

杜昊旻

 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
 duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨

 联系人
 wangyixin@gjzq.com.cn

地产销售环比改善，物业估值修复可期

核心观点

- **地产销售环比改善，政府纾困有实质性进展。**①5月销售环比改善，6月有望延续。今年5月放松政策密集出台，房贷利率短期大幅下行，百城银行首套房房贷利率5月为4.91%，相较4月下滑26BP（近三年单月最大降幅）。叠加疫情影响减弱，5月销售出现环比改善。克而瑞百强房企2022年5月全口径销售金额环比增长5%，30大中城市商品房成交面积5月环比增长12%。此外，据我们调研反馈，多个城市的6月到访量等前瞻性指标已明显改善，部分房企也计划在6月加大推盘力度。我们预计6月整月的销售环比有望延续改善趋势。根据wind数据，2022年6月1日-10日，30大中城市商品房成交面积为2233万方（已接近今年3月前10日的成交面积2345万方），环比增长42%。②地方政府纾困房企有实质性进展。2022年6月1日，建业地产发布公告表示，河南铁建投（河南省政府全资持有）将以6.88亿港元现金的代价向建业地产大股东胡葆森收购8.6亿股建业地产股份（相当于已发行股本的29.01%），同时建业地产向铁建投发行本金不超过7.08亿港元的可转换债券，后续若全部转股，相当于现有股本的19.09%或发行扩大后股本的16.6%。我们认为该项交易完全落地后，建业地产的基本面将得到很大改善，不仅获得了现金，也将得到增信，大概率能安全度过本轮地产供给侧洗牌。
- **物业公司抗周期性强的特性并未改变，经营层面稳步增长。**①从上市公司的数据来看，A股上市物业公司今年Q1仍实现了较好增长。招商积余2022年Q1实现收入24.0亿元，同比增长17.6%；新签约年度合同金额7.3亿，同比增长26%。新大正2022年Q1实现收入6.1亿元，同比增长43%；新签约合同金额2.2亿元，同比增长70%。②从业务逻辑来看，除了因疫情防控需要，部分封控地区无法展开外拓和到家服务，其余地区的外拓和社区增值服务开展均在正常进行。我们认为物业公司抗周期特性强的特性并未改变，预计上市物业公司的中报业绩仍有较快增长。
- **当前关联房企稳健程度仍是是物业板块估值核心，地产边际改善有望促进估值修复。**从2021年7月开始，地产和物业板块股价走势基本一致。2021年7月2日至2022年6月10日，克而瑞内房股领先指数和恒生物业服务及管理指数分别下跌了34%和59%。我们认为这主要因为：①当地产销售不断下滑，部分房企面临生死问题时，物业公司因为与关联房企共用同一品牌，且也有一部分增长来自关联房企，短期会受到一些影响；②物业公司账面现金安全性受质疑。③民营物业公司独立发展能力尚未被认可。
- **物业板块估值已处于历史最低水平。**上市物业公司估值目前按关联房企稳健程度分化明显，由高到底呈现三档：国企物管公司、民企物管公司且关联房企相对稳健、民企物管公司且关联房企处境较为困难。三类公司估值当前均处于历史最低水平。2022年PEG均值分别为0.7x、0.3x和0.2x。

投资建议

- 当前物业板块估值已处于历史最低水平，我们认为后续随着地产销售的改善，以及地方政府纾困房企等事项进一步推进，部分房企的安全性将有所提升，物业板块估值也将迎来修复。我们认为：①关联房企受益供给侧改革的国企物管公司增长确定性较高，看好保利物业。②在关联房企安全性提高后，民营物企的估值修复弹性较大。我们看好碧桂园服务和旭辉永升服务，前者受益于物业行业整合加速，规模大幅提升，增值服务有望持续高增长；后者外拓能力强，社区增值服务发展快且股权激励充足，业绩有望持续高增长。③因关联房企处境困难而估值折价严重的物企，当前二级市场估值已低于一级市场并购估值，我们认为其中部分公司未来估值修复弹性也很大，看好关联房企已获得国资入股的建业新生活，以及自身运营独立性强的金科服务。

风险提示

- 疫情反复影响地产销售恢复；应收账款坏账超预期

内容目录

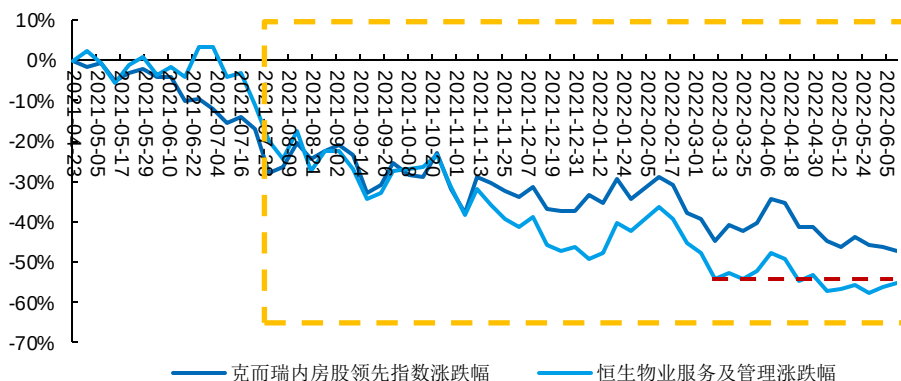
图表	3
风险提示	7

图表目录

图表 1: 克而瑞内房股领先指数和恒生物管指数涨跌幅对比.....	3
图表 2: 2022 年初以来全国层面房地产调控政策&事件.....	3
图表 3: 2022 年以来首付比例调整城市.....	4
图表 4: 全国住宅销售面积于 2021 年 7 月开始同比转负	4
图表 5: 30 大中城市商品房成交面积每月前 10 天的环比增速.....	5
图表 6: 百城银行房贷利率及放宽周期走势.....	5
图表 7: 1 年期&5 年期以上 LPR 和首套房房贷利率走势对比.....	5
图表 8: 三类物业公司估值走势	6
图表 9: 港股物业公司 PE 走势.....	6
图表 10: 覆盖公司估值情况.....	7

图表

图表 1: 克而瑞内房股领先指数和恒生物管指数涨跌幅对比



来源: 克而瑞, 国金证券研究所 注: 1) 两个指数的股价涨跌幅均以 2021 年 4 月 23 日为基数。2) 克而瑞内房股领先指数追踪的是克而瑞发布的中国房地产企业销售排行榜 TOP100 内香港主板上市之内地产发展商的股价整体表现, 涵盖了 40 只主流地产股。恒生物业服务及管理指数反映在香港上市经营物业服务及管理业证券之整体表现, 涵盖了 30 只主流物业股, 于 2021 年 4 月 19 日正式发布。3) 图中黄色框中表示, 地产板块和物业板块股价走势基本一致; 图中红色虚线表示恒生物管指数当前位置与 3 月低点持平。

图表 2: 2022 年初以来全国层面房地产调控政策&事件

时间	来源	政策&事件
2022.1.10	央行	五年期以上 LPR 下调 5 个基点至 4.60%
2022.2.8	央行&银保监会	发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》, 明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理, 加大对保障性租赁住房的支持力度。
2022.2.10	住建部	全国性商品房预售资金监管意见已出台, 拟对预售资金监管政策进行全国统一, 明确预售资金监管的基本标准, 预售资金监管额度由市、县级城乡建设部门根据工程造价等核定, 达到监管额度后超出的资金可由房企提取使用。
2022.3.16	国务院金稳会	刘鹤副总理指出“关于房地产企业, 要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案, 提出向新发展模式转型的配套措施”。
2022.4.15	央行	下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行, 在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上, 再额外多降 0.25 个百分点。
2022.4.29	中央政治局会议	要有效管控重点风险, 守住不发生系统性风险底线, 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 支持各地从当地实际出发完善房地产政策, 支持刚性和改善性住房需求, 优化商品房预售资金监管, 促进房地产市场平稳健康发展。
2022.5.15	央行&银保监会	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点, 二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
2022.5.18	稳增长座谈会	李克强总理指出“稳地价稳房价, 支持居民合理住房需求, 保持房地产市场平稳健康发展”。
2022.5.20	央行	中国央行将一年期贷款市场报价利率 (LPR) 维持在 3.70% 不变; 将五年期贷款市场报价利率 (LPR) 从 4.60% 下调至 4.45%
2022.5.23	国常会 33 条	因城施策支持刚性和改善型住房需求。新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目, 引导银行提供规模性长期贷款。
2022.5.25	国务院办公厅	发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》, 涉及保障性租赁住房 and 老旧小区改造。

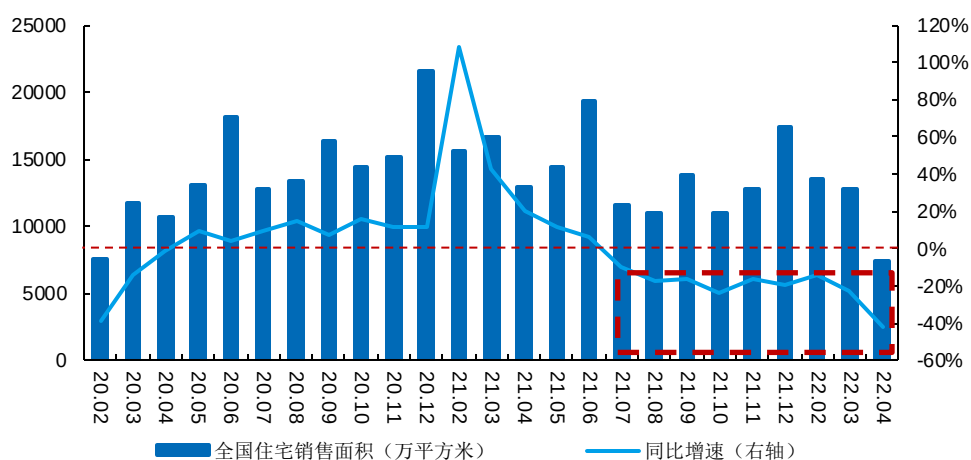
来源: 政府官网, 财联社, 国金证券研究所

图表 3：2022 年以来首付比例调整城市

首付比例调整	城市
首套房首付比例下调至 20%或以下	重庆 (20%)、德州 (20%)、昆明 (20%)、郑州 (20%)、兰州 (20%)、沈阳 (20%)、宜昌 (20%)、张家口 (20%)、赣州 (20%)、淮安 (20%)、洛阳 (20%)、连云港 (20%)、上饶 (20%)、安庆 (20%)、洛阳 (20%)、宿州 (20%)、高安 (20%)、南通 (20%)、太原 (20%)、六盘水 (20%)、淮南 (20%)、西安 (普通住宅 20%; 非普通住房 25%)
首套房首付比例下调 (高于 20%)	梅州 (25%)、济南 (非本市户籍 30%)
二套房&多套房首付比例下调至 30%或以下	南宁 (30%)、宜昌 (30%)、唐山 (30%)、兰州 (30%)、临沂 (30%)、荆州 (30%)、张家口 (30%)、淮安 (30%)、洛阳 (30%)、株洲 (30%)、上饶 (30%)、梅州 (30%)、景德镇 (30%)、安庆 (30%)、常州 (30%)、宿州 (30%)、南通 (30%)、淄博 (30%)、淮南 (30%)、西安 (普通住宅 25%; 非普通住宅 30%)、晋中 (公积金贷款 20%)、六盘水 (一套结清二套 20%)
二套房&多套房首付比例下调 (高于 30%)	北海 (公积金贷款 40%)、沈阳 (公积金贷款 40%)、济南 (商业贷款 40%)、海口 (商业贷款 50%; 公积金贷款 30%)

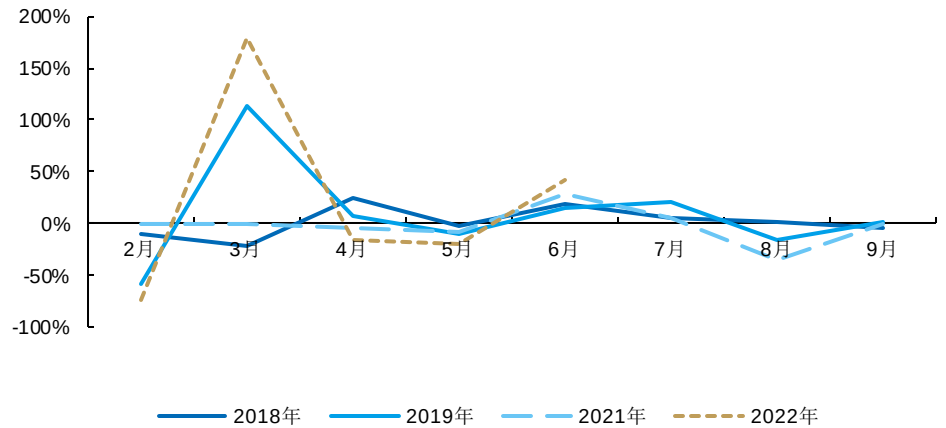
来源：各地政府官网，国金证券研究所注：截至 2022 年 5 月 28 日

图表 4：全国住宅销售面积于 2021 年 7 月开始同比转负



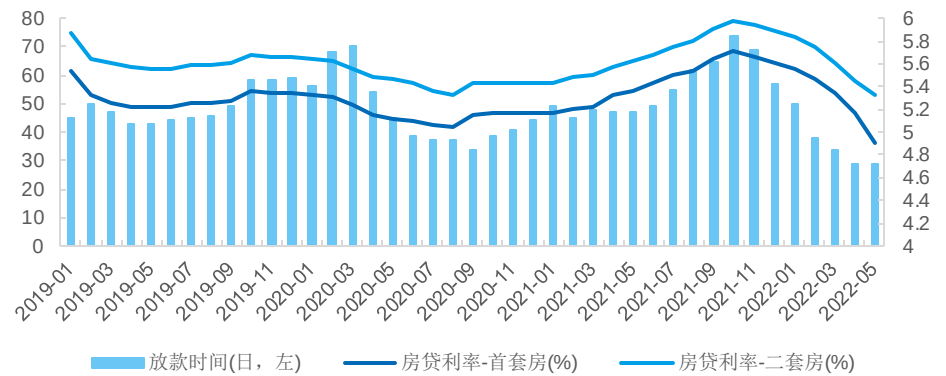
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 30 大中城市商品房成交面积每月前 10 天的环比增速



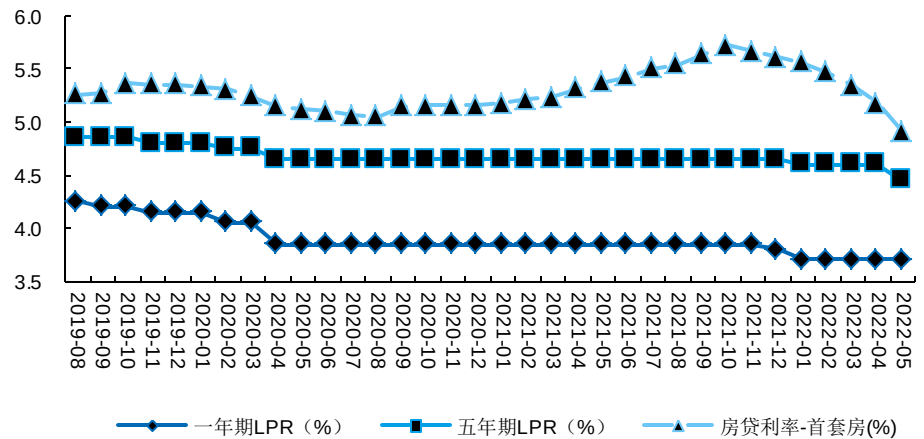
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 百城银行房贷利率及放款周期走势



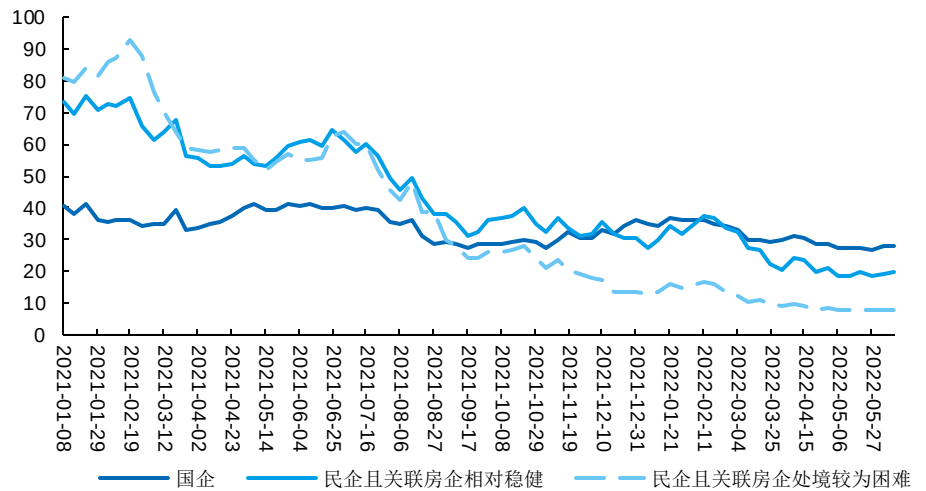
来源: 贝壳研究院, 国金证券研究所

图表 7: 1 年期&5 年期以上 LPR 和首套房房贷利率走势对比



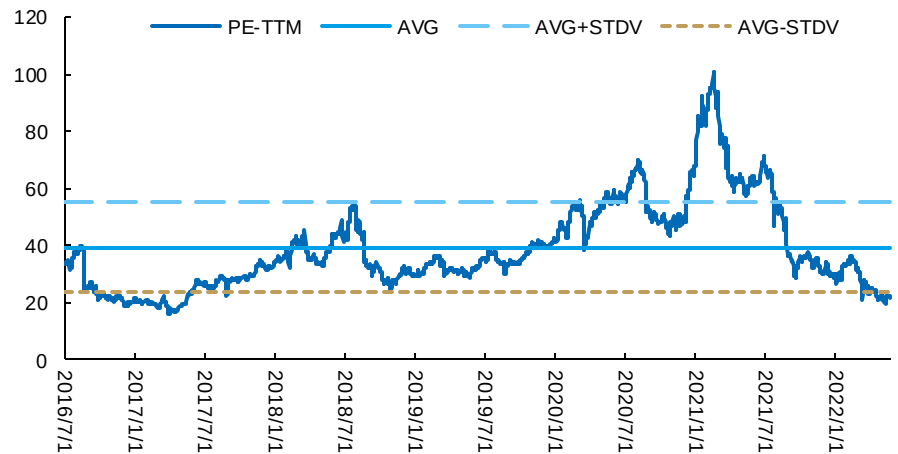
来源: 全国银行间同业拆借中心, 贝壳研究院, 国金证券研究所

图表 8：三类物业公司估值走势



来源：Wind，国金证券研究所 注：国企包括：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、旭辉永升服务、滨江服务；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、金科服务。

图表 9：港股物业公司 PE 走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000002.SZ	万科 A	增持	2,016	8.9	8.7	8.1	225.2	231.8	250.1	-46%	3%	8%
600048.SH	保利发展	买入	1,859	6.8	6.1	5.2	273.9	307.1	355.8	-5%	12%	16%
001979.SZ	招商蛇口	买入	979	9.4	9.0	7.5	103.7	108.4	129.7	-15%	5%	20%
002244.SZ	滨江集团	买入	240	7.9	5.9	4.5	30.3	40.3	52.8	30%	33%	31%
3900.HK	绿城中国	买入	291	6.5	4.9	2.9	44.7	59.5	100.7	18%	33%	69%
1908.HK	建发国际集团	买入	219	6.2	4.8	3.0	35.2	45.7	71.8	57%	30%	57%
9666.HK	金科服务	买入	107	10.1	6.9	4.6	10.6	15.6	23.3	71%	48%	49%
9983.HK	建业新生活	买入	41	6.6	4.8	3.7	6.2	8.7	11.3	45%	40%	30%
6098.HK	碧桂园服务	买入	868	21.5	14.2	10.0	40.3	61.3	87.0	50%	52%	42%
1209.HK	华润万象生活	买入	768	44.5	34.2	27.0	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	142	23.0	16.6	12.2	6.2	8.5	11.6	58%	38%	35%
平均值			685	13.8	10.5	8.1	72.1	82.7	102.0	34%	29%	35%
中位值			291	8.9	6.9	5.2	35.2	45.7	71.8	45%	33%	31%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2022 年 6 月 10 日; 2) 预测数据均为国金预测

风险提示

- **疫情反复影响地产销售恢复。**若疫情反复爆发, 将影响地产销售的恢复, 物业板块估值或再次承压。此外, 疫情也会影响物业公司开展到家服务等社区增值服务业务。
- **应收账款坏账超预期。**当前房企现金压力仍然很大, 地方政府财政压力也不轻, 若应收账款回收不利, 物业公司或要加大坏账拨备, 这会影响业绩增长。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%－15%；
中性：预期未来 3－6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%－5%；
减持：预期未来 3－6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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、意见等均仅供参考，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。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402