

审慎推荐（首次）

珠联璧合，未来可期

招商积余 001914.SZ

目标股价：35.28 元

当前股价：31.13 元

基础数据

总市值（百万元）	29,707.7
企业价值（百万元）	31,253.5
账面价值（百万元）	8,152.80
发行股份（百万股）	1,060.35
公众持股比例（%）	28.3
近3月平均日交易量（百万元）	274.49
主要股东持股比例（%）	
招商蛇口	47.45
中国航空技术深圳有限公司	11.95

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	-17.99	-30.88	96.05
绝对表现	-11.45	-0.88	140.37
近12月最高价(元)	20-08-04	38.80	
近12月最低价(元)	19-08-26	13.71	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券

相关报告

分析师 徐婵娟，CFA

执业证号：BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

联系人 丁希璞

852-25105555

dingxipu@cric.com

- **审慎推荐，目标价格 35.28 元/股。**我们对招商局积余产业运营服务有限公司（以下简称“招商积余”或“公司”）首次覆盖，目标价格 35.28 元/股，相当于 71.9x 2020 PE 与 56.0x 2021 PE。
- **两大央企强强联合，打造非住宅类业态标杆。**截至 2020 年 H1，招商积余管理面积达到近 1.72 亿平方米，在全部物管上市公司中排第五，其中约 44%来自中航物业，56%来自招商物业；从业态来看，非住宅类面积为 8,590 万平米，住宅类面积为 8,603 万平米，占比五五开。
- **物管板块盈利能力有待进一步释放。**公司 2019 年物管毛利率仅为 9.8%，低于全部上市物管公司 23.8%的水平，也低于 A 股另外两家物管上市公司 19.1%的平均水平，这主要是由于公司核心业务以物管为主，以往开展的专业化服务较少。公司 2020H1 毛利率提升至 11.2%，我们预计未来随着母公司招商蛇口支持力度加大以及招商物业专业化服务占比提升，公司物管毛利率将会于 2021 年进一步提升至 11.4%。
- **资产管理业务受疫情影响严重，但长远来看预计得到招商蛇口支持。**2019 年资产管理服务收入为 6.17 亿元，同比下滑 2.4%；2020H1 受到疫情影响，该块业务收入为 1.85 亿元，下滑 41.6%。但公司管理层表示，会在时机成熟时让旗下九方资管平台承接更多招商蛇口旗下商业项目，长期来看我们看好公司该业务的增长性。
- **随着公司聚焦物业管理服务，我们预计公司 ROE 水平将有明显提升，净负债水平进一步下降。**公司由于拥有四座自持物业及收购招商物业产生的商誉导致 2019 年的 ROE 仅为 3.6%，远低于同业。我们预计随着公司聚焦物业管理服务，公司 ROE 将于 2020-21 年逐步提升至 6.2%和 7.6%。
- **风险提示：**投后整合不达预期，中航物业外拓能力受影响

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	5,893.5	6,655.6	6,077.9	9,634.9	11,791.5
折旧摊销息税前利润	723.3	1,546.8	694.6	935.0	1,094.2
息税前利润	676.0	1,499.7	637.4	878.7	1,038.8
归母净利润	150.7	856.7	286.3	520.5	667.9
每股收益（元）	0.14	0.81	0.27	0.49	0.63
每股经营性现金流（元）	2.42	1.21	0.34	0.26	0.67
每股股息（元）	0.06	0.19	0.10	0.15	0.19
每股资产净值（元）	4.34	4.61	7.55	7.91	8.36
市盈率（x）	219.1	38.5	115.3	63.4	49.4
市现率（x）	12.9	25.8	91.9	121.0	46.6
股息收益率（%）	0.2	0.6	0.3	0.5	0.6
市净率（x）	7.2	6.8	4.1	3.9	3.7
EV/Sales（x）	5.9	5.2	5.7	3.6	2.9
EV/EBITDA（x）	47.8	22.3	49.7	37.0	31.6
EV/EBIT（x）	51.1	23.0	54.2	39.3	33.3

