

聚焦存量资产运营服务，百年积余焕发新生  
买入（首次）

2019年12月15日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004  
021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

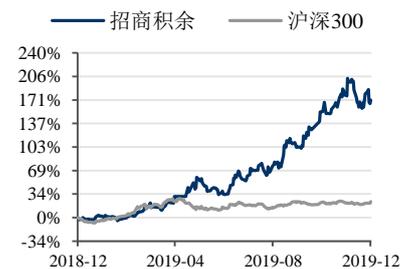
盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,785	10,168	12,391	15,024
同比（%）	15.5%	3.9%	21.9%	21.3%
归母净利润（百万元）	1,002	457	596	769
同比（%）	358.3%	-54.4%	30.6%	29.1%
每股收益（元/股）	0.94	0.43	0.56	0.73
P/E（倍）	21.44	47.04	36.02	27.91

注：上述盈利预测中 2018 年为追溯调整后经营数据

投资要点

- **招商积余起航，聚焦存量资产的管理、运营及服务。**“积余”的本意是积攒起来的剩余财物和资产，未来招商积余的定位将是存量资产的管理、运营及服务。招商积余此前经历多次业务转型，原中航善达是中国航空工业集团下属上市企业，2007 年开始打造“高档酒店+连锁百货+地产开发+物业管理+工业园区”的综合性地产发展模式；2011 年集中力量发展房地产开发业务；2016 年逐渐剥离房地产开发业务。
- **铸造行业新龙头，规模优势凸显。**重组完成后，招商积余管理面积近 1.5 亿平米，位居行业前列，具备明显规模优势；我们预计未来招商积余在集团内战略定位将有所提升，成为重要的业务平台，逐渐向利润中心定位过渡；招商积余管理业态多元化，涵盖多项地标性建筑，利于品牌搭建与维护。
- **中航物业：（1）聚焦机构类物业，盈利水平改善空间大。**中航物业 2018 年营收 37.18 亿元，其中机构类物业占比 79%；净利率自 16 年以来持续维持在 4-5% 左右，后续有望大幅改善。（2）**在管面积增长迅猛。**截至 19H1，物业服务在管面积 7634 万平米，同比增长 37%；管理项目个数达 613 个，19 年以来在管面积增长迅猛。
- **招商物业：招商物业是招商局集团旗下唯一一家从事物业管理与服务的企业，控股股东为招商蛇口，实际控制人为招商局集团。**截至 19H1，招商物业在管面积为 7292 万平方米，住宅项目占比 68%。
- **央企强强联合，助力公司具备高成长性。（1）股东背景：**央企强强联合，招商积余同时拥有招商局集团、航空工业集团两大央企背景，在机构类物业资源获取上具备先发优势；**（2）机构类物业优势显著：**机构类物业的定价受政策限制较小，更加市场化，盈利水平更高；面对单一业主方，提价难度相对较低；政府、学校、医院等机构物业体量较住宅项目更大，具规模效应；具备更好的信用背书，收缴率更高；具备更高行业准入门槛，竞争格局相对趋缓。**（3）毛利率提升空间大。**截至 19H1，中航物业、招商物业综合毛利率分别为 10.28%、6.66%，反弹空间更大。
- **投资建议：**招商积余启程，聚焦存量资产的管理、运营及服务。两大央企强强联合，招商积余在物业资源获取上优势明显；同时，机构类物业具备提价简单、收缴率高、行业壁垒高、规模较大等优点；毛利率改善空间大，未来业绩释放有较大潜力。我们预计招商积余 2019-2021 年基本每股收益为 0.43、0.56、0.73 元，对应估值为 47.0、36.0、27.9 倍；首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不景气，居民支付能力下降；成本刚性，毛利持续压缩；行业限价政策影响盈利情况。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.25
一年最低/最高价	6.98/22.88
市净率(倍)	2.83
流通 A 股市值(百万元)	13502.57

基础数据

每股净资产(元)	7.16
资产负债率(%)	60.58
总股本(百万股)	1060.35
流通 A 股(百万股)	666.79

相关研究

## 内容目录

1. 招商积余核心看点 .....	5
2. 央企整合，重组转型，聚焦存量资产管理 .....	7
2.1. 发展历程：四次转型，持续探索 .....	7
2.2. 重组事宜：存量交割+增量发行 .....	8
3. 物业管理：央企强强联合，打造物管龙头平台 .....	10
3.1. 中航物业：19H1 在管面积 7634 万平米，新签约机构物业逾八成 .....	10
3.2. 招商物业：19H1 在管面积 7292 万平米，住宅物业占比近七成 .....	12
3.3. 招商积余：重组铸造行业新龙头，规模优势凸显 .....	16
3.3.1. 重组后物业营收行业第二，管理面积近 1.5 亿平米 .....	16
3.3.2. 预计内部定位逐渐向利润中心定位过渡 .....	17
3.3.3. 专业化服务，多元业态持续发力 .....	18
4. 房地产业务价值评估：预计 40 亿元左右 .....	20
5. 盈利预测和投资建议 .....	22
5.1. 盈利预测 .....	22
5.2. 投资建议 .....	24
6. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1: 招商积余核心优势 .....	6
图 2: 招商积余发展历程 .....	7
图 3: 原中航善达营业收入及增速 .....	8
图 4: 原中航善达归母净利润及增速 .....	8
图 5: 原中航善达销售毛利率及净利率走势 .....	8
图 6: 原中航善达营收结构情况 (亿元) .....	8
图 7: 招商积余股权结构图 .....	9
图 8: 原中航善达物业管理收入及增速 .....	10
图 9: 原中航善达物业管理净利润及增速 .....	10
图 10: 原中航善达物业管理业务毛利率及净利率走势 .....	10
图 11: 原中航善达各业态物业服务毛利率 .....	10
图 12: 中航物业 2018 年各业态平均物管费水平 (元/平米/月) .....	11
图 13: 原中航善达 2018 年物业管理收入区域布局 .....	11
图 14: 原中航善达物业服务业务物业费 (元/平米/月) .....	11
图 15: 中航物业在管面积 (万平米) 及同比 .....	12
图 16: 中航物业管理项目个数及同比 .....	12
图 17: 中航物业新签约面积 (万平米) 及同比 .....	12
图 18: 中航物业新签约面积各类型占比 .....	12
图 19: 招商物业股权结构图 (截至 2019 年 6 月末) .....	13
图 20: 招商物业营业收入 (亿元) .....	14
图 21: 招商物业营业收入构成情况 .....	14
图 22: 招商物业各业态平均物管费 (元/平米/月) .....	14
图 23: 招商物业各业态毛利率情况 .....	14
图 24: 招商物业在管面积 (万平米) .....	15
图 25: 招商物业 2019H1 在管面积各业态分布 .....	15
图 26: 招商蛇口开工面积 (万平米) .....	15
图 27: 招商蛇口销售面积 (万平米) 及同比增速 .....	15
图 28: 主要物管公司 2019H1 毛利率走势 .....	17
图 29: 中航物业一体化服务承包能力展示图 .....	19
图 30: 原中航善达存货 (亿元) 及同比 .....	20
图 31: 原中航善达预收账款 (亿元) 及同比增速 .....	20
图 32: 原中航善达投资性房地产 (亿元) 及同比增速 .....	21
表 1: 本次重组前后股东变化情况 .....	9
表 2: 主流物管公司经营数据对比 .....	16
表 3: 主流物管公司上市后毛利率持续提升 .....	17
表 4: 中航物业专业公司简介 .....	18
表 5: 招商物业相关专业服务 .....	18
表 6: 招商积余物业管理项目情况 .....	19
表 7: 原中航善达 2019H1 房地产项目价值计算 .....	21
表 8: 招商物业业绩承诺情况 .....	22

表 9：招商积余分业务盈利预测（2018 年为追溯调整数据） .....	23
表 10：主流物管公司估值对比（单位：人民币元） .....	23

## 1. 招商积余核心看点

### ➤ 央企强强联合，聚焦机构类物业，具备资源优势

此次资产重组，不仅是物业领域内两家极具竞争力公司的业务整合，也是央企之间的强强联合。重组后，招商积余同时具备招商局集团、航空工业集团两大央企背景。除去招商蛇口交付的住宅类项目外，招商系、中航系体内具备多项商业、办公、公建类项目，上市公司可以充分利用资源优势以开拓机构类业务。截至 19H1，招商物业在管项目中非住宅类项目占比达 32%；18 年，中航物业机构类物管收入占比约 79%。

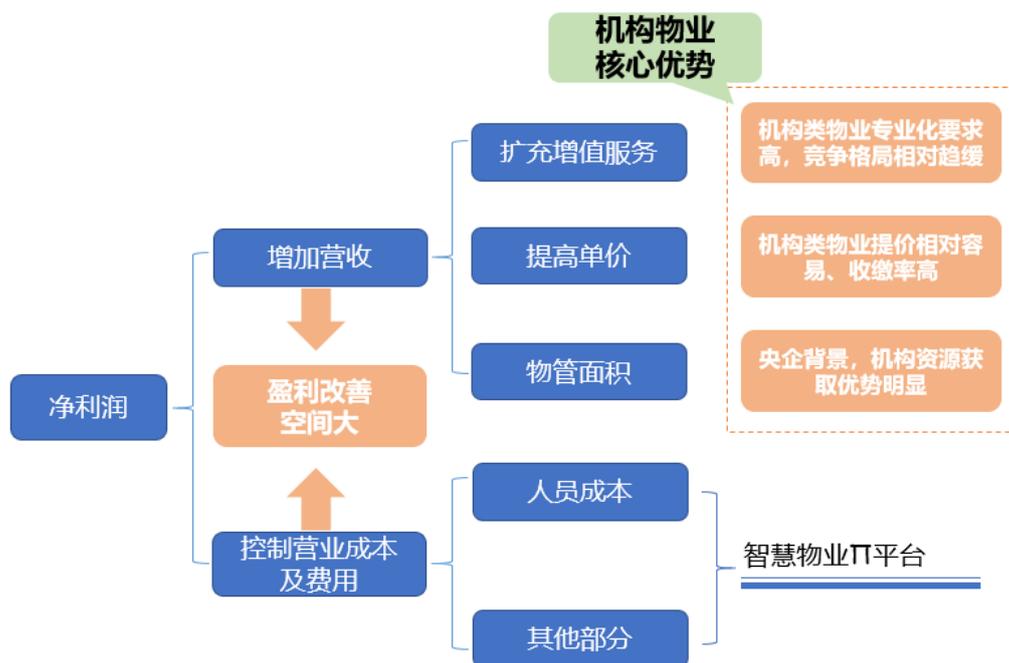
### ➤ 机构类物业五大优势明显

机构类物业优势显著：（1）机构类物业的定价受政策限制较小，更加市场化，盈利水平更高；（2）住宅类物业的提价工作需要小区设立业委会、业主投票方可推进，而机构类物业面对的是单一业主方，议价空间相对较大，提价难度也相对较低；（3）政府、学校、医院等机构物业体量较单一住宅项目体量更大，更具规模效应；（4）此外，机构类物业具备更好的信用背书，收缴率较住宅项目更高；（5）相对于住宅类物业而言，机构类物业除去传统的物业管理服务外，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，专业化服务内容要求物管公司具备更强的物业管理能力、更完备的一体化服务体系，机构类物管具备更高行业门槛，集中度提升逻辑更为顺畅。

### ➤ 毛利率提升空间大

毛利率提升空间大。截至 19H1，中航物业、招商物业综合毛利率分别为 10.28%、6.66%，显著低于行业平均水平；我们预计未来招商积余在集团内战略定位将有所提升，成为重要的业务平台，逐渐向利润中心定位过渡。中航物业、招商物业两家公司毛利率改善空间更大，基于管理面积高增及盈利能力改善，公司未来业绩增长潜力更大。

图 1：招商积余核心优势



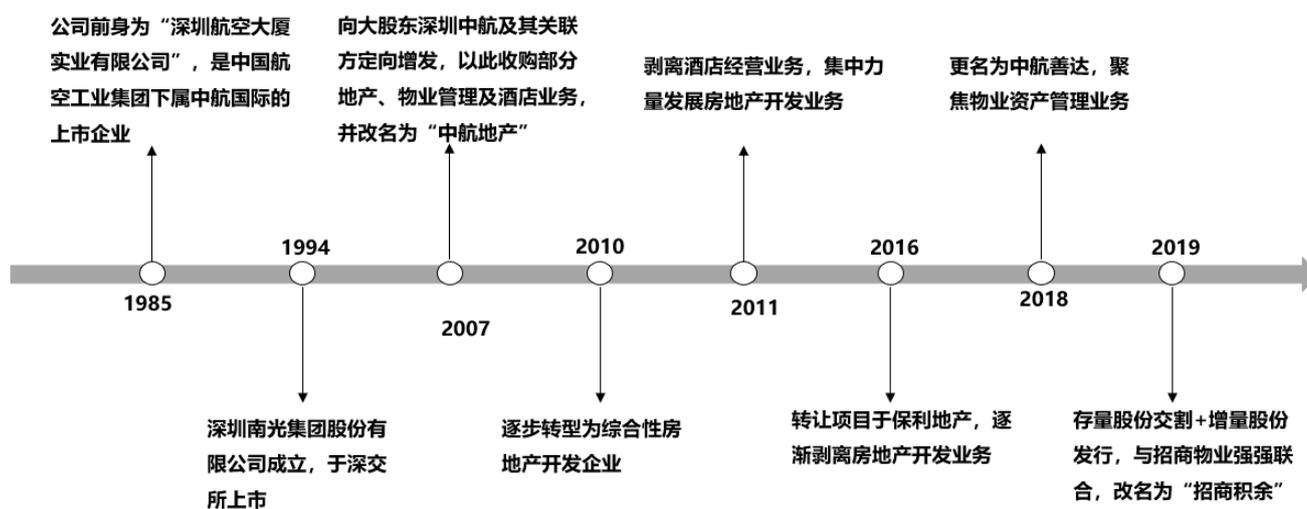
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 央企整合，重组转型，聚焦存量资产管理

### 2.1. 发展历程：四次转型，持续探索

招商局积余产业运营服务股份有限公司（以下简称“招商积余”）原名为“中航善达股份有限公司”，公司成立于1985年，前身为“深圳航空大厦实业有限公司”，是中国航空工业集团下属中航国际的上市企业。公司于1994年在深交所上市。2007年公司向大股东深圳中航及其关联方定向增发，收购部分地产、物业管理及酒店业务，打造特色鲜明的“高档酒店+连锁百货+地产开发+物业管理+工业园区”的综合性地产发展模式。2011年公司剥离酒店经营业务，集中力量发展房地产开发业务。2016年公司转让项目于保利地产，逐渐剥离房地产开发业务。2018年公司开始聚焦物业资产管理业务。2019年，招商蛇口受让中航国际控股持有的1.49亿股公司股份，占总股本的22.35%；同时发行股份购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业100%股权。

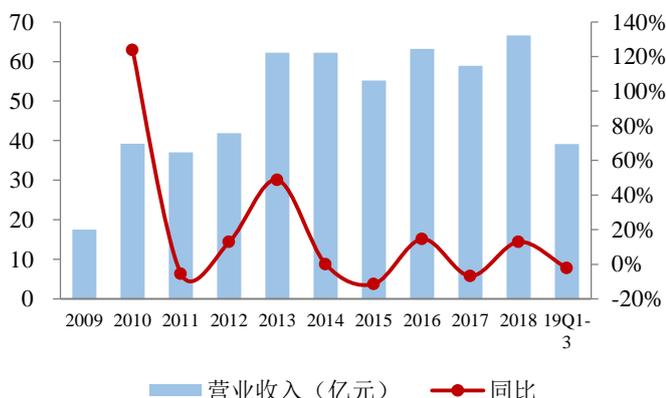
图 2：招商积余发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

原中航善达营收及业绩增速弹性较大，主要系公司房地产开发体量相对较小，受到项目结算节奏影响较大。且未来房地产行业龙头企业优势越发明显，公司转型前作为规模中小的地产商，在资源获取、资金支持及品牌建立等方面不具备明显优势，因而公司2016年开始剥离房地产开发业务，切入存量市场，持续打造物业资产管理品牌标杆。截至2018年公司实现营业收入66.6亿元，同比增长12.9%，归母净利润8.6亿元，同比增长469%。按收入结构分，公司物业管理、房地产开发、建筑业收入占比分别为56%、41%、2%。

图 3：原中航善达营业收入及增速



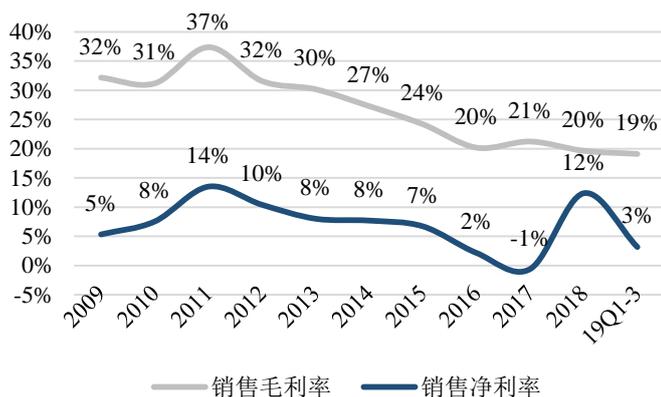
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：原中航善达归母净利润及增速



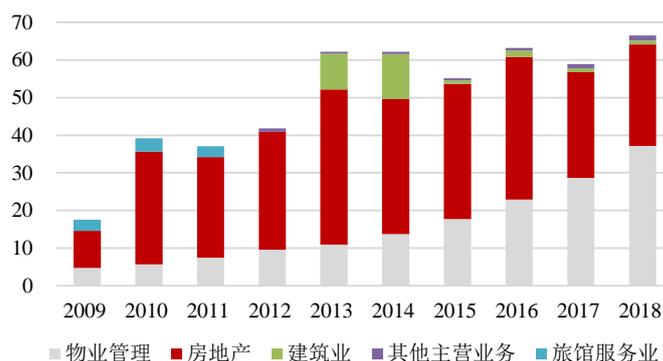
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：原中航善达销售毛利率及净利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：原中航善达营收结构情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 重组事宜：存量交割+增量发行

中航系与招商系重组，诞生物管行业央企旗舰标的。重组分为两步走：1) 存量股份交割。2019 年 4 月 26 日，中航善达股东中航国际控股与招商蛇口签署《股份转让协议》，约定向招商蛇口转让公司 1.49 亿股股份，约占公司总股本的 22.35%，转让价格为 8.95 元/股（6 月除息后下调为 8.65 元/股）；2) 增量股份发行。4 月 29 日，公司拟以发行股份方式购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业 100% 股权，发行价为 7.9 元/股（6 月除息后下调至 7.6 元/股）。

目前公司重组已经完成，公司控股股东变为招商蛇口，实际控制人为招商局集团，最终控制人仍为国务院国资委。招商蛇口将直接持有公司 5.03 亿股股份，并通过招商地

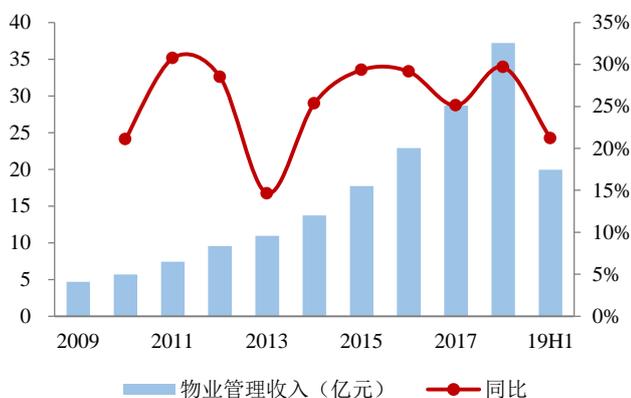


### 3. 物业管理：央企强强联合，打造物管龙头平台

#### 3.1. 中航物业：19H1 在管面积 7634 万平米，新签约机构物业逾八成

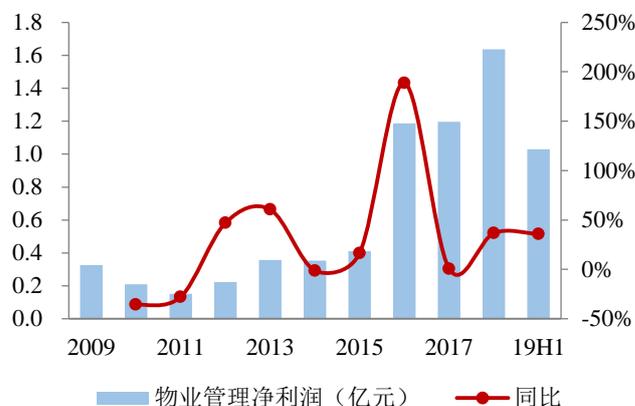
**盈利水平改善空间大。**中航物业是原中航善达物业服务板块的主要经营主体。截至 2019 年上半年，中航善达物业管理收入 19.96 亿元，同比增长 21%；物业管理净利润 1.03 亿元，同比增长 36%。尽管总营业收入起伏较大，但公司物业服务板块始终保持稳定盈利态势。2018 年中航善达物管收入 37.18 亿元，从收入构成看，机构类、住宅类、商业类物业收入分别占比 79%、15%、6%；物管业务净利率自 2016 年以来持续维持在 4-5%左右，低于行业平均水平，重组上市后有望大幅改善。

图 8：原中航善达物业管理收入及增速



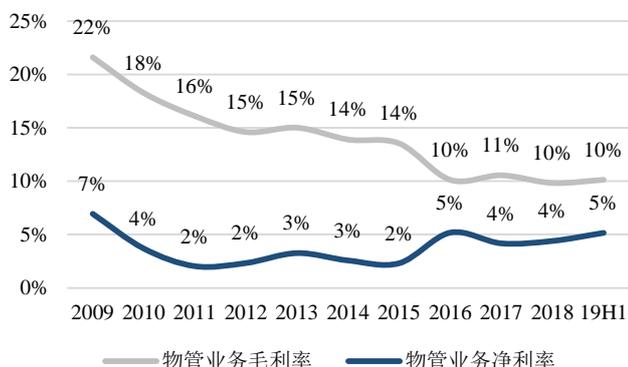
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：原中航善达物业管理净利润及增速



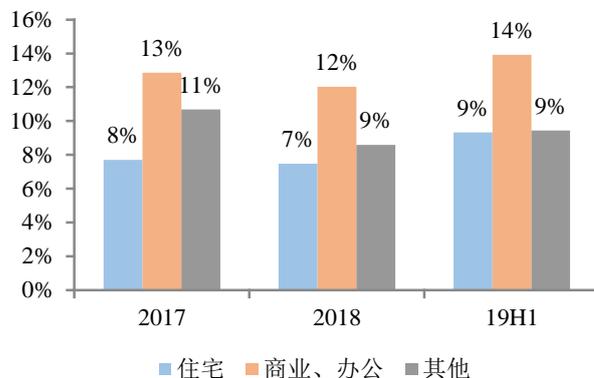
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：原中航善达物业管理业务毛利率及净利率走势



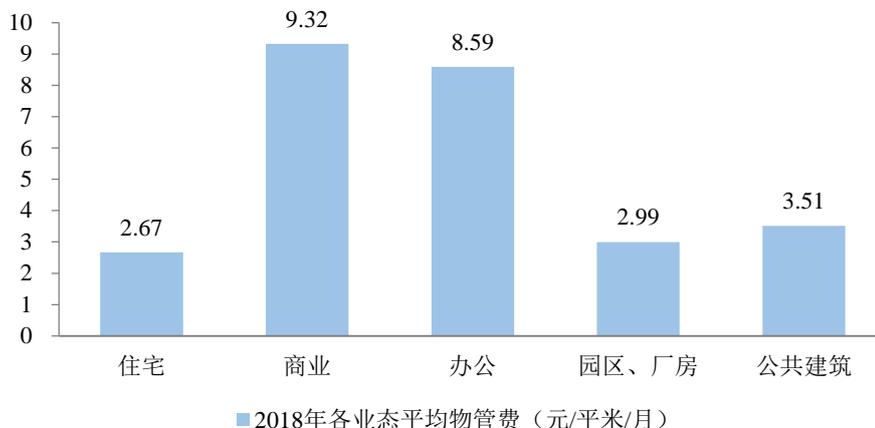
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：原中航善达各业态物业服务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

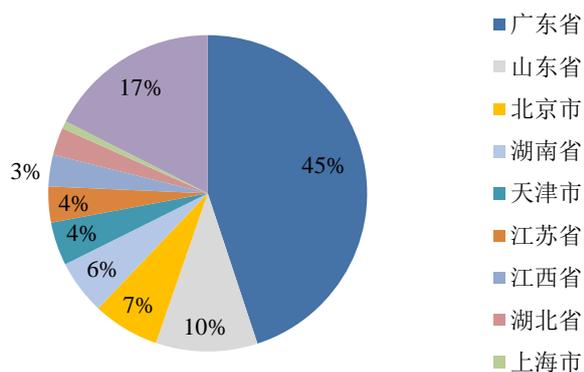
图 12：中航物业 2018 年各业态平均物管费水平（元/平米/月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

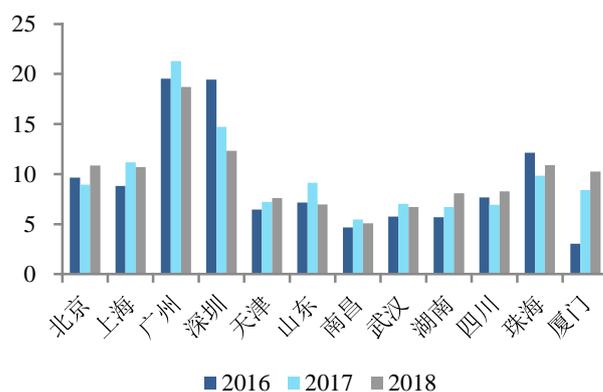
从区域布局看，广东是中航物业营收的主要贡献区域。2018 年，广东区域贡献物管收入占当年物管总收入的 44.94%，其中深圳区域占比达 35.10%；此外，公司在山东、北京、湖南收入占比分别为 10.32%、6.79%、5.54%。从物管费水平看，中航物业近年来物管费稳中有升，广州、深圳、北京、珠海为公司物管费最高的四个城市。

图 13：原中航善达 2018 年物业管理收入区域布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：原中航善达物业服务业务物业费（元/平米/月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**在管面积增长迅猛。**截至 2019 年上半年，中航物业的在管面积 7634 万平方米，同比增长 37%；管理项目个数达 613 个，同比增长 29%，公司自 2019 年以来在管面积增长迅猛。同时，公司物业管理业务始终以客户满意为宗旨，持续改善服务品质，2018 年全国 327 个项目参与第三方满意度测评，整体客户满意度达 93.43%，连续 5 年持续提升。

图 15: 中航物业在管面积 (万平方米) 及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 16: 中航物业管理项目个数及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

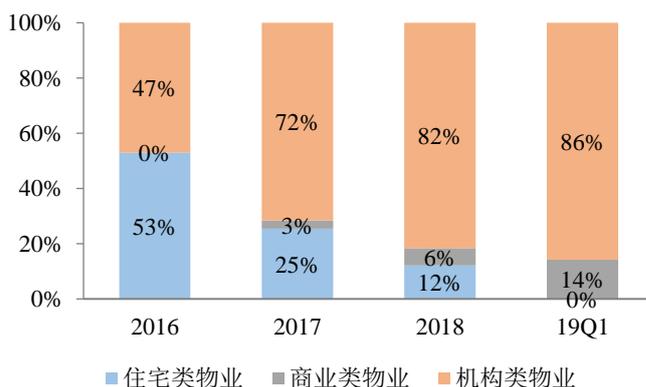
**持续聚焦机构类物管业务。**从管理项目业态分布来看, 2018 年原中航善达物业管理业务收入达 37.18 亿元, 同比增长 29.68%; 其中机构类物管收入 29.37 亿元, 同比增长 30%, 占物管业务收入的 79%; 住宅类物管收入 5.60 亿元, 同比增长 16%, 占物管业务收入的 15%。从增量在管面积看, 公司 2018 年新签约项目 717 万平方米, 累计签约项目个数 133 个, 其中住宅类物业、机构类物业、商业类物业签约面积分别占比 12%、82%、6%。

图 17: 中航物业新签约面积 (万平方米) 及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 18: 中航物业新签约面积各类型占比



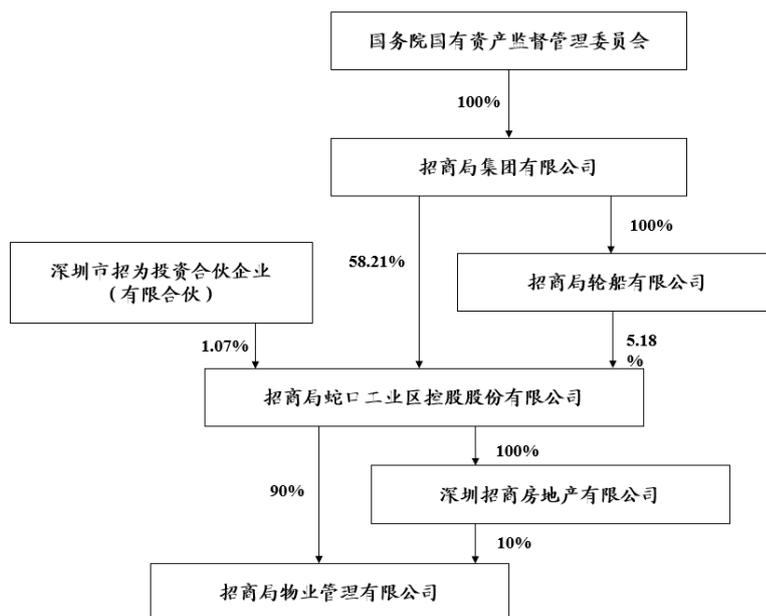
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 招商物业: 19H1 在管面积 7292 万平方米, 住宅物业占比近七成

招商物业是招商局集团旗下唯一一家从事物业管理与服务的企业, 控股股东为招商

蛇口，招商蛇口直接持有招商物业 90% 股权，同时通过深圳招商地产间接持有招商物业 10% 股权。招商蛇口由招商局集团直接控股，因此招商物业的实际控制人为招商局集团。招商局集团是国资委管辖的国有重要骨干企业，业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，集团旗下掌握着商办、工业等多类项目资源，未来随着集团资源的持续优化整合，招商物业在资源获取上具备先发优势。

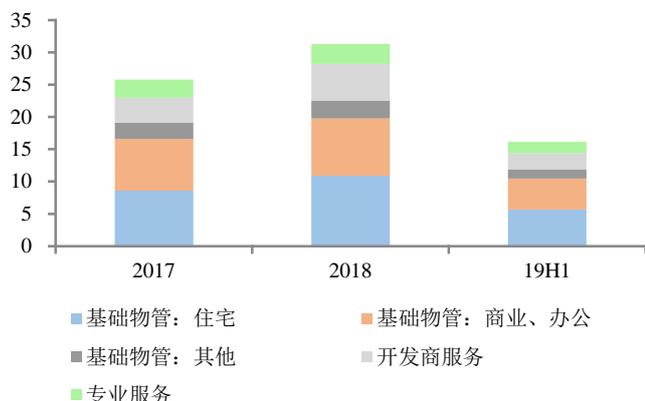
图 19：招商物业股权结构图（截至 2019 年 6 月末）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

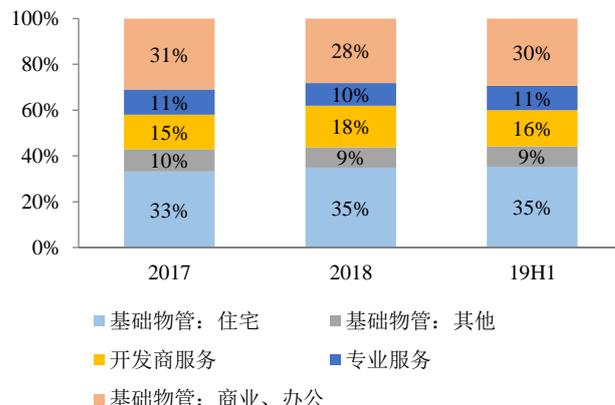
截至 2018 年末，招商物业营业收入达 31.30 亿元，同比增长 21%，其中物业管理业务、专业服务分别占比 90%、10%。若按服务对象及业态不同，物业管理业务可分为住宅类、商办类、其他类及开发商服务四大部分，收入分别占招商物业收入的 35%、28%、9%、18%。从毛利水平看，招商物业各业态物管毛利率水平均处于相对低位，2019 年上半年招商物业综合毛利率仅 7.64%，其中物业管理业务、专业服务毛利率分别为 6.66%、15.95%。从毛利构成看，住宅类、商办类、其他类、开发商服务、专业服务分别占比 20%、29%、7%、21%、22%。

图 20: 招商物业营业收入 (亿元)



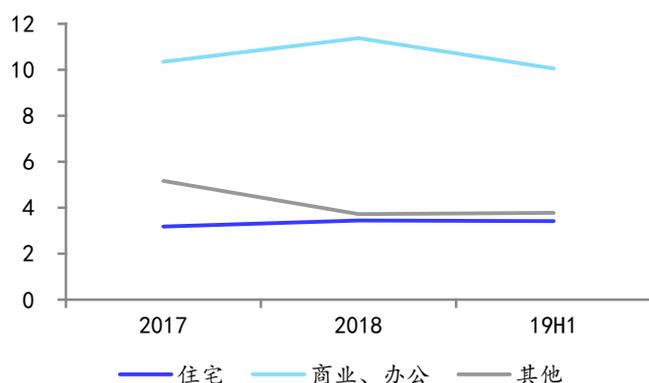
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 21: 招商物业营业收入构成情况



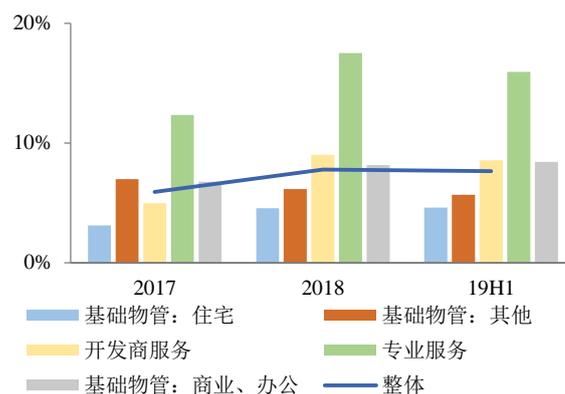
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 22: 招商物业各业态平均物管费 (元/平米/月)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 23: 招商物业各业态毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

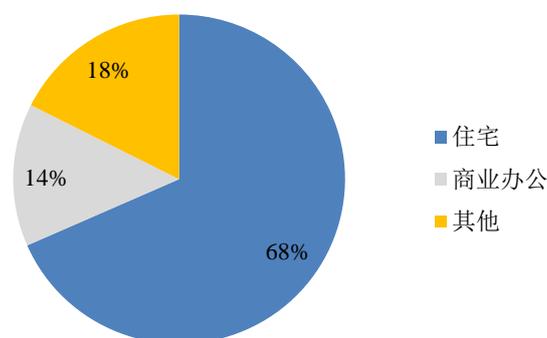
**管理面积稳定提升, 住宅物业占比近七成。**截至 2019 年 6 月末, 招商物业管理面积为 7292 万平方米, 同比增长 5%; 其中住宅项目、非住宅项目分别占比 68.41%、31.59%。招商物业管理项目的获取主要源于: 控股股东招商蛇口开发的住宅项目、从集团承接的商办类等非住宅项目。

图 24: 招商物业在管面积 (万平方米)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

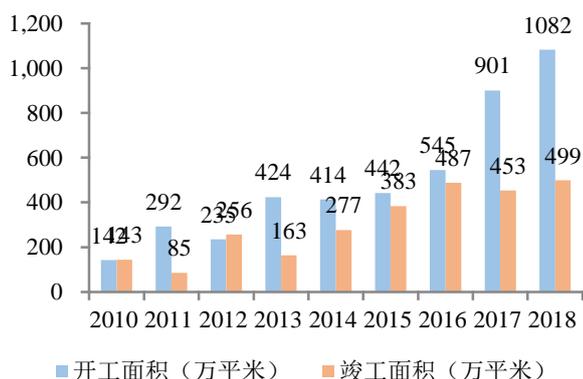
图 25: 招商物业 2019H1 在管面积各业态分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

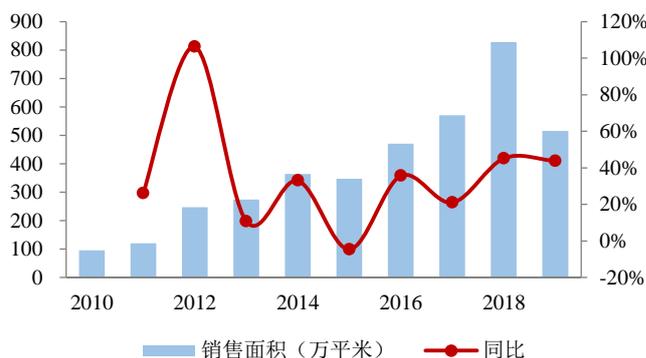
招商蛇口迎来竣工放量期, 有望推动住宅项目在管面积持续提升。控股股东招商蛇口创立于 1979 年, 聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势, 是集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台。截至 2018 年末, 招商蛇口实现开工面积 1082 万平方米, 竣工面积 499 万平方米, 近 3 年平均复合增速分别为 35%、9%; 开工项目在 2-3 年后有望转化为竣工、交付项目, 未来竣工规模将持续提速, 2019 年公司计划竣工面积达 1000 万平方米, 较 2018 年实际值增长 101%。竣工项目的提速有望推动招商物业的住宅储备面积加速转为在管面积, 利于公司盈利加速释放。

图 26: 招商蛇口开工竣工面积 (万平方米)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 27: 招商蛇口销售面积 (万平方米) 及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

招商系资源禀赋优异, 非住宅项目增长空间大。除去招商蛇口交付的大量住宅项目

外，招商系还拥有大量的商办、工业项目。目前招商物业服务范围覆盖居民生活（高端别墅、精品住宅、特色商业、健康养老等）、企业机构（写字楼、主题园区、产业园综合体、教育机构、医疗机构等）、城市公共（体育场馆、会展中心、规划展示馆、邮轮母港、文化空间等）共三大类、20多种业态。

### 3.3. 招商积余：重组铸造行业新龙头，规模优势凸显

招商局集团的前身是创立于1872年的轮船招商局，是中国民族工商业的先驱。1914年2月，轮船招商局实行航、产分业管理，成立“积余产业股份有限公司”，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。“招商积余”名称也来源于此，是为传承和延续。

#### 3.3.1. 重组后物业营收行业第二，管理面积近1.5亿平米

截至2019年上半年，中航物业管理面积7634亿平米，招商物业管理面积7292亿平米，重组完成后，招商积余管理面积达1.49亿平米，处于行业前五位置，仅次于碧桂园服务、绿城服务、保利物业、雅生活服务。考虑到招商积余具备大量机构类物业、商业物业，物管费定价高于行业内其他公司，收入、利润端规模增长可期。2018年招商积余重组完成后的备考营收97.85亿元，备考归母净利润达10.02亿元，若剔除房地产、建筑等其他业务，备考物业服务收入合计达68.48亿元，归母净利润3.10亿元，营收规模仅次于万科物业（97.96亿元），处于行业第二水平。

表2：主流物管公司经营数据对比

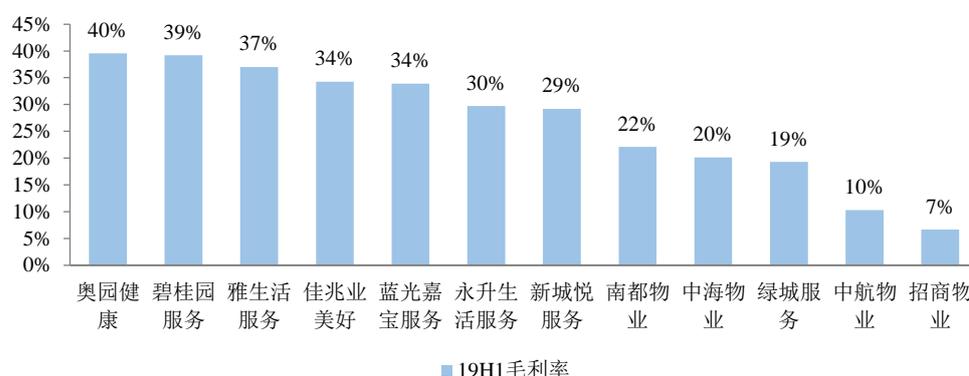
	18年营收 (亿元)	18年归母净利 润(亿元)	18年毛利率	18年净利率	18年在管面积 (亿平米)	19H1在管面 积(亿平米)
保利物业	42.30	3.36	20.1%	7.9%	1.91	2.60
碧桂园服务	46.77	9.23	37.7%	19.7%	1.82	2.17
雅生活服务	33.79	8.01	38.2%	23.7%	1.38	2.11
绿城服务	67.15	4.83	17.8%	7.2%	1.70	1.84
中海物业	36.40	3.52	20.4%	9.7%	1.41	1.42
蓝光嘉宝服务	14.66	2.89	33.2%	19.7%	0.61	0.63
永升生活服务	10.77	1.01	28.7%	9.3%	0.40	0.49
新城悦服务	11.50	1.50	29.5%	13.1%	0.43	0.44
佳兆业美好	8.96	0.54	30.9%	6.0%	0.27	0.36
奥园健康	6.20	0.78	33.7%	12.6%	0.10	0.12
<b>合并前中航物业</b>	<b>37.18</b>	<b>1.64</b>	<b>10.1%</b>	-	<b>0.53</b>	<b>0.76</b>
<b>招商积余物业部分</b>	<b>68.48</b>	<b>3.10</b>	<b>8.9%</b>	-	<b>1.22</b>	<b>1.49</b>

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

### 3.3.2. 预计内部定位逐渐向利润中心定位过渡

与行业主流公司相比，中航物业、招商物业毛利率均处于行业低位。招商物业十分注重服务质量和品牌建设，在业内有较好的市场声誉，因此成本端投入相对较大，对毛利率有一定影响。

图 28：主要物管公司 2019H1 毛利率走势



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

物业公司独立上市后，毛利率上行趋势确定性强。碧桂园服务、雅生活服务、永升生活服务、新城悦服务、佳兆业服务、奥园健康等公司上市后综合毛利率均有一定程度好转。我们认为，未上市前，物管公司更多充当地产开发商附属公司的角色。对于开发公司而言，物管公司可创造的利润规模相对较小，树立优质品牌相较盈利而言显得更为重要。

此外，开发商在新房交付后仍有一定的保修义务，比如屋面防水保修 3 年，墙面、厨房和卫生间地面、地下室、管道渗漏保修 1 年，开发公司在实际操作过程中会嫁接部分成本至附属物业公司。而一旦物业公司独立上市后，物业公司成本端将得到有效控制，盈利能力有望持续好转。考虑到招商积余物业服务的毛利率水平显著低于行业平均，我们预计重组后公司毛利率改善空间较大。

表 3：主流物管公司上市后毛利率持续提升

代码	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019H1
6098.HK	碧桂园服务	31%	34%	33%	38%	39%
2869.HK	绿城服务	18%	19%	18%	18%	19%
2669.HK	中海物业	21%	25%	24%	20%	20%

3319.HK	雅生活服务	16%	25%	34%	38%	37%
1995.HK	永升生活服务	16%	22%	25%	29%	30%
1755.HK	新城悦服务	25%	28%	28%	29%	29%
2606.HK	蓝光嘉宝服务	32%	32%	36%	33%	34%
2168.HK	佳兆业美好	35%	30%	31%	31%	34%
3662.HK	奥园健康	28%	31%	34%	34%	40%

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

### 3.3.3. 专业化服务，多元业态持续发力

中航物业具备着客户一体化服务承包能力，除去为机构物业服务积攒的方案策划经验、优质供应商整合能力外，旗下还具备楼宇、电梯、保安、资产、餐饮、航电科技六家专业公司，能够有效为客户提供专业、细致的行政后勤服务。此外招商物业专业化服务包含建筑科技业务、设施运营业务、经纪顾问业务、社区商业业务等，重组完成后公司一体化服务体系更为完备，利于持续提升业主体验，增强客户黏性。

表 4：中航物业专业公司简介

公司名称	经营范围
深圳市中航楼宇科技有限公司	经营范围包括合同能源管理及相关信息咨询（不含人才中介、证券、保险、基金、金融业务及其它限制项目）等
深圳市中航物业资产管理有限公司	经营范围包括受托资产管理（不得从事信托、金融资产管理、证券资产管理等业务）等
深圳市中航智泊科技有限公司	经营范围包括智能停车场管理系统产品研发、设计咨询；停车场系统相关产品销售及设备上安装；智慧停车工程的设计、施工；停车场设备上安装等
中航物业管理有限公司 餐饮分公司	经营餐饮管理
航电建筑科技（深圳）有限公司	经营楼宇智能控制系统、安防监控产品、计算机软硬件的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让等
中航物业保安服务公司	保安公司以专业的能力为各类物业提供全方位的安全管理服务

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表 5：招商物业相关专业服务

专业服务	主要内容
建筑科技业务	为智慧社区、园区提供智能化解决方案；楼宇智能化工程设计与施工；智能化系统及产品研发应用；绿色节能改造及新能源应用；工程建设咨询顾问服务等。

设施运营业务	为产业园区、公共建筑、高端商业楼宇、高端住宅社区、校园物业、医疗机构等项目提供专业设施管理运营、空间管理、EHS 管理、工程项目管理、能源评估、安全咨询评估等服务。
经纪顾问业务	为客户提供土地前期顾问、可行性研究、营销策划、销售代理、二手房租赁及买卖等综合资产管理服务。
社区商业业务	以“到家汇”互联网平台为依托，整合服务商资源，提供社区商城、企业集采、资源运营等服务。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 29：中航物业一体化服务承包能力展示图



数据来源：中航物业官网，东吴证券研究所

管理业态多元化，除了住宅类项目以外，重组后的招商积余将全面覆盖写字楼、园区、购物中心、城市综合体、学校、医疗机构、体育场馆、政府机构、邮轮母港、会展中心项目等物业。上市公司管理项目涵盖多项地标性建筑，利于品牌的搭建与维护。

表 6：招商积余物业管理项目情况

政府类物业	学校	公众场馆	企业总部和园区	写字楼
最高人民检察院	广州医科大学	武汉体育中心	腾讯大楼	深圳喜之郎大厦
珠海市政府	中山大学	国家图书馆	武汉建设银行	重庆交科院
中国日报社	南方科技大学	广州白云机场	湖南省烟草专卖局	招商银行武汉分行
港珠澳大桥管理局	天津理工大学	中国科学技术馆	宁德新能源	深圳招商局广场
北京最高人民法院	天津外国语大学	长江滨江文化园	京东集团总部	深圳南海意库梦工厂
中央人民银行总部	深圳大学	济南奥体中心	北京银行科研中心	交通银行武汉服务中心
深圳市公安局	天津大学	郑州奥体中心	华晨宝马动力总工厂	北京朔黄大厦
深圳市委大院	上海东华大学	安徽创新馆	天津兴天云谷	北京轨道交通中心
国家环保部	南开大学	孙中山大元帅纪念馆	深圳海上世界	成都东城国际

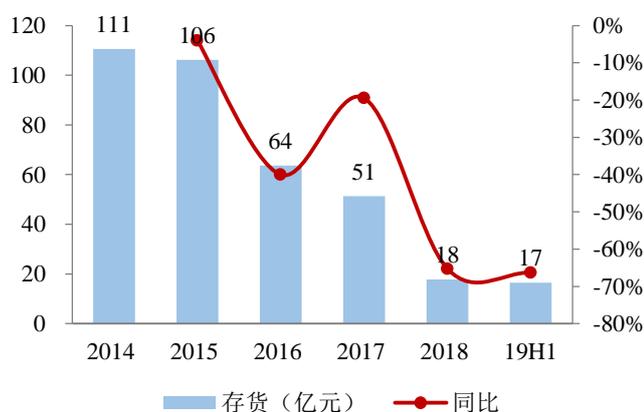
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 4. 房地产业务价值评估：预计 40 亿元左右

原中航善达体内的房地产业务主要包括房地产开发及投资性房地产两部分。截至 2019 年上半年，原中航善达的存货规模仅 16.51 亿元，同比减少 66%，仅占总资产的 13.4%，占比逐年下降；预收账款 2.24 亿元，同比减少 90%，占总资产的 1.8%。

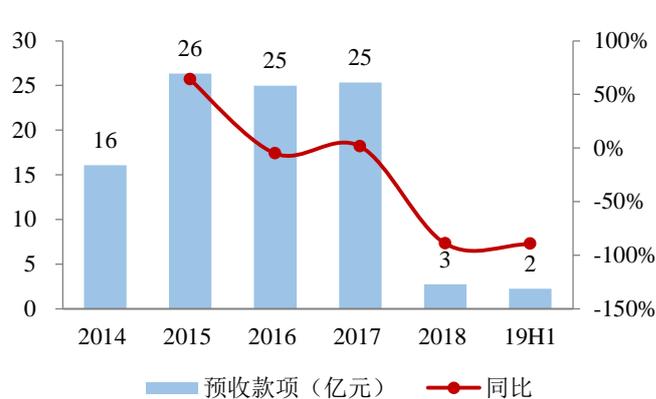
房地产开发方面，开发项目包括昆山九方城（A6 地块）、龙岩中航紫金云熙、衡阳中航城市花园及天津九方城市广场项目。昆山九方城（A6 地块）、龙岩中航紫金云熙及衡阳中航城市花园一期均已竣工验收，目前处于尾盘销售，其中衡阳中航城市花园项目尚有土地储备近 50 万平米；天津九方城市广场地下部分已完成施工，因所在区域尚未成熟，开发进度较慢。

图 30：原中航善达存货（亿元）及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 31：原中航善达预收账款（亿元）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资性房地产方面，截至 2019 年上半年，原中航善达的投资性房地产科目使用公允价值法进行评估，评估面积 77.10 万平米，账面净值 69.20 亿元，同比减少 3%。

图 32：原中航善达投资性房地产（亿元）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在进行房地产项目价值评估时，由于中航善达未披露各项目详细数据，我们使用存货、投资性房地产的账面价值减去公司净负债情况来粗略计算房地产项目价值情况，最终测算出房地产项目价值约 39.97 亿元。中航善达早在 2016 年就表示，在存量房地产项目竣工验收并将剩余房产销售完毕后，或将从事房地产开发业务的项目公司对外转让后，不再获取新的房地产开发项目，上市公司及其下属企业均不会再从事房地产开发业务。

表 7：原中航善达 2019H1 房地产项目价值计算

项目	金额（亿元）
存货	16.51
投资性房地产	69.20
短期借款	7.00
一年内到期的非流动负债	2.02
长期借款	22.35
应付债券	14.37
<b>房地产项目价值</b>	<b>39.97</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测和投资建议

### 5.1. 盈利预测

招商积余重组事宜已经完成，12月12日，公司董事会同意将注册资本由6.67亿元变更为10.60亿元；同时根据重组前招商物业的业绩承诺，招商物业2019年至2021年扣非后归母净利润分别不低于1.59亿元、1.89亿元、2.15亿元。

表 8：招商物业业绩承诺情况

	2019年	2020年	2021年	2022年
招商物业承诺业绩（亿元）	1.59	1.89	2.15	2.35

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们对招商积余各业务分别进行盈利预测，主要基于以下假设：

**物业管理业务：**（1）中航物业：2017-2018年管理面积分别为5152万平方米、5307万平方米；2019年上半年在管面积达7634万平方米，增加项目主要为机构类物业，保守预计全年管理面积较2018年增长50%，达7961万平方米；2020-2021年管理面积增速分别为30%、28%；此外考虑到机构类物业相对商业类物业的物业费较低，预计2019-2020年单位在管面积的物管费增速分别为-10%、2%、2%。盈利能力方面，未来物业管理板块毛利率有望持续改善，预计2019-2021年毛利率有望每年上升1个百分点；（2）招商物业：2017-2018年管理面积分别为5495万平方米、6913万平方米，2019年-2021年营收与毛利率稳步提升。

**房地产业务：**截至2019年上半年，原中航善达的存货规模仅16.51亿元，同比减少66%；预收账款2.24亿元，同比减少90%。公司将房地产存量项目开发完后，不再新增房地产项目，上文我们预测公司房地产项目价值约39.97亿元，假定2019-2021年结算90%项目。盈利能力方面，2017-2018年房地产业务毛利率31%，预计未来3年毛利率维持31%水平。

**建筑业务及其他：**2017、2018年建筑业收入占总营收仅1.84%、1.52%，收入体量相对较小，预计2019-2021年收入、毛利率相对保持稳定。

根据假设，我们测算出招商积余2019年至2021年归母净利润分别为4.57、5.96、7.69亿元，同比分别降低54.4%、增长30.6%、增长29.1%；基本每股收益为0.43、0.56、0.73元，对应估值为47.0、36.0、27.9倍。

表 9：招商积余分业务盈利预测（2018 年为追溯调整数据）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	98	102	124	150
同比(%)	15%	4%	22%	21%
1.1 物业管理收入(亿元)	68.48	87.13	108.85	135.32
同比		27%	25%	24%
1.2 房地产开发(亿元)	27.030	11.99	12.23	11.75
同比		-56%	2%	-4%
1.3 建筑业收入(亿元)	1.012	0.96	0.91	0.87
同比		-5%	-5%	-5%
1.4 其他主营业务(亿元)	1.332	1.60	1.92	2.30
同比		20%	20%	20%
2、毛利润(亿元)	15.51	13.04	16.14	19.93
同比		-56%	2%	-4%
营业利润(亿元)	14.03	6.57	8.55	11.10
3、利润总额(亿元)	14.08	6.49	8.46	10.97
4、归母净利润(亿元)	10.02	4.57	5.96	7.69
同比(%)	358.3%	-54.4%	30.6%	29.1%
毛利率	15.8%	12.8%	13.0%	13.3%
净利率	9.9%	4.5%	4.8%	5.1%
基本每股收益(元)	0.94	0.43	0.56	0.73
PE	21.44	47.04	36.02	27.91

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

与其他物管公司相比，公司估值处于较高水平，但考虑到公司是 A 股唯一一家具备央企背景的机构类物业龙头，资源获取上具备得天独厚的优势，成长性较好；机构物业较住宅物业具备提价容易、收缴方便等多方天然优势，且进入壁垒高、竞争相对温和，因此给予更高估值也更为合理。

表 10：主流物管公司估值对比（单位：人民币元）

公司名称	股价	EPS				PE			
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
奥园健康	5.08	0.17	0.22	0.35	0.48	30.70	23.56	14.31	10.67
永升生活服务	4.26	0.09	0.13	0.21	0.28	48.13	31.74	20.56	15.08

新城悦服务	9.87	0.24	0.28	0.41	0.55	41.11	35.41	24.10	17.94
碧桂园服务	23.28	0.37	0.54	0.71	0.96	62.98	42.93	32.61	24.36
雅生活服务	23.90	0.62	0.85	1.17	1.49	38.56	28.21	20.44	16.06
南都物业	22.72	0.91	0.84	1.07	1.35	24.97	26.97	21.14	16.86
绿城服务	7.04	0.17	0.21	0.26	0.32	41.39	33.51	27.06	21.99
中海物业	4.39	0.11	0.14	0.17	0.21	41.01	31.47	25.18	20.53
彩生活	3.78	0.38	0.39	0.45	0.52	9.98	9.77	8.42	7.22
蓝光嘉宝服务	43.63	2.30	2.34	3.07	3.87	18.97	18.61	14.23	11.28

数据来源：Wind 资讯，公司公告，东吴证券研究所（除绿城服务外，其他公司使用 wind 一致预期，时间截至 2019 年 12 月 15 日）

## 5.2. 投资建议

招商积余启程，聚焦存量资产的管理、运营及服务。两大央企强强联合，招商积余在物业资源获取上优势明显；同时，机构物业具备提价简单、收缴率高、行业壁垒高、规模较大等优点；毛利率改善空间大，未来业绩释放有较大潜力。我们预计招商积余 2019-2021 年基本每股收益为 0.43、0.56、0.73 元，对应估值为 47.0、36.0、27.9 倍；首次覆盖给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1) 宏观环境风险：宏观经济不景气，居民可支配收入低迷，支付能力有所下降，影响行业收缴率水平；
- 2) 行业盈利恶化风险：人工成本持续上行，物管费提价较难，行业毛利空间持续压缩；
- 3) 行业成长性下滑风险：市场竣工持续处于低位，物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长；
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

