

綠城服務 (2869 HK)

社區生活服務新機遇

❖ **杭州調研。**我們于4月前往杭州調研綠城服務總部以及旗下3個社區項目(教育、房產中介和O2O)。所調研的三個項目均屬公司園區生活服務板塊。2016年園區生活服務收入為4.84億元人民幣，同比大幅增長74.8%。綠城服務旗下的社區教育機構于去年開業，主要提供學前教育、興趣班、夏令營和課餘補習等服務。目前有5個學習中心正在運營，還有6個即將開業。我們同時也參觀了公司旗下的房產中介機構—綠城置換。綠城置換大多數店鋪位于公司所管理的園區內，更容易接觸到住戶和業主。2016年綠城置換收入也同比增長超過80%。綠城服務的O2O平臺為用戶提供超過3,000類商品，包括水、米、油和生活健康類產品。

❖ **園區生活服務—新的增長引擎。**儘管園區生活服務板塊僅占公司2016全年收入的13.0%，但其增速是三個業務板塊中最快的(物業服務:25.3%，諮詢服務:12.2%，園區生活服務:74.8%)。綠城服務在未來將重點發展社區健康服務，以此帶動園區生活服務板塊持續增長。管理層寄望該板塊今年有50%的增長，高于物業服務板塊30%和諮詢服務20%的增長預期。

❖ **目標新增三千萬平米在管面積。**2016年物業服務收入為26.2億元人民幣，同比增長25.3%。截至2016年底，綠城服務在管面積達1.05億平方米，儲備面積達1.19億平方米。隨著2017年新項目簽約，儲備轉在管和收購其他公司，管理層預計公司今年將新增3千萬平米的在管面積。同時，對於新物業項目，物業服務單價預計將比已簽項目高出10%。2016年底公司在管項目數量達809個，預計2017年將有181個新項目交付。

❖ **預計淨利潤在未來三年錄得39%的複合增長。**綠城服務在華東地區和環渤海地區擁有領先市場地位的基礎上，將積極拓展中西部市場，如重慶、成都、西安和昆明等地。這些目標城市經濟發展潛力巨大，隨著人們對生活品質的要求越來越高，對優質物業管理服務的需求也越來越大。綠城服務將利用自身品牌優勢，把握中西部城市發展的機遇。除此以外，公司也將繼續提高在個別珠三角城市的滲透率。綠城服務擁有18年的運營經驗和品牌積累，業務規模穩步擴大。我們維持目標價3.83港元，相當于2017年預測市盈率的25.0倍。重申買入評級。

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)	30.4	25.0	19.7	14.5	10.9
市帳率(x)	45.6	4.9	4.1	3.4	2.8
股息率(%)	3.8	1.2	1.5	2.1	2.8
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\$3.83
潛在升幅 +27.2%
當前股價 HK\$3.01

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

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

房地產服務行業

市值(百萬港元)	8,361
3月平均流通量(百萬港元)	20.73
5周內股價高/低(港元)	3.28/1.99
總股本(百萬)	2,777.7

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%

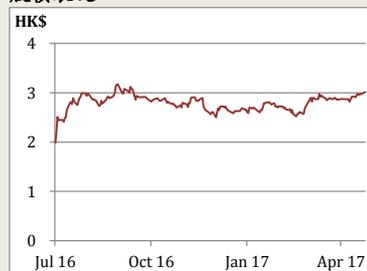
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.2%	2.3%
3-月	7.2%	0.6%
6-月	8.7%	0.4%

資料來源：彭博

股價表現



審計師：KPMG

公司網站：www.lvchengfuwu.com

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並無直接或間接關係。

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，並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，並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责任。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並不時自行及/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(1)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(11)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。接收本報告之行為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士。