

綠城服務 (2869 HK)

短暫挫折無礙廣闊前景

❖ **利潤遜預期 9%。**公司 2018 年收入和淨利潤分別增長 30.5% 至 67.10 億元 (人民幣·下同) 和 24.7% 至 4.83 億元，後者較我們估計的 5.31 億元低 9%。若撇除出售聯營公司所得的 1.16 億元收益，利潤只錄得個位數增長。利潤表現未達預期，主要歸因於 (1) 園區增值服務收入利潤率下降，拖累整體利潤率；(2) SG&A 費用增加，同比增長 50%。年內公司向員工售出期權，錄得 2,640 萬元費用。SG&A 費用與收入比率從 2017 年的 8.5% 上升至 2018 年的 9.8%。

❖ **物業服務穩健增長。**截至 2018 年底，公司在管面積達到 1.70 億平方米，同比增加 3,200 萬平方米，與 2017 年的交付量相同。儲備面積達到 1.92 億平方米，同比增加 4,200 萬平方米。物業服務收入同比增長 25.3% 至 44.61 億元，占總收入 67% 及毛利 43%。物業服務毛利率在 2018 年同比增長 0.2 個百分點至 11.4%。維持低物業服務利潤率是吸引新客戶及提高業主粘性的有效方法。我們相信物業管理費下行風險有限，並且有穩定提高管理費的空間。物業服務平均售價在 2018 年增加 0.04 元/平/月至 3.15 元/平/月。

❖ **園區增值服務短暫受挫。**園區服務毛利率為 25.5%，與 2017 年的 33.5% 相比顯著下降，主要由於資產管理服務的毛利率下降以及文化教育服務持續虧損所致。房地產市場在 2018 受到嚴密管控，自 4Q18 以來銷量下滑，這對公司的二手房市場中介業務產生了很大影響。在 2018 年，綠城服務在園區教育繼續投入。截至 2018 年底，公司經營 19 所奇妙園和 3 所幼兒園。然而，由於 2018 年行業政策收緊，滿員率並不理想。文化教育服務的毛利率降至 -52.3%。我們認為園區增值服務的受挫是暫時的。由於公司在長三角地區有廣泛的高端項目覆蓋，我們認為公司能夠為其早教中心選擇合適的地點，契合園區的需求和消費能力。我們預計文化教育服務的損失將在 2019 年減少。

❖ **下調目標價，維持買入。**我們將 2019-2020 年的盈利預測分別下調至 5.98 億元和 7.82 億元，並將目標價從 7.77 港元下調至 7.50 港元，相當於 2019 年預測市盈率 30 倍或 2020 年預測市盈率 23 倍。我們對物業管理行業維持正面看法。優質物業服務奠定業務基礎，增值服務則是利潤助推器。我們認為，綠城服務在服務質量和探索園區增值服務方面走在行業領先。文化教育服務只是園區增值服務的一部分，短暫受折無損其廣闊的發展前景。我們測算，2018 至 2021 年間，盈利仍將達到 31% 的複合年增長率。因此，我們維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	5,140	6,710	8,708	10,831	13,018
淨利潤 (百萬人民幣)	387	483	598	782	1,084
每股收益 (人民幣)	0.140	0.170	0.215	0.281	0.390
每股收益變動 (%)	16.7	21.4	26.6	30.7	38.7
市盈率 (x)	41.1	33.8	26.7	20.4	14.7
市帳率 (x)	9.0	7.4	6.2	5.2	4.2
股息率 (%)	0.6	0.8	1.1	1.3	1.7
權益收益率 (%)	20.2	20.8	22.0	24.2	27.6
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\$7.50
(過去目標價)	HK\$7.77
潛在升幅	+12.1%
當前股價	HK\$6.69

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)	18,583
3 月平均流通量 (百萬港元)	35.6
52 周內股價高/低 (港元)	8.40/4.75
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%

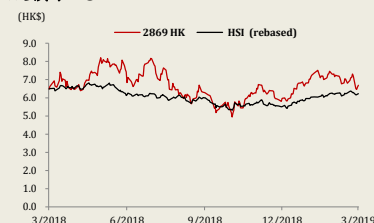
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.7%	-9.6%
3-月	13.8%	0.9%
6-月	4.9%	1.2%

