

绿城服务 (2869 HK, HK\$2.91, 未评级) - 改善空间巨大

- ❖ **一家高端的物业管理公司。**绿城服务在 2016 年 7 月 12 日在香港交易所上市，公司以每股 1.99 港元发行 7.78 亿新股及筹集 15 亿港元。绿城服务是一家在国内从事高端物业管理的公司，业务分为 3 大种类，分别为物业管理服务、顾客咨询服务及园区增值服务，三个主要业务私营业额分别占 2016 上半年的 71.4%、19.0% 及 9.6%。此外，其 2016 上半年每平方米 3.06 元(人民币·下同)的月平均管理费是同业中最高；以市值计算，绿城服务是香港的最大物业管理上市公司。
- ❖ **截至 2016 上半年，管理面积为 9,140 万平方米。**绿城物业管理在 1998 年在中国成立，在一连串的重组后，绿城中国(3900 HK)的创办人共占公司的 36.7% 权益，其他包括李海荣的管理层共持有 31.1% 权益。在 2016 上半年，来自绿城中国的营业额占总营业额的 4.6%。2016 上半年，99.9% 的物业管理收入来自包干制(lump sum basis)，而同期的在管面积同比上升 32.5% 至 9,140 万平方米，目前管理 686 个项目分布在国内 88 个城市，另有 9,900 万平方米的储备面积。因为绿城服务及中奥到家(1538 HK·持有)在 2016 上半年的毛利率分别为 10.4% 及 32.1%，我们相信绿城服务的毛利率未来有改善的空间。
- ❖ **园区增值服务为增长点。**2016 上半年，园区增值服务的营业额上升 68.4% 至 2.77 亿元，业务分类的毛利率为 45.4%，是三大分类中的最高。除了一般的家居生活服务外，绿城服务在 2014 年 9 月推出「幸福绿城」APP，其 O2O 注册服务的用户由 2015 年 12 月的 18.0 万名增至 2016 年 6 月的 25.2 万名，服务的小区至 2016 年中达 494 个。。
- ❖ **2016 上半年纯利增加 49% 至 1.25 亿元。**2016 上半年，营业额及纯利分别增加 30.5% 至 16.49 亿元及 49.0% 至 1.25 亿元，亮丽的业绩主要由管理面积及平均物业管理费用上升带动。展望未来，因持有 9,900 万平方米的储备面积，绿城服务未来将依赖内在增长。最后，公司管理层强调公司因受惠节省成本措施(例如自动化系统)在明年显著收效，2017 年的利润将会改善。

绿城服务(2869 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$2.91
目标价	不适用
市值(港币百万)	8,083
过去 1 月平均交易(港币百万)	9.7
52 周高/低(港币)	3.28/1.99
发行股数(百万)	2,778
主要股东	Orchid Garden Inv(36.7%)

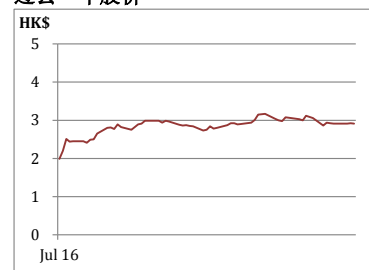
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.7%	-1.1%
3 月	不适用	不适用
6 月	不适用	不适用

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额(百万人民币)	1,672	2,205	2,919
净利润(百万人民币)	79	149	198
每股收益(人民币)	0.040	0.074	0.099
每股收益变动(%)	不适用	85.0	33.8
市盈率(x)	62.6	33.8	25.3
市账率(x)	28.1	24.2	37.9
股息率(%)	0.6	2.4	4.6
权益收益率(%)	46.9	72.2	149.8
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

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。