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

注：表中的每股指标皆采用公司当前最新股数计算

公司财务数据

利润表						资产负债表					
会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E	会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	5,893.5	6,655.6	6,077.9	9,634.9	11,791.5	现金及等价物	2,070.7	2,206.6	2,405.5	2,532.3	3,044.2
营业成本	(4,642.4)	(5,348.4)	(4,968.2)	(8,296.6)	(10,150.8)	应收账款	512.3	611.5	1,111.0	1,348.9	2,004.6
毛利	1,251.1	1,307.2	1,109.7	1,338.4	1,640.7	存货	5,128.0	1,778.8	1,658.3	1,541.6	1,415.0
销售及管理费用	(575.2)	192.4	(472.4)	(459.7)	(602.0)	其他流动资产	3,390.4	615.4	740.6	821.8	1,005.8
息税折旧摊销前利润	723.3	1,546.8	694.6	935.0	1,094.2	总流动资产	11,101.3	5,212.3	5,915.3	6,244.6	7,469.5
折旧及摊销	47.3	47.1	57.2	56.3	55.4	固定资产及投资性 房地产	7,759.1	7,519.6	7,486.8	7,497.3	7,507.3
息税前利润	676.0	1,499.7	637.4	878.7	1,038.8	其他长期资产	253.7	503.7	3,099.6	3,072.8	3,047.3
净财务费用	(374.7)	(279.7)	(235.8)	(177.9)	(139.6)	资产总计	19,114.1	13,235.6	16,501.7	16,814.6	18,024.1
应占联营公司损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	短期借款	2,646.1	716.4	514.8	514.8	514.8
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	901.1	643.6	750.1	819.0	943.3
税前利润	301.3	1,219.9	401.6	700.8	899.2	其他流动负债	6,065.5	2,087.5	2,874.0	2,733.6	3,345.5
所得税	(294.6)	(401.3)	(138.6)	(210.2)	(269.8)	总流动负债	9,612.7	3,447.5	4,139.0	4,067.4	4,803.7
少数股东权益	(185.3)	(32.6)	(16.5)	(30.0)	(38.5)	长期借款	4,127.1	4,113.4	3,436.5	3,436.5	3,436.5
归母净利润	150.7	856.7	286.3	520.5	667.9	其他长期负债	775.7	789.5	924.1	924.1	924.1
股利	(66.7)	(200.1)	(106.0)	(156.2)	(200.4)	总负债	14,515.5	8,350.4	8,499.5	8,428.0	9,164.2
留存收益	84.0	656.6	180.3	364.4	467.6	股本	667.0	667.0	1,060.3	1,060.3	1,060.3
						留存收益	3,511.5	4,175.1	6,923.3	7,306.9	7,779.1
						少数股东权益	420.1	43.3	18.5	19.4	20.5
						股东权益总计	4,598.6	4,885.3	8,002.2	8,386.7	8,859.9
						负债和股东权益	19,114.1	13,235.6	16,501.7	16,814.6	18,024.1
核心业务数据						现金流量表					
会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E	会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
合约面积/百万平方米	51.5	122.2	152.7	176.4	216.4	息税折旧摊销前 利润	723.3	1,546.8	694.6	935.0	1,094.2
物管服务收入占比 (%)	N.A.	58.3%	84.7%	94.2%	95.3%	营运资金变动	2,403.3	1,029.7	(230.3)	(274.0)	23.2
物管服务毛利占比 (%)	N.A.	31.5%	45.6%	73.8%	77.9%	其他	(564.1)	(1,295.4)	(105.4)	(388.1)	(409.3)
住宅类在管面积占比 (%)	N.A.	54.0%	50.0%	50.7%	50.3%	经营活动现金流	2,562.6	1,281.1	359.0	272.8	708.1
毛利率 (%)	21.2	19.6	18.3	13.9	13.9	资本支出	(344.2)	(143.4)	(43.9)	(40.0)	(40.0)
息税折旧及摊销前利润率 (%)	12.3	23.2	11.4	9.7	9.3	投资变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
息税前利润率 (%)	11.5	22.5	10.5	9.1	8.8	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利率 (%)	2.6	12.9	4.7	5.4	5.7	投资活动现金流	(344.2)	(143.4)	(43.9)	(40.0)	(40.0)
净资产收益率 (%)	3.6	17.7	3.6	6.2	7.6	股权融资	10.5	0.0	5.4	0.0	0.0
已动用资本回报率 (%)	3.2	12.0	5.3	6.3	7.2	债务融资	(3,216.5)	(1,943.5)	(878.5)	0.0	0.0
资产收益率 (%)	0.8	6.5	1.7	3.1	3.7	股息及其他	1,102.0	941.7	756.9	(106.0)	(156.2)
流动比率 (x)	1.2	1.5	1.4	1.5	1.6	筹资支出					
利息覆盖倍数 (x EBITDA)	1.9	5.5	2.9	5.3	7.8	筹资活动现金流	(2,104.0)	(1,001.8)	(116.2)	(106.0)	(156.2)
长期负债/股权比率 (%)	147.3	98.9	49.4	47.1	44.6	现金净增加额	114.4	135.9	198.9	126.8	511.9
净负债/(现金)	4,702.6	2,623.2	1,545.8	1,419.1	907.2						
净负债/股权 (%)	102.3	53.7	19.3	16.9	10.2						

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

## 估值

基于我们的预测，我们的 DCF 模型给予招商积余每股 27.14 元/股的内在价值，由于公司为物管行业龙头央企，并且在 A 股上市，我们基于 DCF 估值给予 30% 的溢价，最终给予公司 35.28 元/股，相当于 71.9x 2020 年 PE 与 56.0x 2021 年 PE。我们假设公司由于全并表招商物业在 2020 年收入增速达到 58.5% 后，于 2021 年回到 22.4% 左右的正常水平，之后逐年下降，并在 2029 年及以后降至个位数增长。息税前利润率将在短期内有所改善，并从 2026 年后慢慢下降到 8.2% 的永续水平。此外我们假设未来两年公司共将至少投入 8,000 万元用于资本开支及收并购。

### DCF 估值法

基于我们的预测，我们的 DCF 模型给予招商积余 27.14 元/股的内在价值，由于公司为物管行业龙头央企，并且在 A 股上市，我们基于 DCF 估值给予 30% 的溢价，最终给予公司 35.28 元/股，相当于 71.9x 2020 年 PE 与 56.0x 2021 年 PE。

表 1：目标价格对应估值

	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
目标价格 35.28 元/股	71.9	56.0	3.0	2.4	4.5	4.2	40.0	34.2

数据来源：克而瑞证券研究院

我们的 DCF 模型假设公司在 2028 年之前一直保持双位数的同比收入增长。我们预计未来随着母公司招商蛇口支持力度加大，以及招商物业专业化服务占比提升，和公司成本费用管控效率提升，公司盈利水平将逐步提升。我们预计在 2020-21 年由于公司受到招商物业并表（招商物业盈利性低于中航物业）以及疫情影响，息税前利润率分别为 9.1% 和 8.8%。并于 2022-26 年间缓慢提升至 9.7%，随后呈现下降趋势，并于 2031 年达到 8.2% 的永续水平。我们预计公司的实际税率将保持在 25% 的水平。

出于对公司业务拓展的预期，我们假设公司将于两年内累计投入 8,000 万元用于资本支出及收并购。

我们的 DCF 模型永续经营部分假设了 2% 的长期收入增长率。我们的 CAMP 模型假设了 4% 的无风险利率和 6% 的市场风险；基于 Bloomberg 的统计，我们给予公司 1x 的 Beta，这相当于 9.5% 的 WACC。

我们的 DCF 得出的企业价值为 241.92 亿元，其中 110.19 亿元为从 2020 年到 2031 年的自由现金流折现值，131.73 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出每股 27.14 元的公司估值，由于公司为物管行业龙头央企，并且在 A 股上市，我们基于 DCF 估值给与 30% 的溢价，最终给予公司 35.28 元/股，相当于 71.9x 2020 年 PE 与 56.0x 2021 年 PE。

表 2: DCF 估值模型主要数据

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	6,078	9,635	11,792	14,431	17,629	21,340	25,607	29,960	34,289	38,253	41,790	44,495	46,512
收入 yoy	-8.7%	58.5%	22.4%	22.4%	22.2%	21.1%	20.0%	17.0%	14.4%	11.6%	9.2%	6.5%	4.5%
息税前利润	637	879	1,039	1,335	1,712	2,073	2,487	2,895	3,297	3,605	3,780	3,824	3,797
息税前利润率	10.5%	9.1%	8.8%	9.2%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.6%	9.4%	9.0%	8.6%	8.2%
税率	34.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
税后净营业利润	417	615	727	934	1,198	1,554	1,865	2,171	2,473	2,703	2,835	2,868	2,848
折旧	57	56	55	76	83	101	108	128	131	147	143	154	143
经营现金流净额	475	671	783	1,010	1,281	1,655	1,974	2,299	2,603	2,850	2,979	3,021	2,991
资本性支出	(44)	(40)	(40)	(50)	(55)	(61)	(67)	(77)	(88)	(101)	(116)	(134)	(150)
营运资本变动	(230)	(274)	23	37	73	102	151	177	134	133	141	119	124
自由现金流	200	357	766	998	1,299	1,697	2,058	2,400	2,649	2,882	3,003	3,007	2,965

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 3: DCF 估值模型主要结果

单位: 百万元	数值
2020-31 现值	11,019
永续经营部分现值	13,173
企业价值	24,192
净负债/现金	-4,584
内在价值	28,776
股份数 (百万股)	1,060
内在价值 (元/股)	27.14
溢价率	30%
每股价值 (元/股)	35.28

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

## 业务

2019年4月15日中航善达公布重大资产重组方案：招商蛇口以现金方式受让中航国际控股持有的中航善达22.35%的股份，并以其持有的招商物业100%股权认购中航善达非公开发行股份。2019年12月公司完成资产重组，改名为招商积余，股票代码001914.SZ。至此两大央企物业中航物业、招商物业完成合并。截止2020H1，合并后招商积余管理项目数量1,315个，管理面积1.72亿平方米，其中其中约44%来自中航物业，56%来自招商物业。合并后2019年公司总收入中仅包含招商物业12月份的财务业绩，总计达到60.78亿元，其中物业管理服务、资产管理业务以及其他业务收入分别为51.50亿元、6.17亿元、3.12亿元，占总收入的比例分别为84.7%、10.1%、5.1%。由于合并后的招商积余拟将发展物业管理、资产管理等轻资产管理业务，并同时开始剥离原先在中航善达留存的房地产开发业务，合并后收入同比下滑8.7%。

2021年H1公司实现收入38.68亿元，同比增长49.9%：其中物业管理服务由于加上招商物业6个月的并表收入同比增长71.6%，资产管理业务收入受到疫情影响同比下滑41.6%，公司继续剥离地产业务导致其他业务收入同比下滑44.8%。若将2019H1数据还原成同一口径（同样加上2019年上半年招商物业的收入），总收入应同比下滑7.8%，物业管理服务收入同比下滑3.2%，我们认为这是由于疫情和此次重组对中航物业的外拓能力有所影响导致。

## 1. 业务总览

## 2. 物业管理服务

### 2.1. 中航物业

### 2.2. 招商物业

### 2.3. 招商积余

## 3. 资产管理服务

### 3.1. 商业运营业务

### 3.2. 持有物业出租及经营业务

## 4. 其他业务

## 5. 股权结构和大股东&管理层变动

### 5.1. 股权结构

## 5.2. 招商蛇口

## 5.3. 中国航空技术深圳有限公司

## 5.4. 管理层变动

## 6. 未来战略

内容略

## 财务分析

2019年招商积余实现收入66.78亿元，其中仅包含招商物业12月份的财务业绩。2020年起招商物业将实现全年并表：2020年H1公司实现收入38.68亿元，同比增长49.9%；若将2019年H1收入还原成可比口径，总收入应同比下滑7.8%。虽然公司收入增长有所放缓，但上半年公司费用管控措施效率有所提升，经营性费用（销售费用及管理费用）同比下滑12.8%，占收入的比重下降3.5个百分点；且公司财务费用进一步降低，同比下滑23.3%。公司归母净利润达1.78亿元，同比增长110.6%，净利润率同比提升1.3个百分点。

我们预计公司2020-21年全年收入将分别达到113.86亿元及138.14亿元，同比分别增长87.3%和21.3%。我们预计2020年毛利率为15.3%，较2019年下滑3.0个百分点，我们认为这主要是由于招商物业毛利低于中航物业以及公司资产管理业务将受到疫情影响毛利率下滑。我们预计随着母公司招商蛇口支持力度加大以及招商物业专业化服务占比提升，2021年公司整体毛利率将会提升至16.8%。我们预计2020-21年公司整体净利润水平将分别达到6.13亿元和9.24亿元，同比分别增长114.1%和50.8%。

由于公司拥有四座自持物业以及收购招商物业产生大量商誉，2019年底公司账上投资性房地产和无形资产两项之和占到2019年公司总资产的91.9%，导致公司ROE在2019年大幅下滑至3.6%。2019年底公司账上净负债为13.81亿元。我们预计公司聚焦物业管理服务后，物管行业轻资产重盈利的属性将逐渐帮助公司提升ROE水平，同时降低负债率。我们预计公司2020-21年ROE将逐渐提升至7.3%和10.1%，同时公司将于2021年由净负债转为净现金状态。

## 1. 2018-19年财务分析及回顾

## 2. 2020-2021年预测

## 3. 资产负债表分析及预测

内容略

**完整版报告请联系：**

分析师 徐婵娟，CFA

执业证号：BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

联系人 丁希璞

852-25105555

dingxipu@cric.com

### 披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司,母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司,母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

### 分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管,除了向 CEO 直接汇报外,分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序,以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序,并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序(ChineseWall),以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

### 投资评级定义

#### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内,公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

## 重要声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司,其股东,及其关联公司,或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是,本文所表达的意见,估算和预测完全是本文作者的意见,估计和推测,而不是作为上述被研究公司,其股东,及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见,估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息,但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实,以及其中所表达的意见,估计,预测和推测,截至本报告日期,如有变更,恕不另行通知。对于本报告所含信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,不作任何明示或暗示的陈述或保证,也不应依赖于这些信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,而且克而瑞证券有限公司,上述被研究公司,其股东,或任何其他人,对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失,均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽的一部分,本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础,也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定,必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考,不得以任何目的复制,分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国,加拿大或日本取得或传送,也不得在美国,加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据1933年美国证券法修订版S条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制,持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第571章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见,估计,预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前,客户应考虑该等意见是否适合其特定情况,并在必要时寻求专业建议。

预测,推测和估值纯属猜测,且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测,推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测,推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产,未经克而瑞事前书面同意,任何人士或机构均不得复制,分发,传阅,广播或作任何商业用途,而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险,过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情,包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CENo. BAL779),为香港证券及期货事务监察委员会持牌人,获批准从事香港法例第571章《证券及期货条例》界定的第1类(证券交易)、第4类(就证券提供意见)及第9类(提供资产管理)受规管活动。