

## 核心业务稳健增长，疫情影响逐渐消退



## 事件

- 公司发布 2020 年业绩预告，2020 年实现归母净利润 42,000 万元-45,000 万元，同比增长 46.7% - 57.2%。

## 核心观点

- **并表推动业绩大增，疫情影响经营业务利润。**报告期内公司业绩大幅增长，主要原因是招商物业自 2019 年 11 月起纳入公司合并报表范围，公司物业管理业务本期归母净利润同比增加 2.7~3.0 亿元。但是业绩增速不及市场预期主因是公司资产管理业务受疫情影响，本期归母净利润同比下降 0.4~0.5 亿元，但利润下滑幅度较前三季度明显缩窄。此外，其他业务（主要是遗留的房地产业务）因 2019 年同期冲回以前年度多计提土地增值税等，2020 年无此事项发生，导致归母净利润同比下降 0.7~1.0 亿元。
- **口径调整后核心业务仍高增，彰显中流砥柱风采。**我们估算 2019 年度招商物业业绩为 2.0 亿元，2019 年中航物业+招商物业净利润合计约为 4.0 亿元。而根据并表部分业绩和预增区间估算 2020 年中航物业+招商物业业绩为 5.1-5.4 亿元，则估算统一口径后中航物业+招商物业业绩同比增长 28%-35%。在公司组织架构和管理层变动较大的情况下，核心物管业务业绩仍保持较快增速，彰显公司在物业领域的优势地位。
- **组织架构调整基本完毕，市场化改革提升利润空间。**公司 2020 年完成了总部职能部分和事业群的组织构架调整，2021 年 1 月公司公告完成新总经理的聘任。当前公司的利润率较行业平均仍有较大差距，市场化改革有望打开利润空间。在 2020 年较低业绩基数下，2021 年业绩会有较大修复空间。

## 财务预测与投资建议

- **维持增持评级，调整目标价至 28.90 元（原目标价 36.04 元）。**根据业绩预告，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测值为 0.41/0.77/1.03 元（原预测值为 0.63/0.87/1.18 元）。可比公司 2021 年估值为 34X，考虑到公司在非住物业赛道的龙头地位以及非住物业盈利的确定性，我们维持公司 10% 的估值溢价，对应 2021 年 PE 估值为 37X，对应目标价 28.90 元。

## 风险提示

- 房地产业务剥离具有不确定性。利润率提升低于预期。

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,656	6,078	11,766	14,763	18,188
同比增长(%)	12.9%	-8.7%	93.6%	25.5%	23.2%
营业利润(百万元)	1,220	402	586	1,098	1,459
同比增长(%)	305.0%	-67.1%	46.0%	87.2%	32.9%
归属母公司净利润(百万元)	857	286	439	819	1,088
同比增长(%)	468.8%	-66.6%	53.4%	86.6%	32.7%
每股收益(元)	0.81	0.27	0.41	0.77	1.03
毛利率(%)	19.6%	18.3%	13.4%	14.8%	14.8%
净利率(%)	12.9%	4.7%	3.7%	5.6%	6.0%
净资产收益率(%)	19.0%	4.5%	5.4%	9.4%	11.2%
市盈率	31.5	94.2	61.4	32.9	24.8
市净率	5.6	3.4	3.2	2.9	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

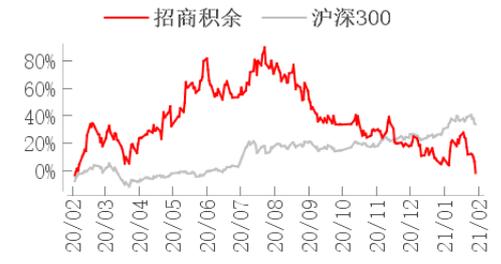
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月29日)	19.37元
目标价格	28.90元
52周最高价/最低价	38.68/17.77元
总股本/流通A股(万股)	106,035/66,686
A股市值(百万元)	12,917
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年01月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.07	-6.16	-24.48	-1.88
相对表现	-9.02	-13.62	-40.6	-7
沪深300	-3.05	7.46	16.12	5.12



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060001  
香港证监会牌照：BPU409

联系人 吴尘染  
wuchenran@orientsec.com.cn

## 相关报告

- 物管业务增速亮眼，利润率有望持续提升： 2020-10-20
- 2020年三季度点评
- 并表推动业绩大增，物管核心业务增速亮眼 2020-10-15
- 夯实非住物业龙头地位，组织架构调整效能 2020-08-24
- 提升：——2020年中报点评

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测：2020-2022 年 EPS 分别为 0.41/0.77/1.03 元

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.41/0.77/1.03 元（原预测为 0.63/0.87/1.18 元）。

从业绩预告可以看到，本年度业绩增速不及预期的主因是公司资产管理业务受疫情影响，本期归母净利润同比下降 0.4~0.5 亿元。此外，其他业务（主要是遗留的房地产业务）因 2019 年同期冲回以前年度多计提土地增值税等，2020 年无此事项发生，导致归母净利润同比下降 0.7~1.0 亿元。

