

公司研究/公告点评

2019年11月11日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 21.46
合理价格区间(元): 22.31~23.25

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

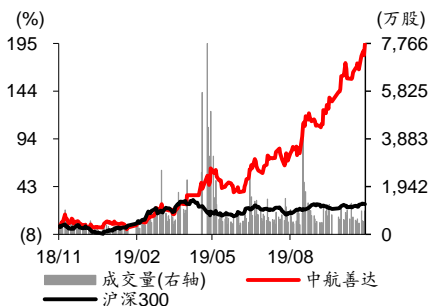
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

1 《中航善达(000043 SZ,买入): 打造机构物管旗舰, 领航存量服务未来》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

强化战略定位, 加持百年荣光

中航善达(000043)

核心观点

公司发布公告, 拟变更公司名称为“招商局积余产业运营服务股份有限公司”, 变更证券简称为“招商积余”, 变更证券代码为“001914”。公司更名彰显重要战略定位, 物管业务具备较强内生增长实力, 收购招商物业后有望实现规模翻番、资源翻番, 打造非住宅物管央企旗舰。不考虑收购, 预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.44、0.64、0.81 元, 维持“买入”评级。

更名招商积余, 延续百年传承, 彰显战略定位

“积余”意为积攒起来的剩余财务和资产, “积余产业运营服务”意为对存量资产的管理、运营及服务, 契合公司战略及业务发展定位。招商局集团于 1914 年实行航产分业, 成立中国最早有案可查的房地产运营公司之一“积余产业公司”, 本次公司名称和代码的变更一方面意味着招商局集团百年传承, 另一方面则突出彰显公司在招商局集团内重要战略定位。公司收购招商物业的交易已获证监会无条件通过, 收购完成后招商局集团将成为公司实控人, 一方面我们期待公司物业资源整合发展, 由成本中心转为利润中心; 另一方面我们期待公司在招商局存量资源管理上获得更大空间。

前三季度业绩波动主要由于房地产项目处置, 物业板块继续实现稳健增长

1-3Q 公司实现营收 39.2 亿元, 同比-2%; 归母净利润 1.4 亿元, 同比-83%; 扣非归母净利润 1.2 亿元, 同比+18%。公司业绩下滑源自房地产处置波动: 去年同期转让贵阳中航 70%、惠东康宏发展 51% 股权确认投资收益 8.7 亿元; 报告期惠州产业园破产清算, 减值损失同比+0.31 亿元。公司扣非业绩增长, 且房地产业务大概率继续亏损 (H1 亏损 0.25 亿元), 预计物管业绩增速依然较高 (H1 同比+36%)。根据公司官网, Q3 新中标济南轨交、天津周大福金融中心、国防科技大学等多元项目, 彰显优良内生增长实力。

打造非住宅物管央企旗舰, 领航物管领域新赛道

国内非住宅物管空间广阔, 2025 年市场规模有望达 8000 亿元, 将产生多元延伸、基础服务升维高附加值的机会, 是一片蓝海。根据跟踪评级报告和交易报告书, 2018 年公司非住宅物管收入占 85%, 2019H1 招商物业非住宅在管面积占 32%。收购完成后公司有望整合招商局在住宅和商办、中航工业在机构物业的资源优势, 打造非住宅物管央企旗舰, 领航新赛道。

强化战略定位, 维持“买入”评级

由于增量物管项目业绩释放有所滞后, 我们调整中航物业盈利预测, 预计 2019-2021 年净利润 2.1、3.1、4.4 亿元, 相应调整公司 EPS 至 0.44、0.64、0.81 元 (前值 0.45、0.63、0.77 元)。采用分部估值, 物管可比公司 2020 年平均 PE 为 28 倍, 考虑到公司 A 股稀缺性、高增长、非住宅领先布局 and 并购带来估值溢价, 我们认为物管业务 2020 年合理 PE 估值水平为 37-39 倍。不考虑收购, 目标价 22.31-23.25 元 (前值 16.80-17.50); 考虑收购, 备考目标价 24.50-25.65 元 (前值 16.04-17.20); 维持“买入”评级。

风险提示: 收购整合风险, 人工成本上涨风险, 剩余房地产项目处置风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	666.96
流通 A 股 (百万股)	666.79
52 周内股价区间 (元)	7.31-21.46
总市值 (百万元)	14,313
总资产 (百万元)	12,173
每股净资产 (元)	7.16

