

聚焦存量资产运营，多业态服务能力提升

——招商积余（001914）2019 年报点评



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

事件

公司发布 2019 年年度报告：报告期内公司实现营业收入 60.78 亿元，同比下降 8.68%；实现归母净利润 2.86 亿元，同比下降 66.59%；基本每股收益 0.409 元/股，同比下降 68.16%。

点评

❖ “脱重向轻”带动上年同期投资收益高增，致本期业绩大幅波动

公司 2019 年归母净利润较上年同期大幅下降的主要原因在于：公司于 2018 年积极推动战略转型，明确以物业资产管理业务为主，以轻资产经营方式加快规模扩张和效益提升，相继转让中航城置业（上海）有限公司 100% 股权、贵阳中航房地产开发有限公司 70% 股权、惠东县康宏发展有限公司 51% 股权合计确认 12.43 亿元的股权处置收益。报告期内由于孙公司谟岭公司破产清算，投资收益为-0.03 亿元。若剔除上年子公司转让投资收益影响，本期归母净利润将实现大幅增长。分业务来看：（1）物业管理实现营业收入 51.50 亿元，同比增长 32.80%，占比较上年提升 26.5 个百分点至 84.72%；（2）资产管理实现营收 6.17 亿元，因本年减少了已转让的上海天盛广场的租金收入，同比下降 2.35%，占比微增 0.7 个百分点至 10.15%。考虑到，公司已不再从事新的房地产开发项目，随着少量存量项目、尾盘的处置和消化，业绩波动将逐步平滑，战略聚焦物业资产管理业务有望带动业绩实现稳步增长。

❖ 规模效应逐步凸显，内外兼顾资源广拓、多业态综合服务能力提升

截至报告期末，公司下属物业管理平台（中航物业、招商物业）合计管理项目 1198 个，除住宅以外，涵盖政府、企业总部、城市公共类、园区、商写物业等非住宅业态，合计管理面积 1.53 亿平方米，同比增长 24.91%；新签年度合同额 22.1 亿元，同比增长 37.63%。其中（1）按来源：（a）来自控股股东管理面积 6244 万方，占比较上年下降 3.2 个百分点至 40.9%；（b）来自控股股东的新签年度合同额约 6.71 亿元，占比较上年提升 7.9 个百分点至 30.4%。（2）按业态：住宅、非住宅管理面积占比分别为 50.1%、49.9%，新签年度合同额占比分别为 18.7%、81.3%。报告期内，非住宅基础物业管理毛利率达 9.26% 高于同期住宅类。公司在内部继承集团资源输送的同时，凭借良好的口碑、优质的服务等优势在外部拓展方面的表现同样出色。当前公司整体净利润率低于同梯队水平，盈利能力具备提升空间。夯实基础物业管理服务的同时，公司亦积极探索新的业绩增长点，专业化服务贡献稳步提升，高毛利率资产管理业务平稳发展，未来盈利水平改善可期。

❖ **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。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

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	房地产
报告时间	2020/4/14
前收盘价	25.28 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

方拓展能力不断强化，未来规模提升可期。中航物业和招商物业在行业细分领域均具备较强的专业能力，未来多业态实现协同共振的同时，盈利水平有望迎来修复。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.62、0.83、1.10 元，对应当前股价 PE 为 40.6、30.3、23.1 倍，维持“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				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	6078	10729	13318	17313
+/-%	-9%	77%	24%	30%
净利润(百万)	286	661	884	1162
+/-%	-67%	131%	34%	31%
EPS(元)	0.41	0.62	0.83	1.10
PE	61.8	40.6	30.3	23.1

资料来源：公司 2019 年度报告，盈利预测时间 2020 年 4 月 14 日、川财证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5915	8825	9218	10740	营业收入	6078	10729	13318	17313
现金	2405	4238	4436	5099	营业成本	4968	8843	10913	14186
应收账款	1095	1445	1898	2531	营业税金及附加	16	148	134	196
其他应收款	496	959	1121	1490	销售费用	75	148	177	233
预付账款	89	129	153	211	管理费用	379	652	817	1059
存货	1658	1093	1162	866	财务费用	236	98	79	58
其他流动资产	171	961	448	543	资产减值损失	8	-103	-66	-78
非流动资产	10586	9314	9517	9615	公允价值变动收				
长期投资	139	147	144	145	益	-13	-5	-7	-6
固定资产	601	568	535	502	投资净收益	-3	0	0	0
无形资产	25	31	39	47	营业利润	402	937	1256	1652
其他非流动资					营业外收入	12	12	12	12
资产总计	16502	18139	18735	20355	营业外支出	5	6	6	6
流动负债	4139	5595	5667	6569	利润总额	408	943	1263	1659
短期借款	350	415	393	401	所得税	139	316	425	558
应付账款	750	1308	1575	2081	净利润	270	627	837	1101
其他流动负债	3039	3872	3698	4088	少数股东损益	-17	-34	-47	-61
非流动负债	4361	3920	3453	3004	归属母公司净利				
长期借款	1971	1563	1090	639	润	286	661	884	1162
其他非流动负					EBITDA	695	1091	1392	1767
债	2390	2356	2363	2365	EPS (元)	0.27	0.62	0.83	1.10
负债合计	8500	9515	9120	9574	主要财务比率				
少数股东权益	19	-15	-62	-124	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	1060	1060	1060	1060	成长能力				
资本公积	3085	3085	3085	3085	营业收入	-8.7%	76.5%	24.1%	30.0%
留存收益	3838	4499	5543	6778	营业利润	-67.1%	133.4%	34.0%	31.5%
归属母公司股东					归属于母公司净				
权益	7984	8640	9677	10905	利润	-66.6%	130.9%	33.9%	31.4%
负债和股东权益	16502	18139	18735	20355	获利能力				
现金流量表	单位:百万元				毛利率(%)	18.3%	17.6%	18.1%	18.1%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	4.7%	6.2%	6.6%	6.7%
经营活动现金流	359	699	1013	1207	ROE(%)	3.6%	7.6%	9.1%	10.7%
净利润	270	627	837	1101	ROIC(%)	12.8%	33.0%	39.7%	48.5%
折旧摊销	57	55	56	57	偿债能力				
财务费用	245	98	79	58	资产负债率(%)	51.5%	52.5%	48.7%	47.0%
投资损失	3	0	0	0	净负债比率(%)	29.25%	26.14%	19.97%	14.68%
营运资金变动	-291	-80	12	48	流动比率	1.43	1.58	1.63	1.63
其他经营现金					速动比率	0.90	1.32	1.36	1.46
流	75	-1	28	-57	营运能力				
投资活动现金流	1215	1196	-223	-141	总资产周转率	0.41	0.62	0.72	0.89
资本支出	44	0	0	0	应收账款周转率	7	8	8	8
长期投资	3	59	-22	2	应付账款周转率	7.13	8.59	7.57	7.76
其他投资现金					每股指标 (元)				
流	1262	1254	-245	-139	每股收益(最新摊				
筹资活动现金流	-1388	-63	-592	-403	薄)	0.41	0.62	0.83	1.10
短期借款	350	415	393	401	每股经营现金流				
长期借款	1971	-408	-473	-451	(最新摊薄)	0.34	0.66	0.96	1.14
普通股增加	393	0	0	0	每股净资产(最新				
资本公积增加	2664	0	0	0	摊薄)	7.53	8.15	9.13	10.28
现金净增加额	186	1832	198	663	估值比率				
					P/E	61.81	40.57	30.31	23.07
					EV/EBITDA	30	19	15	12

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，必要时应就法律、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