

公司研究

合管比高于行业水平，业绩增长确定性强

——建发物业（2156.HK）首次覆盖报告

要点

深耕福建省，背靠世界 500 强企业

建发物业（2156.HK）是建发集团旗下建发房地产集团有限公司的控股子公司。建发集团伴随厦门经济特区设立而成立，历经四十余年，发展成为资产总额超过 6500 亿元，年营业收入超过 7000 亿元的福建省大型实业投资企业集团，2021 年位列《财富》世界 500 强第 148 名，中国企业 500 强第 47 名，位居福建省企业集团 100 强首位。建发集团 2019-2021 年销售面积分别是 658/765/1181 万平方米，竣工面积分别是 361/574/734 万平方米，2021 年末待开发面积 2247 万平方米，为建发物业项目获取提供了坚实保障。

储备面积大幅增加，合管比高于行业水平，业绩增长确定性较强

公司 2021 年末在管面积约 3300 万平方米，合约面积约 7390 万平方米，合约面积/在管面积比例为 2.24（典型物业企业均值为 1.63），有超过 4000 万平方米的储备面积将在未来交付，公司未来业绩增长具有较强的确定性。2021 年公司得到关联方的强力支持，新增合约面积有明显突破，当年新增合约面积约 2660 万平方米，其中关联方获取约 1680 万平方米，较上年实现翻倍。

管理效率显著提升，盈利能力有所改善

2021 年营收 15.6 亿元，按板块拆分，物业管理服务收入占比 48.7%，非业主增值服务占比 34.9%。社区增值服务结构优化，形成六大业务条线，2021 年板块实现收入 2.5 亿元，同比+110.7%。公司管理效率显著提升，2017-2021 年，管理费用率从 17.46% 下降到 13.67%，销售费用率近两年稳定在 0.2% 左右。2021 年销售费用率+管理费用率接近 14%，对比同业仍有进一步改善空间；2017-2021 年公司整体毛利率在 25% 左右，营业利润率由 9.1% 小幅提升至 11.8%，归母净利润率从 6.9% 上升至 10.2%，有明显改善。

盈利预测、估值与评级：目标价 4.85 港元，首次覆盖给予“买入”评级

我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 22.1 亿元、28.8 亿元、35.4 亿元，营收增速分别为 42%、30%、23%；归母净利润分别为 2.3 亿元、3.3 亿元、4.3 亿元，2022-2024 三年 EPS 分别为 0.17 元、0.25 元、0.32 元。根据绝对估值法，我们认为公司合理价格约为 5.33 港元/股。根据相对估值法，我们认为公司合理价格约为 4.85 港元/股，综合绝对估值和相对估值，我们给予公司目标价 4.85 港元/股，对应 2022 年预测 PE 为 24 倍。鉴于公司背靠实力较强的国企集团，经营稳健，且集团对公司支持力度提升；公司自身合约储备面积丰富，业绩增长确定性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：业务开展不及预期风险、成本控制风险、新冠疫情反复风险、外拓不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,029	1,557	2,212	2,875	3,544
营业收入增长率	28.4%	51.3%	42.1%	30.0%	23.3%
归母净利润（百万元）	106	159	232	329	428
归母净利润增长率	55.6%	50.2%	45.5%	41.7%	30.2%
EPS（元）	0.08	0.12	0.17	0.25	0.32
ROE（归母，摊薄）	25.6%	15.5%	20.2%	25.0%	28.0%
P/E	40.2	26.8	18.4	13.0	10.0
P/B	10.3	4.1	3.7	3.2	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-28；汇率：1 港元=0.8591 元人民币

买入（首次）

当前价/目标价：3.72/4.85 港元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemiannan@ebsec.com

联系人：韦勇强

021-52523810

weiyongqiang@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	13.36
总市值(亿港元):	49.71
一年最低/最高(港元):	2.66/4.61
近 3 月换手率:	1.95%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20220525 三产就业人数近半，物管开启独立发展——光大证券房地产行业（物业服务）2022 年中期投资策略

图目录

图 1: 建发物业业务版图.....	3
图 2: 建发物业股权架构.....	3
图 3: 建发集团业务版图.....	4
图 4: 建发集团历年销售情况	4
图 5: 建发集团土地储备情况	4
图 6: 公司业务城市布局.....	5
图 7: 在管面积和在管项目个数.....	5
图 8: 2021 年末合约面积分布	5
图 9: 公司营收、归母净利润及同比增速	6
图 10: 公司毛利率、营业利润率和净利润率.....	6
图 11: 公司销售费用率和管理费用率.....	6
图 12: 公司应收、应付账款周转天数.....	6
图 13: 在管面积按照业态拆分	7
图 14: 收入按业态拆分	7
图 15: 公司历年新增合约面积与合管比.....	7
图 16: 2021 年典型物业企业合约/在管面积	7
图 17: 公司三大板块营业收入	8
图 18: 社区增值服务收入拆分	8

