

买入

2024年9月4日

持续高质量发展，派息率逐年提升

- **2024H1 核心净利润同比增长 24.2%:** 2024 年公司收入录得 79.6 亿元，同比增长 17.1%。整体毛利率为 34.0%，同比提升 0.8 个 ppt。核心净利润同比增长 24.2%至 17.7 亿元，核心净利润率提升 1.3 个 ppt 至 22.2%。拟派发中期股息每股 0.279 元，同比增长 25.1%，派息率 38.0%。同时派发特别股息每股 0.575 元，提升 2023 年派息率至 100%。截止 2024 年中期，公司总合约面积约 4.1 亿方，总在管面积约 3.8 亿方，在管面积中第三方占比由 2023 年底的 59.2%提升至 60.7%。
- **出色的运营能力赋能商业航道跑赢市场整体表现:** 期内商管航道收入为 28.5 亿元，同比增长 23.4%。毛利率提升 2.4 个 ppt 至 60.9%。购物中心零售额同比增长 19.7%至 1007 亿元，同店可比增长 7.6%，零售额增速优于社会消费品零售总额增速。期末在营购物中心 108 个，平均出租率维持在 96.7%，较 2023 年底提升 0.6 个 ppt，保持高端市场领先优势。上半年租金收入同比增长 19.7%至 126 亿元，NOI 同比增长 20.7%至 85 亿元，NOI Margin 同比提升至 67.8%，体现公司强劲的经营韧性。期内如期新开 7 座购物中心，开业率 90%。期内在管写字楼项目增至 206 个，在管面积 1523 万平米，整体出租率下降 6.8 个 ppt 至 77.1%。
- **物管规模保持增长，第三方面积占比持续提升:** 期内物业航道收入增长 13.8%至 51.0 亿元，毛利率下降 1.2 个 ppt 至 18.9%，主要由于品质提升投入及非业主增值服务收入占比降低。期末总合约面积 4.46 亿平米，总在管面积 3.98 亿平米，较 2023 年底分别增长 4.9%及 7.5%；第三方合约面积及在管面积占比分别为 60.0%和 61.9%，较 2023 年底分别提升 1.2 及 1.5 个百分点。期末城市空间在管面积增长 18.2%至 1.23 亿方。增值服务收入同比增长 24.9%至 7.83 亿元，保持较快增速。
- **目标价 36.2 港元，维持买入评级:** 公司是行业综合实力排名前列的商业运营服务商，并已跻身物管行业第一梯队。公司凭借强大的经营能力和业绩韧性，在管规模保持有质量稳定增长。依托华润集团及华润置地、物管和商管的全业态覆盖和业态间协同的三大优势将不断巩固其龙头地位，并使公司得到长期稳步发展。同时，公司积极回馈股东，派息率逐年提升。我们预计公司 2024 年-2026 年的归母净利润分别为 37.8 亿元、43.3 亿元及 49.3 亿元，分别给予公司物管业务及商管业务 2024 年 15 倍及 30 倍市盈率，得出目标价为 36.2 港元，较现价有 51.6%的上涨空间，维持买入评级。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	物业管理
股价	23.90 港元
目标价	36.20 港元 (+51.6%)
股票代码	1209
已发行股本	22.82 亿股
总市值	545 亿港元
52 周高/低	24.60 港元/23.75 港元
每股净资产	7.03 元人民币
主要股东	华润置地 72.3%

盈利摘要

年结日: 31/12	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(千元)	12,016,179	14,766,952	18,069,311	20,916,559	24,015,470
变动(%)	35.4%	22.9%	22.4%	15.8%	14.8%
归母净利润(千元)	2,206,126	2,928,749	3,780,306	4,333,169	4,932,430
变动(%)	27.9%	32.8%	29.1%	14.6%	13.8%
每股盈利(元)	0.97	1.28	1.66	1.90	2.16
变动(%)	27.9%	32.8%	29.1%	14.6%	13.8%
市盈率@23.9港元	22.3	16.8	13.0	11.3	10.0
每股股息(元)	0.44	0.70	0.66	0.76	0.86
息率(%)	2.0%	3.3%	3.1%	3.5%	4.0%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



资料来源: 彭博

主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	12,016,179	14,766,952	18,069,311	20,916,559	24,015,470	增长率 (%)					
住宅及其他非商业物业	7,802,054	9,600,612	11,524,200	13,629,310	15,954,991	收入	35.4%	22.9%	22.4%	15.8%	14.8%
商业运营及物业管理服务	4,214,125	5,166,340	6,538,804	7,279,618	8,051,246	毛利	30.9%	30.0%	26.0%	15.3%	13.7%
服务成本	-8,405,245	-10,072,674	-12,154,614	-14,098,906	-16,261,942	税前利润	24.4%	34.6%	29.1%	14.6%	13.8%
毛利	3,610,934	4,694,278	5,914,696	6,817,652	7,753,529	归母净利润	27.9%	32.8%	29.1%	14.6%	13.8%
投资物业公允价值变动的收益	43,260	39,353	157,412	157,412	157,412	盈利分析 (%)					
其他收入及收益	579,899	576,502	576,502	576,502	576,502	综合毛利率	30.1%	31.8%	32.7%	32.6%	32.3%
市场推广支出	-151,232	-284,707	-237,256	-284,707	-284,707	住宅及其他非商业物业毛利率	18.9%	17.5%	17.0%	17.3%	17.4%
行政开支	-1,052,763	-949,805	-1,196,831	-1,313,633	-1,448,811	商业运营及物业管理服务毛利率	50.8%	58.4%	60.5%	61.3%	61.9%
财务费用	-87,224	-117,202	-117,202	-117,202	-117,202	费用率	10.0%	8.4%	7.9%	7.6%	7.2%
税前利润	2,906,153	3,912,124	5,051,023	5,789,726	6,590,424	净利润率	18.4%	19.9%	21.0%	20.8%	20.6%
所得税开支	-692,905	-969,484	-1,251,721	-1,434,782	-1,633,208	回报率 (%)					
净利润	2,213,248	2,942,640	3,799,303	4,354,943	4,957,216	ROA	9%	11%	13%	14%	14%
少数股东权益	7,122	13,891	18,997	21,775	24,786	ROE	16%	19%	22%	22%	22%
归属股东净利润	2,206,126	2,928,749	3,780,306	4,333,169	4,932,430	派息率	81%	100%	40%	40%	40%
派息	1,793,600	2,919,284	1,512,122	1,733,267	1,972,972	偿付能力					
未分配利润	412,526	9,465	2,268,184	2,599,901	2,959,458	流动比率(倍)	2.0	2.3	2.2	2.3	2.4
每股盈利 (元)	0.97	1.28	1.66	1.90	2.16	资产负债率	45%	42%	40%	38%	36%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	12,592,832	11,580,159	10,527,433	12,764,545	15,210,545
受限制现金	129,949	66,613	67,945	69,304	70,690
贸易及其他应收款	2,968,378	3,616,132	3,740,479	4,083,006	4,451,403
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-	-	1,505,318	1,505,318	1,505,318
物业及设备	569,133	551,857	662,228	794,674	953,609
投资物业	3,366,000	3,788,000	4,166,800	4,791,820	5,510,593
使用权资产	102,524	112,161	112,161	112,161	112,161
预付款项	1,451	15,595	16,375	17,193	18,053
总资产	25,837,842	27,783,482	30,579,537	33,465,791	36,846,502
贸易及其他应付款项	5,990,412	5,667,196	6,218,058	6,387,409	6,678,149
租赁负债	2,401,717	2,419,109	2,472,045	2,526,267	2,581,813
合约负债	1,831,887	2,171,612	2,280,193	2,394,202	2,513,912
应付税项	117,507	235,088	239,790	244,586	249,477
递延税负债	765,392	906,033	924,154	942,637	961,489
总负债	11,512,110	11,747,432	12,355,369	12,716,232	13,205,971
控股股东权益	14,279,729	15,948,236	18,117,357	20,620,974	23,487,159
少数股东权益	46,003	87,814	106,811	128,585	153,371
权益合计	14,325,732	16,036,050	18,224,168	20,749,559	23,640,530

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,906,153	3,912,124	5,051,023	5,789,726	6,590,424
折旧及摊销	234,532	274,918	288,664	303,097	318,252
其他调整	-3,377,328	-4,306,876	-4,827,967	-6,162,632	-6,877,800
营运资金变动	2,778,612	3,896,414	4,901,646	5,654,782	6,470,635
支付税项	-650,936	-735,075	-771,829	-810,420	-850,941
经营活动现金流净额	1,891,033	3,041,505	4,641,537	4,774,552	5,650,570
固定资产投资	-114,207	-431,848	-217,525	-244,957	-277,072
合营联营公司投资	-	-	2	4	6
其他	-949,931	-1,394,935	-3,964,617	-559,220	-954,532
投资活动现金流	-1,064,138	-1,826,783	-4,182,140	-804,173	-1,231,597
借贷变化	-846,463	-	-	-	-
已付股息	-962,775	-2,089,868	-1,512,122	-1,733,267	-1,972,972
上市所得净额	-	-	-	-	-
其他	-126,435	-138,092	-	-	-
融资活动现金流	-1,935,673	-2,227,960	-1,512,122	-1,733,267	-1,972,972
现金变动	-1,108,778	-1,013,238	-1,052,726	2,237,112	2,446,000
初期现金	13,698,238	12,592,832	11,580,159	10,527,433	12,764,545
末期现金	12,592,832	11,580,159	10,527,433	12,764,545	15,210,545

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。