

业绩快增，协同并进

招商积余(001914)

评级:	买入	股票代码:	001914
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	38.8/17.82
目标价格:		总市值(亿)	222.99
最新收盘价:	21.03	自由流通市值(亿)	140.24
		自由流通股数(百万)	666.86

事件概述

公司发布业绩快报，2020年1-12月，公司累计归母净利润4.2-4.5亿元，同比+46.7%-57.2%；扣除非经常性损益后的净利润3.7-4.0亿元，同比+27.6%-38.0%；每股收益0.40-0.42元。

▶ 业绩快速增长，发展步入快车道

2020年公司预计实现归母净利润4.2-4.5亿元，同比增长46.7%-57.2%，在疫情影响下，实现了较高的增速。自合并报表后，招商局物业和中航物业的业务齐头并进，2020年公司物业管理业务的归母净利润较上年同期增加27,000万元-30,000万元，考虑到上年，公司合并报表后，招商局物业和中航物业的合计净利润为24195万元，预计2020年公司两项业务合并后的净利润约为51,195万元-54,195万元。

▶ 疫情影响，拖累资管业务

2020年公司资产管理业务受疫情影响下滑，归母净利润较上年同期下降4,000万元-5,000万元。我们预计，在摆脱疫情影响后，公司的资产管理业务将重回增长。

▶ 逐步剥离房地产业务

其他业务方面，由于上年同期冲回以前年度多计提土地增值税等，本报告期无此事项发生，导致本报告期归母净利润较上年同期下降7,000万元-10,000万元。公司逐渐剥离房地产业务，将更聚焦物业赛道。

投资建议

重组后，招商积余跃升至行业第一梯队，依托母公司获取住宅资源，非住宅领域持续发力，市场化拓展能力强，业绩快速增长，未来发展可期。受疫情及整合速度影响，我们下调公司盈利预测，预计公司20-22年EPS由0.58/0.80/1.10下调为0.41/0.61/0.80元/股，对应PE为51.6/34.7/26.3倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

人工成本上升过快，新签管理面积不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,656	6,078	9,249	11,598	14,869
YoY (%)	12.9%	-8.7%	52.2%	25.4%	28.2%
归母净利润(百万元)	857	286	432	642	849
YoY (%)	468.8%	-66.6%	51.0%	48.6%	32.1%
毛利率 (%)	19.6%	18.3%	14.2%	15.1%	15.2%
每股收益(元)	0.81	0.27	0.41	0.61	0.80
ROE	17.7%	3.6%	5.1%	7.1%	8.6%
市盈率	26.03	77.91	51.59	34.72	26.28

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 由于沛

邮箱: youzhp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话:

研究助理: 侯希得

邮箱: houxd@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

研究助理: 肖峰

邮箱: xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,078	9,249	11,598	14,869	净利润	270	432	642	849
YoY (%)	-8.7%	52.2%	25.4%	28.2%	折旧和摊销	57	63	67	71
营业成本	4,968	7,935	9,843	12,607	营运资金变动	-284	-1,141	-98	-79
营业税金及附加	16	92	116	149	经营活动现金流	359	-491	772	1,017
销售费用	75	74	93	119	资本开支	-44	28	18	7
管理费用	379	425	528	669	投资	-3	0	0	0
财务费用	236	170	169	161	投资活动现金流	1,215	42	36	22
资产减值损失	8	-9	-10	-11	股权募资	5	0	0	0
投资收益	-3	14	19	15	债务募资	760	-20	-20	-10
营业利润	402	587	898	1,202	筹资活动现金流	-1,388	-209	-208	-197
营业外收支	7	30	20	10	现金净流量	186	-657	601	842
利润总额	408	617	918	1,212					
所得税	139	185	275	364	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	270	432	642	849	成长能力				
归属于母公司净利润	286	432	642	849	营业收入增长率	-8.7%	52.2%	25.4%	28.2%
YoY (%)	-66.6%	51.0%	48.6%	32.1%	净利润增长率	-66.6%	51.0%	48.6%	32.1%
每股收益	0.27	0.41	0.61	0.80	盈利能力				
					毛利率	18.3%	14.2%	15.1%	15.2%
					净利率率	4.4%	4.7%	5.5%	5.7%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	1.7%	2.6%	3.6%	4.2%
货币资金	2,405	1,748	2,349	3,191	净资产收益率 ROE	3.6%	5.1%	7.1%	8.6%
预付款项	89	159	197	252	偿债能力				
存货	1,658	2,174	2,697	3,454	流动比率	1.43	1.63	1.66	1.66
其他流动资产	1,762	1,823	2,306	2,951	速动比率	1.01	0.99	1.02	1.04
流动资产合计	5,915	5,904	7,549	9,848	现金比率	0.58	0.48	0.52	0.54
长期股权投资	139	139	139	139	资产负债率	51.5%	48.6%	49.5%	50.9%
固定资产	601	538	471	400	经营效率				
无形资产	25	25	25	25	总资产周转率	0.37	0.56	0.64	0.74
非流动资产合计	10,586	10,514	10,437	10,355	每股指标 (元)				
资产合计	16,502	16,418	17,986	20,204	每股收益	0.27	0.41	0.61	0.80
短期借款	350	330	310	300	每股净资产	7.53	7.94	8.54	9.34
应付账款及票据	750	1,304	1,672	2,211	每股经营现金流	0.34	-0.46	0.73	0.96
其他流动负债	3,039	1,989	2,567	3,407	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,139	3,623	4,549	5,918	估值分析				
长期借款	1,971	1,971	1,971	1,971	PE	77.91	51.59	34.72	26.28
其他长期负债	2,390	2,390	2,390	2,390	PB	2.69	2.71	2.52	2.30
非流动负债合计	4,361	4,361	4,361	4,361					
负债合计	8,500	7,984	8,910	10,278					
股本	1,060	1,060	1,060	1,060					
少数股东权益	19	19	19	19					
股东权益合计	8,002	8,434	9,077	9,925					
负债和股东权益合计	16,502	16,418	17,986	20,204					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。