

中航善达 (000043) 更名公告点评

积余产业运营服务，百年传承高度定位

❖ 拟更名“招商积余”、代码“001914”，传承百年历史，彰显高度战略定位

公司发布公告，拟更名为“招商局积余产业运营服务股份有限公司”；证券简称拟由“中航善达”变更为“招商积余”；证券代码拟由“000043”变更为“001914”。“积余”在《辞典》里的释义为积攒起来的剩余财物和资产，“积余产业运营服务”意为对存量资产的管理、运营及服务，“积余”之意契合公司的战略及业务发展定位。“积余”与招商局集团及中国房地产行业有着悠久的历史渊源，招商局集团的前身是创立于1872年的轮船招商局，其于1914年2月实行航产分业，成立“积余产业公司”，这是招商局集团最早的直属房地产企业，也是20世纪中国最早出现的有案可查的房地产运营公司之一。而本次证券代码拟变更为“001914”，更有招商局集团百年传承的历史意义，彰显公司在集团的高度战略定位，未来有望打开更为广阔的业务空间。

❖ 合并后在管1.5亿方，打造非住宅物管龙头，规模、业绩料将实现量质齐升

本次重组积极响应国资委瘦身健体、聚焦主业、提质增效要求，将实现物管行业横向整合，明确公司未来发展的战略定位，激发公司的发展活力，进一步打开物业管理战略业务的未来发展空间，打造央企物管旗舰企业。截至19H1末，中航善达、招商物业合并后在管面积将达1.49亿方。中航善达深耕机构类物管，招商物业服务业态丰富（住宅、非住宅面积分别占比68%、32%），并且招商系拥有大量的商办物业，中航善达与招商物业强强联合，合力打造非住宅物业管理龙头。我们维持预计19年中航物业业绩2.3亿，20年业绩有望超预期。预计招商物业19年业绩2.0亿元，合计物管业绩预计4.3亿元，同比+40%，并存在超预期可能。考虑到招商蛇口16-18年新开工面积同比增速分别为23%、65%、60%，将推动销售、竣工持续高增，预计后续营收稳步增长。目前中航善达、招商物业物管利润率较行业仍有较大提升空间，考虑到后续毛利率提升、费用率改善等，预计合并后利润率望逐步修复，业绩有望实现量质齐升。

❖ 按20PEG 0.9倍、PE 37.5倍给予物管目标市值234亿，合理总市值268亿

估算2019-22年业绩CAGR达41.6%，预计20、21年业绩分别为6.3、8.8亿元。考虑到物管行业的高成长性，以及后续业态重定义、增值服务爆发带来的二次空间，并参考3家海外主流物管公司、3家H股主流物管公司分别平均PEG0.7、1.0倍，合并后公司背靠招商局集团的强大央企开发背景，并具备A股龙头物管及非住宅物管公司的双重稀缺性，此次更名招商积余更彰显公司在招商局集团的高度战略定位，理应享受第一梯队物管公司的PEG溢价，我们按20年PEG0.9倍、上调PE至37.5倍（原为PEG0.85倍，PE35倍），对应物管市值234亿元，估算地产及其它业务对应市值约34亿元，合并后公司合理市值约268亿元，按扩股后总股本约10.6亿股，对应合理股价为25.27元。

❖ 投资建议：积余产业运营服务，百年传承高度定位，重申“强推”评级

中航善达逐步剥离地产开发业务，战略聚焦物业管理优质赛道，并深耕机构类物管，与招商物业强强联合，合并后在管面积达1.49亿方，将有望成为非住宅类物管龙头，并且新增招商局集团背景，后续规模扩张得以较强保障。招商物业定位提升，将逐步从“成本中心”转向“利润中心”，同时后续或通过组织架构改革提升人均效能，有望推动利润率提升，实现量质提升。考虑到中航善达19年中期规模超预期增长，我们维持19年、20年合并后物管业绩预测合计分别为4.3、6.3亿元，考虑到公司双重稀缺性以及集团内高度战略定位，按20年目标PE37.5倍（原35倍），上调目标价至25.27元，重申“强推”评级。

❖ 风险提示：物业管理拓展不及预期、利润率提升不及预期。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	6,656	9,012	11,191	14,114
同比增速(%)	13	35	24	26
归母净利润(百万)	857	494	678	907
同比增速(%)	469	(64)	37	34
每股盈利(元)	1.28	0.47	0.64	0.86
市盈率(倍)	16.0	44.2	32.2	24.1
市净率(倍)	2.8	3.9	3.6	3.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年11月7日收盘价

强推 (维持)

目标价：25.27元

当前价：20.59元

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

公司基本数据

总股本(万股)	66,696
已上市流通股(万股)	66,679
总市值(亿元)	137.33
流通市值(亿元)	137.29
资产负债率(%)	60.6
每股净资产(元)	7.2
12个月内最高/最低价	21.0/6.98

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《中航善达(000043)重大事项点评：重组定价诚意十足，非住宅物管龙头成型》

2019-08-25

《中航善达(000043)重大事项点评：重组获国资委批复，非住宅物管龙头成型》

2019-09-11

《中航善达(000043)2019年三季度报点评：地产业务逐步剥离，物管业务表现良好》

2019-10-30

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,207	4,377	6,398	8,727
应收票据	6	0	0	0
应收账款	1,039	1,407	1,747	2,203
预付账款	25	35	44	55
存货	1,779	1,622	1,119	706
其他流动资产	157	0	(0)	(0)
流动资产合计	5,212	7,441	9,308	11,691
其他长期投资	6,924	6,578	6,233	5,888
长期股权投资	164	164	164	164
固定资产	610	584	558	533
在建工程	3	3	3	3
无形资产	11	10	10	9
其他非流动资产	312	423	527	665
非流动资产合计	8,023	7,762	7,494	7,261
资产合计	13,236	15,204	16,802	18,952
短期借款	545	757	940	1,187
应付票据	0	0	0	0
应付账款	644	894	1,110	1,402
预收款项	273	370	460	580
其他应付款	514	654	812	1,024
一年内到期的非流动负债	171	173	174	175
其他流动负债	1,300	1,780	2,209	2,789
流动负债合计	3,447	4,628	5,705	7,157
长期借款	2,574	2,574	2,574	2,574
应付债券	1,540	1,540	1,540	1,540
其他非流动负债				
非流动负债合计	4,903	4,941	4,974	5,018
负债合计	8,350	9,569	10,679	12,175
归属母公司所有者权益	4,842	5,591	6,080	6,733
少数股东权益	43	43	43	43
所有者权益合计	4,885	5,635	6,123	6,777
负债和股东权益	13,236	15,204	16,802	18,952

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,281	1,282	1,700	1,943
现金收益	186	1,440	1,816	2,104
存货影响	1,142	157	503	413
经营性应收影响	(61)	(378)	(349)	(468)
经营性应付影响	(83)	847	735	992
其他影响	97	(784)	(1,005)	(1,098)
投资活动现金流	1,378	84	122	167
资本支出	143	0	0	0
股权投资	27	0	0	0
其他长期资产变化	1,208	84	122	167
融资活动现金流	(2,474)	75	(6)	(6)
借款增加	(2,007)	214	184	248
财务费用	510	139	190	254
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	(977)	(277)	(380)	(508)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,656	9,012	11,191	14,114
营业成本	5,348	7,432	9,226	11,648
税金及附加	240	157	165	178
销售费用	111	108	134	169
管理费用	384	451	560	706
财务费用	280	141	111	75
资产减值损失	325	0	0	0
公允价值变动收益	12	12	12	12
投资收益	1,250	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1,220	735	1,008	1,349
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1,225	735	1,008	1,349
所得税	401	241	330	442
净利润	824	494	678	907
少数股东损益	(33)	0	0	0
归属母公司净利润	857	494	678	907
NOPLAT	393	581	745	950
EPS(摊薄)(元)	1.28	0.47	0.64	0.86

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	13%	35%	24%	26%
EBIT 增长率	20%	51%	28%	28%
归母净利润增长率	469%	-42%	37%	34%
获利能力				
毛利率	20%	18%	18%	17%
净利率	13%	5%	6%	6%
ROE	18%	9%	11%	13%
ROIC	20%	73%	-752%	-86%
偿债能力				
资产负债率	63%	63%	64%	64%
债务权益比	1.7	1.7	1.7	1.8
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.0	1.3	1.4	1.5
营运能力				
总资产周转率	41%	63%	70%	79%
应收帐款周转天数	62	50	51	51
应付帐款周转天数	130	93	98	97
存货周转天数	226	82	53	28
每股指标(元)				
每股收益	1.3	0.5	0.6	0.9
每股经营现金流	1.9	1.2	1.6	1.8
每股净资产	7.3	5.3	5.7	6.4
估值比率				
P/E	16.0	44.2	32.2	24.1
P/B	2.8	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	32.1	30.1	22.9	17.5

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500