根据公告我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下调整：

- 1) 资管管理业务 20-22 年营收分别是 4.9/6.9/7.6 亿元，较之前的预测调整幅度为 -23.8%/1.6%/6.4%
- 2) 其他业务（主要是遗留的房地产业务）20-22 年营收分别是 1.0/3.0/3.0 亿元，较之前的预测调整幅度为 -85.3%/-62.2%/-73.3%，同时将该业务的毛利率由 40%/40%/40%调整为 30%/30%/30%

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>分产品盈利预测</b>						
<b>物业管理</b>						
销售收入	11,172	13,772	17,128	11,172	13,772	17,128
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	10.6%	11.6%	12.0%	10.6%	11.6%	12.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产管理</b>						
销售收入	648	680	714	493	691	760
变动幅度				-23.8%	1.6%	6.4%
毛利率	73.1%	73.1%	73.1%	73.1%	73.1%	73.1%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>其他</b>						
销售收入	678	794	1,123	100	300	300
变动幅度				-85.3%	-62.2%	-73.3%
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	30.0%	30.0%	30.0%
变动幅度				-10.0%	-10.0%	-10.0%
<b>销售收入合计</b>	<b>12,498</b>	<b>15,246</b>	<b>18,965</b>	<b>11,766</b>	<b>14,763</b>	<b>18,188</b>
变动幅度				-5.9%	-3.2%	-4.1%
<b>综合毛利率</b>	<b>15.42%</b>	<b>15.82%</b>	<b>15.96%</b>	<b>13.37%</b>	<b>14.85%</b>	<b>14.85%</b>
变动幅度				-2.0%	-1.0%	-1.1%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,498	15,246	18,965	11,766	14,763	18,188
变动幅度				-5.9%	-3.2%	-4.1%
营业利润	888	1,240	1,681	586	1,098	1,459
变动幅度				-34.0%	-11.5%	-13.2%
归属母公司净利润	664	926	1,253	439	819	1,088
变动幅度				-33.8%	-11.5%	-13.2%
每股收益（元）	0.63	0.87	1.18	0.41	0.77	1.03
变动幅度				-33.8%	-11.5%	-13.2%
毛利率(%)	15.42%	15.82%	15.96%	13.37%	14.85%	14.85%
变动幅度				-2.0%	-1.0%	-1.1%
净利率(%)	5.31%	6.07%	6.61%	3.73%	5.55%	5.98%
变动幅度				-1.6%	-0.5%	-0.6%

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 投资建议：维持增持评级，目标价 28.90 元

**PE 估值：维持增持评级，调整目标价至 28.90 元（原目标价 36.04 元）。**根据业绩预告，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 的预测值为 0.41/0.77/1.03 元（原预测值为 0.63/0.87/1.18 元）。可比公司 2021 年估值为 34X，考虑到公司在非住物业赛道的龙头地位以及非住物业盈利的确定性，我们维持公司 10% 的估值溢价，对应 2021 年 PE 估值为 37X，对应目标价 28.90 元。

表 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/1/28	每股收益（元）				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
碧桂园服务	6098.HK	51.54	0.63	0.85	1.20	1.66	82	60	43	31
保利物业	6049.HK	49.29	1.21	1.29	1.78	2.41	41	38	28	20
绿城服务	2869.HK	7.35	0.17	0.21	0.27	0.35	43	35	27	21
新大正	002968.SZ	52.82	1.88	1.25	1.64	2.07	28	42	32	26
永升生活服务	1995.HK	17.89	0.15	0.23	0.36	0.54	123	78	50	33
		最大值						78	50	33
		最小值						35	27	20
		平均数						51	36	26
		调整后平均						47	34	26
招商积余			0.27	0.41	0.77	1.03				

备注：港股公司股价已经换算成人民币，汇率为 1 港币=0.8319 元人民币

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表 1：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,207	2,405	3,530	4,429	5,456	营业收入	6,656	6,078	11,766	14,763	18,188
应收票据及应收账款	611	1,111	1,418	1,945	2,637	营业成本	5,348	4,968	10,193	12,571	15,487
预付账款	25	89	147	152	227	营业税金及附加	240	16	35	44	55
存货	1,779	1,658	3,402	4,196	5,169	营业费用	111	75	118	148	182
其他	590	652	1,116	1,361	1,640	管理费用及研发费用	398	397	647	768	946
<b>流动资产合计</b>	<b>5,212</b>	<b>5,915</b>	<b>9,613</b>	<b>12,083</b>	<b>15,130</b>	财务费用	280	236	200	254	283
长期股权投资	164	139	139	139	139	资产减值损失	325	(8)	0	0	0
固定资产	601	601	616	631	646	公允价值变动收益	12	(13)	(2)	2	2
在建工程	0	0	9	13	17	投资净收益	1,250	(3)	0	100	200
无形资产	11	25	24	24	23	其他	5	23	16	18	21
其他	7,248	9,822	9,776	9,748	9,720	<b>营业利润</b>	<b>1,220</b>	<b>402</b>	<b>586</b>	<b>1,098</b>	<b>1,459</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,023</b>	<b>10,586</b>	<b>10,564</b>	<b>10,555</b>	<b>10,545</b>	营业外收入	12	12	11	12	12
<b>资产总计</b>	<b>13,236</b>	<b>16,502</b>	<b>20,177</b>	<b>22,638</b>	<b>25,675</b>	营业外支出	6	5	6	6	6
短期借款	545	350	2,795	4,152	5,816	<b>利润总额</b>	<b>1,225</b>	<b>408</b>	<b>591</b>	<b>1,103</b>	<b>1,464</b>
应付票据及应付账款	644	750	1,539	1,898	2,338	所得税	401	139	177	331	439
其他	2,259	3,039	3,420	3,660	3,934	<b>净利润</b>	<b>824</b>	<b>270</b>	<b>414</b>	<b>772</b>	<b>1,025</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,447</b>	<b>4,139</b>	<b>7,755</b>	<b>9,710</b>	<b>12,088</b>	少数股东损益	(33)	(17)	(25)	(47)	(63)
长期借款	2,574	1,971	1,771	1,471	1,071	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>857</b>	<b>286</b>	<b>439</b>	<b>819</b>	<b>1,088</b>
应付债券	1,540	1,466	1,466	1,466	1,466	每股收益(元)	1.28	0.27	0.41	0.77	1.03
其他	789	924	876	885	895						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,903</b>	<b>4,361</b>	<b>4,112</b>	<b>3,821</b>	<b>3,431</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,350</b>	<b>8,500</b>	<b>11,867</b>	<b>13,531</b>	<b>15,520</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	43	19	(7)	(54)	(117)	成长能力					
股本	667	1,060	1,060	1,060	1,060	营业收入	12.9%	-8.7%	93.6%	25.5%	23.2%
资本公积	421	3,085	3,085	3,085	3,085	营业利润	305.0%	-67.1%	46.0%	87.2%	32.9%
留存收益	3,754	3,838	4,171	5,015	6,127	归属于母公司净利润	468.8%	-66.6%	53.4%	86.6%	32.7%
其他	0	(0)	(0)	(0)	(0)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,885</b>	<b>8,002</b>	<b>8,310</b>	<b>9,106</b>	<b>10,156</b>	毛利率	19.6%	18.3%	13.4%	14.8%	14.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,236</b>	<b>16,502</b>	<b>20,177</b>	<b>22,638</b>	<b>25,675</b>	净利率	12.9%	4.7%	3.7%	5.6%	6.0%
						ROE	19.0%	4.5%	5.4%	9.4%	11.2%
						ROIC	9.6%	3.9%	4.2%	6.1%	7.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	63.1%	51.5%	58.8%	59.8%	60.4%
净利润	824	270	414	772	1,025	净负债率	53.7%	19.3%	32.1%	31.0%	30.1%
折旧摊销	11	66	13	13	13	流动比率	1.51	1.43	1.24	1.24	1.25
财务费用	280	236	200	254	283	速动比率	0.82	0.90	0.65	0.66	0.67
投资损失	(1,250)	3	0	(100)	(200)	营运能力					
营运资金变动	1,803	440	(2,049)	(1,251)	(1,648)	应收账款周转率	11.9	7.1	9.4	8.9	8.0
其它	(387)	(656)	602	286	350	存货周转率	1.3	2.2	3.0	2.4	2.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,281</b>	<b>359</b>	<b>(820)</b>	<b>(25)</b>	<b>(176)</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
资本支出	14	(93)	(9)	(4)	(3)	每股指标(元)					
长期投资	190	64	0	0	0	每股收益	0.81	0.27	0.41	0.77	1.03
其他	1,174	1,244	14	102	202	每股经营现金流	1.92	0.34	-0.77	-0.02	-0.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,378</b>	<b>1,215</b>	<b>5</b>	<b>98</b>	<b>199</b>	每股净资产	4.57	7.53	7.84	8.64	9.69
债权融资	(2,079)	(605)	(200)	(300)	(400)	估值比率					
股权融资	(124)	3,057	0	0	0	市盈率	31.5	94.2	61.4	32.9	24.8
其他	(271)	(3,841)	2,139	1,127	1,405	市净率	5.6	3.4	3.2	2.9	2.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,474)</b>	<b>(1,388)</b>	<b>1,939</b>	<b>827</b>	<b>1,005</b>	EV/EBITDA	15.5	33.3	29.3	17.1	13.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.6	36.7	29.7	17.3	13.4
<b>现金净增加额</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>1,124</b>	<b>899</b>	<b>1,027</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)