

房地产 | 公司研究

2024年3月27日

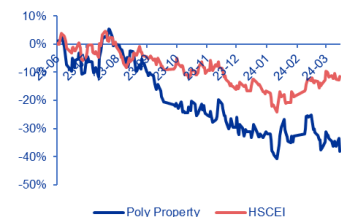
买入

维持

市场数据：2024年3月26日

收盘价(港币)	24.90
恒生中国企业指数	5,825
52周最高/最低价(港币)	49.30/23.90
H股市值(亿港元)	138
流通H股(百万股)	153
汇率(人民币/港币)	1.10

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
邓力 A0230523050001
dengli@swsresearch.com

联系人

邓力
(8621)23297818×转
dengli@swsresearch.com

业绩稳步增长，分红率大幅提升

保利物业 (06049.HK)

23年归母净利润同比+24%、符合市场预期，毛利率改善，分红率大幅提升。2023年，公司实现营收150.6亿元，同比+10.0%；毛利润29.5亿元，同比+14.7%；归母净利润13.8亿元，同比+24.0%，符合市场预期；基本每股收益2.5元，同比+24.4%；毛利率和归母净利率为19.6%和9.3%，同比分别+0.8pct和+1.0pct；行政开支12.3亿元，同比+1.6%；行政开支占比收入8.1%，同比-0.7pct。ROE为16.9%，同比+1.5pct。此外，公司拟每股派息0.998元，同比+98.4%，对应分红比例40%，同比+15pct。

23年在管面积同比+25%，新签第三方合同额同比+61%，物管费单价稳步提升。2023年，公司在管面积达7.2亿平，同比+24.9%；合同面积达9.2亿平，同比+19.5%；合同/在管覆盖率达1.3倍，后续规模增长有较强保障。2023年末，在管面积中：1)住宅、公服、商写分别占40%、56%、4%，非居业态占比合计达60%；2)保利方、第三方分别占比35%、65%；合同面积中，保利方、第三方分别占比37%、63%，第三方占比较22年末提升3pct。2023年，公司新拓展单年合同金额29.7亿元，同比+7.4%，新签约第三方单年合同金额27.7亿元，同比+61%；其中，公服类项目单年合同金额15.1亿元，同比+36.7%，商写项目单年合同金额8.8亿元，同比+109.9%。2023年，公司住宅平均物业费为2.31元/平*月，同比+0.03元/平*月，其中，保利方、第三方平均物业费分别为2.41、1.82元/平*月，分别同比+0.03、+0.02元/平*月，住宅平均物管费单价稳步提升。

物业管理服务收入稳步增长，增值服务毛利率持续提升。2023年，公司物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务分别实现营收101.5、20.9、28.2亿元，分别同比+20.5%、-4.6%、-8.1%，分别占比67.4%、13.9%、18.7%，毛利率分别为14.6%、18.7%、38.4%，分别同比+0.4、+0.4、+6.4pct。物业管理服务中，住宅、公服、商写分别占比58%、26%、16%，非居业态收入占比达42%，同比提升2.0pct。非业主增值服务中，案场协销服务、写字楼租赁、其他非业主增值服务(咨询、交付和资产运营等)分别同比-8.2%、-4.7%、+4.0%，分别占比54.8%、18.5%、26.7%；社区增值服务中，社区资产经营服务、社区生活服务及其他收入分别同比+6.8%、-13.9%，分别占比32.8%、67.2%。公司物管业务收入稳步增长，社区增值服务毛利率持续提升。

投资分析意见：业绩稳步增长，分红率大幅提升，维持“买入”评级。保利物业背靠保利地产，规模增速确定性较强，并战略布局非住宅物业管理业态。21年11月，公司发布股权激励，建立了中长期激励体系，聚焦长期高质量发展。截至2023年末，公司管理面积达7.2亿平方米，合同面积达9.2亿平方米。公司在学校、公共、产业园、城镇景区等业态领域积极扩张，央企背景资源有望帮助公司持续拓展非住宅项目。考虑到行业下行，我们下调公司2024-25年每股收益预测至2.90、3.33元(原3.18、3.95元)，并引入2026年每股收益预测3.69元，现价对应24年PE仅7.8倍(可比公司24年PE均值11.1X)，维持“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期，激励计划进展不及预期，人工成本上升致利润率下行。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,687	15,062	16,828	18,837	21,121
同比增长率(%)	26.9	10.0	11.7	11.9	12.1
净利润(百万元)	1,113	1,380	1,603	1,843	2,043
同比增长率(%)	31.6	24.0	16.1	15.0	10.9
每股收益(元)	2.01	2.49	2.90	3.33	3.69
净资产收益率(%)	14.5	15.8	16.6	17.1	17.0
市盈率(倍)	11.2	9.1	7.8	6.8	6.1
市净率(倍)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