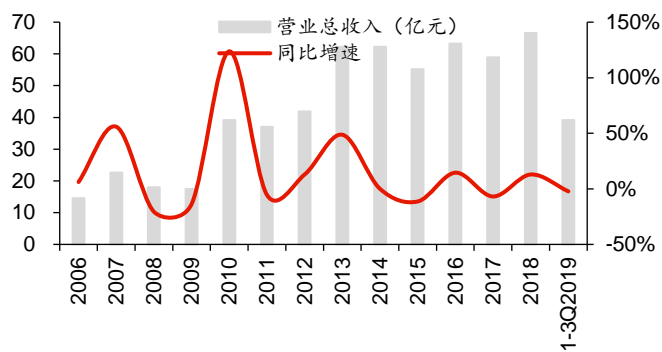
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,893	6,656	5,893	7,768	9,601
+/-%	(6.89)	12.94	(11.46)	31.83	23.59
归属母公司净利润 (百万元)	(34.73)	856.61	294.82	428.34	537.08
+/-%	(121.51)	2,567	(65.58)	45.29	25.39
EPS (元, 最新摊薄)	(0.05)	1.28	0.44	0.64	0.81
PE (倍)	(412.14)	16.71	48.55	33.42	26.65

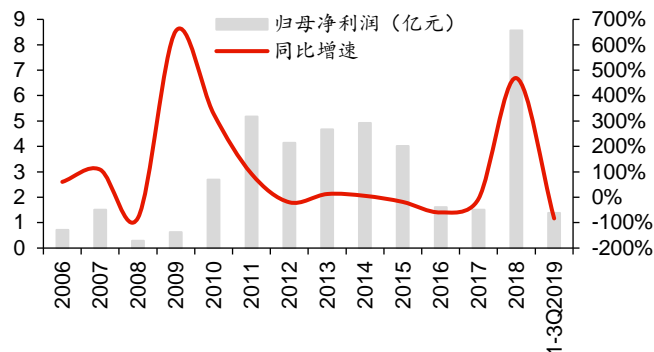
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收和同比增速



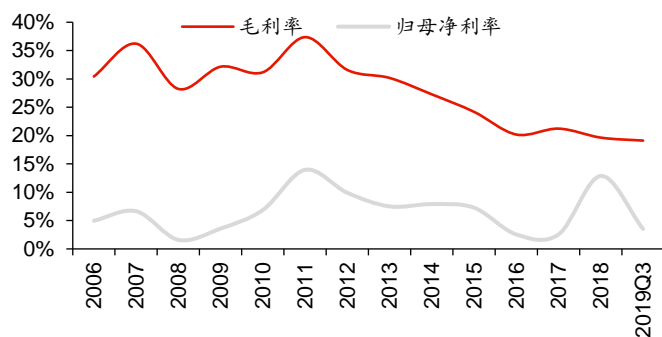
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润和同比增速



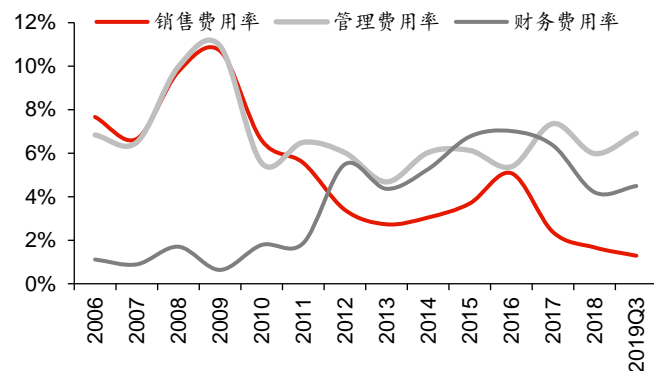
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率和归母净利率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 物管业务盈利预测 (单位: 亿元, 特殊注明除外)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
中航物业营收	13.72	17.75	22.92	28.67	37.18	46.85	63.95	83.93
yoy		29.37%	29.13%	25.09%	29.68%	26.00%	36.50%	31.25%
中航物业归母净利润	0.35	0.41	1.19	1.20	1.64	4.90	5.15	5.41
yoy		16.58%	188.77%	0.74%	36.72%	-16%	5%	5%
中航物业管理面积	3000	3736	4568	5152	5307	7961	10349	12936
yoy		24.53%	22.27%	12.78%	3.01%	50%	30%	25%
中航物业毛利率	13.90%	13.53%	10.12%	10.55%	9.83%	9.90%	10.20%	10.40%
中航物业归母净利率	2.57%	2.32%	5.18%	4.17%	4.40%	4.46%	4.91%	5.28%
中航物业归母净利润	0.35	0.41	1.19	1.20	1.64	2.09	3.14	4.43
yoy		16.58%	188.77%	0.74%	36.72%	27.58%	50.29%	41.28%
招商物业归母净利润 (备考)				0.68	1.46	2.07	3.00	4.27
yoy					114.85%	42.07%	44.61%	42.24%
物业合计归母净利润 (备考)				1.88	3.10	4.16	6.13	8.70
yoy					34.41%	47.46%	41.75%	41.58%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6：物业管理可比公司估值表（截至2019年11月8日，盈利数据来自Wind一致预期）

