

审慎推荐（下调）

品牌价值支撑公司高估值

绿城服务 02869.HK

目标股价：10.74 港元
当前股价：9.07 港元

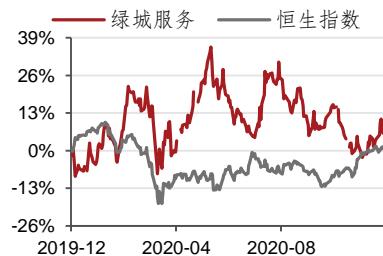
基础数据

总市值 (百万港元)	26,270.6
企业价值 (百万港元)	24,092.0
账面价值 (百万港元)	6,819.5
发行股份 (百万股)	3,218.3
公众持股比例 (%)	41.64
近 3 月平均日交易量 (百万港元)	74.72
主要股东持股比例 (%)	
Orchid Garden Investment Company Limited	31.71
Lilac International Investment Company Limited	13.18

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-0.13	-13.53	8.81
绝对表现	2.96	-5.73	8.84
近 12 月最高价(港元)	20-08-06	11.78	
近 12 月最低价(港元)	20-03-19	7.57	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据，克而瑞证券

相关报告

- 1、《绿城服务 02869.HK：入股中奥到家，共绘物管蓝图》
2020-06-24
- 2、《绿城服务 02869.HK：绿城服务（2869.HK）：基础物管稳健增长，增值服务遍地开花》
2020-05-12
- 3、《绿城服务 02869.HK：高端物业管理典范》2019-11-20

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664
852-25105555
meng.li@cricsec.com

联系人 丁希璞
执业证号：BDQ388
852-25105555
cassie.ding@cricsec.com

- **下调至审慎推荐评级。**我们近期和绿城服务的管理层就其三季度的业务情况进行了沟通，我们认为公司基本面依然稳固，尤其是物管板块表现存在超预期可能。但考虑到近期物管股估值分化以及受疫情影响园区服务前景仍不明朗，我们小幅下调绿城服务的目标价格至 10.74 港元/股，对应 47.6x 2020 年 PE 和 40.3x 2021 年 PE。
- **外拓规模或超预期，核心一二线城市高端存量盘将成为拓展重点。**2020H1 公司新拓展合约面积达到 3,646 万方，占全年目标的 38.4%；根据我们的了解，截止九月份公司也已如期完成全年外拓计划。我们发现，公司今年新拓展面积中存量盘的比例有所提升，管理层也表示核心一二线城市高端存量盘将成为公司未来外拓重点。我们看好公司这一举措：1. 一方面存量盘项目能直接计入当年在管面积并产生收益；2. 高端存量盘拓展的竞争压力相对较小；我们据此小幅提高了公司在管面积及物管板块的收入预测。
- **“绿城系”物管联盟增值业务上的合作正稳步推进。**根据我们的了解，绿城服务和龙湖智慧服务在零售、房屋经纪、美居业务上均有合作，和中奥到家也在零售业务输出上有所突破。公司希望能在未来外拓中继续复制该种模式，即通过入股拟上市或已上市中型物管公司输出增值服务。
- **文教板块受疫情影响亏损幅度未能如期收窄。**2020 年受疫情影响文化教育板块预计亏损将小幅扩大，我们预计该板块不能如期在 2022 年实现盈亏平衡。公司目前采用“轻重并举”模式以改善板块利润率：原有重资产模式将继续经营，但未来会采用和政府合作的轻资产模式，即政府提供长期场地承担租金，绿城服务自担装修及其他前期投入。
- **风险提示：**外拓不达标；增值服务发展低于预期

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	5,140.1	6,709.9	8,581.9	10,413.3	12,889.5
折旧摊销税前利润	524.7	596.9	881.4	1,115.7	1,270.0
息税前利润	484.5	516.2	643.8	856.1	999.5
净利润	387.5	483.3	477.4	653.9	771.6
每股收益 (港元)	0.14	0.18	0.17	0.23	0.27
每股经营性现金流 (港元)	0.19	0.24	0.32	0.35	0.38
每股股息 (港元)	0.05	0.07	0.07	0.09	0.11
每股资产净值 (港元)	0.71	0.89	1.04	2.45	2.62
市盈率 (x)	65.5	50.7	53.8	40.2	34.0
市现率 (x)	48.0	37.4	27.9	26.1	23.6
股息收益率 (%)	0.5	0.7	0.7	1.0	1.2
市净率 (x)	12.8	10.2	8.7	3.7	3.5
EV/sales (x)	4.7	3.6	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	45.9	40.4	27.3	21.6	19.0
EV/EBIT (x)	49.7	46.7	37.4	28.1	24.1

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表

会计年度,
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	5,140.1	6,709.9	8,581.9	10,413.3	12,889.5
营业成本	(4,193.7)	(5,512.3)	(7,034.8)	(8,464.7)	(10,619.3)
毛利润	946.4	1,197.7	1,547.1	1,948.6	2,270.2
销售&管理费用	(438.5)	(656.7)	(922.2)	(1,080.5)	(1,290.7)
税息折旧摊销前利润	(23.4)	(24.8)	18.9	(12.0)	20.0
折旧	524.7	596.9	881.4	1,115.7	1,270.0
息税前利润	40.2	80.7	237.6	259.7	270.5
净利润费用	484.5	516.2	643.8	856.1	999.5
应占联营公司损益	18.9	18.1	(0.8)	(16.0)	(18.9)
其他收入	7.6	(20.9)	(2.6)	14.9	40.8
税前利润	(2.1)	115.7	2.8	11.2	2.0
所得税	508.9	629.1	643.2	866.2	1,023.3
少数股东权益	(116.8)	(163.3)	(170.9)	(230.1)	(271.8)
净利润	4.6	(17.6)	(5.0)	(17.9)	(20.1)
股利	387.5	483.3	477.4	653.9	771.6
新增留存收益	(134.4)	(177.7)	(191.2)	(261.8)	(308.9)

核心业务数据

会计年度,
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
合约面积(万平方米)	287.8	362.5	445.6	531.0	618.8
在管面积(万平方米)	137.8	170.4	212.4	271.2	331.6
物业管理收入占比(%)	69.3	66.5	63.5	65.5	66.9
社区增值服务占比(%)	30.7	33.5	36.5	34.5	33.1
包干制面积占比(%)	11.2	11.4	11.4	12.8	11.5
酬金制面积占比(%)	79.0	78.0	78.4	78.4	78.4
毛利率(%)	18.4	17.8	18.0	18.7	17.6
税息折旧摊销前利润率(%)	10.2	8.9	10.3	10.7	9.9
息税前利润率(%)	9.4	7.7	7.5	8.2	7.8
净利率(%)	7.5	7.2	5.6	6.3	6.0
净资产收益率(%)	20.2	20.8	17.3	9.9	10.9
已动用资本回报率(%)	-295.9	173.1	47.3	31.1	32.2
资产收益率(%)	9.4	9.0	5.6	4.8	5.1
流动比率(x)	1.4	1.3	1.3	1.9	1.8
利息备付率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	69.9	67.2
负债股权比率(%)	0.0	0.0	16.3	6.8	6.4
净负债/(现金)	(1,836.5)	(2,179.1)	(2,178.5)	(5,798.2)	(6,301.0)
净负债/股权(%)	(92.2)	(90.6)	(73.7)	(81.8)	(83.2)

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表

会计年度,
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	1,836.5	2,180.0	2,661.3	6,281.1	6,783.8
应收账款	789.7	1,202.2	1,841.5	2,457.9	3,346.6
存货	127.7	291.4	337.6	409.6	507.0
其他流动资产	182.5	164.6	363.9	441.6	546.6
流动资产	2,936.4	3,838.2	5,204.3	9,590.1	11,184.0
固定资产	303.9	371.9	1,563.4	1,582.7	1,493.3
其他长期资产	899.5	1,134.1	1,753.8	2,356.0	2,524.9
资产总计	4,139.8	5,344.2	8,521.4	13,528.8	15,202.2
短期负债	0.0	1.0	46.8	46.8	46.8
应付账款	1,303.6	1,892.2	2,626.8	3,187.4	3,945.3
预收账款	649.8	748.7	970.7	1,177.8	1,457.9
其他流动负债	184.9	280.6	504.9	612.7	758.4
流动负债	2,138.3	2,922.4	4,149.3	5,024.7	6,208.4
长期负债	0.0	0.0	436.0	436.0	436.0
其他长期负债	9.8	17.0	982.1	982.1	982.1
总负债	2,148.1	2,939.4	5,567.4	6,442.8	7,626.6
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
留存收益	1,918.2	2,328.7	2,753.2	6,604.3	7,060.7
少数股东权益	73.5	76.0	200.8	481.7	515.0
股东权益总计	1,991.7	2,404.8	2,954.1	7,086.0	7,575.7
负债和股东权益	4,139.8	5,344.2	8,521.4	13,528.8	15,202.2

现金流量表

会计年度,
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
税息折旧及摊销前利润	524.7	596.9	881.4	1115.7	1270.0
运营资金变动	75.2	116.3	296.2	109.4	92.6
其他	(71.3)	(56.9)	(258.2)	(220.0)	(248.0)
经营活动现金流	528.6	656.2	919.4	1005.1	1114.6
资本支出	(118.6)	(176.7)	(236.8)	(200.0)	(100.0)
投资变动	(627.6)	(30.1)	(315.3)	(631.3)	(200.0)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(746.3)	(206.9)	(552.1)	(831.3)	(300.0)
股权融资	23.7	20.8	28.2	3687.0	0.0
银行借款	0.0	1.0	481.9	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	(151.2)	(127.5)	(396.0)	(241.2)	(311.8)
筹资活动现金流	(127.5)	(105.8)	114.0	3445.9	(311.8)
现金净增加额	(345.2)	343.6	481.3	3619.7	502.8

2020-21 年预测更新及 DCF 估值更新

我们对 2020-21 年的预测主要调整在以下几个方面：

我们上调对公司管面积以及物业管理服务收入的预期，主要是由于：1. 我们判断公司 2020 年将超预期完成全年增长指引 2. 公司外拓项目中存量盘的比例提升，存量盘是可以在当年直接进入在管面积并产生收入。但我们认为物业管理板块收入的增速将略低于在管面积的增速，主要是受到疫情影响交付延期。

我们小幅上调公司 2020 年物业管理板块毛利率至 12.8%，我们认为基于公司上半年的表现，以及考虑到政府补贴和社保减免对公司的正向影响，公司全年物管板块毛利率应较往年有小幅提升。同时，我们小幅下调园区服务的毛利率，我们认为整个板块今年受疫情拖累比较严重，尤其是文化教育板块未能按计划减少亏损。公司目前采用“轻重并举”模式以改善板块利润率：原有重资产模式将继续经营，但未来会采用和政府合作的轻资产模式，即政府提供长期场地承担租金，绿城服务自担装修及其他前期投入。但我们认为此种方式虽然较之前的重资产运营模式对资金的占用有所减少，但还是有一定的前期投入存在，未必能在短期改善该板块利润情况。

我们认为公司对中奥到家的投资存在减值风险，该公司目前股价较绿城服务投资的综合成本 1.61 港元/股已缩水 50%，但公司采用权益法核算该笔投资。因为我们尚未将其减值风险反映在我们的预测中。

表 1：绿城服务 2019-21E 年各项收入预测

单位：百万元	2019	2020E	2021E
总收入	8,581.9	10,413.3	12,889.5
物业管理服务	5452.0	6818.8	8620.5
咨询服务	1217.2	1504.4	1802.7
园区服务	1912.8	2090.1	2466.3
收入占比	100.0%	100.0%	100.0%
物业管理服务	63.5%	65.5%	66.9%
咨询服务	14.2%	14.4%	14.0%
园区服务	22.3%	20.1%	19.1%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2：绿城服务 2019-21E 年各板块毛利率预测

