

2020年06月24日

房地产 | 物业管理和服务

强烈推荐（上调）

入股中奥到家，共绘物管蓝图

目标股价：11.33 港元

当前股价：9.42 港元

绿城服务 02869.HK

#### 基础数据

总市值（百万港元）	30,303.8
企业价值（百万港元）	27,883.2
账面价值（百万港元）	3,282.3
发行股份（百万股）	3,217.0
公众持股比例（%）	41.02
近3个月平均日交易量（百万港元）	102.40
主要股东持股比例（%）	
Orchid Garden Investment	31.71
Lilac International Investment	13.17

#### 股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	-16.27	5.05	64.61
绝对表现	-7.65	19.85	51.89
近12个月最高价(港元)	20-05-18	11.64	
近12个月最低价(港元)	19-08-23	5.88	

#### 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：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

2、《绿城服务 02869.HK：高端物业管理典范》2019-11-20

3、《绿城服务 02869.HK：中期业绩点评》2019-08-28

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

- **提升至强烈推荐评级。**基于今日及近期绿城服务对中奥到家（1538.HK）的收购和增资，我们和公司进行了沟通，我们估算该交易可以直接为绿城服务每年贡献至少 2,000 万元的投资收益。在绿城服务的品牌效应带动下，以其为核心的物管联盟正在形成。根据新预测，我们的 DCF 模型给予公司 11.33 港元/股的估值，对应 52.2 x 2020 年 PE 和 40.5 x 2021 年 PE。
- **低成本入股中奥到家形成互补优势。**2020 年 6 月 23 日，绿城服务公告将从中奥到家原股东手中买入 14.35% 股份。此前在 6 月 14 日，绿城服务认购了中奥到家 3,692.8 万新股，相当于中奥到家发行后总股本的 4.32%。两笔交易后公司对中奥到家持股比例达 18.67%，两笔交易平均投资成本为 1.61 港元/股，相当于中奥到家 9.9x 2020 年 PE 和 7.9x 2021 年 PE，远低于绿城服务的估值。绿城服务专长于高端物管，而中奥到家擅长对中低端物业的运营，两者的强互补性为未来双方的战略合作提供更多可能。
- **绿城服务“品牌联盟”加速。**除了对中奥到家的投资，今年 5 月 7 日龙湖集团（960.HK）完成对绿城服务的战略配股，加上绿城服务对滨江服务的基石投资，以及早年持有新湖中保物业 40% 的股权。我们认为以绿城服务为核心的品牌联盟正在加速形成。
- **分别上调绿城服务 2020-21 年净利润 4.7% 和 5.4%。**我们预测中奥到家 2020-21 年将分别实现净利润 1.26 亿元和 1.58 亿元，对其投资将增厚绿城服务净利润分别至 6.29 和 8.11 亿元。对中奥到家的收购成本合计为 2.6 亿港元，但考虑到龙湖入股绿城服务、及近期的增发，公司合计融资约 39.9 亿港元，该收购未对公司造成明显的资金压力。
- **风险提示：**对中奥到家投后业务整合发生问题。

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	10,508.8	12,715.9
折旧摊销息税前利润	524.7	596.9	881.4	1,079.5	1,311.3
息税前利润	484.5	516.2	643.8	826.1	1,054.0
净利润	387.5	483.3	477.4	629.0	810.9
每股收益（港元）	0.14	0.18	0.17	0.22	0.28
每股经营性现金流（港元）	0.19	0.24	0.32	0.35	0.39
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	2.41	2.60
市盈率（x）	68.0	52.7	55.9	43.4	33.6
市现率（x）	49.9	38.8	29.0	27.1	24.4
股息收益率（%）	0.5	0.7	0.7	0.9	1.2
市净率（x）	13.2	10.6	9.0	3.9	3.6
EV/sales（x）	4.9	3.7	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA（x）	47.8	42.0	28.5	23.2	19.1
EV/EBIT（x）	51.8	48.6	39.0	30.4	23.8

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	10,508.8	12,715.9
营业成本	(4,193.7)	(5,512.3)	(7,034.8)	(8,645.3)	(10,428.6)
毛利润	946.4	1,197.7	1,547.1	1,863.4	2,287.3
销售&管理费用	(461.9)	(681.5)	(903.3)	(1,037.3)	(1,233.3)
税息折旧摊销前利润	524.7	596.9	881.4	1,079.5	1,311.3
折旧	40.2	80.7	237.6	253.3	257.3
息税前利润	484.5	516.2	643.8	826.1	1,054.0
净利息费用	18.9	18.1	(0.8)	18.3	20.3
应占联营公司损益	7.6	(20.9)	(2.6)	9.2	27.0
其他收入	(2.1)	115.7	2.8	0.0	0.0
税前利润	508.9	629.1	643.2	853.6	1,101.3
所得税	(116.8)	(163.3)	(170.9)	(226.7)	(292.5)
少数股东权益	4.6	(17.6)	(5.0)	(2.1)	(2.1)
净利润	387.5	483.3	477.4	629.0	810.9
股利	(134.4)	(177.7)	(191.2)	(251.8)	(324.7)
新增留存收益	253.1	305.6	286.2	377.1	486.2