表目录

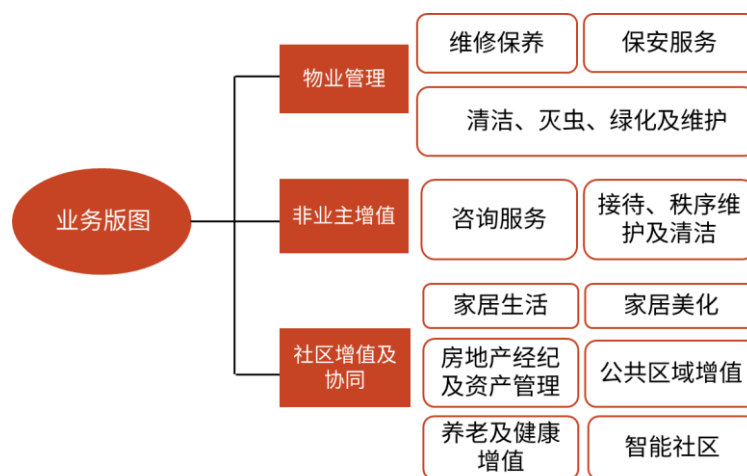
表 1: 建发物业 (2156.HK) 营业收入、毛利及毛利率预测表 (2022E-2024E)	10
表 2: 绝对估值核心假设表.....	12
表 3: 现金流折现及估值表.....	12
表 4: 敏感性分析表.....	12
表 5: 可比公司估值比较.....	13
财务报表与盈利预测	16

1、深耕福建省，背靠世界 500 强企业

建发物业 (2156.HK) 是建发房地产集团有限公司 (简称“建发房产”) 的控股子公司, 历史可追溯至 1995 年, 发展初期主要在福建省提供服务, 2007 年前后公司业务扩展到其他省份。2020 年 12 月 31 日公司以介绍方式在港交所上市。

公司业务包括物业管理服务、非业主增值服务和社区增值及协同服务三大板块。2021 年公司收入约 15.6 亿元, 毛利率 25.0%, 归母净利润率 10.2%。其中物业管理服务收入 7.6 亿元, 占总收入约 49%, 仍为公司最大收入来源。2021 年管理总建筑面积约 3300 万平方米, 合约面积约 7390 万平方米, 合管比达 2.24。

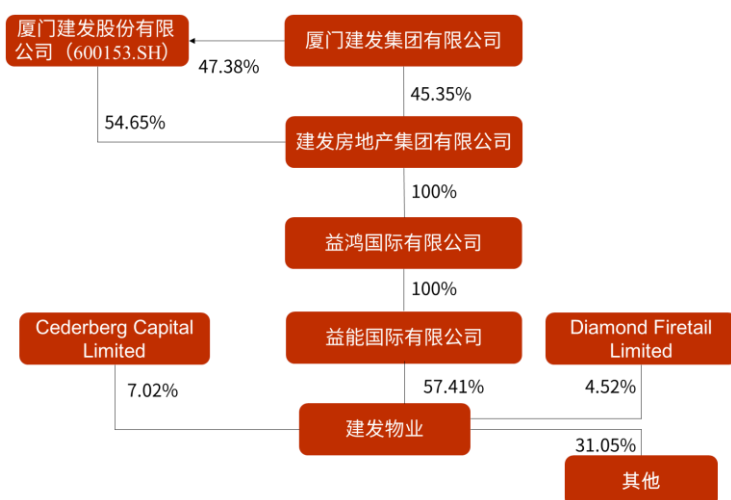
图 1: 建发物业业务版图



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所绘制

截至 2021 年末, 建发房产间接持有建发物业 57.41% 股权, 建发房产背靠厦门建发集团有限公司 (厦门市国资委监管下的国有集团, 下称建发集团); Diamond Firetail Limited (管理层全权拥有的信托持有的附属公司) 持有建发物业 4.52% 股权, Cederberg Capital Limited (塞德堡资本) 持有建发物业 7.02% 股权。

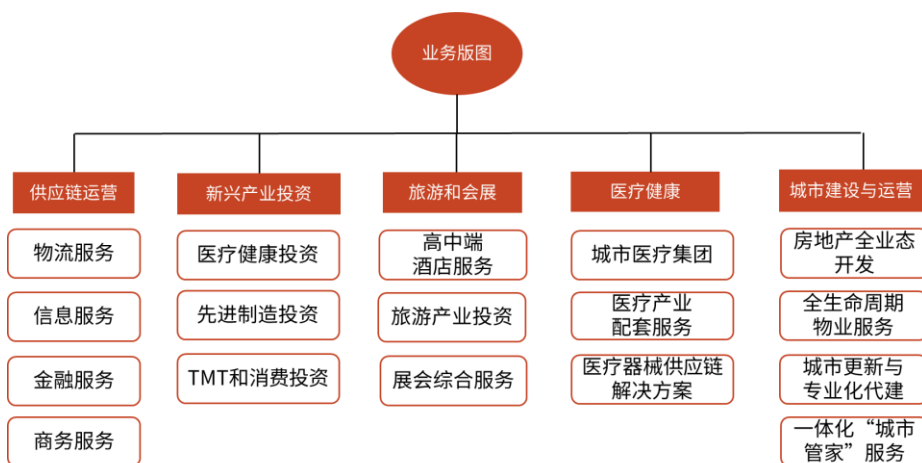
图 2: 建发物业股权架构



资料来源: 同花顺, 公司 2021 年报, 光大证券研究所绘制; 截至 2021 年 12 月 31 日

建发集团实力强劲。建发集团伴随厦门经济特区的设立，成立于1980年，代表厦门市参加所有对外招商引资谈判和签约活动。历经四十余年，建发集团已发展成为资产总额超过6500亿元，年营业收入超过7000亿元的福建省大型实业投资企业集团，业务涵盖供应链运营、城市建设与运营、旅游和会展、医疗健康及新兴产业投资。2021年建发集团位列《财富》世界500强第148名，中国企业500强第47名，位居福建省企业集团100强首位。

