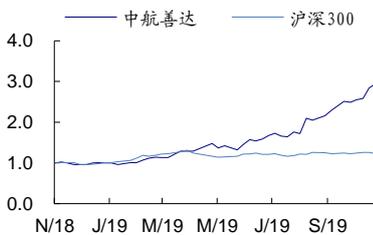


**证券研究报告—深度报告**
**房地产**
**地产服务 II**
**中航善达(000043)**
**增持**

合理估值: 21-25 元 昨收盘: 22.5 元 (首次覆盖)

2019年11月20日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本(亿股)	10.6
总市值(亿元)	238.5
上证综指/深圳成指	2,934/9,715
12个月最高/最低(元)	22.88/6.98

**证券分析师: 区瑞明**

电话: 0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051

**联系人: 陈曦**

E-MAIL: chenxi4@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**深度报告**

# 风华正茂, 积善庆余

**● 若完成资产整合, 将跻身物管龙头**

公司是央企改革受益者、中国机构物业领航者及行业标准化统筹者, 若完成对招商物业收购, 核心资产将囊括中航物业、招商物业及九方资产并跻身中国物管龙头之列。

**● 积极响应国家战略, 珠联璧合、领跑未来**

中航与招商物业两大优质资产的珠联璧合, 是国务院国资委积极响应“国家关于加大推进央企战略性重组改革”的重大举措, 下一步拟更名为“招商积余”, 代码将变更为“001914”(1914年对招商局及中国房地产均具有特殊意义), 极大地彰显了国家赋予公司的“央企物管旗舰”的战略定位, 有利于更好发挥招商局和中航工业各自在商办、中高端住宅管理及机构物业的优势。

**● 占尽天时、地利、人和, 物管旗舰风帆正劲**

党的十九届四中全会强调“毫不动摇巩固和发展公有制经济”、“推进国有经济布局优化和结构调整”、“增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力”、“做强做优做大国有资本”、“深化国有企业改革”, 公司发展壮大顺应新时代。存量房物管市场空间已逾1.3万亿元/年, 未渗透的存量房与未来增量房将持续为物管行业贡献广阔空间, 目前行业仍处于高度分散阶段, 但龙头规模化效应已开始显现, 公司作为央企体系内的专业化物业管理平台, 在行业集中度不断提升的情况下, 物管领域的影响力和竞争力将全面提升。

**● 机构物业领头羊, 行业标准化统筹者**

公司致力于成为中国卓越的机构物业平台运营商, 其管理业态有别于其他物管龙头, 除商办、住宅外, 还涉及最高检、人民大会堂等众多特殊政府物业以及重要金融机构、大型医院、大型场馆等公众物业, 被称为“机构物业大管家”, 与住宅物业相比, 机构物业定价更高、提价更易、拓展更快。公司亦是行业标准领跑者、标准化工作践行者, 为全国物业服务规范化发展做出过历史性贡献, “全国物业服务标准化技术委员会秘书处”就设在公司旗下的中航物业。

**● 首次覆盖, 给予“增持”评级**

公司尚处于资产整合阶段, 假设2020年完成, 鉴于这一特殊情况, 我们仅对整合完成后的公司做盈利预测, 按扩股后的总股本10.6亿股摊薄, 预计2020/21/22年EPS分别为0.73/0.85/0.97元, 对应PE为31/26/23X, 合理估值为21-25元/股。公司是A股唯一的物管龙头及唯一的机构物管企业, 具备双重稀缺性, 目前股价位于合理估值区间, 首次覆盖给予“增持”评级。

**● 风险提示**

股价短线获利回吐的风险、资产整合及团队磨合不达预期的风险。

**盈利预测和财务指标**

	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,654	14,550	16,296	18,189
(+/-%)	14.9%	15.0%	12.0%	11.6%
净利润(百万元)	775	906	1031	1195
(+/-%)	14.6%	16.9%	13.8%	15.9%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.85	0.97	1.13
EBIT Margin	8.4%	8.2%	8.4%	8.8%
净资产收益率(ROE)	6.5%	7.2%	7.8%	8.5%
市盈率(PE)	30.8	26.3	23.1	20.0
EV/EBITDA	30.1	27.5	24.6	21.4
市净率(PB)	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按扩股总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

- 一、**绝对估值**: 对整合完成后的公司进行估值, 用分部估值法对物管业务采用 FCFE 估值、对房地产业务用 RNAV 估值, 经测算, 按合并招商物业扩股后的股本计, 每股价值价约 17.7-26.9 元;
- 二、**相对估值**: 公司收购招商物业后在管合约面积将超过 1.4 亿平方米, 以 2018 年在管合约面积超过 1 亿平方米的港股物管龙头碧桂园服务和绿城服务作为可比公司, 两家可比公司 2020 年 PEG 分别为 1.13、1.07 倍。公司是 A 股唯一的物管龙头及唯一的机构物管企业, 具双重稀缺性, 且与可比公司的住宅物业相比, 机构物业或定价更高、提价更易、拓展更快, 因此给予公司 1.07-1.13 倍的 PEG 应属合理。对应总价值为 237-248 亿元, 每股价值为 22.4-23.4 元/股。
- 三、**评级**: 公司尚处于资产整合阶段, 假设 2020 年完成, 鉴于这一特殊情况, 我们仅对整合完成后的公司做盈利预测, 按合并招商物业扩股后的股本摊薄, 预计 2020/21/22 年 EPS 分别为 0.73/0.85/0.97 元, 对应 PE 为 31/26/23X。公司是 A 股唯一的物管龙头及唯一的机构物管企业, 具备双重稀缺性, 目前股价位于合理估值区间, 首次覆盖给予“**增持**”评级。

### 核心假设与逻辑

- 一、公司是**中国机构物业领航者及行业标准化统筹者**, 并有望跻身中国物管龙头之列;
- 二、公司是**央企改革受益者**, 中航与招商物业两大优质资产的整合, 是国务院国资委积极响应“**国家关于加大推进央企战略性重组改革**”的重大举措, 国家赋予公司“**央企物管旗舰**”的战略定位, 有利于更好发挥招商及中航两大股东优势;
- 三、十九届四中全会强调“**做强做优做大国有资本**”, 公司发展壮大顺应新时代;
- 四、物管行业空间广阔, 目前仍处于高度分散阶段, 但龙头规模化效应已开始显现;
- 五、公司致力于成为中国卓越的机构物业平台运营商, 是“**机构物业大管家**”, 与住宅物业相比, **机构物业定价更高、提价更易、拓展更快**。

### 与市场的差异之处

我们与市场其他卖方研究结论的差异之处主要体现在“**投资评级**”, 现阶段市场主流评级为“**买入**”或“**强推**”, 我们则为“**增持**”。

### 股价变化的催化因素

公司在管物业面积持续高增长。

### 核心假设或逻辑的主要风险

股价短线获利回吐的风险、资产整合及团队磨合不达预期的风险、人口老龄化或对物业管理这类劳动密集型行业造成冲击。

## 内容目录

<b>经测算，目前股价位于合理估值区间</b> .....	<b>6</b>
绝对估值 .....	6
绝对估值的敏感性分析 .....	7
相对估值 .....	8
<b>积极响应国家战略，珠联璧合、领跑未来</b> .....	<b>8</b>
历史沿革 .....	8
拟收购招商物业 100% 股权，资源禀赋再优化 .....	9
股东背景雄厚 .....	12
积极响应国家战略，珠联璧合、领跑未来 .....	12
<b>占尽天时、地利、人和，物管旗舰风帆正劲</b> .....	<b>12</b>
公司发展壮大顺应新时代 .....	13
存量与增量持续贡献市场空间 .....	13
市场高度分散，规模效应逐步凸显 .....	14
住宅物业市场份额大，机构物业专业化要求更高 .....	15
<b>机构物业领头羊，行业标准化统筹者</b> .....	<b>17</b>
持续深化转型，物管业务快速成长 .....	17
中航物业——机构物业领头羊、行业标准化统筹者 .....	18
招商物业——招商局唯一物管平台 .....	25
商业运营加强管理输出，地产开发逐步剥离 .....	29
财务指标优化 .....	31
<b>首次覆盖，给予“增持”评级</b> .....	<b>33</b>
盈利预测假设前提 .....	33
未来三年盈利预测 .....	34
盈利预测的敏感性分析 .....	34
首次覆盖，给予“增持”评级 .....	34
<b>风险提示</b> .....	<b>35</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>37</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>38</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>38</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>38</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>38</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	9
图 2: 截至 2019 年三季度公司股权结构 .....	10
图 3: 公司发行股份收购招商物业后股权结构 .....	10
图 4: 主要上市物管企业管理面积一览 (2019H) .....	11
图 5: 主要上市物管企业营收规模一览 (2018 年末) .....	11
图 6: 公司物管业务营业收入及同比增速 .....	11
图 7: 招商物业物管业务营业收入及同比增速 .....	11
图 8: 招商蛇口累计销售面积 .....	11
图 9: 招商蛇口投资性物业可出租面积 .....	11
图 10: 全国房屋竣工情况 .....	13
图 11: 全国房屋施工情况 .....	13
图 12: 我国城镇化率经过快速增长进入后半程 .....	14
图 13: 我国城镇化率相比发达国家仍有较大提升空间 .....	14
图 14: 物业行业管理规模 .....	15
图 15: 物业行业营收规模 .....	15
图 16: 物业行业百强企业市场份额 .....	15
图 17: 物业行业 Top10 市场份额 .....	15
图 18: 规模优势凸显 .....	15
图 19: 公司主营业务构成 .....	16
图 20: 各业态平均收费标准 .....	16
图 21: 各业态平均物业费收缴率 .....	16
图 22: 公司主营业务构成 .....	17
图 23: 营业收入及同比增速 .....	17
图 24: 营业收入构成 .....	17
图 25: 公司物业管理以机构物业为主 .....	18
图 26: 政府类物业项目 .....	19
图 27: 公众类物业项目 .....	19
图 28: 物业管理营业收入及同比增速 .....	21
图 29: 机构类物业营收贡献大 .....	21
图 30: 管理面积及同比增速 .....	21
图 31: 新签合同金额 .....	21
图 32: 新签约面积及各类型物业占比 .....	21
图 33: 物业管理营业收入构成 (按区域) .....	22
图 34: 重点区域营收占比情况 .....	22
图 35: 各区域 2018 年毛利率水平 .....	22
图 36: 物业综合收费标准 .....	23
图 37: 部分重点城市收费标准情况 .....	23
图 38: 续签率情况 .....	23
图 39: 客户一体化服务承包能力 .....	24
图 40: π 平台流程图 .....	25

图 41: 招商物业商业模式一览 .....	26
图 42: 招商物业服务业态 .....	26
图 43: 招商物业营收结构 .....	26
图 44: 不同业态营收贡献率 .....	26
图 45: 招商物业签约面积 .....	27
图 46: 各业态签约面积占比 .....	27
图 47: 招商物业集团外签约面积占比逐步提升 .....	27
图 48: 招商物业各业态集团外签约面积占比 .....	27
图 49: 招商物业收费单价情况 .....	28
图 50: 招商物业各业态收费单价情况 .....	28
图 51: 招商物业物业管理毛利率情况 .....	28
图 52: 招商物业各业态物业管理毛利率情况 .....	28
图 53: 招商物业续签率情况 .....	29
图 54: 招商物业各业态续签率情况 .....	29
图 55: 商业平台已具备全产业链商业整合服务能力 .....	29
图 56: 房地产开发规模持续下降 .....	31
图 57: 销售面积及结算面积情况 .....	31
图 58: 销售金额及结算金额情况 .....	31
图 59: 公司及招商物业毛利率水平 .....	31
图 60: 公司及招商物业净利率水平 .....	31
图 61: 各业务毛利率水平 .....	32
图 62: 招商物业人均效率提升 .....	32
图 63: 招商物业人工成本降低 .....	32
图 64: 公司货币资金情况 .....	33
图 65: 公司资产负债率情况 .....	33
图 66: 碧桂园服务与雅生活服务物管业务毛利率情况 .....	33
图 67: 2018 年物业 500 强营业成本构成占比分布 .....	36
图 68: 物管部分业务外包项目占比 .....	36
图 69: 老年人口抚养比逐步提升 .....	36
图 70: 65 岁以上人口占比 .....	36
表 1: 公司合并招商物业后物管业务盈利预测假设条件 .....	6
表 2: 资本成本假定(合并招商物业后) .....	7
表 3: 公司收购招商物业后重估价值测算 .....	7
表 5: 绝对估值对 WACC 和 TVg 的敏感性分析 (元/股) .....	8
表 6: 可比公司 PE、PEG 比较 .....	8
表 7: 部分物业管理行业政策 .....	14
表 8: 公司在管重点项目一览 .....	19
表 9: “九方”系列购物中心一览 .....	30
表 10: 公司已计入投资性房地产的房产情况 (截至 2018 年末) .....	30
表 11: 2020-2022 年盈利预测表 (单位: 亿元) .....	34
表 12: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	34

## 经测算，目前股价位于合理估值区间

公司践行“轻重并举，以轻为主”的发展战略，大力推进以物业管理、商业运营和开发服务为主的轻资产化发展方向，已成为机构物业管理行业领先企业，是**中国机构物业领航者及行业标准化统筹者**。

2019年10月，公司拟通过发行股份方式购买招商物业100%股权的交易事项已获中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核无条件通过，完成招商业务收购后，公司将进入物业管理行业龙头之列，管理业态也将更加广泛与均衡，是**央企改革受益者**。

若完成对招商物业收购，核心资产将囊括**中航物业、招商物业及九方资产**并跻身中国物管龙头之列。考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法估算公司合理价值区间。

### 绝对估值

公司经营性业务包括物业服务管理及房地产开发及运营，用分部估值法对整合完成后的公司进行估值，对物管业务采用FCFF估值、对房地产业务采用RNAV估值——

#### 1. 物业管理业务（FCFF估值）：

房地产行业过去几年的高增为物业服务行业加速贡献增量空间，与此同时，社区消费升级对专业化、多元化的物业服务需求的提升，进一步扩充了物业服务行业的存量空间，物业服务行业处于加速扩张阶段。