核心业务数据

会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
合约面积(百万 平方米)	224.6	287.8	362.5	445.6	531.0
在管面积(百万平方米)	105.2	137.8	170.4	212.4	261.9
物业管理收入占比(%)	70.4	69.3	66.5	63.5	64.4
社区增值服务占比(%)	29.6	30.7	33.5	36.5	35.6
包干制面积占比(%)	10.9	11.2	11.4	11.4	11.4
酬金制面积占比(%)	76.2	79.0	78.0	78.4	78.4
毛利率(%)	19.2	18.4	17.8	18.0	17.7
税息折旧摊销前利润率 (%)	11.6	10.2	8.9	10.3	10.3
息税前利润率(%)	11.2	9.4	7.7	7.5	7.9
净利率(%)	7.7	7.5	7.2	5.6	6.0
净资产收益率(%)	20.2	20.8	17.3	9.7	11.5
已动用资本回报率(%)	-295.9	173.1	47.3	33.1	42.2
资产收益率(%)	9.4	9.0	5.6	4.7	5.4
流动比率(x)	1.4	1.3	1.3	2.0	1.9
利息备付率(x)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
负债股权比率(%)	0.0	0.0	16.3	6.9	6.4
净负债/(现金)	(1,836.5)	(2,179.1)	(2,178.5)	(6,104.6)	(6,772.3)
净负债/股权(%)	(92.2)	(90.6)	(73.7)	(87.4)	(89.8)

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	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	1,836.5	2,180.0	2,661.3	6,587.4	7,255.1
应收账款	789.7	1,202.2	1,841.5	2,480.4	3,301.5
存货	127.7	291.4	337.6	413.4	500.2
其他流动资产	182.5	164.6	363.9	445.6	539.2
流动资产	2,936.4	3,838.2	5,204.3	9,926.8	11,596.1
固定资产	303.9	371.9	1,563.4	1,539.1	1,412.6
其他长期资产	899.5	1,134.1	1,753.8	2,006.0	2,075.2
资产总计	4,139.8	5,344.2	8,521.4	13,471.8	15,083.9
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	3,216.6	3,892.2
预收账款	649.8	748.7	970.7	1,188.6	1,438.3
其他流动负债	184.9	280.6	504.9	618.3	748.2
流动负债	2,138.3	2,922.4	4,149.3	5,070.4	6,125.5
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	6,488.5	7,543.6
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	6,508.6	7,027.7
少数股东权益	73.5	76.0	200.8	474.7	512.6

股东权益总计 1,991.7 2,404.8 2,954.1 6,983.4 7,540.3

负债和股东权益 4,139.8 5,344.2 8,521.4 13,471.8 15,083.9

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	1,079.5	1,311.3
运营资金变动	75.2	116.3	296.2	124.6	53.6
其他	(71.3)	(56.9)	(258.2)	(199.3)	(245.2)
经营活动现金流	528.6	656.2	919.4	1,004.8	1,119.6
资本支出	(118.6)	(176.7)	(236.8)	(200.0)	(100.0)
投资变动	(627.6)	(30.1)	(315.3)	(281.3)	(100.0)
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)	(481.3)	(200.0)
股权融资	23.7	20.8	28.2	3,593.6	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)	(191.2)	(251.8)
筹资活动现金流	(127.5)	(105.8)	114.0	3,402.5	(251.8)
现金净增加额	(345.2)	343.6	481.3	3,926.0	667.8

## 公告点评及中奥到家公司分析

## 1. 公告点评

绿城服务于6月23日发布公告称，其将以1.80港元/股的价格（较6月23日收盘价1.12港元/股溢价60.7%）向中奥到家原股东Central Oscar（嘉御基金）及Decision Holdings（钜派投资）分别购买8,145.3万股及4,119.1万股，预计出售代价共计2.21亿港元。

此前，中奥到家于6月14日发布公告称，绿城服务以0.98港元/股的价格（较6月12日收盘价1.17港元/股折价约16.24%）认购中奥到家3,692.8万新股，占发行后股本的4.32%。此次发行后中奥到家募集净额约为3,600万港元。此次认购于6月19日完成。

两次认购共计收购股份1.60亿股，占中奥到家发行后股本的18.67%，认购代价共计2.57亿港元。根据我们的测算，综合成本约为1.61港元/股。

两次投资完成后，绿城服务将成为中奥到家第二大股东。

表1：绿城服务认购及收购中奥到家股份核心信息

	收购价格 (港元/股)	股份数 (万股)	收购代价 (百万港元)
新认购	0.98	3,692.8	36.19
Central Oscar	1.80	8,145.3	146.61
Decision Holdings	1.80	4,119.1	74.14
合计	1.61	15,957.1	256.95

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 2. 中奥到家公司分析

截至2019年底，中奥到家合约面积为7,200万平方米，同比增长2.2%，在管面积为6,540万平方米，同比增长14.8%。根据我们此前发布的中奥到家的年度点评，我们保守预计公司2020-21年在管面积每年增长70万方，同比增幅分别为1.2%和1.0%。