图3：建发集团业务版图

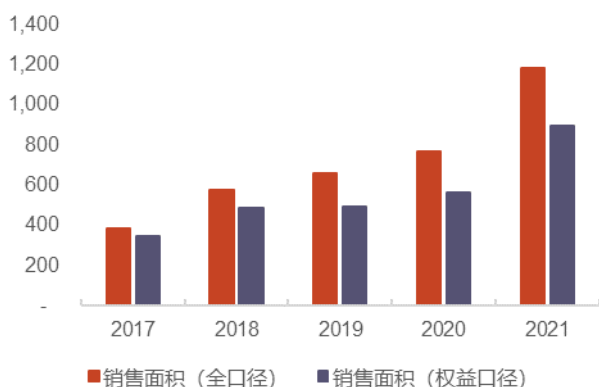


资料来源：建发集团官网，光大证券研究所绘制

建发房产、建发国际和联发集团是建发集团旗下的房地产开发相关业务公司，2021年建发集团合计全口径销售面积达1181万平方米，权益口径销售面积896万平方米，竣工面积734万平方米，待开发面积2247万平方米，为建发物业项目获取提供了坚实保障。

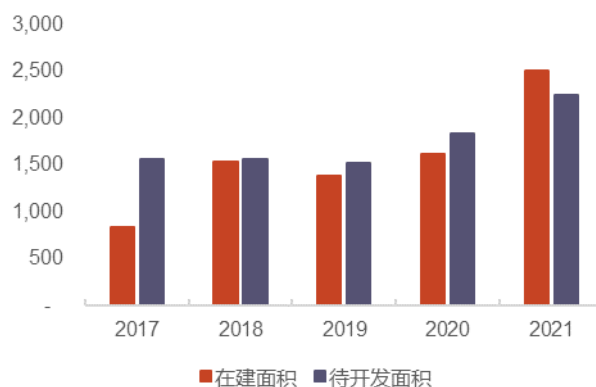
2022年1-6月，建发房产全口径销售金额620亿元，排名克而瑞中国房地产企业销售榜单第16位。

图4：建发集团历年销售情况



资料来源：建发股份历年年报，光大证券研究所；单位：万平方米

图5：建发集团土地储备情况



资料来源：建发股份年报，光大证券研究所；单位：万平方米
 注：1、公司报表列示土地储备面积为待开发面积，包含有已开发未出售的面积
 2、在建面积与待开发面积均为权益口径
 3、我们按照待开发面积+在建面积定义土地储备面积

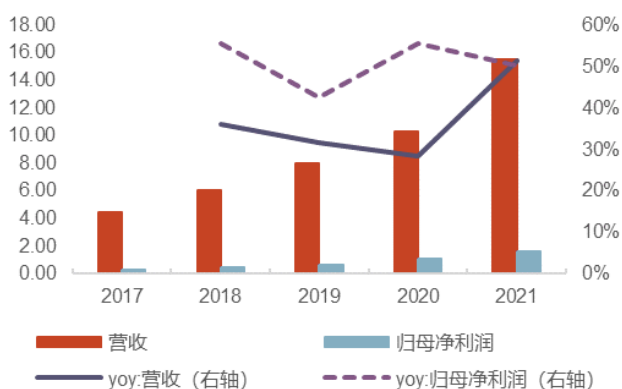
2、管理效率提升，盈利能力有所改善

盈利能力有所改善。2017年-2021年，公司盈利能力表现平稳，整体毛利率在25%左右略有起伏，营业利润率由9.1%小幅提升至11.8%，归母净利润率从6.9%上升至10.2%，有明显改善。

在管理能力方面，公司管理效率显著提升，2017-2021年，管理费用率从17.46%下降到13.67%，销售费用率近两年稳定在0.2%左右。2021年销售费用率+管理费用率接近14%，对比同业（保利物业9.4%，绿城服务10.0%，远洋服务10.4%）仍有进一步改善空间。

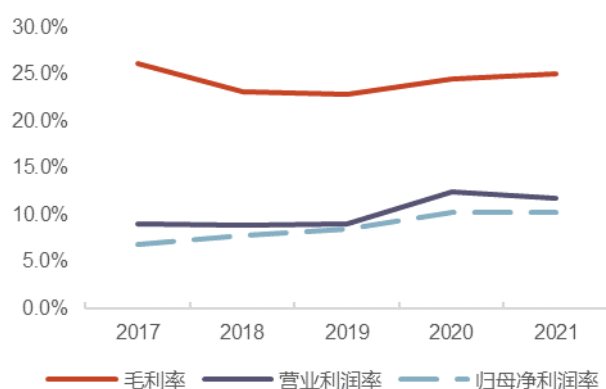
应收和应付账款方面，2021年末公司应收账款占收入比重12.9%，近四年平均应收账款周转天数为42天，对比同为国企物管公司的保利物业、中海物业、招商积余、华润万象生活和远洋服务，应收账款周转天数均处于较低水平（40-50天）；公司近四年平均应付账款周转天数则为204天。

