

# 地产利润率回归常态，物业独立性有待定价

## ——地产&物业年报综述

资源与环境中心

国金地产：杜昊旻/王祎馨/方鹏

分析师执业编号：S1130521090001

DATE： 2022/5/3

## ■ 地产板块：行业利润率回归常态，寻找确定性机会





- **营收利润增速呈下行趋势，企业分化明显。**样本房企2021年营业收入同比+12.5%，归母净利润同比-45.2%，多数房企利润负增长，同比增速持续下滑；整体毛利率下滑至18.1%，接近制造业水平，未来将回归制造业常态水平；费用管控更加精细化，销管费用占营业收入比例呈下降趋势。国企央企稳定性更高，营收利润波动幅度相对较小，民企整体合同负债占比营收比例较高，业绩弹性大。
- **销售投资整体下滑，优质房企逆势增长。**2021年全国商品房销售金额增速4.8%，处于历年较低水平，典型房企平均销售金额增速为2.3%；多数房企拿地热度较低，全年投资强度下降，典型房企投资强度0.35，较2020年下降6个百分点；优质房企在销售投资低迷的大势下，凭借投资布局、产品服务 etc 逆势增长。
- **降负债或成主流，融资成本持续下降。**典型房企资产总额与有息负债规模增速均持续下滑，多数房企选择降负债；2021年典型房企融资成本5.49%，较2020年下降21BP，呈持续下降态势。

## ■ 物业板块：高增长抗周期性强，物业独立性有待定价

- **收入利润高增，抗周期特性突显。**50家上市物管公司2021年收入同比增长46.5%；归母净利润同比增长45.6%。各业务中社区增值服务发展最快，收入利润占比持续提升。员工成本变动趋势或可作为财务权独立的参考指标。部分民营物管公司的关联房企2021年员工成本有所减少或仅小幅增长，而物业公司的收入和员工成本都保持较大增幅，体现物业公司的财务独立。
- **关联房企稳健程度主导物业板块估值，未来独立运营能力强的物企估值有望修复。**我们认为目前完全根据关联房企稳健程度来定价物业板块的情况并不完全合理。之所以这样定价，是因为市场对民营物企的独立性并未真正认清，或者说从报表端尚未能精准辨识。我们认为从长期发展来看，具备独立运营能力的优质物企的盈利质量较高，未来增长的确定性也较高，估值有望修复。

## ■ 投资建议：目前房地产行业销售投资相对低迷，中央已对行业调控积极定调，预计大范围多维度的宽松措施将持续出台，我们认为基本面良好的一二线、长三角城市市场将率先企稳回暖。地产板块，看好销售投资逆市增长、未来业绩确定性强，且重点布局优质城市的企业，推荐绿城中国、建发国际、滨江集团。物业板块，看好物管业务有密度、增值服务发展好的民营物管公司，推荐金科服务，碧桂园服务。

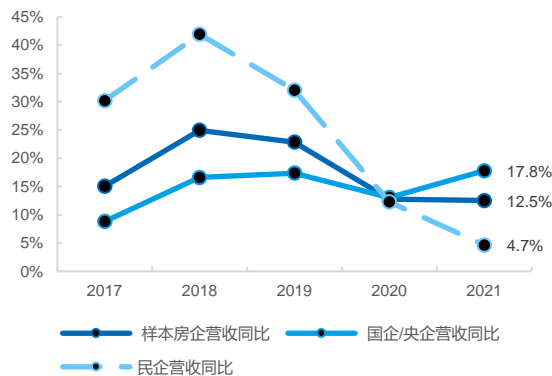
## ■ 风险提示：调控宽松不及预期；疫情影响政策落地和市场恢复；地产销售恢复速度低于预期；增值服务发展不顺

-  01 地产：利润率回归常态，寻找确定性机会
-  02 物业：高增长抗周期性强，独立性有待定价
-  03 投资建议
-  04 风险提示

# 1.1 营收利润增速呈下行趋势，企业分化明显

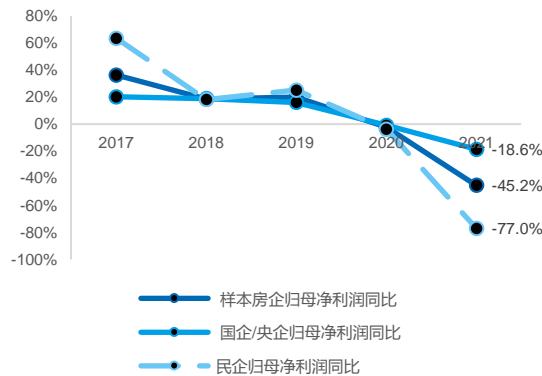
- 65家样本房企2021年营业收入同比+12.5%，增速自2019年起持续收窄；2021年归母净利润同比-45.2%，多数房企利润负增长，同比增速持续下滑。
- 分企业类型看，国企/央企更为稳定，2021年营收同比增速提升，归母净利润同比降幅相对较小；而民企营收利润增速波动更大，行业上行期有更大的增幅，下行低谷期降幅度也更大。
- 26家典型房企中，22家房企营收同比增速为正，绿城中国、旭辉控股、中国金茂、美的置业、滨江集团增速位列前五；6家房企归母净利润同比增速为正，建发国际、滨江集团、中国金茂、龙湖集团、绿城中国增速位列前五。

图表：样本房企营业收入同比



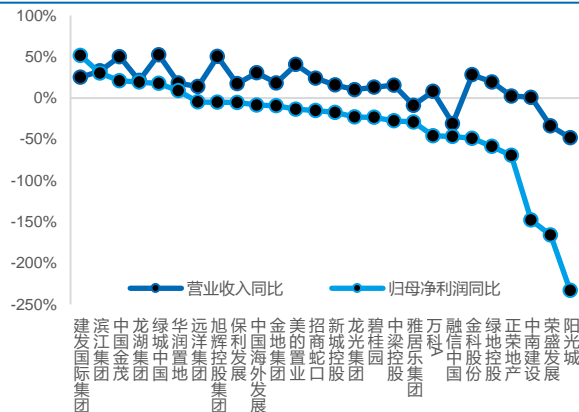
来源：公司公告，国金证券研究所

图表：样本房企归母净利润同比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：典型房企营业收入及归母净利润同比

