

业务转型期，业绩平稳过渡，后续盈利改善空间大

买入（维持）

2020年04月29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

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,078	11,886	14,955	18,758
同比（%）	-8.7%	95.6%	25.8%	25.4%
归母净利润（百万元）	286	599	797	997
同比（%）	-66.6%	109.2%	33.2%	25.0%
每股收益（元/股）	0.41	0.56	0.75	0.94
P/E（倍）	71.05	51.47	38.64	30.91

事件

- 招商积余发布 2020 年一季度报：2020 年一季度，公司实现营业收入 17.53 亿元，同比增长 40.8%；归母净利润 5937.71 万元，同比增长 7.87%；基本每股收益 0.056 元。

点评

- 业务转型期毛利率下滑，对冲疫情捐赠款，推动业绩稳增。2020 年一季度，公司招商物业纳入合并范围，推动营收增速达 40.8%；公司毛利率 12.3%，同比下降 8.8 个百分点；三项费率 7.9%，同比下降 6.4 个百分点，主要源于公司处于业务转型期，销售佣金、代理费及广告费同比下降明显，物管行业现金流状况良好，融资规模有所减少；同时，其他收益科目同比增长 40 倍至 1839 万元，主要源于政府补助同比增加及新增增值税进项税加计抵减项目计入；此外公司一季度收到“新型肺炎疫情防控”捐赠款 2000 万元，推动营业外收入同比增长 14 倍至 2152 万元。公司业务转型期毛利率下滑，对冲疫情捐赠款及政府补贴，一季度最终实现归母净利润 5937.71 万元，同比增长 7.87%。
- 降本提效年，后续盈利能力有望持续改善。截至 2019 年，公司物管业务毛利率 9.83%，其中基础物管、专业化服务毛利率分别 8.47%、21.22%，显著低于行业平均水平。公司提出 2020 年持续控制成本、提升效率，一系列提质增效举措有望推动毛利率有所提升。
- 财务稳健，融资成本维持低位。截至 2019 年末，公司融资余额 38.96 亿元，银行贷款、债券分别占比 64%、36%，综合融资成本在 4-5%；公司短期负债仅 5.09 亿元，占比仅 13%，同期货币资金 24.05 亿元，有效覆盖短期负债。公司 2020 年一季度，资产负债率 49.6%，同比下降 10 个百分点。
- 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 2020-2022 年基本每股收益为 0.56、0.75、0.94 元，对应估值为 51、39、31 倍；维持“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)	29.06
一年最低/最高价	9.81/29.40
市净率(倍)	3.83
流通 A 股市值(百万元)	19378.81

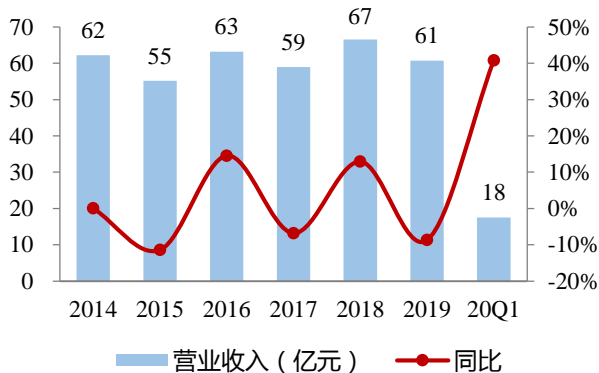
基础数据

每股净资产(元)	7.58
资产负债率(%)	49.6
总股本(百万股)	1060.35
流通 A 股(百万股)	666.86

相关研究

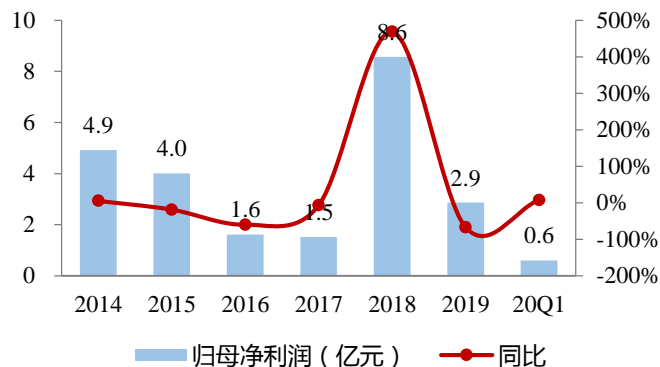
- 1、《招商积余 (001914)：物管业务表现优异，利润改善空间大》2020-04-14
- 2、《招商积余 (001914)：聚焦存量资产运营服务，百年积余焕发新生》2019-12-15

图 1：招商积余营业收入（亿元）及增速



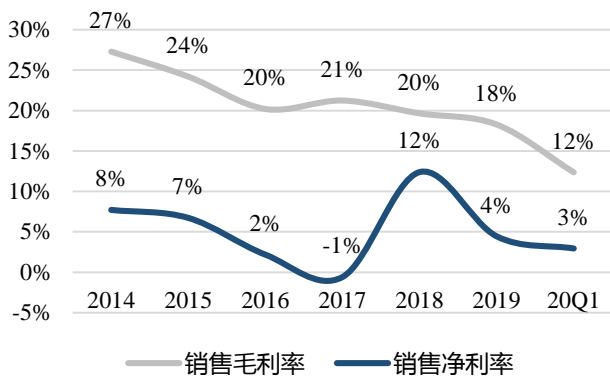
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：招商积余归母净利润（亿元）及增速



