

无评级

中期业绩点评

当前股价：7.17 港元

绿城服务 02869.HK

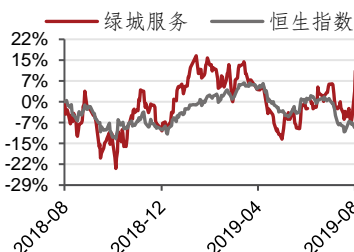
基础数据

总市值 (百万港元)	19,916.8
企业价值 (百万港元)	17,383.0
账面价值 (百万港元)	2,796.2
发行股份 (百万股)	2,777.8
公众持股比例 (%)	
近 3 月平均日交易量 (百万港元)	24.55
主要股东持股比例 (%)	
Orchid Garden Investment Company	36.72
Lilac International Investment Company	20.28

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	14.35	33.37	24.79
绝对表现	4.52	26.98	12.96
近 12 月最高价 (港元)	19-02-08	7.86	
近 12 月最低价 (港元)	18-10-30	4.75	

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

分析师 李蒙, CFA
执业证号: APQ664
852-25105555
meng.li@cricsec.com

联系人 丁希璞
852-25105555
dingxipu@cric.com

事件回顾

绿城服务于 8 月 23 日公布了中期业绩，上半年收入同比增长 21.5%，达 36.63 亿元；归母净利润同比增长 2.2%，达 2.34 亿元。公司在管建筑面积较 2018 年增长 1,380 万方，达 1.84 亿方，较 2018 年底增长 8.1%；合约建筑面积净增长 2,870 万方，达 3.91 亿方，较 2018 年底增长 7.9%。

点评

- **合约面积新增 3,471 万方，计划完成全年目标。**宏观政策影响，房屋销售环节产生观望情绪，上半年房屋交付延期使绿城服务的在管面积增长放缓。公司管理层保持全年新增合约面积 8,000-9,000 万平方米的目标不变。上半年合约面积增幅相当于全年目标下限的 43%，完成全年业绩还需观察。
- **毛利率维持在 19.3% 的水平，较去年同期提升 0.5%。**物管业务毛利率相对平稳，保持在 11.9% 的水平。园区业务的毛利率从 2018H1 的 28.1% 提升到 2019H1 的 30.5%，是绿城服务三个业务板块中提升最大的板块，这主要得益于产管理务中的置换业务和车位尾盘销售业务利润率的提高。
- **员工持股计划费用增加，净利润持平。**2019H1 管理及营销费占收入比重为 9.8%，较 2018H1 提升了 1.4 个百分点。上半年公司推行员工持股计划确认费用 3,880 万元，是管理费用提升的主要原因。此外，应收账款增加导致计提准备增加，绿城服务归母净利润为 2.34 亿，同比仅提升 2.2%。
- **净现金下降 4.62 亿元，至 17.18 亿元。**这主要由于受宏观环境影响销售案场等服务开发商的业务支付速度放缓，公司 2019H1 应收账款累计为 20.45 亿元，较 2018 年底增长了 8.44 亿元。即使如此，公司账上现金仍充裕。
- **风险提示：**是否能按期达成全年在管面积目标为主要经营风险。

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017	2018
主营收入	2,918.6	3,722.0	5,140.1	6,709.9
折旧摊销息税前利润	296.4	431.6	524.7	596.9
息税前利润	283.8	416.8	484.5	516.2
净利润	197.8	285.5	387.5	483.3
每股收益 (港元)	0.23	0.12	0.16	0.21
每股经营性现金流 (港元)	0.59	0.17	0.22	0.28
每股股息 (港元)	0.00	0.04	0.06	0.08
每股资产净值 (港元)	0.17	0.73	0.82	1.03
市盈率 (x)	31.2	60.0	44.7	34.6
市现率 (x)	12.1	43.4	32.8	25.5
股息收益率 (%)	0.0	0.6	0.8	1.1
市净率 (x)	41.4	9.8	8.7	7.0
EV/sales (x)	5.1	4.0	2.9	2.2
EV/EBITDA (x)	50.4	34.6	28.5	25.0
EV/EBIT (x)	52.7	35.9	30.9	29.0

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	2015	2016	2017	2018
营业收入	2,918.6	3,722.0	5,140.1	6,709.9
营业成本	(2,387.7)	(3,006.0)	(4,193.7)	(5,512.3)
毛利润	530.9	716.0	946.4	1,197.7
销售及管理费用	(247.2)	(299.2)	(461.9)	(681.5)
税息折旧及摊销前利润	296.4	431.6	524.7	596.9
折旧	12.6	14.8	40.2	80.7
息税前利润	283.8	416.8	484.5	516.2
净利息费用	(7.1)	(1.7)	18.9	18.1
应占联营公司损益	1.5	3.4	7.6	(20.9)
其他收入	(0.1)	0.0	(2.1)	115.7
税前利润	278.1	418.6	508.9	629.1
所得税	(75.6)	(123.8)	(116.8)	(163.3)
少数股东权益	4.7	9.2	4.6	(17.6)
净利润	197.8	285.5	387.5	483.3
股利	0.0	(95.2)	(142.8)	(178.5)
留存收益	197.8	190.3	244.7	304.8