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

財務報表

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	5,140	6,710	8,708	10,831	13,018
物業管理服務	3,560	4,461	5,577	6,612	7,572
諮詢服務	680	939	1,236	1,618	2,103
園區生活服務	900	1,310	1,894	2,601	3,342
銷售成本	(4,194)	(5,512)	(7,010)	(8,636)	(10,182)
毛利	946	1,198	1,698	2,195	2,836
其他收入	20	36	13	13	13
銷售費用	(23)	(59)	(78)	(97)	(117)
行政費用	(416)	(597)	(784)	(975)	(1,172)
其他費用	(43)	(61)	(78)	(97)	(117)
息稅前收益	485	516	771	1,038	1,443
應占聯營及合營公司收益	8	(21)	4	7	10
淨融資成本	19	18	25	33	43
特殊收入	(2)	116	-	-	-
稅前利潤	509	629	800	1,078	1,495
所得稅	(117)	(163)	(208)	(280)	(389)
非控制股東權益	(5)	18	6	(16)	(22)
淨利潤	387	483	598	782	1,084

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	1,203	1,506	1,611	1,728	1,842
物業、厂房及設備	304	372	473	583	687
聯營、合營公司的權益	559	218	222	229	239
無形資產	136	156	156	156	156
遞延稅項資產	73	117	117	117	117
其他	132	643	643	643	643
流動資產	2,936	3,838	4,676	5,837	7,185
存貨	128	291	473	583	687
貿易及其他應收賬款	790	1,202	1,742	2,166	2,604
現金及現金等价物	1,836	2,180	2,297	2,924	3,730
其他	182	165	165	165	165
總資產	4,140	5,344	6,287	7,565	9,027
流動負債	2,138	2,922	3,483	4,236	4,972
貿易及其他應付帳款	1,304	1,892	2,243	2,763	3,258
合同負債	650	749	958	1,191	1,432
銀行借款	-	1	1	1	1
其他	185	281	281	281	281
非流動負債	10	17	17	17	17
銀行借款	-	-	-	-	-
其他	10	17	17	17	17
總負債	2,148	2,939	3,500	4,253	4,989
非控股權益	74	76	70	86	108
資產淨額	1,918	2,329	2,718	3,226	3,931
權益股東應占總權益	1,918	2,329	2,718	3,226	3,931

來源：公司資料，招銀國際則預測

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	485	516	771	1,038	1,443
折旧和摊销	33	44	53	56	58
营运资金变动	155	225	(161)	220	194
税务开支	(28)	34	295	(52)	(40)
其他	(117)	(163)	(208)	(280)	(389)
经营活动所得现金净额	529	656	750	981	1,266
购置固定资产	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)
联营公司	(424)	320	-	-	-
其他	(246)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(750)	(199)	(80)	(80)	(80)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	-	1	-	-	-
股息	(134)	(178)	(209)	(274)	(380)
其他	63	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(71)	(120)	(209)	(274)	(380)
现金增加净额	(292)	337	460	627	806
年初现金及现金等价物	2,182	1,836	1,836	2,297	2,924
汇兑	(53)	6	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,836	2,180	2,297	2,924	3,730
年末资产负债表现金及现金等价物	1,836	2,180	2,297	2,924	3,730

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业管理服务	69.3	66.5	64.0	61.0	58.2
咨询服务	13.2	14.0	14.2	14.9	16.2
园区生活服务	17.5	19.5	21.8	24.0	25.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.4	17.8	19.5	20.3	21.8
税前利率	9.9	9.4	9.2	10.0	11.5
息税前收益	7.5	7.2	6.9	7.2	8.3
有效税率	23.0	26.0	26.0	26.0	26.0
增长 (%)					
收入	38.1	30.5	29.8	24.4	20.2
毛利	32.2	26.5	41.8	29.2	29.2
净利润率	16.2	6.5	49.3	34.7	39.0
净利润	35.7	24.7	23.7	30.7	38.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
平均应收账款周转天数	56	65	73	73	73
平均应付账款周转天数	113	125	117	117	117
平均存货周转天数	26	25	25	25	25
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	20.2	20.8	22.0	24.2	27.6
资产回报率	9.5	8.7	9.4	10.5	12.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.14	0.17	0.22	0.28	0.39
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.06	0.08	0.10
每股账面值(人民币)	0.64	0.78	0.92	1.10	1.36

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）發表於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并無直接或間接關係。

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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，并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，并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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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并不時自行及/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，任何機構或個人於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(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。