576**	**768**
调整后净利润	**216**	**311**	**424**	**576**	**768**

来源：公司资料，招银国际则预测

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**	**438**	**450**	**442**
物业、厂房及设备	64	264	223	191	167
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**	**3,498**	**4,351**	**5,388**
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	2,568	3,196	4,010
流动负债	**1,472**	**1,555**	**1,849**	**2,287**	**2,746**
银行借款	180	-	-	-	-
预收款项	338	473	445	576	694
贸易及其他应付帐款	847	943	1,265	1,567	1,904
即期税项	88	118	120	120	120
拨备	18	20	19	24	28
非流动负债	**21**	**22**	**27**	**31**	**35**
带息借款	-	-	-	-	-
递延税项	3	11	12	12	12
拨备	18	12	15	19	23
资产净额	**149**	**1,746**	**2,059**	**2,483**	**3,049**
非控股权益	**17**	**27**	**30**	**32**	**35**
权益股东应占总权益	**132**	**1,719**	**2,029**	**2,451**	**3,014**

来源：公司资料，招银国际则预测

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	**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	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于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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷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 : 招銀國際幷未給予投資評級

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")爲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爲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，幷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，幷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，僅爲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爲或被視爲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采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。

本報告基于我們認爲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。招銀證券可能采取與報告中建議及/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幷不時自行及/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。本報告版權僅爲本公司所有，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。

對于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。

對于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。