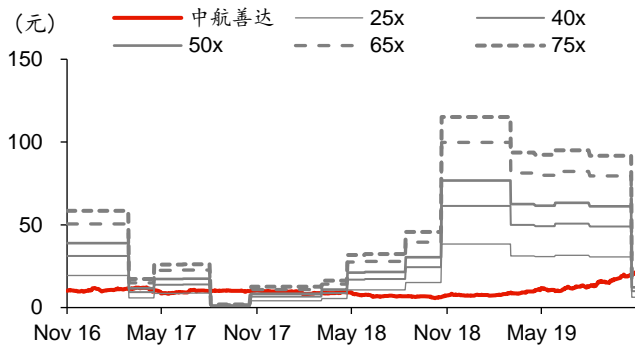
股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/港币)	EPS (元/港币)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
南都物业	27.07	20.18	0.68	0.82	0.96	1.12	29.48	24.61	20.98	18.05
碧桂园服务	648.97	27.20	0.37	0.57	0.73	0.97	74.46	47.69	37.48	27.97
绿城服务	219.69	8.82	0.17	0.20	0.26	0.33	51.88	44.68	33.87	26.60
雅生活服务	298.01	25.00	0.62	0.83	1.13	1.46	40.32	29.96	22.11	17.15
中海物业	138.40	4.71	0.12	0.16	0.20	0.24	38.51	29.87	23.97	19.82
平均							46.93	40.78	27.68	21.92

注：南都物业在A股上市，收盘价和EPS单位为人民币元；其余公司在H股上市，收盘价和EPS单位为港币。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

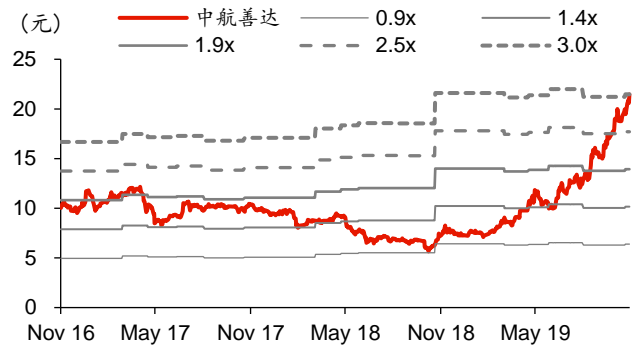
PE/PB - Bands

图表7：中航善达历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：中航善达历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

收购整合风险。公司收购招商物业后存在大股东磨合、业务整合不及预期的风险，进而可能影响公司管理面积拓展速度、盈利能力提升幅度、多元业务开拓进度。

人工成本上涨风险。公司下属物业管理业务、商业经营业务属于劳动密集型企业，利润受人工成本上涨影响较大。根据有关政策，2019年起社保缴费监管将趋于严格，但具体执行力度和进度存在不确定性，增加了人工成本的不确定性。

剩余房地产项目处置风险。公司剩余房地产项目盈利能力一般，龙岩、衡阳、天津项目均已计提存货跌价准备。若市场环境进一步恶化，公司可能继续计提存货跌价准备。此外，公司若继续出让房地产开发项目公司股权，也可能造成业绩波动。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,101	5,212	5,864	6,023	5,497
现金	2,071	2,207	2,207	2,207	2,207
应收账款	510.90	605.48	545.00	718.46	887.98
其他应收账款	700.02	427.42	647.06	853.01	1,054
预付账款	111.76	25.26	23.11	30.48	38.19
存货	5,128	1,779	1,500	1,000	500.00
其他流动资产	2,580	168.73	942.53	1,215	810.45
非流动资产	8,013	8,023	8,165	8,244	8,316
长期投资	167.20	163.92	167.54	167.54	167.54
固定投资	629.66	600.99	682.73	744.24	792.36
无形资产	11.18	10.84	10.16	9.48	8.81
其他非流动资产	7,205	7,248	7,304	7,323	7,348
资产总计	19,114	13,236	14,029	14,268	13,814
流动负债	9,613	3,447	4,359	4,378	4,626
短期借款	430.00	545.00	1,016	564.45	668.72
应付账款	901.09	643.63	588.69	776.58	972.93
其他流动负债	8,282	2,259	2,754	3,037	2,984
非流动负债	4,903	4,903	4,678	4,458	3,207
长期借款	2,591	2,574	2,274	1,974	1,674
其他非流动负债	2,312	2,329	2,405	2,484	1,533
负债合计	14,516	8,350	9,037	8,836	7,833
少数股东权益	420.12	43.26	43.26	43.26	43.26
股本	666.96	666.96	666.96	666.96	666.96
资本公积	544.92	421.31	421.31	421.31	421.31
留存公积	2,964	3,754	3,848	4,277	4,814
归属母公司股东权益	4,178	4,842	4,949	5,389	5,938
负债和股东权益	19,114	13,236	14,029	14,268	13,814

