

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

地产服务 II

招商积余 (001914)

重大事件快评

买入

(调高评级)

2021 年 12 月 30 日

并购加速推进，非住优势进一步加强

证券分析师： 任鹤 010-88005315 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 0755-81981019 wangyuele@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001
联系人： 王静 021-60893314 wangjing20@guosen.com.cn

事项：

公司近期发布两则收购公告：1) 2021 年 12 月 30 日，公司收购中国南航集团物业管理有限公司 95% 股权，受让价格为 2.3 亿元，本次收购完成后，公司将持有南航物业 95% 股权，南航集团持有南航物业 5% 股权；2) 2021 年 12 月 25 日，公司收购上海航空工业集团物业管理有限公司 100% 股权，受让价格为 5362 万元。

国信地产观点：1) 公司整合以来首次落地并购项目，并购的加速推进有效加强非住优势；2) 受益于母公司托底定位，有望从新鲜项目资源中获益；3) 若将重资产部分按账面价值变现，则对应物业管理业务静态 PE 处于低位；4) 公司并购加速推进，业绩增长可期，我们预计公司 2021、2022 年的归母净利分别为 5.8、7.8 亿元，对应 EPS 为 0.55、0.74 元，对应最新股价的 PE 为 32.8、24.5 倍，维持“买入”评级。

评论：

■ 公司整合以来首次落地并购项目，并购的加速推进有效加强非住优势

公司非住物管业务发展良好，收并购事宜将进一步加强非住优势。公司发布的这两则收并购是整合以来首批落地的并购项目，标的南航物业与上航物业均为整体运作管理规范、且以非住业态为主的物管公司，能够提升公司在广州、上海市场的非住物管服务影响力，符合公司收并购战略方向。同时，我们按照受让价格除以 2021 年度推算净利润的口径计算，南航物业、上航物业此次股权转让价格对应 PE 分别为 7.5、4.8 倍，收购价格公允。

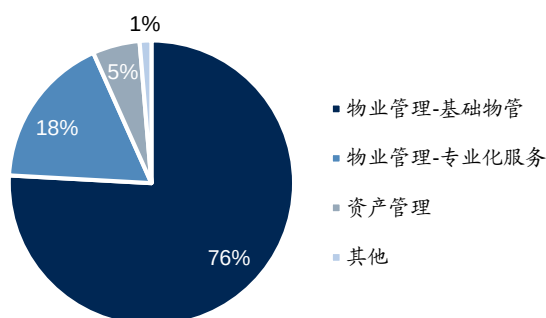
实际上，公司非住优势一向明显。2021 年前三季度，公司基础物管服务收入 57.6 亿元，占总营收比重 76%；基础物管服务收入中的 69% 来源于非住宅物业，仅 31% 来源于住宅物业。收并购的加速推进有利于扩大公司非住物业管理规模，进一步强化既有优势。

表 1：公司近期两则收并购事项基本信息

序号	公告时间	收购标的	管理规模 (万㎡)	2021E 净利润 (万元)	受让价格 (万元)	对应 PE	主营业务范围
1	2021/12/30	南航物业 95% 股权	60	2021H1 净利润 1537 万元， 推算全年净利润为 3074 万元	23000	7.5	主要为南航集团内部提供物业管理服务。服务项目涵盖办公类、作业类、居住类等多种物业业态，以作业区、办公物业服务为主。
2	2021/12/25	上航物业 100% 股权	222	2021 年 1-8 月净利润 752 万元， 推算全年净利润为 1129 万元	5362	4.8	主要为商飞集团及成员企业提供物业管理服务。服务内容涵盖常规服务与延伸服务，以礼宾、工程、保洁、安保、绿化、宿舍管理、机下作业为主。

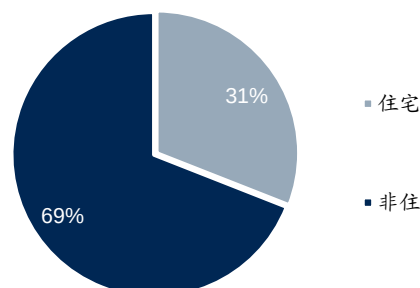
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 1：公司收入分业务类型占比，2021Q3



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：公司基础物管服务收入分物业类型占比，2021Q3

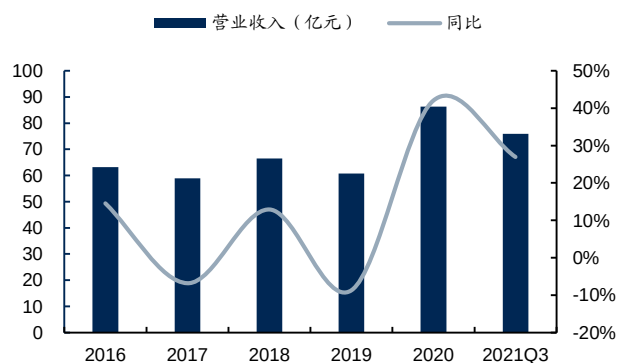


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 受益于母公司托底定位，有望从新鲜项目资源中获益

公司受益于大中型国央企开发商母公司的资源优势。除母公司自身开发建设的大量潜在合约项目资源以外，后危机时代的房地产行业将迎来格局重构，国央企将作为“信用中介”托底行业，行业被动进入“国进民退”。尽管国央企开发商在收并购中不一定能够“占到便宜”，但其下属物管公司势必从新鲜项目资源中获益，可预见住宅物管会因接管母公司的大规模新楼盘迎来量价齐升。2021 年前三季度，公司住宅基础物管服务毛利率为 5.8%，公司非住宅基础物管服务毛利率 11.5%。伴随大规模高毛利住宅新楼盘的注入，势必拉动公司整体毛利率提升。

图 3：公司近年营业收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：公司近年归母净利润及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 若将重资产部分按账面价值变现，则对应物业管理业务静态 PE 处于低位

为更好地专精轻资产业务，公司一直努力推动轻重资产分离。截止 2021 年三季度末，公司表内存货价值 14.8 亿元、投资性房地产 68.9 亿元，两者合计 84 亿元，将这部分重资产剥离并不影响主营业务的开展。基于此，我们假设能将重资产按照账面价值变现，则当前市值 201 亿元剔除重资产后余下的 117 亿市值；再从 2021 年预期归母净利润 5.8 亿元中扣除 20%来源于资管业务的部分，余下物管净利润约为 4.6 亿元，对应计算出的物业管理业务静态 PE 仅 25 倍左右，较行业可比公司估值处于低位。

■ **投资建议：并购加速推进，业绩增长可期，维持“买入”评级**

公司并购加速推进，业绩增长可期。我们预计公司 2021、2022 年的归母净利分别为 5.8、7.8 亿元，对应 EPS 为 0.55、0.74 元，对应最新股价的 PE 为 32.8、24.5 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**

公司收并购拓展竞争烈度超预期，在管面积增长不及预期，毛利率下行超预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2302	2957	3745	4712
应收款项	1652	2139	2834	3613
存货净额	1575	2062	2736	3491
其他流动资产	212	275	364	464
流动资产合计	5740	7432	9678	12280
固定资产	584	558	532	504
无形资产及其他	23	21	18	16
投资性房地产	9808	9808	9808	9808
长期股权投资	124	110	95	81
资产总计	16280	17928	20131	22688
短期借款及交易性金融负债	1949	2000	2000	2000
应付款项	775	1015	1346	1718
其他流动负债	3222	4216	5593	7138
流动负债合计	5945	7231	8940	10856
长期借款及应付债券	1144	1144	1144	1144
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	9254	10940	12833
少数股东权益	(18)	(40)	(69)	(107)
股东权益	8307	8715	9261	9962
负债和股东权益总计	16280	17928	20131	22688

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.41	0.55	0.74	0.94
每股红利	0.29	0.16	0.22	0.28
每股净资产	7.83	8.22	8.73	9.39
ROIC	4%	5%	7%	9%
ROE	5%	7%	8%	10%
毛利率	14%	13%	13%	13%
EBIT Margin	8%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	8%	7%	7%	7%
收入增长	42%	30%	33%	28%
净利润增长率	52%	34%	34%	28%
资产负债率	49%	51%	54%	56%
息率	1.6%	0.9%	1.2%	1.6%
P/E	43.9	32.8	24.5	19.1
P/B	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	37.5	34.3	27.8	23.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8635	11183	14817	18891
营业成本	7460	9785	12965	16530
营业税金及附加	75	97	128	164
销售费用	64	83	110	140
管理费用	349	452	598	762
财务费用	178	31	31	31
投资收益	4	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
其他收入	88	0	0	0
营业利润	599	735	984	1264
营业外净收支	27	0	0	0
利润总额	626	735	984	1264
所得税费用	217	184	246	316
少数股东损益	(26)	(31)	(42)	(53)
归属于母公司净利润	435	582	780	1002

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	435	582	780	1002
资产减值准备的增加（减少）	6	3	0	0
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	177	228	258
其它	(14)	(24)	(29)	(37)
经营活动现金流	906	799	1042	1288
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)	(175)	(234)	(301)
其它融资现金流	1259	51	0	0
融资活动现金流	(1005)	(123)	(234)	(301)
现金净变动	(104)	655	788	967
货币资金的期初余额	2405	2302	2957	3745
货币资金的期末余额	2302	2957	3745	4712
企业自由现金流	905	778	1018	1261
权益自由现金流	1338	806	995	1237

相关研究报告

《招商积余-001914-2020 年报点评：物管服务稳定增长，资管服务潜力十足》——2021-04-06

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