

绿城服务(2869 HK, HK\$2.72, 目标价: HK\$3.42, 买入) — 收取高物业管理费用优势

- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**绿城服务是中国领先的高端住宅物业管理服务提供商。我们预计公司 2017 年净利润将达到 3.77 亿元人民币。我们选取了 8 家上市物业服务公司作为同业比较。这 8 家上市公司平均 2017 年动态市盈率为 16.7 倍，标准差为 5.7 倍。基于绿城服务较高的品牌价值和良好的盈利增长，我们认为公司应享有一定的估值溢价，基于 2017 年动态市盈率 22.4 倍(即平均 2017 动态市盈率+1 个标准差)，我们目标价为 3.42 元港币，首次覆盖给予**买入评级**。
- ❖ **一家高端的物业管理公司。**公司业务主要分三大类：(1)物业管理服务、(2)顾问咨询服务和(3)园区增值服务。绿城服务通过为住户提供种类广泛的产品及服务组合，满足客户、业主及住户不断变化的日常及品质生活需要，在众多物业服务供应商中脱颖而出。“幸福绿城”移动应用自推出以来取得了长足进步。移动应用的注册用户于 2016 年 6 月 30 日达到 251,936 位，覆盖 494 个园区的 184,273 个家庭。
- ❖ **较高的物业管理费用。**截至 2016 年 6 月 30 日，绿城服务在管项目达 686 个，覆盖全国 88 个城市；在管面积为 9,140 万平方米，较 2015 年底增加了 860 万平方米，储备面积达 9,900 万平方米。2016 年上半年，公司平均物业管理费为每月每平方米 3.06 元人民币，较 2015 年上半年高出 4.1%。
- ❖ **拥有知名品牌的行业领导者。**我们认为绿城服务的竞争优势在于其拥有 18 年引领行业发展的经验，以及优质服务所带来的品牌效应。这些优势可以为公司带来更多的客户，使公司拥有高定价的能力。此外，公司在 2014 年推出的“幸福绿城”移动应用让公司在“智慧园区”项目发展上走在行业前列。最后，公司重视物业管理服务标准化，以此提高运营效率、服务质量和整体客户满意度。
- ❖ **稳健的盈利增长。**2015 年底公司在管面积为 0.83 亿平方米，我们预测在 2016-18 年底管面积将达到 1 亿平方米、1.2 亿平方米和 1.4 亿平方米。同时我们预计 2016-18 年公司收入将达到 38.3 亿、48.9 亿和 60.4 亿元人民币，期间复合增长率为 27.5%。在规模效应下，我们预计毛利率水平在 2016-2018 将逐步提高至 18.9%，19.2%和 19.6%，对应 2016-18 净利润预测为 2.79 亿、3.77 亿和 4.78 亿元人民币。

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

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

绿城服务(2869 HK)

评级	买入
收市价	HK\$2.72
目标价	HK\$3.42
市值(港币百万)	7,556
过去 3 月平均交易(港币百万)	3.71
52 周高/低(港币)	3.28/1.99
发行股数(百万)	2,778
主要股东	Orchid Garden(36.72%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	1.5%	-1.9%
3 月	-2.9%	-7.0%
6 月	-9.7%	-13.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万人民币)	2,205	2,919	3,833	4,890	6,043
净利润(百万人民币)	149	198	279	377	478
每股收益(人民币)	N.A.	0.099	0.101	0.136	0.172
每股收益变动(%)	N.A.	N.A.	2.1	34.7	26.5
市盈率(x)	N.A.	27.5	26.9	20.0	15.8
市帐率(x)	N.A.	41.2	4.6	3.9	3.3
股息率(%)	0.0	4.2	0.9	1.3	1.6
权益收益率(%)	72.2	149.8	16.8	19.3	20.6
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

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	2,204.6	2,918.6	3,833.1	4,890.3	6,042.9
物业管理服务	1,623.6	2,090.9	2,703.8	3,398.1	4,137.7
顾问咨询服务	439.4	550.8	663.9	770.9	859.4
园区增值服务	141.6	277.0	465.3	721.3	1,045.8
销售成本	(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
销售费用	(1.4)	(5.7)	(7.7)	(9.8)	(12.1)
行政费用	(146.2)	(214.4)	(274.2)	(349.9)	(432.3)
其他收益	(24.3)	(29.1)	(42.2)	(53.8)	(66.5)
上市费用	(3.4)	(18.2)	(14.5)	-	-
息税前收益	199.8	283.8	404.8	540.5	681.3
净融资成本	(1.6)	(7.1)	(4.2)	(1.8)	0.2
联营公司	(0.8)	1.5	(3.5)	(2.5)	(1.5)
特殊收入	1.1	(0.1)	-	-	-
税前利润	198.6	278.1	397.1	536.3	680.0
所得税	(48.7)	(75.6)	(111.2)	(150.2)	(190.4)
非控制股东权益	(0.7)	(4.7)	(6.7)	(9.1)	(11.5)
净利润	149.2	197.8	279.2	377.1	478.1
调整后净利润	152.6	216.0	293.7	377.1	478.1