图 9：公司营收、归母净利润及同比增速



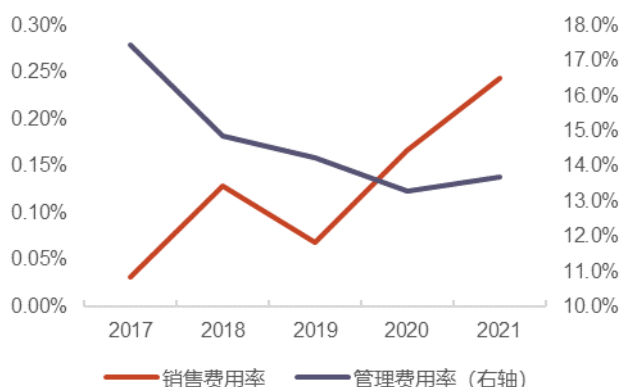
资料来源：wind，光大证券研究所；单位：亿元

图 10：公司毛利率、营业利润率和净利润率



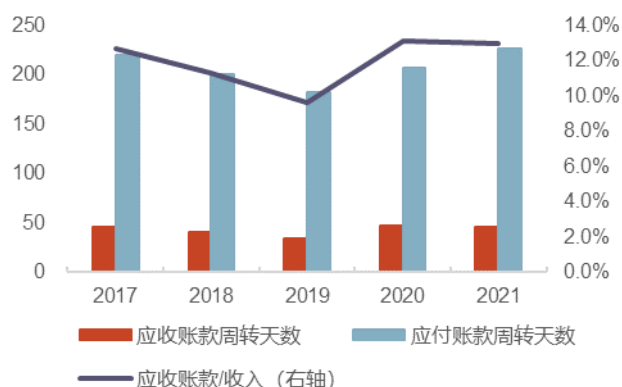
资料来源：wind，光大证券研究所

图 11：公司销售费用率和管理费用率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 12：公司应收、应付账款周转天数



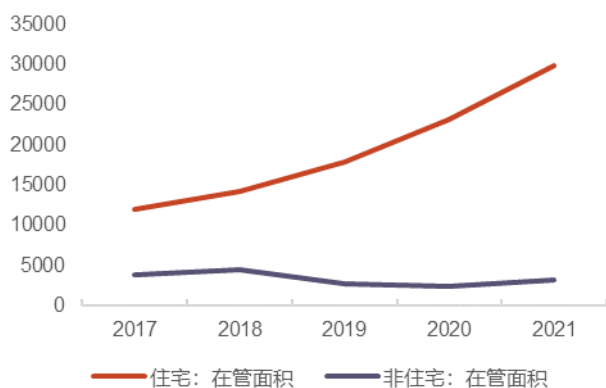
资料来源：wind，光大证券研究所

3、住宅物业占据主导，储备面积大幅增加

住宅物业占主导地位。2017-2021年在管面积上，公司住宅物业在管面积由2017年的1198万平方米上升至2021年的2981万平方米，而非住宅物业在管面积则保持稳定，近年来有小幅下降，公司尚未在非住宅物业管理方面发力拓展。

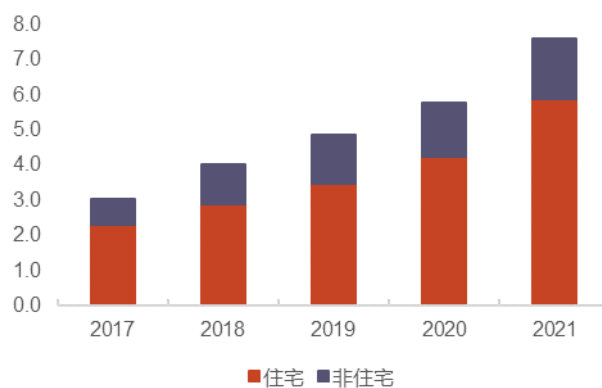
收入上看，2017-2021年，公司住宅物业管理服务的营业收入从2.29亿元上升至4.25亿元，非住宅则从7360万元上升至1.72亿元。收入占比上，2021年住宅物业管理服务收入占物业管理收入的77%，为主要收入来源。

图 13：在管面积按照业态拆分



资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所；单位：千平方米

图 14：收入按业态拆分

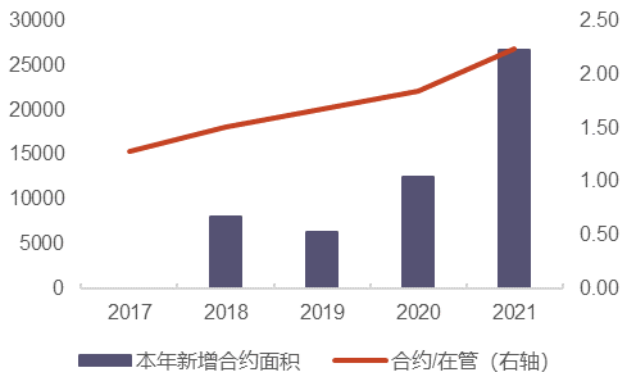


资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所；单位：亿元

储备面积丰富，关联方支持力度增强。2021年，公司得到关联方的强力支持，新增合约面积有明显突破。当年新增合约面积约2660万平方米，其中关联方获取约1680万平方米，较上年实现翻倍。