2019年10月，公司拟通过发行股份方式购买招商物业100%股权的交易事项已获中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核无条件通过。公司是机构物业管理和资产管理的行业领先企业，收购招商业务后，公司将步入物业服务行业龙头之列，同时有望继续承接招商蛇口、招商局集团开发的住宅项目及商办项目，进一步收益于行业集中度的加速提升。根据公司收购招商物业100%股权交易的《业绩承诺和补偿协议》：如本次交易于2020年度实施完毕，则标的公司在业绩承诺期2020年度、2021年度、2022年度净利润分别为不低于1.89亿元、2.15亿元、2.35亿元，未来三年的年复合增长率仅为13.9%。招商蛇口2017、18全年及2019年前10个月销售面积增长率分别高达21%、45%和46%，过去三年的销售面积有望在未来三年交付给招商物业管理，再加上继续承接招商局集团的各类新增物业的物管、积极地外拓外部物业的物管，我们认为完成整合之后，招商物业的净利润增速很可能会显著高于上述业绩承诺，但基于保守审慎原则，我们对招商物业未来三年的盈利预测仍采用公司的业绩承诺。预期公司完成招商物业收购后，2020-2022年物业管理业务净利润年复合增速约33%，随着人均效能的提升以及专业化服务占比的提升将逐步优化，费用率因规模效应而优化。

表 1：公司合并招商物业后物管业务盈利预测假设条件

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	23.7%	21.6%	19.8%	19.2%	16.8%	14.1%	11.7%	10.0%	6.5%
毛利率	10.3%	10.9%	11.4%	11.8%	12.9%	13.6%	14.3%	15.1%	15.7%
管理费用/营业收入	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税税率	32.75%	32.75%	32.75%	32.75%	32.75%	32.75%	32.75%	32.75%	32.75%

资料来源：国信证券经济研究所预测

**表 2: 资本成本假定(合并招商物业后)**

无杠杆 Beta	1.02
无风险利率	3.50%
股票风险溢价	7.00%
公司股价 (元)	22.5
发行在外股数 (百万)	1060.0
股票市值(E, 百万元)	23850
债务总额(D, 百万元)	7113
Kd	5.10%
T	32.8%
Ka	10.6%
有杠杆 Beta	1.25
Ke	12.3%
E/(D+E)	77.03%
D/(D+E)	22.97%
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>
<b>永续增长率 (10 年后)</b>	<b>2.00%</b>

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所预测

根据以上相对保守、审慎的假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司物业管理业务核心企业价值为 176 亿元。

## 2. 房地产开发、运营业务 (RNAV 估值):

按整合完成后公司的存货、投资性房地产的账面价值减去净负债, 测算出截止 2019 年 6 月 30 日, 公司房地产开发、运营业务的重估净资产 (RNAV) 为 53 亿元。考虑到现阶段 A 股市场已有一些地产股的市值较 RNAV 有一定幅度的下折, 我们基于保守审慎原则, 将公司的 RNAV 再乘以 0.9 的折让系数, 得出公司房地产开发、运营业务价值为 48 亿元。

综上所述, 按分部估值法测算出公司的总价值为 224 亿元, 按扩股后的股本计, 每股价值为 21.2 元/股。

**表 3: 公司收购招商物业后重估价值测算**

物管业务价值 (百万元)	17634
房地产业务价值 (百万元)	4786
绝对估值 (百万元)	22419
<b>总股本 (百万股)</b>	<b>1060</b>
<b>每股价值 (元/股)</b>	<b>21.2</b>

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

绝对估值的结果对于 WACC 和永续增长率两个变量较为敏感, 下表是公司收购招商物业后绝对估值对上述两个变量的敏感性分析, 按扩股后的股本计, 股价区间为 17.7-26.9 元/股。

**表 4：绝对估值对 WACC 和 TVg 的敏感性分析（元/股）**

		WACC 变化				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
永续增长率变化	1.0%	22.5	21.0	19.8	18.7	17.7
	1.5%	23.3	21.8	20.4	19.2	18.2
	2.0%	24.3	22.6	21.2	19.9	18.7
	2.5%	25.5	23.6	22.0	20.5	19.3
	3.0%	26.9	24.7	22.9	21.3	20.0

资料来源：国信证券经济研究所测算

### 相对估值

公司收购招商物业后在管合约面积将超过 1.4 亿平方米，以 2018 年在管合约面积超过 1 亿平方米的港股物管龙头碧桂园服务和绿城服务作为可比公司，两家可比公司 2020 年 PEG 分别为 1.13、1.07 倍。公司是 A 股唯一的物管龙头及唯一的机构物管企业，具双重稀缺性，且与可比公司的住宅物业相比，机构物业或定价更高、提价更易、拓展更快，因此给予公司物管业务 2020 年 1.07-1.13 倍的 PEG 应属合理。对公司进行 PEG 估值的结果如下——

我们预计 2020-23 年物管业务归母净利润年复合增长率有望达到 33%，根据 2020 年公司物业管理业务归母净利润 5.36 亿元的预测值以及 1.07-1.13 倍 PEG，测算初物业管理业务价值 189-200 亿元，加上约 48 亿元的房地产业务价值，总价值为 237-248 亿元，按扩股后的股本计，每股价值为 22.4-23.4 元/股。

**表 5：可比公司 PE、PEG 比较**

序号	证券代码	证券简称	总市值（亿元）	WIND 一致预期 2020 年净利润（亿元）	2020 年动态 PE	WIND 一致预期 2020 年净利润增长率（%）	WIND 一致预期 2021 年净利润增长率（%）	2020PEG
1	6098.HK	碧桂园服务	667	19.4	34.3	30.4	35.1	1.13
2	2869.HK	绿城服务	225	7.1	31.6	29.6	31.2	1.07
可比公司平均					33.0	30.0	33.1	1.1

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

综合上述绝对估值和相对估值的结果，按扩股后的股本计，公司每股合理价值为 21-25 元/股，目前股价位于合理区间。

## 积极响应国家战略，珠联璧合、领跑未来

### 历史沿革

1985 年，中航善达前身“深圳航空大厦事业有限公司”成立，作为由中航技深圳工贸中心、市进出口贸易（集团）公司等二十四个单位共同集资筹建的全民所有。1994 年，公司在深交所挂牌上市，股票简称为：深南光 A，股票代码为：000034。公司上市之初为多元化经营企业，之后公司按照“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，持续推进资源和业务整合，逐步转型为综合性房地产开发企业。2011 年起，公司逐步剥离酒店经营业务，集中优势资源发展地产开发业务。2016 年，根据国务院国资委关于国有企业“瘦身健体、提质增效”以及优化国有资本布局结构的部署，公司向保利地产转让房地产开发业务相关的资产与负债，战略聚焦于物业资产管理业务。2018 年，公司正式更名为“中航善达股份有限公司”。

目前，公司践行“轻重并举，以轻为主”的发展战略，大力推进以物业管理、商业运营和开发服务为主的轻资产化发展方向，致力成为“新型智慧城市建设者”。截至 2019 年中期，公司中航物业管理面积达 7634 万平方米，业务辐射到珠三角、长三角、华中、华北、华南各个区域；中航九方管理面积达 127 万平方米，已

形成“九方”、“九方荟”两个产品品牌。

图 1：公司发展历程



资料来源:公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

### 拟收购招商物业 100% 股权，资源禀赋再优化

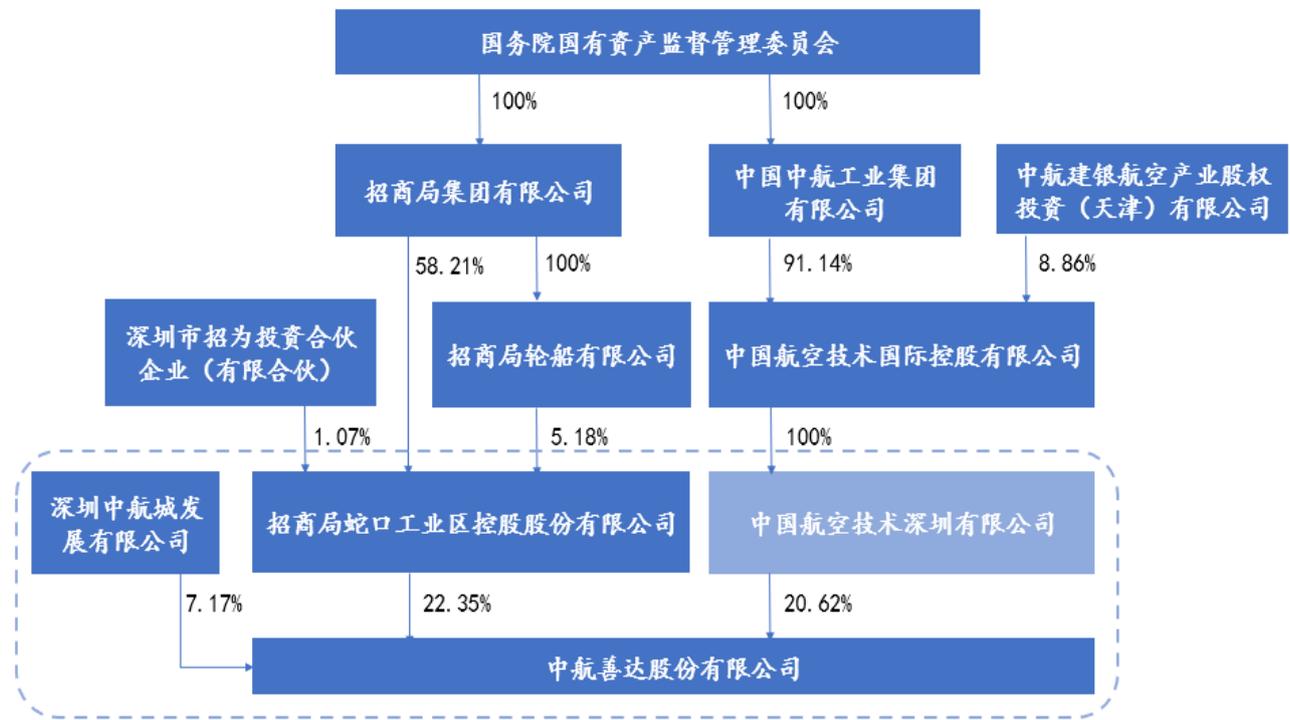
2019 年 4 月，招商蛇口与中航国际控股签署《股份转让协议》，约定收购中航国际控股持有的 22.35% 中航善达股份，交易完成后，招商蛇口直接持有上市公司股份约 1.49 亿股，占上市公司总股本的 22.35%，成为上市公司第一大股东。

2019 年 10 月，为进一步降低管理成本、提升企业运营效率、实现国有资产保值增值中国航空技术国际控股有限公司与中航技深圳及中航国际控股股份有限公司拟进行吸收合并，合并后，中航国际将直接持有公司 20.62% 的股份，成为第二大股东。

2019 年 10 月 22 日，公司拟通过发行股份方式购买招商物业 100% 股权的交易事项已获中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核无条件通过。交易完成后招商蛇口将直接加间接持股达到 51.16%，成为上市公司的控股股东，实际控制人变更为招商局集团，最终控制人为国务院国资委；中航国际仍为第二大股东，持股比例为 12.97%。

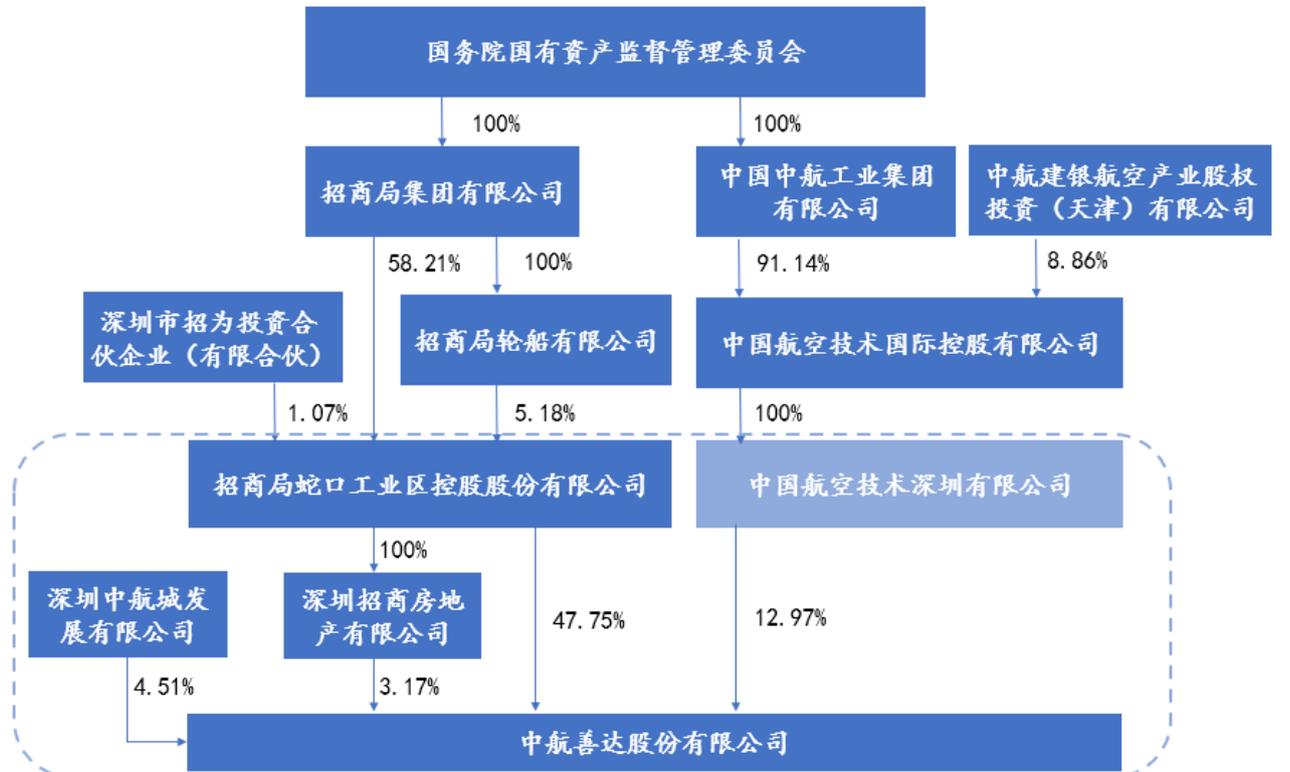
截至 2019 年 6 月，公司在管合约面积达 7634 万平方米，招商物业在管合约面积 7292 万平方米。公司成功收购招商物业后，公司 2018 年的合并物业管理服务业务营业收入约 65 亿元，位居已上市物业管理企业第一位；在管合约面积将超过 1.4 亿平方米，进入物管板块第一梯队之列。

图 2：截至 2019 年三季度公司股权结构



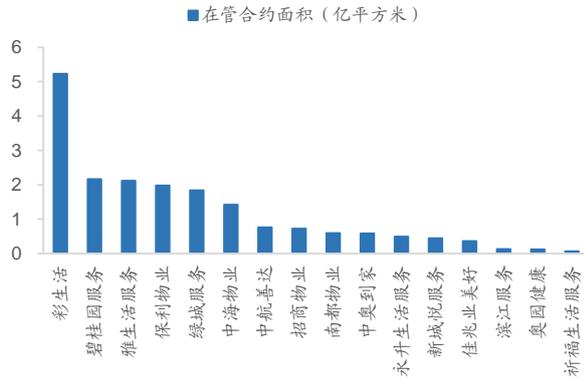
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司发行股份收购招商物业后股权结构



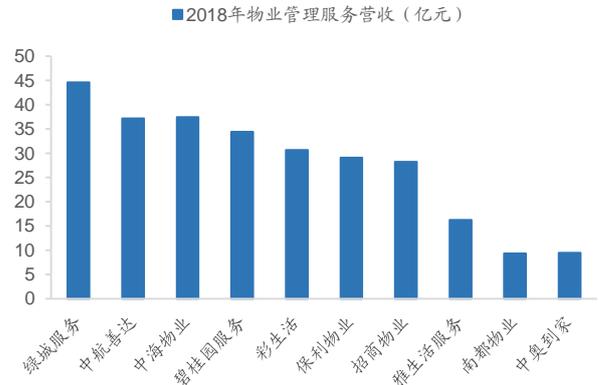
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：主要上市物管企业管理面积一览（2019H）



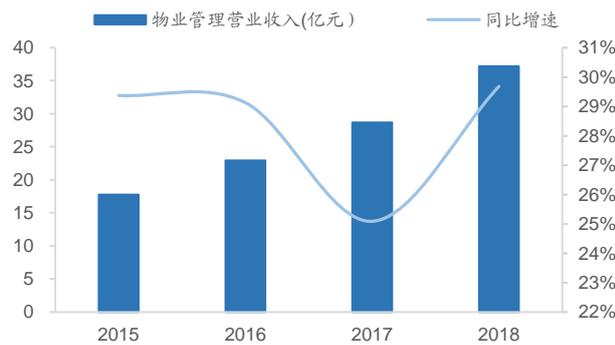
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：主要上市物管企业营收规模一览（2018 年末）



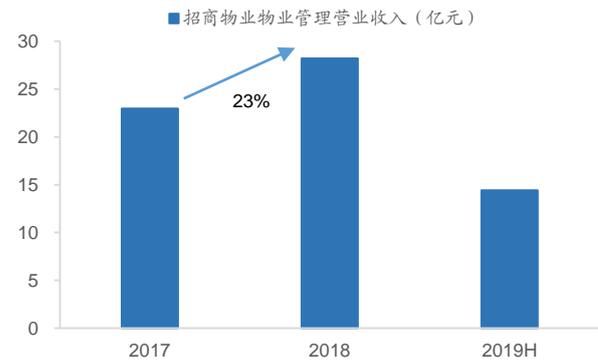
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司物管业务营业收入及同比增速



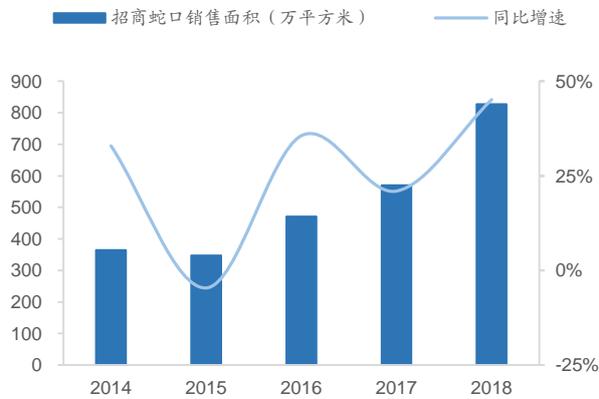
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 7：招商物业物管业务营业收入及同比增速



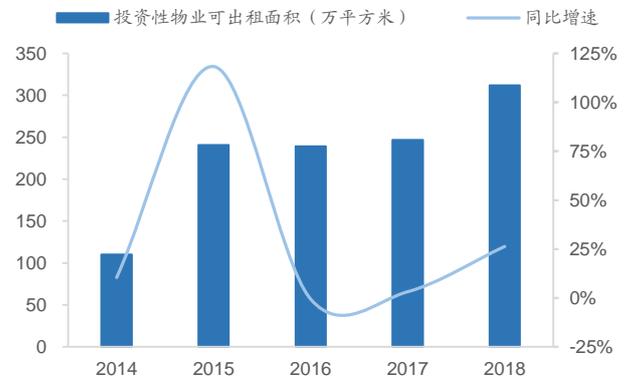
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：招商蛇口累计销售面积



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 9：招商蛇口投资性物业可出租面积



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 股东背景雄厚

### 实际控制人——招商局集团

招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，总部设于香港，位列香港四大中资企业之一，在中国近现代经济史和社会发展史上具有重要地位。招商局是内地和香港交通基建产业的重要投资者和经营者，于中国大陆沿海主要枢纽港建立了完善的港口网络群，在大中华区主控或参资的码头遍及香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、营口、厦门、湛江、汕头等国际性、区域性集装箱枢纽港，是国内最大的公共码头营运商；并成功在非洲、东南亚、欧洲、北美及南美洲等国家和地区进行投资。目前，招商局业务主要集中于综合交通（港口、公路、能源运输与物流、修船与海洋工程、贸易）、特色金融（银行、证券、保险、基金和资产管理）、城市与园区综合开发运营（教育、文化、写字楼、园区、文创、特色产城、长租公寓、住宅、酒店、综合体、商业、邮轮、健康、养老等）三大核心产业，并正实现由三大主业向实业经营、金融服务、投资与资本运营三大平台转变。

2018年，招商局集团实现营业收入6499亿元，同比增长11%；利润总额1451亿元、净利润1070亿元，同比分别增长14%和10%；截至2018年底，集团总资产8万亿元，同比增长8.5%。集团利润总额、净利润和总资产在央企中均排名第一。2019年发布的《财富》世界500强榜单中，招商局和旗下招商银行再次入围，招商局成为拥有两个世界500强公司的企业。

### 第二大股东——中国航空技术国际控股有限公司

中国航空技术国际控股有限公司的实际控制人为中国航空工业集团有限公司，是由中央管理的国有特大型企业，是国家授权的投资机构，于2008年11月6日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立，目前已成为具有创新力、先进文化力，卓越竞争力的世界一流航空工业集团。集团公司设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机载系统、通用航空、航空研究、飞行试验、航空供应链与军贸、专用装备、汽车零部件、资产管理、金融、工程建设等产业，下辖100余家成员单位、26家上市公司，员工逾45万人。

### 积极响应国家战略，珠联璧合、领跑未来

公司收购招商物业100%股权，实现了中航与招商物业两大优质资产的珠联璧合，这是国务院国资委积极响应“国家关于加大推进央企战略性重组改革”的重大举措，未来有望提质增效，提高主业核心竞争力，集中优势做强做优，有利于更好发挥招商局和中航工业各自在商办、中高端住宅管理及机构物业的优势。

根据公司2019年11月08日公告，下一步拟更名为“招商积余”，代码将变更为“001914”。中国有句古语“积善之家必有余庆”，“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，契合中航善达的战略及业务发展定位。“1914”代表着招商局于1914年2月实行航、产分业管理，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。“1914”对招商局及中国房地产均有着特殊意义，公司下一步的更名极大地彰显了国家赋予公司的“央企物管旗舰”的战略定位。

## 占尽天时、地利、人和，物管旗舰风帆正劲

### 公司发展壮大顺应新时代

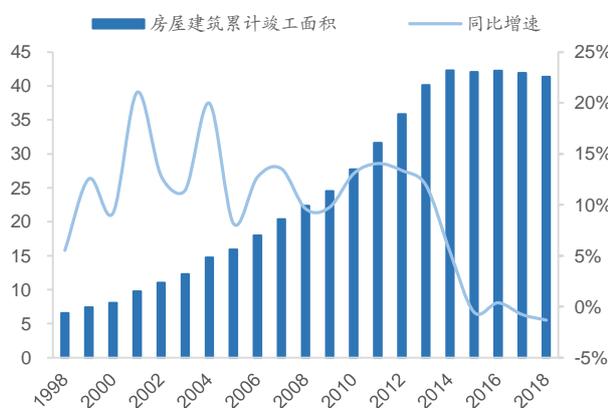
党的十九届四中全会强调“毫不动摇巩固和发展公有制经济”、“推进国有经济布局优化和结构调整”、“增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力”、“做强做优做大国有资本”、“深化国有企业改革”，公司发展壮大顺应新时代。

### 存量与增量持续贡献市场空间

1998年至2008年间，全国房屋竣工面积累计达516亿平方米（房屋竣工面积中除商品房竣工面积外还包含了宿舍、工业用房、商务会展用房、科研用房、教育用房、医疗用房等多种非商品房屋）。据中国指数研究院数据，2018年物业管理行业平均收费单价约2.1元/平方米/月，粗略计算存量房屋物业管理市场空间已可达1.3万亿元以上。另外，从可追溯的数据观察，近15年的机构物业竣工面积达166亿平方米，即使保守地按照包含住宅收费单价在内的物管单价2.1元/平方米/月计算，机构物业管理的市场空间已达4200亿元，考虑到机构物业的实际存量会大于可追溯数据，且机构物业的平均收费单价肯定会显著高于物业管理行业平均收费单价，因此机构物业管理行业的市场空间应该会更大。2018年底，全国物业管理行业管理面积达279.3亿平方米，同比增长13%；经营收入7043.6亿元，同比增长17%。伴随社会高质量发展的需求，以及老旧房屋的改造、升级，大批存量房屋也亟需引入现代化物业管理服务，存量市场渗透率将不断提升。

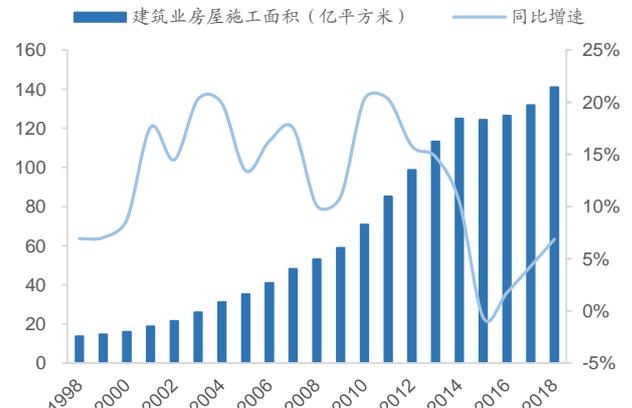
截至2018年末，我国房屋施工面积达141亿平方米，同比增长7%，伴随施工面积向竣工转化，物业管理市场空间将继续扩大。“十三五”规划纲要提出，到2020年，中国常住人口城镇化率要达到60%，户籍人口城镇化率要达到45%左右。联合国开发计划署此前预测，2030年，中国城镇化水平将达到70%，届时中国城市人口总数将超过10亿，未来我国城镇化发展仍具有较大提升空间，这也将成为未来物业管理市场空间发展的重要推动力。从行业发展环境来看，2014年《国家发展改革委关于放开部分服务价格意见的通知》下发，表示将逐步放开非保障性住房物业服务、住宅小区停车服务价格，物业服务价格逐步回归市场化。存量与增量物业管理服务需求，以及逐步放开的市场环境，为物业管理行业提供了巨大的市场空间。

图 10: 全国房屋竣工情况



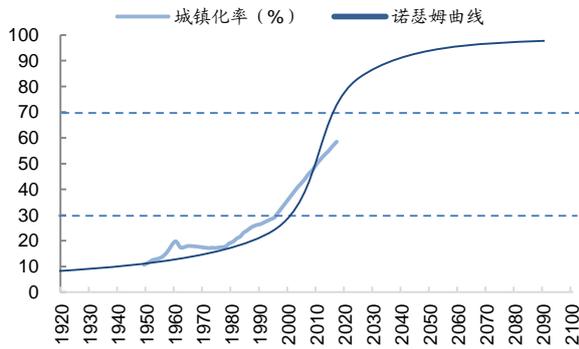
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 全国房屋施工情况



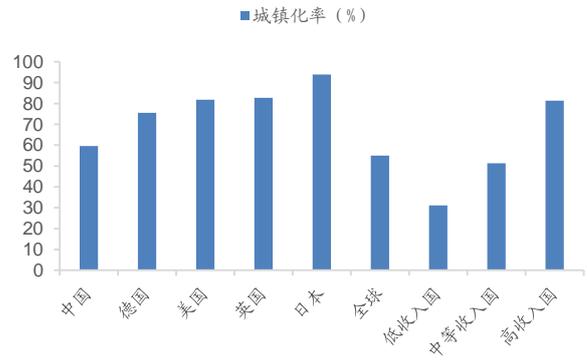
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 我国城镇化率经过快速增长进入后半程



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 我国城镇化率相比发达国家仍有较大提升空间



资料来源: Wind, Worldbank, 国信证券经济研究所整理

表 6: 部分物业管理行业政策

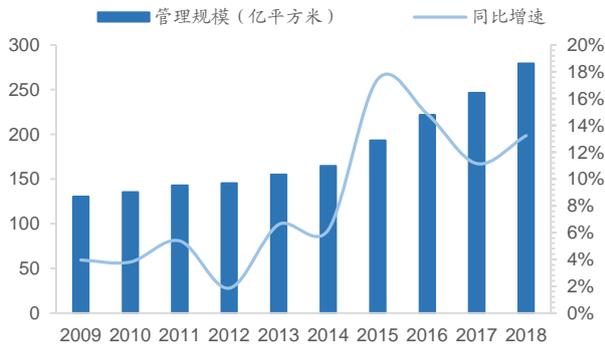
地区	时间	主要法规政策	主要内容
全国	2014	《国家发展改革委关于放开部分服务价格意见的通知》	逐步放开非保障性住房物业服务、住宅小区停车服务价格;对保障性住房、房改房、老旧小区和前期物业管理服务收费由各省级价格主管部门会同住房城乡建设行政主管部门根据实际情况决定实行政府指导价。
	2015	《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	完善社区服务网点,推动包括物业管理在内的生活性服务规范化、标准化发展。
	2017	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	健全物业服务市场机制,完善价格机制,改进税收政策,优化物业服务标准;转变物业服务发展方式,创新商业模式,提升物业服务智能化、网络化水平,构建兼具生活性与生产性双重特征的现代物业服务体系。
地方	2018	《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定》	
	2018	《山东省物业服务收费管理办法》	由政府制定价格的物业服务收费项目仅仅限定在未能形成有效竞争、容易发生垄断和随意定价的前期物业阶段
	2019	《江苏省物业服务收费管理办法》	业主大会成立后,普通住宅物业公共服务费、汽车停放费由业主大会或者业主大会授权的业主委员会与物业服务企业协商,通过物业服务合同约定执行;取消了空置房收费减免的相关规定。
	2019	《广东省发展改革委 广东省住房城乡建设厅关于进一步规范物业服务收费的通知》	取消政府指导价范围内物业服务收费准备备案管理
	2019	《北京市物业管理条例(草案)》	商品房小区物业服务收费实行市场调节价,由业主和物业服务企业遵循合理、公开、质价相符的原则进行协商。

资料来源: 住建部官网、地方政府官网、国信证券经济研究所整理

### 市场高度分散, 规模效应逐步凸显

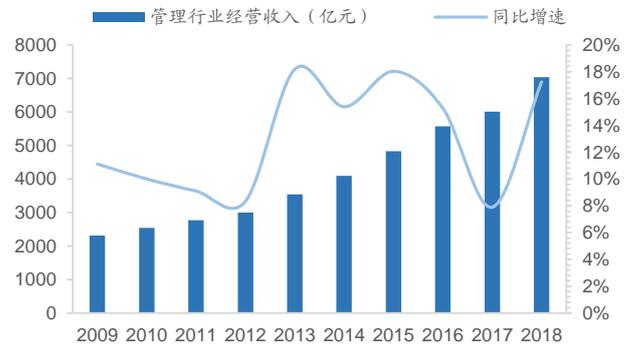
2014 年之后, 行业无论是管理规模还是营收规模均进入快速成长阶段, 近四年全国物业管理行业管理面积复合增速达 14%, 营收规模复合增速达 15%。行业目前仍然呈现高度分散化, 据《2019 中国物业服务百强企业研究报告》, 截至 2018 年, 物业服务企业数量高达 12.7 万家。2018 年物业管理百强企业市场份额为 38.85%, Top10 市场份额为 11.35%, Top100 及 Top10 市场份额均呈现逐步提升的态势, Top100、Top10 市场份额分别较 2017 年提升 6.43、0.29 个百分点。房地产开发龙头企业下属的物业公司在集团业务支持下, 进一步加快市场化拓展、推动同业并购, 实现了规模的快速扩张。2018 年, 物业管理行业服务规模前十名企业管理面积均值达 2.39 亿平方米, 为百强企业管理面积均值的 6.4 倍, 规模优势明显。

图 14: 物业行业管理规模



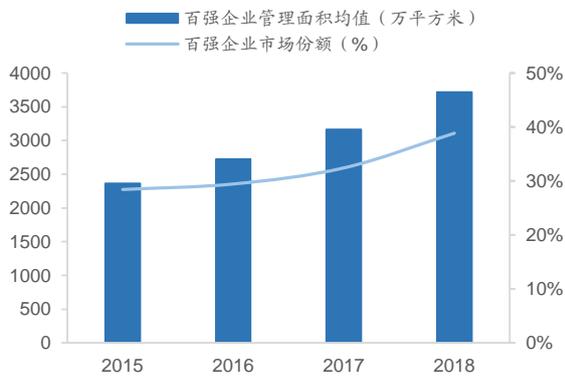
资料来源: 中国物业管理协会、国信证券经济研究所整理

图 15: 物业行业营收规模



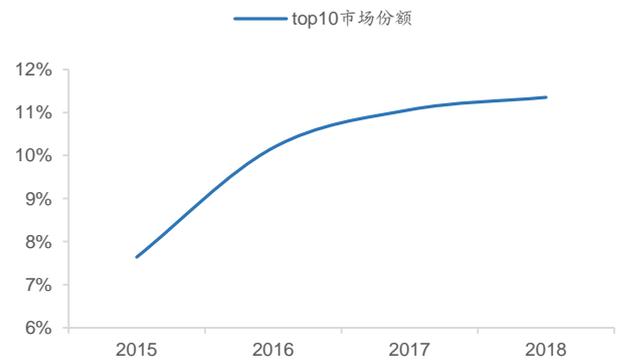
资料来源: 中国物业管理协会、国信证券经济研究所整理

图 16: 物业行业百强企业市场份额



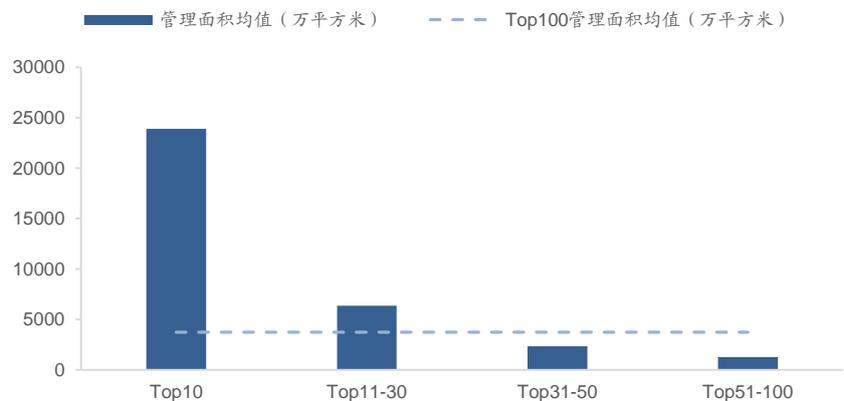
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 17: 物业行业 Top10 市场份额



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 18: 规模优势凸显



资料来源: 中国物业管理协会、易居研究院、国信证券经济研究所整理

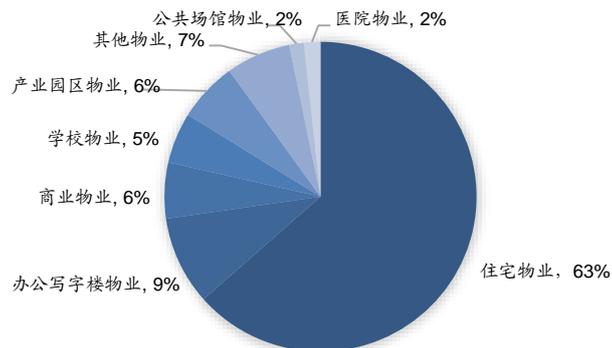
### 住宅物业市场份额大，机构物业专业化要求更高

据《2019 物业服务企业发展指数测评报告》，截至 2018 年，500 强管理面积中

仍以住宅物业为主，住宅物业、机构物业管理面积占比分别达 63%、37%。住宅物业顾名思义，指人们生活居住的住宅小区、公寓等，以及配套的共用设施、设备和公共场地；机构物业定义更为广泛，以商办物业、产业园区物业、公共物业为主。其中商办物业涉及购物广场、办公写字楼、酒店、停车场等经营场所；产业园区物业涉及工业厂房、仓库等业态；公共物业可包括政府机关大楼、学校、医院、公共场馆等政府物业及公建设施。500 强机构物业管理面积中以商办物业、产业园区为主，其管理面积占比之和超过总物管面积的 20%，为细分业态领域布局较为广泛的业态。

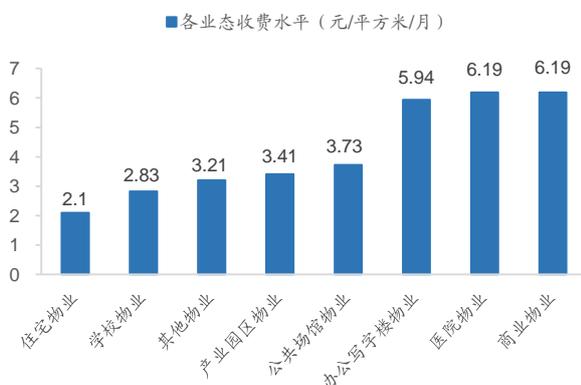
从基础物业服务价格来看，住宅物业收费单价很大程度仍然会受到政府指导价的制约，并且价格调整也需要业主委员会通过，而商业、办公等机构物业服务的定价市场化程度更高，主要根据项目实际服务内容及品质要求确定单价。通常机构物业管理需要根据客户需求定制多样化服务，技术含量相对较高，相应附加值更高，因此一般情况下，机构物业相较住宅物业服务收费水平会更高，毛利空间更大。2018 年，500 强企业物业费平均水平为 3.08 元/平方米/月，其中商业物业和医院物业费水平较高，均为 6.19 元/平方米/月，其次为办公楼物业为 5.94 元/平方米/月，住宅物业费最低为 2.1 元/平方米/月。收缴率方面，机构物业专业化要求高，客户黏性相对也更高，2018 年，500 强企业物业费平均收缴率为 94.6%；医院及学校物业收缴率均达到 99%以上，其次办公楼及产业园区物业收缴率分别达 98%以上，住宅物业较低为 91.2%。

图 19: 公司主营业务构成



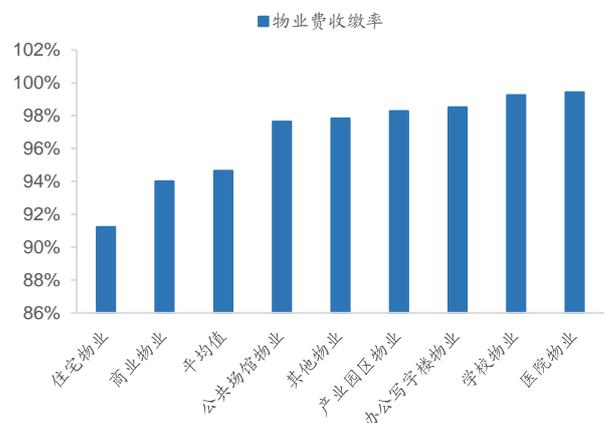
资料来源：中国物业管理协会、克而瑞、国信证券经济研究所整理

图 20: 各业态平均收费标准



资料来源：中国物业管理协会、克而瑞、国信证券经济研究所整理

图 21: 各业态平均物业费收缴率



资料来源：中国物业管理协会、克而瑞、国信证券经济研究所整理

## 机构物业领头羊，行业标准化统筹者

### 持续深化转型，物管业务快速成长

公司依托机构物业管理和资产管理的领先优势，坚持轻资产化发展模式，聚焦物业资产管理业务。2013年后，物业管理业务营收占比逐步提升，截至2018年末，物业管理业务营收占比达56%，房地产、建筑业、其他业务占比分别为41%、2%、2%。围绕“瘦身健体、固本强基、规模扩张、探索发展”的战略主题，公司持续深化公司转型战略——

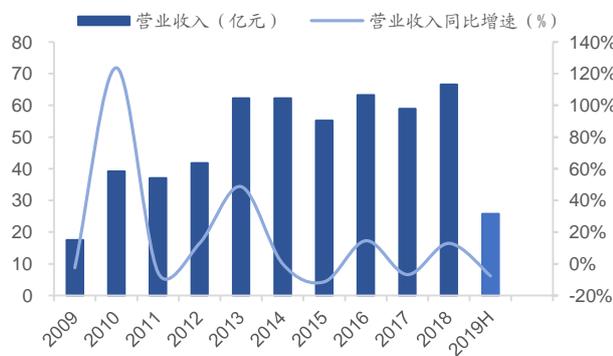
- 物业管理业务：一方面通过内生增长扩大规模，另一方面探索公司转型后的新模式及新的利润增长点；
- 商业运营业务：调整内部管控，苦练内功，并继续通过管理输出等轻资产运作模式扩张；
- 开发服务业务：配合公司战略转型，全力以赴做好遗留项目的运作和处置，积极探索内部协同发展之道。

图 22：公司主营业务构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23：营业收入及同比增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 24：营业收入构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 中航物业——机构物业领头羊、行业标准化统筹者

### 机构物业领头羊

中航物业管理有限公司是中国航空工业集团下属中航国际的骨干企业，中航善达的全资子公司。中航物业依靠强大的航空工业背景和技术，逐步成为中国物业管理行业的专业力量，是中国物业管理行业首批国家一级资质企业，凭借领先的综合实力和卓越的管理服务水平，连续多年获评中国特色物业服务(机构物业)领先企业。

中航物业目标定位于机构类物业，将核心业务聚焦于政府类、公共类及企业总部类物业，涵盖金融、通讯、制造、能源等行业，包括教育、民生、公共服务等政府、企事业单位，致力于成为中国卓越的机构物业平台运营商，帮助客户完善需求并提供相应的解决方案。中航物业围绕机构客户的核心诉求采取了一系列创新举措，通过发挥自身的核心资源优势，提高客户的价值体验，与客户建立融合、互信、共赢的合作关系把各项专业服务融合提供一体化服务，设立了楼宇、电梯、保安、资产、餐饮、航电科技等专业公司，配以专业的服务方案策划能力，并利用互联网技术整合优质供应商资源，满足客户不断增长的需求。服务内容除了传统的物业管理服务之外，还包括会议服务、餐饮服务、重大活动、重要的组织接待等延伸服务，被称为“机构物业大管家”，与住宅物业相比，机构物业定价更高、提价更易、拓展更快。

