

# 招商积余 (001914)

证券研究报告

2021年03月25日

## 基础物管增长稳健、专业服务有望发力

**事件:** 公司披露 2020 年年报, 实现营业收入 86.35 亿元, 同比增加 42.07%, 实现归母净利润 4.35 亿元, 同比增长 52.03%, 实现基本 EPS0.4104 元, 同比增长 0.34%, 每 10 股派息 1.3 元。

**业绩增长较快, 费用管控助力净利率稳步提升。** 2020 年公司实现营业收入 86.35 亿元, 同比增加 42.07%, 实现归母净利润 4.35 亿元, 同比增长 52.03%。1) 公司营收规模上涨主要由于原有物管项目自然增长以及公司新拓展物业管理项目增加, 2) 公司计提资产减值-1510.68 万元主要原因为存货减值损失转回以及收回年度计提的应收款项坏账, 3) 公司毛利率下降 4.65 个百分点至 13.61%, 费用端销售、管理、财务费用率分别降低 0.49、2.26、1.82 个百分点至 0.74%、4.27%、2.06%, 费用管控措施下, 公司净利率继续提升, 由 2019 年的 4.44% 提升至 2020 年 4.73%。

**在管物业以非住宅为主、在管项目量价齐升, 专业服务增长亮眼。** 2020 年公司物管板块实现营收 80.35 亿元, 同比增长 56.04%, 占总营收比重 93.06%, 实现毛利率 10.97%。(1) 年末在管面积 1.91 亿平, 比 2019 年新增 3824.17 万方, 总在管中来自控股股东(招商)为 7303.62 万平, 占比 38.26%; 总在管面积按业态分, 在管住宅、非住宅各占 50.36%、49.6%。(2) 2020 年公司基础物管服务实现营收 64.63 亿元, 同比增长 40.52%, 基础物管毛利率为 10.23%, 在管均价 2.82 元/平/月较去年在管均价 2.51 元/平/月有所提升; 其中住宅、非住宅营收分别为 20.65 亿、43.99 亿元, 贡献分别为 31.95%、68.06%, 非住宅项目毛利率为 11.88% 远超住宅的 6.71%, 全年住宅、非住宅管理均价分别为 1.79、3.87 元/平/月。(3) **专业服务增长亮眼, 盈利能力较为可观, 有望成为业绩增长新动能。** 2020 年公司专业服务实现营收 15.72 亿同比增长 185.80%, 占物管收入的 19.56%, 对应毛利率为 14%。专业服务的快速增长, 表明该项服务处于渗透率快速提升的阶段。公司专业服务主要包括案场协销及房产经纪业务、设施管理服务和建筑科技服务。我们看好公司依靠招商、中航两大央企集团、在非住宅项目领域拓展优势, 以及未来业务面拓展、深度服务的潜力。

**资产管理服务轻资产化趋势明显, 盈利能力稳健。** 公司资产管理服务主要包括商业运营、持有物业出租及经营, 2020 年公司实现营收 4.34 亿元, 同比下降 29.65%, 占总营收比重 5.02%。公司资产管理服务营收减少主要系疫情影响购物中心经营、酒店出租及其他持有型物业收入减少、租金减免导致收入减少。商业运营方面, 截至 2020 年底公司在管商业项目 26 个(含筹备项目), 管理面积 136 万平米。其中自营项目 4 个, 受托招商蛇口项目 18 个, 轻资产管理输出项目 4 个。持有物业方面, 公司总可出租面积为 59.31 万方, 总体出租率达 95%, 包含酒店、购物中心、商写等多种业态。**地产开发持续有序退出、后续存货减值风险较小。** 其他业务实现营业收入 1.66 亿元, 同比下降 46.68%, 占公司营业收入的 1.92%。主要系公司已不再从事新的房地产开发, 仅销售部分遗留地产项目尾盘, 故营业收入同比降幅较大。目前公司在手土储 50 万方, 主要为衡阳中航城市花园、天津九方城市广场项目, 已委托招商蛇口代管。2020 年末账面存货约为 15.75 亿, 累计减值存货跌价准备 3.91 亿, 减值计提较为充分, 未来继续减值风险较小。

**投资建议:** 公司背靠招商局集团、中航集团两大央企, 在住宅、非住宅项目拓展方面均具备较强优势, 2020 年公司在管物业项目实现量价齐升、专业服务营收增长亮眼, 同时公司资产管理服务相对平稳、盈利能力可观, 在管项目优质、运营良好。基于此, 我们预计 21-23 年净利润分别为 8.73、11.34、14.86 亿元, 对应 EPS 分别为 0.82 元、1.07 元、1.40 元, 对应 PE 分别为 20.25X、15.59X、11.90X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 物业费收缴不及预期、业务拓展不及预期、存货减值较大

| 财务数据和估值     | 2019     | 2020     | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 6,077.90 | 8,635.15 | 16,780.23 | 19,408.13 | 26,001.46 |
| 增长率(%)      | (8.68)   | 42.07    | 94.32     | 15.66     | 33.97     |
| EBITDA(百万元) | 644.33   | 723.86   | 1,477.59  | 1,841.80  | 2,295.09  |
| 净利润(百万元)    | 286.23   | 435.14   | 872.71    | 1,133.72  | 1,485.56  |
| 增长率(%)      | (66.59)  | 52.03    | 100.56    | 29.91     | 31.03     |
| EPS(元/股)    | 0.27     | 0.41     | 0.82      | 1.07      | 1.40      |
| 市盈率(P/E)    | 61.75    | 40.62    | 20.25     | 15.59     | 11.90     |
| 市净率(P/B)    | 2.21     | 2.13     | 1.93      | 1.71      | 1.50      |
| 市销率(P/S)    | 2.91     | 2.05     | 1.05      | 0.91      | 0.68      |
| EV/EBITDA   | 24.56    | 22.60    | 9.79      | 4.56      | 5.73      |

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 房地产/房地产开发 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格   | 16.67 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 1,060.35    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 666.86      |
| A 股总市值(百万元)   | 17,675.97   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,116.61   |
| 每股净资产(元)      | 7.83        |
| 资产负债率(%)      | 49.09       |
| 一年内最高/最低(元)   | 38.80/15.50 |

### 作者

|  |     |
|--|-----|
| <b>陈天诚</b>   | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110517110001<br>chentiancheng@tfzq.com |     |
| <b>张春娥</b>   | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110520070001<br>zhangchune@tfzq.com    |     |
| <b>胡孝宇</b>   | 联系人 |
| huxiaoyu@tfzq.com                                    |     |

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《招商积余-半年报点评:并表带动业绩高增,资管业务受疫情影响较大——中报点评》 2020-08-26
- 《招商积余-公司点评:物管业务拓展积极,非住宅领域持续进击》 2020-07-14
- 《招商积余-年报点评报告:基础物管增长稳健、专业服务有望发力》 2020-04-14

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2019             | 2020             | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 2,405.49         | 2,301.90         | 1,342.42         | 5,316.99         | 2,080.12         |
| 应收票据及应收账款       | 1,110.95         | 1,156.15         | 801.54           | 2,406.85         | 1,891.50         |
| 预付账款            | 89.09            | 98.34            | 258.03           | 152.36           | 397.82           |
| 存货              | 1,658.27         | 1,574.70         | 6,305.32         | 46.79            | 8,225.82         |
| 其他              | 651.52           | 609.22           | 1,611.76         | 977.24           | 2,346.92         |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>5,915.32</b>  | <b>5,740.31</b>  | <b>10,319.06</b> | <b>8,900.23</b>  | <b>14,942.18</b> |
| 长期股权投资          | 138.66           | 124.19           | 124.19           | 124.19           | 124.19           |
| 固定资产            | 601.40           | 584.20           | 578.06           | 592.08           | 605.24           |
| 在建工程            | 0.00             | 0.00             | 36.00            | 69.60            | 71.76            |
| 无形资产            | 24.66            | 22.86            | 21.12            | 19.39            | 17.65            |
| 其他              | 9,821.65         | 9,807.95         | 9,769.43         | 9,730.73         | 9,690.39         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>10,586.37</b> | <b>10,539.19</b> | <b>10,528.80</b> | <b>10,535.99</b> | <b>10,509.23</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>16,501.69</b> | <b>16,279.50</b> | <b>20,847.86</b> | <b>19,436.22</b> | <b>25,451.41</b> |
| 短期借款            | 350.00           | 360.40           | 2,648.17         | 700.00           | 2,150.90         |
| 应付票据及应付账款       | 750.12           | 774.98           | 2,124.65         | 1,214.49         | 3,262.11         |
| 其他              | 3,038.89         | 4,810.07         | 3,495.18         | 3,959.03         | 4,971.98         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>4,139.00</b>  | <b>5,945.45</b>  | <b>8,268.00</b>  | <b>5,873.52</b>  | <b>10,384.98</b> |
| 长期借款            | 1,970.92         | 1,143.94         | 1,543.91         | 1,544.92         | 1,785.81         |
| 应付债券            | 1,465.56         | 0.00             | 1,001.71         | 822.42           | 608.04           |
| 其他              | 924.06           | 901.41           | 871.65           | 899.04           | 890.70           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>4,360.54</b>  | <b>2,045.36</b>  | <b>3,417.27</b>  | <b>3,266.38</b>  | <b>3,284.55</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>8,499.54</b>  | <b>7,990.81</b>  | <b>11,685.27</b> | <b>9,139.91</b>  | <b>13,669.53</b> |
| 少数股东权益          | 18.51            | (18.38)          | (18.38)          | (18.38)          | (18.38)          |
| 股本              | 1,060.35         | 1,060.35         | 1,060.35         | 1,060.35         | 1,060.35         |
| 资本公积            | 3,085.34         | 3,080.79         | 3,080.79         | 3,080.79         | 3,080.79         |
| 留存收益            | 6,923.36         | 7,247.92         | 8,120.63         | 9,254.35         | 10,739.92        |
| 其他              | (3,085.40)       | (3,081.98)       | (3,080.79)       | (3,080.79)       | (3,080.79)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>8,002.15</b>  | <b>8,288.69</b>  | <b>9,162.60</b>  | <b>10,296.31</b> | <b>11,781.88</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>16,501.69</b> | <b>16,279.50</b> | <b>20,847.86</b> | <b>19,436.22</b> | <b>25,451.41</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019              | 2020              | 2021E             | 2022E             | 2023E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 269.72            | 408.72            | 872.71            | 1,133.72          | 1,485.56          |
| 折旧摊销           | 57.23             | 77.02             | 31.88             | 34.11             | 36.42             |
| 财务费用           | 244.85            | 184.67            | 262.46            | 287.84            | 272.97            |
| 投资损失           | 3.38              | (3.92)            | (30.00)           | (30.00)           | (30.00)           |
| 营运资金变动         | (233.88)          | 988.02            | (4,066.34)        | 5,013.19          | (6,186.26)        |
| 其它             | 17.60             | (665.04)          | 0.00              | (0.00)            | 0.00              |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>358.91</b>     | <b>989.47</b>     | <b>(2,929.30)</b> | <b>6,438.86</b>   | <b>(4,421.31)</b> |
| 资本支出           | 2,449.01          | 24.71             | 89.76             | 52.61             | 58.34             |
| 长期投资           | (25.26)           | (14.47)           | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (1,209.08)        | (23.03)           | (119.76)          | (102.61)          | (78.34)           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>1,214.67</b>   | <b>(12.79)</b>    | <b>(30.00)</b>    | <b>(50.00)</b>    | <b>(20.00)</b>    |
| 债权融资           | 3,951.31          | 3,092.70          | 5,353.79          | 3,227.34          | 4,704.75          |
| 股权融资           | 2,862.90          | (142.41)          | (219.93)          | (246.49)          | (231.63)          |
| 其他             | (8,202.10)        | (4,022.15)        | (3,134.05)        | (5,395.13)        | (3,268.69)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(1,387.89)</b> | <b>(1,071.85)</b> | <b>1,999.82</b>   | <b>(2,414.28)</b> | <b>1,204.44</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>185.69</b>     | <b>(95.17)</b>    | <b>(959.48)</b>   | <b>3,974.58</b>   | <b>(3,236.88)</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2019            | 2020            | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>6,077.90</b> | <b>8,635.15</b> | <b>16,780.23</b> | <b>19,408.13</b> | <b>26,001.46</b> |
| 营业成本             | 4,968.17        | 7,460.27        | 14,184.03        | 16,333.98        | 21,898.08        |
| 营业税金及附加          | 16.07           | 74.84           | 83.90            | 90.25            | 135.21           |
| 营业费用             | 75.02           | 64.13           | 190.46           | 220.28           | 312.02           |
| 管理费用             | 379.11          | 348.85          | 889.35           | 966.52           | 1,401.48         |
| 研发费用             | 17.53           | 19.62           | 16.78            | 19.41            | 26.00            |
| 财务费用             | 235.79          | 178.08          | 262.46           | 287.84           | 272.97           |
| 资产减值损失           | 8.41            | 2.64            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 公允价值变动收益         | (12.85)         | (0.01)          | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | (3.38)          | 3.92            | 30.00            | 30.00            | 30.00            |
| 其他               | (7.47)          | (115.90)        | (60.00)          | (60.00)          | (60.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>401.51</b>   | <b>598.70</b>   | <b>1,183.25</b>  | <b>1,519.85</b>  | <b>1,985.71</b>  |
| 营业外收入            | 12.14           | 33.79           | 19.29            | 21.74            | 24.94            |
| 营业外支出            | 5.34            | 6.56            | 5.00             | 5.00             | 5.00             |
| <b>利润总额</b>      | <b>408.31</b>   | <b>625.93</b>   | <b>1,197.55</b>  | <b>1,536.60</b>  | <b>2,005.65</b>  |
| 所得税              | 138.58          | 217.21          | 324.83           | 402.88           | 520.09           |
| <b>净利润</b>       | <b>269.72</b>   | <b>408.72</b>   | <b>872.71</b>    | <b>1,133.72</b>  | <b>1,485.56</b>  |
| 少数股东损益           | (16.50)         | (26.43)         | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>286.23</b>   | <b>435.14</b>   | <b>872.71</b>    | <b>1,133.72</b>  | <b>1,485.56</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.27            | 0.41            | 0.82             | 1.07             | 1.40             |