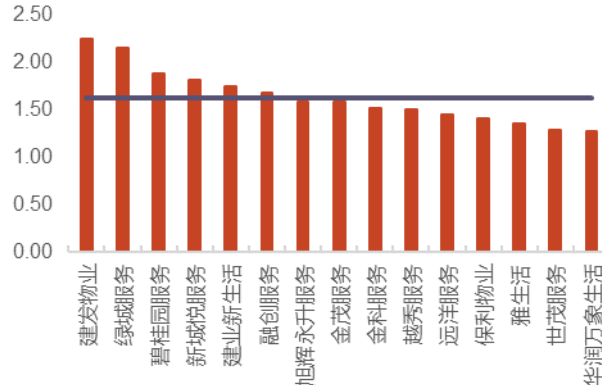
2021年公司合管比上升至2.24，为典型物业企业中的最高水平，典型物业企业均值是1.63。截至2021年末，公司有超过4000万平方米的面积待交付，项目储备丰厚，在管面积增长动力明显，公司未来业绩增长具有较强的确定性。

图 15：公司历年新增合约面积与合管比



资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所；单位：千平方米
注：2017 年的新增合约面积公司未披露

图 16：2021 年典型物业企业合约/在管面积

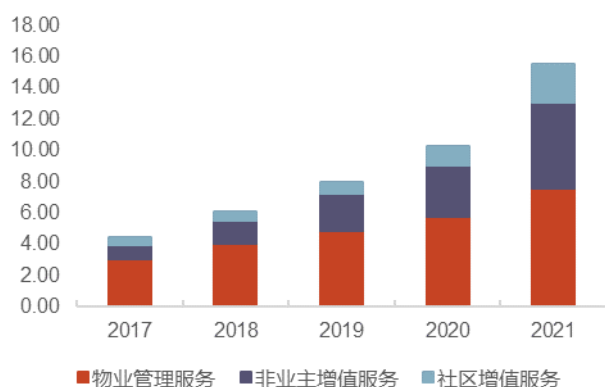


资料来源：各公司 2021 年报，光大证券研究所；折线为所列企业合管比均值

按板块拆分来看,公司三大业务中,物业管理服务是主要收入来源,2021年实现营业收入7.6亿元,收入占比48.7%;2021年由于合作地产开发商开发的物业项目个数增加,导致对非业主增值服务需求的增加,2021年非业主增值服务收入5.4亿元,收入占比34.9%。社区增值服务结构优化,形成六大业务条线,2021年板块实现收入2.5亿元,同比+110.7%。

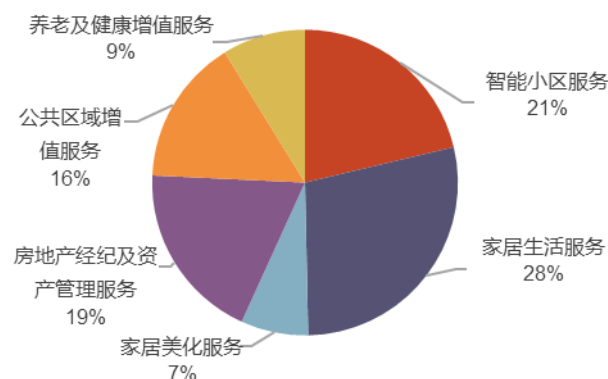
社区增值服务体系完善,养老及健康增值服务快速发展。社区增值六大业务分别是智能小区服务、家居生活服务、家居美化服务、房地产经纪及资产管理服务、公共区域增值服务和养老及健康增值服务;其中家居生活和智能小区服务收入贡献较大,2021年营收占板块收入比重分别是28%和21%。建发物业通过附属公司厦门市佰睿健康产业有限公司开展养老服务,提供膳食、卫生、协助日常生活、健康管理、社交娱乐活动等社区养老服务。公司养老服务发展较快,收入从2020年的358万元增长到2021年的2233万元,公司在社区养老服务布局较早,具备一定的行业竞争力,预计业务成型并推广后,社区养老服务有望贡献更多收入。

图 17: 公司三大板块营业收入



资料来源:公司招股说明书,2021年报,光大证券研究所;单位:亿元

图 18: 社区增值服务收入拆分



资料来源:公司2021年报,光大证券研究所

4、盈利预测

营收预测：我们的预测基于以下关键假设：

- 1) 关联方持续稳定交付物业管理项目，公司自身外拓能力提升，基础物业管理费基本保持稳定，在管面积 2021-2025 年年均复合增速为 26%。
- 2) 新冠疫情得到有效控制，社区增值服务各项业务可以稳定开展，社区增值服务渗透率有效提升。

物业管理服务：2021 年该板块收入为 7.6 亿元，对应约 3300 万方在管面积，且在管面积中住宅类占比较高（约 90%），住宅单位面积物业费较为稳定，因此该板块营业收入与在管面积高度关联。

