

绿城服务 (2869 HK)

社区生活服务新机遇

❖ **杭州调研。**我们于4月前往杭州调研绿城服务总部以及旗下3个社区项目(教育、房产中介和O2O)。所调研的三个项目均属于公司园区生活服务板块。2016年园区生活服务收入为4.84亿元人民币,同比大幅增长74.8%。绿城服务旗下的社区教育机构于去年开业,主要提供学前教育、兴趣班、夏令营和课余补习等服务。目前有5个学习中心正在运营,还有6个即将开业。我们同时也参观了公司旗下的房产中介机构—绿城置换。绿城置换大多数店铺位于公司所管理的园区内,更容易接触到住户和业主。2016年绿城置换收入也同比增长超过80%。绿城服务的O2O平台为用户提供超过3,000类商品,包括水、米、油和生活健康类产品。

❖ **园区生活服务—新的增长引擎。**尽管园区生活服务板块仅占公司2016全年收入的13.0%,但其增速是三个业务板块中最快的(物业服务:25.3%,咨询服务:12.2%,园区生活服务:74.8%)。绿城服务在未来将重点发展社区健康服务,以此带动园区生活服务板块持续增长。管理层寄望该板块今年有50%的增长,高于物业服务板块30%和咨询服务20%的增长预期。

❖ **目标新增三千万平米在管面积。**2016年物业服务收入为26.2亿元人民币,同比增长25.3%。截至2016年底,绿城服务在管面积达1.05亿平方米,储备面积达1.19亿平方米。随着2017年新项目签约,储备转在管和收购其他公司,管理层预计公司今年将新增3千万平米的在管面积。同时,对于新物业项目,物业服务单价预计将比已签项目高出10%。2016年底公司在管项目数量达809个,预计2017年将有181个新项目交付。

❖ **预计净利润在未来三年录得39%的复合增长。**绿城服务在华东地区和环渤海地区拥有领先市场地位的基础上,将积极拓展中西部市场,如重庆、成都、西安和昆明等地。这些目标城市经济发展潜力巨大,随着人们对生活品质的要求越来越高,对优质物业管理服务的需求也越来越大。绿城服务将利用自身品牌优势,把握中西部城市发展的机遇。除此以外,公司也将继续提高在个别珠三角城市的渗透率。绿城服务拥有18年的运营经验和品牌积累,业务规模稳步扩大。我们维持目标价3.83港元,相当于2017年预测市盈率的25.0倍。重申买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	2,919	3,722	4,873	6,111	7,532
净利润(百万人民币)	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)	30.4	25.0	19.7	14.5	10.9
市帐率(x)	45.6	4.9	4.1	3.4	2.8
股息率(%)	3.8	1.2	1.5	2.1	2.8
权益收益率(%)	149.8	16.6	20.9	23.5	25.5
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源:公司及招銀国际研究

买入(维持)

目标价 HK\$3.83
潜在升幅 +27.2%
当前股价 HK\$3.01

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

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

房地产服务行业

市值(百万港元)	8,361
3月平均流通量(百万港元)	20.73
5周内股价高/低(港元)	3.28/1.99
总股本(百万)	2,777.7

资料来源:彭博

股东结构

Orchid Garden	36.7%
李海荣	20.3%
绿城中国	5.0%
流通	38.0%

资料来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.2%	2.3%
3-月	7.2%	0.6%
6-月	8.7%	0.4%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.lvchengfuwu.com

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作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上责任。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士。