| 主要财务比率         | 2019    | 2020   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |         |         |         |
| 营业收入           | -8.68%  | 42.07% | 94.32%  | 15.66%  | 33.97%  |
| 营业利润           | -67.09% | 49.11% | 97.64%  | 28.45%  | 30.65%  |
| 归属于母公司净利润      | -66.59% | 52.03% | 100.56% | 29.91%  | 31.03%  |
| <b>获利能力</b>    |         |        |         |         |         |
| 毛利率            | 18.26%  | 13.61% | 15.47%  | 15.84%  | 15.78%  |
| 净利率            | 4.71%   | 5.04%  | 5.20%   | 5.84%   | 5.71%   |
| ROE            | 3.59%   | 5.24%  | 9.51%   | 10.99%  | 12.59%  |
| ROIC           | 161.37% | 22.13% | 57.36%  | 22.34%  | 160.69% |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |         |         |         |
| 资产负债率          | 51.51%  | 49.09% | 56.05%  | 47.03%  | 53.71%  |
| 净负债率           | 19.32%  | 9.54%  | 43.78%  | -20.30% | 22.28%  |
| 流动比率           | 1.43    | 0.97   | 1.25    | 1.52    | 1.44    |
| 速动比率           | 1.03    | 0.70   | 0.49    | 1.51    | 0.65    |
| <b>营运能力</b>    |         |        |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 7.06    | 7.62   | 17.14   | 12.10   | 12.10   |
| 存货周转率          | 3.54    | 5.34   | 4.26    | 6.11    | 6.29    |
| 总资产周转率         | 0.41    | 0.53   | 0.90    | 0.96    | 1.16    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |         |         |         |
| 每股收益           | 0.27    | 0.41   | 0.82    | 1.07    | 1.40    |
| 每股经营现金流        | 0.34    | 0.93   | -2.76   | 6.07    | -4.17   |
| 每股净资产          | 7.53    | 7.83   | 8.66    | 9.73    | 11.13   |
| <b>估值比率</b>    |         |        |         |         |         |
| 市盈率            | 61.75   | 40.62  | 20.25   | 15.59   | 11.90   |
| 市净率            | 2.21    | 2.13   | 1.93    | 1.71    | 1.50    |
| EV/EBITDA      | 24.56   | 22.60  | 9.79    | 4.56    | 5.73    |
| EV/EBIT        | 25.73   | 23.77  | 10.01   | 4.65    | 5.83    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |