

2020 年 06 月 12 日

百年招商鸿业远图，善积余庆再起征程

招商积余 (001914)

►珠联璧合强强联手，迈入行业第一梯队

2019 年中航物业和招商物业合并后，公司由中航善达更名为招商积余。合并后，公司物管业务覆盖全国 70 多个城市，管理项目 1198 个，管理面积达 1.53 亿平方米，规模跻身行业第一梯队。

►“中航+招商”优势互补，多元业态势头强劲

中航物业聚焦非住物业市场，招商物业背靠母公司深耕住宅物业。截至 2019 年末，中航物业在管面积中，非住业态占比 69%，招商物业在管面积中，住宅业态占比 65%；重组后，中航物业和招商物业在多业态市场拓展及母公司支持下形成优势互补。2019 年招商积余实现基础物业管理收入 46 亿元，同比增长 27.9%；专业化服务业务收入 5.5 亿元，同比增长 95.9%；资产管理业务收入 6.2 亿元，占总营业收入的 10.2%，毛利率高达 73.1%；在稳定发展基础物业的同时，公司专业化服务内容不断创新，成功塑造品牌优势，将专业化服务推向增值回报的新台阶。

►财务状况良好，盈利改善可期

2020 年第一季度，公司实现营业收入 17.5 亿元，同比增长 40.8%；归母净利润 0.6 亿元，同比增长 7.9%，在疫情影响下，公司收入快增，业绩实现正增长，展现出强大的抗风险能力。在降本增效的 2020 年，我们预计盈利能力有望持续修复。

盈利预测与投资建议

重组后，招商积余跃升至行业第一梯队，依托母公司获取住宅资源，非住宅领域持续发力，市场化拓展能力强劲，专业服务独具特色，财务保持稳健，未来利润率水平有望持续修复。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.58、0.8、1.1 元/股，对应 PE 为 54.1、39.2、28.6 倍。考虑到公司当前在 A 股市场的稀缺性及较高的成长性，并参考 DCF 模型估值，给予公司 10% 的估值溢价，对应目标价 39.13 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

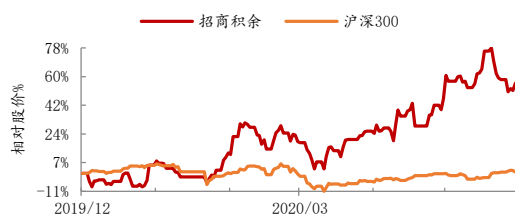
人工成本上升过快，新签管理面积不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,656	6,078	11,195	14,241	18,057
YoY (%)	12.9%	-8.7%	84.2%	27.2%	26.8%
归母净利润(百万元)	857	286	618	853	1,169
YoY (%)	468.8%	-66.6%	116.0%	38.0%	37.1%
毛利率 (%)	19.6%	18.3%	15.2%	15.6%	16.2%
每股收益 (元)	0.81	0.27	0.58	0.80	1.10
ROE	17.7%	3.6%	7.2%	9.0%	11.0%
市盈率	39.07	116.92	54.14	39.24	28.62

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	39.13
最新收盘价:	31.56
股票代码:	001914
52 周最高价/最低价:	35.99/18.57
总市值(亿)	334.65
自由流通市值(亿)	210.46
自由流通股数(百万)	666.86



分析师: 于子沛
邮箱: youzp@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100005

研究助理: 侯希得
邮箱: houxd@hx168.com.cn

正文目录

1. 珠联璧合强强联手，迈入行业第一梯队	4
1.1. 四番战略转型，聚焦物业赛道	4
1.2. 背靠大型央企，股权结构集中	4
2. “中航+招商”优势互补，多元业态增速强劲	6
2.1. 基础物业管理：稳守物业基本盘，积极外拓第三方	8
2.2. 增值服务：专业服务扩规模，创新经营添内容	10
2.3. 资管业务：布局商管蓝海，“八方+1”容纳精彩	11
2.4. 科技赋能提质增效，企业创新回归人效	13
3. 财务状况稳健，盈利改善可期	14
3.1. 物管收入稳中快进，管理效率持续提升	14
3.2. 财务杠杆率下降，在手货币资金充沛	16
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	20

图表目录

图 1 招商积余发展历程	4
图 2 招商积余股权结构（截至 2020 年 4 月 29 日）	5
图 3 公司在管面积及同比增速	7
图 4 公司物管收入及同比增速	7
图 5 上市物管公司 2019 年在管面积对比（亿平方米）	7
图 6 上市物管公司 2019 年物管服务收入对比（亿元）	8
图 7 公司基础物业分产品管理面积（万平方米）	8
图 8 公司基础物业分产品新签合同金额（亿元）	8
图 9 公司基础物业分产品营收（亿元）及同比增速	9
图 10 公司基础物业分产品毛利率	9
图 11 招商蛇口销售面积及同比增速	9
图 12 招商蛇口新开工及竣工面积	9
图 13 公司管理面积来源	10
图 14 公司新签年度合同额来源	10
图 15 公司专业化服务具体内容	11
图 16 公司专业化服务营业收入及同比增速	11
图 17 公司专业化服务毛利率	11
图 18 公司资产管理营业收入及同比增速	12
图 19 公司资产管理毛利率	12
图 20 公司研发支出及同比增速	14
图 21 公司人均收入及人均归母净利润	14
图 22 公司营业收入及同比增速	14
图 23 公司归母净利润及同比增速	14
图 24 公司 2019 年营业收入拆分	15
图 25 公司 2019 年毛利拆分	15
图 26 公司摊薄净资产收益率	15
图 27 公司销售净利率及销售毛利率	15
图 28 可比物业管理公司毛利率水平（%）	16
图 29 公司销售及管理费用率	16
图 30 公司财务费用率	16
图 31 公司资产负债率与净负债率	17
图 32 公司货币资金及同比增速	17

图 33 可比物业管理公司估值水平 (PE, TTM)错误!未定义书签。

表 1	公司现任高管	6
表 2	公司机构物业市场拓展代表项目	10
表 3	公司商业管理品牌	12
表 4	公司持有物业出租情况 (截至 2019 年 12 月 31 日)	13
表 5	公司智能物业平台及系统	13
表 6	招商积余在管面积预测 (万平方米)	17
表 7	招商积余基础物业管理服务预测	18
表 8	招商积余主要业务拆分	18
表 9	DCF 估值模型及主要假设 (单位: 百万元)	19
表 10	DCF 估值模型 (单位: 百万元)	19

1. 珠联璧合强强联手，迈入行业第一梯队

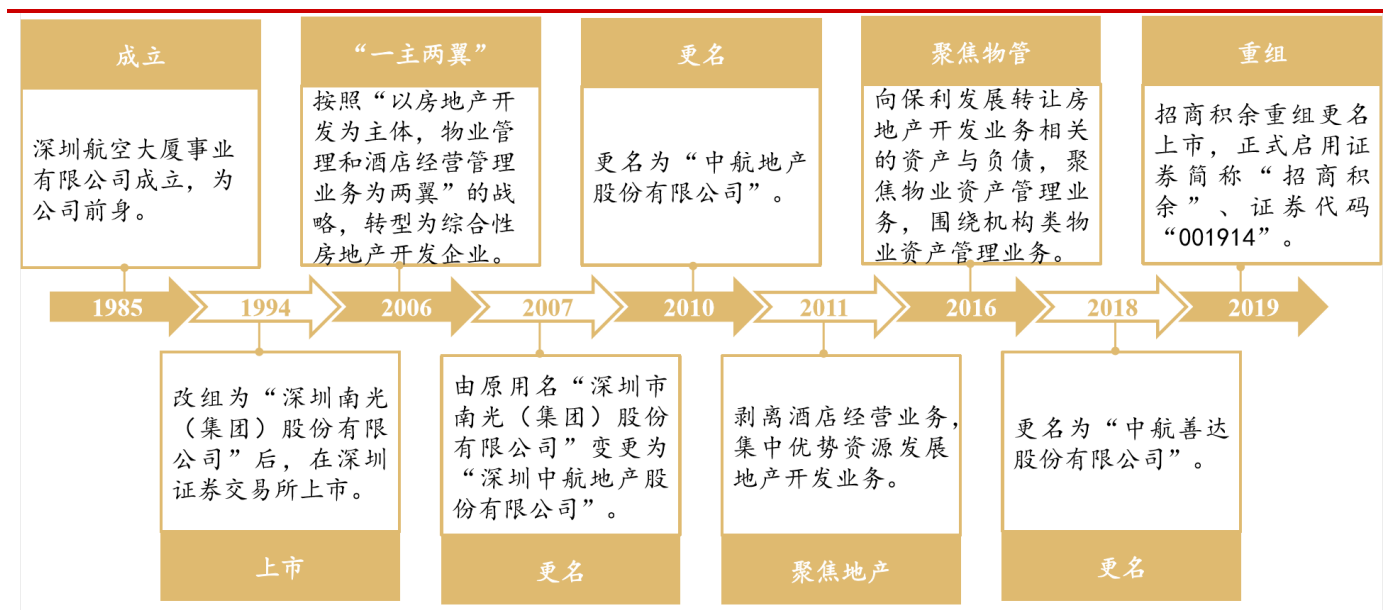
1.1. 四番战略转型，聚焦物业赛道

2019 年中航物业与招商物业合并后，由中航善达正式更名为招商积余。招商积余是招商局集团旗下唯一一家从事物业管理与服务的企业，隶属于招商蛇口，于 1985 年创立，1994 年在深交所上市，旗下拥有招商物业、中航物业、九方资管等主要品牌，主要从事物业管理及资产管理等业务。

自创立之初，公司已历经四次重大战略转型：1) 2006 年，按照“以房地产开发为主体，物业管理和酒店经营管理业务为两翼”的发展战略，由多元化经营企业逐步转型为综合性房地产开发企业；2) 2011 年 8 月，剥离酒店经营业务，集中优势资源发展地产开发业务；3) 2016 年 12 月，向保利地产转让房地产开发业务，逐步聚焦物业资产管理业务；4) 2019 年，顺利完成重大资产重组，中航物业与招商物业合并，更名为招商积余，致力于打造“国内领先的物业资产管理运营商”为目标。

截至 2019 年 12 月 31 日，公司物管业务覆盖全国 70 多个主流城市，管理项目合计 1198 个，管理面积达 1.53 亿平方米，各项业务高速发展，跻身行业第一梯队。

图 1 招商积余发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2. 背靠大型央企，股权结构集中

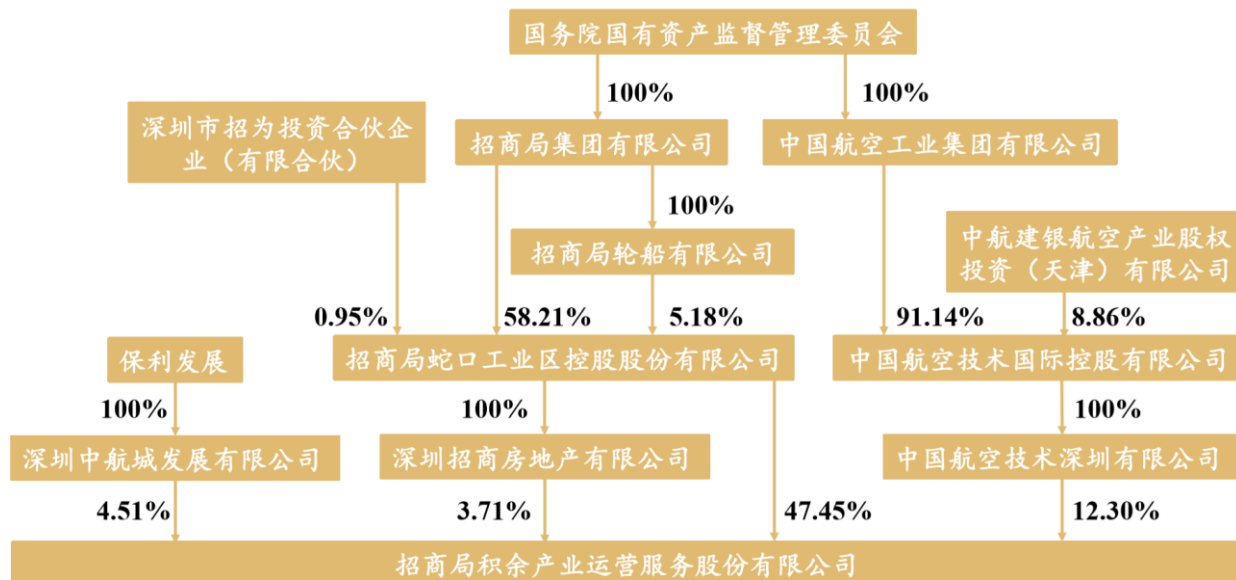
公司重大资产重组通过两个步骤进行：1) 中航国际控股向招商蛇口协议转让 1.49 亿股，占公司总股本的 22.35%；2) 招商积余通过发行股份方式购买招商蛇口所持有的招商物业 100% 的股权。

重组完成后，公司控股股东由中航技深圳变更为招商蛇口，实际控制人为招商局集团有限公司，招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，2019 年集团利润总额、净利润和总资产在所有央企中均排名第一。从持股比例来看，截至 2020 年 4 月 29 日，招商蛇口直接持有公司 47.45% 股权，并通过深圳招商地产间接持有 3.71% 股权，累计持股比例达 51.16%，为公司第一大股东；第二大股东为中国航空技术深圳有限公司，持股比例为 12.30%；此外，保利发展通过深圳中航城发展持有 4.51% 股

权。总体来看，重组后公司股权集中，同时，依托央企大股东的背景，可在未来获取优势资源，为公司高质量的快速发展夯实基础。

管理架构方面，原中航物业总经理石正林先生就任公司总经理，原招商物业总经理谢水清先生、原招商证券投行部董事总经理王苏望先生就任公司副总经理。中航系与招商系人员同时进驻管理层，在对原有业务的对接及整合上保持了稳定性，同时，有利于实现合并后平稳快速的过渡。

图 2 招商积余股权结构（截至 2020 年 4 月 29 日）



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 1 公司现任高管

姓名	职位	工作经历
石正林	总经理	男，51 岁，硕士研究生，长江商学院 EMBA，一级高级经济师，现任公司董事、总经理、党委书记，中国物业管理协会副会长。曾任中航物业管理有限公司总经理，公司副总经理、常务副总经理、总经理、董事长。
谢水清	副总经理	男，47 岁，本科学历，现任公司常务副总经理、党委副书记，招商局物业管理有限公司总经理、党委书记，中国物业管理协会副会长。曾任招商局物业管理有限公司市场发展部、品质管理部总经理，总经理助理、副总经理。
王苏望	副总经理	男，48 岁，经济学博士。现任公司副总经理。曾任中信证券股份有限公司投资银行部高级经理，招商证券股份有限公司投资银行总部董事总经理、投资银行总部战略客户部总经理。
杨祥	副总经理、董秘	男，55 岁，经济师，硕士研究生。现任公司副总经理、董事会秘书。曾任安徽省高级人民法院助理审判员、审判员、副处长，公司经理部经理、总经理助理、纪委书记、党委副书记。
张秀成	财务总监	男，54 岁，高级会计师，本科学历。现任公司财务总监。曾任中航沈飞金属结构工程公司财务部经理，公司财务部副经理、经理、副总会计师、总经理助理、财务负责人、总会计师。

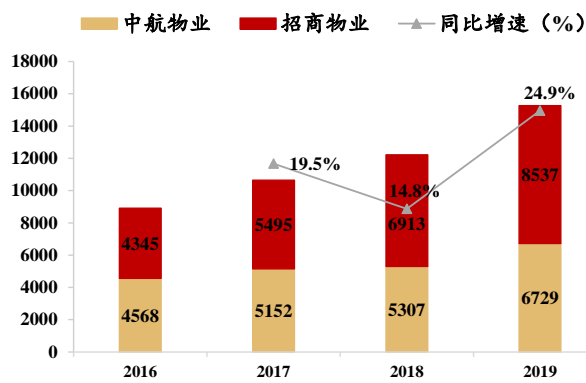
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. “中航+招商”优势互补，多元业态增速强劲

招商积余的核心业务结构主要分为基础物业管理和专业化服务，服务对象涵盖住宅和非住宅物业。截至 2019 年末，公司物管项目达 1198 个，在管面积 1.53 亿平方米，与同行业龙头公司对比，公司在管面积规模及物管收入均排名行业前列，跻身物管行业第一梯队。

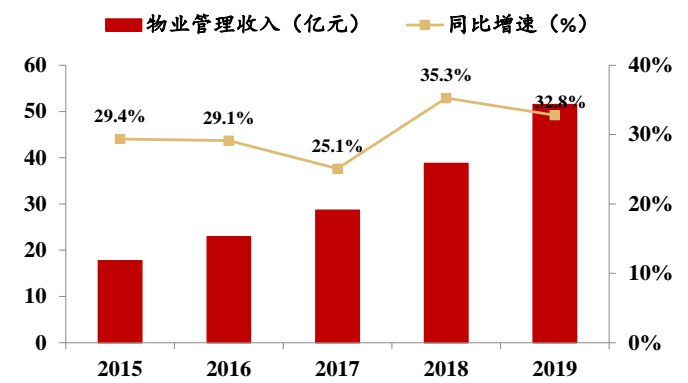
合并重组后，招商积余坐拥中航物业及招商物业两大品牌，其中，中航物业聚焦市场化机构业务，招商物业深耕住宅物业领域。截至 2019 年末，中航物业在管项目 591 个，管理面积 6729 万平方米，其中住宅业态管理面积占比 31%，非住宅业态管理面积占比 69%；招商物业在管项目 607 个，管理面积 8537 万平方米，其中住宅业态管理面积占比 65%，非住宅业态管理面积占比 35%。2019 年公司物业管理业务实现营业收入 51.5 亿元，同比增长 32.8%，占公司总营业收入的 84.7%；其中，基础物业管理实现营业收入 46.0 亿元，同比增长 27.9%，专业化服务业务实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 95.9%。重组合并后，招商积余背靠央企母公司获取住宅项目资源，凭借自身强大的市场化非住物业拓展能力签订机构类项目，同时，多元增值服务业态迅速崛起，并有望持续提升公司的盈利能力。总体来看，在“住宅+非住”双业态驱动下，公司发展已步入快车道，作为行业龙头企业在物管行业高速发展的黄金期有望一展宏图。

图3 公司在管面积及同比增速



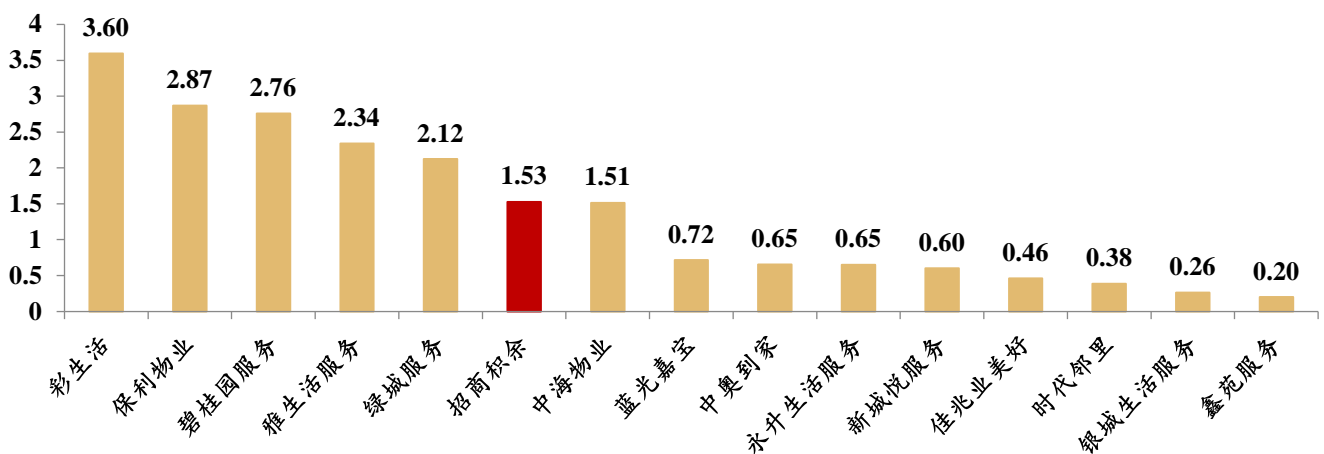
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司物管收入及同比增速



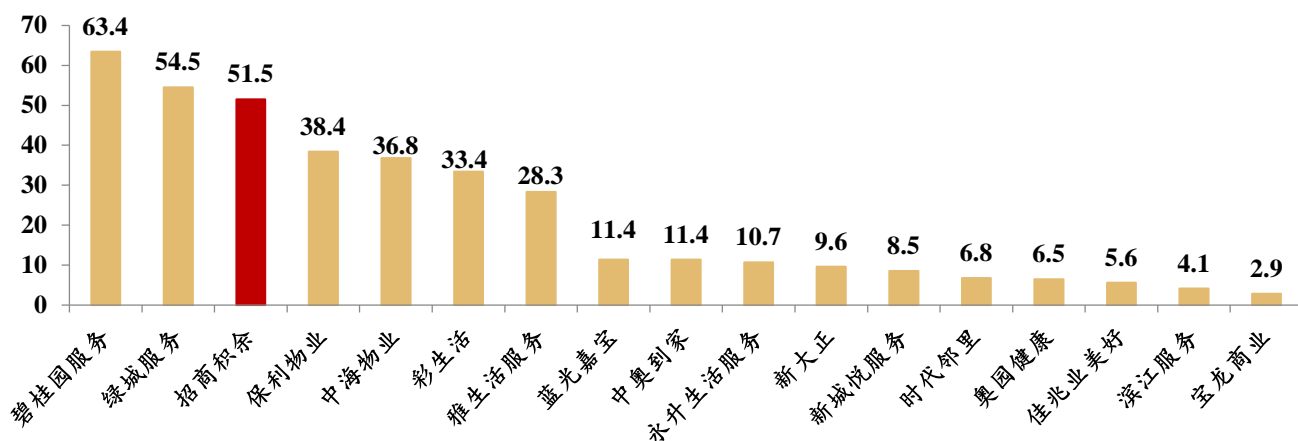
资料来源：Wind，华西证券研究所

图5 上市物管公司2019年在管面积对比（亿平方米）



资料来源：公司公告，克而瑞，华西证券研究所

图6 上市物管公司2019年物管服务收入对比（亿元）

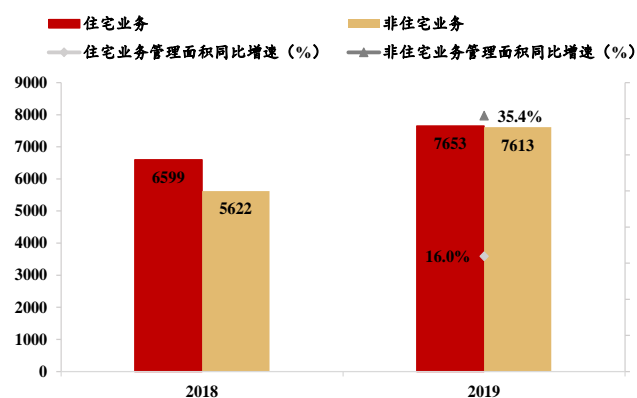


资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.1. 基础物业管理：稳守物业基本盘，积极外拓第三方

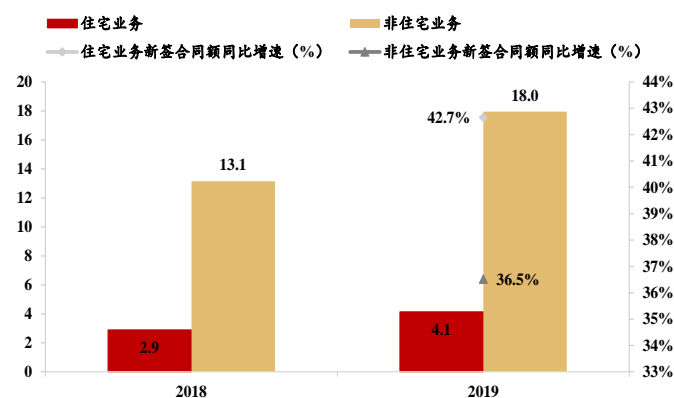
公司基础物业管理服务主要为传统物业管理，提供保安服务、保洁服务、绿化保养、维修保养以及综合保障服务等，其服务对象涵盖住宅类物业和非住宅类物业。2019年公司住宅业务在管面积达7653万平方米，同比增长16.0%，实现营业收入8.4亿元，同比上升47.1%；非住业务在管面积达7613万平方米，同比增长35.4%，实现营业收入37.6亿元，同比上升24.3%；综合来看，公司非住业务收入占比高，毛利率高于住宅物业，而住宅业务收入增速高于非住业务，整体基础物业的基本盘处于稳步快增的发展阶段。

图7 公司基础物业分产品管理面积（万平方米）



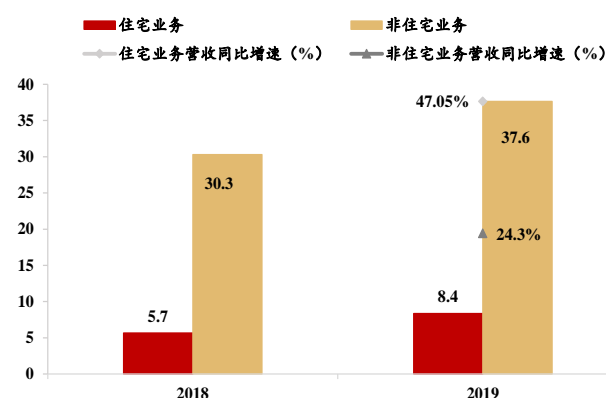
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图8 公司基础物业分产品新签合同金额（亿元）



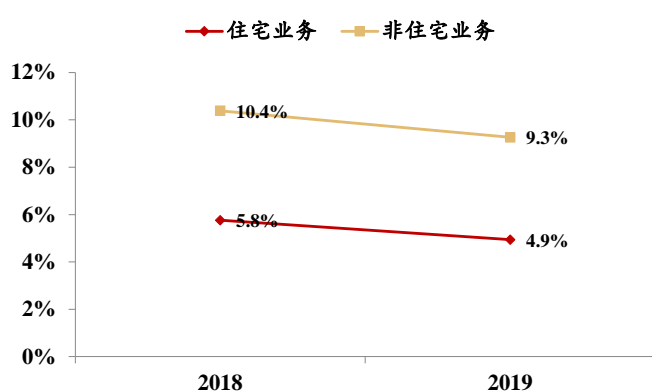
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图9 公司基础物业分产品营收（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

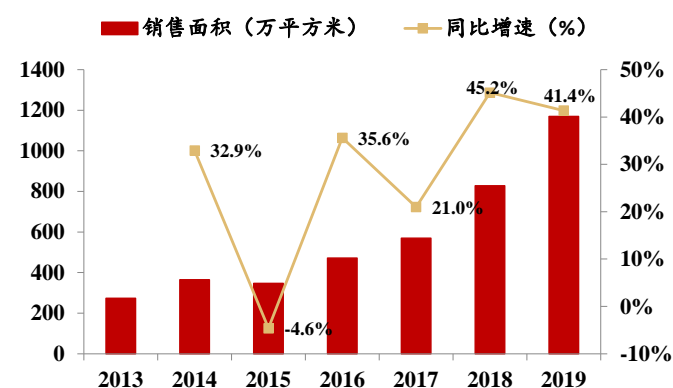
图10 公司基础物业分产品毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

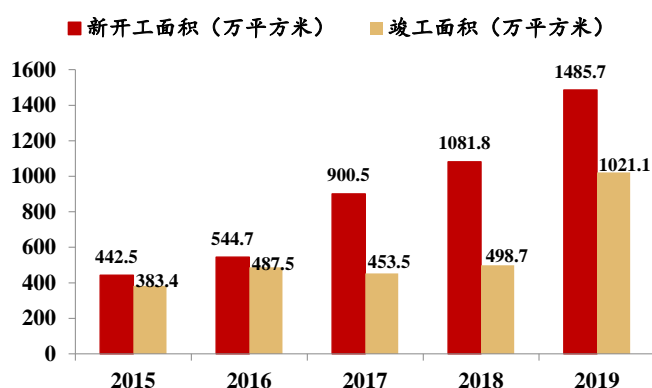
母公司招商蛇口的销售规模位居克而瑞房地产排行榜 TOP20，招商蛇口自 2015 年以来销售面积复合增速超 30%，新开工及竣工面积也分别从 2015 年的 442.5 万平方米和 383.4 万平方米，迅速提升至 2019 年的 1485.7 万平方米和 1021.1 万平方。伴随着母公司开发业务规模的不断扩大，同时，前期项目迎来竣工高峰，招商积余将迎来源源不断的项目资源。此外，招商局集团在交通、港口、物流、金融服务等业务上拥有庞大的业务资源，未来通过深化与招商局集团的业务协同，可为公司的机构业务开拓提供新的增量空间。

图11 招商蛇口销售面积及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

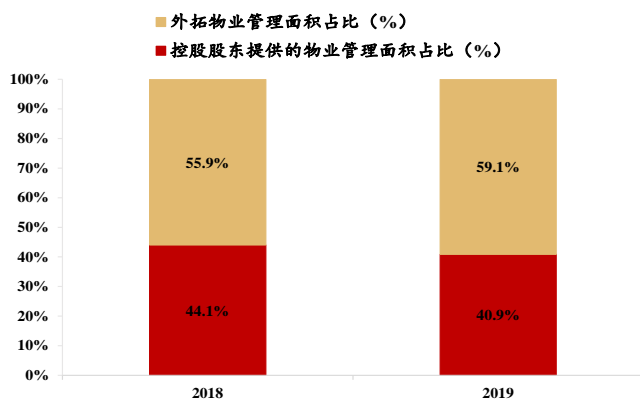
图12 招商蛇口新开工及竣工面积



资料来源：Wind，华西证券研究所

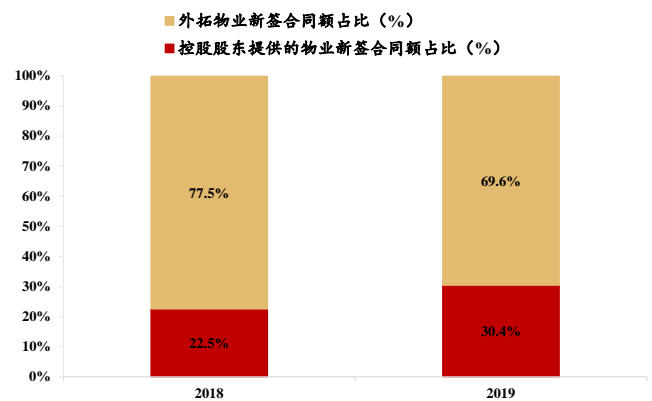
2019 年公司外拓项目的管理面积为 9022 万平方米，同比增长 32%，占总管理面积的比重从 2018 年的 55.9%提升至 59.1%；外拓物业新签订合同额占比为 69.6%，占比超过 2/3，体现出强大的第三方项目获取能力。公司拥有专业的市场化拓展、运营、管理团队，已建立起较为成熟的激励机制，并重点围绕机构物业开展市场拓展，目前，中航物业已确立了在中国机构类物管高端市场的优势地位，2019 年新签项目涵盖了企业总部、政府、商业写字楼、园区、高校、场馆、医院、公共交通等众多机构特色业态，更在城市服务项目取得突破。

图 13 公司管理面积来源



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 公司新签年度合同额来源



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 公司机构物业市场拓展代表项目

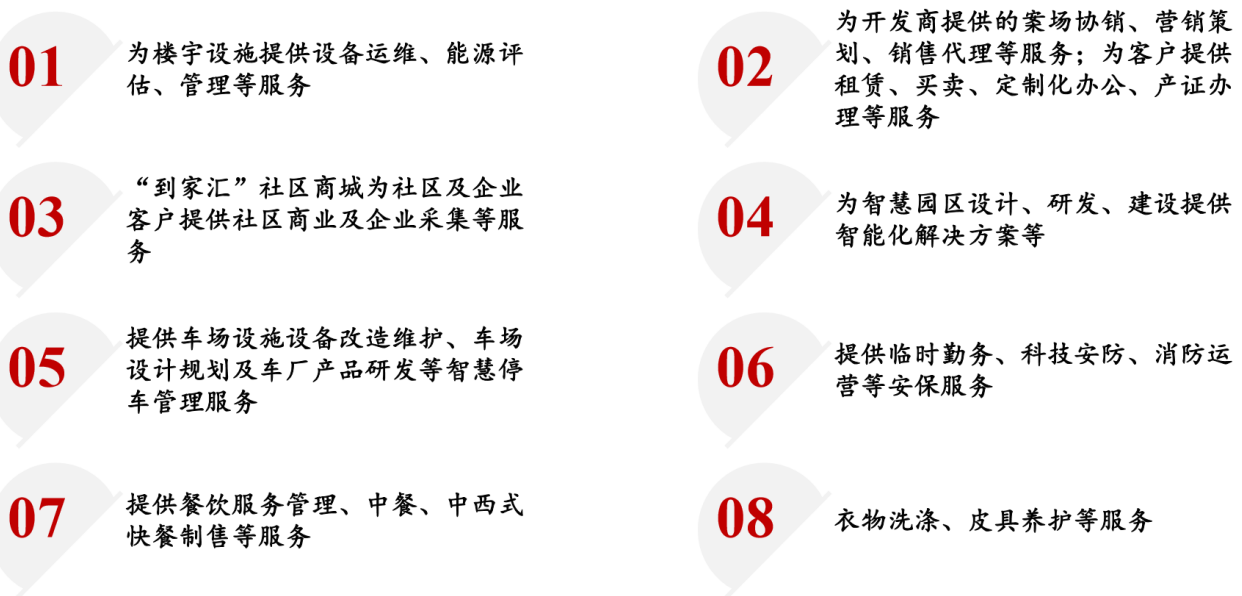
机构业态	具体项目
企业总部	北京大兴国际机场南航基地、北京京东集团总部办公楼、阿里巴巴广东云计算数据中心、陕西省移动本部、中国移动重庆分公司、中国邮储银行湖北省分行、北京环境交易所
政府	退役军人事务部、港珠澳大桥人工岛、四川省应急厅、中国人民银行深圳支行、长沙支行、漳州招商局经济技术开发区行政服务中心
商业写字楼	深圳罗湖进元大厦、上海临江商业商务中心、厦门瑞华中心
园区	中关村新兴产业前沿技术研究院、中关村生命科学园医药科技中心、合肥中科智城
高校	西安交通大学中国西部创新港、上海应用技术大学、大连理工大学陵水校区、山东第一医科大学、火箭军工程大学、深圳荟同国际学校
场馆	郑州奥体中心、湖南省美术馆、南京大屠杀纪念馆、长沙市青少年宫、军运会体育中心综合服务保障项目等； 医院项目：武汉市精神卫生中心六角院区、莆田涵江医院
公共交通	济南轨道交通 R3 线及配控中心、济南遥墙国际机场航站楼、武汉地铁 2 号线
城市服务	海南三亚崖州湾科技城

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 增值服务：专业服务扩规模，创新经营添内容

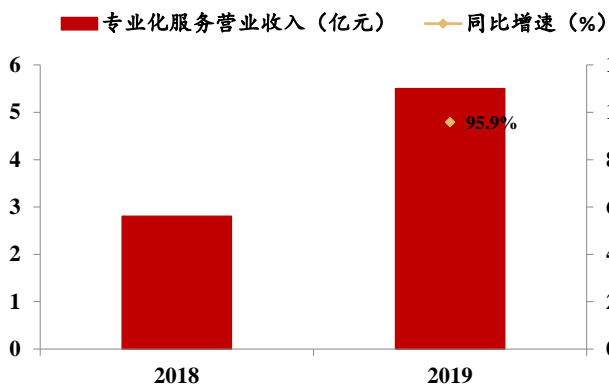
2019 年公司专业化服务收入 5.5 亿元，同比增长 95.9%，实现跨越式成长，毛利率达 21.22%，远高于基础物业管理服务。近年来，公司积极开源节流，在控制内部成本的基础上，努力开拓多种收入途径，向产业链上下游延伸专业化服务，并推出设备管理、中介服务、智慧停车和智慧园区等系列特色服务；在做好基础物业服务的同时，根据自身所具备和整合的资源为客户提供专业化配套与增值服务，通过不断创新，形成独特品牌优势，加强用户黏性，并将专业化服务推向增值回报的新台阶。

图 15 公司专业化服务具体内容



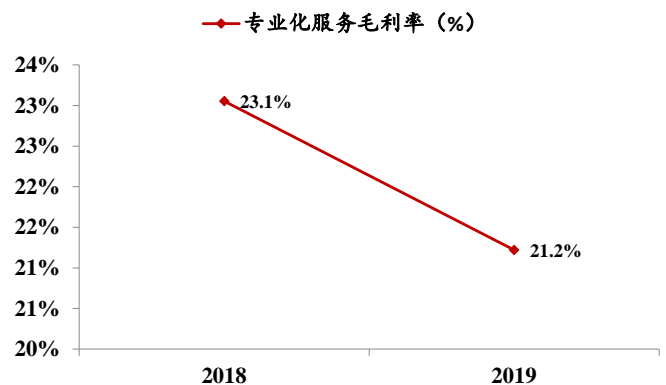
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 公司专业化服务营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 公司专业化服务毛利率

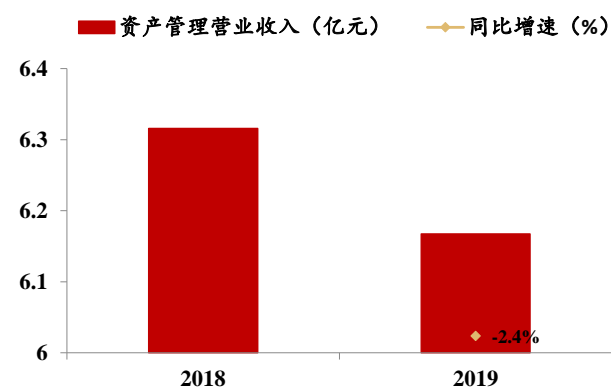


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3. 资管业务：布局商管蓝海，“八方+1”容纳精彩

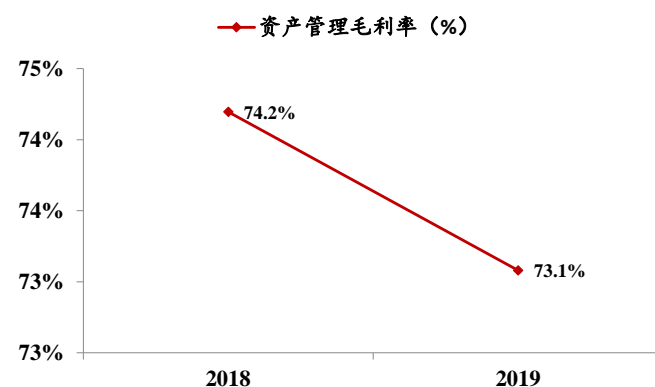
公司资产管理业务主要分为商业运营、持有物业出租及经营，2019 年实现资产管理业务收入 6.2 亿元，占总营业收入的 10.2%，毛利率高达 73.1%。招商积余以做“中国商业资产运营管理的领跑者”为发展目标，积极发展资管业务，专注投资、开发、运营方向，成功搭建了国内首屈一指的商业平台，为投资商实现稳定资产增值、为租户实现可持续的商业回报。

图 18 公司资产管理营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 公司资产管理毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

在商业运营方面，公司全力打造“九方”及“九方荟”购物中心商业品牌，旗下九方资管利用专业的商业运营管理能力，为商业地产项目提供土地获取及开发建设阶段的商业定位、规划设计、工程改造等顾问咨询服务，以及商业项目开业筹备和运营阶段提供招商、策划、推广、运营管理等服务。截至 2019 年底，九方资管在管项目 16 个，管理面积 143 万平方米，较 2018 年末的 127 万平方米增长 12.6%，其中自营项目 4 个，受托招商蛇口项目 4 个，轻资产管理输出项目 8 个。商业项目层面的运营管理作为商业地产的核心，使公司在商业地产的管理、策划、代理、运营领域具备较强的综合实力，为将来进一步开辟商业运营项目打下良好的基础。

表 3 公司商业管理品牌

品牌名称	管理内容
九方	作为全国性的商业地产旗舰品牌，其运营以专业打造集购物、餐饮、休闲、娱乐为一体的一站式时尚生活体验中心为主。凭借先进的管理理念、完善的组织架构、规范的管理体系以及高效的运营团队，围绕“全渠道客户、全渠道营销、全渠道交易、全渠道服务”等四个环节，打造购物中心全渠道营运模式。
九方荟	九方荟是双品牌线战略的一支子品牌体系，定位为 5 万平方米以下，以商务、社区、街区形态为主导的精品购物中心，将作为全新的产品线在轻资产拓展中发挥重要作用。

资料来源：公司公告，网站信息，华西证券研究所

存量物业方面，出租经营收益是公司资管业务重要的利润来源，出租物业类型包括酒店、商业、办公等，总可出租面积为 59.3 万平方米，总体出租率为 96%，保持高位。公司善于利用资产梳理、整合等方式方法，运用市场视野来经营存量物业资产，积极借助外部第三方专业公司的力量推进存量资产盘活，以此实现效益最大化。

表 4 公司持有物业出租情况（截至 2019 年 12 月 31 日）

物业业态	可出租面积（万平方米）	已出租面积（万平方米）	平均出租率（%）
酒店	10.31	10.31	100%
购物中心	38.50	37.31	97%
商业	7.36	6.56	89%
写字楼	2.78	2.55	92%
住宅	0.08	0.08	100%
公共建筑	0.14	0.14	100%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.4. 科技赋能提质增效，企业创新回归人效

公司应用科技手段实现智能物业，以降低物业成本、提高服务质量，进行转型升级，其目前拥有智慧物业π平台及招商通两大智慧系统。

2019 年，中航物业围绕智慧物业平台，重点研发 8 个智慧物业产品，并获得 15 项专利与 57 项软著，其智慧物业已布局 15 个省 4 个直辖市，内部覆盖项目达 516 个。而招商物业则持续推进“招商通智慧服务平台”的更新迭代，2019 年招商物业的 607 个在管项目全部升级为招商通 2.0 版本，面向超 30 万客户提供全业务流程在线的服务，并通过积极推动物联技术和智慧运营中心建设相结合，建成了 6 个城市级智慧运营中心，探索物联网在门禁车行、设施设备、环境管理、业务共享等场景的推广应用，提升公司的集约化、精细化管理水平。

表 5 公司智能物业平台及系统

智慧物业π平台	招商通
以智慧物业π平台为载体，打造了π修、π巡、π防、π停、π控、服务之窗等系列智慧服务模块，突破物业服务管控瓶颈，打通物业管理价值链。	以招商通智慧平台为基础，通过到家汇、慧到家、招商通终端应用，构建智慧社区生态圈运营体系。
	

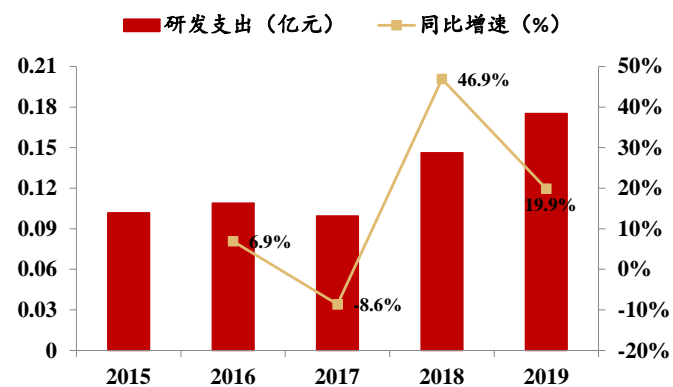
资料来源：公司官网，网站信息，华西证券研究所

与此同时，公司不断加大研发投入，2019 年研发投入达 1752.7 万元，同比增长 19.9%，占营业收入比例由 2018 年的 0.22%提高至 0.29%。公司持续完善全生命周期管理平台的研发和应用，提高设备专业技术水平，开展智慧安防 AI 视频分析技术的研发和试点，进行智慧停车在管项目数据接入和周边商业活动数字信息共享的研发，

并在医院、高校等细化业态着力建设智慧医辅系统和智慧校园系统，在提质增效的同时加强细化业态市场的竞争力。

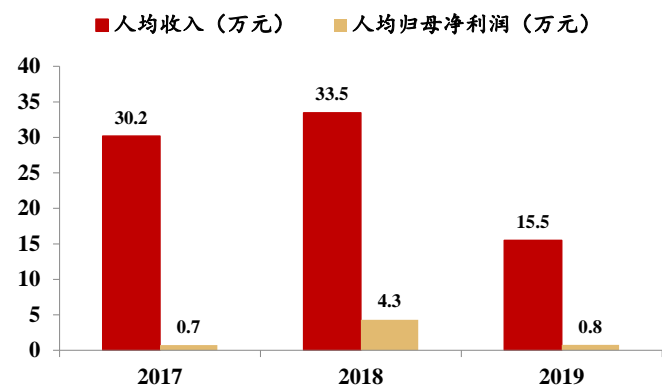
物业管理作为人力资源密集型行业，人效亦是考量其管理质量的重要因子。公司2019年人均收入及人均归母净利润分别为15.5万元和0.8万元，主要系受重组合并影响，待后期经营管理效率提升叠加使用高效的智能管理平台后，预计公司人效收入及人效净利润有望显著修复。

图 20 公司研发支出及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 公司人均收入及人均归母净利润



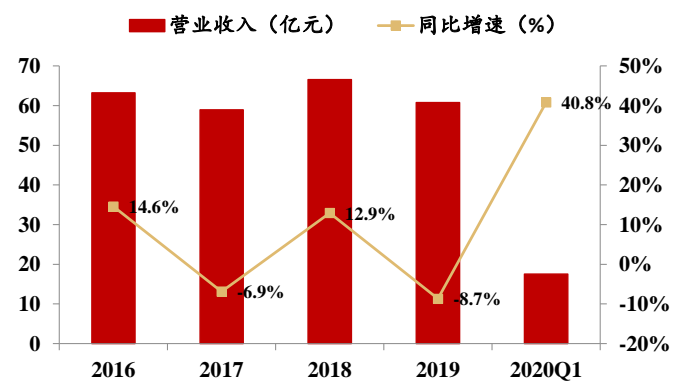
资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 财务状况稳健，盈利改善可期

3.1. 物管收入稳中快进，管理效率持续提升

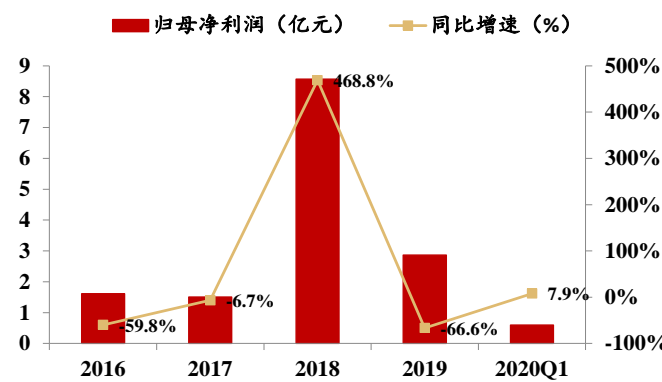
2019年公司实现营业收入60.8亿元，同比下降8.7%；归母净利润2.9亿元，同比下降66.6%，业绩出现下滑主要系公司逐渐退出房地产开发项目，拖累当期利润，而另一方面，物管业务收入达51.5亿元，同比增长33%，保持着良好的发展态势。2020年第一季度，公司实现营业收入17.5亿元，同比增长40.8%；归母净利润0.6亿元，同比增长7.9%，在疫情影响下，公司收入快增，业绩实现正增长，展现出强大的抗风险能力。随着后期疫情影响减弱，在降本增效的2020年，公司的收入和盈利能力有望双提升，业绩快速增长值得期待。

图 22 公司营业收入及同比增速



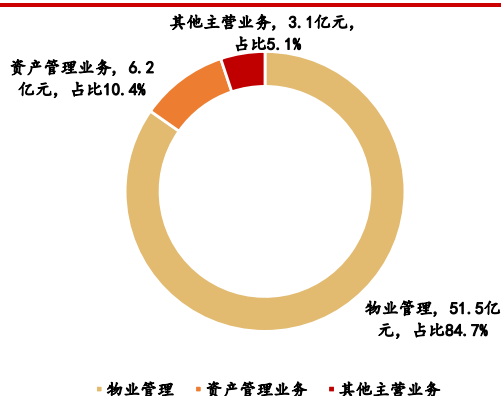
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 公司归母净利润及同比增速



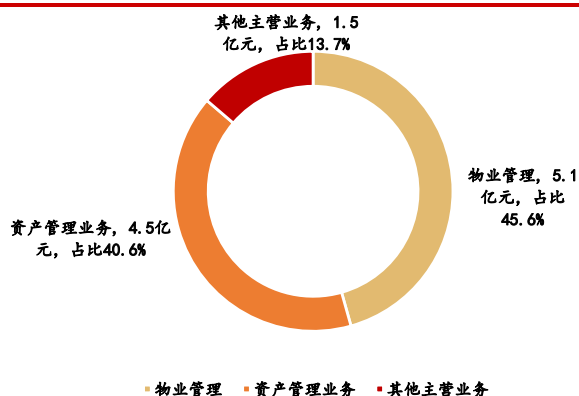
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 24 公司 2019 年营业收入拆分



资料来源: Wind, 华西证券研究所

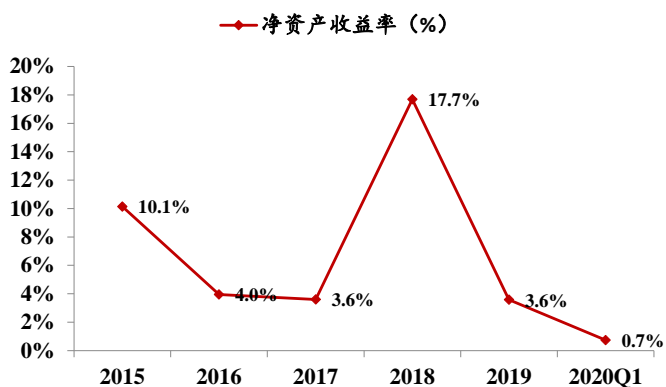
图 25 公司 2019 年毛利拆分



资料来源: Wind, 华西证券研究所

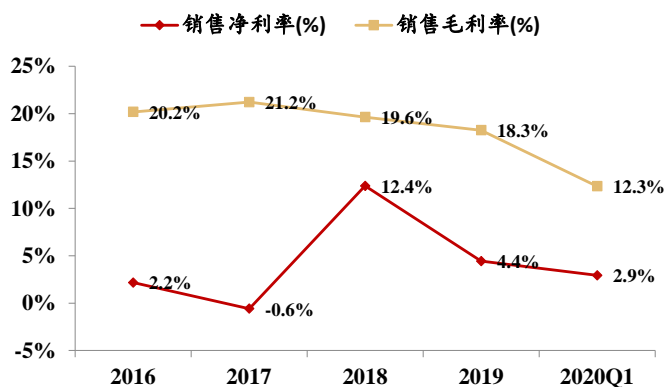
盈利能力方面, 2020 年第一季度, 公司的净资产收益率、销售毛利率和净利率分别为 0.74%、12.35%和 2.94%, 分别较 2019 年末下滑 2.58pct、5.91pct 和 1.50pct, 重组合并后, 公司的盈利能力显著低于行业可比公司的平均水平, 我们认为, 公司盈利水平较低, 主要系招商物业前期的发展更多是母公司为提高开发项目质量而产生的附属服务。而重组后, 公司已提出一系列提质增效举措, 待完成原有业务价值延伸、新业务培育及管理提效等方案后, 公司整体的盈利能力将显著修复。

图 26 公司摊薄净资产收益率



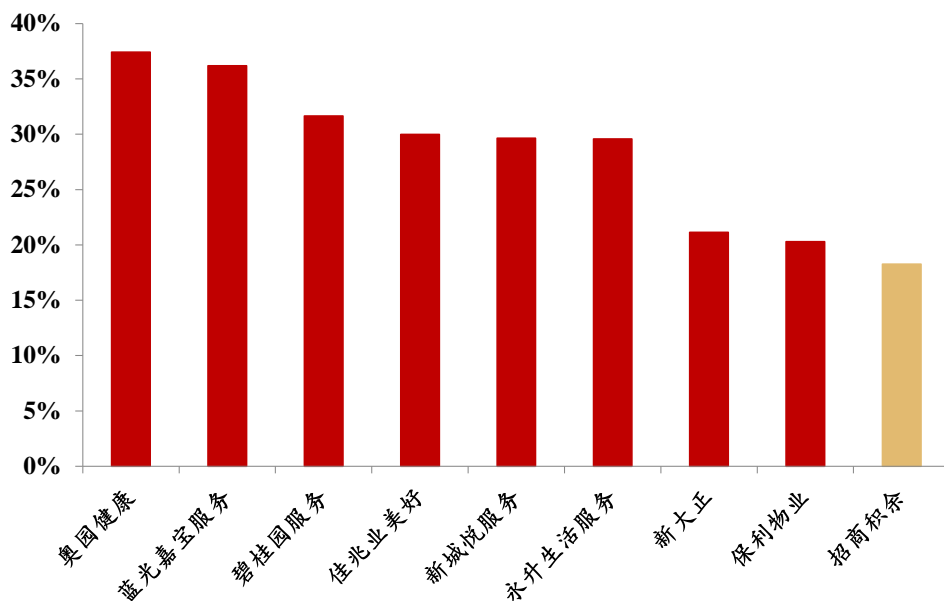
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 27 公司销售净利率及销售毛利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

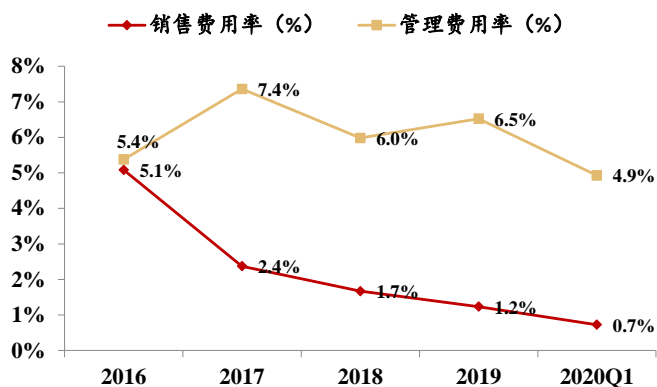
图 28 可比物业管理公司毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

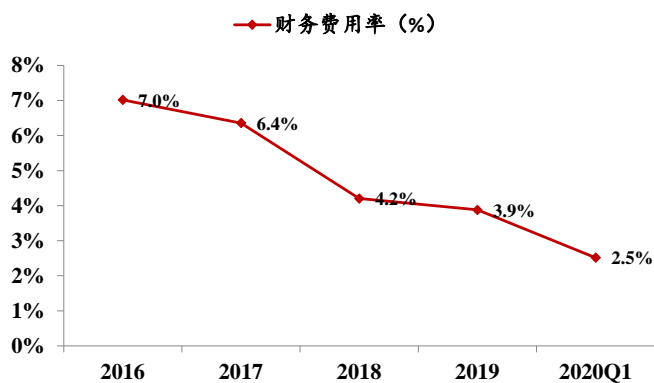
费用率方面, 2020 年第一季度公司的销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 0.72%、4.93%、2.52%, 分别较去年年末下降 0.51pct、1.60pct、1.36pct。其中销售费用率下降最为明显, 由 2016 年的 5.08% 降至当前 0.72%, 主要系公司剥离房地产开发项目后, 相关销售代理费、广告宣传费等减少所致。未来在管理效率显著提升的背景下, 公司整体费用率有望进一步下滑。

图 29 公司销售及管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 30 公司财务费用率

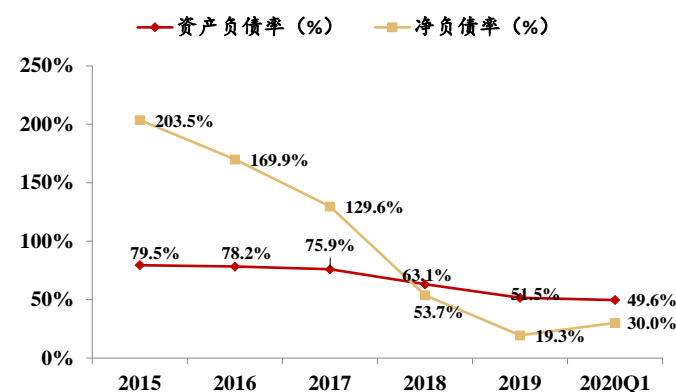


资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.2. 财务杠杆率下降, 在手货币资金充沛

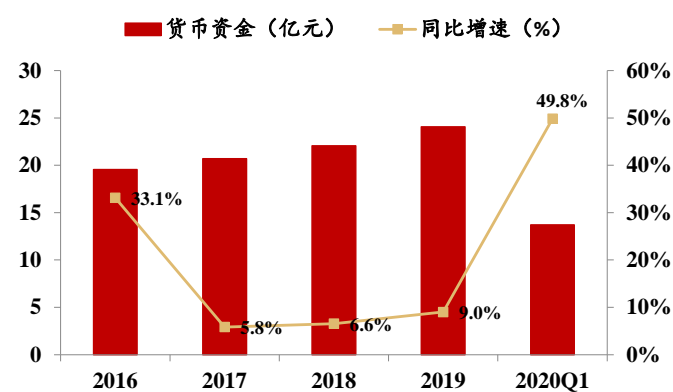
截至 2019 年末, 公司资产负债率为 51.51%, 较 2018 年下降 11.58pct; 截至 2020 年一季度末, 公司的资产负债率进一步下降至 49.61%, 并表后招商积余的资产规模及货币资金大幅增加, 使得杠杆率显著下滑。2020 年一季度末, 公司在手货币资金达 13.7 亿元, 同比增长 49.8%, 充足的现金储备为将来可能的外延式扩张留下了足够的空间。

图 31 公司资产负债率与净负债率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 32 公司货币资金及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们对招商积余各部分业务进行估值。

- 1) 物业管理业务：在管面积方面，鉴于房屋自新开工至竣工交付存在滞后期，因此我们假设滞后期为两年。此外，公司未来战略方向将在内生稳步发展的同时，积极开展第三方，实现内外部资源同步发展。我们预计，公司在管面积仍将保持较快增长，预计 2020-2022 年来自招商蛇口的在管面积增速为 21%、20%、12%；来自第三方在管面积增速为 35%、34%、33%；整体在管面积增速为 29%、29%、25%。

表 6 招商积余在管面积预测（万平方米）

在管面积（万平方米）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
在管面积	12,220	15,266	19,722	25,349	31,779
同比 (%)	15%	25%	29%	29%	25%
来自招商蛇口	5,384	6,244	7,542	9,028	10,073
同比 (%)	-	16%	21%	20%	12%
来自第三方	6,836	9,022	12,180	16,321	21,707
同比 (%)	-	32%	35%	34%	33%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

住宅及非住物业收入方面，综合考虑住宅及非住行业物业管理费过往增速，我们假设 2020-2022 年公司单位面积物业管理费收费平均增速为 6%。由于住宅物业在管面积主要来自控股股东招商蛇口，预计 2020-2022 年住宅物业在管面积增速达 18%、17%、16%；非住宅物业作为未来拓展的重点，预计 2020-2022 年非住宅物业在管面积增速达 40%、38%、32%，加之非住物业管理费较高，这一业务板块的收入将实现较快增长。

表 7 招商积余基础物业管理服务预测

基础物业管理构成	2018	2019	2020E	2021E	2022E
住宅物业收入（亿元）	5.68	8.35	12.56	12.80	14.13
非住宅物业收入（亿元）	30.29	37.64	82.57	107.78	136.04
合计（亿元）	35.97	46.00	95.13	120.58	150.17
住宅物业在管面积（万平方米）	6,599	7,653	9,064	10,640	12,365
同比（%）	-	16%	18%	17%	16%
非住宅物业在管面积（万平方米）	5,622	7,613	10,658	14,708	19,415
同比（%）	-	35%	40%	38%	32%
合计（万平方米）	12,220	15,266	19,722	25,349	31,779

资料来源：公司公告，华西证券研究所

鉴于招商积余已加强专业服务的培育力度、推进服务产品专业化、提高设备设施专业技术水平等各项举措，为实现专业市场的突破而建立多业态、多环节的综合能力，因此未来专业化服务的增值发展规模将快速提高。同时，基础物业管理服务将保持稳健增长，资产管理业务收入将因未来持有物业的转让、商业运营的培育而维持平稳的增速水平。我们预计 2020-2022 年基础物业管理服务收入增速为 107%、41%、25%；专业化服务收入增速为 67%、60%、60%；资产管理业务收入增速为 4%。

表 8 招商积余主要业务拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
基础物管收入（亿元）	35.97	46.00	95.13	120.58	150.17
同比（%）	-	28%	107%	41%	25%
专业化服务收入（亿元）	2.81	5.50	9.17	14.66	23.46
同比（%）	-	96%	67%	60%	60%
资产管理业务收入（亿元）	6.32	6.17	6.41	6.67	6.94
同比（%）	-	-2%	4%	4%	4%
其他（亿元）	21.46	3.12	1.25	0.50	0.00
同比（%）	-	-85%	-60%	-60%	-100%
营业收入合计（亿元）	66.56	60.78	111.96	142.41	180.57
同比（%）	-	-9%	84%	27%	27%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

基于 DCF 模型，我们假设税率为 30%，贴现率为 10%，永续增长率为 3%，我们预测得出招商积余的企业价值约为 324 亿元，其中 125 亿元为自 2020 年至 2030 年的自由现金流折现值，199 亿元为永续经营部份的现值，综合来看，由 DCF 模型最终得出公司物业管理业务的估值为每股 30.56 元。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 9 DCF 估值模型及主要假设（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入	6078	11196	14241	18057	22048	26502	31060	35719	40148	44003	46819	48645
同比 (%)		84.2%	27.2%	26.8%	22.1%	20.2%	17.2%	15.0%	12.4%	9.6%	6.4%	3.9%
EBIT	408	886	1223	1614	2017	2471	2946	3438	3909	4331	4647	4856
同比 (%)		117.0%	38.0%	32.0%	25.0%	22.5%	19.2%	16.7%	13.7%	10.8%	7.3%	4.5%
调整项												
所得税	139	266	367	484	605	741	884	1031	1173	1299	1394	1457
折旧与摊销	57	90	108	125	140	156	171	185	198	209	216	221
经营性现金流量净额	359	711	963	1255	1553	1886	2233	2592	2934	3241	3469	3621
营运资金变化	11	16	18	20	22	25	27	29	31	32	33	34
资本支出	13	19	22	25	27	30	33	35	37	39	40	41
自由现金流	357	707	959	1250	1548	1881	2227	2586	2928	3233	3462	3613
贴现		643	793	939	1057	1168	1257	1327	1366	1371	1335	1266

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 10 DCF 估值模型（单位：百万元）

	数值
可变参数：税率	30%
贴现率	10%
永续增长率	3%
2020-2030 年自由现金流现值	12522
永续自由现金流现值	19901
企业价值	32423
净负债/现金	-2
少数股东权益	19
权益价值	32406
总股本（百万股）	1060
每股权益价值（元/股）	30.56

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2) 房地产业务：经测算，公司存量房地产业务的 NAV 为 75 亿元，考虑到主流房企 NAV 均有一定折价，因此我们假设公司的 NAV 折价率为 30%，得出房地产业务价值约为 53 亿元。

综上，将物业管理业务价值与房地产业务价值相加，得出公司总体价值约为 377 亿元，对应目标价 35.57 元/股。

重组后，招商积余跃升至行业第一梯队，依托央企母公司获取住宅资源，非住宅领域持续发力，市场化拓展能力强劲，专业服务独具特色，财务保持稳健，未来利润率水平有望持续修复。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.58、0.8、1.1 元/股，对应 PE 为 54.1、39.2、28.6 倍。考虑到公司当前在 A 股市场的稀缺性及较高的成长性，并参考 DCF 模型估值，给予公司 10% 的估值溢价，对应目标价 39.13 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

人工成本上升过快：人工成本为物管公司主要成本之一，人工成本大幅上升将显著影响公司当期净利润。

新签管理面积不及预期：新签面积较少将影响公司后期成长性。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,078	11,195	14,241	18,057	净利润	270	618	853	1,169
YoY (%)	-8.7%	84.2%	27.2%	26.8%	折旧和摊销	57	63	67	71
营业成本	4,968	9,494	12,019	15,132	营运资金变动	-284	-1,329	-138	-80
营业税金及附加	16	112	142	181	经营活动现金流	359	-495	941	1,336
销售费用	75	90	114	144	资本开支	-44	28	17	7
管理费用	379	515	648	813	投资	-3	0	0	0
财务费用	236	177	180	177	投资活动现金流	1,215	45	40	25
资产减值损失	-8	-9	-10	-11	股权募资	5	0	0	0
投资收益	-3	17	23	18	债务募资	760	0	0	0
营业利润	402	853	1,198	1,660	筹资活动现金流	-1,388	-189	-189	-189
营业外收支	7	30	20	10	现金净流量	186	-639	792	1,171
利润总额	408	883	1,218	1,670	主要财务指标				
所得税	139	265	365	501	成长能力				
净利润	270	618	853	1,169	营业收入增长率	-8.7%	84.2%	27.2%	26.8%
归属于母公司净利润	286	618	853	1,169	净利润增长率	-66.6%	116.0%	38.0%	37.1%
YoY (%)	-66.6%	116.0%	38.0%	37.1%	盈利能力				
每股收益	0.27	0.58	0.80	1.10	毛利率	18.3%	15.2%	15.6%	16.2%
资产负债表 (百万元)					净利率	4.4%	5.5%	6.0%	6.5%
货币资金	2,405	1,767	2,558	3,729	总资产收益率 ROA	1.7%	3.6%	4.4%	5.3%
预付款项	89	190	240	303	净资产收益率 ROE	3.6%	7.2%	9.0%	11.0%
存货	1,658	2,601	3,293	4,146	偿债能力				
其他流动资产	1,762	2,175	2,798	3,554	流动比率	1.43	1.58	1.62	1.66
流动资产合计	5,915	6,732	8,890	11,732	速动比率	1.01	0.92	0.98	1.03
长期股权投资	139	139	139	139	现金比率	0.58	0.41	0.47	0.53
固定资产	601	538	471	400	资产负债率	51.5%	50.0%	51.0%	51.8%
无形资产	25	25	25	25	经营效率				
非流动资产合计	10,586	10,514	10,437	10,355	总资产周转率	0.37	0.65	0.74	0.82
资产合计	16,502	17,246	19,327	22,087	每股指标 (元)				
短期借款	350	350	350	350	每股收益	0.27	0.58	0.80	1.10
应付账款及票据	750	1,561	2,042	2,653	每股净资产	7.53	8.11	8.92	10.02
其他流动负债	3,039	2,355	3,102	4,081	每股经营现金流	0.34	-0.47	0.89	1.26
流动负债合计	4,139	4,266	5,493	7,084	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,971	1,971	1,971	1,971	估值分析				
其他长期负债	2,390	2,390	2,390	2,390	PE	116.92	54.14	39.24	28.62
非流动负债合计	4,361	4,361	4,361	4,361	PB	2.69	3.89	3.54	3.15
负债合计	8,500	8,626	9,854	11,445					
股本	1,060	1,060	1,060	1,060					
少数股东权益	19	19	19	19					
股东权益合计	8,002	8,620	9,473	10,642					
负债和股东权益合计	16,502	17,246	19,327	22,087					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。