2020 年 12 月 13 日

证券研究报告•行业研究•房地产

房地产行业例评

强于大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

物业板块行情分化，未来行业立体竞争

投资要点

- **物业板块行情分化，上市首日大涨和破发并存。**随着本周三华润万象生活上市，近期的物业股上市潮进入尾声，全年板块股价表现分化严重，部分物业股出现大幅上涨，永升生活服务等个股全年均出现超过 80%的涨幅，而蓝光嘉宝服务等个股则出现超过 25%的跌幅。在上市新股中，既有华润万象生活首日超过 25%涨幅的情况，也屡屡出现破发现象。

- **未来行业将是母公司支持力、市场化拓展力、增值服务延伸力及业绩成长性等多维度的综合素质对比。**在物业板块中，华润万象、融创服务、永升生活服务等公司，市场均给予了较高的估值水平，板块估值水平上主要受到 4 个方面的影响：**1）首先从业务赛道上看，市场给予商管物管等非住宅物业更高的认可，**如华润万象生活、宝龙商业拥有商业运营及商管，更具稀缺性；**2）其次社区增值服务更具消费属性，市场更为认可。**世茂服务、保利物业、永升生活服务等公司社区增值服务营收占比接近 20%，估值水平高于行业平均水平；**3）再次第三方项目的市场拓展状况，也受到市场关注。**世茂服务、永升生活服务、时代邻里和碧桂园服务等公司具有较强的市场化拓展能力，第三方项目营收占比位居行业前列。**4）此外，公司业绩增速背后体现的是母公司支持能力、市场化拓展能力等综合能力对比。**永升生活服务、世茂服务、雅生活服务、碧桂园服务、融创服务等均表现出强劲的动力。

- **中央政治局会议召开，地产政策将保持延续。**2020 年 12 月 11 日召开的中央政治局会议中，关于房地产则是“促进房地产市场平稳健康发展”，从近期成都等地新调控措施及点名深圳“打新”现象，中央将继续保持政策平稳，在过热区域加大调控措施，房住不炒、房不短刺及三道红线形成行业长期调控政策。

- **投资策略与重点关注个股：**板块估值近期处于低位，从资金安全性和收益率综合考虑，我们建议适当增配，我们认为当前板块应当关注四条投资主线：1）均衡型的优质房企：万科 A、保利地产、旭辉控股、建发国际控股等；2）永续经营型的特色房企：龙湖集团、华润置地、宝龙地产、金地商置等；3）城市更新型的特色房企：龙光集团、佳兆业集团等；4）成长性的优质物管企业：永升生活服务、碧桂园服务、金科服务、华润万象生活、宝龙商业等。

- **风险提示：**项目交付风险、项目销售回款风险、行业政策调控风险。

西南证券研究发展中心

分析师：沈猛

执业证号：S1250519080004

电话：021-58351679

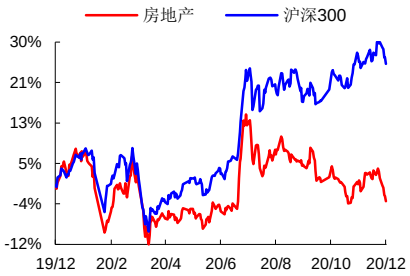
邮箱：smg@swsc.com.cn

联系人：池天惠

电话：13003109597

邮箱：cth@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	129
行业总市值（亿元）	21,183.98
流通市值（亿元）	20,350.71
行业市盈率 TTM	9.13
沪深 300 市盈率 TTM	15.1

相关研究

1. 房地产行业例评：成熟分化牛不改、地产相对收益显现 (2020-09-13)
2. 房地产行业 2020 年中报总结：三条红线托底估值，特色房企表现占优 (2020-09-11)
3. 房地产行业例评：消费股及科技股调整，平衡风格纵深演绎 (2020-09-06)
4. 房地产行业例评：央行 345 新规或促进行业并购整合 (2020-08-30)
5. 房地产行业例评：创业板新规落地，市场风格或更为均衡 (2020-08-24)
6. 房地产行业例评：市场平衡风格确立，地产关注度提升 (2020-08-17)

目 录

1 市场回顾 1

2 行业及公司动态 2

2.1 行业政策动态跟踪 2

2.2 公司动态跟踪 3

3 每周点评 4

4 投资建议 7

5 风险提示 7

图 目 录

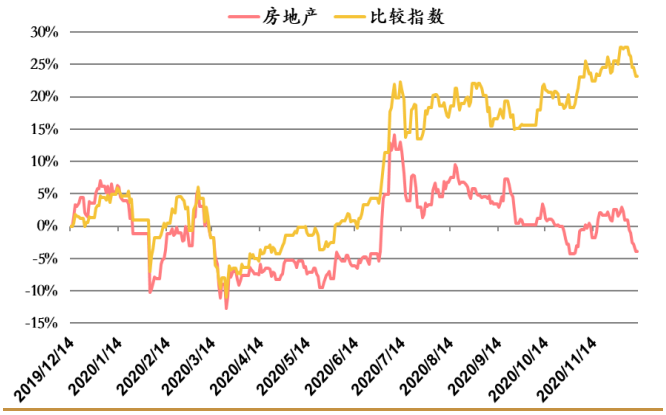
图 1：近一年申万地产板块相对沪深 300 走势 1
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp） 1
图 3：上周京汉股份，京能置业，绿景控股等个股涨幅显著 1
图 4：上周海航基础、亚太实业、招商积余个股跌幅显著 1
图 5：上周申万地产板块中交易额靠前个股（亿元） 2
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 40.91% 2
图 7：上周表现强势的港股通内房股 2
图 8：年初以来表现强势的港股通内房股 2
图 9：物业板块市值规模目前分为 5 档 4
图 10：物业公司营收及规模净利润规模对比 4
图 11：规模并非决定市场走势的关键因素 5
图 12：物业公司营收及规模净利润规模对比 5
图 13：非住宅业务营收占比较高的公司较易受到市场认可 5
图 14：物业公司社区增值服务营收占比对比 6
图 15：物业公司第三方项目营收占比对比 6
图 16：物业公司营收及净利润增速对比（%） 6

1 市场回顾

上周 A 股市场整体表现低迷，沪指出现周线二连阴。上证指数下跌 4.75%、沪深 300 指数下跌 3.48%，创业板指下跌 1.58%，万得全 A 上周交易额 3.77 万亿，环比减少 10.87%，缩量显著。从板块表现来看，上周食品饮料、休闲服务和电气设备板块表现靠前。

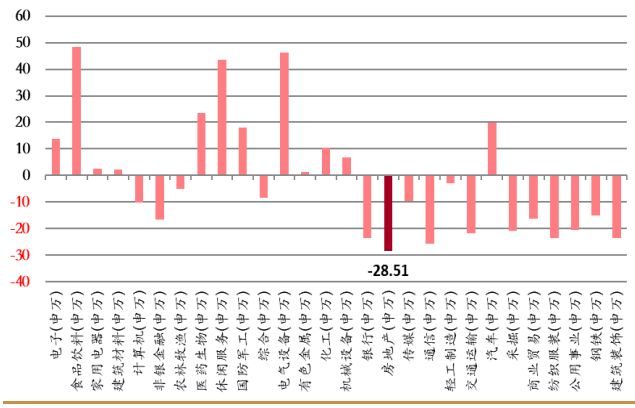
申万房地产板块（简称申万地产）上周下跌 4.75%，在所有申万一级行业中相对排名 22/28。从年初涨跌幅来看，申万地产下跌 9.15%，在所有申万一级行业中相对排名 28/28。上周申万地产板块交易额 536.57 亿，环比减少 32.83%。

图 1：近一年申万地产板块相对沪深 300 走势



数据来源：Wind，西南证券整理

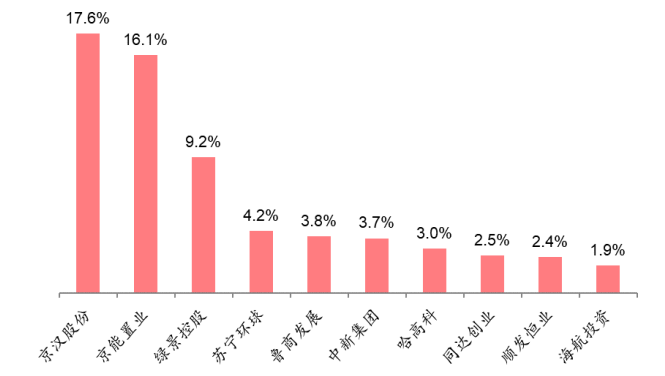
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp）



数据来源：Wind，西南证券整理

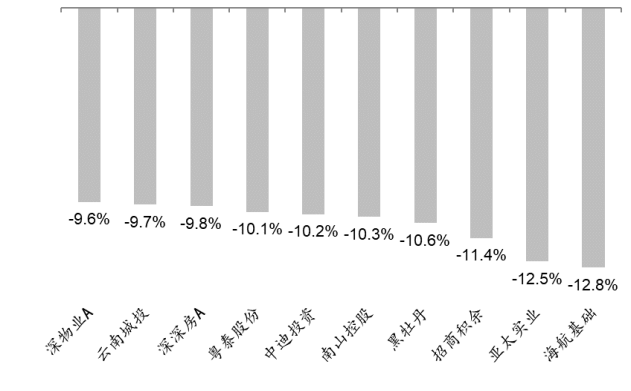
从个股涨跌幅来看，上周京汉股份、京能置业、绿景控股和苏宁环球等个股涨幅居前。海航基础、亚太实业、招商积余、黑牡丹个股跌幅居前。

图 3：上周京汉股份，京能置业，绿景控股等个股涨幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

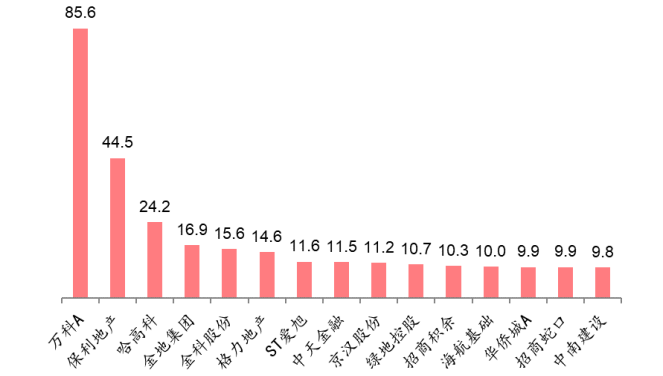
图 4：上周海航基础、亚太实业、招商积余个股跌幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

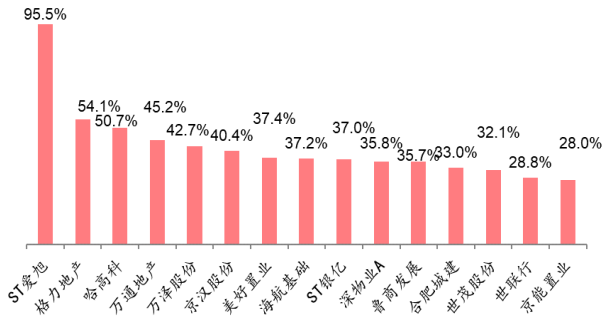
从板块交易额来看，上周万科 A、保利地产、哈高科、金地集团等排在行业前列，成交额均超 15 亿。其中，万科和保利交易额合计 130.1 亿，占板块交易额比重为 22.99%，较上周略微提升（龙头股交易占比维持稳定），金地集团和哈高科交易量维持在较高位置。从年初累计涨幅来看，ST 爱旭、格力地产、哈高科、万通股份等涨幅居前，上涨个股个数占比 40.91%。年初以来，天津松江、泰禾集团、ST 新光、新华联等个股跌幅居前。

图 5：上周申万地产板块中交易额靠前个股（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

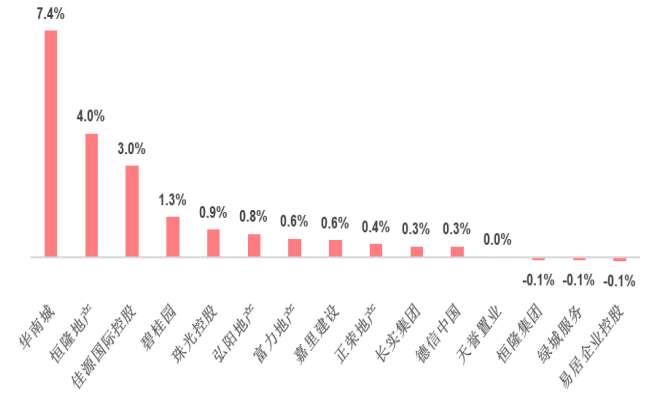
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 40.91%



数据来源：Wind，西南证券整理

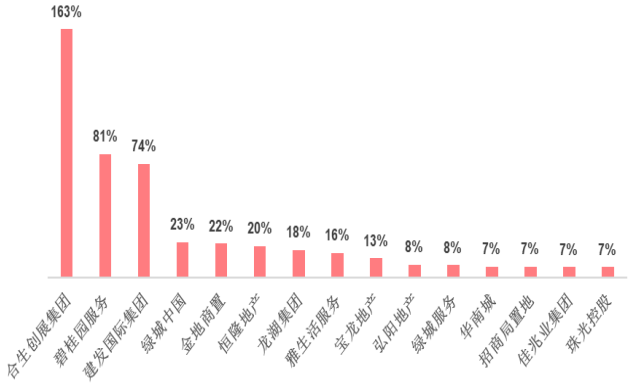
从港股通内房（根据 Wind-港股概念类-内房股，且为港股通标的）表现来看，上周有 12 只股票上涨，华南城、恒隆地产、佳源国际控股等涨幅明显，而中海物业、建业集团和龙湖集团等位居跌幅前列。年初以来，合生创展、碧桂园服务、建发国际、绿城中国等个股表现强势。上周从成交金额来看，碧桂园服务、中国海外发展、龙湖集团和华润置地均超过 10 亿（人民币）。

图 7：上周表现强势的港股通内房股



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：年初以来表现强势的港股通内房股



数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业及公司动态

2.1 行业政策动态跟踪

12 月 11 日，中共中央政治局召开会议，会议强调促进房地产市场平稳健康发展，虽然未提及“房住不炒”，但政策层面预计保持延续态势。

12 月 10 日，新希望集团董事长刘永好接受采访时表示，过去一年多有千家房企跨界养猪，但养猪行业盈利周期较长，房企养猪之路还有待观察。

12 月 9 日，华润万象生活(1209.HK)正式登陆港交所。上市首日，华润万象生活股价高开，报 30.8 港元/股，收盘价 28 港元/股，上涨 25.56%，而另一家上市物企佳源服务则出现破发现象，物管板块分化现象仍在持续。

12 月 8 日，欧美国债收益率持续下行，德国 10 年期国债收益率跌逾 2 个基点，创 1 个月新低至-0.610；葡萄牙 10 年期国债收益率跌 2.5 个基点，史上首次跌至负值区间。美国 10 年期国债收益率现跌 2.4 个基点报 0.904%。

12 月 8 日，恒大集团董事局主席许家印到上海恒大汽车全球研究总院视察时表示，一定能实现到 2025 年产销 100 万辆、2035 年产销 500 万辆的宏伟目标。

12 月 7 日，瑞恩资本发布消息预告本周港股市场迎来 2 家房企及 2 家物管企业上市，2020 年目前已迎来 16 家物管公司及 7 家地产公司上市。

12 月 7 日，截止 11 月底，多家房企如中国恒大、越秀地产、时代中国、中国金茂等已超额完成全年内部模板，龙湖集团、招商蛇口等公司等完成度超过 90%，预计 2021 年房地产市场平稳态势延续。

2.2 公司动态跟踪

越秀地产：2020 年 12 月公司荣获“2020 年度 TOD 模式标杆企业”金瓠奖。

保利地产：11 月公司实现签约面积 262.89 万平方米，同比增加 8.60%；实现签约金额 402.93 亿元，同比增加 23.97%。

泛海控股：2020 年 12 月 10 日，泛海控股股份有限公司（以下简称“公司”、“本公司”）与泰豪集团有限公司（以下简称“泰豪集团”）签订了《战略合作框架协议》（以下简称“框架协议”）。双方将在武汉中 央商务区运营、金融服务、产业基金、业务协同等方面，发挥各自优 势，开展合作。

华侨城：本公司债券“18 侨城 01”票面利率拟调整，关于本期债券在存续期内前 3 年（2018 年 1 月 18 日至 2021 年 1 月 18 日）的票面利率为 5.59%，在本期债券存续期的第 3 年末，根据当前市场环境，发行人拟下调本期债券的票面利率至 3.50%，下调后的票面利率在本期债券后 2 年（2021 年 1 月 18 日至 2023 年 1 月 18 日）保持不变，本期债券采用单利按年计息，不计复利。

绿地控股集团：2020 年 11 月，公司新增房地产项目 2 个。江西南昌市新建区国际商贸中心项目。项目用地面积约 48.92 万平方米，容积率 2.8，计容建筑面积约 133.47 万平方米，土地用途为商业商务、二类居住用地，总地价 18.00 亿元。公司拥有该项目 100%权益。甘肃兰州市西固区贸易港项目一批次。项目用地面积约 10.50 万平方米，容积率 2.3，计容建筑面积约 24.60 万平方米，土地用途为居住、商业用地，总地价 4.79 亿元。公司拥有该项目 100%权益。

信达地产：近日，信达地产股份有限公司（以下简称“公司”）董事会接到董事长、总经理丁晓杰先生的书面辞呈。丁晓杰先生因工作调动原因，申请辞去公司董事、董事长、总经理职务，同时一并辞去公司董事会战略委员会委员、提名委员会委员、薪酬与考核委员会委员及内控委员会委员职务。

深振业 A：深圳市振业（集团）股份有限公司第九届董事会 2020 年第二十八次会议于 2020 年 12 月 8 日以通讯表决方式召开，会议决议通过为提高资金使用效率，增加资金收益，在不影响正常经营及风险可控的前提下，公司决定使用总额度不超过人民币 20 亿元的闲置自有资金购买银行理财产品，在上述额度内可以循环使用。委托理财期限自董事会决议做出之日起十二个月内有效。在上述额度和期限内，具体理财方案的审批应按照公司资金管理制度的相关规定分别报分管领导、财务总监、总裁及董事长联签。

3 每周点评

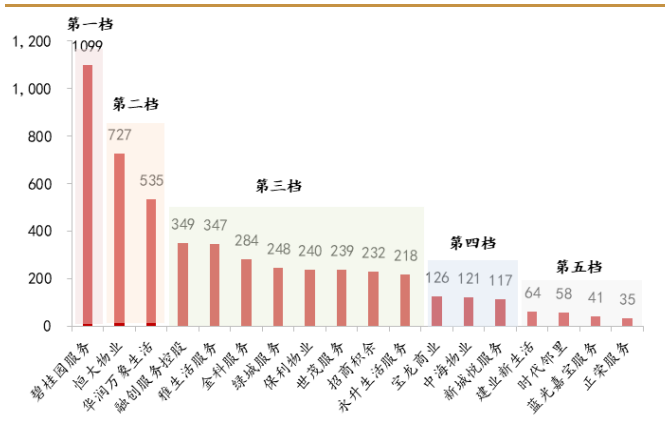
物业股上市潮渐入尾声，股价表现冰火两重天。随着本周三华润万象生活上市，近期的物业股上市潮进入尾声，板块股价表现差异较大，部分物业股出现大幅上涨，永升生活服务、宝龙商业、碧桂园服务等个股全年均出现超过 80%的涨幅，而蓝光嘉宝服务、正荣服务和世茂服务、建业新生活等个股则出现超过 25%的跌幅。在上市新股中，既有华润万象生活首日超过 25%涨幅的情况，也屡屡出现破发现象，物业板块持续分化的驱动因素究竟几何，我们对代表性的物管公司进行研究。

从市值规模角度，目前国内物企市值规模分为 5 个档次。第一档次是碧桂园服务市值达 1099 亿元，市值略超 1000 亿元；第二档次是恒大物业和华润万象生活，市值在 500-800 亿元之间；第三档次是融创服务、雅生活服务等市值在 200-400 亿元之间；第四档次则是宝龙商业、中海物业等公司，市值在 100-200 亿元之间；第五档则是建业新生活等公司，市值在 100 亿元以下。