核心业务数据

会计年度, 百万人民币	2015	2016	2017	2018
合约面积 (百万平)	171.9	224.6	287.8	362.5
在管面积	82.8	105.2	137.8	170.4
物管服务收入占比(%)	71.6	70.4	69.3	66.5
增值服务收入占比(%)	28.4	29.6	30.7	33.5
住宅类在管面积占比(%)	83.2	76.2	79.0	78.0
毛利率(%)	18.2	19.2	18.4	17.8
税息折旧及摊销前利润率(%)	10.2	11.6	10.2	8.9
息税前利润率(%)	9.7	11.2	9.4	7.7
净利率(%)	6.8	7.7	7.5	7.2
净资产收益率(%)	149.8	16.6	20.2	20.8
已动用资本回报率(%)	(70.3)	(65.1)	(295.9)	173.1
资产收益率(%)	12.0	8.6	9.4	9.0
流动比率 (x)	0.9	1.8	1.4	1.3
利息备付率 (x)	41.9	258.9	(27.8)	(32.9)
负债股权比率 (%)	120.9	0.0	0.0	0.0
净负债/ (现金)	(655.9)	(2181.7)	(1836.5)	(2179.1)
净负债/ 股权 (%)	39.9	65.7	44.4	40.8

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	2015	2016	2017	2018
现金及等价物	835.9	2,181.7	1,836.5	2,180.0
应收账款	420.0	546.7	789.7	1,202.2
存货	2.0	10.1	127.7	291.4
其他流动资产	119.0	114.7	182.5	164.6
流动资产	1,376.9	2,853.1	2,936.4	3,838.2
固定资产	63.6	264.5	303.9	371.9
其他长期资产	201.4	205.2	899.5	1,134.1
资产总计	1,641.9	3,322.7	4,139.8	5,344.2
短期负债	180.0	0.0	0.0	1.0
应付账款	847.4	942.9	1,303.6	1,892.2
其他流动负债	444.8	611.6	834.7	1,029.3
总流动负债	1,472.3	1,554.5	2,138.3	2,922.4
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	20.7	22.5	9.8	17.0
总负债	1,493.0	1,577.0	2,148.1	2,939.4
股本	0.0	0.0	0.0	0.0
留存收益	132.1	1,719.0	1,918.2	2,328.7
少数股东权益	16.8	26.7	73.5	76.0
股东权益总计	148.9	1,745.7	1,991.7	2,404.8
负债和股东权益	1641.9	3322.7	4139.8	5344.2

现金流量表 会计年度, 百万人民币	2015	2016	2017	2018
税息折旧及摊销前利润	296.4	431.6	524.7	596.9
运营资金变动	256.6	13.5	75.2	116.3
其他	(42.2)	(50.8)	(71.3)	(56.9)
经营活动现金流	510.8	394.3	528.6	656.2
资本支出	(57.8)	(84.1)	(118.6)	(176.7)
投资变动	189.0	(65.4)	(626.1)	(25.9)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	131.2	(149.5)	(744.7)	(202.6)
股权融资	0.1	1,265.8	23.7	20.8
银行借款	80.0	(180.0)	0.0	1.0
股息及其他筹资支出	(323.6)	15.2	(152.8)	(131.8)
筹资活动现金流	(243.5)	1,101.1	(129.1)	(110.0)
现金净增加额	398.5	1,345.8	(345.2)	343.6

表 1：公司利润核心数据

单位：百万元	2019H1	2018H2	2018H1	同比增长	环比增长
总收入	3,663.1	3,782.4	2,927.5	25.1%	-3.2%
总成本	(2,956.9)	(3,135.6)	(2,376.6)	24.4%	-5.7%
毛利润	706.2	646.8	550.8	28.2%	9.2%
经营性费用	(360.3)	(407.9)	(248.7)	44.8%	-11.7%
其他收入/费用	(33.4)	(0.7)	(24.1)	38.9%	4457.8%
息税前利润	312.6	238.1	278.0	12.4%	31.3%
息税前利润率	8.5%	6.3%	9.5%	-1.0ppt	1.2ppt
净财务收入/(费用)	10.6	6.5	11.7	-9.2%	63.7%
所得税	(92.0)	(82.6)	(80.7)	14.0%	11.3%
少数股东权益	(2.7)	(5.0)	(12.5)	-78.7%	-46.8%
归母净利润	234.4	254.0	229.3	2.2%	-7.7%

数据来源：克而瑞证券研究院

表 2：公司收入构成

单位：百万元	2019H1	2018H2	2018H1	同比增长	环比增长
物业管理服务	2,452.5	2,445.4	2,015.3	21.7%	0.3%
咨询服务	520.5	539.1	400.4	30.0%	-3.4%
园区服务	690.1	798.0	511.8	34.8%	-13.5%
合计	3,663.1	3,782.5	2,927.5	25.1%	-3.2%
物业管理服务	67.0%	64.7%	68.9%	-1.9ppt	2.3ppt
咨询服务	14.2%	14.3%	13.7%	0.5ppt	-0.1ppt
园区服务	18.8%	21.1%	17.5%	1.3ppt	-2.3ppt
合计	100.0%	100.0%	100.00%	N.A.	N.A.

数据来源：克而瑞证券研究院

表 3：公司物业管理服务运营数据

	2019H1	2018H2	2018H1	同比增长	环比增长
在管面积（百万平方米）	184.2	170.4	150.8	22.1%	8.1%
合约面积（百万平方米）	391.2	365.2	311.1	25.7%	7.1%
每平米物业费（元/平方米/月）	3.16	3.15	3.13	1.0%	0.3%

数据来源：克而瑞证券研究院

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;分析师的弥偿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 (Chinese Wall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

免责声明

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(CE No. 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。