表 1：主流可比 AH 物业公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价			EPS			市盈率			市净率 PB			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		
		3月26日	2022A	2023A/E	2024E	2022A	2023A/E	2024E	2022A	2023A/E	2024E	2022A	2023A/E	2024E	2022A	2023A/E	2024E		
001914.SZ	招商积余	10.48	0.56	0.69	0.84	18.7	15.2	12.5	1.1	5.9	7.4	8.9	15.0%	24.7%	20.8%				
002968.SZ	新大正	10.04	0.82	0.71	0.92	12.2	14.1	10.9	2.0	1.9	1.6	2.1	12.0%	-14.0%	30.6%				
02869.HK	绿城服务	2.39	0.17	0.22	0.26	14.0	10.8	9.2	1.0	5.5	7.0	8.5	-35.3%	27.9%	21.1%				
01209.HK	华润万象生活	21.41	0.97	1.28	1.58	22.1	16.7	13.5	3.1	22.1	29.3	36.0	27.9%	32.8%	22.9%				
02602.HK	万物云	17.58	1.28	1.66	1.91	13.7	10.6	9.2	1.2	15.1	19.6	22.6	-9.5%	29.5%	15.4%				
	可比公司平均值		0.76	0.91	1.10	16.2	13.5	11.1	1.7	10.1	13.0	15.6	2.0%	20.2%	22.2%				
06049.HK	保利物业	22.59	2.01	2.49	2.90	11.2	9.1	7.8	1.4	11.1	13.8	16.0	31.6%	24.0%	16.2%				

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，招商积余为 wind 一致预期，其余盈利预测为申万宏源房地产团队预测，取 2024/3/26 收盘价，汇率为 0.91）

附录 – 财务报表

附表 1：资产负债表

资产负债表					
单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,956	11,011	12,754	14,253	15,963
应收账款及票据	3,136	3,185	3,559	3,984	4,467
存货	40	31	35	39	44
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	12,133	14,228	16,348	18,276	20,474
固定资产	219	242	242	242	242
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	0
其他非流动资产	758	407	443	483	529
非流动资产合计	977	649	685	725	771
资产合计	13,110	14,877	17,033	19,001	21,245
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,575	2,009	2,235	2,500	2,812
应交税金	206	160	143	160	180
其他流动负债	3,404	3,752	4,716	5,273	5,931
流动负债合计	5,185	5,921	7,094	7,933	8,923
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	80	79	88	99	111
非流动负债合计	80	79	88	99	111
负债合计	5,265	6,001	7,183	8,032	9,035
归属母公司所有者权益	7,691	8,720	9,682	10,787	12,013
少数股东权益	154	157	169	182	197
所有者权益合计	7,845	8,877	9,850	10,969	12,211
负债和股东权益	13,110	14,877	17,033	19,001	21,245

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 2：利润表

利润表					
单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,687	15,062	16,828	18,837	21,121
营业成本	11,113	12,109	13,473	15,066	16,947
销售费用	6	18	20	23	25
管理费用	1,207	1,226	1,355	1,469	1,626
财务费用	(75)	(61)	(76)	(85)	(96)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(5)	3	3	3	3
营业利润	1,313	1,685	1,956	2,255	2,498
营业外收支	103	91	102	114	128
利润总额	1,513	1,841	2,138	2,458	2,726
所得税	380	444	516	593	657
净利润	1,133	1,397	1,623	1,866	2,069
少数股东损益	20	17	20	23	25
归属母公司净利润	1,113	1,380	1,603	1,843	2,043
NOPLAT	933	1,241	1,440	1,662	1,841
EPS(摊薄) (元)	2.01	2.49	2.90	3.33	3.69

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 3：现金流量表

现金流量表					
单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,113	1,397	1,623	1,866	2,069
折旧与摊销	382	0	0	0	0
营运资本变动	(6)	394	(151)	(165)	(176)
其他经营活动现金流	(15)	(64)	(79)	(88)	(98)
经营活动产生的现金流量	1,474	1,727	1,393	1,613	1,794
资本性支出	74	0	0	0	0
其他投资活动现金流	69	30	26	29	32
投资活动产生的现金流量	(98)	30	26	29	32
债务增加	0	850	966	595	701
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	169	552	641	737	817
其他筹资活动现金流	65	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	(138)	298	325	(142)	(117)
现金及现金等价物净增加额	1,266	2,055	1,743	1,499	1,710
现金及现金等价物期末余额	8,956	11,011	12,754	14,253	15,963

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。