规模并非决定行情走势的关键因素。从营收规模上看，2020H1 碧桂园服务以 63 亿元营收独占鳌头，恒大物业、绿城服务、华润万象生活等公司营收则均在 30-50 亿元之间，剩余多数上市物管公司营收则处于 20 亿以下。从规模上看，永升生活服务、宝龙商业、碧桂园服务等均处于不同规模，可见规模并非决定行情走势的关键因素。

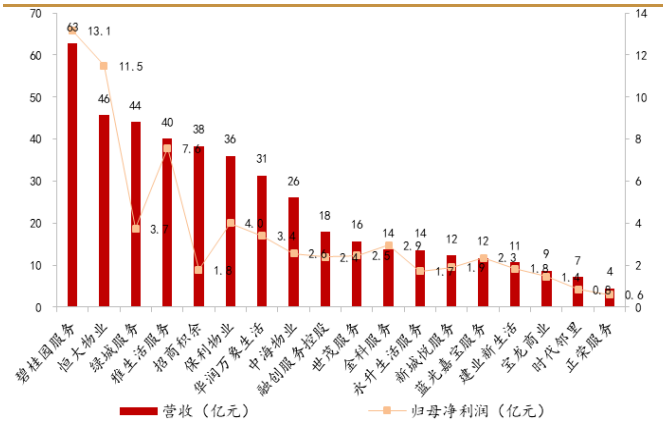
华润万象、融创服务、永升生活服务等公司，市场均给予了较高的估值水平。从 PE（TTM）角度看，物业板块出现了较大的两极分化，较高估值的华润万象 PE 超过了 100 倍，而较低的蓝光嘉宝则仅有不到 10 倍，哪些原因造就了市场估值的差异？是否市场定价是否公允？

图 9：物业板块市值规模目前分为 5 档



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：物业公司营收及规模净利润规模对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：规模并非决定市场走势的关键因素

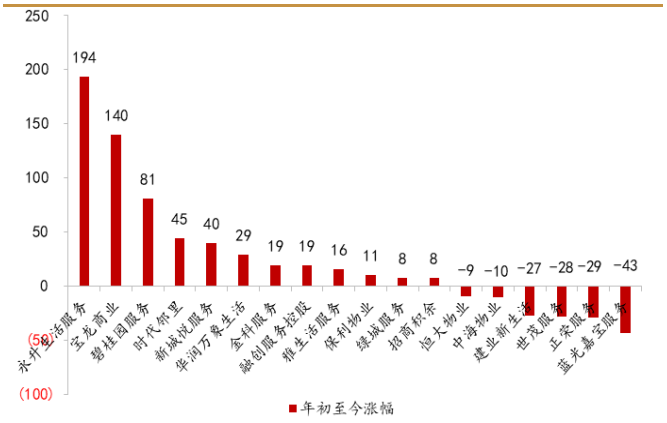
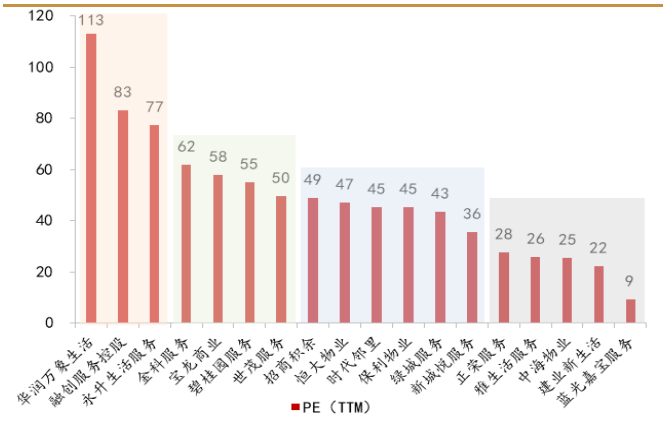


图 12：物业公司营收及规模净利润规模对比

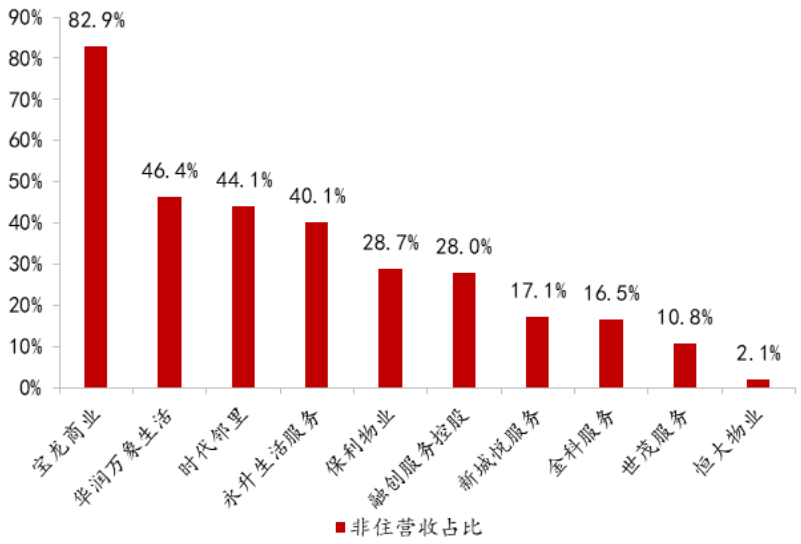


数据来源：Wind，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理

首先从业务赛道上看，市场给予商管物管等非住宅物业更高的认可。目前就公司已披露信息看，非住宅业务营收占比上，宝龙商业、华润万象生活、时代邻里及永升生活服务非住业务营收占比均超过 40%，在具体业态上各家有所差异，但年初至今涨幅及 PE 估值均位居前列，其中宝龙商业和华润万象生活更是由于商业运营标的的稀缺性，受到市场认可。

图 13：非住宅业务营收占比较高的公司较易受到市场认可



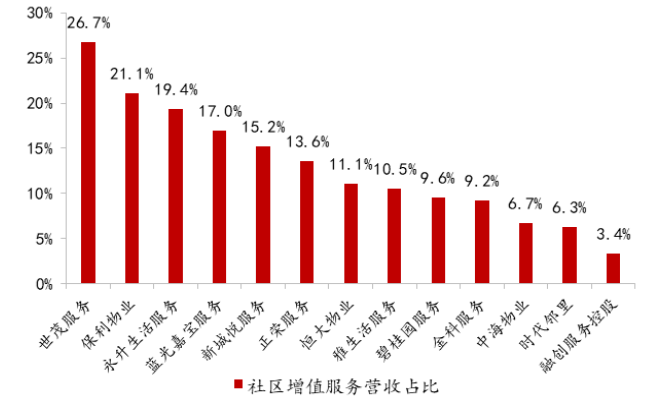
数据来源：Wind，西南证券整理

其次社区增值服务更具消费属性，市场更为认可，但需要有业绩增速配合。目前物管公司通常具备基础物管业务和增值服务业务，而增值服务中的非业主增值服务与房地产行业的销售周期具有较强的相关性，而社区增值服务则具有更强的消费属性，细分的社区增值服务业务模式获得认可后，未来有机会进行快速复制，因此更受到资本市场认可。就目前主要上市物管而言，世茂服务、保利物业、永升生活服务、蓝光嘉宝服务、新城悦服务等公司的社区增值服务业务均有较快的拓展，营收占比均超过 15%。

再次第三方项目的市场拓展状况，也受到市场关注。物管公司多数衍生于地产公司，在此状况下，一方面市场希望物管公司具有一个强有力的地产母公司进行支持，未来的在管面

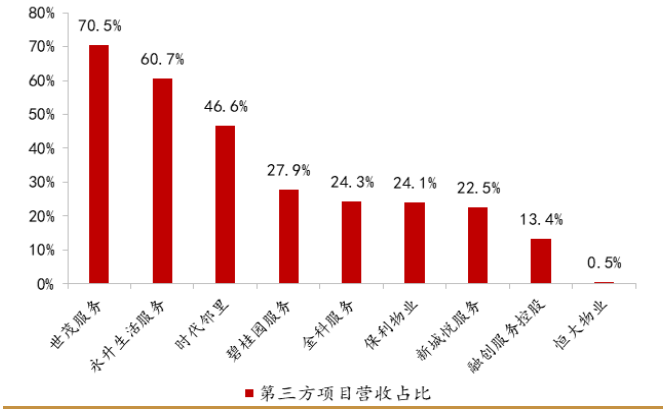
积增长有其基石；另一方面市场也希望物管公司具备第三方项目拓展的市场化能力，拓展优质项目，持续支撑未来发展，减少对母公司的依赖。从第三方物管项目的营收占比来看，世茂服务、永升生活服务、时代邻里、碧桂园服务等均位居前列，也是较受市场认可的公司。

图 14：物业公司社区增值服务营收占比对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：物业公司第三方项目营收占比对比

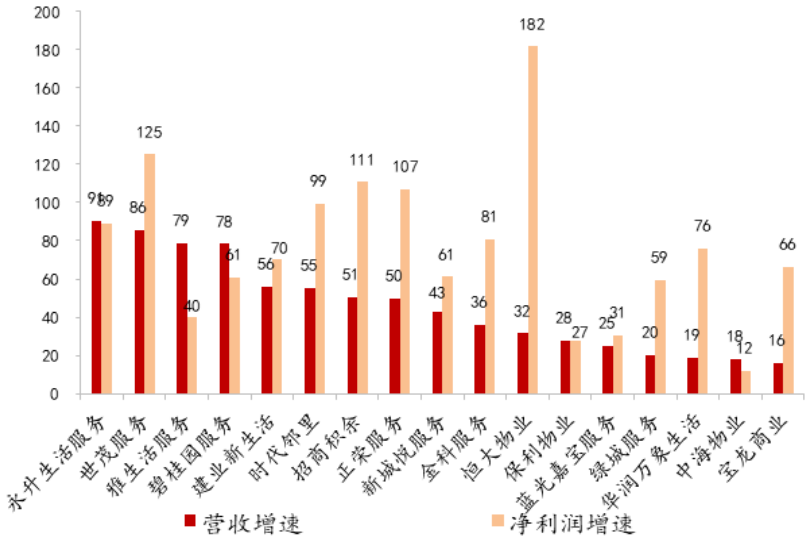


数据来源：Wind，西南证券整理

除此以外，市场也需要公司业绩增速的配合，业绩增速背后体现的是母公司支持能力、市场化拓展能力、增值服务延伸能力等综合素质对比。就营收增速而言，永升生活服务、世茂服务、雅生活服务和碧桂园服务等均位居前列，而净利润增速上融创服务、恒大物业和世茂服务等新上市物企由于基数较低等原因，则表现出强劲的动力。保利物业、蓝光嘉宝服务等公司社区增值服务发展较快的情况下，由于业绩增速未具备明显的领先优势，PE 估值水平有所承压。

因此，物管板块市场分化，未来将是业务赛道、增值服务拓展、市场化拓展、母公司支持力度等全方位的综合对比，仍具有长久的持续性看点。

图 16：物业公司营收及净利润增速对比（%）



数据来源：公司官网，西南证券整理（备注：融创服务增速较高，未在本图中表现）

此外，中央政治局会议召开，促进房地产市场平稳健康发展，政策层面难有重大改变。2020 年 12 月 11 日召开的中央政治局会议中，会议上强调反垄断和需求，而关于房地产则是“促进房地产市场平稳健康发展”，从近期成都、西安和宁波的新调控措施及点名深圳“打新”现象，中央将继续保持调控，保持行业平稳，哪些区域过热就会加大调控措施，房住不炒、房不短刺及三道红线形成行业长期调控政策。

4 投资建议

三条红线托底板块估值，板块估值近期处于低位，从资金安全性和收益率综合考虑，我们建议适当增配，我们认为当前板块应当关注四条投资主线：

1） 均衡型的优质房企：万科 A、保利地产、旭辉控股、建发国际控股等；

2） 永续经营型的特色房企：龙湖集团、华润置地、宝龙地产、金地商置等；

3） 城市更新型的特色房企：龙光集团、佳兆业集团等；

4） 具有成长性的优质物管企业：永升生活服务、碧桂园服务、金科服务、华润万象生活、宝龙商业等。

5 风险提示

房企项目交付低于预期、行业销售增长低于预期、行业调控政策超过预期等。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn