

强强联合善积余庆，术业专攻协同发展



——招商积余 (001914)

核心观点

❖ 战略定位：脱“重”向“轻”，聚焦存量资产管理

公司发展至今经历了三次战略调整：(1) 2006 年确定“以房地产开发业务为主导，以物业管理和酒店经营管理业务为两翼”的经营格局；(2) 2011 年“剥离酒店经营业务，集中资源专注于商业地产的投资、发展和运营”；(3) 2016 年“剥离房地产开发业务，战略调整为聚焦物业资产管理业务”。2019 年进行资产重组，进一步夯实主业，铸就央企物管旗舰标的。

❖ 强强联合：规模提升、专业过硬、盈利向好

重组后的招商积余在多方面实现强化：**(一) 规模跻身第一梯队：(a) 在管面积：**截至 2019H1 中航物业管理面积约 7634 万方，招商物业约 7292 万方，即重组后在管规模 1.49 亿方左右，成功跻身行业第一梯队；**(b) 营业收入：**招商积余 2018 年备考营业收入为 97.85 亿元。剔除原中航善达非主业的房地产、建筑及其他业务后，归属于物管业务的营收达 68.48 亿元，位居行业前列。**(二) 术业有专攻：业态丰富、综合竞争力提升：(a) 中航善达：机构类物业管理领跑者。**2018 年机构类物管收入 29.37 亿元，同比增长 30%，占总收入比重达 79%。2019 年公司在机构类物业领域继续发力，抢占优质赛道。2019Q1 新签约面积中机构类占比达 85.8%。**(b) 招商物业：内接外拓扩规模，住宅、非住宅类业务并驾齐驱。**公司在内部继承集团资源输送的同时，凭借较强的专业能力在多业态服务及外部市场拓展方面表现亮眼。**(三) 盈利水平具备提升空间：**2019H1 中航物业和招商物业毛利率分别为 10.1% 和 7.6%，与行业内头部企业相比具备较大提升空间。重组后有望实现：**(a)** 降本提效促进人均创收进一步提升；**(b)** 业务端强强联合、优势互补形成协同效应，强化服务的连续性以增强业主粘性；**(c)** 在机构类业务领域由拓展、树立品牌到领跑优势凸显；**(d)** 跳脱附属角色，由成本管控向利润创造转变，带动毛利率水平的修复。

❖ 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.29、0.57、0.75，对应当前股价 PE 为 84.5、42.3、32.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**人工成本增长过快，行业竞争加剧，外部拓展不及预期，商品房竣工不及预期等。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	6656	9066	11253	13622
+/-%	13%	36%	24%	21%
净利润(百万)	857	305	610	795
+/-%	469%	-64%	100%	30%
EPS(元)	0.81	0.29	0.57	0.75
PE	30.1	84.5	42.3	32.4

资料来源：公司 2019 年业绩预告、盈利预测时间 2020 年 3 月 9 日、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	房地产
报告时间	2020/3/10
前收盘价	24.31 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

👤 联系人

王洪岩

证书编号：S1100119110001
021-68416608
wanghongyan@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、善积余庆，殷实美好	5
1. 公司发展历程	5
2. 强强联合，打造央企物管旗舰标的	6
3. 重组前后股权变动情况	6
二、中航善达：“轻”装上阵，聚焦存量资产运营	9
1. 战略转型：剥离房地产开发，专注物业资产管理	9
2. 术业有专攻：机构类物业领跑者，抢占优质赛道	12
3. 资源倾斜，有望打开盈利提升空间	18
4. 九方资管：商业地产运营管理平台	19
三、招商物业：继承与外拓并进，住宅与非住宅齐发	21
1. 致力成为中国领先的房地产价值链全程综合服务商	21
2. 内接外拓，服务业态更丰富	23
3. 定位升级，经营能力有望进一步释放	26
4. 降本提效，人均创收逐步提升	28
四、招商积余：规模提升、专业过硬、盈利向好	29
1. 规模跻身物管行业第一梯队	29
2. 多业态共振，机构类与住宅类并驾齐驱	31
3. 跳脱束缚，利润率有望迎来修复	32
五、估值及盈利预测	34
1. 估值	34
2. 盈利预测	35
六、投资建议及风险提示	37
1. 投资建议	37
2. 风险提示	37
盈利预测	38

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司资产重组大事记.....	6
图 3:	重组后公司股权结构.....	8
图 4:	中航善达历年营收规模及其同比.....	11
图 5:	中航善达历年归母净利润规模及其同比.....	11
图 6:	中航善达各业务板块营收规模.....	11
图 7:	中航善达物业板块营收规模及其同比.....	11
图 8:	中航善达营收占比（按业务类型）.....	12
图 9:	2019H1 物管收入占比超七成.....	12
图 10:	中航物业管理项目数量.....	12
图 11:	中航物业管理面积及其同比.....	12
图 12:	中航善达物业板块营收构成（按区域）.....	13
图 13:	中航善达物业板块 2019H1 区域贡献比.....	13
图 14:	中航物业新签约面积构成（万方）.....	14
图 15:	中航物业新签约项目数量构成（个）.....	14
图 16:	新签约面积中机构类占比大幅提升.....	14
图 17:	机构类新签约平均单项目规模（万方）.....	14
图 18:	中航物业客户一体化服务承包能力.....	15
图 19:	中航物业以标准化为核心.....	16
图 20:	智慧物业 II 平台介绍.....	16
图 21:	智慧物业 II 平台控制中心运营图.....	17
图 22:	国家商务部办公楼.....	17
图 23:	广州白云国际机场运控中心大楼项目.....	17
图 24:	中航物业毛利率、净利率.....	18
图 25:	2018 年分区域物业收费标准（元/平/月）.....	18
图 26:	公司及物管百强 2018 年各业态物业费水平（元/平方米/月）.....	19
图 27:	招商物业发展大事记.....	21
图 28:	招商物业组织架构.....	22
图 29:	重组前招商物业股权结构（截至 2019H1）.....	22
图 30:	招商蛇口销售面积及其同比.....	23
图 31:	招商蛇口新开工面积及其同比.....	23
图 32:	招商蛇口期末在建面积.....	24
图 33:	招商蛇口竣工面积及其同比.....	24
图 34:	招商物业管理面积规模（万方）.....	24
图 35:	招商物业进驻城市数量及项目数量.....	24
图 36:	招商物业单城项目数及单项目规模.....	25
图 37:	2017-2019H1 新增面积来源占比.....	25
图 38:	截至 2019H1 公司各业态在管面积.....	25
图 39:	截至 2019H1 各业态管理面积占比.....	25
图 40:	2017-2019H1 新增面积构成（万方）.....	26
图 41:	2017-2019H1 新增各业态面积占比.....	26
图 42:	招商物业营业收入.....	26

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	招商物业营业收入构成 (按服务类型)	26
图 44:	招商物业营收及归母净利润	27
图 45:	招商物业毛利率、净利率及 ROE 水平	27
图 46:	各业态收费单价 (元/平方米/月)	28
图 47:	各业态毛利率水平	28
图 48:	2017-2019H1 招商物业员工数量	29
图 49:	招商物业人均薪酬	29
图 50:	2017-2019H1 人均管理面积	29
图 51:	2017-2019H1 人均营收及净利润	29
图 52:	主流物管上市公司在管面积一览 (截至 2019H1, 单位: 亿方)	30
图 53:	主流物管上市公司营收规模一览 (2018, 单位: 亿元)	31
图 54:	招商积余部分多业态管理项目	31
图 55:	中航物业专业公司	32
图 56:	主流上市物管公司毛利率一览 (2019H1)	33
图 57:	主流上市物管公司归母净利润一览 (2018, 单位: 亿元)	33

表格 1.	重组过程中股权交易明细	7
表格 2.	重组过程前后公司股权结构的变动情况	7
表格 3.	招商积余董事会成员简介	8
表格 4.	2016-2018 年公司出售项目及项目公司股权一览	9
表格 5.	九方、九方荟品牌介绍	19
表格 6.	2018 年中航善达持有的购物中心出租情况	20
表格 7.	中航善达已计入投资性房地产的房产情况 (截至 2019H1)	20
表格 8.	分拆上市后的物管公司毛利率水平	27
表格 9.	招商物业专业服务简介	32
表格 10.	房地产开发及投资性房地产估值计算 (2019H1)	34
表格 11.	主流物管公司估值表	34
表格 12.	中航物业盈利预测	35
表格 13.	招商物业盈利预测	36
表格 14.	招商积余盈利预测	36

一、善积余庆，殷实美好

1. 公司发展历程

招商局积余产业运营服务股份有限公司（简称“招商积余”）是招商局集团、招商蛇口旗下存量资产管理、运营及服务的旗舰企业，也是招商蛇口轻资产转型的重要承载平台。招商积余前身为中航善达股份有限公司，成立于1985年，于1994年在深交所上市。发展至今，公司共经历三次战略调整：

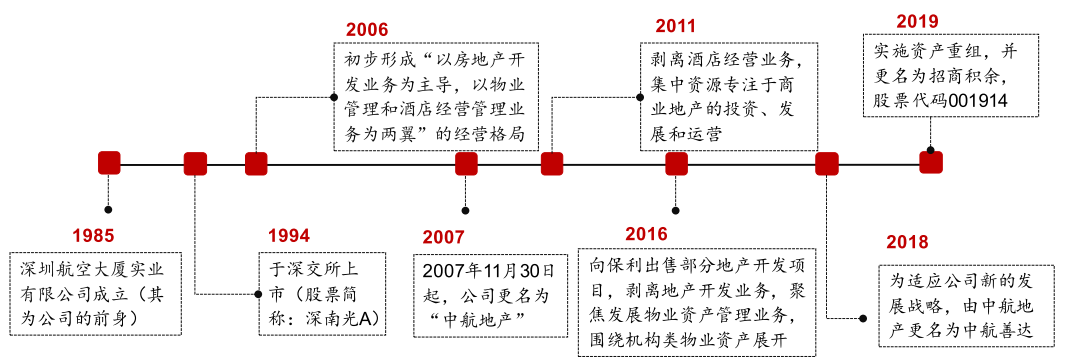
(1) 2006年公司提出“坚持主营业务发展方向，以房地产业持续稳健的发展带动公司经营转型”，并初步形成了“以房地产开发业务为主导，以物业管理和酒店经营管理业务为两翼”的经营格局。

(2) 2011年8月公司转让深圳格兰云天酒店管理有限公司99.5%股权给控股股东，从而“剥离酒店经营业务，集中资源专注于商业地产的投资、发展和运营”。

(3) 2016年，公司向保利地产出售部分房地产开发业务相关资产与负债，剥离房地产开发业务，战略调整为“聚焦物业资产管理业务，围绕机构类物业资产的管理，重点发展物业及设备设施管理、资产经营以及客户一体化服务外包三项核心业务”。

(4) 2018年6月，为适应公司新的发展战略，中航地产股份有限公司更名为中航善达股份有限公司（简称“中航善达”）。2019年进行资产重组，并于同年12月16日开市起，正式更名为“招商积余”，股票代码001914。

图 1： 公司发展历程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 强强联合，打造央企物管旗舰标的

公司于2019年4月15日启动资产重组：(1) 公司第一大股东中航国际控股拟向招商蛇口转让中航善达22.35%股权；(2) 公司拟通过发行股份方式购买招商局物业管理有限公司100%股权。

2019年7月25日，国务院国资委批复22.35%股份转让；9月4日，招商蛇口成为公司第一大股东；9月10日，发行股份购买资产方案获国务院国资委批复；11月20日，发行股份购买资产过户完成。

图 2： 公司资产重组大事记



资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

3. 重组前后股权变动情况

本次重组过程中，共涉及两次以公司层面为主体的股权变动：(1) 公司控股股东变动：中航国际控股通过协议转让的方式将其持有的22.35%公司股份转让给招商蛇口，于9月4日完成；(2) 公司控股招商物业：公司通过发行股份购买招商局物业管理有限公司100%股权，于11月20日完成过户。

表格 1. 重组过程中股权交易明细

股权转让明细	
出让方	中航国际控股
受让方	招商蛇口
股份数量	约 1.49 亿股
占总股本比例	22.35%
转让价格	8.95 元/股 (除息后 8.65 元/股)
发行股份明细	
发行方式	特定对象非公开发行
每股面值	1.00 元
上市地点	深交所
发行对象	招商蛇口、深圳招商地产
发行价格	7.90 元/股 (除息后 7.6 元/股)
发行数量	向招商蛇口发行约 3.54 亿股、向深圳招商地产发行约 3934 万股

资料来源：公司公告，川财证券研究所

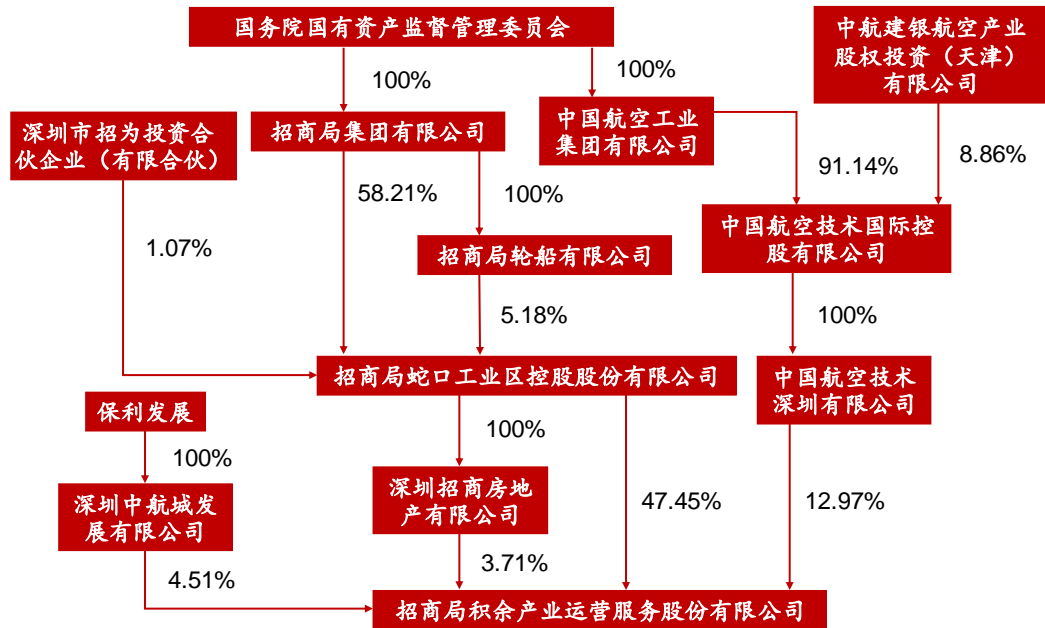
表格 2. 重组过程前后公司股权结构的变动情况

公司名称	股权转让前		股权转让后		发行股份后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
中航国际控股	14,909	22.35%	0	0	0	0
中国航空技术 深圳有限公司	13,751	20.62%	13,751	20.62%	13,751	12.97%
招商蛇口	0	0	14,909	22.35%	50,313	47.45%
深圳招商地产	0	0	0	0	3934	3.71%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

重组完成后，招商蛇口直接持有公司股份约 5.03 亿股，占总股本的 47.45%，为公司第一大股东；同时通过深圳招商地产间接持有 3934 万股，占比 3.71%。因此，招商蛇口合计持有公司股份约 51.16%，为控股股东。中国航空技术深圳有限公司通过持有 12.97% 的公司股份，为第二大股东。公司实际控制人为招商局集团，最终控制人为国务院国资委。

图 3: 重组后公司股权结构



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

公司于2019年12月12日发布的第六次临时股东大会决议公告显示: 股东大会采用累积投票方式选举许永军先生、邓伟栋先生、聂黎明先生、刘宁女士、石正林先生、章松新先生、何军先生为公司第九届董事会非独立董事, 任期自股东大会审议通过之日起三年。

表格 3. 招商积余董事会成员简介

姓名	简介
许永军	男, 56岁, 硕士。招商积余董事长, 现任招商局蛇口工业区控股股份有限公司董事长、党委书记。历任招商局物流集团有限公司市场总监、副总经理、常务副总经理、总经理、党委副书记, 招商局地产控股股份有限公司总经理, 招商局蛇口工业区控股股份有限公司董事、总经理。
邓伟栋	男, 52岁, 博士。招商积余董事, 现任招商局集团有限公司资本运营部部长, 招商局能源运输股份有限公司董事, 顺丰控股股份有限公司董事。曾任赤湾集装箱码头有限公司副总经理, 深圳妈港仓码有限公司总经理, 招商局国际有限公司总经理助理兼企划与商务部总经理、副总经理。
聂黎明	男, 48岁, 管理学硕士, 工程师。招商积余董事, 现任招商局蛇口工业区控股股份有限公司副总经理, 深圳区域总经理。曾任深圳经济特区房地产(集团)股份有限公司办公室主任、光明项目部经理、副总经理, 招商局地产控股股份有限公司运营管理中心副总经理、云南公司总经理、重庆公司总经理、运营管理中心总经理, 招商局蛇口工业区控股股份有限公司运营管理中心总经理、华北区域常务副总经理、华北区域总经理。
刘宁	女, 51岁, 工商管理硕士。招商积余董事, 现任招商局蛇口工业区控股股份有限公司副总经理兼任董事会秘书。曾任招商局地产控股股份有限公司证券事务代表、董事会秘书。
石正林	男, 51岁, 硕士研究生, 长江商学院EMBA, 一级高级经济师。招商积余董事, 现任公司党委书记、总经理, 中国物业管理行业协会副会长。曾任中航物业管理有限公司总经理, 公司副总经理、常务副

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

总经理、总经理。

章松新	男，54岁，经济学硕士，经济师、会计师。招商积余董事，现任中国航空技术深圳有限公司财务管理部副部长。曾任深圳中航城发展有限公司财务部经理、副总会计师、总会计师、副总经理、总经理。
何军	男，38岁，管理学学士。招商积余董事，现任保利发展控股集团股份有限公司财务管理中心总经理。曾任广州科学城保利房地产有限公司财务部经理，广州市保利国贸投资有限公司财务总监，保利（阳江）房地产开发有限公司财务总监，广州富力建筑安装工程公司财务总监，保利（三亚）房地产开发有限公司财务总监，保利地产财务管理中心副总经理。
华小宁	男，56岁，硕士，注册会计师。招商积余独立董事，现任公司独立董事，深圳市友联时骏企业管理顾问有限公司总裁。曾任蛇口中华会计师事务所副主任，和诚会计师事务所主任，安达信（深圳）公司高级经理。
陈英革	男，51岁，硕士，执业律师。招商积余独立董事，现任公司独立董事，广东法制盛邦（深圳）律师事务所律师合伙人、专职律师，深圳市振业（集团）股份有限公司独立董事。曾任珠海市广利实业有限公司法务部主管，深圳市天极光电实业股份有限公司投资管理部主管、副经理，金地（集团）股份有限公司董事会发展委员会主管、法务组负责人，广东融关律师事务所专职律师。
许遵武	男，62岁，在职博士研究生毕业，高级经济师。招商积余独立董事，现任深圳市智联供应链研究服务有限公司董事长。曾任广州远洋运输公司副总经理，中远（香港）航运有限公司副总经理、董事总经理，中远（香港）集团有限公司副总裁兼深圳远洋运输有限公司总经理，中远散货运输有限公司董事总经理，中远散货运输（集团）有限公司副董事长、总经理，中国远洋控股股份有限公司副总经理，中远海运控股股份有限公司执行董事、总经理。
林洪	男，61岁，经济学博士，教授。招商积余独立董事，现任广东省省情调查研究中心首席统计专家、广东财经大学教授。曾任江西财经大学计划统计系副系主任，广东财经大学科研处处长、研究生处处长、经济贸易学院院长，国民经济研究中心（广东高校人文社科重点研究基地）主任。

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

二、中航善达：“轻”装上阵，聚焦存量资产运营

1. 战略转型：剥离房地产开发，专注物业资产管理

中航地产（后更名为中航善达），于2016年将战略调整为“聚焦物业资产管理业务，围绕机构类物业资产的管理”，逐步剥离地产开发业务，实现转型升级。2016年，公司先后向保利地产下属子公司出售8家子公司股权及南昌中航国际广场二期项目。2018年，公司出售四家项目公司股权，逐步实现聚焦轻资产运营的发展模式。

表格 4. 2016-2018 年公司出售项目及项目公司股权一览

出售日	被出售资产	交易价格 (万元)	交易对方	备注
2016年12月28日	南昌中航国际广场二期项目	34993.18	保利（江西）房地产开发有限公司	保利地产子公司

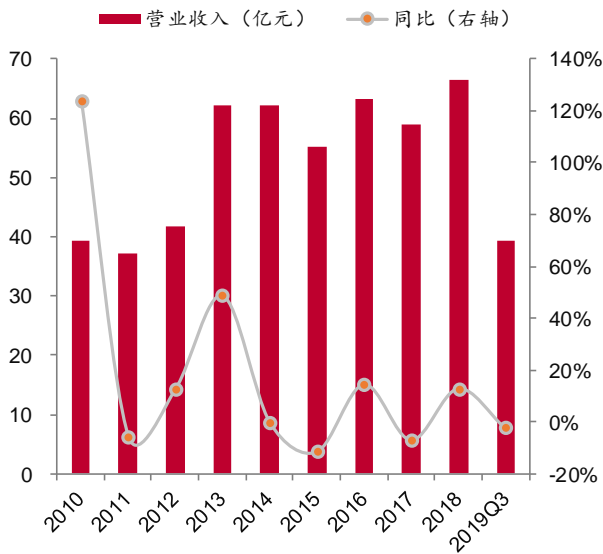
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

出售日	被出售股权	交易价格 (万元)	交易对方	备注
2016年12月28日	九江中航城地产开发有限公司 100.00% 股权	32948.06	广州金地房地产开发有限公司	保利地产子公司
2016年12月30日	成都航逸科技有限公司 100.00% 股权	10001.3	广州金地房地产开发有限公司	保利地产子公司
2016年12月30日	成都航逸置业有限公司 100.00% 股权	1684.41	广州金地房地产开发有限公司	保利地产子公司
2016年12月30日	江苏中航地产有限公司 100.00% 股权	42764.38	广州金地房地产开发有限公司	保利地产子公司
2016年12月30日	新疆中航投资有限公司 100.00% 股权	6543.3	广州金地房地产开发有限公司	保利地产子公司
2016年12月30日	岳阳建桥投资置业有限公司 100.00% 股权	32529.72	广州金地房地产开发有限公司	保利地产子公司
2016年12月30日	赣州中航置业有限公司 79.17% 股权	22685.74	广州金地房地产开发有限公司	保利地产子公司
2016年12月30日	赣州中航房地产发展有限公司 100.00% 股权	18821.98	广州金地房地产开发有限公司	保利地产子公司
2018年2月7日	深圳市深越联合投资有限公司 27% 股权	2700	深圳市投资控股有限公司	-
2018年8月31日	贵阳中航房地产开发有限公司 70% 股权	92400	贵州航程房地产开发有限公司	-
2018年9月27日	惠东县康宏发展有限公司 51% 股权	42432	许再新	-
2018年11月28日	中航城置业(上海)有限公司 100% 股权	106382.38	深圳市卓越不动产投资有限公司	-

资料来源：公司公告，川财证券研究所

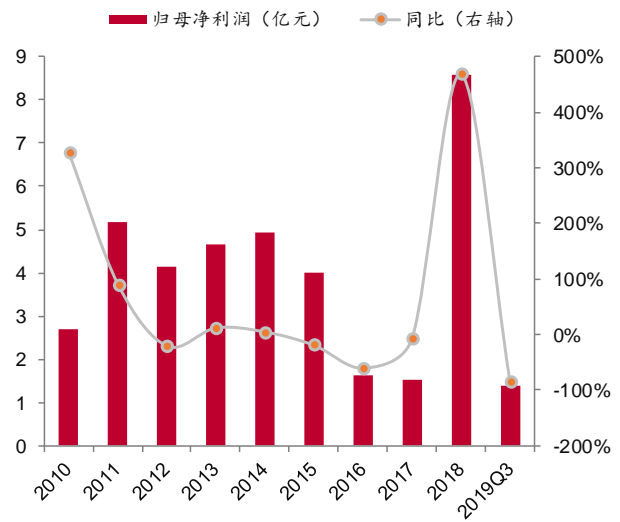
受战略调整、出售地产项目及项目公司股权的影响，中航善达历史营收存在波动。例如，公司在2006年将地产开发确定为主导业务后，2007年房屋销售收入同比增长191.5%，带动整体营收规模同比增长55.9%。2016-2018年，公司陆续出售部分项目及项目公司股权以实现剥离地产开发业务，2018年归母净利润大幅增长468.8%。我们认为随着公司非主业资产的处理完成，未来在集中资源、突出主业、降低成本的推动下，业绩将实现稳步提升。

图 4： 中航善达历年营收规模及其同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

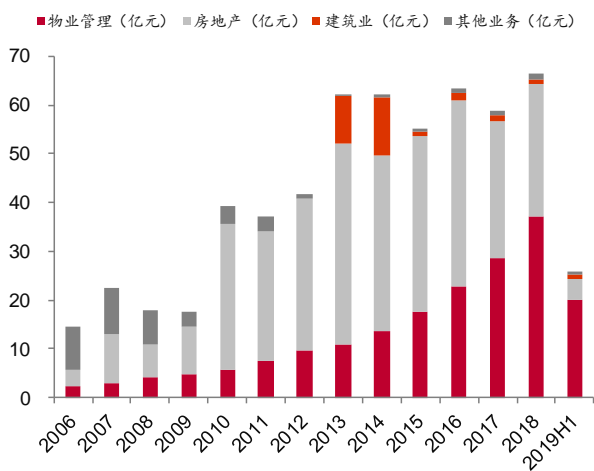
图 5： 中航善达历年归母净利润规模及其同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

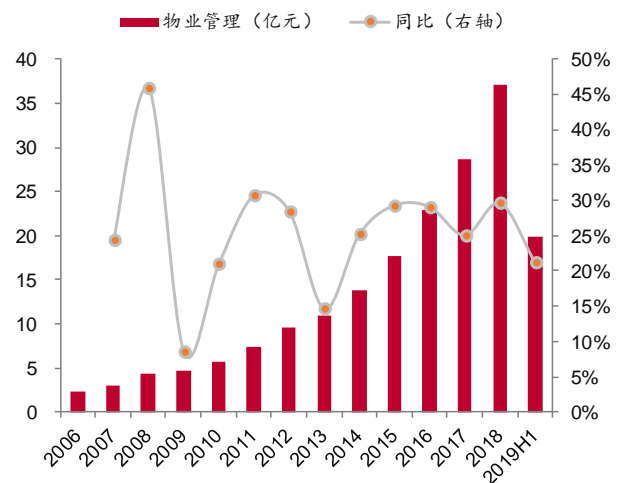
物管业务稳中求进，营收占比逐年提升。中航物业作为中航善达在物管行业的重要平台，经过多年的发展，营收规模及业绩贡献取得了明显的提升。2006-2018年，公司物业管理板块的营收规模从2.38亿元提升至37.18亿元，增长近15倍。从营收占比来看，2006-2018年，物业管理占比由16.4%提升至55.9%，2019H1进一步提升至77.4%，主业位置突出。

图 6： 中航善达各业务板块营收规模



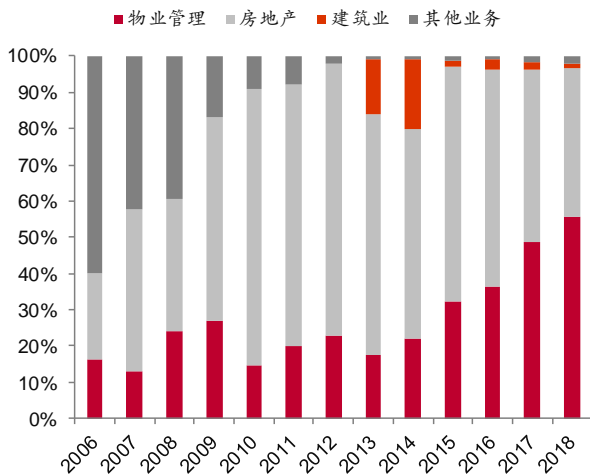
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 中航善达物业板块营收规模及其同比



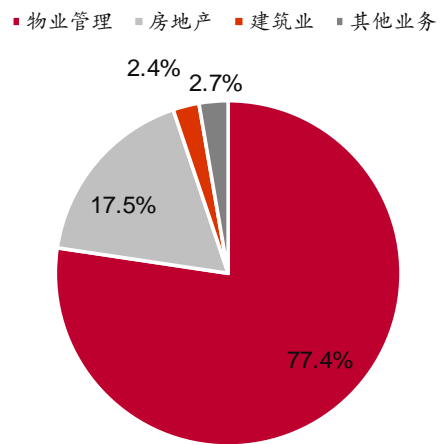
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8: 中航善达营收占比 (按业务类型)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 9: 2019H1 物管收入占比超七成

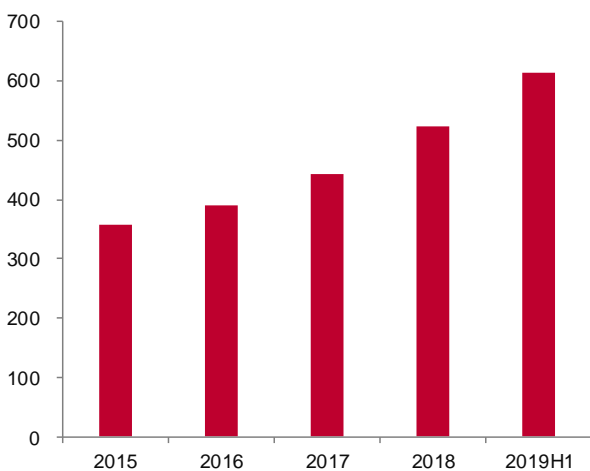


资料来源: Wind, 川财证券研究所

2. 术业有专攻: 机构类物业领跑者, 抢占优质赛道

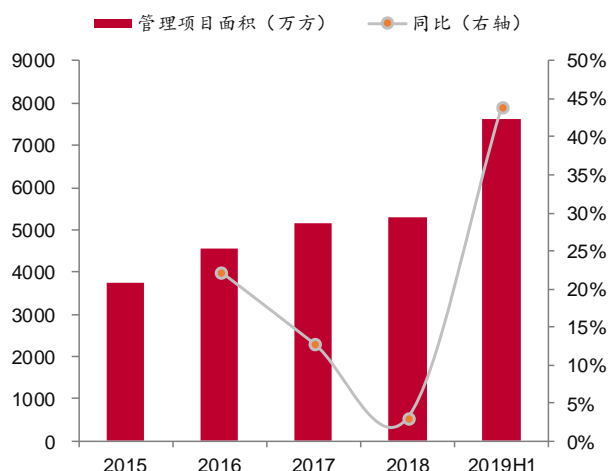
截至 2019 年中期末, 中航物业管理项目数量达 613 个, 较 2018 年末增加 90 个; 管理面积 7634 万平方米, 较 2018 年末增加约 44%。2015-2018 年管理面积年复合增速约 12.4%。业务辐射珠三角、长三角、华中、华北、华南等区域, 布局北京、上海、广州、深圳、成都、天津、济南、厦门、长沙等核心城市。

图 10: 中航物业管理项目数量



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 11: 中航物业管理面积及其同比

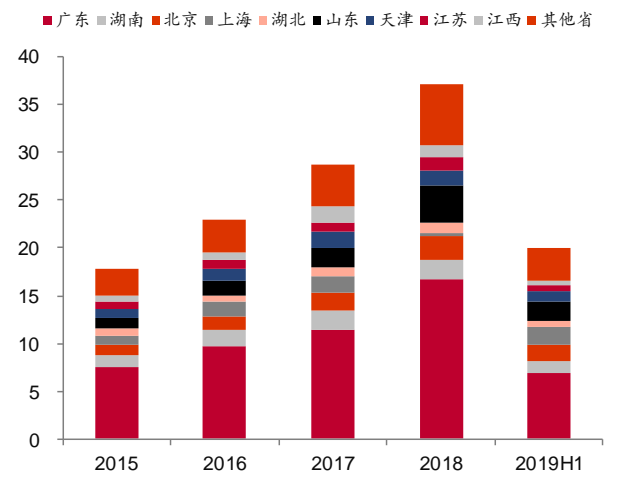


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

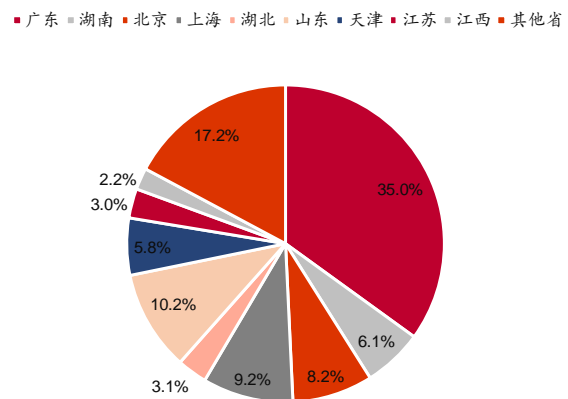
以广东省(尤其是深圳市)作为主战场,近两年迈开向外扩张步伐。2015-2018年,物业服务营收中广东省贡献比重为40%-45%,位列各区域之首。其中,深圳市贡献占比均达30%以上。2019H1,广东省占比降至35%,其中深圳市占比降至24.7%,体现公司向省外市场拓展初见成效,未来营收来源(区域)有望更趋均衡。巩固主战场的同时,省外布局或成新的业绩增长点。

图 12: 中航善达物业板块营收构成(按区域)



资料来源:公司公告,川财证券研究所

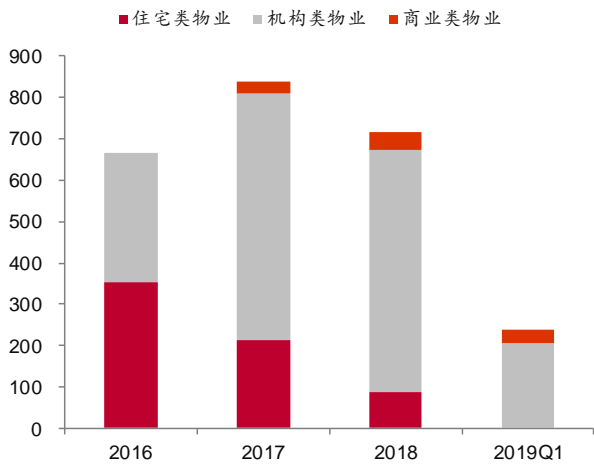
图 13: 中航善达物业板块 2019H1 区域贡献比



资料来源:公司公告,川财证券研究所

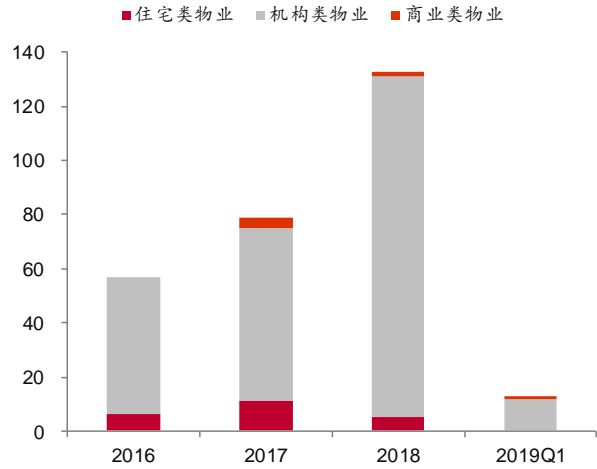
物管收入以机构类业务为主,新签项目重点开拓机构类物业市场。从物管板块各业态的收入来看,2018年公司物业管理业务实现合计营业收入37.2亿元,同比增长29.7%。其中,机构类物业管理收入29.4亿元,同比增长30%,占物管总收入的比重达79%;住宅类物业管理收入5.6亿元,同比增长16%,占物业管理收入的比重达15%。新签约方面,公司重点开拓机构类物业市场,住宅类物业新签约规模占比有所收缩。2018年中航物业新签约物业133个,新签合同金额达到10亿元,新签约物业面积717万方。其中,住宅类物业新签约面积87万方,占比12.1%;机构类物业新签约面积585万方,占总新签约面积比重为81.6%;商业类物业占比6.3%。2019年公司继续在机构类物业市场上加大力度精耕细作。2019年一季度,新签约面积中,机构类占比进一步提升至85.8%。

图 14: 中航物业新签约面积构成 (万方)



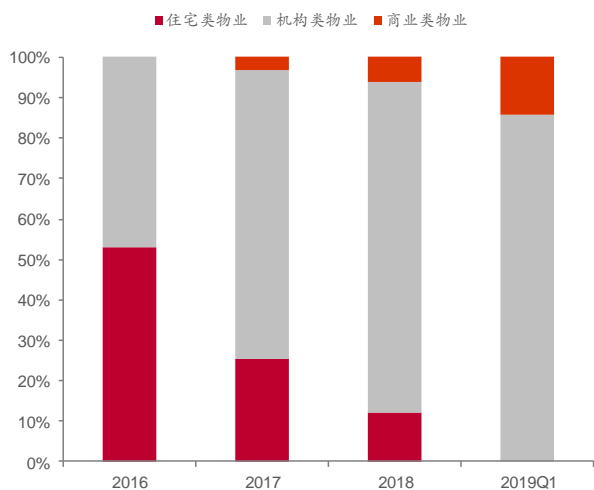
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 15: 中航物业新签约项目数量构成 (个)



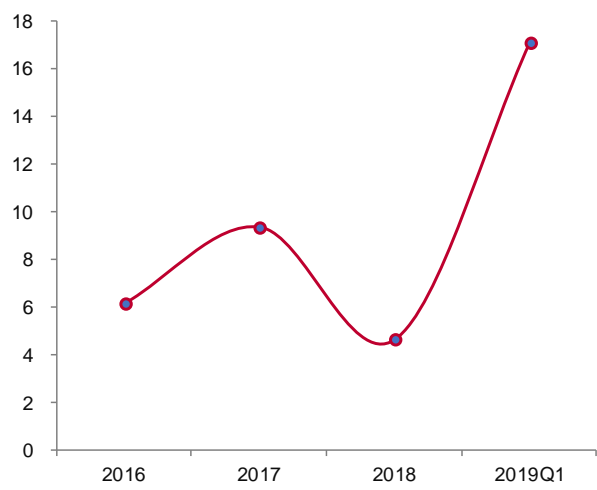
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 16: 新签约面积中机构类占比大幅提升



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 17: 机构类新签约平均单项目规模 (万方)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

四维优势奠定公司在机构类市场上的竞争力。作为央企控股的企业,公司在机构物业的资源获取上确有得天独厚的优势。除此之外,我们认为公司在业务拓展中持续发力也得益于多年发展形成的内在优势,主要体现在:(1) 客户一体化服务承保能力;(2) 标准化为核心的运营能力;(3) 智慧物业平台为载体的科技应用;(4) 良好的品牌形象及服务口碑形成的竞争软实力。

优势一: 一体化服务承包能力。

公司利用物联网和互联网技术,通过全方位的服务方案策划能力,整合优质供

应商，实现个性化、人性化、高效率、低成本的服务。目前，公司具有多家专业公司，如中航物业保安服务公司、深圳市中航楼宇科技有限公司、深圳市中航物业资产管理有限公司、深圳市中航智泊科技有限公司等。通过统筹上下游资源，成为客户后勤社会化的战略合作伙伴，充分满足客户多角度的服务需求，为增值服务顺利拓展保驾护航的同时，一体化的服务有助于增强业主粘性。

图 18： 中航物业客户一体化服务承包能力

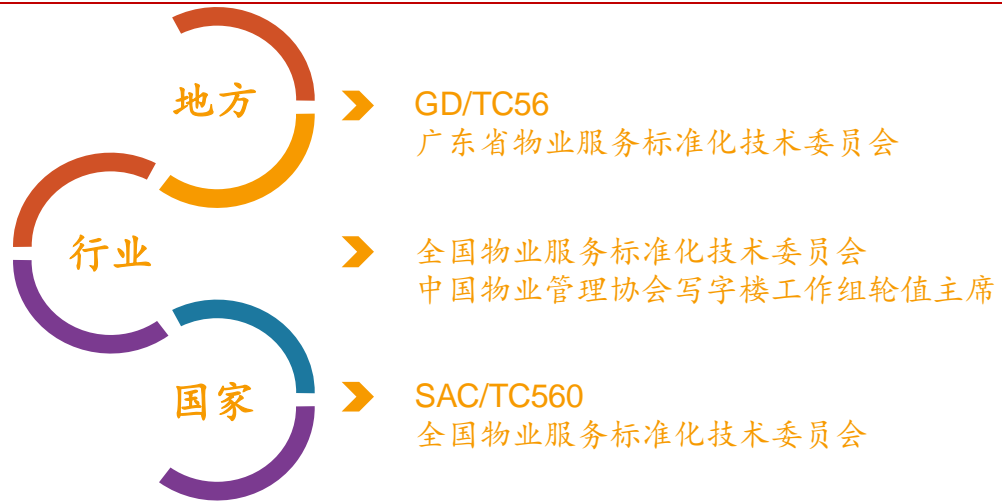


资料来源：公司官网，川财证券研究所

优势二：标准化为核心的运营能力。

中航物业坚持标准化的战略，用标准支撑公司发展和管理品质的提升，使标准化的服务实现物业价值最大化，也是行业内最早采用标准化服务的企业之一。为保障快速发展下的品质稳定，公司遵循“设计合理，执行有效”的推进模式。借助政府、协会、标准化专家及行业专家的力量，进行企业标准化顶层设计、构建标准体系，并积极参与地方、国家标准化建设，进行国家级服务业标准化试点，探索物业服务行业标准化开发及实施新模式。

图 19: 中航物业以标准化为核心

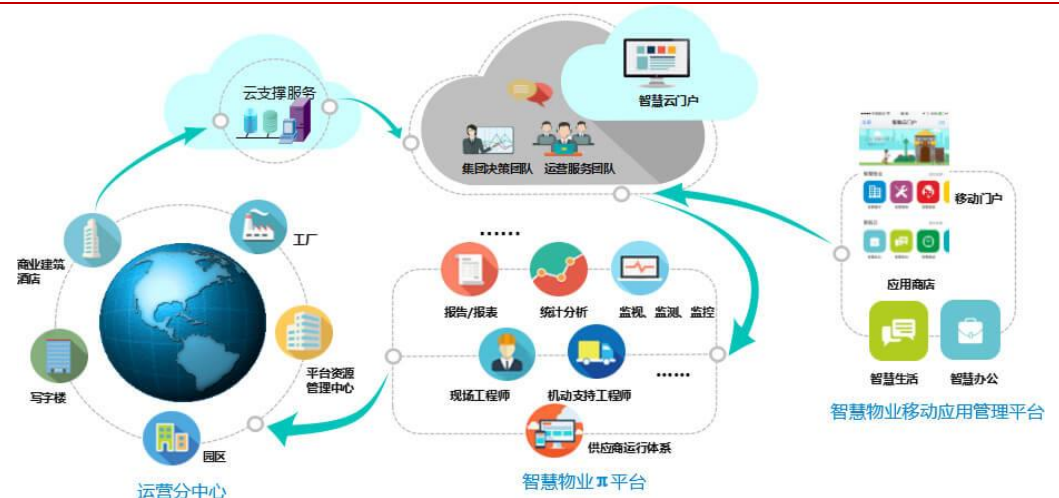


资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

优势三: 以智慧物业平台载体的科技应用。

中航物业运用互联网技术、物联网技术, 融合“互联网+智慧城市”等理念, 为标准化的物业服务模式提供运营支撑和信息化服务, 将智慧科技融入服务。智慧 IT 控中心作为智慧物业 IT 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 IT 控、IT 巡、IT 修、IT 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。其核心功能为综合分析、指挥调度、应急处置和辅助决策等。

图 20: 智慧物业 IT 平台介绍



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

图 21: 智慧物业 IT 平台控制中心运营图



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

优势四: 良好的口碑及品牌形象成为竞争软实力

公司先后荣获 2018 年物业服务企业综合实力评测 Top100 企业、2018 中国蓝筹、广东服务业 100 强等荣誉资质。项目涵盖最高检西部办公楼、国家商务部办公楼等政府物业；中国环境监测总站等公众类物业；广州白云国际机场运控中心大楼项目等企业总部类物业，以及其他商业类物业、高端住宅类物业。多元化的项目类型为公司积攒了良好的口碑及品牌形象，形成业务拓展过程中的竞争软实力。

图 22: 国家商务部办公楼



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

图 23: 广州白云国际机场运控中心大楼项目

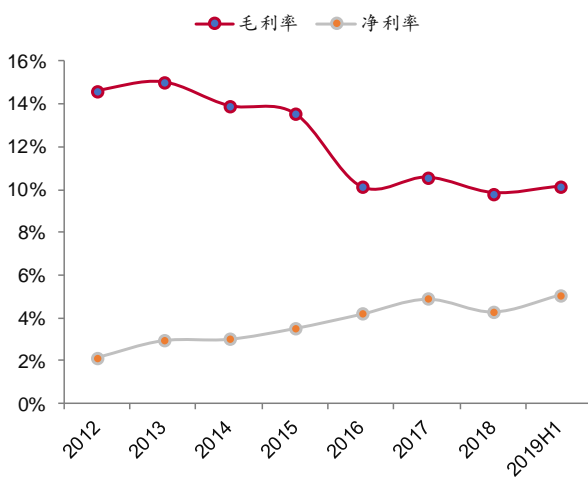


资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

3. 资源倾斜，有望打开盈利提升空间

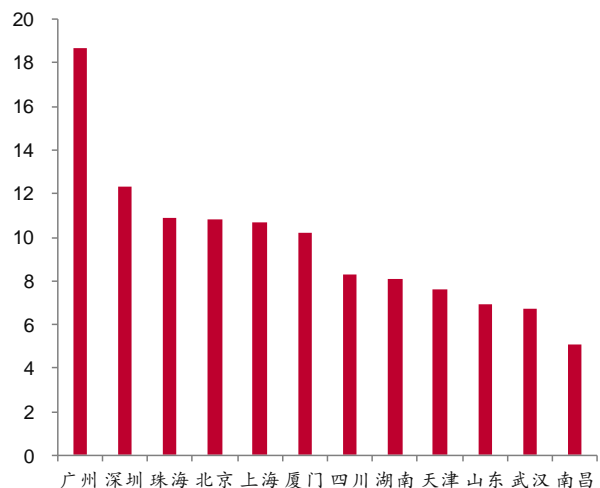
中航物业的收费模式以包干制为主，酬金制为辅。2018 年公司包干制实现物业收入 32.50 亿元，酬金制实现物业收入 2.47 亿元，分别占当期物管总收入的 92.94%和 7.06%。分区域来看，广州、深圳、珠海为公司物业收费最高的三个城市，分别为 18.71 元/平方米/月、12.31 元/平方米/月和 10.90 元/平方米/月。2018 年整体物管收费标准较上年基本持平，为 9.70 元/平方米/月。受收入结构的影响，公司 2018 年毛利率、净利率分别为 9.8%和 4.3%，低于主流上市物管企业的平均水平。我们认为随着公司在机构类业务中由拓展到具备更强的议价能力及先发优势，未来高毛利的机构类业务业绩稳步提升带动整体盈利水平向好可期。

图 24：中航物业毛利率、净利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

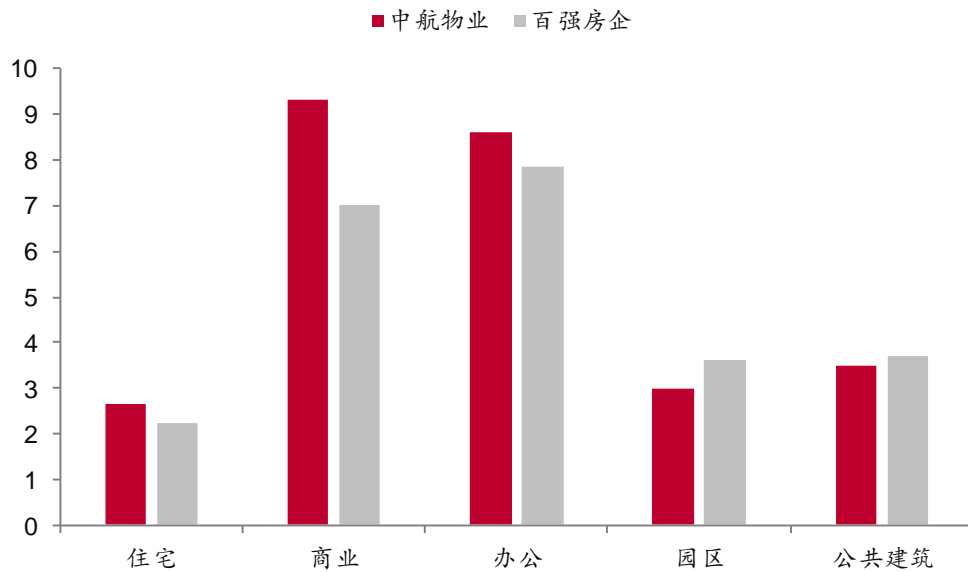
图 25：2018 年分区域物业收费标准 (元/平/月)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

机构类物业费单价处于各业态中较高水平。以物管百强为例，2018 年商业、办公物业费分别为 7.01 元/平方米/月、7.84 元/平方米/月，远高于园区、公建、住宅的 3.61 元/平方米/月、3.72 元/平方米/月和 2.25 元/平方米/月。机构类物业与住宅物业相比存在四点优势：(1) 机构类物业提价难度低于住宅物业；(2) 机构类物业提价程序相对简化；(3) 机构类物业门槛高于住宅物业，毛利率也相对较高；(4) 机构类物业竞争较住宅类趋缓，提前布局易形成先发优势。我们认为公司在机构类物业深耕细作的优势将逐步凸显。

图 26: 公司及物管百强 2018 年各业态物业费水平 (元/平方米/月)



资料来源: 公司公告, 《2019 中国物业服务百强企业研究报告》, 川财证券研究所

4. 九方资管: 商业地产运营管理平台

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。截至 2019 年中期末, 公司管理项目数量 15 个, 管理面积达 127 万平方米。在产品线方面, 已形成“九方”、“九方荟”两个品牌。具备代表性的管理项目包括华强北九方、龙华九方及赣州九方等。公司在商业模式方面, 积极拓展管理输出、品牌输出项目, 实现轻资产扩张模式。

表格 5. 九方、九方荟品牌介绍

品牌名	内容
九方	专业的商业资产全生命周期管理运营商, 自营+品牌管理输出, 从投资、收购、项目研制、产品规划以及工程管理, 招商, 推广, 系统化运营管理, 项目出售等一站式商业资产增值服务, 实现资产价值最大化和可持续增长。覆盖项目落地策划, 建筑规划, 开业筹备, 运营增值及退出操盘等流程。目前九方整体运营管理商业已开业项目有 8 个, 即将开业项目 2 个, 其中管理输出项目三个, 运营面积超过 100 万平方米。
九方荟	九方荟是未来双品牌线战略的重要一支子品牌体系, 定位为 5 万平方米以下的以商务、社区、街区商业形态为主导的精品购物中心, 将作为全新的产品线在轻资产拓展中重要担当。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 川财证券研究所

租赁收入方面, 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。除公司持有的九方购物

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

中心外，公司在深圳、长沙、南昌等地亦有一定规模的持有型物业，业态涵盖商住楼、商铺、酒店等，合计建筑面积达 26.05 万平方米。

表格 6. 2018 年中航善达持有的购物中心出租情况

物业项目	出租面积 (万方)	出租率	租金收入 (万元)
赣州九方	6.42	98.87%	5762.79
成都九方	7.81	96.69%	3375.35
九江九方	9.74	93.45%	4019.66
昆山九方	11.84	98.59%	6346.12
合计	25.77	98.16%	19503.91

资料来源：公司公告，川财证券研究所

除了赣州、成都、九江、昆山九方以外，截至 2019H1，公司已计入投资性房地产的项目还包括航空大厦 A 栋部分楼层、航空大厦 A 栋部分顶层、南光大厦 1-13 层部分楼层、地下室、航都大厦 9J、中航紫金云熙二期一至三层商铺等。投资性房地产的房产评估面积合计约 77.1 万方，2019H1 的评估值约 68 亿元。

表格 7. 中航善达已计入投资性房地产的房产情况 (截至 2019H1)

物业名称	评估面积 (万方)	2018 年末 评估值 (亿元)	2018 年末 账面净值 (亿元)	2019H1 评估值 (亿元)	变动幅度
航空大厦 1 栋部分楼层	2.44	4.86	4.72	4.89	3.63%
航空大厦 1 栋部分顶层	0.51	0.61	0.62	0.61	-0.90%
南光大厦 1-13 层部分楼层、地下室	2.03	5.01	5.01	5.01	0.00%
南光捷佳大厦一至四层商场及部分房间	0.90	2.69	2.68	2.71	0.94%
航都大厦 9J	0.01	0.03	0.03	0.03	4.80%
长沙芙蓉南路 368 号波波天下城 9 套房	0.15	0.12	0.12	0.12	0.00%
航苑大厦西座 7 套房	0.07	0.32	0.31	0.32	4.00%
中航格澜阳光花园 A 栋 1-4 层、B 栋一层 7 套房	1.56	2.76	2.74	2.77	1.37%
南昌中航国际广场 1 至 5 层、26 至 38 层	3.25	2.87	2.90	2.89	-0.34%
赣州中航城九方购物中心房产及幼儿园	8.44	7.28	7.19	7.28	1.21%
岳阳中航国际广场 1 至 27 层、裙楼 1 至 5 层	4.67	3.46	3.34	3.48	4.05%
赣州格兰云天国际酒店	2.96	2.80	2.80	2.83	1.12%
成都-九方购物中心-3 至 7 层	10.57	7.68	7.68	7.69	0.05%
昆山中航城花园 42 号楼	2.94	2.01	2.02	2.04	0.96%
九江九方购物中心商业	15.83	9.21	9.32	9.22	-1.10%
昆山九方购物中心	18.84	13.91	13.60	14.04	3.23%
昆山中航酒店-未竣工	-	-	2.05	-	-

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

中航紫金云熙二期一至三层商铺	1.94	2.06	2.06	2.06	0.24%
合计	77.11	67.68	69.19	67.99	-

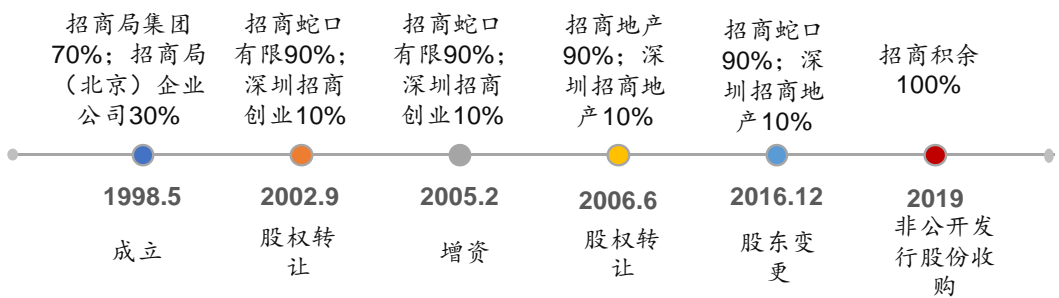
资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、招商物业：继承与外拓并进，住宅与非住宅齐发

1. 致力成为中国领先的房地产价值链全程综合服务商

招商物业成立于1998年5月。2002年9月，招商局集团和招商局（北京）企业公司分别将其持有的招商物业70%和20%股权转让给招商蛇口有限。转让后，招商蛇口有限持有90%股份，为招商物业第一大股东，其余10%股份由深圳招商创业持有。2005年2月，通过增资，招商物业的注册资本由500万元增至2500万元。2006年6月，通过股权转让，招商物业的股东变为持股90%的招商地产和持股10%的深圳招商地产。2016年12月，招商蛇口以发行A股股份的方式与招商地产进行换股，本次变更完成后，招商蛇口持有招商物业90%股份，深圳招商地产为10%。2019年，通过资产重组招商物业成为招商积余子公司。

图 27：招商物业发展大事记

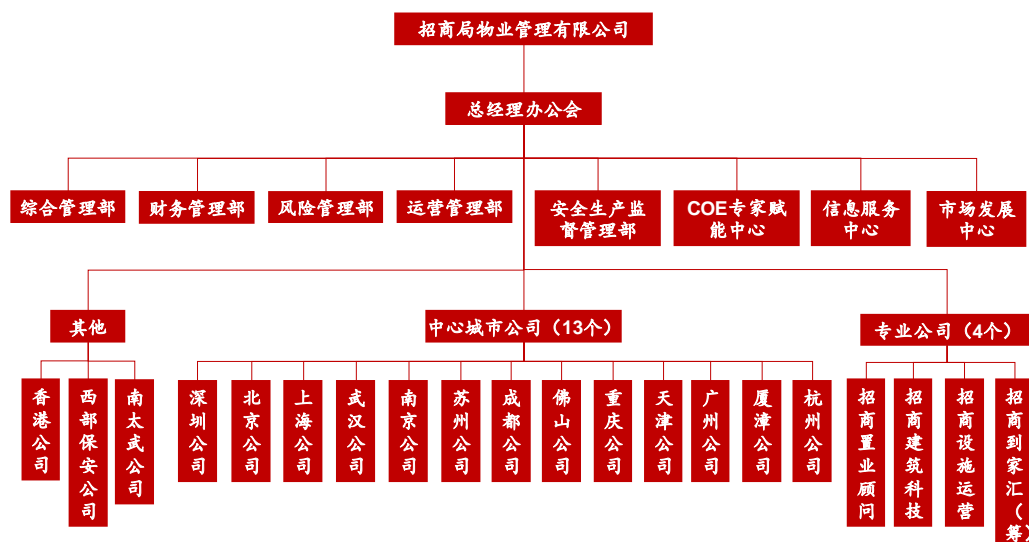


资料来源：公司公告，川财证券研究所

重组前，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，隶属于招商蛇口。招商物业运营管理总部位于深圳，是国内最早以产权为纽带、以资产管理为核心的规模化、品牌化和集团化物业服务企业。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，拥有下属机构61家（全资子公司12家，分公司44家，合资公司5家）。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

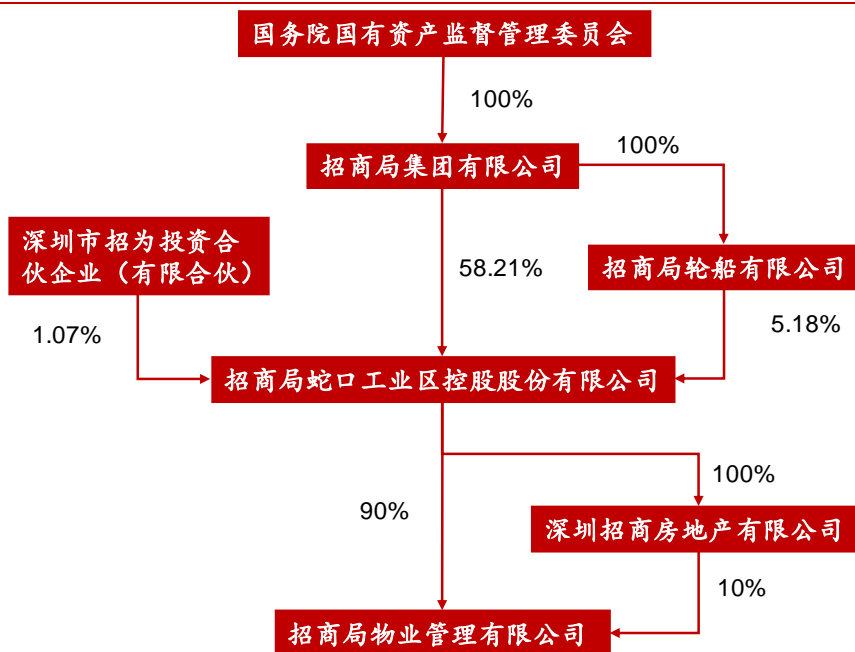
图 28: 招商物业组织架构



资料来源：公司官网，川财证券研究所

截至 2019 年中期末，招商蛇口直接持有招商物业 90% 股权，通过深圳招商地产间接持有招商物业 10% 股权，为招商物业的控股股东。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。

图 29: 重组前招商物业股权结构（截至 2019H1）



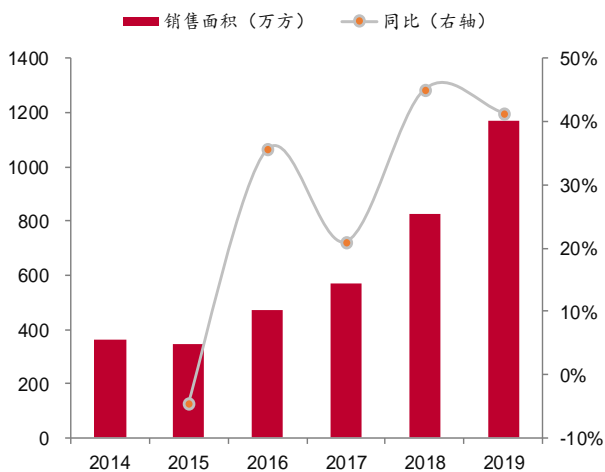
资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 内接外拓，服务业态更丰富

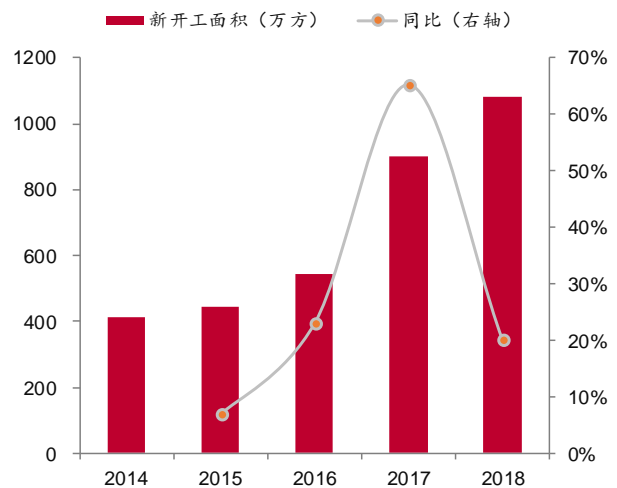
招商物业在项目资源获取上采取“两条腿”走路的方式：内部继承+外延拓展。在集团内部，招商物业充分享受招商蛇口输送资源，以实现“内生性”规模提升。招商蛇口 2019 年实现销售面积 1169.44 万方，同比增长 41.35%，2017-2019 年销量复合增速达 43.2%。从开竣工及在建面积角度看，2018 年招商蛇口实现开工面积约 1082 万方，当年竣工面积 499 万方，期末在建面积 2273 万方。2015-2018 年开工强度不断走高，随着项目完成由开工到竣工的转化，招商物业有望受益于招商蛇口竣工规模提升带来在管规模的稳步扩张。

图 30：招商蛇口销售面积及其同比



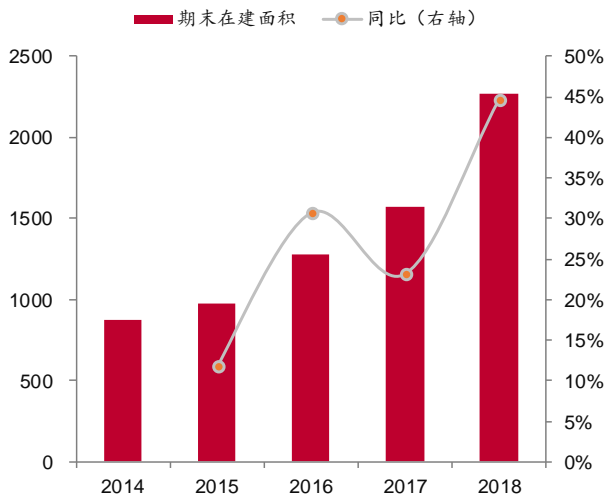
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 31：招商蛇口新开工面积及其同比



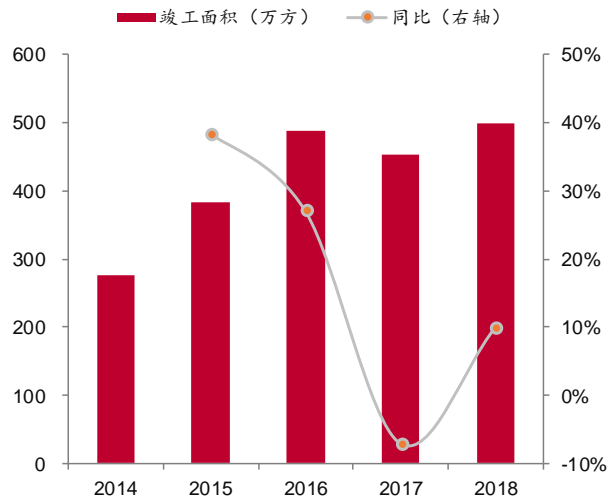
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 32: 招商蛇口期末在建面积



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

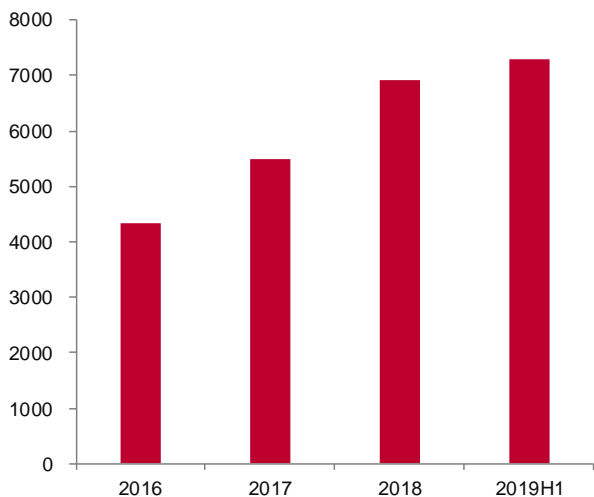
图 33: 招商蛇口竣工面积及其同比



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

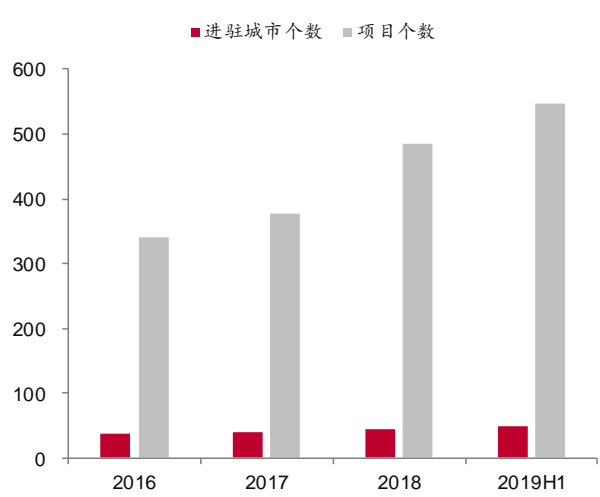
截至 2019 年中期末, 招商物业已布局 48 城, 运营 548 个项目, 管理面积约 7292 万平方米。2017-2019H1, 招商物业合计新增管理面积约 3861 万方。其中, 来自于集团内部开发的项目约 2651 万方, 占比 68.7%; 来自于集团外部拓展的开发项目约 1210 万方, 占比 31.3%。

图 34: 招商物业管理面积规模 (万方)



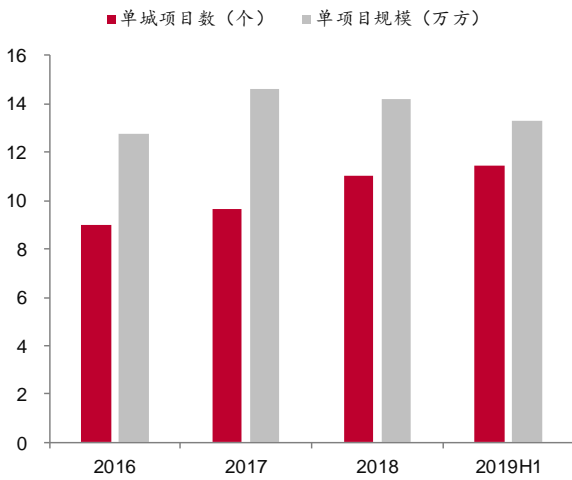
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 35: 招商物业进驻城市数量及项目数量



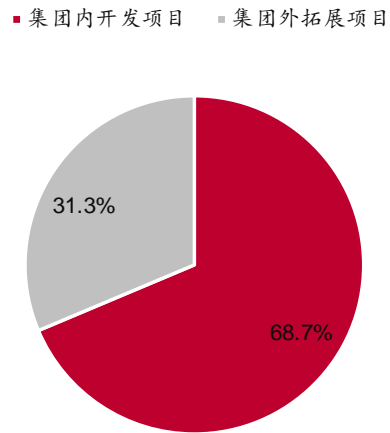
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 36: 招商物业单城项目数及单项目规模



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

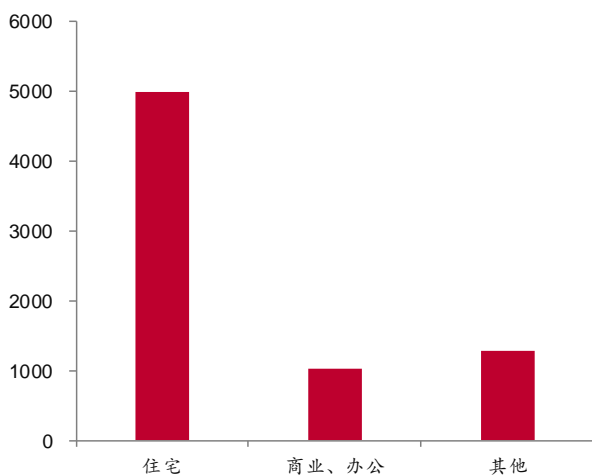
图 37: 2017-2019H1 新增面积来源占比



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

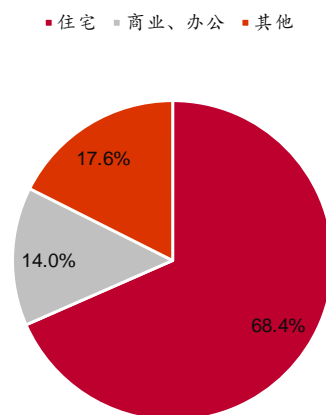
截至 2019H1, 招商物业管理面积按业态划分: 住宅类管理面积约 4989 万方, 占比 68.4%; 商业、办公类为 1021 万方, 占比 14.0%; 其他类型约 1282 万方, 占比 17.6%。从 2017-2019H1 新增管理面积来看: 住宅、商业办公、其他类型占比分别为 52%、16%和 32%。非住宅占比较以往有所提升。从新增面积不同业态的来源来看, 新增住宅类管理面积中集团内、外资源占比分别为 92.6%和 7.4%, 公司住宅类管理规模的扩张主要依托集团资源。而新增商业、办公面积中, 集团外来源占比超五成达 56.2%, 其他类型集团外拓展占比近六成。可见公司在非住宅业态第三方资源获取方面具备明显的竞争优势。

图 38: 截至 2019H1 公司各业态在管面积



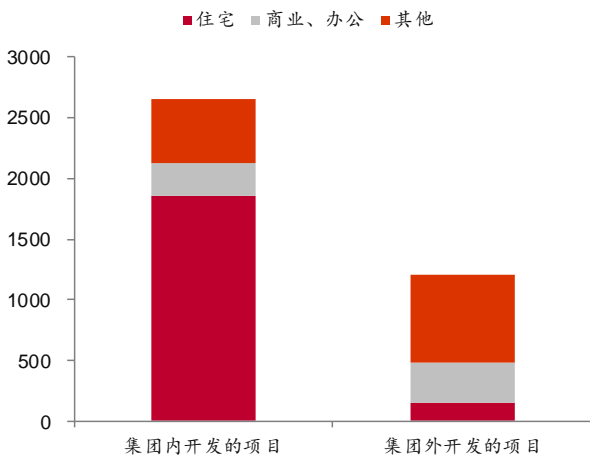
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 39: 截至 2019H1 各业态管理面积占比



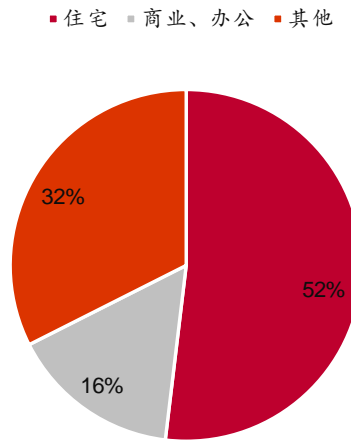
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 40: 2017-2019H1 新增面积构成 (万方)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 41: 2017-2019H1 新增各业态面积占比

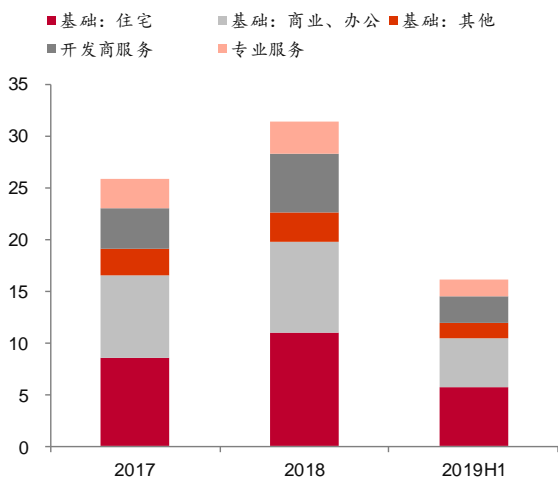


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

3. 定位升级, 经营能力有望进一步释放

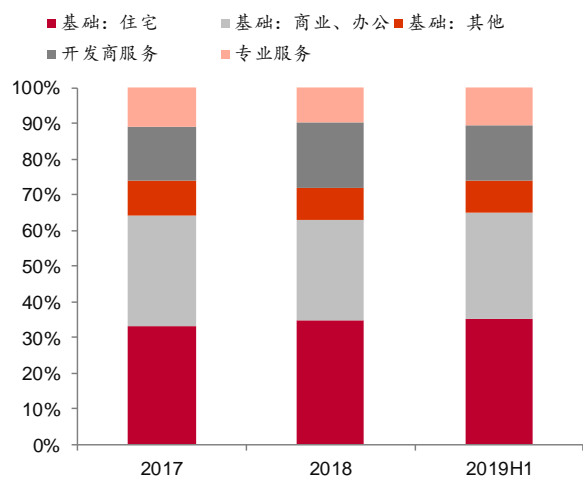
2018 年, 招商物业实现营业收入 31.3 亿元, 同比增长 21.3%。其中, 基础物业管理和服务分别实现 22.6 亿元和 5.7 亿元, 占比分别为 72% 和 18%, 专业服务占比 10%。2019H1, 招商物业实现营收 16.1 亿元, 按服务类型来看, 基础物业管理中的住宅、商业办公、其他, 开发商服务及专业服务占比分别为 35.3%、29.5%、9.0%、15.7% 和 10.5%。

图 42: 招商物业营业收入



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

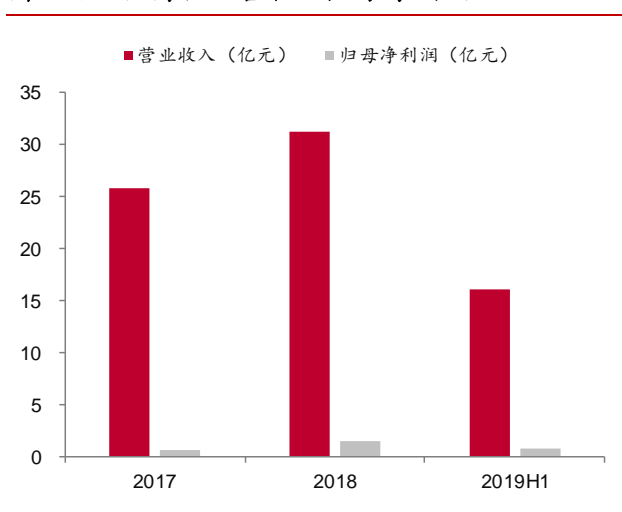
图 43: 招商物业营业收入构成 (按服务类型)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

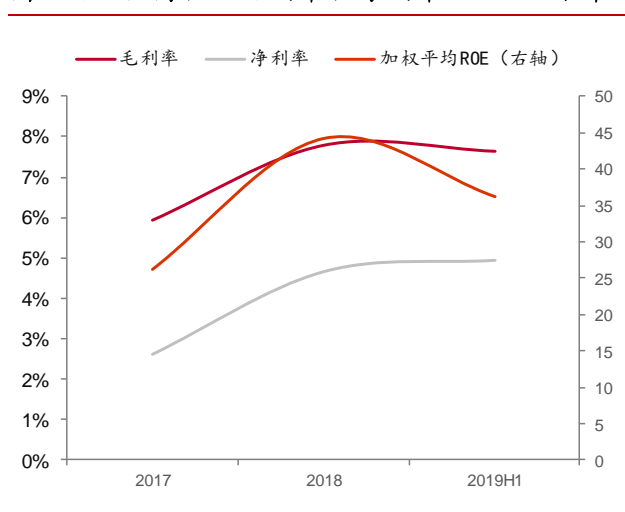
重组前，招商物业作为招商蛇口地产开发项目的后期服务运营商，对于自身的发展倾向于从成本角度进行核算。2018 年实现归母净利润 1.46 亿元，同比增长 114.8%；毛利率 7.8%，较前值提升 1.9 个百分点；净利率 4.7%，较前值提升 2.1 个百分点。但在行业内横向对比，毛利率、净利率依然居后。重组后，招商物业有望跳脱“附属服务角色”，充分释放独立经营能力，定位由成本管控向利润创造转变，盈利水平修复可期。从行业内集团分拆上市的物管公司毛利率的表现来看，多数企业盈利水平实现提升。

图 44: 招商物业营收及归母净利润



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 45: 招商物业毛利率、净利率及 ROE 水平



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 8. 分拆上市后的物管公司毛利率水平

股票代码	证券简称	上市时间	2015	2016	2017	2018	2019H1
2669.HK	中海物业	2015-10-23	20.62%	24.82%	23.90%	20.43%	20.13%
2869.HK	绿城服务	2016-07-12	18.19%	19.24%	18.41%	17.85%	19.28%
6098.HK	碧桂园服务	2018-06-19	30.57%	33.93%	33.17%	37.68%	39.19%
1755.HK	新城悦服务	2018-11-06	25.10%	28.24%	27.96%	29.48%	29.19%
1995.HK	永升生活服务	2018-12-17	16.10%	21.80%	25.22%	28.72%	29.73%
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019-10-18	32.07%	32.28%	36.38%	33.24%	33.89%
6049.HK	保利物业	2019-12-19	-	16.71%	17.92%	20.13%	23.62%

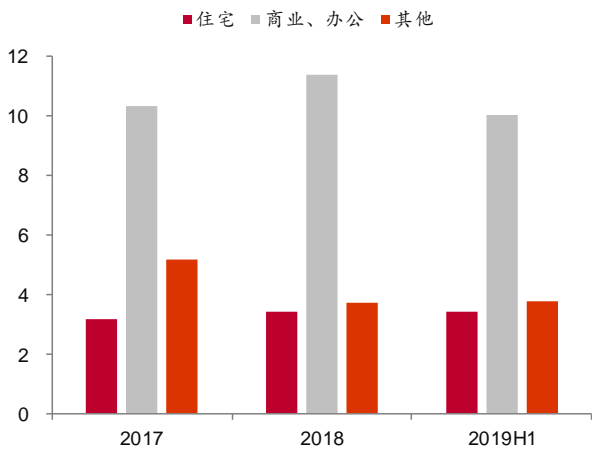
资料来源：wind，川财证券研究所

专业服务毛利率水平居高，住宅服务对整体毛利率存在一定的拖累。从不同服务类型的毛利率来看，专业服务达 15.95%、开发商服务为 8.54%、商业办公为 8.41%，基础其他 5.68%，住宅服务毛利率水平在各业态中处于较低的水平，仅为 4.61%。从各业态的单价来看，2019H1 住宅项目 3.41 元/平方米/

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

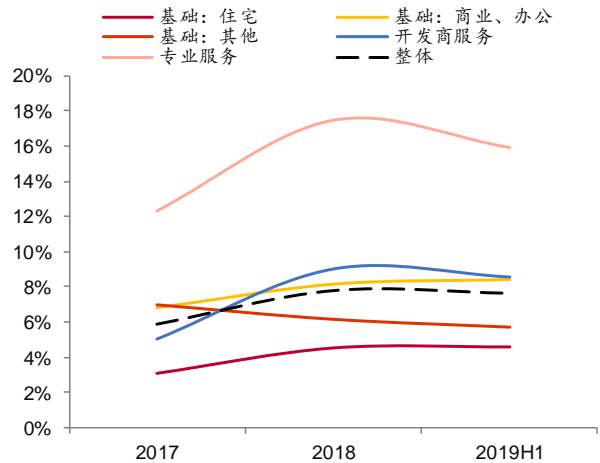
月，商业、办公 10.05 元/平方米/月，其他类型 3.78 元/平方米/月。

图 46: 各业态收费单价 (元/平方米/月)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 47: 各业态毛利率水平

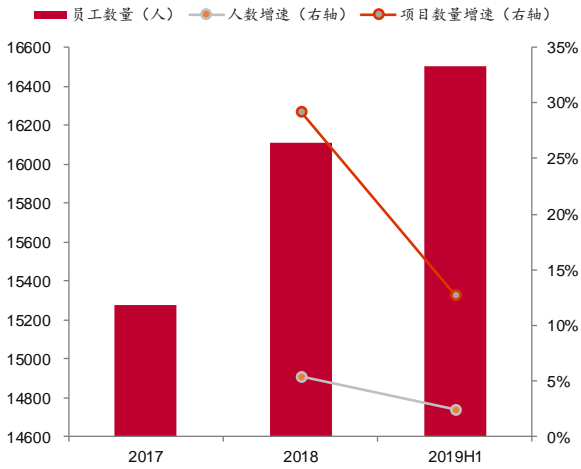


资料来源: Wind, 川财证券研究所

4. 降本提效，人均创收逐步提升

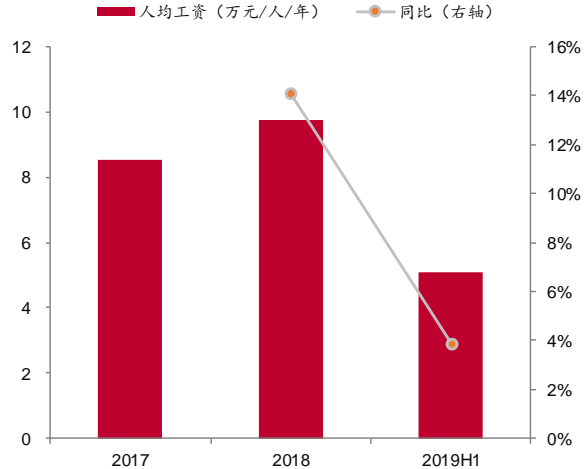
2016 年作为招商物业市场化改革的元年，随着规模的扩张，计入营业成本的员工人数也在提升，劳动力成本的增长并未削弱公司的盈利能力。2018 年，人均营业收入达 19.43 万元/人，同比增长 15.02%；人均净利润 0.93 万元/人，同比大幅提升 99.01%。我们认为招商物业的人员投入数量增长速度低于项目数量及收入的增长速度，主要原因在于：(a) 招商物业采取全员营销的“化蝶”拓展政策，在现有项目区域拓展新项目，增加项目密度，提升员工的复用程度，摊薄固定成本，发挥物业管理项目密度增加带来的规模效应；(b) 招商物业自 2018 年开始重点推动安保服务的外包工作，并持续推动清洁卫生及绿化养护的外包工作，优化外包配置，强化内部管理建设，提质增效，增加员工人均效能；(c) 根据物业管理行业特点，招商物业通过互联网等高科技手段，在保证项目服务质量的前提下，以科技化工具、设备、系统的应用替代部分人工。

图 48: 2017-2019H1 招商物业员工数量



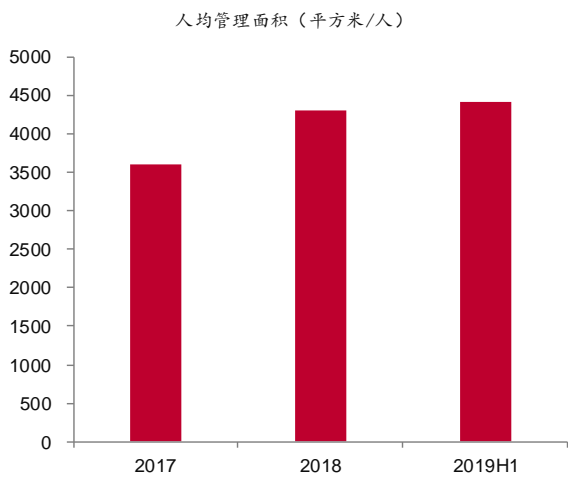
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 49: 招商物业人均薪酬



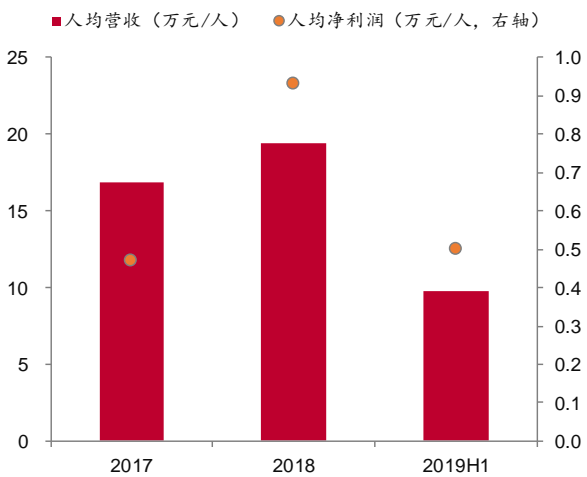
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 50: 2017-2019H1 人均管理面积



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 51: 2017-2019H1 人均营收及净利润



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

四、招商积余：规模提升、专业过硬、盈利向好

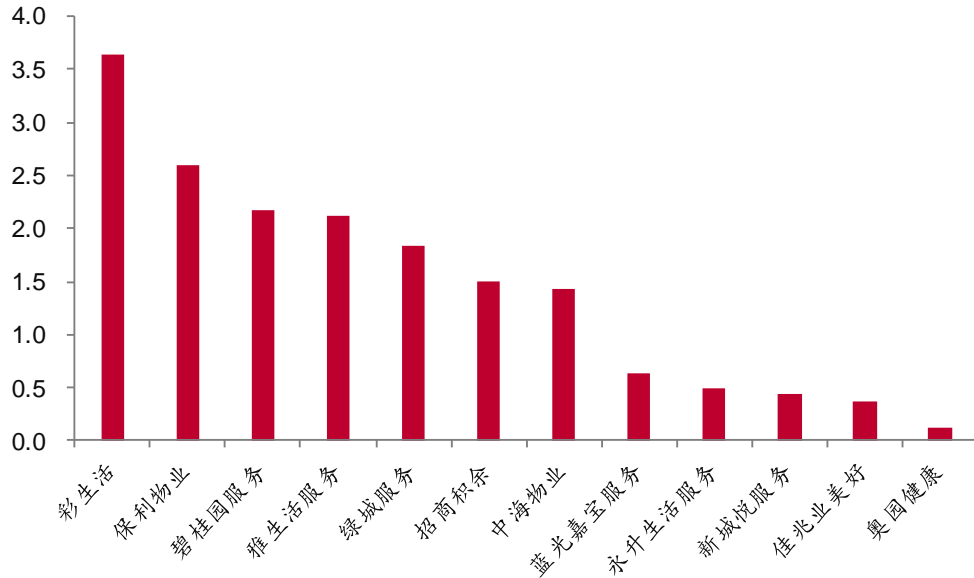
1. 规模跻身物管行业第一梯队

在管面积规模：截至 2019H1，主流物管行业上市公司在管面积中，彩生活以 3.65 亿方居首；保利物业以 2.6 亿方位列第二；碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务分别以 2.17 亿方、2.11 亿方和 1.84 亿方紧随其后。中航物业管理面积约 7634 万方，招商物业管理面积约 7292 万方，即重组后的招商积余在管面积近 1.49 亿方，成功跻身行业第一梯队。考虑到重组完成后，公司同时具备

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

机构类物业优质赛道的先发优势、集团内部竣工提升带来的资源输送及凭借专业的服务能力叠加良好的口碑背书，管理规模有望稳步提升。

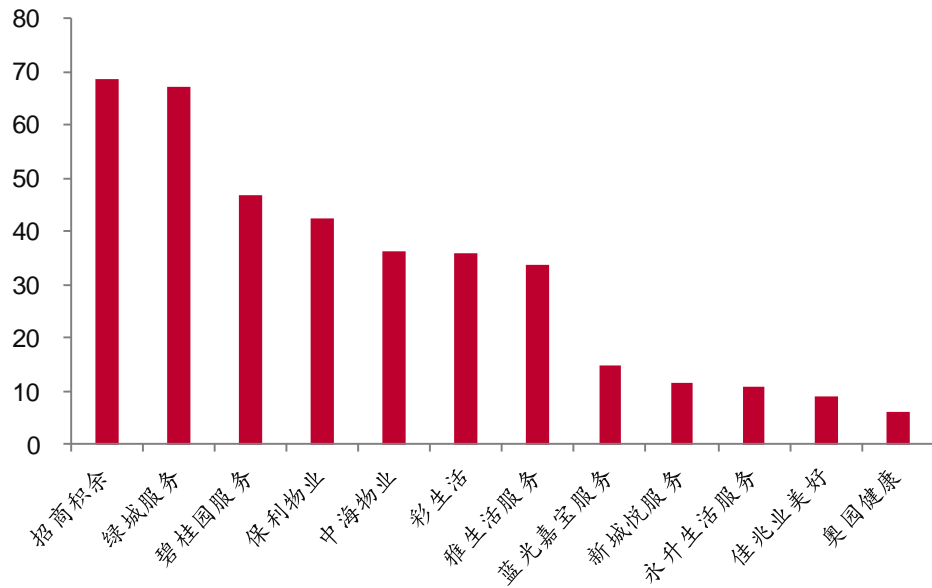
图 52：主流物管上市公司在管面积一览（截至 2019H1，单位：亿方）



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

营业收入规模：在管面积规模靠前的彩生活、保利物业、碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务 2018 年分别实现营业收入 36.1 亿元、42.3 亿元、46.8 亿元、33.8 亿元和 67.1 亿元。根据公司公告，本次交易完成后招商积余 2018 年备考营业收入为 97.85 亿元。其中，原中航善达于 2018 年房地产、建筑业及其他合计营收约 29.37 亿元，则备考后归属于物管业务的营收达 68.48 亿元，位居行业前列。考虑到公司存量管理规模中具备高毛利率水平的机构类物业，且住宅类物业作为基础服务的同时，多业态外部拓展顺利，未来公司的收入规模有望持续提升。

图 53: 主流物管上市公司营收规模一览 (2018, 单位: 亿元)

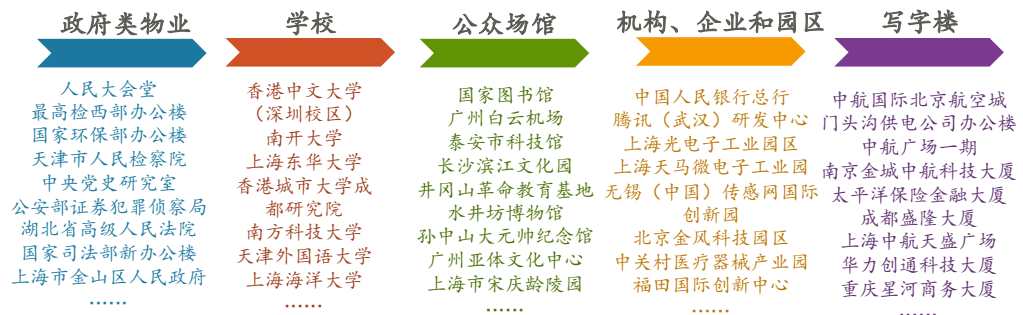


资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

2. 多业态共振, 机构类与住宅类并驾齐驱

中航物业与招商物业分别在机构类业务及住宅、商业办公类业务中具备自身优势。重组后的招商积余服务业态更丰富且在相应的领域均具备行业领先的专业能力。如, 中航物业旗下拥有深圳市中航智泊科技有限公司、深圳市中航物业资产管理有限公司、航电建筑科技(深圳)有限公司等, 以满足不同业态对专业性的需求。而招商物业则在经济顾问业务、设施运营、建筑科技及社区商业方面表现出色。二者看似分别在不同业态表现亮眼, 实则各业态间存在着优势互补, 可以实现协同发展, 进一步巩固公司一体化服务商的定位。

图 54: 招商积余部分多业态管理项目



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 55: 中航物业专业公司

	中航物业 保安服务 公司	致力于为客户提供专业、先进、高效的安保服务及停车场管理、科技安防等一揽子解决方案。
	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	经营范围是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安装；智慧停车工程的设计、施工等
	中航物业管理有限公司 餐饮 分公司	主要经营餐饮管理。中西式快餐制售；餐饮服务。
	航电建筑 科技（深圳）有限公司	经营范围包括楼宇智能控制系统、安防监控产品、计算机软硬件的技术开发、技术咨询、技术支持，转让自行开发的技术成果等。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

表格 9. 招商物业专业服务简介

项目	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。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3. 跳脱束缚，利润率有望迎来修复

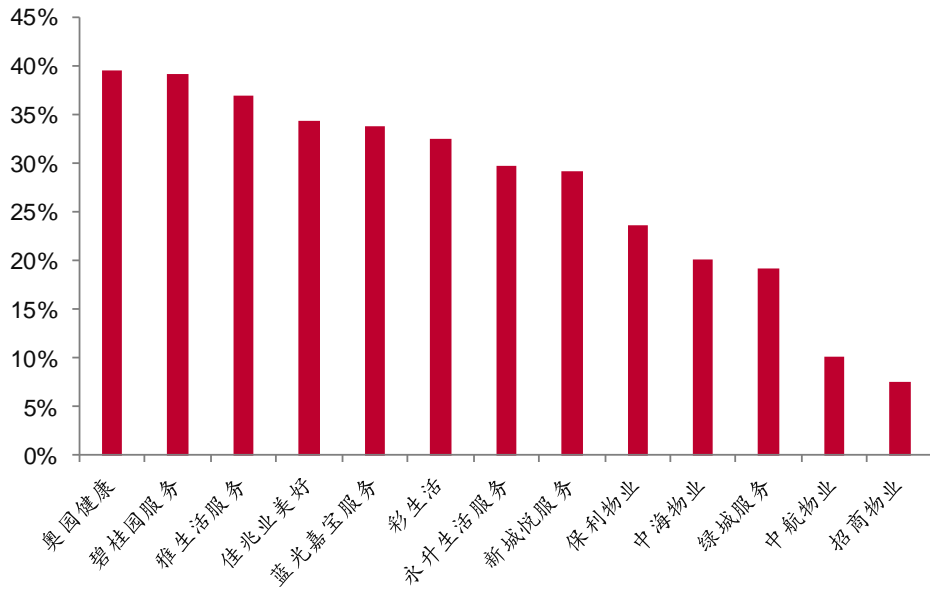
2019H1 主流物管上市公司毛利率排名靠前的分别是：奥园健康 39.6%、碧桂园服务 39.2%、雅生活服务 37.0%、佳兆业美好 34.3%和蓝光嘉宝服务 33.9%。与之相比中航物业和招商物业的毛利率处于较低水平，分别为 10.1%和 7.6%。

我们认为造成中航物业和招商物业毛利率低于同行业上市公司的原因或在于：

- （1）作为集团内的物业管理平台，角色倾向于附属服务。如招商物业在住宅服务领域承接招商蛇口项目资源，更多的是为了实现开发项目的附加值以提升整体水平；
- （2）为使物业服务与集团发展的协同效应发挥到最大值，品牌价值

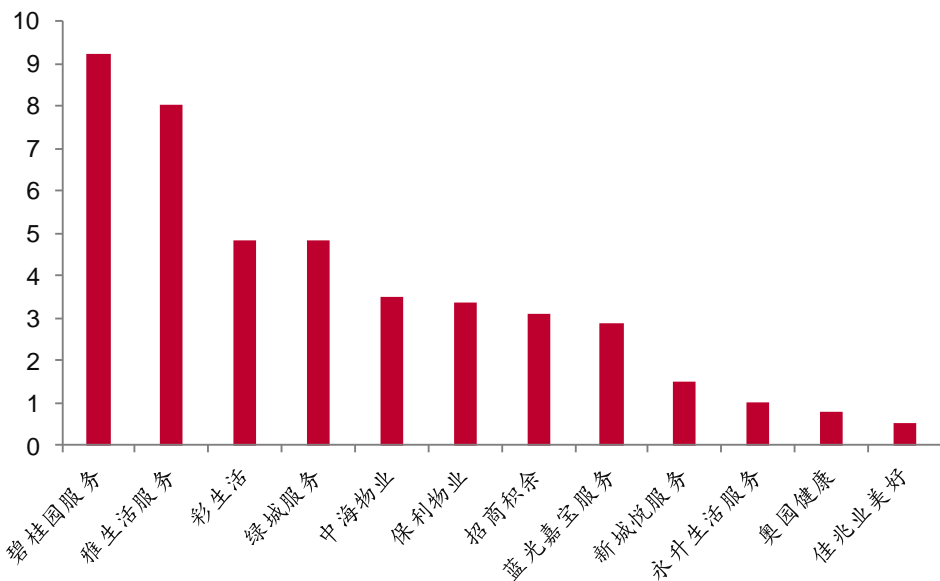
的塑造与服务品质的提升均需较大的成本支出，从而对利润形成压制。我们认为跳脱出附属角色后，此前具备良好的口碑与品牌价值带来的无形竞争力将得到进一步的释放，后续对利润增长的关注也将推动盈利水平的进一步修复。

图 56: 主流上市物管公司毛利率一览 (2019H1)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 57: 主流上市物管公司归母净利润一览 (2018, 单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

五、估值及盈利预测

1. 估值

根据公司目前的业务情况，我们从两方面对招商积余进行估值计算：（1）房地产开发及投资性房地产部分；（2）物业管理部分。

(a) 房地产项目：原中航善达自 2016 年开始剥离地产业务、聚焦物管板块，近两年无新增土储。截至 2019H1，公司现有房地产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。出于地产开发对应项目数据的可得性考虑，我们以存货及投资性房地产的评估值作为地产开发项目及自持项目对应估值的粗略指标，剔除有息负债后得出房地产业务的估算市值。数据如下：

表格 10. 房地产开发及投资性房地产估值计算（2019H1）

项目	数值（亿元）
期末存货	16.5
投资性房地产的评估值	68.0
有息负债规模	45.7
房地产项目净值	38.8

资料来源：公司公告，川财证券研究所

注：有息负债规模=短期借款+一年内到期的非流动性负债+长期借款+应付债券

(b) 物业管理：从企业组织架构、在管规模、服务类型等指标出发，我们认为保利物业、碧桂园服务、绿城服务、中海物业作为可比标的较为适宜。目前招商积余 2020E 估值略高于可比公司估值均值，我们认为招商积余作为 A 股规模型兼具成长型的物管公司，央企背景资源获取顺畅，机构、住宅多业态共振，因此估值存在合理溢价。

表格 11. 主流物管公司估值表

股票代码	证券简称	收盘价 (港元)	EPS (港元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
1778.HK	彩生活	4.37	0.42	0.41	0.47	0.55	10.4	10.7	9.3	7.9
6049.HK	保利物业	70.05	-	1.02	1.47	1.97	-	68.7	47.7	35.6

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

6098.HK	碧桂园服务	32.10	0.41	0.62	0.83	1.16	78.3	51.8	38.7	27.7
3319.HK	雅生活服务	37.40	0.69	0.96	1.35	1.72	54.2	39.0	27.7	21.7
2869.HK	绿城服务	10.44	0.19	0.21	0.28	0.37	54.9	49.7	37.3	28.2
2669.HK	中海物业	6.94	0.12	0.16	0.2	0.24	57.8	43.4	34.7	28.9
2606.HK	蓝光嘉宝服务	49.25	2.58	2.59	3.41	4.3	19.1	19.0	14.4	11.5
1995.HK	永升生活服务	8.47	0.1	0.15	0.24	0.34	84.7	56.5	35.3	24.9
1755.HK	新城悦服务	16.48	0.27	0.38	0.57	0.82	61.0	43.4	28.9	20.1
3662.HK	奥园健康	8.67	-	0.24	0.4	0.54	-	36.1	21.7	16.1

资料来源: wind, 川财证券研究所

注: 收盘价为 2020 年 3 月 5 日数据, EPS 采用 wind 一致预期

2. 盈利预测

我们基于以下关键假设对公司进行盈利预测:

(1) 中航物业: 根据 2016-2018 年新签约及 2019H1 在管面积规模情况预计 2019-2021 年新增面积分别为 2546 万方、1716 万方、2216 万方。

(2) 招商物业: (a) 房屋自开工至竣工交付存在 1.5 至 2 年的滞后期, 因此对住宅物业面积的增长主要参考招商蛇口 2017-2019 新开工面积估算, 预计 2019-2021 年新增面积中来自集团资源分别为 811 万方、974 万方、990 万方。

(b) 根据近三年的数据, 估算 2019-2021 年外部拓展面积分别为 581 万方、697 万方、837 万方。

(3) 房地产业务: 考虑到公司于 2016 年逐步剥离地产业务, 近两年无新增土储。因此中航地产的收入主要来源于自持物业的租金收入及开发项目尾盘的结算金额。

基于以上假设, 我们预计招商积余 2019-2021 年营业收入分别为 90.7 亿元、112.5 亿元、136.2 亿元; 归母净利润分别为 305 亿元、610 亿元、795 亿元。2019-2021 每股收益 EPS 分别为 0.29 元、0.57 元和 0.75 元, 对应当前股价 PE 分别为 84.5、42.3、32.4 倍。

表格 12. 中航物业盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
新增管理面积 (万方)	836.7	717.0	2546.0	1716.0	2216.0
在管面积累计值 (万方)	5152.0	5307.0	7853.0	9569.0	11785.0
营业收入 (亿元)	28.7	37.2	43.2	52.6	64.8
每平方米对应营收(元/平方米/年)	55.7	70.1	55.0	55.0	55.0

资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 13. 招商物业盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
在管面积累计值 (万方)	5495	6913	8305	9970	11797
物业费标准 (元/平/月)					
其中: 住宅	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5
其中: 商业、办公	10.35	11.37	10.05	10.05	10.05
其中: 其他	5.17	3.72	3.78	3.78	3.78
新增管理面积 (万方)	1150	1418	1391.9	1664.8	1827.0
其中: 住宅	-	-	638.7	766.1	795.3
其中: 商业、办公	-	-	244.1	291.3	333.9
其中: 其他	-	-	509.1	607.4	697.9
物业管理业务					
其中: 住宅	8.57	10.93	13.57	16.74	20.04
其中: 商业、办公	8.01	8.82	11.77	15.28	19.31
其中: 其他	2.52	2.80	5.11	7.86	11.03
开发商服务收入 (亿元)	3.87	5.66	6.51	7.49	8.61
专业服务收入 (亿元)	2.84	3.09	3.55	4.08	4.70
营业收入 (亿元)	25.81	31.30	40.51	51.46	63.68

资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

表格 14. 招商积余盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
物业管理合计收入 (亿元)	54.5	68.5	83.7	104.1	128.5
其中: 中航物业 (亿元)	28.7	37.2	43.2	52.6	64.8
其中: 招商物业 (亿元)	25.8	31.3	40.5	51.5	63.7
房地产开发收入 (亿元)	28.08	27.03	6.4	6.4	6.4
其他业务 (亿元)	2.18	2.34	0.60	2.09	1.37
营业收入合计 (亿元)	58.93	66.56	90.66	112.53	136.22
营业成本合计 (亿元)	46.42	53.48	77.55	94.61	113.54
毛利 (亿元)	12.5	13.1	13.1	17.9	22.7
毛利率	21.2%	19.6%	14.5%	15.9%	16.7%

资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

业绩承诺: 根据公司公告, 本次重组由交易对方招商蛇口、深圳招商地产作为业绩补偿义务人, 按本次交易前各方对标的公司的持股比例分别承担相应业绩承诺补偿义务。本次交易于 2019 年实施完毕, 则招商物业 2019-2021 年净利润分别不低于 1.59 亿元、1.89 亿元和 2.15 亿元。

六、投资建议及风险提示

1. 投资建议

公司采取聚焦存量资产的发展战略，重组后竞争优势进一步凸显。预计招商积余在管面积规模跻身行业第一梯队，作为招商蛇口唯一的物管平台将持续受益于集团内资源输送，叠加第三方拓展能力不断增长，未来规模提升可期。借助中航物业和招商物业在物管行业内细分领域较强的专业能力，未来多业态实现协同效应的同时，利润水平有望获得进一步修复。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.29、0.57、0.75 元，对应当前股价 PE 为 84.5、42.3、32.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

2. 风险提示

人工成本增长过快

人工成本作为物管行业营业成本重要组成部分之一，若未来人工成本增长速度超预期，对企业利润会形成侵蚀作用，带来利润增长不及预期的风险。

行业竞争加剧、外部拓展不及预期

公司通过内部继承、外延拓展的方式进行管理规模的提升。若行业竞争加剧致公司外部拓展不及预期，可能带来公司管理规模提升受阻的风险。

商品房竣工不及预期

商品房竣工交付后，物管公司才实现由合约面积转为可以实现收入的在管面积，若房地产行业竣工水平不及预期，可能会对公司的收入产生影响。

盈利预测

单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5212	19102	26504	33555
现金	2207	10674	16512	22280
应收账款	605	808	1005	1220
其他应收款	427	1033	1090	1314
预付账款	25	109	120	134
存货	1779	5492	6542	7800
其他流动资产	169	985	1235	807
非流动资产	8023	8169	8013	8039
长期投资	164	140	117	152
固定资产	601	562	523	483
无形资产	11	10	9	9
其他非流动资产	7248	7457	7364	7395
资产总计	13236	27271	34517	41594
流动负债	3447	17792	24658	31324
短期借款	545	507	519	515
应付账款	644	1233	1438	1692
其他流动负债	2259	16053	22701	29117
非流动负债	4903	4577	4579	4579
长期借款	2574	2258	2258	2258
其他非流动负债	2329	2319	2321	2322
负债合计	8350	22369	29237	35904
少数股东权益	43	-45	-181	-378
股本	667	1060	1060	1060
资本公积	421	28	28	28
留存收益	3754	3859	4373	4980
归属母公司股东权益	4842	4947	5461	6068
负债和股东权益	13236	27271	34517	41594

单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1281	8509	6019	6225
净利润	824	216	474	598
折旧摊销	47	57	56	56
财务费用	0	132	125	125
投资损失	-1250	-16	-16	-16
营运资金变动	999	7355	4900	4992
其他经营现金流	661	764	481	469
投资活动现金流	1378	-287	147	-46
资本支出	143	0	0	0
长期投资	-27	286	-147	45
其他投资现金流	1495	-1	0	-0
筹资活动现金流	-2474	245	-328	-412
短期借款	545	507	519	515
长期借款	2574	-316	0	0
普通股增加	0	393	0	0
资本公积增加	-124	-393	0	0
现金净增加额	186	8468	5838	5767

单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6656	9066	11253	13622
营业成本	5348	7755	9461	11354
营业税金及附加	240	154	144	175
销售费用	111	117	127	154
管理费用	384	580	653	872
财务费用	280	132	125	125
资产减值损失	325	0	0	0
公允价值变动收益	12	0	0	0
投资净收益	1250	16	16	16
营业利润	1220	343	759	959
营业外收入	12	5	0	0
营业外支出	6	1	0	0
利润总额	1225	347	759	959
所得税	401	130	285	361
净利润	824	216	474	598
少数股东损益	-33	-89	-136	-196
归属母公司净利润	857	305	610	795
EBITDA	1547	533	940	1140
EPS (元)	1.28	0.29	0.57	0.75

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	12.9%	36.2%	24.1%	21.1%
营业利润	305.0%	-71.9%	121.0%	26.4%
归属于母公司净利润	468.8%	-64.4%	99.8%	30.4%
获利能力				
毛利率(%)	19.6%	14.5%	15.9%	16.7%
净利率(%)	12.9%	3.4%	5.4%	5.8%
ROE(%)	17.7%	6.2%	11.2%	13.1%
ROIC(%)	93.7%	-4.3%	-4.4%	-3.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.1%	82.0%	84.7%	86.3%
净负债率(%)	39.40%	17.23%	12.82%	10.17%
流动比率	1.51	1.07	1.07	1.07
速动比率	0.82	0.70	0.75	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.45	0.36	0.36
应收账款周转率	12	13	12	12
应付账款周转率	6.92	8.27	7.09	7.26
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.29	0.57	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	8.02	5.68	5.87
每股净资产(最新摊薄)	4.57	4.67	5.15	5.72
估值比率				
P/E	30.09	84.51	42.29	32.44
EV/EBITDA	14	40	23	19

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004