中航物业积极参与市场竞争，聚焦高端机构物业项目，实现布局全国，业务范围遍及全国六十余个主流城市。目前，中航物业已全面进驻中国人民银行总行、国家司法部、最高人民检察院、国家图书馆、港珠澳大桥管理局、郑州奥体中心、广东全球通大厦、广州白云国际机场、经济日报社、深圳大学总医院、中山大学、安徽创新馆、侵华日军南京大屠杀遇难同胞纪念馆等一系列大型机构类标杆项目，为他们提供专业化的物业管理服务。

图 25: 公司物业管理以机构物业为主



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 26: 政府类物业项目



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 27: 公众类物业项目



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

表 7: 公司在管重点项目一览

政府类物业	公众类物业	企业总部类物业	商业类物业	高端住宅类物业
人民大会堂	中国人民银行总行	广州白云国际机场运控中心大楼项目	荆门爱飞客	新城家园
最高检西部办公楼	经济日报社	长江水利委员会长江设计院	横琴金贸坐标	济南西江华府项目
国家商务部办公楼	武汉农商行金融后台数据中心	泸州老窖	南京青龙湖	济南东城逸家项目
港珠澳大桥管理局	天津科技大学(滨海校区)项目	腾讯(武汉)研发中心	南昌九州上郡	九江中航城
国家工商行政管理总局行政学院	南方科技大学	国家计算机广东中心萝岗机楼	沙河工业区	南京金城1号
武汉市市政研发中心	中国环境监测总站	广州移动客服中心	中航北苑	南京金城1号
广东省国税局	中国科学技术馆	中国东方电气集团有限公司	中航元屿海	南京金城机电园
荆门市公安局	中航国际广场	成都盛隆大厦	大连中航城市广场	大连中航华府
四川省教育厅	遂宁五彩缤纷路	太平洋保险金融大厦	上海文定生活家居创意广场	南京华府国际
遂宁环岛商务中心	遂宁河东新区	山东电建一公司项目	富士康武汉科技工业园	贵阳中航城
遂宁中级人民法院	邮政储蓄银行	即墨创智新区企业总部 ABD 楼项目	中航城市广场	南京樾府
天津市第二中级人民法院	广州白云机场二号航站区巡检项目	南京·航空工业大厦	中航国际交流中心	衡阳中航城市花园
天津市人民检察院	武银经开大厦	南京金城大厦	中国石化西南科研办公基地	长沙中航城国际社区
济南市环境监控中心项目	天马 G6 园区	南京金城中航科技大厦	长沙现代空间	重庆 mytown
省运会媒体中心项目	广州白云机场车场运营项目	茂名移动		九江归宗
即墨创智新区科技孵化器大厦	香港城市大学成都研究院	阳江移动		赣州中航公元城
珠海香洲区府	航空大世界	江门移动		中航屿海
某部队项目	遂宁体育中心	中国国际航空股份有限公司		中航花园
国家环保部办公楼	广东移动培训学院	专利局审协北京中心专利大厦		重庆两江
湖南烟草	新川科技园	北京金凤科技园区		重庆翡翠城
江西省高院	广州医科大学附属三院荔湾医院	中关村医疗器械产业园		中航天逸花园
珠海市委党校	天津农行项目部	上海中航天盛广场		岳阳翡翠湾
珠海市机关大院	成都技师学院	岳阳中航国际广场		昆山九方城
深圳市委大院	南充中航城	中国移动云浮分公司		昆山中航城
深圳市老干部活动中心	天津外国语学院	佛山禅城人民法院		赣州中航城
龙华新区管委会	天津理工大学	佛山南海人民检察院		昆明云玺大宅
南昌县澄碧湖大厦	中国银行聊城分行项目	江西萍钢大厦		天鸿公寓
深圳市委党校	国家开发银行山东省分行项目	中航中心		天渤公寓
山东省档案局项目	山东建行项目	腾讯项目		共青城庐山云岭别墅
济宁市任兴商务中心项目	山东省体育训练中心项目	深圳移动信息大厦		共青城果岭东方住宅
中航工业航空动力控制系统研究所	济南市技师学院项目	福田国际创新中心		天润公寓
上海市金山区人民政府	青岛海西船厂项目	深圳市公安局		天富公寓
上海市徐汇区行政服务中心	泰安市科技馆项目	机构物业-廊坊中石油管道公司		福瑞家园
公安部证券犯罪侦查局	山东中银大厦项目	上海协泰中心		长沙黄金海岸
国管局9号院	天津市委党校项目	中航民用航空电子产业园		长沙 BOBO 天下城

广饶乐安大厦项目 武汉市中级人民法院 湖北省高级人民法院 湖北省公安厅 武汉市农业局润禾大厦 武汉市农业局 九江经开区综合服务中心大楼 国家司法部新办公楼 中央党史研究室 山东省科技大厦项目 济南市龙奥大厦 徐汇区人民法院	齐鲁银行总行项目 即墨公园道路项目 农行济南分行项目 天津市滨海新区区委党校 长沙华融湘江银行（新大楼） 长沙广电新大楼 公众类-长沙滨江文化园 广州医科大学附属第三医院 中山大学广州校区南北校园 上海浦发银行南昌分行 国开行江西分行 井冈山革命教育基地 鄱阳湖生态规划馆 盐田工青妇活动中心 民生银行大厦 交通银行深圳分行 东莞农村商业银行 农业银行深圳分行 工商银行深圳分行 井冈山革命教育基地 香港中文大学（深圳校区） 深圳信息职业技术学院 江西中国银行 公众类-深圳大学 南昌农商银行 江西农业银行 天津大学 南开大学 水井坊博物馆 遂宁市国际会展中心 济南市滨河集团项目 山东鲁能泰山足球俱乐部项目 中国农业银行泰安分行项目 建设银行南湖园区项目 上海海洋大学 上海东华大学 孙中山大元帅府纪念馆和赤岗塔 广州亚体文化中心 地铁4号线站点 中国人寿保险湖北省分公司 中航技研发展示中心 中国农业银行滨州分行项目 中国人民银行汉口培训中心 济南市体育运动学校项目 山东农行项目 济南水务集团项目 上海市宋庆龄陵园 济南市全民健身中心项目 济南市奥体中心主体育场项目 长沙华融湘江银行 长沙招商银行 国家图书馆	无锡软件园 中航国际北京航空城 门头沟供电公司办公楼 中航广场一期 京东集团亦庄总部智能型大厦 佛山南海农商行 佛山太保产险 洪都908号综合设计楼 机构物业-中航直升机总部大楼 长江证券大厦 中国移动公司江西分公司客呼、规划中心 中航国际广场 肇庆移动 全球通大厦 广东国际大厦 深圳东方锅炉控制有限公司成都基地 重庆星河商务大厦 机构物业-华明低碳园 济南市成城大厦项目 济南市电力调度中心项目 无锡（中国）传感网国际创新园 长沙顺天城 长沙现代城 长沙华美欧 长沙顺天国际财富中心 湖南华菱园 华力创通科技大厦 中航技大厦 昆山时代大厦 上海光电子工业园区 上海天马微电子工业园区 上海凯迪拉克大厦
--	---	---

资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

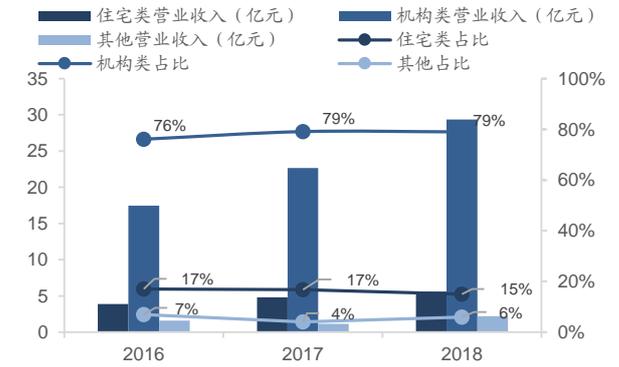
公司物业管理业务连续 5 年保持高速增长,近五年营业收入复合增长率达 26%; 2018 年公司物业管理业务营业收入达 37.2 亿元,同比增长 30%; 其中机构类物业、住宅类物业营收贡献率分别为 79%、15%。2017 年、2018 年公司机构类物业营收持续高速增长,分别同比增长 30%、29%。

图 28: 物业管理营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

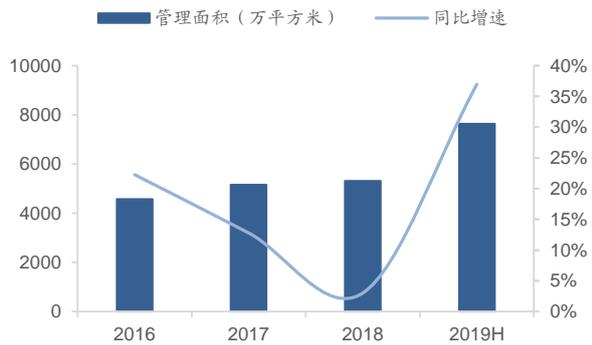
图 29: 机构类物业营收贡献大



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

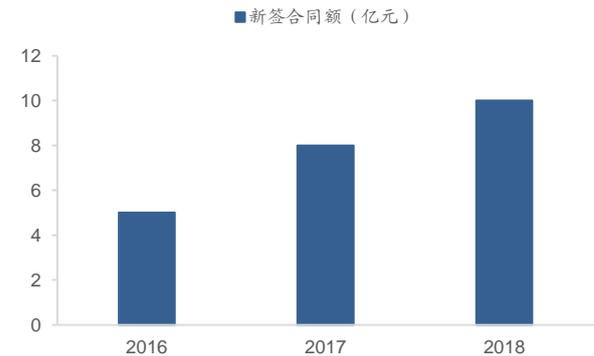
截至 2019 年 6 月, 中航物业全国物业管理项目 613 个, 管理面积 7634 万平方米, 同比增长 37%。与此同时, 公司继续加大市场拓展力度, 2018 年实现年度新签合同额 10 亿元, 同比增长 25%; 实现新增签约面积 717 万平方米, 机构类、住宅类、其他物业新签约面积分别为 585 万平方米、87 万平方米、45 万平方米, 机构类物业占比持续提升至 82%。

图 30: 管理面积及同比增速



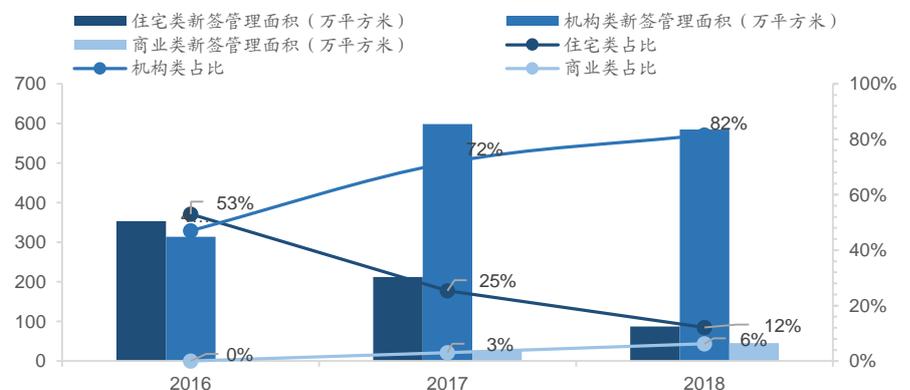
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 新签合同金额



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

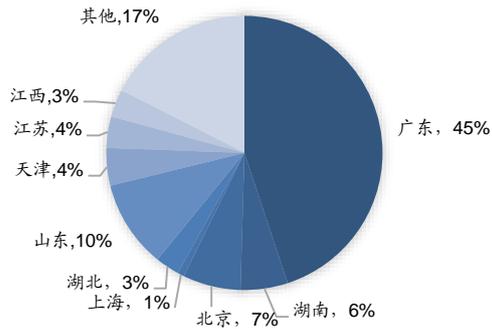
图 32: 新签约面积及各类型物业占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

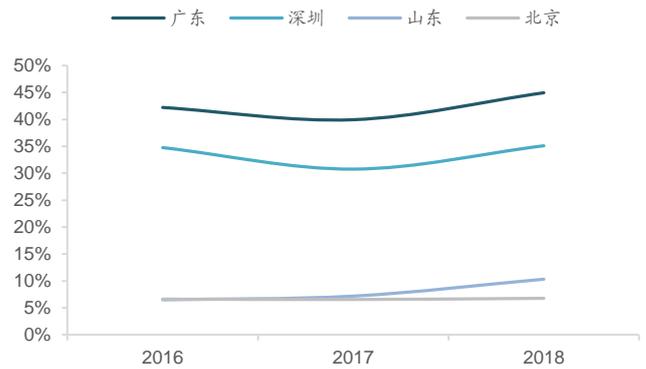
公司常年深耕广深区域，广深区域对于营收的贡献最大，常年贡献率在 40%以上；2018 年广东区域贡献收入占比达 45%，其中深圳区域贡献收入占比高达 35%；山东省、北京区域、湖南省、天津市、江苏省、江西省、湖北省等贡献率分别为 10%、7%、6%、4%、4%、3%、3%。从各区域毛利率水平观察，江西、江苏省等毛利率水平较高，分别高达 22%、17%，明显高于公司 2018 年物业管理板块综合毛利率 9.8%。

图 33: 物业管理营业收入构成 (按区域)



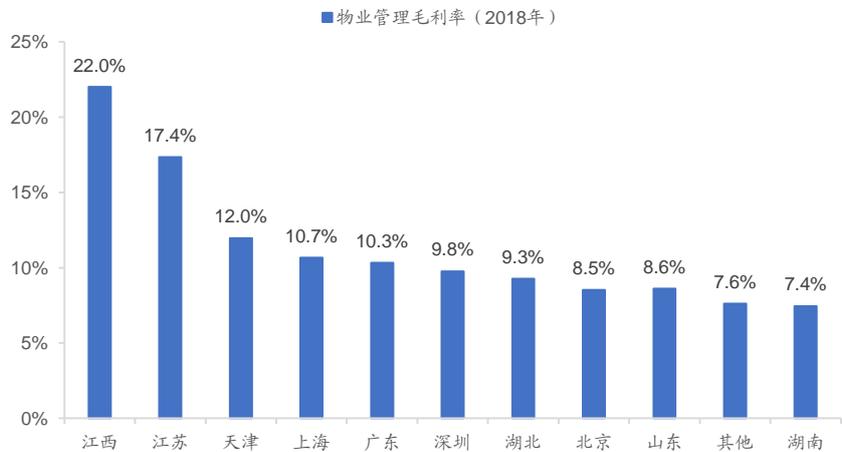
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34: 重点区域营收占比情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

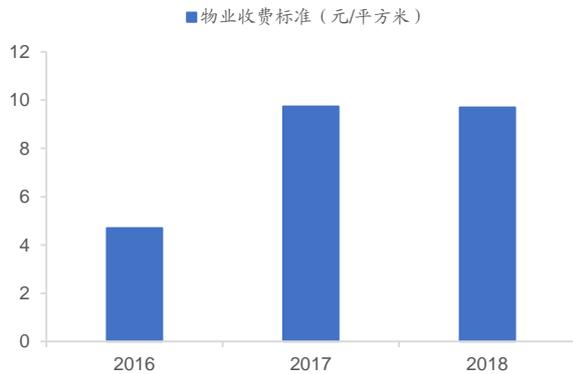
图 35: 各区域 2018 年毛利率水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

收费模式方面，公司收费模式以包干制为主，酬金制为辅；2018 年公司包干制收入占 2018 年物业管理收入的 92.94%。2018 年，公司物业管理综合收费标准约 9.70 元/平方米，较去年基本持平，较 2016 年已提升 106%。受益于公司加大智慧物业平台的建设和推广以及对物业服务的优化，公司物业收费标准明显提升，但鉴于不同区域的物业管理收费标准差异较大，公司布局的变动仍会对综合收费标准产生一定影响。公司近两年一直保持着较高的续签率，2018 年平均续签率达 96%，其中，住宅、机构物业的平均续签率分别为 96%、97%。

图 36: 物业综合收费标准



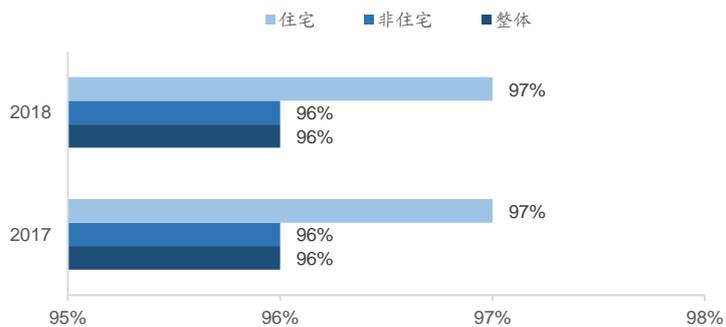
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37: 部分重点城市收费标准情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 38: 续签率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 行业标准化统筹者

公司是在物业管理行业中最先采纳标准化服务的企业之一，是行业标准的领跑者、标准化工作的践行者，主导多项国家标准编制工作。公司较早的组建了标准化队伍，并从在管的物业项目中挖掘出最佳的服务产品并拨出标准化专项资金，传承了航空工业人的工匠精神：严谨、标准、创新，探索具有行业特色的标准化建设路径——

- 2007 年，设立专职的标准化岗位，开始进行服务产品标准的研发；
- 2010 年，自主研发的第一个企业标准《会务服务标准》发布，标志着中航物业企业标准化战略的实施已初显成效，也为全国的物业服务规范化发展做出了历史性的贡献；
- 2015 年 5 月，完成国家标准《物业清洁服务基本要求》的审定工作，标志着首个物业服务的国家标准诞生；
- 2015 年 11 月，全国物业服务标准化技术委员会(SAC/TC560)在深圳成立，秘书处设在中航物业；
- 2018 年，公司主导 3 项国家标准编制工作，推动中物协 9 项团体标准编制工作。

信息化系统管理方面，公司也处于行业领先地位。自 2010 年，公司就开始了信息化系统的探索，从最初简单的数据记录、存储，到后来的智慧化服务。运用先进的移动互联网技术、物联网技术，融合“互联网+”、“智慧城市”等，打造了智慧物业集成服务平台—— $\pi$  平台，从而产生了  $\pi$  修、 $\pi$  巡、 $\pi$  控、 $\pi$  防、 $\pi$  洁等子服务品牌。智慧  $\pi$  控中心作为智慧物业  $\pi$  平台的全国运营管控中心、客户服务中心、后台支持与指挥中心，对  $\pi$  控、 $\pi$  巡、 $\pi$  修、 $\pi$  防等专业子系统进行高度集成管理，通过对全国、省、市、项目数据的实时监测，实现响应快速远程集约管理，通过数据收集、统计分析与深度挖掘，实现数据驱动智慧决策，其核心功能包括综合分析、指挥调度、应急处置和辅助决策等。未来  $\pi$  平台将帮助中航物业实现——

- “全闭环管控”及“智慧运营”；
- 物业管理各项运管服务专业子系统的集成管理；
- 统一平台下的任务流转、辅助决策、信息发布等业务应用管理；
- 物业管理服务运营数据的全面云端化，建设全面贯通的服务系统，逐步将设备、员工、客户、物业内部各模块与服务系统贯通；
- 物业管理服务的数据化量化管理和考核。

图 39: 客户一体化服务承包能力



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 40: π 平台流程图



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

### 招商物业——招商局唯一物管平台

招商物业成立于 1998 年，招商局集团旗下唯一一家从事物业管理与服务的企业，承接了较多招商蛇口、招商局集团开发的住宅项目及商办项目。目前，招商物业已发展成为中国领先的房地产价值链全程综合服务商，业务遍布全国 40 多个城市，并跟随“一带一路”战略开始海外拓展。按照“根植市场，协同升级”的战略思路，招商物业积极践行“一片沃土 四朵金花”商业模式，以基础物业服务为依托，培育和发展建筑科技、设施运营、置业顾问、社区商业四大专业服务，形成相互协作、互为客户、组合发展的业务发展体系，培育和打造房地产全价值链全程综合服务能力，为客户居家、商业、办公以及城市公共服务等提供综合解决方案。招商物业服务范围覆盖居民生活、企业机构、城市公共共三大类、20 多种业态，服务对象包括中央及地方公权机构、金融机构、国内著名企业、跨国集团等。

目前，业务遍布全国 40 多个城市和地区，员工规模 16000 余人，在管物业逾 500 个，服务项目面积超 7500 万平米，服务客户人数超百万。

图 41：招商物业商业模式一览



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

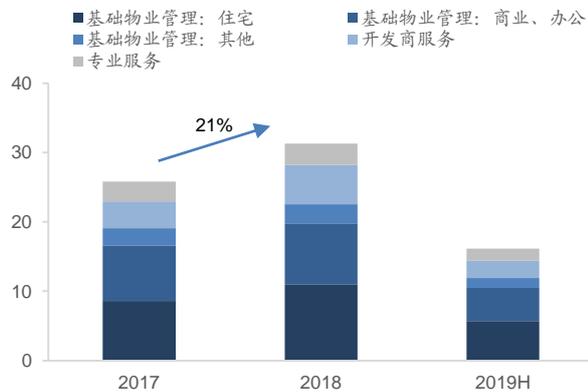
图 42：招商物业服务业态



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

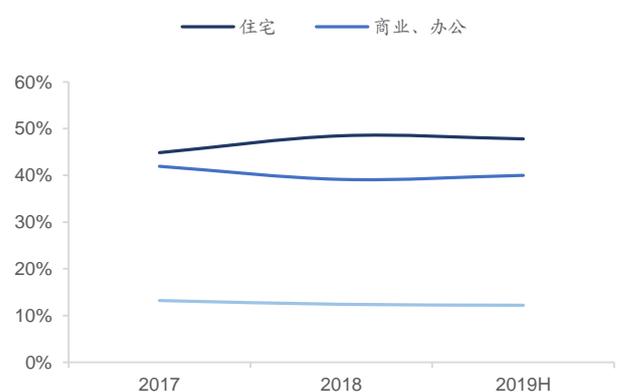
2018 年，招商物业实现营业收入 31.3 亿元，同比增长 21%；其中物业管理业务实现营业收入 28.2 亿元，占总营业收入的 90%，同比增长 23%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比增长 114.7%。物业管理业务中，住宅类物业、商业类物业、其他物业营收贡献率分别为 48%、40%、12%。

图 43：招商物业营收结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 44：不同业态营收贡献率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

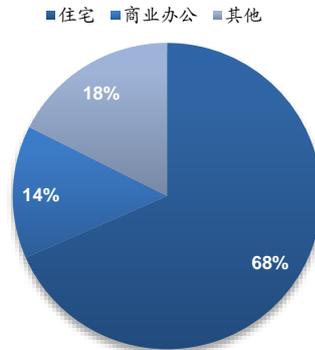
截至 2019 年 6 月，招商物业管理面积达 7292 万平方米，较 2018 年末提升 5%；其中住宅类物业、商办物业、其他（城市公共类物业为主）物业签约面积分别为 4989 万平方米、1021 万平方米、1282 万平方米，占比分别为 68%、14%、8%。

图 45：招商物业签约面积



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46：各业态签约面积占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

自招商物业启动市场化改革以来，招商物业着重拓展门槛和附加值较高的第三方机构项目。截至 2019 年 6 月总签约面积中，来自集团外的物业面积占比提升至 23%。按物业业态划分，住宅类物业仍主要来自于集团内部，而商办类物业、其他（城市公共类物业为主）物业类型中来自集团外的占比较高，占比分别达 55%、66%，且其他类占比提升明显。

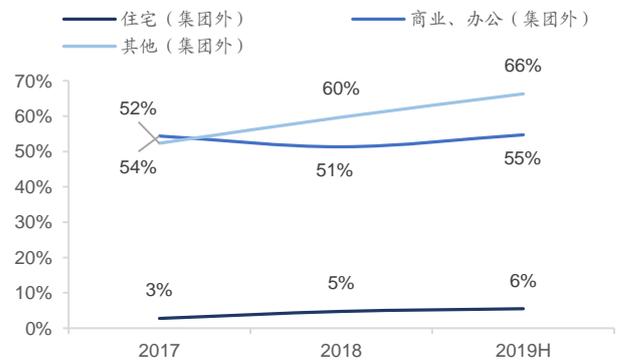
从平均收费单价来看，2018 年来自集团外物业的综合平均收费单价明显下降后，较来自集团内物业的综合平均收费单价基本持平；其中来自集团内住宅物业的收费单价略小于外拓住宅物业的收费单价，其重要原因系住宅方面公司仅仅拓展定位较为高端的住宅项目；而来自集团内的商办及其他物业的收费单价则明显高于外拓物业的收费单价，其主要原因包括：①公司为来自集团内的商办物业提供的服务内容范围更广，对于外拓的商办物业多以基础的维修保洁为主；②来自集团内的商办物业主要位于深圳、北京、上海等一线城市，单位面积成本较高，所以收费水平也会更高；③其他物业中，来自集团内的物业主要为产业园区、科技园区、总体收费成本较高，而外拓项目主要为公共设施及物流园区等，该类项目具有管理面积较大，总体收费较低的特点。

图 47：招商物业集团外签约面积占比逐步提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 48：招商物业各业态集团外签约面积占比



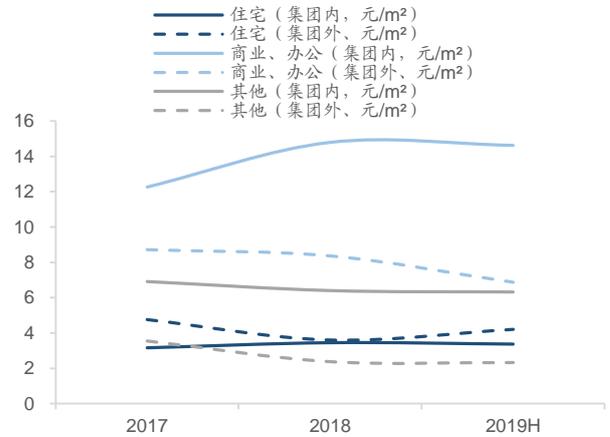
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 49: 招商物业收费单价情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 50: 招商物业各业态收费单价情况

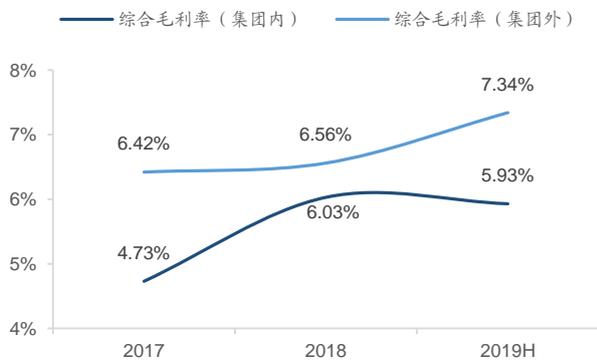


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从毛利率情况来看, 受业态组成的结构差异, 招商物业外拓物业的综合毛利率明显高于来自集团内的物业的综合毛利率, 来源于集团内物业中, 相对毛利率较低的住宅项目占比较高, 外拓项目中大多为相对毛利率较高的机构项目; 而事实上来自集团内的商办及其他物业的基础物业服务毛利率均明显高于外拓物业的毛利率; 2019 年上半年, 外拓住宅物业的基础服务毛利率提升明显并超过来自集团内的住宅物业毛利率。

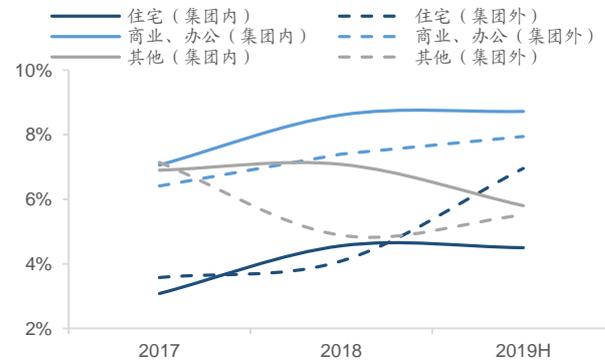
从续签情况来看, 受机构物业续签率下降的影响, 2018 年招商物业综合续签率由 2017 年的 97% 下降至 95%; 其中住宅物业续签率由 100% 小下降至 99%, 机构物业续签率由 97% 下降至 95%。按物业来源观察, 来自集团内的物业续签率明显高于外拓物业续签率达 17 个百分点; 其中来自集团内的机构物业续签率较外拓机构物业续签率高 19 个百分点, 住宅物业续签率两者基本持平。相较 2017 年, 公司外拓住宅物业的续签率明显提升至 100%, 而外拓机构物业续签率下降了 10 个百分点, 外拓机构物业续签率明显下降原因主要为出于盈利考虑部分项目未寻求续约以及部分客户采用轮替政策导致无法续约, 若剔除以上原因, 续约率提升至 92%。

图 51: 招商物业物业管理毛利率情况



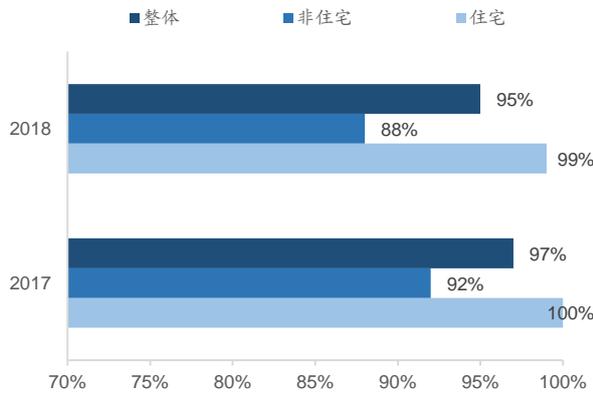
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 52: 招商物业各业态物业管理毛利率情况



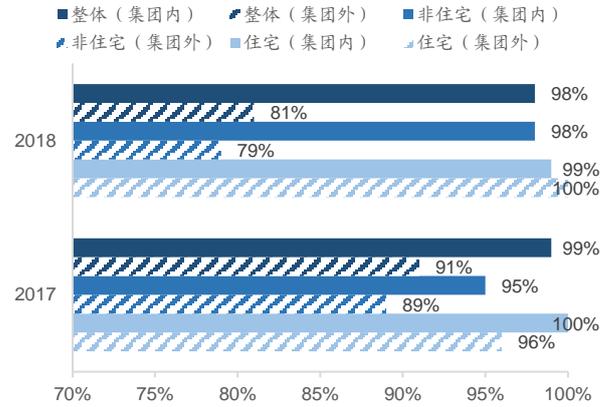
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 53: 招商物业续签率情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 54: 招商物业各业态续签率情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### 商业运营加强管理输出，地产开发逐步剥离

**商业运营业务:** 中航九方资产管理有限公司是公司商业运营业务的管理平台。公司目前已形成“九方”、“九方荟”两个产品品牌，其中“九方荟”专注于 2~5 万平方米的精致商业，以区域居民和商务人群为主要服务对象，以提供多元业态、体验服务及丰富社区活动为特色，旨在打造精致、品质的主题商业。商业模式方面，公司以多年积累的开发运营经验为基础，继续探索建立以“管”为核心，打通“募投管退”各环节的轻资产模式，致力于打造覆盖投资、收购、项目研判、产品规划及工程管理、招商、推广、系统化管理、项目出售等一系列服务的全生命周期商业平台。

图 55: 商业平台已具备全产业链商业整合服务能力



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年末, 公司在深圳、成都、赣州、九江、昆山、浏阳、珠海等地已有 11 家九方购物中心相继开业, 总经营面积 103.4 万平方米, 截至 2019 年 6 月, 中航九方管理项目数量 15 个, 管理面积达 127 万平方米。除公司持有的九方系物业外, 公司在深圳、长沙、南昌等地亦有一定规模的持有性物业, 业态涵盖商住楼、商铺、酒店等, 截至 2018 年末, 计入投资性房地产总评估面积 77.1 万平方米, 总评估价值约 67.7 亿元; 2018 年公司持有型物业租赁业务合计实现租金收入 5.06 亿元, 同比增长 8.35%, 其中购物中心租金收入 1.95 亿元。

**表 8：“九方”系列购物中心一览**

购物中心名称	城市	开业时间	商业面积 (万平方米)
赣州九方	赣州	2011 年	8
成都九方	成都	2012 年	10
九江九方	九江	2014 年	12
龙华九方	深圳	2014 年	10
华强北九方	深圳	2015 年	18
昆山九方	昆山	2015 年	12
北正西九方	浏阳	2017 年	8
巨亿九方	赣州	2017 年	7.3
贵阳九方	贵阳	2018 年	14.5
侨城坊·九方荟	深圳	2018 年	2
张家界九方印象城	张家界	2019 年	5

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

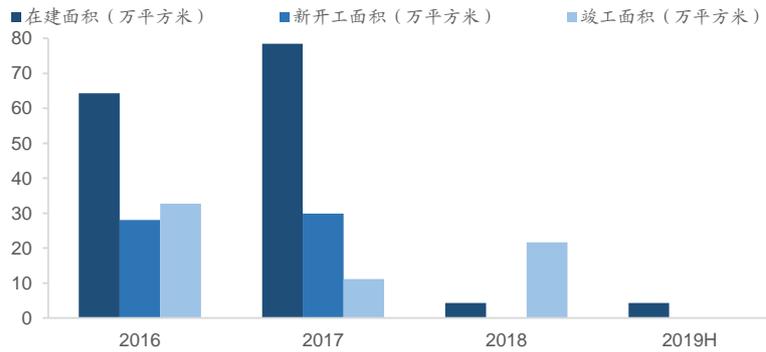
**表 9：公司已计入投资性房地产的房产情况（截至 2018 年末）**

序号	物业名称	评估面积 (万平方米)	2017 年末投资性房 地产评估值 (亿元)	2018 年末投资性房 地产评估值 (亿元)
1	航空大厦 1 栋部分楼层	2.4	4.8	4.9
2	航空大厦 1 栋部分顶层	0.5	0.6	0.6
3	南光大厦 1-13 层部分楼层、地下室	2.0	4.0	5.0
4	南光捷佳大厦一至四层商场及部分房间	0.9	2.7	2.7
5	航都大厦 9J	0.0	0.0	0.0
6	长沙芙蓉南路 368 号波波天下城 9 套房	0.2	0.1	0.1
7	航苑大厦西座 7 套房	0.1	0.3	0.3
8	中航格澜阳光花园 A 栋 1-4 层、B 栋一层 7 套房	1.6	2.7	2.8
9	南昌中航国际广场 1 至 5 层、26 至 38 层	3.2	2.9	2.9
10	赣州中航城九方购物中心房产及幼儿园	8.4	7.5	7.3
11	岳阳中航国际 1 至 27 层、裙楼 1 至 5 层	4.7	3.3	3.5
12	赣州格兰云天国际酒店	3.0	2.8	2.8
13	成都-九方购物中心-3 至 7 层	10.6	7.9	7.7
14	昆山中航城花园 42 号楼	2.9	2.0	2.0
15	九江九方购物中心商业	15.8	9.3	9.2
16	昆山九方购物中心	18.8	13.7	13.9
17	昆山中航酒店-未竣工	-	-	-
18	中航紫金云熙二期一至三层商铺	1.9	-	2.1
	<b>合计</b>	<b>77.1</b>	<b>64.6</b>	<b>67.7</b>

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**房地产开发业务：**为响应国务院国资委关于国有企业“瘦身健体、提质增效”的指导思想，近年来公司逐步剥离房地产开发业务，2018 年无新开工面积，竣工面积为 21.63 万平方米，同比增长 93.47%。项目储备方面，2018 年公司未新增土地，截至 2018 年末，公司房地产项目储备占地面积约 50 万平方米，储备项目位于湖南省衡阳市。

图 56: 房地产开发规模持续下降



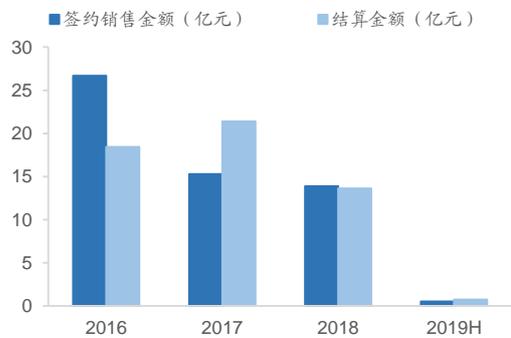
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 57: 销售面积及结算面积情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 58: 销售金额及结算金额情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 财务指标优化

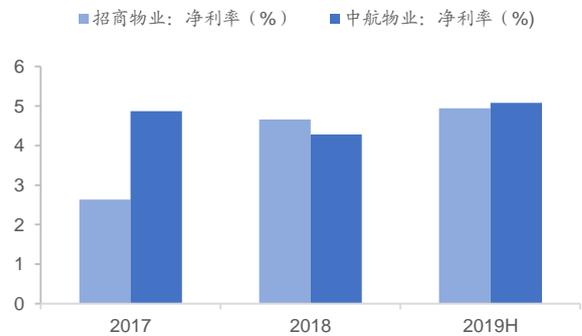
2018 年, 公司物管业务毛利率为 10.05%, 净利率为 4.28%; 招商物业综合毛利率为 6.66%, 净利率为 4.66%, 伴随公司及招商物业人均效率的提升、大力拓展专业服务以及管理费用管控能力提升等原因, 利润率水平还有继续提升的空间。

图 59: 公司及招商物业毛利率水平



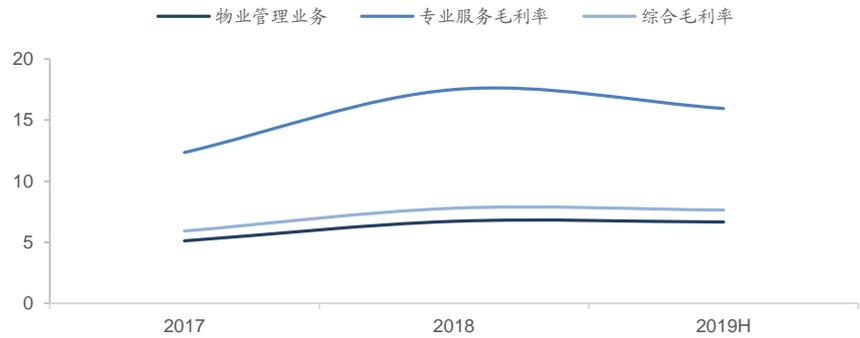
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 60: 公司及招商物业净利率水平



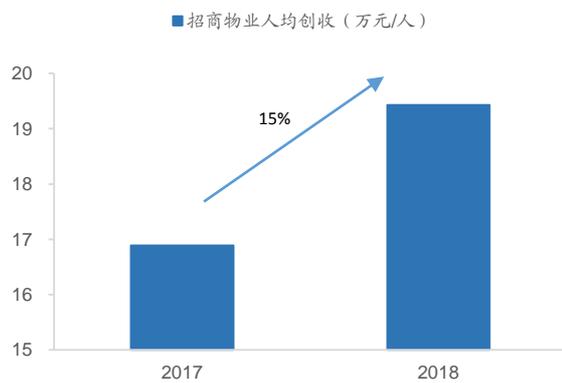
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 61: 各业务毛利率水平



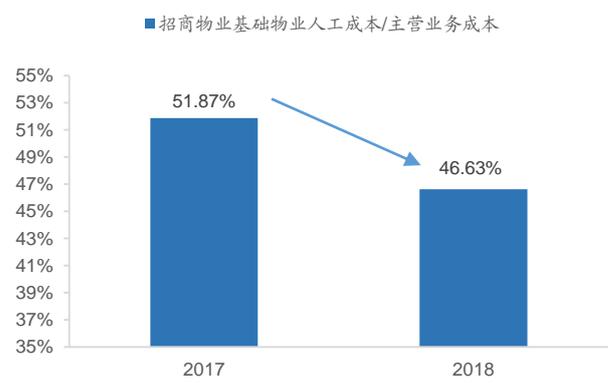
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 62: 招商物业人均效率提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

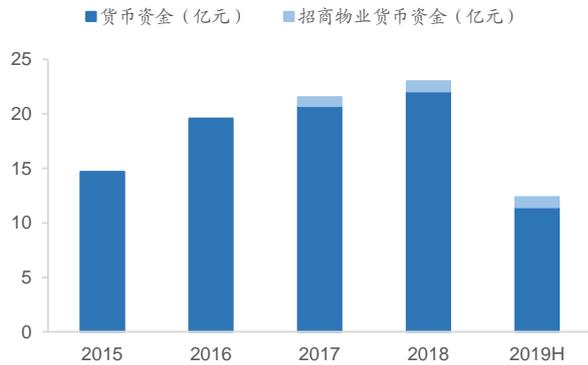
图 63: 招商物业人工成本降低



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

截至 2019 年 6 月 30 日, 招商物业账面货币资金余额 0.95 亿元, 其他应收款中归集至招商蛇口的资金余额为 1.01 亿元, 无银行借款等有息负债。收购完成后, 该等资金并入公司, 将进一步增强公司资金实力。近几年, 公司持续促进战略及经营的转型, 聚焦物业资产管理业务, 融资需求下降, 逐步偿还银行借款资产负债率较低且呈现下降趋势。收购完成后, 截至 2018 年 12 月 31 日, 公司资产负债率由 63.1% 降低至 55.3%; 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司资产负债率由 61.3% 降低至 53.3%, 公司偿债能力得到增强。

图 64: 公司货币资金情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 65: 公司资产负债率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

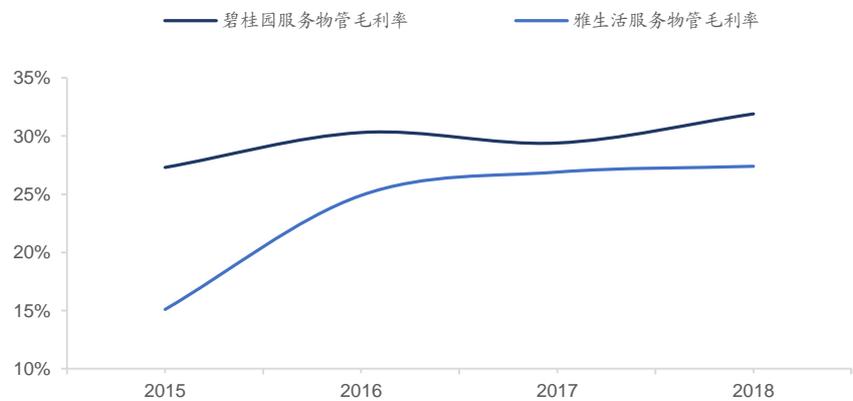
## 首次覆盖，给予“增持”评级

### 盈利预测假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1. 伴随物业管理服务业务由房地产开发企业的成本中心转化为利润中心，其毛利率水平大概率会有所提升;

图 66: 碧桂园服务与雅生活服务物管业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2. 根据公司收购招商物业 100% 股权交易的《业绩承诺和补偿协议》: 如本次交易于 2020 年度实施完毕, 则标的公司在业绩承诺期 2020 年度、2021 年度、2022 年度净利润分别为不低于 1.89 亿元、2.15 亿元、2.35 亿元, 未来三年的年复合增长率仅为 13.9%。招商蛇口 2017、18 全年及 2019 年前 10 个月销售面积增长率分别高达 21%、45% 和 46%, 过去三年的销售面积有望在未来三年交付给招商物业管理, 再加上继续承接招商局集团各类新增物业的物管、积极地外拓外部物业的物管, 我们认为完成整合之后, 招商物业的净利润增速很可能会显著高于上述业绩承诺, 但基于保守审慎原则, 我们对招商物业未来三年的盈利预测仍采用公司的业绩承诺。
3. 预计公司物业管理服务业务(合并招商物业后) 2020、2021、2022 年营业收入增长率为 24%、22%、20%;

4. 预计合并招商物业后,公司物业管理服务业务 2019-2022 年归母净利润分别为 3.91/5.36/7.09/9.11 亿元, 2020、2021、2022 年归母净利润增长率分别为 37%/32%/28%。

### 未来三年盈利预测

我们对合并招商物业后的公司未来三年盈利做出如下预测:

**表 10: 2020-2022 年盈利预测表 (单位: 亿元)**

	2020E	2021E	2022E
物管业务营业收入	104.0	126.5	151.6
非物管业务营业收入	22.5	19.0	11.4
<b>营业收入</b>	<b>126.5</b>	<b>145.5</b>	<b>163.0</b>
<b>营业成本</b>	<b>107.1</b>	<b>123.5</b>	<b>138.2</b>
销售费用	1.3	1.5	1.6
管理费用	4.6	5.1	5.5
营业利润	11.3	13.1	14.9
物管业务归母净利润	5.4	7.1	9.1
非物管业务归母净利润	2.4	2.0	1.2
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7.7</b>	<b>9.1</b>	<b>10.3</b>
<b>每股收益</b>	<b>0.73</b>	<b>0.85</b>	<b>0.97</b>

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司合并招商物业后, 2020-2022 年的营业收入分别为 127/146/163 亿元, 归母净利润分别为 7.7/9.1/10.3 亿元, 每股收益年分别为 0.73/0.85/0.97 元。

### 盈利预测的敏感性分析

公司物业管理服务业务处于快速发展阶段, 但房地产开发业务逐步剥离或对公司营收规模有负面影响, 我们分别按乐观、中性及悲观情形对公司 2020 年-2022 年的盈利预测做如下敏感性分析:

**表 11: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)**

<b>乐观预测</b>	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	129	155	182
(+/-)	20%	20%	17%
净利润 (亿元)	8.2	10.0	12.0
(+/-)	23%	23%	20%
每股收益 (元/股)	0.77	0.95	1.13
<b>中性预测</b>	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	127	145	163
(+/-)	15%	15%	12%
净利润 (亿元)	7.7	9.1	10.3
(+/-)	17%	17%	14%
每股收益 (元/股)	0.73	0.85	0.97
<b>悲观预测</b>	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	119	130	140
(+/-)	10%	10%	7%
净利润 (亿元)	7.4	8.2	8.8
(+/-)	11%	11%	8%
每股收益 (元/股)	0.69	0.77	0.83

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 首次覆盖, 给予“增持”评级

公司尚处于资产整合阶段, 预计 2020 年才能完成, 鉴于这一特殊情况, 我们仅对整合完成后的公司做盈利预测, 按合并招商物业扩股后的股本摊薄, 预计

2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.73/0.85/0.97 元，对应 PE 为 31/26/23X。公司是 A 股唯一的物管龙头及唯一的机构物管企业，具备双重稀缺性，目前股价位于合理估值区间，首次覆盖给予“增持”评级

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司在收购招商物业后的合理股价在 21-25 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加权资本成本（WACC）的计算、公司可售项目销售均价的假设、可售项目销售进度的假设、相对估值的比较等都加入了很多个人的判断：

- 1、加权资本成本（WACC）、永续增长率（TVg）对公司估值影响较大：我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；我们假设公司 10 年后永续增长率为 2%，可能存在永续增长假设偏高从而导致公司估值高估的风险；
- 2、我们对于公司营业收入增速的假设，是基于物业管理行业发展趋势及招商蛇口销售及竣工情况得出的结论，存在假设增速高于未来实际增速从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们在进行相对估值时以在管面积为基础，选取了 2 家港股上市物业管理公司作为可比公司，存在可比公司样本不完善或估值可能偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.73/0.85/0.97 元，盈利预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的：

1. 预计公司物业管理服务业务(合并招商物业后) 2020、2021、2022 年营业收入增长率为 24%、22%、20%，不排除公司拓展管理面积放缓导致对营业收入增长率估计偏高的风险；
2. 公司物业管理服务业务(合并招商物业后) 2020、2021、2022 年净利润增长率为 37%、32%、28%，不排除毛利率下降导致对净利润增长率估计偏高的风险。

### 经营风险

中航与招商物业的资产整合及团队磨合不达预期的风险。

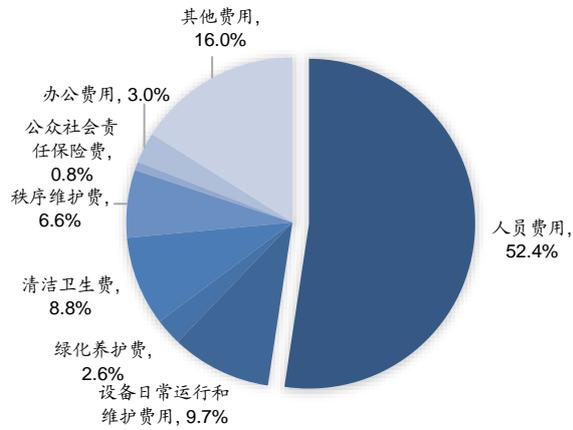
### 市场风险

2019 年 A 股及港股市场物业管理板块股价及公司股价涨幅较大或引发投资者短线获利回吐。

### 行业或面临人口老龄化的冲击

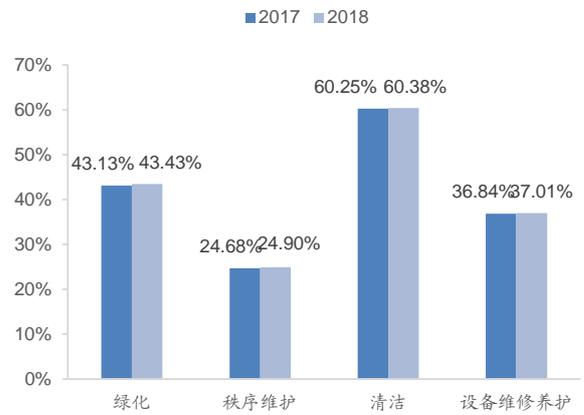
物业服务属于典型的劳动力密集型行业，尤其是基础物业服务，如保洁、保安、设施维护、园林养护等，很大程度需要依赖人力完成。据《2019 物业服务企业发展指数测评报告》，2018 年 500 强企业营业成本总值达到 1452 亿元，企业人员费用达到 760.23 亿元，占营业成本总值的 52.4%。我们认为，人口老龄化或对物业管理这类劳动力密集型行业造成冲击。

图 67: 2018 年物业 500 强营业成本构成占比分布



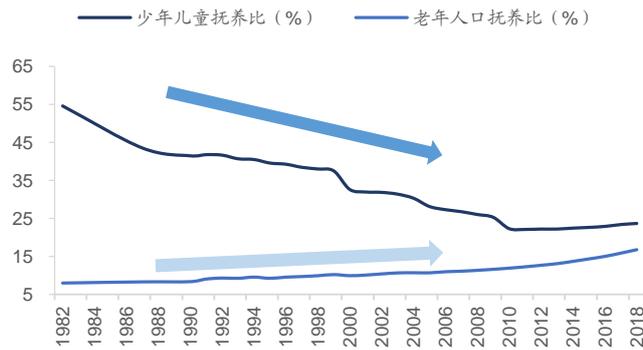
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 68: 物管部分业务外包项目占比



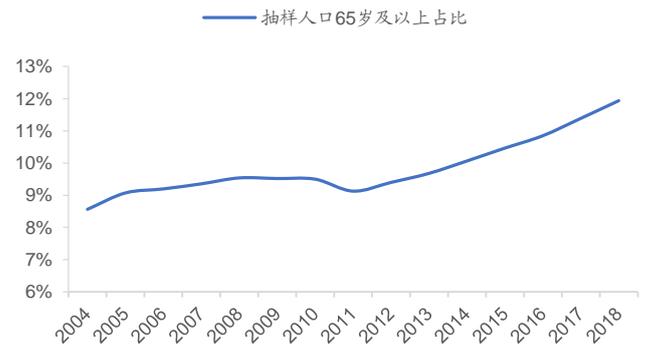
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 69: 老年人口抚养比逐步提升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 70: 65 岁以上人口占比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020E	2021E	2022E	2023E		2020E	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7491	8260	8962	9819	营业收入	12654	14550	16296	18189
应收款项	1699	1953	2188	2442	营业成本	10705	12353	13819	15388
存货净额	2837	3102	3472	3864	营业税金及附加	304	349	396	431
其他流动资产	633	727	815	909	销售费用	127	145	163	182
<b>流动资产合计</b>	<b>12659</b>	<b>14043</b>	<b>15436</b>	<b>17035</b>	管理费用	456	510	554	582
固定资产	706	770	819	846	财务费用	(33)	(49)	(63)	(79)
无形资产及其他	10	10	9	9	投资收益	50	50	50	50
投资性房地产	9790	9790	9790	9790	资产减值及公允价值变动	(28)	16	11	(10)
长期股权投资	209	209	209	209	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>23374</b>	<b>24821</b>	<b>26263</b>	<b>27888</b>	营业利润	1118	1307	1488	1725
短期借款及交易性金融负债	1000	1000	1000	1000	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	1493	1723	1929	2147	<b>利润总额</b>	<b>1118</b>	<b>1307</b>	<b>1488</b>	<b>1725</b>
其他流动负债	4018	4632	5179	5752	所得税费用	366	428	487	565
<b>流动负债合计</b>	<b>6511</b>	<b>7355</b>	<b>8107</b>	<b>8899</b>	少数股东损益	(23)	(27)	(31)	(35)
长期借款及应付债券	4053	4033	4013	4003	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>775</b>	<b>906</b>	<b>1031</b>	<b>1195</b>
其他长期负债	872	872	872	872					
<b>长期负债合计</b>	<b>4925</b>	<b>4905</b>	<b>4885</b>	<b>4875</b>					
<b>负债合计</b>	<b>11437</b>	<b>12260</b>	<b>12993</b>	<b>13774</b>					
少数股东权益	26	15	3	10					
股东权益	11911	12546	13267	14104					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>23374</b>	<b>24821</b>	<b>26263</b>	<b>27888</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	775	906	1031	1195
资产减值准备的增加(减少)	11	30	26	15
折旧摊销	111	123	136	149
公允价值变动损失	28	(16)	(11)	10
财务费用	(33)	(49)	(63)	(79)
营运资本变动	179	260	87	65
其它	(21)	(41)	(38)	(8)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1083</b>	<b>1261</b>	<b>1231</b>	<b>1426</b>
资本开支	(200)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(30)	(20)	(20)	(10)
支付股利、利息	(232)	(272)	(309)	(359)
其它融资现金流	(200)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(462)</b>	<b>(292)</b>	<b>(329)</b>	<b>(369)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>420</b>	<b>770</b>	<b>701</b>	<b>858</b>
货币资金的期初余额	7070	7491	8260	8962
货币资金的期末余额	7491	8260	8962	9819
企业自由现金流	804	984	939	1094
权益自由现金流	596	997	962	1137

关键财务与估值指标				
	2020E	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.73	0.85	0.97	1.13
每股红利	0.22	0.26	0.29	0.34
每股净资产	11.23	11.83	12.51	13.30
ROIC	6%	7%	8%	9%
ROE	7%	7%	8%	8%
毛利率	15%	15%	15%	15%
EBIT Margin	8%	8%	8%	9%
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%
收入增长	15%	15%	12%	12%
净利润增长率	15%	17%	14%	16%
资产负债率	49%	49%	49%	49%
息率	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%
P/E	30.8	26.3	23.1	20.0
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	30.1	27.5	24.6	21.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032