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,563	1,281	334.17	978.63	1,423
净利润	(34.73)	823.98	294.82	428.34	537.08
折旧摊销	47.32	47.11	60.20	67.94	75.07
财务费用	374.74	279.73	201.81	214.40	174.80
投资损失	(31.33)	(1,250)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	2,196	998.72	724.11	283.87	642.47
其他经营现金	10.31	381.04	(846.77)	84.08	93.16
投资活动现金	1,043	1,378	(71.24)	(16.27)	(16.27)
资本支出	344.18	143.43	150.00	100.00	100.00
长期投资	0.00	(27.00)	4.97	0.00	0.00
其他投资现金	1,387	1,495	83.73	83.73	83.73
筹资活动现金	(3,485)	(2,474)	(262.92)	(962.36)	(1,406)
短期借款	(1,280)	115.00	470.85	(451.40)	104.27
长期借款	(2,559)	(17.35)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(5.04)	(123.61)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	358.63	(2,448)	(433.78)	(210.96)	(1,211)
现金净增加额	120.36	185.79	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,893	6,656	5,893	7,768	9,601
营业成本	4,642	5,348	4,892	6,453	8,085
营业税金及附加	201.64	239.98	147.31	194.20	240.02
营业费用	139.77	111.03	82.50	100.99	115.21
管理费用	423.84	383.60	265.17	310.72	336.03
财务费用	374.74	279.73	201.81	214.40	174.80
资产减值损失	551.94	325.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	709.93	11.83	11.83	11.83	11.83
投资净收益	31.33	1,250	100.00	100.00	100.00
营业利润	301.20	1,220	415.70	606.44	761.79
营业外收入	8.47	11.95	11.95	11.95	11.95
营业外支出	49.80	6.48	6.48	6.48	6.48
利润总额	259.87	1,225	421.17	611.91	767.26
所得税	294.60	401.33	126.35	183.57	230.18
净利润	(34.73)	823.98	294.82	428.34	537.08
少数股东损益	0.00	(32.63)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(34.73)	856.61	294.82	428.34	537.08
EBITDA	723.26	1,547	677.71	888.78	1,012
EPS (元, 基本)	(0.05)	1.28	0.44	0.64	0.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(6.89)	12.94	(11.46)	31.83	23.59
营业利润	6.35	305.00	(65.92)	45.89	25.62
归属母公司净利润	(121.51)	2,567	(65.58)	45.29	25.39
获利能力 (%)					
毛利率	21.23	19.64	16.98	16.93	15.79
净利率	(0.59)	12.87	5.00	5.51	5.59
ROE	(0.83)	17.69	5.96	7.95	9.05
ROIC	(3.15)	93.68	30.55	47.58	103.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.94	63.09	64.42	61.93	56.70
净负债比率 (%)	36.08	39.40	37.91	30.27	31.65
流动比率	1.15	1.51	1.35	1.38	1.19
速动比率	0.56	0.82	1.00	1.15	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.41	0.43	0.55	0.68
应收账款周转率	10.77	11.69	10.15	12.30	11.95
应付账款周转率	4.80	6.92	7.94	9.45	9.24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.05)	1.28	0.44	0.64	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	3.84	1.92	0.50	1.47	2.13
每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.26	7.42	8.08	8.90
估值比率					
PE (倍)	(412.14)	16.71	48.55	33.42	26.65
PB (倍)	3.43	2.96	2.89	2.66	2.41
EV_EBITDA (倍)	13.40	6.27	14.30	10.90	9.58

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com