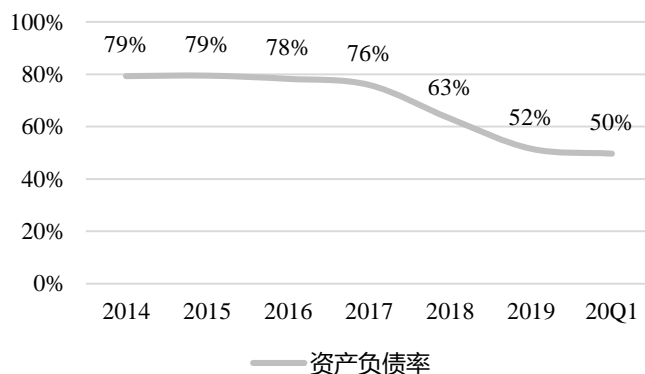
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：招商积余销售毛利率及净利率走势



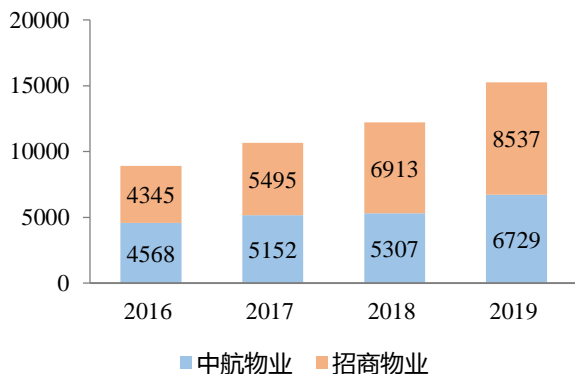
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：招商积余资产负债率走势



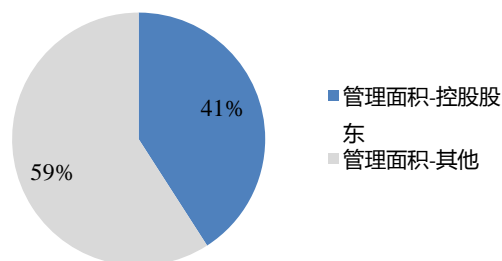
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：招商积余管理面积走势（万平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：招商积余 2019 年管理面积来源



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

招商积余三大财务预测表

资产负债表					利润表				
(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,915	7,022	7,438	8,858	营业收入	6,078	11,886	14,955	18,758
现金	2,405	3,228	3,810	4,395	减:营业成本	4,968	9,579	12,039	15,074
应收账款	1,095	1,282	1,437	1,690	营业税金及附加	16	230	164	285
存货	1,658	1,289	805	782	营业费用	75	172	201	262
其他流动资产	757	1,223	1,387	1,991	管理费用	379	654	763	910
非流动资产	10,586	8,632	8,909	9,258	财务费用	236	259	266	321
长期股权投资	139	143	145	141	资产减值损失	8	493	693	647
固定资产	601	1,144	1,397	1,706	加:投资净收益	-3	112	110	101
在建工程	0	31	33	30	其他收益	-13	240	237	119
无形资产	25	24	26	29	营业利润	402	883	1,209	1,513
其他非流动资产	9,822	7,289	7,307	7,352	加:营业外净收支	7	6	4	4
资产总计	16,502	15,654	16,347	18,115	利润总额	408	888	1,213	1,517
流动负债	4,139	5,339	5,767	6,884	减:所得税费用	139	302	412	515
短期借款	350	448	399	423	少数股东损益	-17	-12	4	5
应付账款	750	991	1,197	1,543	归属母公司净利润	286	599	797	997
其他流动负债	3,039	3,900	4,171	4,917	EBIT	519	894	1,160	1,439
非流动负债	4,361	1,831	1,446	1,267	EBITDA	576	974	1,264	1,565
长期借款	3,436	829	357	83					
其他非流动负债	924	1,003	1,089	1,184	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	8,500	7,171	7,214	8,150	每股收益(元)	0.41	0.56	0.75	0.94
少数股东权益	19	7	11	16	每股净资产(元)	7.53	7.99	8.60	9.38
归属母公司股东权益	7,984	8,476	9,123	9,949	发行在外股份(百万股)	1060	1060	1060	1060
负债和股东权益	16,502	15,654	16,347	18,115	ROIC(%)	2.8%	5.6%	7.1%	8.3%
					ROE(%)	3.4%	6.9%	8.8%	10.1%
现金流量表					毛利率(%)	18.3%	19.4%	19.5%	19.6%
(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	4.4%	5.0%	5.3%	5.3%
经营活动现金流	359	942	1,492	1,456	资产负债率(%)	51.5%	45.8%	44.1%	45.0%
投资活动现金流	1,215	2,231	-29	-249	收入增长率(%)	-8.7%	95.6%	25.8%	25.4%
筹资活动现金流	-1,388	-2,351	-880	-622	净利润增长率(%)	-66.6%	109.2%	33.2%	25.0%
现金净增加额	186	822	583	585	P/E	71.05	51.47	38.64	30.91
折旧和摊销	57	80	104	126	P/B	3.86	3.64	3.38	3.10
资本开支	44	-2,099	142	189	EV/EBITDA	56.51	30.52	22.69	17.87
营运资本变动	-291	296	589	140					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>