

证券研究报告—动态报告

房地产

地产服务Ⅱ

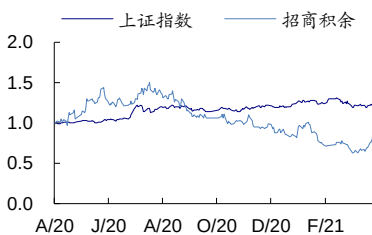
招商积余(001914)
买入

2020 年报点评

(首次评级)

2021 年 04 月 06 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,060/667
总市值/流通(百万元)	22,034/13,857
上证综指/深圳成指	3,484/14,123
12 个月最高/最低(元)	38.80/15.50

证券分析师：任鹤

电话：010-88005315

E-MAIL: renhe@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040006

证券分析师：王粤雷

电话：0755-81981019

E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001

联系人：王静

电话：021-60893314

E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

财报点评
物管服务稳定增长，资管服务潜力十足
● 重组后业绩表现良好，营收、净利高速增长

公司于 19 年 12 月实施重大资产重组，2020 年是重组后首个完整财年，实现营业收入 86 亿元，同比增长 42%；归母净利润 4.35 亿元，同比增长 52%，营收、净利双双实现高速增长，重组价值得到体现。

● 坚持“大物业+大资管”战略，核心主业进一步夯实

2020 年，公司的物业管理业务收入 80.35 亿元，同比增长 56%，占公司总收入比重为 93%，仍为公司业绩的主要贡献者；资产管理业务收入 4.34 亿元，同比下降 30%，主要由于购物中心经营、酒店出租及其他持有型物业相关收入受疫情影响减少，占公司总收入比重 5%。

● 大物业：保持非住宅物管领先优势，开拓专业化服务

2020 年，基础物业管理服务收入 64.63 亿元，其中仅 32% 来源于住宅物业，同比增长 41%，占比 80%；专业化服务收入 15.72 亿元，同比增长 186%，占比 20%。公司保持非住宅领域领先优势，2020 年新签年度合同额中住宅占比 25%。公司开拓专业化服务实现物管价值延伸。

● 大资管：借助母公司注入新动力，积淀能力稳健运营

2020 年，持有物业出租及经营收入 4.12 亿元，占比 95%，商业运营业务收入 0.22 亿元，占比 5%。截至 2020 年末，公司出租及经营面积 59 万 m²，2020 年总体出租率高达 95%。公司商业运营面积 136 万 m²，26 个商业项目中有 18 个在管项目来自母公司招商蛇口。未来公司会继续借助母公司注入的商业项目新动力，实现战略协同。

● 业绩增长可期，首次覆盖给予“买入”评级

公司坚定“大物业、大资管”战略，业绩增长可期，预计 2021、2022 年的归母净利润分别为 724、968 亿元，对应 EPS 为 0.68、0.91 元，对应最新股价的 PE 为 30.4、22.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险

公司在管面积增长不及预期，毛利率下行超预期，增值服务拓展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,078	8,635	11,873	15,732	20,059
(+/-%)	-8.7%	42.1%	37.5%	32.5%	27.5%
净利润(百万元)	286	435	724	968	1,241
(+/-%)	-66.6%	52.0%	66.3%	33.7%	28.3%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.41	0.68	0.91	1.17
EBIT Margin	10.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净资产收益率(ROE)	3.6%	5.2%	8.2%	10.2%	12.0%
市盈率(PE)	77.0	50.6	30.4	22.8	17.8
EV/EBITDA	45.6	41.6	31.3	25.3	21.2
市净率(PB)	2.76	2.65	2.50	2.32	2.13

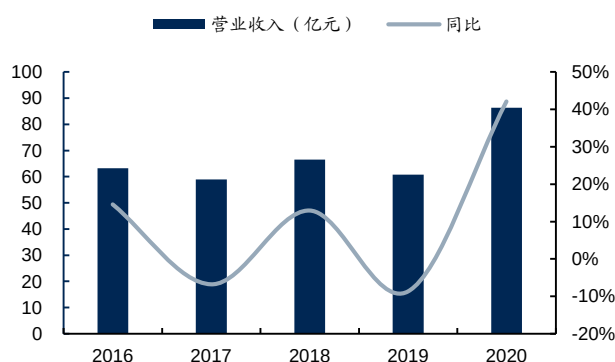
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

重组后业绩表现良好，营收、净利高速增长

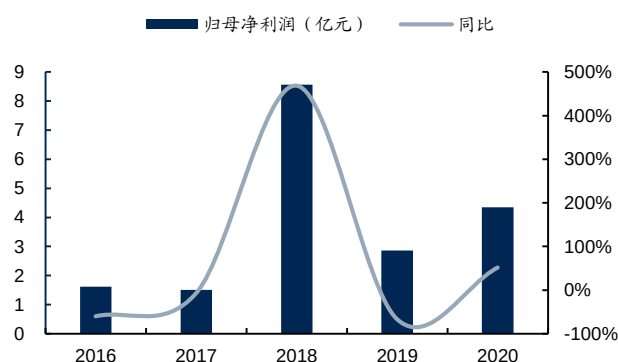
公司于 2019 年 12 月实施重大资产重组，发行股份购买招商物业 100% 股权，控股股东从中航国际深圳变更为招商蛇口，持有公司 51.16% 股权。公司主要业务包括物业管理业务和资产管理业务，致力于成为国内领先的物业资产管理运营商。2020 年是公司重组后首个完整财年，实现营业收入 86 亿元，同比增长 42%；归母净利润 4.35 亿元，同比增长 52%，营收、净利双双实现高速增长，重组价值得到体现。

图 1：公司营业收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及同比（单位：亿元，%）

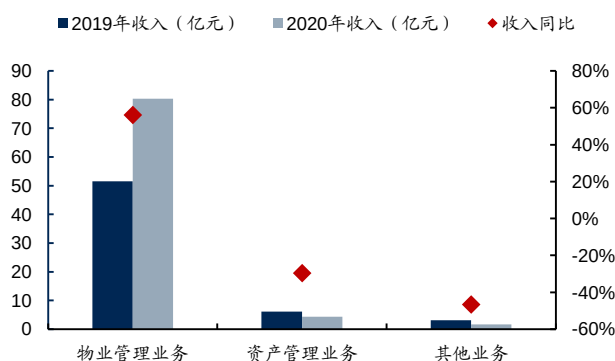


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

坚持“大物业+大资管”战略，核心主业进一步夯实

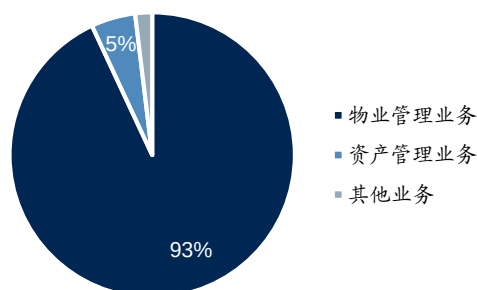
公司坚持“大物业+大资管”战略，夯实两大主业。2020 年，公司的物业管理业务收入 80.35 亿元，同比增长 56%，占公司总收入比重为 93%，仍为公司业绩的主要贡献者；资产管理业务收入 4.34 亿元，同比下降 30%，主要由于购物中心经营、酒店出租及其他持有型物业相关收入受疫情影响减少，占公司总收入比重 5%；其他业务（主要为公司遗留的房地产开发业务）收入 1.66 亿元，同比下降 47%，占比 2%，预计未来将持续缩减。

图 3：公司分业务类型收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分业务类型收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

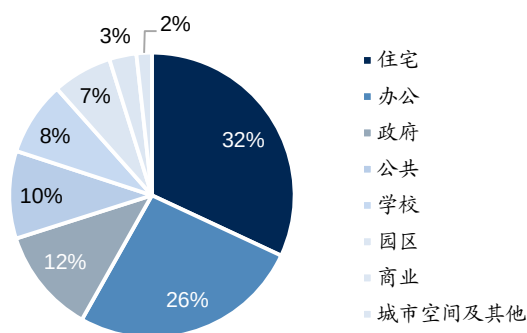
大物业：保持非住宅物管领先优势，开拓专业化服务

公司的物业管理业务包括基础物业管理服务、专业化服务这两大类型。2020 年，基础物业管理服务收入 64.63 亿元，同比增长 41%，占比 80%，专业化服务收入 15.72 亿元，同比增长 186%，占比 20%。

公司基础物管服务收入中仅 32% 来源于住宅物业，积极经营办公、政府、公共、学校等物业的管理服务，实行差异化竞争，打造品牌力。截至 2020 年末，公司在管面积 1.91 亿 m²，其中住宅占比 50%。公司全面拓展各个业态，保持非住宅领域的领先优势。2020 年新签年度合同额 24.55 亿元，其中住宅占比 25%。

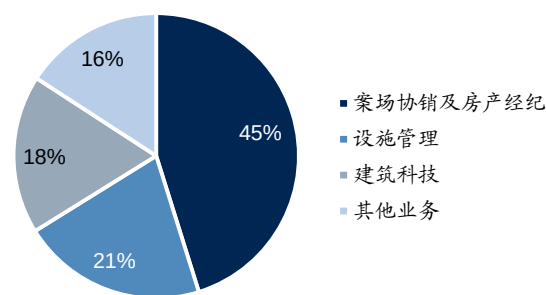
公司专业化服务在保安、保洁、保绿、保修及综合保障等基础物管服务之上实现了价值延伸，助力公司的业绩规模增长及服务质量提升。对专业化服务收入进行分类，45% 来源于案场协销及房产经纪。

图 5：基础物业管理服务分类收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：专业化服务分类收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

大资管：借助母公司注入新动力，积淀能力稳健运营

公司的资产管理业务包括持有物业出租及经营、商业运营这两大类型。2020 年，持有物业出租及经营收入 4.12 亿元，占比 95%，商业运营业务收入 0.22 亿元，占比 5%。随着公司专业能力的提升，资产管理业务还有很大发展空间。

截至 2020 年末，公司出租及经营面积 59 万 m²，2020 年总体出租率高达 95%，公司持有物业业态包括公共建筑、购物中心、住宅、酒店、写字楼等。公司商业运营面积 136 万 m²，26 个商业项目中有 18 个在管项目来自母公司招商蛇口。未来公司会继续借助母公司注入的商业项目新动力，实现战略协同。

业绩增长可期，首次覆盖给予“买入”评级

公司坚定“大物业、大资管”战略，业绩增长可期，预计公司 2021、2022 年的归母净利分别为 724、968 亿元，对应 EPS 为 0.68、0.91 元，对应最新股价的 PE 为 30.4、22.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

公司在管面积增长不及预期，毛利率下行超预期，增值服务拓展不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2302	3059	3974	5102	营业收入	8635	11873	15732	20059
应收款项	1652	2271	3009	3836	营业成本	7460	10258	13592	17329
存货净额	1575	2163	2869	3661	营业税金及附加	75	103	136	174
其他流动资产	212	292	386	493	销售费用	64	88	117	149
流动资产合计	5740	7784	10238	13093	管理费用	349	479	635	808
固定资产	584	558	532	504	财务费用	178	31	31	31
无形资产及其他	23	21	18	16	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	9808	9808	9808	9808	资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
长期股权投资	124	110	95	81	其他收入	88	0	0	0
资产总计	16280	18280	20691	23501	营业利润	599	914	1221	1566
短期借款及交易性金融负债	1949	2000	2000	2000	营业外净收支	27	0	0	0
应付款项	775	1064	1412	1802	利润总额	626	914	1221	1566
其他流动负债	3222	4425	5870	7490	所得税费用	217	228	305	392
流动负债合计	5945	7489	9282	11292	少数股东损益	(26)	(39)	(52)	(66)
长期借款及应付债券	1144	1144	1144	1144	归属于母公司净利润	435	724	968	1241
其他长期负债	901	879	856	833					
长期负债合计	2045	2023	2000	1977					
负债合计	7991	9512	11282	13269	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(18)	(45)	(81)	(128)	净利润	435	724	968	1241
股东权益	8307	8814	9491	10360	资产减值准备	6	3	0	0
负债和股东权益总计	16280	18280	20691	23501	折旧摊销	36	61	63	66
					公允价值变动损失	3	0	0	0
					财务费用	178	31	31	31
					营运资本变动	441	185	231	262
					其它	(14)	(30)	(36)	(46)
					经营活动现金流	906	944	1226	1522
					资本开支	(20)	(35)	(35)	(35)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(5)	(21)	(21)	(21)
					权益性融资	3	0	0	0
					负债净变化	(827)	0	0	0
					支付股利、利息	(307)	(217)	(290)	(372)
					其它融资现金流	1259	51	0	0
					融资活动现金流	(1005)	(166)	(290)	(372)
					现金净变动	(104)	757	915	1129
					货币资金的期初余额	2405	2302	3059	3974
					货币资金的期末余额	2302	3059	3974	5102
					企业自由现金流	905	920	1199	1490
					权益自由现金流	1338	948	1175	1467

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032