

房地产行业点评报告

估值与业绩的双重修复，物业行业重回现金流逻辑

增持（维持）

2023年08月03日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

投资要点

- 物业行业重大边际变化，将迎估值与业绩的双重修复：**今年以来，由于房地产行业并未出现企稳的迹象，叠加不甚理想的2022年年报业绩，物业行业的走势并不理想。截止至今年8月2日，恒生港股通物业服务及管理指数（HSPSM）年初至今跌幅为-25.2%，仅有如滨江服务、中海物业、招商积余等个别公司年初至今获得正收益。个中原因我们在今年1月12日发布的报告《阴霾渐散曙光已现，聚焦内生回归本源》有过详细阐述。压制物业公司股价的三大核心因素为：1）对房地产行业风险的担忧带来对估值的压制；2）业绩上同时受到关联业务下滑和疫情在成本端的共同影响；3）部分公司前期收并购带来的商誉减值及无形资产摊销拖累业绩。在当下时点，上述几条中已有部分因素开始发生变化。
- 房地产政策预期扭转，有望助物业板块整体估值修复。**继7月24日政治局会议对房地产行业的表述出现重大变化后，住建部和央行也先后表态，适时优化调整政策，帮助房地产行业恢复平稳健康发展。我们认为，此次相关主管部门的一系列表态，已经在一定程度上扭转了市场对于房地产行业的悲观预期，进而缓解市场对物业行业过于悲观的预期。目前行业大部分公司2023年业绩对应的估值均已回落至15倍以下，处于历史较低水平。我们判断，房地产行业的预期扭转也有望为物业公司带来估值修复，但公司间的修复程度将出现明显分化。
- 疫情影响褪去，成本端压力有所缓解带来业绩的逐步恢复。**今年以来，疫情防控对物业公司的影响基本褪去，成本端的压力较去年同比有所缓解。我们认为，今年物业公司防疫相关成本的下降将对冲关联业务利润率的下滑，其整体利润率有望环比企稳，受前期收并购项目商誉减值及无形资产摊销影响较小的公司，其利润率有望环比获得修复。这一趋势将从今年中报业绩开始逐渐兑现，市场对物业公司利润率持续下滑的担心是过于悲观的。
- 行业重回现金流逻辑，业务模式仍具优势。**基础物业服务仍然是行业的压舱石业务，轻资产、良好的现金流是物业公司能够获得较高估值的核心原因。2022年起，行业地产关联业务收入占比有所下滑，基础物业服务业务的收入占比有所提升，由此会带来应收款的下降及经营性现金流的好转。此外，由于2022年12月的特殊情况，部分原2022年的经营性现金流入滞后到了2023年，因此物业公司今年中报的经营活动现金流将有望略好于往年同期。从中长期维度来看，行业估值将出现分化，而现金流情况较好的公司将获得更高的估值水平。
- 投资建议：**随着市场对于房地产行业的预期扭转叠加成本端压力的缓解，物业行业将面临估值与业绩双重修复的机会，央国企的业绩将获得更快的修复，而优质民企的估值则具备更强的弹性，**我们推荐：华润万象生活、保利物业、越秀服务、绿城服务、雅生活服务、新城悦服务，建议关注中海物业、滨江服务。**
- 风险提示：**大股东/关联方交付项目持续下降，地产销售复苏不及预期，社会总需求恢复缓慢。

行业走势



相关研究

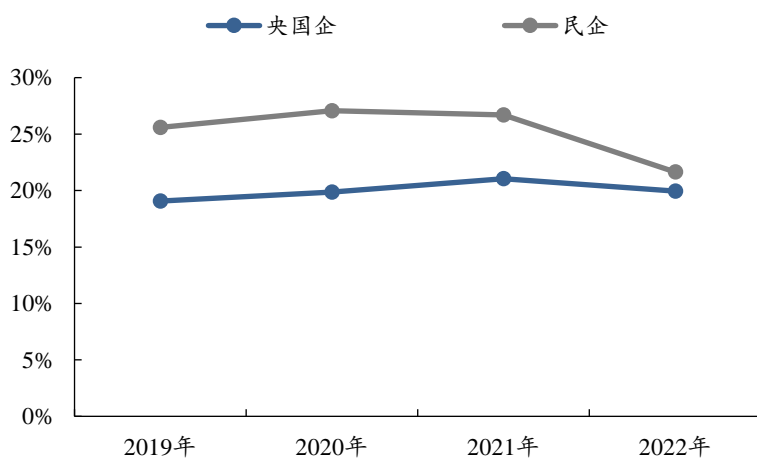
《中央积极表态房地产相关政策，把握地产及物业重大投资机会》

2023-07-31

《重视边际表述变化，调控政策有望迎优化》

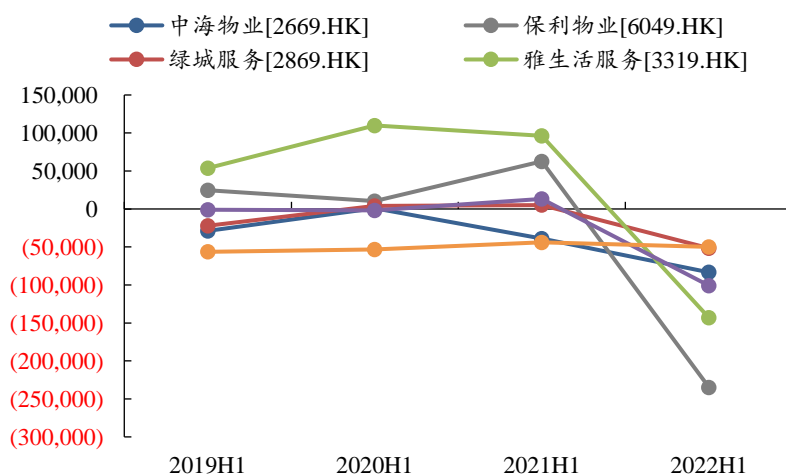
2023-07-25

图1：2019-2022年央企及民企毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：典型公司中报经营性现金流情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1: 主流物业公司估值情况

公司	在管面积 (亿平)	公司属性	PE(2023E)
碧桂园服务	8.69	非央国企	6.4
万物云	-	非央国企	14.6
保利物业	5.76	央国企	14.5
雅生活服务	5.46	非央国企	3.1
绿城服务	3.84	非央国企	16.1
华润万象生活	2.80	央国企	27.2
招商积余	3.11	央国企	22.1
中海物业	3.20	央国企	15.9
世茂服务	2.62	非央国企	8.7
融创服务	2.40	非央国企	9.5
新城悦	1.98	非央国企	6.8
建业新生活	0.26	非央国企	4.5
远洋服务	0.37	非央国企	2.6
滨江服务	0.12	非央国企	9.7
越秀服务	0.20	央国企	8.5
金茂服务	0.10	央国企	5.4
建发物业	0.19	央国企	13.9

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

注: 在管面积数据截止至 2022 年年报

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>