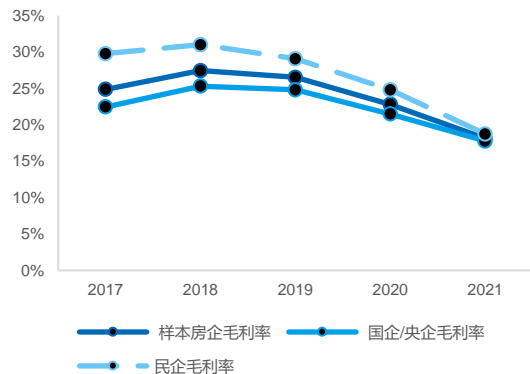


来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 毛利率回归常态，费用管控有所提升

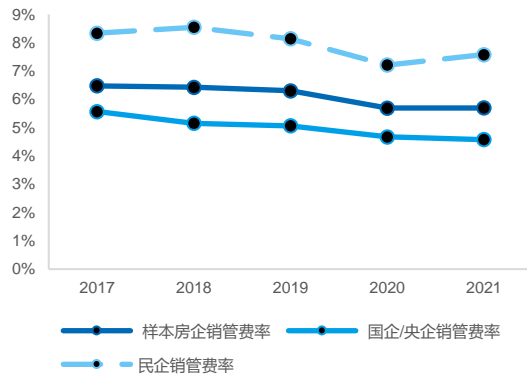
- 自2019年来，行业毛利率水平持续下滑，65家样本房企2021年整体毛利率为18.1%，接近制造业水平，未来在高价地项目逐步结转、高能级城市限价的背景下，行业毛利率水平将回归制造业常态。
- 随着行业竞争的加剧，企业自身经营能力不断提升，费用管控更加精细化，销管费用占营业收入比例呈下降趋势，2021年由于市场下行，导致费用率有所增长，行业企稳后，预计费用率能持续降低。
- 26家典型房企2021年毛利率水平较2020年有所下滑，华润置地、保利发展、招商蛇口等央企绝对水平靠前，而建发国际、远洋集团、滨江集团毛利率水平相对稳定，降幅较小。

图表：样本房企毛利率走势



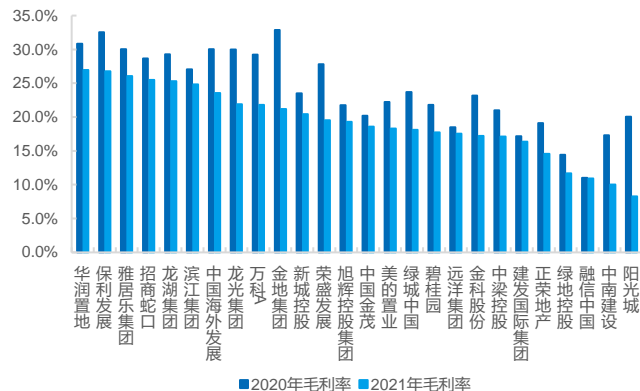
来源：公司公告，国金证券研究所

图表：样本房企销管费用占营业收入比例



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：典型房企2020、2021年毛利率对比

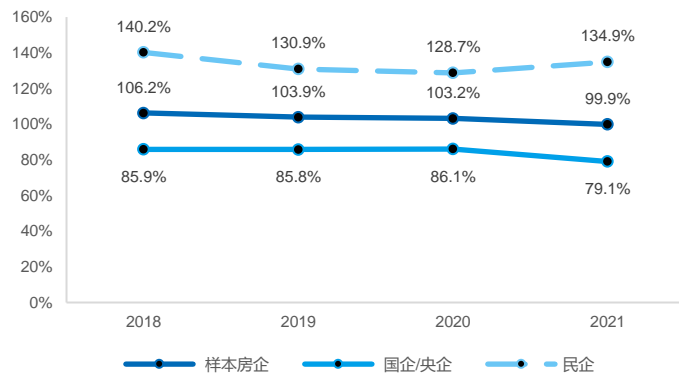


来源：公司公告，国金证券研究所

# 1.3 未来营收仍有保障，民企业绩弹性大

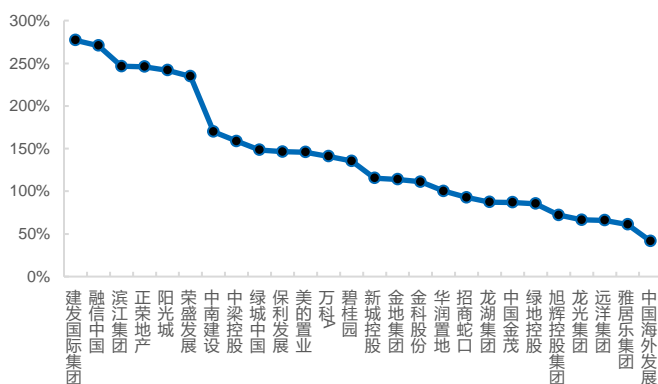
- 房地产开发业务由于预售制度的存在，当期销售金额在项目竣工交付前不能结转为收入，计入合同负债科目，在其他条件一定的前提下，合同负债占营业收入比例越高，未来营收增速更有保障。
- 2021年样本房企合同负债占营业收入比例99.9%，近三年均在1左右，而分企业类型看，民企合同负债占营业收入比例较国企/央企高出40%以上，预计行业企稳后，民企的业绩恢复弹性更大。
- 从典型房企看，合同负债占比高的企业主要为两类：①企业经营状况良好，当年销售金额大幅增长，未来业绩增长确定性高，如建发国际、滨江集团、绿城中国等；②企业现金流吃紧，开发停滞，交付少，如融信中国、阳光城等。

图表：样本房企合同负债占营业收入比例



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：典型房企合同负债占营业收入比例情况



来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.4 销售整体增速下滑，优质房企逆势增长（一）

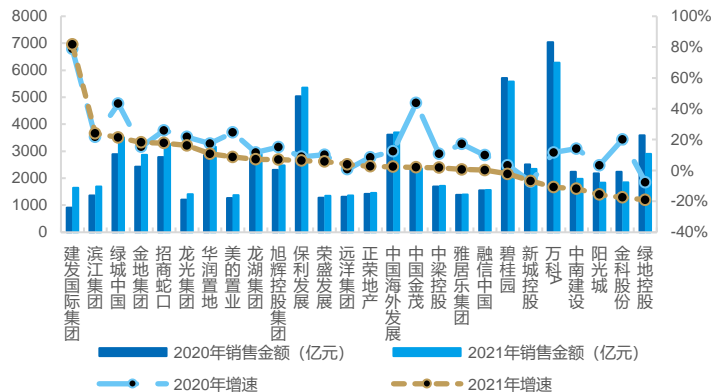
- 近年来行业销售增速持续承压，2021年全国商品房销售金额增速4.8%，处于历年较低水平，市场前高后低，上半年全国商品房销售金额增速为41.9%，下半年全国商品房销售金额增速为-17.7%。
- 从26家典型房企看，2021年平均销售金额增速为2.3%，其中建发国际、滨江集团、绿城中国、金地集团、招商蛇口销售增速位居行业前五，且为良性保持较高增速，其中建发国际连续两年增速超70%。

图表：全国商品房销售金额及同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：典型房企2020、2021年销售金额及同比增速

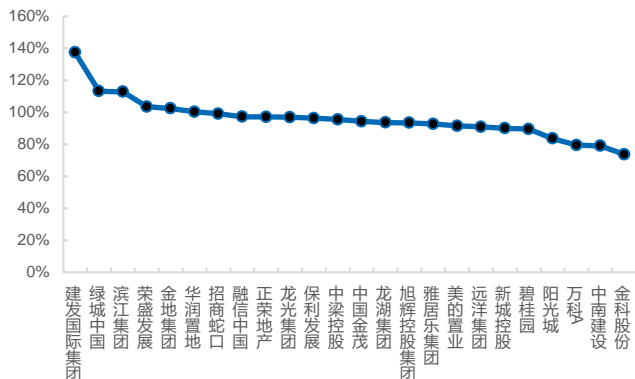


来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.4 销售整体增速下滑，优质房企逆势增长（二）

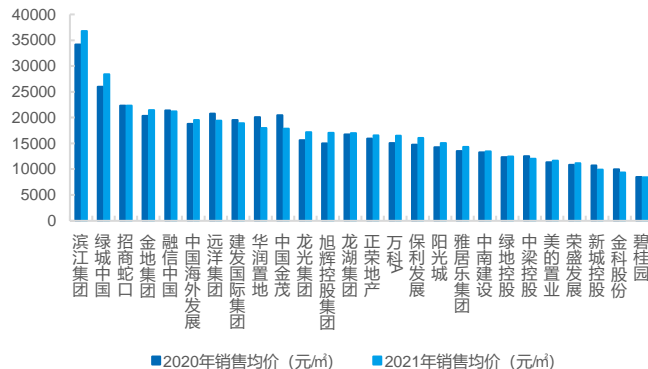
- 从销售目标达成情况看，24家公布2021年销售目标的房企平均目标达成率为93.4%，6家房企销售目标达成率超过100%，其中建发国际、绿城中国、滨江集团目标达成率超110%。
- 销售目标达成率高的房企销售均价更为坚挺，由于销售目标达成较好无降价跑量的压力，同时重点布局长三角高房价地区，滨江集团、绿城中国的销售均价领先行业且同比保持增长。

图表：典型房企2021年销售目标达成情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：典型房企2020、2021年销售均价对比



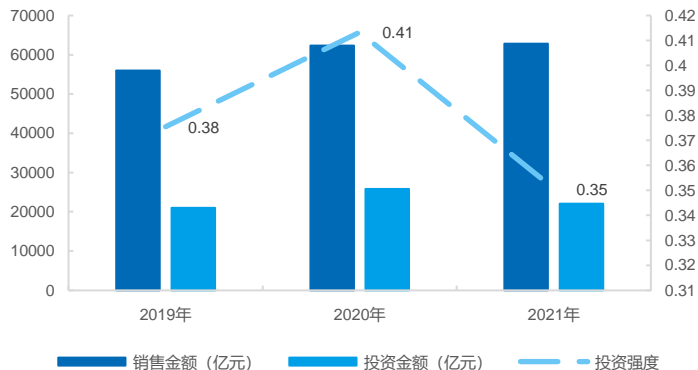
来源：公司公告，国金证券研究所



## 1.5 投资强度下降，拿地关注利润空间（一）

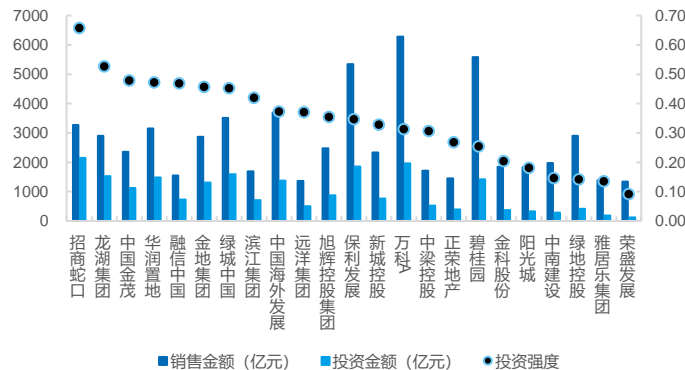
- 受2021年市场下行影响，多数房企拿地热度较低，全年投资强度下降，典型房企投资强度0.35，较2020年下降6个百分点。
- 单房企看，招商蛇口、龙湖集团、中国金茂等国企/央企和现金流稳定的民企有更强的拿地意愿，在土拍竞争热度较低的情况下错峰拿地。

图表：典型房企2019-21年投资强度（投资金额/销售金额）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：各房企2021年投资强度对比



来源：公司公告，国金证券研究所

注：碧桂园、龙光为公布为权益口径，其余企业投资销售均为全口径

## 1.5 投资强度下降，拿地关注利润空间（二）

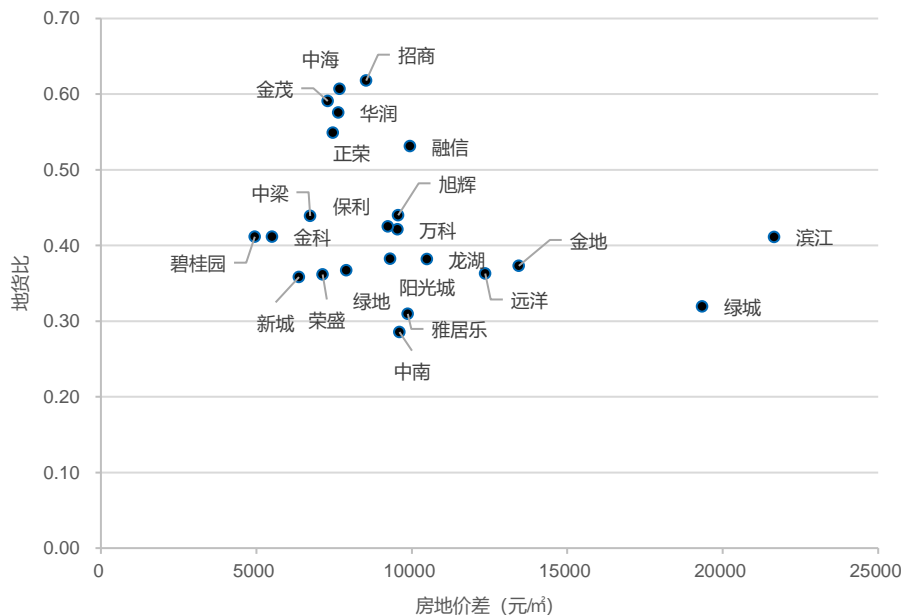
- 典型房企2021年平均房地价差（销售均价-拿地楼面价）为9632元/㎡，同比基本持平，在2021年一批次高价地频出的情况下，二三批次拿地关注利润空间，滨江集团、绿城中国、金地集团等5家房企房地价差超过10000元/㎡。

图表：典型房企2021年房地价差和地货比（楼面价/销售均价）

简称	销售均价（元/㎡）	楼面价（元/㎡）	房地价差	地货比
滨江集团	36786	15126	21660	0.41
绿城中国	28422	9080	19342	0.32
金地集团	21444	8001	13443	0.37
远洋集团	19400	7040	12360	0.36
龙湖集团	16975	6485	10490	0.38
融信中国	21198	11259	9939	0.53
雅居乐集团	14303	4430	9873	0.31
中南建设	13439	3837	9602	0.29
旭辉控股集团	17067	7504	9563	0.44
万科A	16487	6942	9545	0.42
阳光城	15067	5759	9308	0.38
保利发展	16049	6821	9228	0.43
招商蛇口	22318	13791	8527	0.62
绿地控股	12471	4580	7891	0.37
中国海外发展	19509	11836	7673	0.61
华润置地	17992	10352	7640	0.58
正荣地产	16545	9083	7462	0.55
中国金茂	17842	10542	7300	0.59
荣盛发展	11174	4041	7133	0.36
中梁控股	12000	5267	6733	0.44
新城控股	9928	3555	6373	0.36
金科股份	9359	3852	5507	0.41
碧桂园	8402	3457	4945	0.41
平均值	17138	7506	9632	0.44

来源：公司公告，国金证券研究所

图表：典型房企房地价综合分析

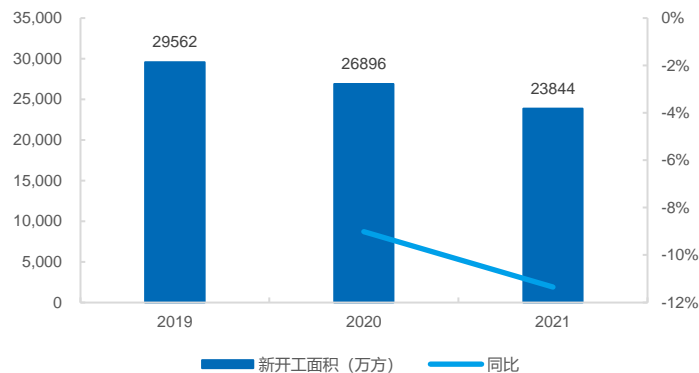


来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.6 新开工量持续下滑，竣工面积稳步增长

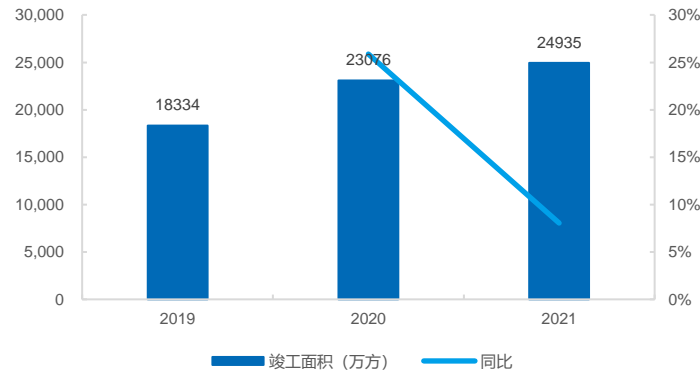
- 根据12家披露新开工和竣工面积的典型房企公布数据看，新开工面积持续下滑，2020、2021年分别同比下滑9.0%和11.3%；竣工面积稳步增加，2020、2021年分别同比增长25.9%和8.1%。
- 新开工量下滑，预计2022年住宅供应量有所下滑，市场销售回暖的基本面支撑较强。

图表：典型房企2019-21年新开工面积走势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：典型房企2019-21年竣工面积走势

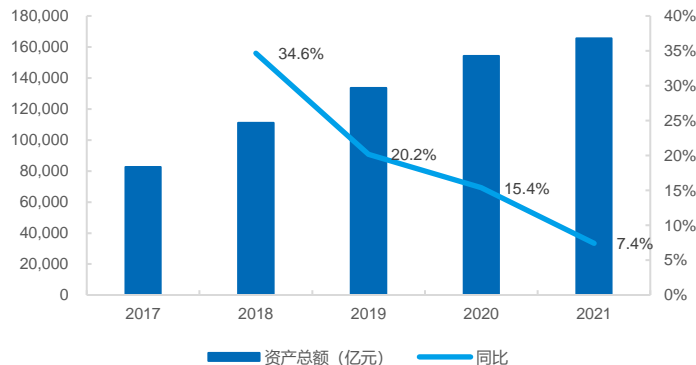


来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.7 资产规模增速放缓，降负缩表或成主流

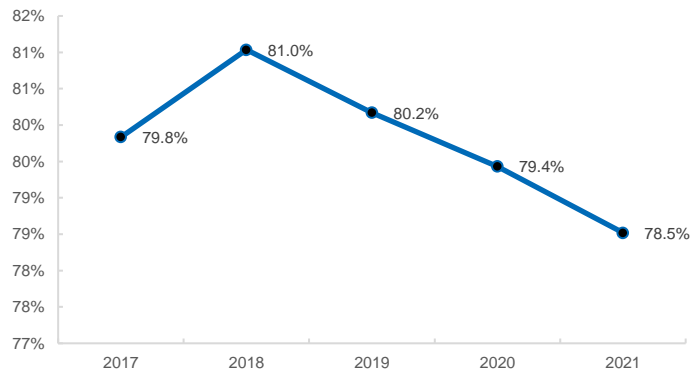
- 26家典型房企2021年资产总额为165549亿元，同比增加7.4%，资产规模增速逐年放缓；自2019年起，典型房企整体资产负债率持续下滑，当前环境下高负债、高杠杆的旧发展模式已经不可行，稳健发展，降负缩表或成多数房企的选择。

图表：典型房企资产规模及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：典型房企整体资产负债率走势

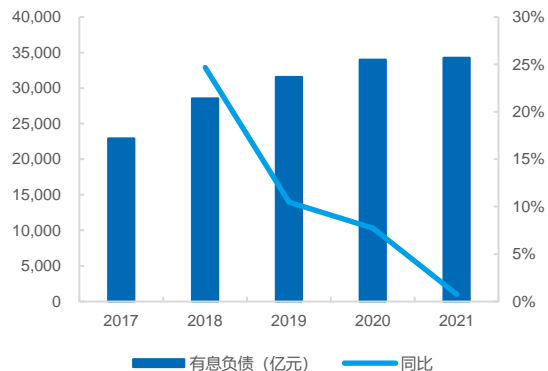


来源：公司公告，国金证券研究所

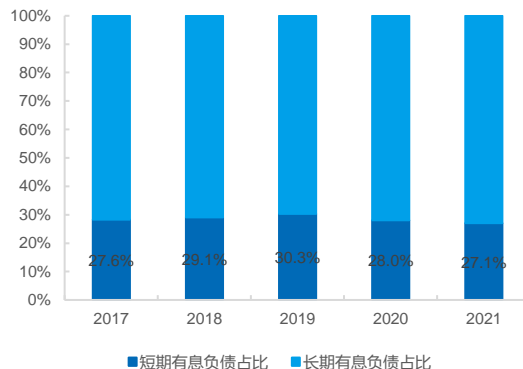
## 1.8 有息负债结构优化，融资成本逐年下降（一）

- 在三道红线政策背景下，房企杠杆率逐步得以控制，有息负债规模增速放缓，26家典型房企2021年有息负债规模同比增加0.75%；有息负债结构逐年优化，短期有息负债占比从2019年30.3%降至2021年27.1%。
- 单房企看，龙湖集团、建发国际集团短期有息负债占比低于10%，偿债压力较小；而阳光城、中梁控股短期有息负债占比接近50%，现金流压力大。

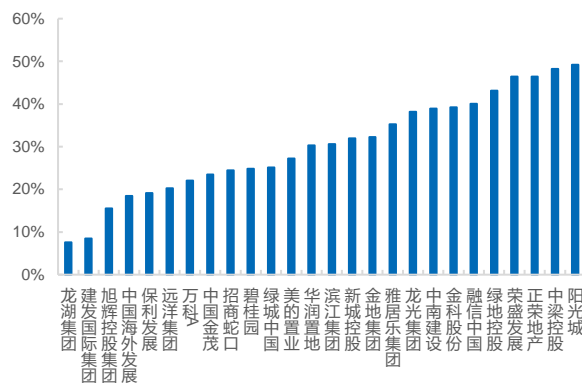
图表：典型房企整体有息负债规模走势



图表：典型房企有息负债结构走势



图表：各典型房企2021年短期有息负债占比



来源：公司公告，国金证券研究所

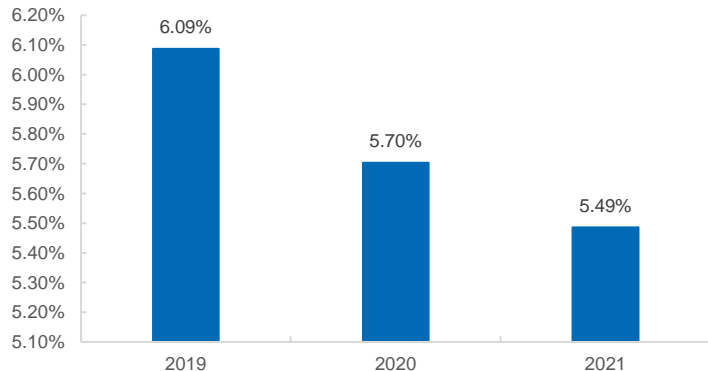
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.8 有息负债结构优化，融资成本逐年下降（二）

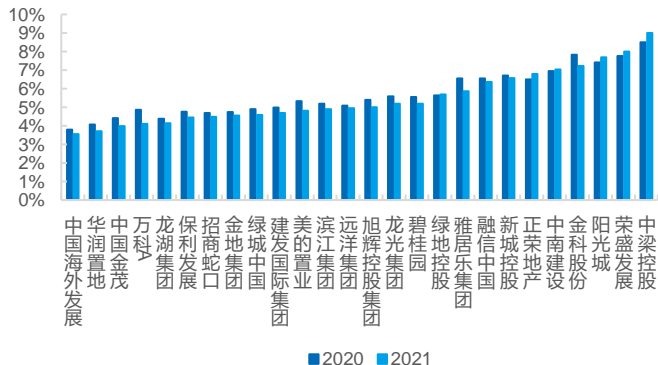
- 26家典型房企整体融资成本逐年下滑，2021年平均融资成本为5.49%，较2020年下降21BP。
- 单房企看，2021年26家典型房企中有20家融资成本同比下降；从绝对水平看，中国海外发展、华润置地和国金茂融资成本低于4%。

图表：典型房企整体融资成本



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：各典型房企2020、2021年融资成本对比



来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.9 上市公司三道红线指标整体向好

- 26家典型房企三道红线整体情况从2020年黄档降2021年绿档。
- 升档情况：1家房企从黄档升至红档，2家房企从黄档升至橙档，3家房企从绿档升为黄档。
- 降档情况：1家房企从红档降至橙档，3家房企从黄档降至绿档。

图表：各典型房企2020、2021年三道红线状况

股票简称	2021年				2020年			
	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	档位	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	档位
中国海外发展	53.6%	31.1%	2.93	绿	53.3%	31.2%	2.52	绿
招商蛇口	60.1%	35.5%	1.83	绿	57.4%	28.1%	1.49	绿
华润置地	60.4%	25.1%	1.96	绿	59.7%	29.5%	2.52	绿
滨江集团	65.9%	65.9%	1.51	绿	69.7%	83.6%	1.69	绿
雅居乐集团	67.1%	50.8%	1.30	绿	72.3%	61.0%	1.32	绿
龙湖集团	67.4%	46.7%	6.11	绿	66.9%	46.5%	4.24	绿
金地集团	67.6%	53.4%	1.62	绿	68.5%	62.6%	1.32	绿
建发国际集团	67.6%	55.7%	6.72	绿	68.2%	67.5%	8.55	绿
保利发展	68.0%	55.1%	2.65	绿	68.7%	56.6%	2.26	绿
远洋集团	68.0%	85.2%	1.45	绿	69.0%	54.8%	1.69	绿
中国金茂	68.0%	63.0%	1.58	绿	66.8%	48.0%	1.75	绿
万科A	68.4%	29.7%	2.55	绿	70.4%	18.1%	2.35	黄
旭辉控股集团	69.7%	62.8%	2.63	绿	72.5%	64.0%	2.74	黄
新城控股	69.9%	35.7%	1.92	绿	74.1%	35.6%	2.61	黄
金科股份	67.8%	66.5%	0.91	黄	69.5%	73.7%	1.34	绿
融信中国	66.3%	66.4%	0.97	黄	69.9%	82.8%	1.20	绿
龙光集团	71.0%	83.7%	1.03	黄	69.8%	64.4%	1.76	绿
绿城中国	71.1%	52.0%	2.23	黄	71.9%	63.8%	2.01	黄
美的置业	73.6%	46.3%	2.23	黄	77.6%	79.2%	2.19	黄
正荣地产	74.9%	85.5%	1.14	黄	76.6%	64.7%	2.20	黄
碧桂园	75.7%	45.4%	2.29	黄	80.5%	55.6%	1.91	黄
中梁控股	75.8%	34.5%	1.44	黄	79.9%	65.8%	1.44	黄
荣盛发展	77.2%	80.2%	0.76	橙	74.1%	80.2%	1.23	黄
中南建设	80.5%	93.2%	0.92	橙	78.7%	97.3%	1.41	黄
绿地控股	82.9%	96.4%	0.80	橙	83.4%	142.6%	0.93	红
阳光城	82.9%	166.6%	0.42	红	78.6%	94.9%	1.53	黄
合计	69.3%	50.0%	1.78	绿	70.8%	52.1%	1.84	黄

来源：公司公告，国金证券研究所

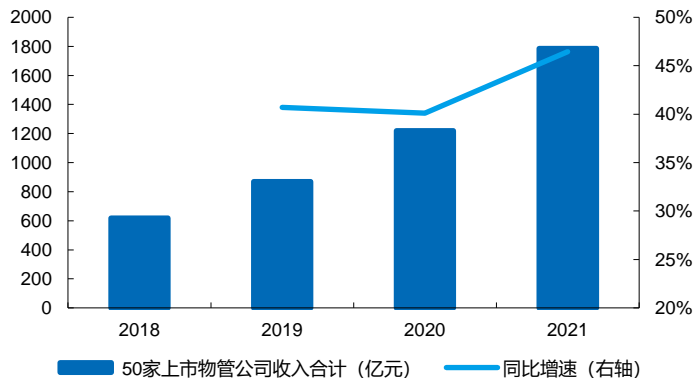
- 01 地产：利润率回归常态，寻找确定性机会
- 02 物业：高增长抗周期性强，独立性有待定价
- 03 投资建议
- 04 风险提示



## 2.1 收入利润高增，抗周期特性突显

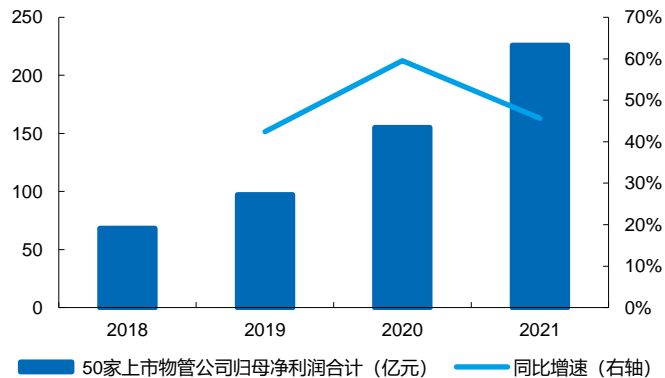
- 50家上市物管公司2021年收入合计1785亿元，同比增长46.5%；归母净利润合计226亿元，同比增长45.6%。物业行业相比其他地产下游行业，抗周期性更强，上市物管公司2021收入均仍有增长。净利润增速有所分化，其中8家公司同比下滑，主要因为关联方应收账款或者金融合约资产的减值拨备增加。

图表：上市物管公司整体收入及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

图表：上市物管公司整体归母净利润及同比增速

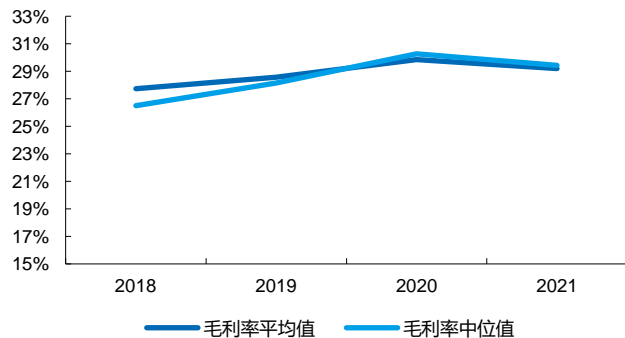


来源：wind，国金证券研究所

## 2.2 毛利率略有下降，仍高于行业平均水平

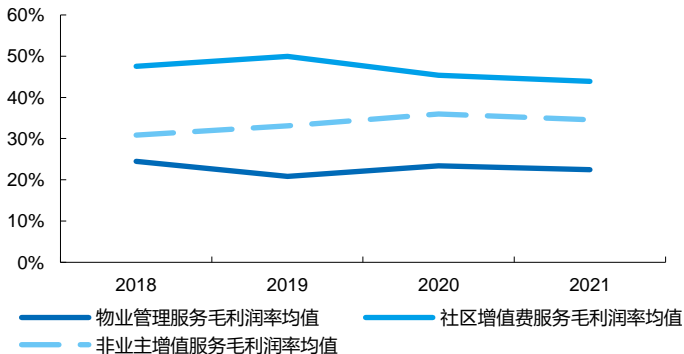
- 50家上市物管公司2021年毛利润率平均值为29.2%，相较2020年小幅下滑0.7pct，主要因为：①2020年因为疫情严重，有社保减免和政府补贴，2021年补贴退坡；②城市服务和部分增值服务业务毛利率相对较低但收入增长较快，低毛利业务收入占比提升也略微拉低了整体毛利率。总的来说，上市物管公司的毛利率高于行业平均水平。根据中物研协的数据，2020年物业500强毛利率为18%。
- 从公布子业务毛利率的24家公司情况来看，2021年基础物管、社区增值服务和非业主增值服务的毛利率均值分别为22.5%、43.9%和34.6%，相较2020年分别下滑了0.9pct、1.5pct、1.4pct。

图表：50家上市物管公司整体毛利率平均值走势



来源：wind，国金证券研究所

图表：样本上市物管公司各业务板块毛利率平均值情况

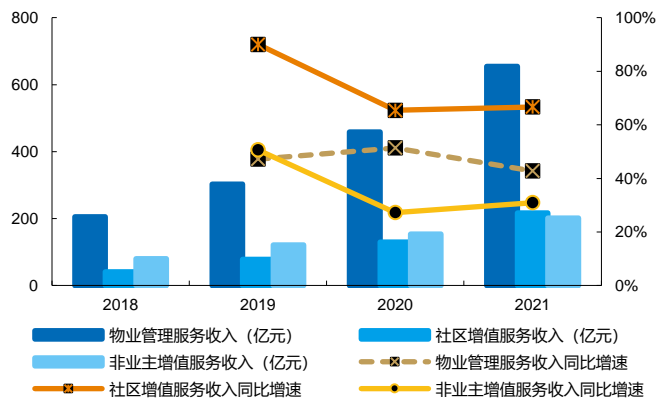


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.3 社区增值服务发展最快，收入利润占比持续提升

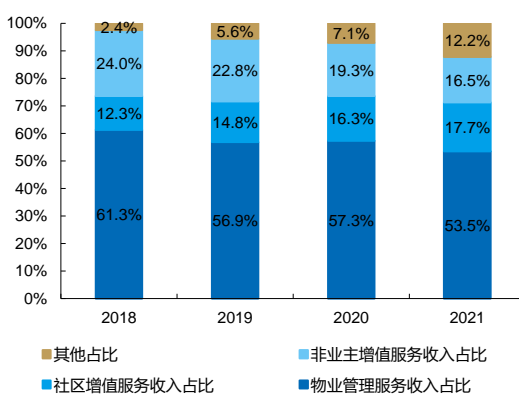
- 我们统计的样本公司2021年社区增值服务收入合计达217亿元，同比增长67%。2021年，样本公司整体社区增值服务收入占比17.7%，毛利润占比27.5%，相较2020年各提升1.5pct和2.2pct。我们认为物业公司作为社区的管理者和服务者，在业主的需求、业主资产（车&房）的需求、社区空间资源运营等方面探索的各类增值业务具备较高的增长潜力，后续随着优质物业公司管理规模的扩大，管理密度的加深，这方面仍将实现较好的可持续增长。

图表：样本公司各业务收入合计及同比增速



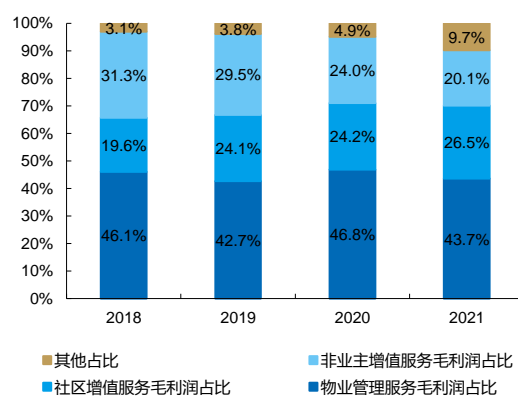
来源：公司公告，国金证券研究所

图表：样本公司整体的收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：样本公司整体的毛利润构成

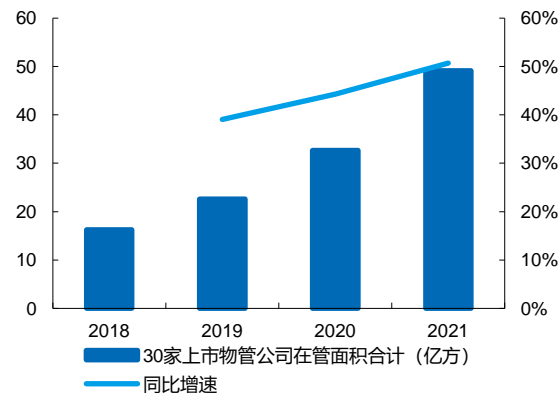


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.4 在管面积加速增长，第三方占比持续提升

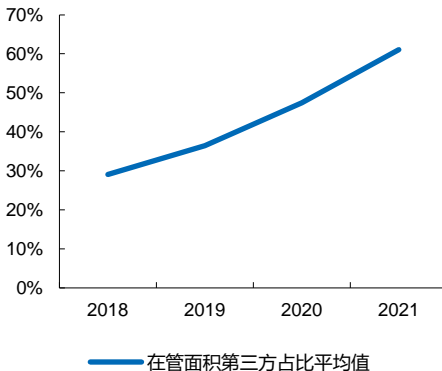
- 30家上市公司2021年在管面积合计49亿方，同比增长51%，增速相较2020年加快，主要因为头部物管公司逆势加大并购扩大规模。20家公布面积拆分数据的上市物管公司2021年在管面积中第三方占比和非住宅占比的平均值分别为61.0%和32.5%，相较2020年分别提升13.6pct和1.5pct。

图表：上市物管公司在管面积加速增长



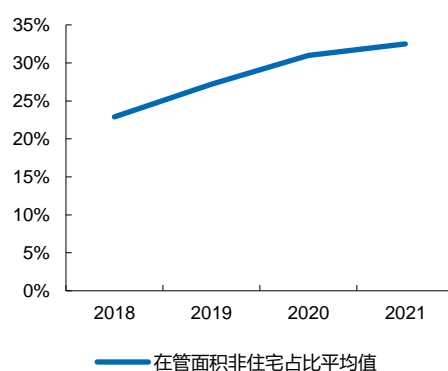
来源：公司公告，国金证券研究所

图表：在管面积中第三方占比持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：在管面积中非住宅占比持续提升

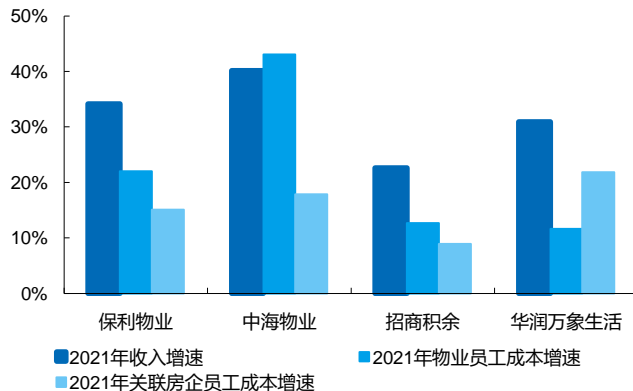


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.5 员工成本变动趋势或可作为财务权独立的参考指标

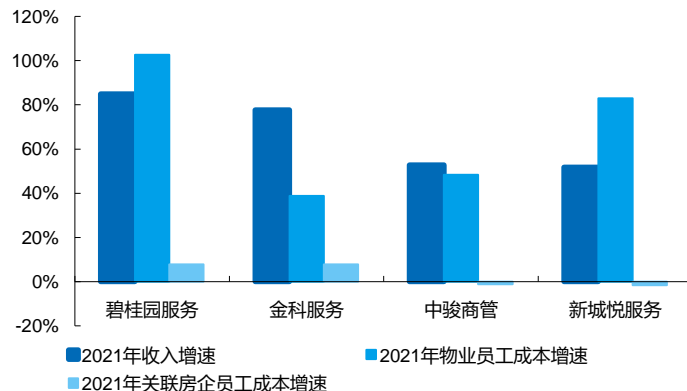
- 我们认为通过比较上市物业公司员工成本变动、物业公司收入变动、关联房企的员工成本变动，或可证明部分物业公司财务权是独立的。从国企物业公司的表现来看，其员工成本变动趋势和自身的收入变动趋势，以及与关联房企的员工成本变动趋势较为匹配，比如保利物业和中海物业。部分民营物管公司的关联房企2021年员工成本有所减少或仅小幅增长，而物业公司的收入和员工成本都保持了较大幅度的增长，比如金科服务、碧桂园服务、中骏商管和新城悦服务，我们认为这或可说明这些物业公司的财务权较为独立。不过需要注意的是，由于去年物业行业并购依然频繁，并购带来的并表影响在短期会削弱用员工成本变动来检验财务权独立性的效果。在后续中报和年报，这三个指标的变动对比，值得持续关注。

图表：国企房企物企员工成本变动对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：民营房企物企员工成本变动对比

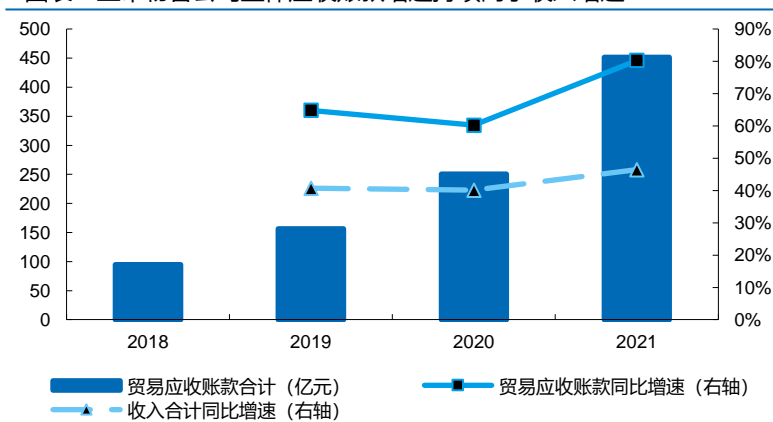


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.6 应收账款增长过快成共性问题，预计今年将有改善

- 50家上市物管公司2021年应收账款合计451亿元，同比增长80%。主要因为：1) 并购后，标的公司年末应收款全额并表而收入仅部分月份并表，而且标的公司应收款相对较多。2) to G类业务占比提升。3) 地产下行，甲方为房企的业务账期拉长。多数上市物管公司已高度重视应收账款回收问题，业务考核指标从权责发生制转变为收付实现制，预计今年来自小业主的应收回款将有改善。

图表：上市物管公司整体应收账款增速持续高于收入增速

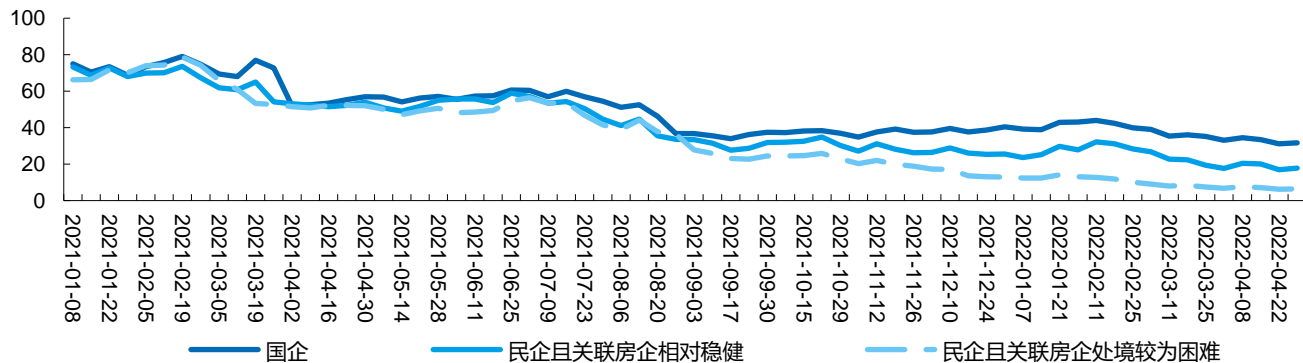


来源：wind，国金证券研究所

## 2.7 未来物业板块独立性有待正确定价

- 关联房企稳健程度主导物业板块估值，未来独立性有待正确定价。
- 当前上市物企可划分为三类：1) 国企物企；2) 民营物企且关联房企相对稳健；3) 民营物企且关联房企处境较为困难。2021年上半年，三类物企估值走势基本一致，2021年下半年开始明显分化。截至2022年4月29日，上述三类公司PE(ttm)的平均值分别为32x、18x和6x。我们认为目前这种完全根据关联房企稳健程度来定价物业板块的情况并不完全合理。之所以这样定价，是因为市场对民营物企的独立性并未真正认清，或者说从报表端尚未能精准辨识。我们认为从长期发展来看，具备独立运营能力的优质物企的盈利质量较高，未来增长的不确定性也较高，估值有望修复。

图表：三类上市物管公司的PE(ttm)走势分化明显



来源：wind，国金证券研究所 注：国企包括：华润万象生活、保利物业、中海物业、建发物业；民企且关联房企相对稳健的物管公司包括：碧桂园服务、金科服务、旭辉永升服务、滨江服务、新城悦服务；民企且关联房企处境较为困难的物管公司包括：恒大物业、融创服务、世茂服务、雅生活服务、正荣服务。

- 01 地产：利润率回归常态，寻找确定性机会
- 02 物业：高增长抗周期性強，独立性有待定价
- 03 投资建议**
- 04 风险提示



## 3.1 地产板块投资建议

- 在当前整体行业销售、投资较为低迷的背景下，**首推销售投资逆势增长、业绩确定性强，且重点布局城市能级高、产品服务能力强的房企**（能率先享受市场回暖红利），如绿城中国、建发国际集团、滨江集团；
- **稳健选择现金流稳健、杠杆率较低，且能受益于政策对房企项目收并购支持的头部国企央企**，如保利发展、招商蛇口；
- **高弹性选择优质民企**，当前民企估值较低，一旦市场销售企稳回暖，有望迎来估值修复，如新城控股、旭辉控股。

图表：覆盖地产公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值	PE			归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速		
			(亿元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000002.SZ	万科A	增持	2,183	9.7	9.4	8.7	225.2	231.8	250.1	-46%	3%	8%
600048.SH	保利发展	买入	2,169	7.9	7.1	6.1	273.9	307.1	355.8	-5%	12%	16%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,242	12.0	11.4	9.6	103.7	108.4	129.7	-15%	5%	20%
002244.SZ	滨江集团	买入	256	8.5	6.4	4.9	30.3	40.3	52.8	30%	33%	31%
3900.HK	绿城中国	买入	295	6.6	5.0	2.9	44.7	59.5	100.7	18%	33%	69%
1908.HK	建发国际集团	买入	225	6.4	4.9	3.1	35.2	45.7	71.8	57%	30%	57%
平均值			1,062	8.5	7.4	5.9	118.8	132.1	160.2	6%	19%	33%
中位值			768	8.2	6.7	5.5	74.2	84.0	115.2	6%	21%	25%

来源：wind，国金证券研究所

## 3.2 物业板块投资建议

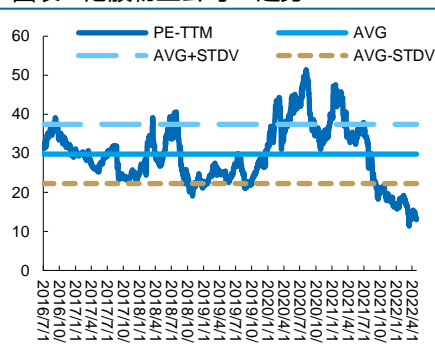
- 考虑到稳健性，当前国企物业公司仍具备配置价值。我们看好发布了股权激励计划的保利物业，以及在商管领域有深厚护城河的华润万象生活。长期效率为主，推荐民企物业。我们认为当前物业公司的独立性尚未被市场重视，我们认为未来独立运营能力将成为决定物业公司估值的关键，因为独立运营能力强的物业公司未来能在不依靠关联房企的情况下，仍保持较高的业绩增速。我们比较看好两类公司：第一，受益于物业行业整合加速，规模大幅提升，增值服务方面探索出成熟产品线后能快速起量的头部物管公司，推荐碧桂园服务。第二，基础物管密度高，口碑好，且在增值服务方面发展有方的物业公司。在民营房企完全度过本轮危机后，这类物业公司的估值修复弹性较大。推荐金科服务，建议关注旭辉永升服务、建业新生活。此外，后续随着疫情影响的减弱，商管类公司或迎来边际改善，建议关注宝龙商业。

图表：覆盖物业公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
			(亿元)	2020 A	2021 E	2022 E	2020 A	2021 E	2022 E	2020 A	2021 E	2022 E
9666.HK	金科服务	买入	143	13.5	9.1	6.1	10.6	15.6	23.3	71%	48%	49%
9983.HK	建业新生活	买入	43	7.0	5.0	3.9	6.2	8.7	11.3	45%	40%	30%
6098.HK	碧桂园服务	买入	961	23.8	15.7	11.1	40.3	61.3	87.0	50%	52%	42%
1209.HK	华润万象生活	买入	734	42.6	32.7	25.9	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
平均值			470	21.7	15.6	11.7	18.6	27.0	37.5	69%	42%	37%
中位值			438	18.7	12.4	8.6	13.9	19.0	25.9	61%	44%	36%

来源：wind，国金证券研究所

图表：港股物业公司PE走势



来源：wind，国金证券研究所

- 01 地产：利润率回归常态，寻找确定性机会
- 02 物业：高增长抗周期性强，独立性有待定价
- 03 投资建议
- 04 风险提示

- **调控宽松不及预期。**目前已有多个全国层面和地方层面宽松政策出台，若后期其他城市宽松政策不及预期，也会影响房地产市场恢复。
- **疫情延缓政策落地和市场恢复。**疫情尚未完全控制，或延缓宽松政策落地时间，同时将持续抑制购房需求，影响市场销售恢复。
- **地产销售恢复速度低于预期。**当前地产行业已经出台诸多宽松政策，但因全国各地疫情仍有反复，销售的复苏或低于预期，这会影响物业公司新房外拓的规模。
- **增值服务发展不顺。**增值服务的发展有其可行性，但也考验物业公司的品牌力和打通供应链的能力，若部分物业公司能力不足，或无法实现较好增长。

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的信息、意见等仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。此报告仅限于中国大陆使用。

# THANKS

2022/5/3



**国金证券**  
SINOLINK SECURITIES

[www.gjzq.com.cn](http://www.gjzq.com.cn)