来源: 公司、招银国际预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	234	265	290	261	251
物业、厂房及设备	34	64	215	181	167
投资型房地产	24	-	-	-	-
联营公司的权益	4	12	13	15	17
合营公司的权益	2	3	8	10	12
其他金融资产	0	-	-	-	-
递延税项资产	47	56	54	55	55
购买物业、厂房及设备预付款项	92	131	-	-	-
贸易及其他应收账款	31	-	-	-	-
流动资产	1,068	1,377	3,295	4,062	4,926
其他金融资产	134	28	-	-	-
存货	2	2	2	3	3
贸易及其他应收账款	438	420	551	703	869
受限制银行结余	58	91	200	240	250
现金及现金等价物	437	836	2,541	3,116	3,804
流动负债	1,071	1,472	1,830	2,269	2,744
银行借款	100	180	180	180	180
预收款项	250	338	460	578	703
贸易及其他应付账款	626	847	1,103	1,401	1,723
即期税项	72	88	63	80	100
拨备	23	18	24	30	37
非流动负债	14	21	76	82	90
带息借款	-	-	50	50	50
递延税项	-	3	6	8	10
拨备	14	18	20	24	30
资产净额	217	149	1,678	1,972	2,344
非控股权益	11	17	18	20	22
权益股东应占权益	207	132	1,660	1,952	2,322

来源: 公司、招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	200	284	405	541	681
折旧和摊销	11	13	19	64	54
营运资金变动	94	257	137	223	272
税务开支	(31)	(65)	(83)	(110)	(147)
其他	59	23	47	46	43
经营活动所得现金净额	333	511	525	763	903
购置固定资产	(104)	(58)	(85)	(68)	(54)
联营公司	(8)	(5)	(14)	(21)	(28)
其他	(52)	195	(17)	(13)	(26)
投资活动所得现金净额	(164)	132	(116)	(102)	(108)
股份发行	-	-	1,312	-	-
净银行借贷	60	80	50	-	-
股息	(86)	(265)	(56)	(75)	(96)
其他	(4)	(59)	(10)	(11)	(11)
融资活动所得现金净额	(31)	(244)	1,296	(86)	(107)
现金增加净额	138	399	1,705	575	688
年初现金及现金等价物	299	437	836	2,541	3,116
汇兑	-	(0)	-	-	-
年末现金及现金等价物	437	836	2,541	3,116	3,804
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	437	836	2,541	3,116	3,804

来源: 公司、招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业管理服务	73.6	71.6	70.5	69.5	68.5
顾问咨询服务	19.9	18.9	17.3	15.8	14.2
园区增值服务	6.5	9.5	12.2	14.7	17.3
总额	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
税前利率	9.0	9.5	10.4	11.0	11.3
息税前收益	6.8	6.8	7.3	7.7	7.9
核心净利润率	6.9	7.4	7.7	7.7	7.9
有效税率	24.5	27.2	28.0	28.0	28.0
增长 (%)					
收入	31.9	32.4	31.3	27.6	23.6
毛利	49.8	46.2	36.2	30.2	25.9
净利润率	80.8	42.0	42.7	33.5	26.0
净利润	78.2	32.6	41.1	35.1	26.8
核心净利润	82.3	41.6	36.0	28.4	26.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.0	0.9	1.8	1.8	1.8
平均应收账款周转天数	72.5	52.5	52.5	52.5	52.5
平均应付帐款周转天数	124.0	129.5	129.5	129.5	129.5
平均存货周转天数	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	72.2	149.8	16.8	19.3	20.6
资产回报率	11.5	12.0	7.8	8.7	9.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	-	0.10	0.10	0.14	0.17
每股股息(人民币)	-	0.12	0.03	0.03	0.04
每股账面值(人民币)	-	0.07	0.60	0.70	0.84

来源: 公司、招银国际预测

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风险。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。