中奥到家的管理面积皆来自于第三方。公司每平米收费在1.8元/平方米/月左右。

表2：中奥到家2017-21E在管及合约面积

单位：百万平方米	2017	2018	2019	2020E	2021E
在管面积	54.6	56.9	65.4	66.1	67.9
合约面积	66.7	70.5	72	72.8	74.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

受到年内大量收并购的推动，2019年中奥到家实现收入15.20亿元，同比增长48.5%，2017-19年CAGR达到24.7%，2019年公司实现净利润1.09亿元，对应净利率达到7.1%。根据我们此前发布的中奥到家的年度点评，我们预测中

奥到家 2020-21 年收入将分别达到 17.08 亿元和 20.0 亿元，同比增长 12.4% 和 17.0%；归母净利润达到 1.26 亿元及 1.58 亿元，同比增长 15.7% 和 25.5%，对应净利率小幅提升至 7.4% 及 7.9%。

表 3：中奥到家 2017-21E 利润表核心数据

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
收入	977.6	1,023.0	1,519.5	1,708.2	1,998.2
毛利润	296.8	282.1	403.4	466.6	563.2
毛利率	30.4%	27.6%	26.6%	27.3%	28.2%
经营性费用	(121.5)	(156.6)	(205.8)	(234.3)	(274.1)
其他收入/费用	(19.1)	30.8	(3.1)	0.4	0.0
经营性利润	156.2	156.3	194.6	232.7	289.1
经营性利润率	16.0%	15.3%	12.8%	13.6%	14.5%
净财务费用	(9.5)	(1.8)	(21.5)	(17.2)	(17.0)
所得税	(49.9)	(50.4)	(41.1)	(50.6)	(64.3)
有效税率	33.5%	32.1%	23.5%	23.5%	23.5%
少数股东权益	(8.7)	(10.9)	(25.4)	(39.4)	(52.0)
归母净利润	90.5	96.1	108.6	125.7	157.7
归母净利率	9.3%	9.4%	7.1%	7.4%	7.9%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## DCF 估值更新

我们调整了对绿城服务的预测以体现近期其对中奥到家的投资。我们预测中奥到家 2020-21 年将分别实现净利润 1.26 亿元和 1.58 亿元，我们预计绿城服务今年将并表中奥到家 6 个月的利润作为投资收益，根据计算这将增厚绿城服务净利润分别至 6.29 和 8.11 亿元。而绿城系品牌联盟的加速形成会提升公司中长期的增长预期。

同时，公司先前的增资为公司带来 26.93 亿港元的现金流入。基于此，我们重新调整 DCF 模型，得到 11.33 港元/股的估值，较之前的目标价格提升 5.7%。

表 4：目标价对应的估值情况

	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
目标价格 11.33 港元/股	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
	52.2	40.5	3.1	2.6	5.0	4.7	24.7	19.9

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：百万人民币	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	8,582	10,509	12,716	15,387	18,618	22,529	26,787	31,092	35,338	38,958	41,551	43,349	44,475
收入 yoy	27.9%	22.5%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	18.9%	16.1%	13.7%	10.2%	6.7%	4.3%	2.6%
息税前利润	641.2	835.3	1,081.0	1,308.1	1,582.8	1,905.6	2,254.5	2,603.7	2,944.5	3,181.2	3,257.3	3,228.3	3,146.5
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	613.4	793.9	960.6	1,162.3	1,399.4	1,655.7	1,912.1	2,162.3	2,336.2	2,392.0	2,370.8	2,310.7
折旧	237.6	253.3	257.3	326.9	415.3	527.6	627.4	728.2	827.6	912.4	973.1	1,015.2	1,041.6
经营性现金流净额	708.5	866.7	1,051.1	1,287.4	1,577.6	1,927.1	2,283.0	2,640.2	2,990.0	3,248.5	3,365.2	3,386.0	3,352.3
资本性支出	(552.1)	(481.3)	(200.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)	(120.0)	(119.0)	(118.0)	(117.0)
营运资本	296.2	124.6	53.6	133.7	166.6	181.4	287.6	286.4	254.5	177.8	180.4	147.4	128.7
自由现金流	452.6	510.1	904.7	1,271.1	1,594.2	1,958.5	2,420.6	2,776.7	3,094.5	3,306.3	3,426.5	3,415.4	3,364.1

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：百万人民币	数值
2020-31 年现值	12,718.7
永续经营部分现值	13,782.0
企业价值	26,500.7
净负债/现金	(6,313.3)
内在价值	32,814.0
股份数（百万股）	3,217.0
每股价值（人民币）	10.20
人民币/港币	1.11
每股价值（港币）	11.33

数据来源：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:

克而瑞担任了报告中提及过的收购交易中卖方的财务顾问角色。

### 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。

### 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

### 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士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士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, 或任何其他人士, 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认购证券的决定, 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士或全部或部分出版。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內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。