

招商积余 (001914)

证券研究报告

2021年09月03日

公司业绩稳步增长，资管业务收入回暖——2021年中报业绩点评

事件：公司公告2021年中期业绩公告，公司上半年实现收入47.79亿元，同比增长23.56%；实现利润总额3.64亿元，同比增长33.50%；实现归母净利润2.48亿元，同比增长38.85%；实现基本每股收益0.23元/股，同比增长38.81%。

业绩稳步增长，费用率持续优化。2021上半年公司实现收入47.79亿元，同比增长23.56%；实现利润总额3.64亿元，同比增长33.50%；实现归母净利润2.48亿元，同比增长38.85%。1)公司营收增长主要由于原有物业管理项目增长以及新拓展市场化物业管理项目增加。2)公司毛利率13.54%，整体毛利水平受营业成本上涨及住宅业务毛利率较低影响同比微降0.29%；基础物管毛利率10.58%，剔除上年疫情补贴影响物管毛利率较上年同期有所增长3)费用率持续优化，费用端销售、管理、财务费用率分别降低0.06、0.78、0.83个百分点至0.72%、3.51%、1.51%。费用管控下，公司净利率由2020年中期的4.00%提升至2021年中期4.39%。

第三方外拓表现良好，深耕区域收入拉升。上半年公司物业管理业务实现营业收入44.36亿元，同比增长23.68%，占公司营业收入的92.84%；上半年实现新签年度合同额13.59亿元，同比增长20.59%，其中来自控股股东之外的占比达84.33%；截至2021年6月末，公司在管项目1,520个，管理面积1.99亿平方米，较去年1.72亿平方米增长15.69%；分业态看，住宅、非住宅业态在管面积分别为0.98亿平、1.01亿平，同比增长2.42%、6.78%，占比总在管面积49.32%、50.68%；住宅、非住宅业态新增销售额分别为2.58亿元、11.01亿元，同比增长1.89%、9.38%，占比新增销售额18.98%、81.02%。分来源看，来自控股股东、控股股东以外的在管面积的分别为0.76亿平、1.24亿平，同比增长3.92%、4.98%，占比38.02%、61.98%；来自控股股东、控股股东以外的新增销售额分别为2.13亿元、11.46亿元，同比增长83.62%、13.35%，占比15.67%、84.33%。分区域来看，公司聚焦区域继续深耕，业务规模提升显著，上半年物业管理业务收入排名前五的区域分别为：深圳、山东、四川、江苏和北京，营业收入合计为238,643.52万元(2020年中：187,690万元)，同比增长27.15%，占比53.79%；管理面积合计为8,511.07万平方米(2020年中：7363万元)，同比增长15.59%，占比42.63%；其中深圳市在管面积超3000万平方米，2021上半年营收贡献11.58亿元，占比总营收24.23%。公司在收并购层面具备优势，深耕区域积极拓展推动业绩向好。

非住宅业态持续发力，专业化服务营收、占比双增。公司在非住宅赛道持续发力，非住宅管理面积自上市以来首次超过住宅业态，截止2021年6月，公司非住宅在管项目985个(来自控股股东155个)较去年同期增加69个；管理面积1.01亿平方米，其中办公、园区、公共、政府、学校、商业业态管理面积分别占非住宅总面积21.48%、18.02%、21.32%、9.08%、14.96%，办公、公共在管面积均超2000平方米，分别贡献收入9.4亿元、3.09亿元，园区、学校在管面积超1000万平方米，分别贡献营收3.5亿元、2.4亿元。除政府、办公等传统优势业态，公司在医院、高校、公共交通等具有高度差异化的市场中扩大市场份额，实现了深圳坪山公安局、深圳建行、湖南921医院、北京师范大学、合肥轨道交通3号线等高质量项目的落地。专业化服务方面，营业收入84,978.21万元，同比增长31.41%，占物管业务收入比重达19.15%(2020年中：18.03%)，细分来看，专业化服务收入排名前三的分别为案场协销及房产经纪、设施管理服务、建筑科技服务，合计占公司专业化服务收入比重达75.85%，相关业务均为潜在物管业绩驱动力。

资管业务收入回暖，商业运营能力提升。随疫情防控常态化，公司资管业务经营逐步恢复正常，实现营业收入2.7亿元，同比增长46.18%。其中商业运营收入2032万，毛利率43.2%，累计在管商业项目达32个，管理面积158万平方米，新增受托管理招商蛇口持有苏州花园里、太子广场等6个商业项目。持有物业出租及经营收入2.50亿元，毛利率61.84%，酒店、购物中心、商业、写字楼等多种业态总可出租面积达59.20万㎡，至2021年6月末已出租面积为57.20万㎡，总体出租率为97%。公司持有购物中心经营情况基本恢复到疫情前的同期水平，持有酒店营业额、平均出租率、每房收益等较去年同期均改善明显。

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，公司在物管业务实现量价齐升、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8.63、11.22、14.43亿元，对应EPS分别为0.81元、1.06元、1.36元，对应PE分别为15.77X、12.13X、9.43X，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	862.75	1,121.97	1,442.78
增长率(%)	(66.59)	52.03	98.27	30.05	28.59
EPS(元/股)	0.27	0.41	0.81	1.06	1.36
市盈率(P/E)	47.53	31.26	15.77	12.13	9.43
市净率(P/B)	1.70	1.64	1.53	1.41	1.28
市销率(P/S)	2.24	1.58	0.81	0.70	0.52
EV/EBITDA	24.56	22.60	7.23	2.70	4.46

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	12.83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)	666.83
A股总市值(百万元)	13,604.24
流通A股市值(百万元)	8,555.46
每股净资产(元)	7.93
资产负债率(%)	48.97
一年内最高/最低(元)	29.63/12.14

作者

陈天诚	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	
胡孝宇	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-年报点评报告:基础物管增长稳健、专业服务有望发力》2021-03-25
- 《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

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	4,666.56	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
流动资产合计	5,915.32	5,740.31	10,319.06	8,249.80	14,942.18
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
非流动资产合计	10,586.37	10,539.19	10,528.80	10,535.99	10,509.23
资产总计	16,501.69	16,279.50	20,847.86	18,785.79	25,451.41
短期借款	350.00	360.40	2,932.18	700.00	3,174.07
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
流动负债合计	4,139.00	5,945.45	8,552.01	5,873.52	11,408.16
长期借款	1,970.92	1,143.94	1,543.17	1,544.92	1,912.90
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
非流动负债合计	4,360.54	2,045.36	3,416.52	3,266.38	3,411.64
负债合计	8,499.54	7,990.81	11,968.53	9,139.91	14,819.80
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	7,837.37	8,603.92	9,589.65
其他	(3,085.40)	(3,081.98)	(3,080.79)	(3,080.79)	(3,080.79)
股东权益合计	8,002.15	8,288.69	8,879.33	9,645.88	10,631.61
负债和股东权益总计	16,501.69	16,279.50	20,847.86	18,785.79	25,451.41

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	269.72	408.72	862.75	1,121.97	1,442.78
折旧摊销	57.23	77.02	31.88	34.11	36.42
财务费用	244.85	184.67	276.14	303.75	330.74
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
经营活动现金流	358.91	989.47	(2,925.59)	6,443.03	(4,406.33)
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)
投资活动现金流	1,214.67	(12.79)	(30.00)	(50.00)	(20.00)
债权融资	3,951.31	3,092.70	5,637.06	3,227.34	5,855.01
股权融资	2,862.90	(142.41)	(233.60)	(262.41)	(289.39)
其他	(8,202.10)	(4,022.15)	(3,407.35)	(6,033.82)	(3,725.73)
筹资活动现金流	(1,387.89)	(1,071.85)	1,996.11	(3,068.88)	1,839.88
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	185.69	(95.17)	(959.48)	3,324.15	(2,586.45)

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,077.90	8,635.15	16,780.23	19,408.13	26,001.46
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	276.14	303.75	330.74
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)
营业利润	401.51	598.70	1,169.58	1,503.94	1,927.94
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
利润总额	408.31	625.93	1,183.87	1,520.68	1,947.88
所得税	138.58	217.21	321.12	398.71	505.10
净利润	269.72	408.72	862.75	1,121.97	1,442.78
少数股东损益	(16.50)	(26.43)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	286.23	435.14	862.75	1,121.97	1,442.78
每股收益(元)	0.27	0.41	0.81	1.06	1.36

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-8.68%	42.07%	94.32%	15.66%	33.97%
营业利润	-67.09%	49.11%	95.35%	28.59%	28.19%
归属于母公司净利润	-66.59%	52.03%	98.27%	30.05%	28.59%
获利能力					
毛利率	18.26%	13.61%	15.47%	15.84%	15.78%
净利率	4.71%	5.04%	5.14%	5.78%	5.55%
ROE	3.59%	5.24%	9.70%	11.61%	13.55%
ROIC	161.37%	22.13%	57.36%	22.34%	160.69%
偿债能力					
资产负债率	51.51%	49.09%	57.41%	48.65%	58.23%
净负债率	19.32%	9.54%	48.37%	-14.92%	35.51%
流动比率	1.43	0.97	1.21	1.40	1.31
速动比率	1.03	0.70	0.47	1.40	0.59
营运能力					
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	0.98	1.18
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.41	0.81	1.06	1.36
每股经营现金流	0.34	0.93	-2.76	6.08	-4.16
每股净资产	7.53	7.83	8.39	9.11	10.04
估值比率					
市盈率	47.53	31.26	15.77	12.13	9.43
市净率	1.70	1.64	1.53	1.41	1.28
EV/EBITDA	24.56	22.60	7.23	2.70	4.46
EV/EBIT	25.73	23.77	7.38	2.76	4.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 邮编：100031 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 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com