

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

地产服务 II

中航善达 (000043)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2019年11月22日

招商物业股权过户完成，资源禀赋再优化

证券分析师： 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

联系人： 陈曦

chenxi4@guosen.com.cn

事项：

2019年11月21日，公司发布《关于发行股份购买资产暨关联交易事项之标的资产过户完成的公告》，公司发行股份购买资产暨关联交易之标的资产招商局物业管理有限公司100%股权的过户手续已办理完成，招商物业成为公司的全资子公司。

国信地产观点：1) 公司收购招商物业，实现了中航与招商物业两大优质资产的珠联璧合，这是积极响应“**国家关于加大推进央企战略性重组改革**”的重大举措，从而实现资源禀赋的进一步优化；2) 交易完成后，公司备考物管营收规模位居已上市物业管理企业第一位，在管合约面积规模进入物管板块第一梯队之列；3) 财务指标进一步优化；4) 投资建议：资产过户完成，标志着公司资产整合再向前迈出了实质性的一大步，后续还需要完成——向交易对方发行股份并办理新增股份上市、办理本次交易涉及的注册资本变更、对标的资产过渡期间损益进行专项审计等事项，假设最终于2020年完成，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。其中物管业务2020/21/22年的EPS分别为0.51/0.67/0.86，物管业务归母净利润年复合增长率达33%。**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，维持“增持”评级。**5) 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。

评论：

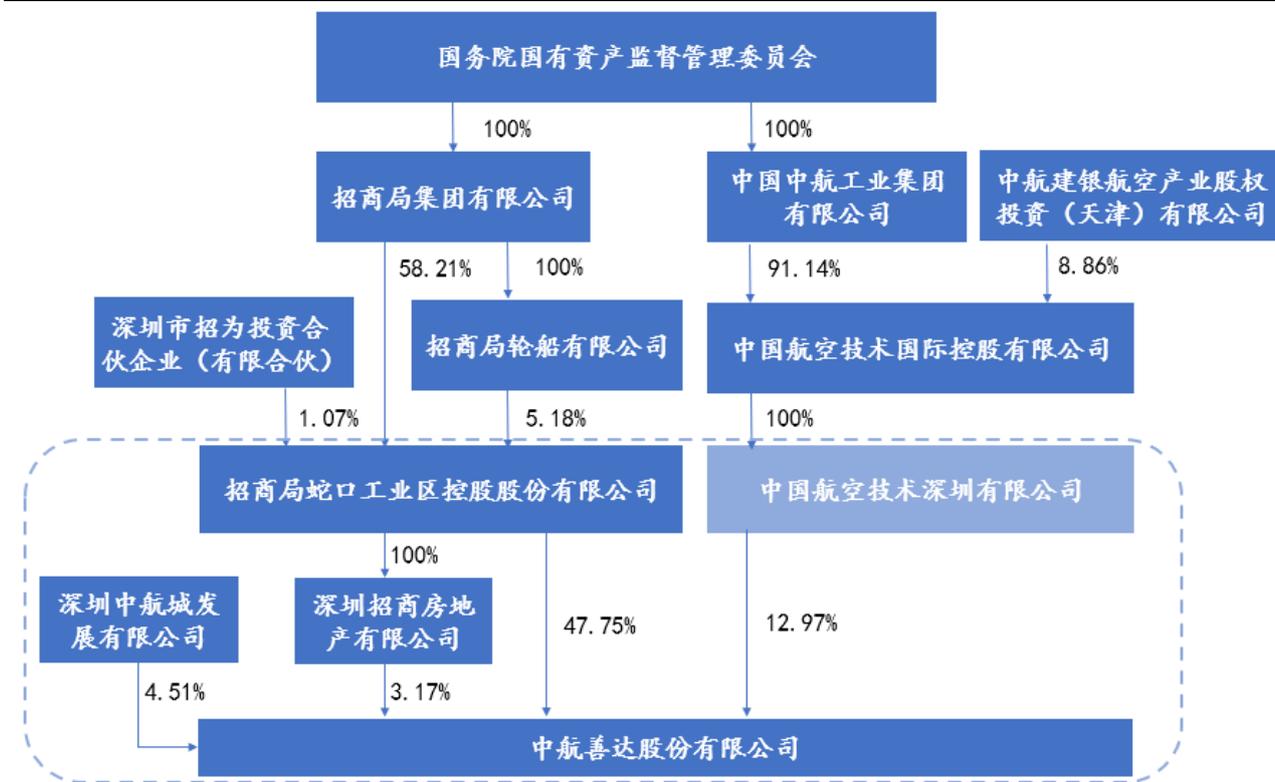
■ 积极响应国家战略，资源禀赋再优化

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%。

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。

图 1: 公司发行股份收购招商物业后股权结构

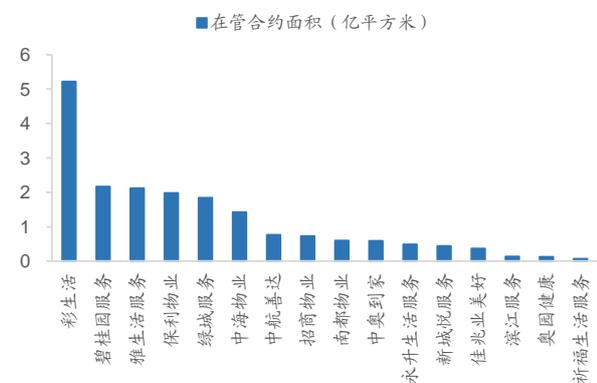


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 珠联璧合，领跑未来

截至 2018 年末, 公司物业管理业务实现营业收入 37.2 亿元, 同比增长 29.7%; 招商物业实现物业管理营业收入 28.2 亿元, 同比增长 22.8%。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%; 招商物业在管合约面积达 7292 万平方米。公司成功收购招商物业后, 公司 2018 年的备考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; 截至 2019 年 6 月的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: 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 3: 主要上市物管企业物管营收规模一览 (2018 年末)

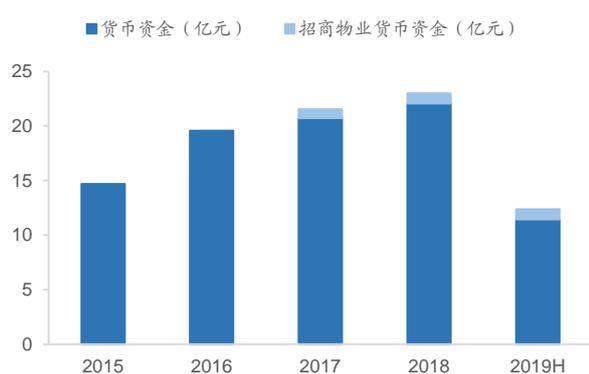


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 财务指标优化

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 年末，公司备考资产负债率由 63.1% 降低至 55.3%；截至 2019 年 6 月 30 日，公司备考资产负债率由 61.3% 降低至 53.3%，公司偿债能力得到增强。

图 4：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 5：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

■ 投资建议：A 股稀缺物管标的，维持“增持”评级

资产过户完成，标志着公司资产整合再向前迈出了实质性的一大步，后续还需要完成——向交易对方发行股份并办理新增股份上市、办理本次交易涉及的注册资本变更、对标的资产过渡期间损益进行专项审计等事项，假设最终于 2020 年完成，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。其中物管业务 2020/21/22 年的 EPS 分别为 0.51/0.67/0.86，物管业务归母净利润年复合增长率达 33%。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，维持“增持”评级。

■ 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。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020E	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7491	8260	8962	9819
应收款项	1699	1953	2188	2442
存货净额	2837	3102	3472	3864
其他流动资产	633	727	815	909
流动资产合计	12659	14043	15436	17035
固定资产	706	770	819	846
无形资产及其他	10	10	9	9
投资性房地产	9790	9790	9790	9790
长期股权投资	209	209	209	209
资产总计	23374	24821	26263	27888
短期借款及交易性金融负债	1000	1000	1000	1000
应付款项	1493	1723	1929	2147
其他流动负债	4018	4632	5179	5752
流动负债合计	6511	7355	8107	8899
长期借款及应付债券	4053	4033	4013	4003
其他长期负债	872	872	872	872
长期负债合计	4925	4905	4885	4875
负债合计	11437	12260	12993	13774
少数股东权益	26	15	3	10
股东权益	11911	12546	13267	14104
负债和股东权益总计	23374	24821	26263	27888

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	1.6%	1.8%	2.1%	2.4%
P/E	30.5	26.1	22.9	19.8
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	29.9	27.3	24.4	21.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	12654	14550	16296	18189
营业成本	10705	12353	13819	15388
营业税金及附加	304	349	396	431
销售费用	127	145	163	182
管理费用	456	510	554	582
财务费用	(33)	(49)	(63)	(79)
投资收益	50	50	50	50
资产减值及公允价值变动	(28)	16	11	(10)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1118	1307	1488	1725
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	1118	1307	1488	1725
所得税费用	366	428	487	565
少数股东损益	(23)	(27)	(31)	(35)
归属于母公司净利润	775	906	1031	1195

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	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)
经营活动现金流	1083	1261	1231	1426
资本开支	(200)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(200)	(200)	(200)	(200)
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
融资活动现金流	(462)	(292)	(329)	(369)
现金净变动	420	770	701	858
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

相关研究报告

《国信证券-中航善达-000043.SZ-首次覆盖：风华正茂，积善庆余》——2019-11-20

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

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