	2019	2020	2021
综合毛利率	18.0%	18.7%	17.6%
物业管理服务	11.4%	12.8%	11.5%
顾问咨询服务	33.6%	34.0%	34.0%
园区增值服务	27.1%	27.0%	27.0%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 3: 绿城服务 2019-21E 利润表核心数据预测

单位: 百万元	2019	2020E	2021E
收入	8,581.9	10,413.3	12,889.5
毛利润	1,547.1	1,948.6	2,270.2
毛利率	18.0%	18.7%	17.6%
经营性费用	(922.2)	(1,080.5)	(1,290.7)
其他收入/费用	18.9	(12.0)	20.0
经营性利润	643.8	856.1	999.5
经营性利润率	7.5%	8.2%	7.8%
财务费用/收入	(0.8)	(16.0)	(18.9)
应占合联营公司权益及其他 非经常性损益	0.1	26.0	42.8
所得税	(170.9)	(230.1)	(271.8)
有效税率	26.6%	26.6%	26.6%
少数股东权益	(5.0)	(17.9)	(20.1)
归母净利润	477.4	653.9	771.6
归母净利润率	5.6%	6.3%	6.0%

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 4: 目标价对应的估值情况

目标价格 10.74 港元/股	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
	47.6	40.3	3.0	2.4	4.7	4.4	22.7	19.5

数据来源: 克而瑞证券研究院

表 5: DCF 估值模型及主要假设

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	8,582	10,413	12,890	15,924	19,560	23,580	27,942	32,335	36,656	40,330	42,957	44,776	45,914
收入 yoy	27.9%	21.3%	23.8%	23.5%	22.8%	20.6%	18.5%	15.7%	13.4%	10.0%	6.5%	4.2%	2.5%
息税前利润	641.2	867.2	1,001.5	1,231.1	1,512.2	1,813.9	2,138.6	2,462.5	2,777.6	2,994.9	3,062.4	3,032.4	2,954.0
税率	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%
税后经营性利润	470.9	636.9	735.5	904.1	1,110.5	1,332.0	1,570.5	1,808.4	2,039.8	2,199.3	2,248.9	2,226.9	2,169.3
折旧	237.6	259.7	270.5	350.9	452.6	572.9	678.9	785.6	890.6	979.8	1,043.7	1,087.9	1,115.5
经营性现金流 净额	708.5	896.5	1,006.0	1,255.0	1,563.1	1,904.9	2,249.4	2,594.0	2,930.4	3,179.2	3,292.6	3,314.8	3,284.9
资本性支出	(552.1)	(831.3)	(300.0)	(200.0)	(200.0)	(200.0)	(200.0)	(200.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
营运资本	296.2	109.4	92.6	175.3	204.4	181.9	292.0	290.1	256.5	177.7	182.0	149.1	130.9
自由现金流	452.6	174.6	798.6	1,230.3	1,567.5	1,886.9	2,341.4	2,684.0	3,036.9	3,206.9	3,324.6	3,313.9	3,265.8

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 6: DCF 估值模型主要结果

单位: 百万元	数值
2020-31 年现值	11,949
永续经营部分现值	13,192
企业价值	25,140
净负债/现金	-5,964
内在价值	31,104
股份数 (百万股)	3,218
每股价值 (Rmb)	9.66
Rmb/HKD	1.11
每股价值 (HKD)	10.74

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证：

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见；分析师的薪酬不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系；分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向CEO直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报；分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券；分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司；分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序(ChineseWall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅(复权后)超20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅(复权后)介于5-20%之间

中性：公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避：公司股价跌幅(复权后)超5%以上

重要声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司（“克而瑞”）无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人（根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义）。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测（如有）为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞（CENo. BAL779），为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。