截至 2021 年末，公司有超 4000 万方面积待交付，项目储备丰富；建发集团近三年销售面积分别是 658/765/1181 万方，竣工面积分别是 361/574/734 万方，呈现稳定上升趋势，且集团土地储备有保障，我们预计建发集团在项目融资、土地获取、项目开工竣工及销售环节进展顺利，随着集团销售和竣工面积的持续增长，建发物业来自关联方的交付面积也逐年增加；第三方外拓方面，公司背靠福建第一国企，深耕福建二十余年，全国化发展十余年，稳扎稳打，具有较好的品牌力；上市后加大拓展力度，我们预计公司第三方在管面积也逐年小幅增加。预计公司总在管面积 2021-2025 年年均复合增速为 26%（不考虑收并购），据此我们预计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 35%、25%、22%。

非业主增值服务：公司非业主增值服务主要为楼盘销售中心提供接待、秩序维护及清洁服务，考虑(i)营业收入基数较高，2021 年该板块收入 5.4 亿元，同比增长 65%，占总收入比重 35%；(ii)2022 年地产开发景气度下行，房地产销售遇冷，开发商对楼盘销售中心相关服务需求的减少。我们预计房地产销售短期不会出现高速增长趋势，非业主增值服务板块收入同比增速将出现下滑。我们预计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 25%、15%、8%。

社区增值服务：社区增值服务根据业主需求，板块已经形成六大业务条线，前期投入基本完成，近年来板块营收提速（2018-2021 年营收同比分别为 8%、42%、50%、111%），2021 年板块营收 2.5 亿元。截至 2021 年末，公司合同负债 7.9 亿元，其中约 6 亿元来自社区增值服务中的房屋硬装款项，后续提供服务确认收入，社区增值服务仍有较大的增长动力。考虑到社区增值服务六大条线契合业主需求，伴随在管规模扩张，社区增值服务覆盖业主户数增多，公司加大对该板块的战略重视，打造服务品质不断提升社区增值服务渗透率，预计该板块增速高于总营收增速。我们预计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 100%、60%、40%。

毛利和毛利率预测：公司各项业务毛利率基本稳定，近年来毛利率的提升主要源于收入结构的变化，即毛利率较高的社区增值服务收入占比逐渐提升，我们预计社区增值服务收入增速高于其他业务，未来三年公司整体毛利率仍有提升空间。按照业务的拆分来看：

物业管理服务：2017-2019 年，该板块毛利率分别为 25.9%、22.7%、24.5%（2020、2021 年末披露板块毛利率）。建发物业延续“深耕福建，孵化华中、华东，培育华南、河南”的市场拓展战略，做实做厚优势区域在管项目密度，多渠道扩大业务规模，鉴于当前第三方外拓市场竞争日益激烈，物业公司通过加大投入提升服务品质，提升项目中标率。我们预计该板块毛利率将有小幅回落，预计该板块 2022-2024 年毛利率分别为 24.0%、23.5%、23.0%。

非业主增值服务：2017-2019 年，该板块毛利率分别为 12.1%、14.8%、12.0%（2020、2021 年未披露板块毛利率）。建发物业 2021 年年报披露，公司非业主增值服务费用由双方公平磋商后，根据「成本（实际发生成本（如材料成本及劳工成本）计算）+间接管理费（按不含税收入 x 10%-15%计算）+税金」计算而厘定，因此该板块毛利率基本维持在 10%-15%水平，我们预计该板块 2022-2024 年毛利率维持在 14%。

社区增值服务：2017-2019 年，该板块毛利率分别为 52.9%、48.8%、44.7%（2020、2021 年未披露板块毛利率）。社区增值服务已经形成成熟的业务条线，且毛利率多年维持在 45%左右水平，业务结构稳定，我们预计该板块 2022-2024 年毛利率均为 45%。

综上，我们预测公司 2022-2024 营业收入为 22.1 亿元、28.8 亿元、35.4 亿元，营收增速分别为 42%、30%、23%，三年的毛利分别为 5.7 亿元、7.8 亿元、9.9 亿元，毛利率分别为 25.8%、27.0%、27.9%。

表 1：建发物业 (2156.HK) 营业收入、毛利及毛利率预测表 (2022E-2024E)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,029	1,557	2,212	2,875	3,544
1) 物业管理服务	578	759	1,024	1,280	1,562
2) 非业主增值服务	330	544	680	782	845
3) 社区增值服务	121	254	508	813	1,138
营收增速	28.4%	51.3%	42.11%	29.96%	23.28%
1) 物业管理服务	18.9%	31.1%	35.00%	25.00%	22.00%
2) 非业主增值服务	40.4%	65.1%	25.00%	15.00%	8.00%
3) 社区增值服务	50.2%	110.7%	100.00%	60.00%	40.00%
毛利 (百万元)	252	389	570	776	989
1) 物业管理服务			246	301	359
2) 非业主增值服务			95	109	118
3) 社区增值服务			229	366	512
毛利率	24.48%	25.01%	25.75%	26.99%	27.92%
1) 物业管理服务			24.00%	23.50%	23.00%
2) 非业主增值服务			14.00%	14.00%	14.00%
3) 社区增值服务			45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：WIND，光大证券研究所预测；2020、2021 年分项毛利未披露

期间费用预测：

销售费用和管理费用：2021 年公司销售费用率 0.2%，管理费用率 13.7%，销售费用率+管理费用率接近 14%，对比同行业（保利物业 9.4%，绿城服务 10.0%，远洋服务 10.4%）仍有改善空间，公司聚焦重点城市重点区域布局，随着在管项目区域密度的提升，我们预计后续公司逐渐发挥规模优势，并通过智能化管理提升效率，有望将管理费用率优化至 13%。

我们预计公司 2022-2024 年销售费用率维持在 0.2%水平，对应的销售费用分别为 540 万元、701 万元、864 万元；预计公司 2022-2024 年管理费用率分别为 13.0%、12.8%、12.8%，对应的管理费用分别为 2.9 亿元、3.7 亿元、4.5 亿元。

财务费用净额：公司没有长短债和借款，2021 年自由现金流 8.6 亿元，公司有足够的自由资金投入运营活动中，我们认为公司短期内并无发债和借款需求。我们计算公司 2021 年租赁负债利息率为 4.3%，预计 2022-2024 年租赁负债利

息率维持在 4.3%水平，预计 2022-2024 年财务费用分别为 67 万元、81 万元、93 万元；财务收入端，银行存款利息率稳定，预计 2022-2024 年财务收入分别为 2609 万元、3001 万元、3391 万元。我们预计 2022-2024 年财务费用净额为 0.25 亿元、0.29 亿元、0.33 亿元。

盈利预测：我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.3 亿元、3.3 亿元、4.3 亿元，归母净利润率分别为 10.5%、11.4%、12.1%，2022-2024 年 EPS 分别为 0.17 元、0.25 元、0.32 元。

5、估值水平

5.1、绝对估值

长期增长率：由于物业服务行业的服务消费属性，长期来看物业费涨幅有望与CPI涨幅同步，故假设长期增长率为2%；

无风险率 Rf：选取十年期国债收益率，约为2.5%；

Rm-Rf：Rm 选取10年恒生指数平均收益率约为10%，Rm-Rf 约为7.5%；

β ：采取恒生指数-地产-物业服务及管理的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；

税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为25%。

根据FCFF绝对估值的结果，建发物业的合理股价为5.33港元。

表 2：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.50%
Rm-Rf	7.50%
β (levered)	1.5
Ke(levered)	13.75%
税率	25.00%
Kd	5.00%
Ve (亿港元)	49.71
Vd	0.00
目标资本结构	25.00%
WACC	11.6%

资料来源：光大证券研究所预测，汇率按1港元兑换0.8591元人民币计算

表 3：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2,353	38.21%
第二阶段	2,146	34.83%
第三阶段 (终值)	1,661	26.96%
企业价值 AEV	6,159	100.00%
加：非经营性净资产价值		0.00%
减：少数股东权益 (市值)	44	-0.72%
减：债务价值	-	0.00%
总股本价值	6,115	99.28%
股本 (百万股)	1,336	
每股价值 (元)	4.58	
每股价值 (港元)	5.33	
PE (2022E)	26.38	

资料来源：光大证券研究所预测，汇率按1港元兑换0.8591元人民币计算

表 4：敏感性分析表

WACC	长期增长率				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
10.6%	5.65	5.75	5.85	5.97	6.11
11.1%	5.40	5.48	5.58	5.68	5.79
11.6%	5.18	5.25	5.33	5.41	5.51
12.1%	4.97	5.03	5.10	5.18	5.26
12.6%	4.78	4.84	4.90	4.96	5.03

资料来源：光大证券研究所预测，单位：港元

5.2、相对估值

鉴于公司背靠实力强劲的国企集团，地产开发关联方经营稳健，销售和竣工面积稳中有升，给建发物业带来较好的品牌力和稳定的项目来源，我们选取类似资质的保利物业（6049.HK）、中海物业（2669.HK）、招商积余（001914.SZ）作为可比公司。

保利物业：背靠央企保利集团下属的保利发展，经营稳健，集团品牌力卓越。2021年营业收入同比+34%，归母净利润同比+26%，根据 Wind 一致预测平均值 2021-2024 年 EPS 复合增速约为 27.6%。

中海物业：央企中国建筑下属中国海外发展的关联公司，是一家综合性物业管理服务提供商，经营业绩稳步提升，资源禀赋深厚，品牌实力强大。2021 年营业收入同比+44%，归母净利润同比+41%，根据 Wind 一致预测平均值 2021-2024 年 EPS 复合增速约为 31.8%。

招商积余：央企招商局集团旗下从事物业资产管理与服务的主平台企业，控股股东为招商蛇口，公司积极构建“沃土云林”商业模式，为客户提供全业态、全价值链、全场景的综合解决方案，业务高度市场化，具有良好的品牌知名度和美誉度。2021 年公司营业收入同比+22%，归母净利润同比+17%，根据 Wind 一致预测平均值 2021-2024 年 EPS 复合增速约为 27.5%。

建发物业 2021 年归母净利润同比+50%，2021-2024 年预测 EPS 复合增速为 39%，高于可比公司均值（29%），建发物业 2022 年的 PE 估值水平应该高于可比公司 2022 年平均 PE 估值（约为 22 倍），考虑建发物业资源禀赋优质，当前物管行业整体处于低估值状态，建发物业当前规模较小，但是合约储备面积充足，具有确定性的面积以及业绩增长趋势，我们综合考虑，给予公司 2022 年 24 倍 PE 估值，略高于可比公司均值，对应股价为 4.85 港元/股。

表 5：可比公司估值比较

公司名称	公司代码	收盘价 2022/7/28	EPS(元/港元)				P/E(x)				2021-2024 市值: 亿元/ CAGR 亿港元	
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
保利物业	6049.HK	46.70	1.53	1.96	2.50	3.18	26.2	20.5	16.0	12.6	27.6%	258
中海物业	2669.HK	8.30	0.3	0.40	0.52	0.69	27.7	21.0	15.9	12.1	31.8%	273
招商积余	001914.SZ	16.64	0.48	0.65	0.82	1.00	34.4	25.6	20.2	16.6	27.5%	176
平均值							29.4	22.4	17.4	13.8	29.0%	246
建发物业	2156.HK	3.72	0.12	0.17	0.25	0.32	26.8	18.4	13.0	10.0	39.0%	50

资料来源：Wind，可比公司 2022-2024 年 EPS 来自 Wind 一致预测平均值，建发物业 2022-2024 年 EPS 来自光大证券研究所预测，中海物业 EPS 为港元，招商积余收盘价及市值以人民币计；收盘价为 2022 年 7 月 28 日，汇率按 1 港元兑换 0.8591 元人民币

5.3、估值结论与投资评级

我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 22.1 亿元、28.8 亿元、35.4 亿元，营收增速分别为 42%、30%、23%；归母净利润分别为 2.3 亿元、3.3 亿元、4.3 亿元，2022-2024 三年 EPS 分别为 0.17 元、0.25 元、0.32 元。

根据绝对估值法，我们认为公司合理价格约为 5.33 港元/股。根据相对估值法，我们认为公司合理价格约为 4.85 港元/股，综合绝对估值和相对估值，根据审慎性原则，我们给予公司目标价 4.85 港元/股，对应 2022 年预测 EPS 的 PE 估值为 24 倍。

鉴于公司背靠实力较强的国企集团，经营稳健，且集团对公司支持力度提升；公司自身合约储备面积丰富，各项业务均已形成成熟业务条线，业绩增长确定性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险分析

业务开展不及预期风险：由于市场竞争、客户需求及市场趋势变动，公司社区增值及非业主增值服务未必会按计划增长，前期投入的相关成本可能无法收回。

成本控制的风险：物业管理业务属于劳动密集型行业，若最低工资增加，雇员人数增加，以及其他因素的发生，成本会相应增加。此外对成本控制措施的实施也需要一段时间生效。

新冠疫情反复风险：公司社区增值服务有多条业务线，若新冠疫情反复，公司的家居生活等社区增值业务可能受到影响。

外拓不及预期风险：公司深耕福建省，在福建地区拓展能力较强，福建周边地区及长三角地区拓展可能不及预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,029	1,557	2,212	2,875	3,544
营业成本	-777	-1,167	-1,643	-2,099	-2,555
毛利	252	389	570	776	989
其他收入-经营	-2	11	-5	-7	-9
销售费用	-2	-4	-5	-7	-9
行政费用及其他营业费用	-137	-213	-287	-367	-453
应收账款减值损失	0	0	-4	-4	-2
折旧及摊销	-10	-15	-24	-32	-41
EBITDA	138	198	311	445	584
营业利润 EBIT	128	184	287	413	543
财务收入/(费用)净额	16	22	25	29	33
税前利润 EBT	144	205	312	442	576
所得税	-37	-44	-78	-111	-144
净利润 (含少数股东权益)	107	161	234	332	432
净利润 (不含少数股东权益)	106	159	232	329	428
总股本(百万股)	1,177	1,336	1,336	1,336	1,336
EPS(元, 人民币)	0.08	0.12	0.17	0.25	0.32
资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	1,044	2,511	3,018	3,522	3,989
货币资金	886	2,261	2,669	3,069	3,468
应收款项及其他应收款项	135	201	286	372	415
存货	2	12	20	31	50
受限制银行存款-流动资产	20	36	43	50	56
非流动资产合计	53	101	166	209	251
固定资产-物业,厂房及设备	27	31	44	54	61
于联营公司之权益	-	2	2	2	2
有使用权资产-非流动资产	21	21	56	73	89
递延税项资产-非流动资产	4	7	10	13	16
无形资产	-	10	17	26	35
商誉	1	31	37	43	48
资产总计	1,097	2,613	3,184	3,732	4,240
流动负债合计	668	1,566	2,016	2,395	2,684
应付账款及其他应付款项	447	733	1,031	1,318	1,461
应付关联方款项——流动负债	5	2	2	2	2
合同负债-流动负债	178	787	907	968	1,083
租赁-流动负债	5	6	9	11	14
应交所得税-流动负债	33	38	67	95	124
非流动负债合计	14	15	19	23	26
租赁-非流动负债	9	8	9	9	9
递延税项负债-非流动	5	7	10	14	17
负债总计	682	1,581	2,035	2,417	2,710
股本	10	11	11	11	11
储备	394	1,000	1,115	1,278	1,490
股东权益合计(不含少数股东权益)	404	1,011	1,126	1,289	1,501
少数股东权益	11	20	22	25	29
股东权益合计(含少数股东权益)	415	1,031	1,148	1,314	1,530
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	287	887	557	586	635
投资活动现金流	1,497	(3)	(33)	(20)	(20)
融资活动现金流	(954)	492	(117)	(166)	(216)
净现金流	829	1,375	407	400	399

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 注: EPS 按最新股本测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE