

招商积余 (001914.SZ)

善积余庆，再启征程

核心观点:

- **强于外拓，内效待升。** 过往三年公司合并口径物业收入 CAGR 6.7%，物业净利润 CAGR 29.6%，物业净利率持续改善，由 18 年 4.5% 持续提升至 20 年 6.7%。管理面积 3 年 CAGR 25.0%，拓展节奏较为积极，其中来自控股股东面积 CAGR 16.5%，第三方拓展面积 CAGR 31.3%，2020 年第三方拓展新增规模 2764 万方，在可比物业企业中排名第二。
- **并购落地，未来可期。** 21 年 12 月公司斩获 3 宗收并购项目，3 宗收并购金额总计约 3.3 亿元，若并表，预计可为公司带来 0.68 亿元的净利润（2021 年年化利润）。3 宗收并购平均估值为 5.4X，收并购估值远低于当前行业大宗收并购的平均估值。公司作为招商局集团轻资产管理平台，有望受益于“剥离重资产业务”下的收并购机遇。
- **降本增效，有的放矢。** 公司过往在经营上侧重点是融合兼顾外拓，向外部寻求增长，但对内管控效率提升速度依然较慢。以人均坪效作为内效考核指标，目前公司人均坪效 0.48 万方/人，较行业可比均值 0.7 万方/人仍有一定改善空间。当前管理团队履新，上半年来公司陆续开发 90 条举措，通过人员结构优化、停车场无人值守、推进人员外包等实现降本增效，未来公司降本增效提升可期。
- **盈利预测与投资建议。** 这一轮房地产市场的波动，仅有少部分优秀的央企/国企和真绿档的民企具备发行和承接市场机会的能力；公司背靠招商蛇口，未来或受益于招商蛇口的竞争优势。且团队迭代更新后，经营提质增效有望取得较好结果。预计 21-23 年招商积余的归母净利润分别为 5.76、7.88、9.32 亿元，CAGR 28.9%；对应 21 年 37.3XPE、22 年 27.3XPE，给予公司 22 年 35XPE，对应合理价值 26.01 元/股；给予“买入”评级。
- **风险提示。** 劳务成本上升、服务合同被终止或未续期、降本增效不及预期、资产剥离不及预期、行业政策风险。

盈利预测:

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,078	8,635	10,267	13,022	14,906
增长率 (%)	-8.7%	42.1%	18.9%	26.8%	14.5%
EBITDA (百万元)	679	744	852	1,179	1,418
归母净利润 (百万元)	286	435	576	788	932
增长率 (%)	-66.6%	52.0%	32.3%	36.8%	18.3%
EPS (元/股)	0.27	0.41	0.54	0.74	0.88
市盈率 (x)	75.17	52.46	37.31	27.26	23.05
ROE (%)	3.6%	5.2%	6.5%	8.1%	8.8%
EV/EBITDA (x)	33.95	31.73	25.69	18.16	14.82

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格	20.26 元
合理价值	26.01 元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-03

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1060.35/666.83
总市值/流通市值 (百万元)	21482.61/13510.02
一年内最高/最低 (元)	25.19/11.38
30 日日均成交量/成交额 (百万)	16.32/279.82
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	32.33/20.96

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001

021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

张春娥



SAC 执证号: S0260521120001

021-38003622



zhangchune@gf.com.cn

请注意, 乐加栋, 张春娥并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

招商积余 (001914.SZ): 降 2021-08-19

本增效成果显著, 新签合同额持续增长

招商积余 (001914.SZ): 规 2021-04-01

模利润双增长, 费用管控显成效

目录索引

一、善积余庆，再启征程.....	5
（一）多元摸索，终聚物业资产管理业务.....	5
（二）背靠招商蛇口，战略重塑&部门融合	6
二、强于外拓，内效待升.....	7
（一）内生外延兼顾，强于外拓	7
（二）业绩平稳增长，内效待升	11
三、过往不追，未来可期.....	21
（一）背靠大树，内生无虞.....	21
（二）或被忽略的成长力	25
四、盈利预测和投资建议.....	29
五、风险提示	32

图表索引

图 1: 公司发展历程简况.....	5
图 2: 招商积余股权结构.....	6
图 3: 招商积余职能部门.....	7
图 4: 可比公司管理面积及业态结构比较 (单位: 百万方, %)	9
图 5: 可比公司收入比较 (右轴为 21 年同比增速, 左轴单位: 亿元)	11
图 6: 可比公司毛利润比较 (右轴为 21 年同比增速, 左轴单位: 亿元)	12
图 7: 可比公司单面积创收能力比较 (单位: 元/平米)	12
图 8: 可比公司毛利率比较.....	13
图 9: 可比公司净利润及净利率比较 (单位: 亿元, %)	13
图 10: 可比公司基础物管业务经营情况比较	14
图 11: 招商积余分业态比例及平均物业费(2021 年上半年, 单位:元/平米/月).....	16
图 12: 可比公司增值业务收入及增速比较.....	18
图 13: 可比公司单面积增值创收能力比较 (元/平米/月)	19
图 14: 招商积余商业项目数分布情况	20
图 15: 招商积余剥离地产相关业务及资产的时间线	26
图 16: 上市公司披露的收并购数量及估值 (左轴: 收购数, 右轴: 估值)	27
图 17: 物业管理板块&国企代表物管公司 PE 估值的变化	32
表 1: 管理面积一览 (单位: 百万方)	8
表 2: 招商积余及可比公司管理面积业态情况 (单位: 百万方)	8
表 3: 招商积余及可比公司管理面积来源一览 (单位: 百万方)	9
表 4: 新增管理面积一览 (单位: 百万方)	10
表 5: 招商积余管理面积净增量拆分及预期 (单位: 百万方)	10
表 6: 招商积余基础物管收入及毛利情况.....	14
表 7: 可比公司物业费比较 (单位: 元/平米/月)	15
表 8: 招商积余专业化服务业务情况	17
表 9: 一般物管公司增值开展的业务情况汇总.....	18
表 10: 招商积余专业化服务业务情况	19
表 11: 招商积余专业化服务业务&资产管理业务情况	20
表 12: 房企违约情况一览.....	21
表 13: 主要房企经营信息汇总 (按照 21 年销售金额增速排序)	22
表 14: 关联公司销售面积对物业公司的净增量的覆盖率	23
表 15: 关联公司土地储备对管理面积的年化增速 (假设 3 年时间转化)	24
表 16: 资产剥离有望带来的现金情况	25
表 17: 公司近期三宗收并购情况 (单位: 亿元)	27
表 18: 近期管理团队变动情况	28

表 19: 可比公司 2020 年人均坪效比较 (万方/人)	29
表 20: 人均坪效变动对利润率的可能的影响分析	29
表 21: 招商积余基础物管收入预测	30
表 22: 专业化服务收入预测情况.....	30
表 23: 资产管理业务收入预测	31
表 24: 招商积余常态情境下预测数据	31

一、善积余庆，再启征程

（一）多元摸索，终聚物业资产管理业务

公司前身为深圳航空大厦实业有限公司，1994年3月改组为深圳市南光（集团）股份有限公司，同年9月于深交所上市；并于2006年完成股份制改革。2007年至2010年公司数次更名，于2010年更名为“中航地产股份有限公司”，并明确定位为专业的房地产开发企业。2011年公司首个购物中心“赣州九方”开业；2014年公司开始剥离非地产相关业务，逐步收敛多元业务布局。2016年，公司实施重大资产出售，转让了房地产开发业务相关的资产与负债；2018年5月，公司由“中航地产”更名为“中航善达”，开启聚焦物业资产管理业务的转型发展之路，由此也成为彼时继南都物业之后，A股第二家以物业服务为主业的物管公司。

2019年公司第一大股东中航国际控股筹划并完成将其所持公司约22.35%股份转让至招商蛇口，通过发行股份方式购买招商蛇口等持有的招商物业100%股权，由此公司第一大股东由中航国际控股转至招商蛇口。同年公司更名为“招商积余产业运营服务有限公司”，通过重组更名上市，启用新证券名称“招商积余”（代码：001914.SZ），成为央企背景A股物业管理行业龙头。2020年初，公司明确了“12347”发展战略，即以建设“国内领先的物业资产管理运营商”为目标，发展物业管理及资产管理两项核心业务。同年6月设立九个职能部门和两大事业群。截止2021年三季度，招商积余覆盖全国逾100个城市，在管项目数达到1626个，其中大客户在管项目64个；管理面积为2.15亿方。

图1：公司发展历程简况

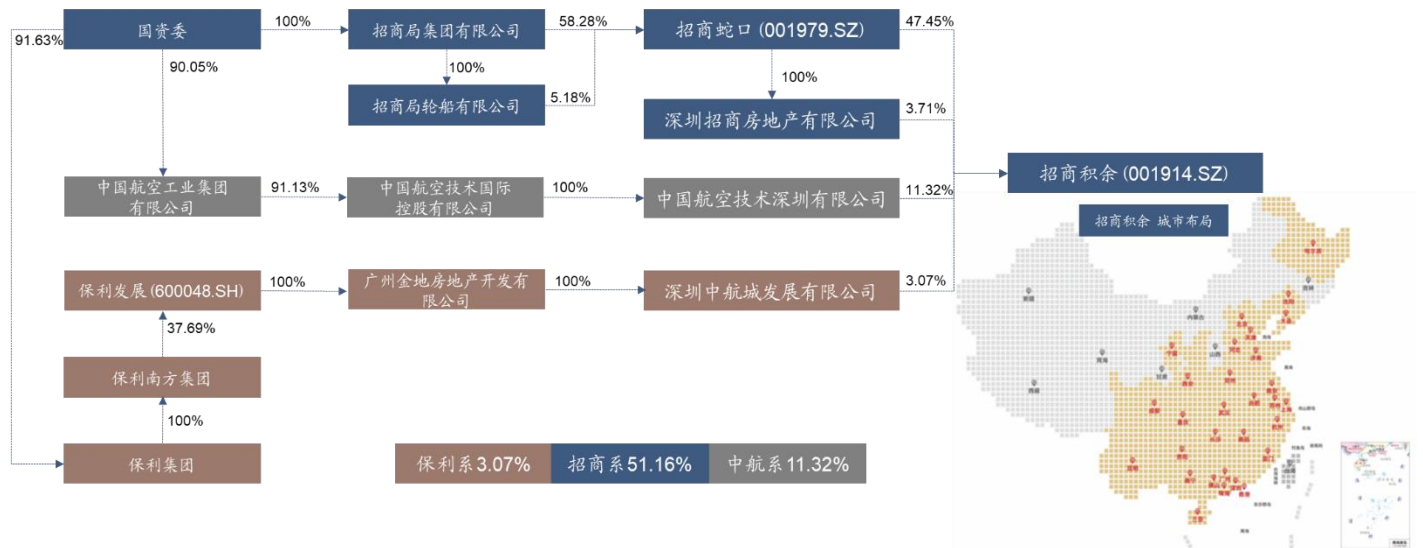


数据来源：公司官网，公司年度报告，公司半年报告，公司重大事项公告，广发证券发展研究中心

(二) 背靠招商蛇口，战略重塑&部门融合

截止2021年三季度，公司第一大股东招商蛇口合计持有公司股份51.16%，其中直接持有公司47.45%的股份，间接通过深圳招商房地产持有公司股份3.71%。实际控制人为招商局集团，最终控制人为国资委。从招商积余的股权结构看，主要有三大央企平台，分别为招商系（招商蛇口&深圳招商房地产）、中航系（中国航空技术深圳有限公司）、保利系（深圳中航城发展有限公司）；三大央企平台分别持有公司股份51.16%、11.32%、3.07%。其中中航系下属航空工业西飞自2020年4月减持0.72%股份后不再持有公司股份；中航系下属航空技术深圳公司自2020年4月29日开始，逐步减持，累计减持规模达到2503.29万股；最新减持预披露公告为2021年6月披露的拟以集中竞价或者大宗交易方式减持不超过5301.70万股股份，公告披露至今（2021年12月22日）尚无新进展。

图2：招商积余股权结构



数据来源：公司半年报公告，公司减持公告，wind，广发证券发展研究中心

重组完成后，招商积余积极推进公司战略落地及部门融合：

(1) 公司于2020年4月公告，明确了“12347”发展战略，具体为：1个目标“国内领先的物业资产管理运营商”；2个核心业务“物业管理及资产管理”；3个平台“成为招商局集团资产保值增值平台、成为招商蛇口持有资产运营的承载平台，成为招商蛇口产业数字化的标兵”；4个发展原则“专业化、集约化、生态化、市场化”；7个战略举措，其中7大战略举措中明确了内生、外延、整合等全方位的发展举措。

(2) 公司于2020年6月公告部门融合举措，整合了招商积余、招商物业、中航物业三总部职能，以“大物业+大资管”为主线，总部设立九个职能部门及两大事业群(物业BG、资管BG)；实现总部对业务的统筹管理，同时通过融合融效，充分激发组织活力。考虑到原中航物业及招商物业在覆盖城市上有一定的重合度，总部职能部门融合融效的后续或是对城市公司的进一步融合融效。

图3: 招商积余职能部门



数据来源: 公司半年报公告, 广发证券发展研究中心

二、强于外拓, 内效待升

截止21年上半年, 在28家主流物业管理企业中, 招商积余管理面积位列第7位, 收入规模位列第6位(其中增值服务收入规模位列第14位), 净利润位列第19位; 考虑到央企与民企在公司治理等多维度上可能存在差别, 我们选取保利物业、中海物业、华润万象生活、越秀服务及远洋服务5家央企/国企背景的物业管理公司作为可比对象进行对比分析。

(一) 内生外延兼顾, 强于外拓

1. 增长结构: 业态结构均衡

截止21年三季度末, 招商积余管理面积约2.15亿方, 较20年末增长12.6%。按照可比公司可比时间序列看, 截止21年上半年, 招商积余管理面积约为2.0亿方, 在可比公司中位列第3, **规模优势明显**。2018-2020年招商积余管理面积复合增速为25.0%, 可比物管公司平均管理面积复合增速为26.7%。绝对增量规模上, 2018年至2020年招商积余新增管理面积6869万方, 在可比物管公司新增管理面积中位列第2, 仅次于保利物业。

表1: 管理面积一览 (单位: 百万方)

在管面积	2018	2019	2020	2019H	2020H	2021H	18-20年 CAGR
招商积余	122.21	152.66	190.90	149.26	171.93	199.64	25.0%
增速		24.9%	25.1%		15.2%	16.1%	
可比均值	94.62	120.41	151.82	165.28	129.49	177.98	26.7%
增速		27.3%	26.1%		-21.7%	37.4%	
保利物业	190.52	287.00	380.10	260.33	316.84	428.24	41.2%
中海物业	140.90	151.40	182.30	142.20	157.50	233.00	13.7%
华润万象生活	84.60	101.19	118.60	93.31	106.59	135.84	18.4%
越秀服务	19.77	21.93	32.65	n.a	24.24	35.04	28.5%
远洋服务	37.30	40.53	45.45	n.a	42.30	57.79	10.4%

数据来源: 公司年报/半年报, 广发证券发展研究中心

分业态表现看, 截止21年上半年, 招商积余住宅管理面积为0.98亿方, 在可比物管公司中排列4/6; 2018-2020年招商积余住宅管理面积复合增速为20.7%, 可比物管公司住宅管理面积复合增速为17.4%; 绝对增量上, 18-20年招商积余住宅新增面积3015万方, 在可比物管公司中位列第2, 住宅增量中约64%的比重来源于母公司的扶持。

截止21年上半年, 招商积余非住宅管理面积为1.01亿方, 在可比物管公司中位列第2; 2018-2020年招商积余非住宅管理面积复合增速29.8%, 可比公司非住宅管理面积复合增速为64.9%; 绝对增量上, 18-20年招商积余非住宅新增面积3854万方, 在可比公司中位列第2, 非住宅增量中约46%的比重来源于母公司的支持。

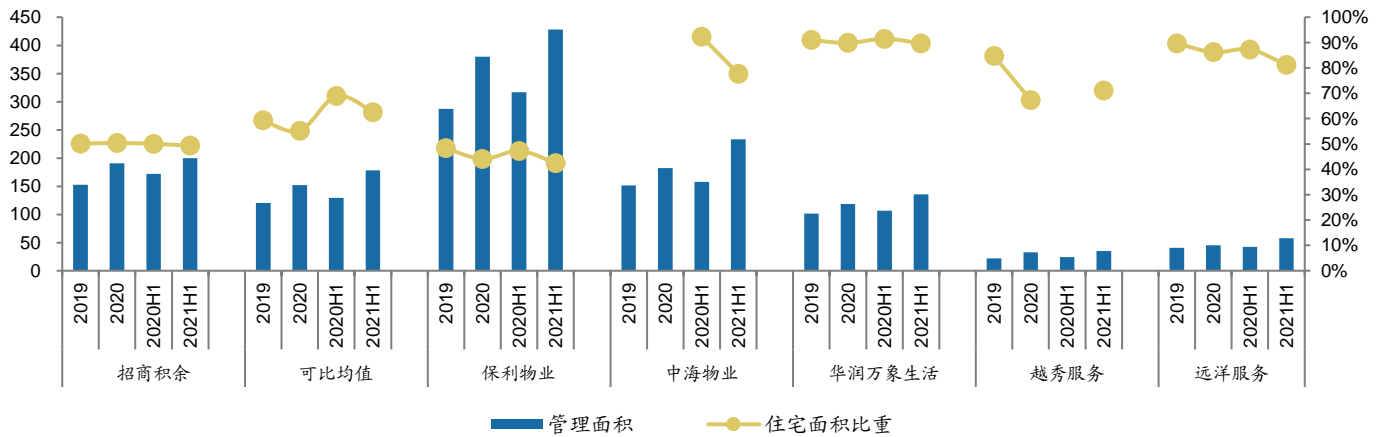
招商积余住宅业态与非住宅业态的面积比重较为均衡, 18-21年上半年, 住宅: 非住宅管理面积基本维持在接近1:1; 相比于可比公司住宅超60%的比重而言, 招商积余业态结构的均衡度领先于可比公司。

表2: 招商积余及可比公司管理面积业态情况 (单位: 百万方)

在管面积-住宅	2018	2019	2020	2019H	2020H	2021H	18-20年 CAGR	18-20年增量
招商积余	65.99	76.53	96.14	73.55	86.03	98.46	20.7%	30.15
增速	-	16.0%	25.6%	-	17.0%	14.4%	-	
可比均值	60.82	71.46	83.81	103.35	107.40	111.33	17.4%	22.99
增速	-	17.5%	17.3%	-	3.9%	3.7%	-	
在管面积-非住宅	2018	2019	2020	2019H	2020H	2021H	18-20年 CAGR	18-20年增量
招商积余	56.22	76.13	94.76	75.71	85.90	101.18	29.8%	38.54
增速	-	35.4%	24.5%	-	13.5%	17.8%	-	
可比均值	22.22	41.19	60.39	73.47	48.40	66.65	64.9%	38.17
增速	-	85.4%	46.6%	-	-34.1%	37.7%	-	

数据来源: 公司年报/半年报公告, 广发证券发展研究中心

图4: 可比公司管理面积及业态结构比较 (单位: 百万方, %)



数据来源: wind, 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心

2. 增长来源: 面积外拓为主

获取来源看, 截止21年上半年, 招商积余来自控股股东的管理面积为0.76万方; 第三方拓展的管理面积约为1.24亿方, 其中第三方拓展管理面积在可比物管公司中位列第二; 来源的结构里, 招商积余控股股东: 第三方拓展约为38%: 62%; 可比公司控股股东: 第三方拓展约为55%: 45%。

2018-2020年招商积余来自控股股东的管理面积复合增速为16.5%, 来自第三方拓展的管理面积复合增速为31.3%。绝对增量上, 18-20年招商积余来自控股股东及第三方的新增管理面积分别为1920万方、4949万方; 其中, **2020年招商积余新增第三方管理面积为2764万方, 高于同类型可比央企物业管理公司新增均值, 表明公司第三方拓展能力较强。**

表3: 招商积余及可比公司管理面积来源一览 (单位: 百万方)

在管面积-集团&合联营	2018	2019	2020	2019H	2020H	2021H	21H 来源比例	18-20 年 CAGR	18-20 年增量
招商积余	53.84	62.44	73.04	62.78	69.47	75.90	38.0%	16.5%	19.20
增速		16.0%	17.0%		10.6%	9.3%			
可比均值	57.32	80.21	93.77	106.53	100.09	118.30	66.5%	27.9%	36.45
增速		39.9%	16.9%		-6.0%	18.2%			
在管面积-独立第三方									
招商积余	68.37	90.22	117.86	86.48	102.46	123.74	62.0%	31.3%	49.49
增速		32.0%	30.6%		18.5%	20.8%			
可比均值	25.72	40.19	58.05	58.75	55.72	95.42	53.6%	50.2%	32.33
增速		56.2%	44.4%		-5.2%	71.3%			

数据来源: 公司年报/半年报, 广发证券发展研究中心

拓展的节奏上, 招商积余20年、21年H1的新增管理面积同比增速分别为+25.6%、-54.6%, 新增管理面积较上期末管理面积的比例分别为25.1%、4.6%; 同类型可比央企物业管理公司在20年、21年H1的新增管理面积同比增速分别为+21.8%、+188.1%, 新增管理面积较上期末管理面积的比例分别为26.1%、17.2%。

表4: 新增管理面积一览 (单位: 百万方)

新增管理面积	2019	2020	2019H	2020H	2021H	18-20年新增量
招商积余	30.45	38.24	27.05	19.27	8.75	68.69
增速	-	25.6%	-	-28.8%	-54.6%	
可比均值	25.79	31.41	70.66	9.08	26.16	57.20
增速	-	21.8%	-	-87.1%	188.1%	

数据来源: 公司年报/半年报, 广发地产小组测算, 广发证券发展研究中心

21年上半年公司管理面积净增量回落较大, 绝对增量上仅875万方的规模(占上期期末管理面积比例仅为4.6%)。我们拆分了公司管理面积来源, 拆分来源贡献看, 21年上半年控股股东增量287万方, 第三方拓展588万方, 其中控股股东增量主要为竣工的滞后性, 我们预计全年控股股东增量有望达到1220万方(见(2)关于控股股东增量的预测部分)。第三方拓展增量较少或为个别阶段增长的扰动, 公司过往第三方拓展一般为外拓项目, 无收并购, 目前公司收并购开始取得进展, 未来或有望持续为公司提供第三方增量。

关于管理面积的展望, 公司过往增长主要是依靠外拓及控股股东支持两个抓手。

(1) 公司第三方拓展规模较大, 过往三年维持在31%的CAGR, 外拓经营能力持续向好; 考虑公司较强的外拓能力, 我们认为公司有望保持当前外拓的优势; 但由于当前外拓市场上, 住宅竞争格局较为激烈, 我们预计公司未来三年住宅净增量分别在1000万方、900万方、800万方; 非住宅空间相比住宅更广, 我们预计公司未来三年非住宅增量分别为1500万方、1600万方、1700万方; 综上, 第三方净增量分别为2500万方、2500万方、2500万方。

(2) 公司来自控股股东的支持与其母公司竣工节奏相关, 我们根据公司控股股东的面积拿地力度、销售面积及土地储备预测公司21-23年销售面积约为1370万方、1380万方、1400万方, 并根据竣工面积=1/3*(过去三年销售面积)测算竣工面积; 结转面积为竣工面积的85%, 且来源于控股股东的住宅增量占结转面积的84%; 来源于控股股东的非住宅增量为竣工面积的25%; 据此预估21-23年来源于控股股东的住宅增量分别为900万方、950万方、990万方; 来源于控股股东的非住宅增量分别为320万方、330万方、350万方。

综上, 我们认为公司有望保持过往管理面积增量的能力, 预计21-23年公司管理面积净增量有望在3720万方、3780万方、3830万方。

表5: 招商积余管理面积净增量拆分及预期 (单位: 百万方)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
管理面积	122.2	152.7	190.9	228.1	265.9	304.2
增速	-	24.9%	25.1%	19.5%	16.6%	14.4%
控股股东管理面积	53.8	62.4	73.0	85.2	98.0	111.4
其中住宅管理面积		51.8	59.5	68.5	78.0	87.9
非住宅管理面积		10.7	13.5	16.7	20.0	23.5
第三方拓展管理面积	68.4	90.2	117.9	142.9	167.9	192.9
其中住宅管理面积		24.8	36.6	46.6	55.6	63.6
非住宅管理面积		65.4	81.3	96.3	112.3	129.3

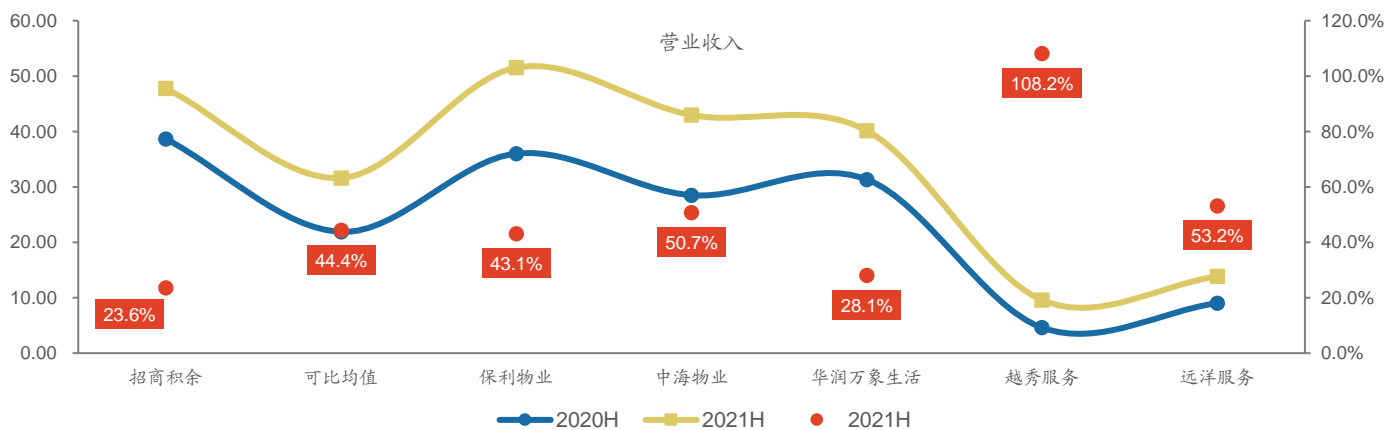
积余管理面积净增量	-	30.4	38.2	37.2	37.8	38.3
增速	-	-	25.6%	-2.8%	1.8%	1.3%
第三方净增量	-	21.8	27.6	25.0	25.0	25.0
增速	-	-	26.5%	-9.6%	0.0%	0.0%
其中住宅净增量	-	-	11.8	10.0	9.0	8.0
非住净增量	-	-	15.8	15.0	16.0	17.0
控股股东净增量	-	8.6	10.6	12.2	12.8	13.3
增速	-	-	23.3%	14.7%	5.6%	4.0%
其中住宅净增量	-	-	7.8	9.0	9.5	9.9
非住净增量	-	-	2.8	3.2	3.3	3.5
第三方净增占比	-	71.8%	72.3%	67.3%	66.1%	65.2%
控股股东净增占比	-	28.2%	27.7%	32.7%	33.9%	34.8%

数据来源：公司年报/半年报，广发地产小组预测，广发证券发展研究中心

（二）业绩平稳增长，内效待升

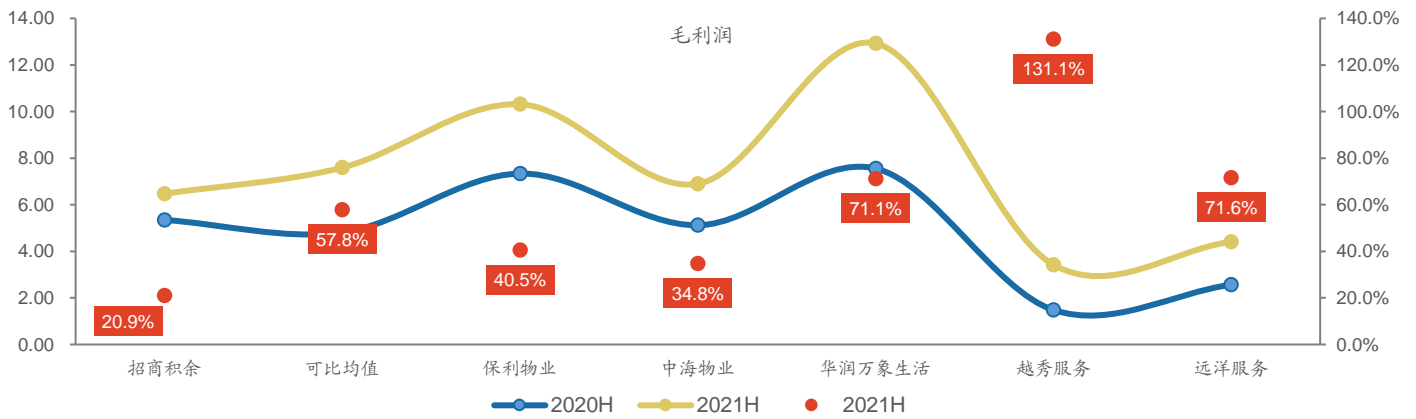
截止2021年上半年，招商积余营业收入规模在可比公司中位列第二（达47.79亿元，同比增长23.6%）；但毛利润低于可比标的均值，仅6.47亿元（同比增长20.9%），位列第四；公司净利润2.10亿元，同比增长35.6%；招商积余在创利能力上逊色于可比标的。2021年上半年毛利润同比增速弱于营业收入增速，主要为期内整体毛利率较上年同期收缩0.3pct所致；而净利润增速高于营业收入增速，主要为期内整体销管费率改善明显，由上年同期的4.9%收缩到21年上半年的4.0%，收缩约0.9pct。

图5：可比公司收入比较（右轴为21年同比增速，左轴单位：亿元）



数据来源：wind，公司财务报告公告，广发证券发展研究中心

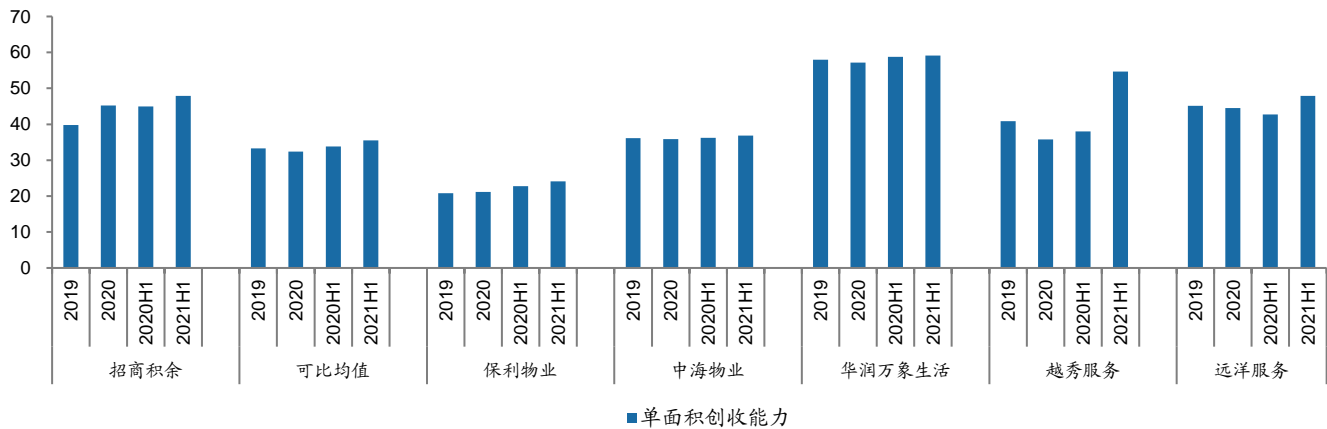
图6: 可比公司毛利润比较 (右轴为21年同比增速, 左轴单位: 亿元)



数据来源: wind, 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心

单面积创收 (营业收入/管理面积) 表现上, 19年来招商积余单面积创收能力逐步提升, 由19年的39.81元/平米提升至20年的45.23元/平米, 21年上半年增长值47.87元/平米。可比标的19年至20年单面积创收能力相对稳定, 保持在32-33元/平米的水平, 21年上半年提升至35.5元/平米。相比于可比公司, 招商积余有较强的单面积创收能力。

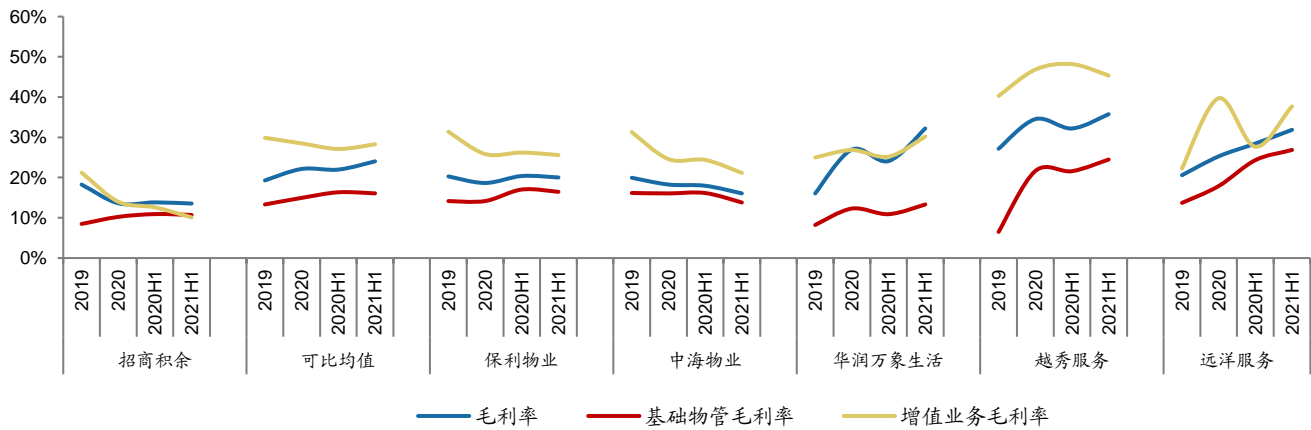
图7: 可比公司单面积创收能力比较 (单位: 元/平米)



数据来源: wind, 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心; 备注: 20H1 及 21H1 为(营业收入*2)/管理面积

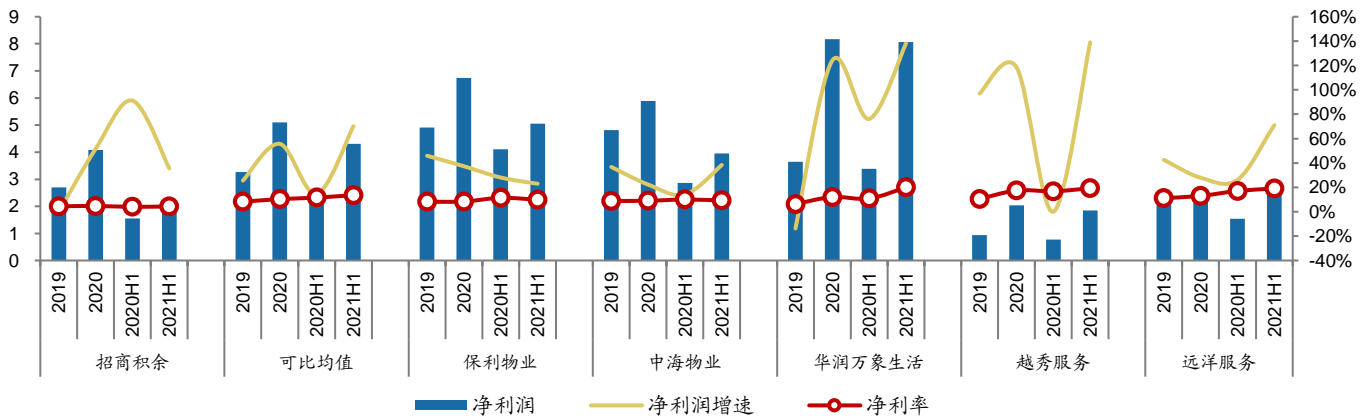
利润端: 截止2021年上半年, 招商积余毛利率13.5%, 同期可比物管公司平均毛利率为24.0%, 且过往三年可比物管公司平均毛利率呈现逐步提升的趋势, 而招商积余18年至20年毛利率下滑明显, 主要为房地产尾盘业务的亏损所致。净利率的角度看, 近年来招商积余的净利率基本在4%-5%的区间内, 可比物管公司的净利率平均水平在10%; 招商积余较低净利率的可能影响因素在于部分重资产项目的尾盘运营及折旧摊销成本拖累整体利润率表现。若剔除尾盘业务亏损的影响, 则净利率水平有望改善1.4%~1.7%的水平 (参考值为: 2019年-2020年年度数据)。

图8: 可比公司毛利率比较



数据来源: wind, 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心

图9: 可比公司净利润及净利率比较 (单位: 亿元, %)



数据来源: wind, 公司半年报, 广发证券发展研究中心

分业务结构看, 公司业务主要包含物业管理业务 (拆分为: 基础物管&专业服务)、资产管理业务及其他业务 (主要为房地产尾盘项目)。

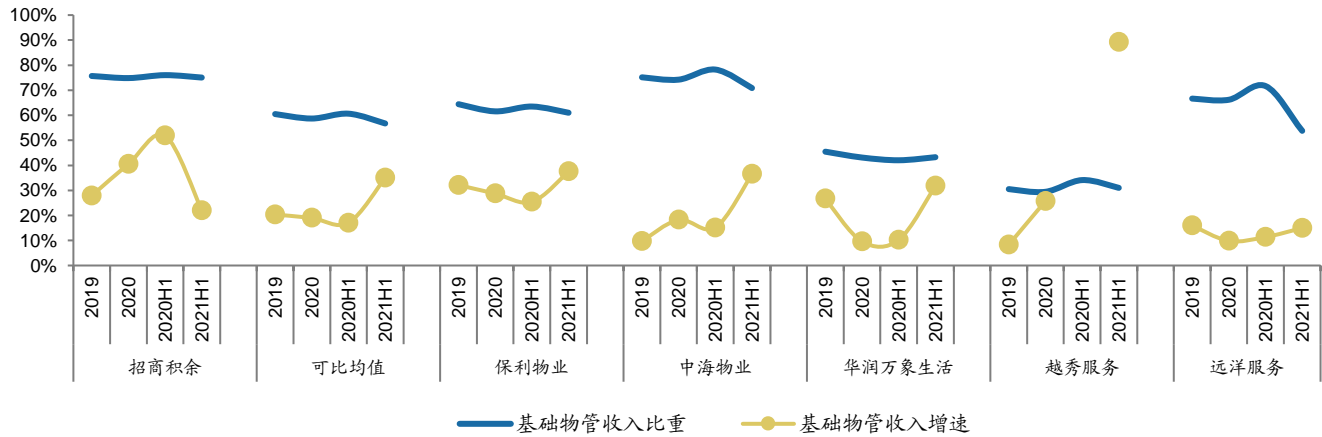
1. 基础物管: 以非住收入贡献为主

截止21年三季度末, 公司基础物管收入57.59亿元 (占总收入比重75.9%, 比重较上年同期提升3.6pct), 同比增长33.3%; 其中住宅收入17.83亿元, 非住宅收入39.76亿元, 占基础物管收入比重分别为31%、69%。过往三年公司基础物管年复合增速为34.0%; 其中住宅基础物管收入年复合增速90.7%, 非住宅基础物管收入年复合增速为20.5%; 主要为2019年12月并表招商物业所致, 且招商物业以住宅业态为主, 直接体现为住宅物管收入复合增速增长更快。若剔除合并带来的一次性增量影响, 公司依靠内生外延的方式在21年上半年同样取得较好的增长, 21年上半年公司基础物管收入同比增长22.0%, 其中住宅基础物管收入同比增长32.9%, 非住宅基础物管收入同比增长17.7%。

从基础物管占总收入比重看, 近年来可比公司基础物管收入占总收入的比重约为

60%，而招商积余基础物管收入占总收入的比重基本在75%的水平，高于行业表现；未来招商积余可通过提升专业化服务、资管业务等业务的增量达到不同业务收入结构的逐步均衡。

图10：可比公司基础物管业务经营情况比较



数据来源：wind，公司财务报告公告，广发证券发展研究中心

截止21年三季度末，招商积余基础物管毛利5.60亿元（占整体毛利润比重57.6%，较上年同期提升2.4pct），同比增长16.8%，其中住宅毛利1.04亿元，非住宅毛利4.56亿元，占基础物管毛利比重分别为19%、81%。2018-2020年，公司住宅及非住宅毛利的比重逐步趋于20%:80%。过往三年公司基础物管毛利复合增速38.0%，可比公司基础物管毛利复合增速为24.8%；若剔除公司合并招商物业带来的影响外，仅看21年上半年较20年上半年的同比增速表现，公司基础物管毛利上半年同比增速为19.4%，可比公司平均基础物管毛利上半年同比增速为32.9%。

过往三年公司利润端呈现逐步提升的趋势，整体基础物管毛利率由18年的9.6%略微提升到20年的10.2%，其中，住宅毛利率由18年的5.8%提升至20年的6.7%，非住宅毛利率由18年的10.4%提升至20年的11.9%。截止21年三季度末公司住宅、非住宅基础物管毛利率分别为5.8%、11.5%。

过往三年可比公司基础物管毛利率也呈现逐年改善的趋势，由18年的13.7%提升到20年的14.9%，2021年可比公司平均基础物管毛利率为16.1%。招商积余基础物管盈利弱于可比公司均值，可能的原因或在于公司单盘量较低、规模效应较弱，及公司管控效益上相对较弱；未来公司单盘量的提升或管控效益等的提升或均有望提升招商积余的基础物管盈利能力。

表6：招商积余基础物管收入及毛利情况

科目	2018	2019	2020	2021Q1~3	2019H1	2020H1	2021H1
营业收入：亿元	66.56	60.78	86.35	75.91	25.80	38.68	47.79
毛利润：亿元	13.07	11.10	11.75	9.72	5.28	5.35	6.47
基础物业管理收入：亿元	35.97	46.00	64.63	57.59	19.36	29.40	35.87
基础物管占营收比重	54.0%	75.7%	74.9%	75.9%	75.0%	76.0%	75.1%
住宅	5.68	8.35	20.65	17.83	2.82	8.37	11.12
非住宅	30.29	37.64	43.99	39.76	16.53	21.03	24.74
基础物业管理收入增速：%	-	27.9%	40.5%	33.3%	-	51.9%	22.0%

住宅	-	47.1%	147.2%	23.2%	-	196.6%	32.9%
非住宅	-	24.3%	16.8%	38.3%	-	27.2%	17.7%
基础物业管理收入结构: %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
住宅	15.8%	18.2%	31.9%	31.0%	14.6%	28.5%	31.0%
非住宅	84.2%	81.8%	68.1%	69.0%	85.4%	71.5%	69.0%
基础物业管理毛利: 亿元	3.47	3.90	6.61	5.60	2.11	3.21	3.84
基础物管毛利占整体毛利比重	26.5%	35.1%	56.3%	57.6%	40.0%	60.0%	59.3%
住宅	0.33	0.41	1.39	1.04	0.13	0.38	0.67
非住宅	3.14	3.49	5.23	4.56	2.23	2.83	3.17
基础物业管理毛利增速: %	-	12.3%	69.6%	16.8%	-	52.0%	19.4%
住宅	-	25.9%	236.1%	36.4%	-	196.5%	77.3%
非住宅	-	10.9%	50.0%	13.1%	-	27.2%	11.7%
基础物业管理毛利结构: %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
住宅	9.4%	10.6%	21.0%	18.6%	6.0%	11.8%	17.5%
非住宅	90.6%	89.4%	79.0%	81.4%	105.4%	88.2%	82.5%
基础物业管理毛利率: %	9.6%	8.5%	10.2%	9.7%	10.9%	10.9%	10.7%
住宅	5.8%	4.9%	6.7%	5.8%	4.5%	4.5%	6.0%
非住宅	10.4%	9.3%	11.9%	11.5%	13.5%	13.5%	12.8%

数据来源: 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心; 备注: 并表发生在 19 年下半年, 口径不一致, 表中使用财务口径

物业费 (在管收入/(管理面积*12)) 表现上, **招商积余物业费高于同类央企物业管理公司, 具备更强的物业管理溢价力。**可比时间序列数据显示, 招商积余及可比物管公司物业费呈现逐年提升的趋势, 2021年上半年招商积余平均物业费3.06元/平米/月, 同比增长1.4%; 可比物管公司平均物业费1.81元/平米/月, 同比增长2.3%。从平均物业费的提升绝对规模上, 招商积余及可比物管公司21年上半年均提升了0.4元/平米/月的水平。

拆分业态看, **招商积余住宅业态物业费在可比公司中处于低位, 非住宅业态物业费在可比公司中具备较强竞争力。**截止21年上半年, 招商积余平均住宅物业费1.91元/平米/月, 较上年末提升0.19元/平米/月的水平, 而平均非住宅物业费为4.21元/平米/月, 较上年末收缩0.12元/平米/月的水平, 可能的原因在于非住业态中低物业费的公共类项目增多 (公共类项目平均物业费2.56元/平米, 占非住宅面积比重由20年的19.6%提升到21年上半年的21.3%; 非住业态中高物业费业态比例由20年的54.8%下降到21年上半年的54.1%)。

表7: 可比公司物业费比较 (单位: 元/平米/月)

物业费	2018	2019	2020	2019H	2020H	2021H
招商积余	-	-	2.82	-	2.85	2.99
住宅	-	-	1.79	-	1.62	1.88
非住宅	-	-	3.87	-	4.08	4.08
可比均值	1.77	1.68	1.58	1.40	1.71	1.68
保利物业	1.27	1.12	1.08	1.17	1.20	1.22
住宅	1.66	1.72	1.72	1.88	1.81	1.85
非住宅	0.67	0.55	0.59	0.55	0.65	0.76

中海物业	2.21	2.26	2.22	2.27	2.36	2.18
华润万象生活	3.51	3.92	3.29	3.84	3.69	2.99
住宅	2.26	2.41	2.29	2.33	2.25	2.37
越秀服务	1.43	1.42	1.22	n.a	n.a	n.a
远洋服务	2.35	2.51	2.46	n.a	2.55	2.15
平均物业费						
招商积余			3.14		3.02	3.06
住宅			1.99		1.72	1.91
非住宅			4.29		4.33	4.21
可比均值		1.88	1.76	1.78	1.77	1.81
保利物业		1.34	1.24	1.35	1.26	1.30
住宅		1.88	1.88	1.92	1.88	1.93
非住宅		0.73	0.69	0.71	0.69	0.81
中海物业		2.34	2.43	2.28	2.41	2.44
华润万象生活		4.27	3.55	4.03	3.78	3.19
住宅		2.62	2.45	2.44	2.32	2.53
越秀服务		1.49	1.46	n.a	n.a	n.a
远洋服务		2.61	2.60	n.a	2.61	2.40

数据来源：公司年报/半年报，广发地产小组测算，广发证券发展研究中心；备注：18-19年因为口径问题未计算招商积余物业费情况；中海物业为基础物管收入/（管理面积*月份数）

图11：招商积余分业态比例及平均物业费(2021年上半年，单位:元/平米/月)



数据来源：公司财务报告公告，广发地产小组测算，广发证券发展研究中心；备注：非住细分业态比例为非住细分管理面积/非住宅管理面积；住宅及非住业态比例为住宅及非住宅管理面积相对总管理面积比例

2. 专业化服务：增值服务有较大改善空间

2018年至2020年末，公司专业化服务收入年复合增速136.6%，专业化服务毛利年复合增速84.4%，专业化服务收入及毛利的高增主要源于重组上市合并招商物业带来的一次性增量；若刨除并表带来的影响，仅看21年上半年较20年上半年的表现（可比时间段的表现），专业化服务收入增速为31.4%，专业化服务毛利增速为5.1%，公司专业化服务业务的内生性增长仍较好，但专业化服务盈利能力有所下

降。

21年三季度末公司专业服务收入为13.25亿元（占营收比重为17.4%，较上年同期收缩3pct），同比增长8.5%，专业化服务毛利为1.48亿元（占整体毛利比重为15.3%，较上年同期收缩3.9pct），同比下降32.6%。

分增值细分业务看，公司当前开展的增值业务主要为四大块，案场协销及房产经纪业务、设施管理服务业务、建筑科技服务业务及其他专业服务业务（如到家汇等社区零售业务）。四大增值业务截止21年三季度末分别实现营业收入4.20亿元（年化增速-21.1%）、2.79亿元（年化增速+12.9%）、2.49亿元（年化增速+17.3%）、3.76亿元（年化增速+101.7%），占专业化服务收入比重分别为31.7%、21.1%、18.8%、28.4%；从业务结构的变化看，21年三季度末公司其他专业化服务的占比有较为显著的提升，或源于公司积极培育云平台到家汇商城业务在前三季度实现了1.76亿元的营收（同比增长527.67%）拉动了其他专业化服务的收入增长。

表8：招商积余专业化服务业务情况

科目	2018	2019	2020	2021Q1-3	2020H1	2021H1
专业化服务收入：亿元	2.81	5.50	15.72	13.25	6.47	8.50
专业化服务占总营收比重	4.2%	9.0%	18.2%	17.4%	16.7%	17.8%
案场协销及房产经纪收入			7.10	4.20	3.00	3.14
设施管理服务			3.29	2.79	1.37	1.71
建筑科技服务			2.83	2.49	1.01	1.60
其他专业服务			2.49	3.76	1.08	2.05
其中：到家汇			0.28	1.76		
扣除到家汇的其他专业服务			2.21	2.00		
专业化服务分业务收入/专业化服务收入			100%	100%	100%	100%
案场协销及房产经纪业务			45.2%	31.7%	46.4%	36.9%
设施管理服务			21.0%	21.1%	21.3%	20.1%
建筑科技服务			18.0%	18.8%	15.6%	18.9%
其他专业服务			15.8%	28.4%	16.7%	24.2%
专业化服务毛利：亿元	0.65	1.17	2.20	1.48	0.82	0.86
专业化服务毛利占整体毛利比	4.9%	10.5%	18.7%	15.3%	15.2%	13.2%
案场协销及房产经纪收入					0.35	0.24
设施管理服务					0.14	0.14
建筑科技服务					0.13	0.20
其他专业服务					0.20	0.28
专业服务/在管面积：元/平米/月	0.19	0.30	0.69	0.68	0.63	0.71
专业服务/在管面积*：元/平米/月			0.38	0.47	0.34	0.45

数据来源：公司财务报告公告，广发证券发展研究中心；备注：*为剔除案场协销及房产经纪的专业服务/在管面积

我们梳理了一般物管公司增值服务开展的业务类别，招商积余在增值业务的拓展类别上比一般物管公司增值业务类别少，大部分物管公司在社区增值业务上着力拓展消费类业务（永续性），而招商积余则在21年才开始逐步发力到家汇商城业务。

截止21年上半年，可比公司平均社区增值收入占营收比重为15.6%，非业主增值收

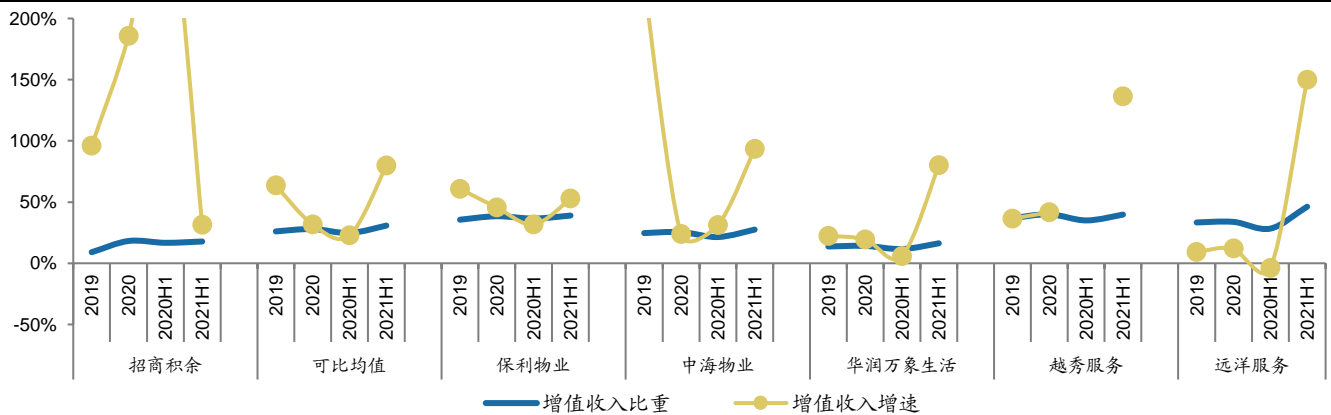
入占营收比重为15.2%（来自于关联方的扶持较多），增值收入合计贡献营收比重为30.8%，招商积余截止21年上半年增值收入贡献比重仅为17.8%（其中案场协销业务占营收比重仅6.6%，来自于关联方的扶持较少），未来招商积余在增值业务的开展及改善空间仍具备较强的潜力。

表9：一般物管公司增值开展的业务情况汇总

社区增值服务							
消费类业务	社区零售	家政保洁	居家养老服务	幼教/托管	维修保养	旅游	其他
空间运营类业务	租赁及管理停车位	租赁及管理公共区域	社区广告/社区媒体	会所运营	园区空间运营	其他	
后周期业务	经纪业务	软装业务	停车位销售	社区资产管理	其他		
非业主增值服务							
代销转销类	车位及房屋尾盘销售代理						
交付前服务	验房服务	施工现场服务	开荒清洁	案场咨询			

数据来源：公司三季报公告，广发证券发展研究中心；备注：浅粉色区域为招商积余21年三季报中涉及到的相关业务

图12：可比公司增值业务收入及增速比较



数据来源：wind，公司财务报告公告，广发证券发展研究中心

利润率的角度看：2018年至2020年来，公司专业化服务毛利率在18-19年保持在20%以上的毛利率水平，20年开始专业化毛利率下滑至15%以下，并于21年三季度进一步下滑至11.2%。

以可比公司可比时间点21年上半年数据看，招商积余增值业务毛利率为10%，同期可比公司增值业务毛利率均值为28%（其中社区增值毛利率34.5%，非业主增值毛利率21.9%）。招商积余毛利率弱于可比标的均值或源于其增值业务较可比公司而言相对单一，类别较少（主要为案场协销及房产经纪、设施管理服务及建筑科技服务三大类），且所开展增值业务盈利能力较弱（开展的相关业务毛利率基本在8%-12%）。

此外，相较于其他物业管理企业开展的很多代销转销业务，招商积余直接来自于招商局集团的扶持规模较少，且业主增值服务的直销抽成项目体量也较为有限，整体而言，我们认为后续公司增值服务收入及盈利能力还具备较大的提升空间。

表10: 招商积余专业化服务业务情况

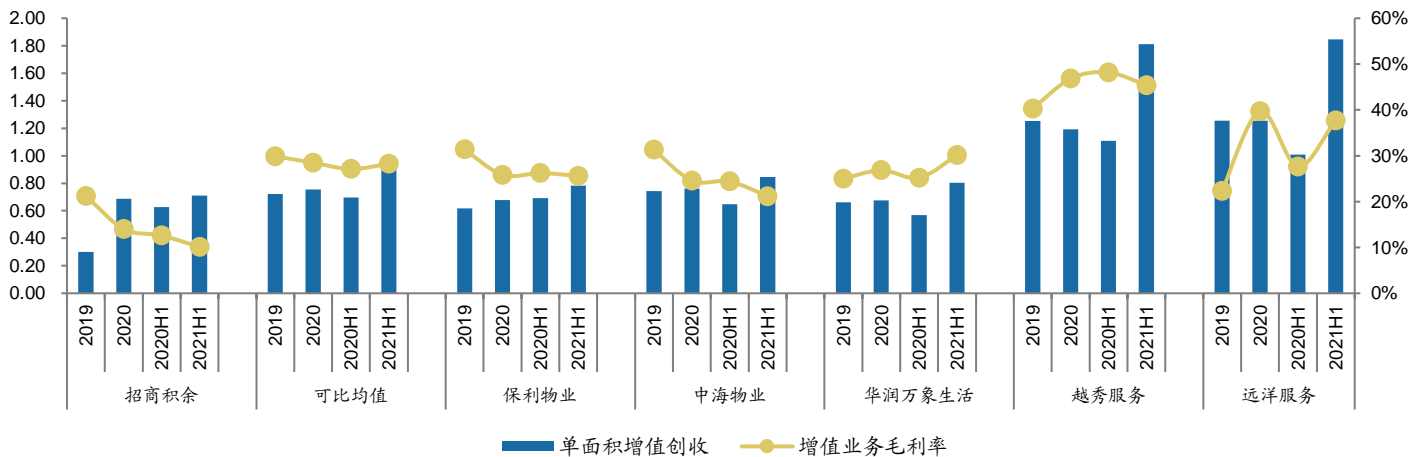
科目	2018	2019	2020	2021Q1-3	2020H1	2021H1
专业化服务毛利率: %	23.1%	21.2%	14.0%	11.2%	12.6%	10.1%
卖场协销及房产经纪					11.6%	7.7%
设施管理服务					10.0%	8.2%
建筑科技服务					13.2%	12.4%
其他专业服务					18.2%	13.5%
可比公司增值业务毛利率: %	30.7%	29.9%	28.5%	-	27.1%	28.3%
可比公司社区增值业务毛利率: %	30.8%	32.1%	22.0%	-	31.7%	34.5%
可比公司非业主增值业务毛利率: %	30.7%	27.5%	36.3%	-	23.2%	21.9%

数据来源: 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心

以专业服务/在管面积(专业化服务/(在管面积*月份数))的表现看,截止21年三季度末,招商积余每平方米管理面积创造增值价值约0.68元/平米/月;过往三年,公司每平方米管理面积创造增值价值逐步提升,由2018年的0.44元/平米/月提升至2020年的0.69元/平米/月,年复合增速为24.8%。

过往三年可比公司每平方米管理面积创造增值价值同样呈现稳步提升的趋势,由2018年的0.56元/平米/月提升至2020年的0.75元/平米/月,2021年上半年达到0.91元/平米;招商积余在21年上半年单面积增值创收能力约为0.71元/平米/月,相比于目前可比物管公司的增值创收能力仍有近30%的增长空间;若对标物业管理行业的均值,截止21年上半年物业管理行业平均增值创造能力约为1.07元/平米/月,则积余单面积增值创收能力较行业均值仍有近50%的增长空间。

图13: 可比公司单面积增值创收能力比较(元/平米/月)



数据来源: wind, 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心

3. 资产管理业务: 疫情冲击有所恢复但仍待改善

21年三季度末公司资产管理业务实现收入4.06亿元(占营收比重为5.4%,较上年同期提升0.1pct),同比增长30.1%,主要为20年受疫情影响较大,21年疫情虽有反复,但整体恢复率好于20年的表现。截止21年三季度末,公司资产管理业务毛利率为60.1%,较上年同期收缩4.2pct;近三年公司资产管理业务毛利率下滑较为明显,主要为20年来疫情的冲击。

分业务结构看，商业运营实现0.36亿元，同比增长102.8%；持有型物业出租及经营实现3.70亿元，同比增长25.7%。至21年上半年公司在管商业项目32个，管理面积158万方，其中管理公司自持项目4个，受托管理招商蛇口项目24个，第三方品牌输出项目4个；单项目资管贡献收入约为0.13亿元。

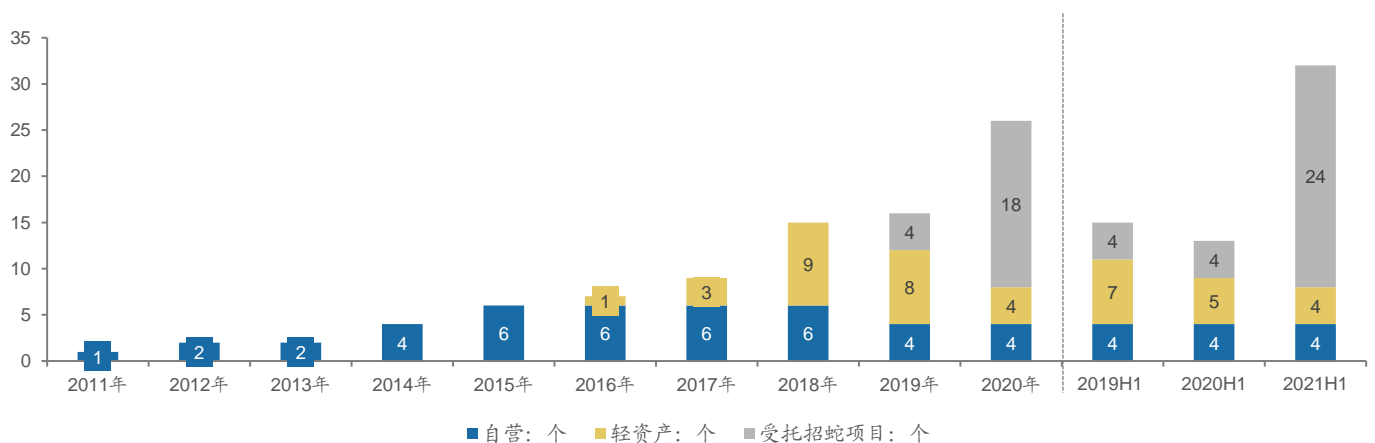
表11: 招商积余专业化服务业务&资产管理业务情况

科目	2018	2019	2020	2021Q1-3	2020H1	2021H1
资产管理业务收入: 亿元	6.32	6.17	4.34	4.06	1.85	2.70
资产管理业务占总营收比重	0.09	0.10	0.05	5.4%	4.8%	5.7%
商业运营		0.64	0.22	0.36	0.08	0.20
持有物业出租及经营		5.53	4.12	3.70	1.77	2.50
资产管理业务毛利: 亿元	4.69	4.51	2.57	2.44	1.14	1.63
资产管理业务毛利占整体毛利比	35.8%	40.6%	21.9%	25.1%	21.3%	25.3%
商业运营		0.43	0.06	0.15	0.02	0.09
持有物业出租及经营		4.08	2.51	2.29	1.12	1.55
资产管理业务毛利率: %	74.2%	73.1%	59.3%	60.1%	61.7%	60.4%
商业运营		66.6%	26.7%	42.6%	23.5%	43.2%
持有物业出租及经营		73.8%	61.0%	61.8%	63.4%	61.8%

数据来源: 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心

公司在20年初制定“12347”发展战略后，明确两大核心业务“发展物业管理及资产管理”。资产管理业务作为公司两大核心业务之一，未来也将是公司重点发展方向。21年上半年公司商业运营项目共有32个（4个自营，4个轻资产，24个为受托管理的招商蛇口项目）；其中4个重资产项目未来或有剥离的可能。此外，在招商蛇口成为公司控股股东后，公司在商业运营上也将持续获得招商蛇口的支持。2019年至2021年上半年公司新增来自于招商蛇口的项目支持分别为4个、14个、6个；未来随着招商蛇口在商业地产项目上的发力，给予招商积余的支持有望逐步加大。

图14: 招商积余商业项目数分布情况



数据来源: wind, 公司财务报告公告, 广发证券发展研究中心

三、过往不追，未来可期

招商积余虽重组上市时间较短，但溯及物业管理的相关经验，公司已走过近四十年。上市以来，公司多项经营指标较同行难言出彩。以2018-2020年三年考察看，招商积余（合并口径）营业收入年复合增速为6.7%，弱于同行平均25%以上的复合增速表现；净利润年复合增速29.5%，弱于同行平均40%以上的复合增速表现。另外从盈利能力的水平看，招商积余盈利能力较同行也有一定的改善空间。我们也观察到公司在行业层面、公司层面可能迎来的积极因素：

- (1) 民营地产出清下，央企/国企背景的物管公司迎来行业性机会；
- (2) 近期公司管理团队更替，或带来经营的持续向好；
- (3) 历史遗留的相关尾盘项目或有剥离的可能。

（一）背靠大树，内生无虞

2021年由恒大债务问题引发，购房者观望情绪增强，销售市场急速降温；叠加地方政府为管控烂尾楼的情况加强了对各地预售资金的监管，企业销售回款能力大幅受限，到位资金表现急剧恶化。行业各环节逐步在失去自循环能力，致使企业减少拿地、降薪裁员、甚至出现多家企业债务违约等。

表12: 房企违约情况一览

公司简称	违约分类	违约日期	违约内容
泰禾集团	实质违约	2020/8/1	2020年8月1日，泰禾集团宣布“18 泰禾 01”将无法按期兑付本息
福晟集团	实质违约	2020/11/19	2020年11月19日，福晟集团未能如期支付“18 福晟 02”利息及回售本金
华夏幸福	实质违约	2021/2/27	2月27日，华夏幸福发布公告称公司下属于子公司新增未能如期偿还本息金额 58.17 亿元债务情况，包括银行贷款、信托贷款、境外债券等债务形式
蓝光发展	实质违约	2021/7/13	7月13日，蓝光发展宣布公司未能于7月11日偿付中票本息金额 9.675 亿元
阳光 100 中国	实质违约	2021/8/11	2021/8/9，公司称预计难以如期支付8月11日到期的可转换债券本金及利息，正与持有人商讨延期；8月11日，公司公告称公司未能如期付款，已构成违约
花样年控股	实质违约	2021/10/4	10月4日，花样年控股发布公告称于当日到期的2.06亿美元优先票据并未如期付款；11月23日，花样年控股宣布本应11月25日支付的票据利息变更支付安排，20%将如期支付，80%延期1年支付；
新力控股集团	实质违约	2021/10/11	10月11日，公司宣布将于10月18日付款的2021年债券不能如期偿付
当代置业	实质违约	2021/10/26	10月11日，当代置业宣布2021年10月25日到期优先票据延期兑付正寻求同意，10月20日，公司中止该延期兑付征求，10月26日，公司宣布该笔票据未能如期兑付。
阳光城	债权展期	2021/11/2	11月2日，阳光城发布公告称2022年1月份前到期的美元债等公开市场债务均已与相关投资人沟通相应展期计划；11月3日，公司申请变更“20 阳光优”的兑付方案的议案被通过；11月5日，公司申请变更“18 阳光 04”和“20 华济建筑 ABN001 优先”的兑付方案的议案被通过
中国奥园	债权展期	2021/11/23	11月23日，奥园供应链一期资产支持票据延期赎回议案获通过；11月29日，奥盈供应链一期资产支持证券延期赎回议案获通过
中国恒大	即将违约	2021/12/3	10月20日，恒大宣布其9月份到期公募美元债券利息的30天宽限期未届满，随后于宽限期内完成付款；12月3日，恒大宣布集团不确定是否拥有充足资金继续履行财务责任

佳兆业集团	即将违约	2021/12/3	11月25日,佳兆业集团发公告称因无力支付2021年到期优先票据,寻求将其转换成2023年到期新债券;12月3日,该征求失败,公司不能保证到期还款
-------	------	-----------	---

数据来源:公司经营公告,广发证券发展研究中心

在房地产行业销售端、融资端、投资端等各环节转弱的趋势下,招商积余大股东招商蛇口在销售、投资、融资端的能力仍保持优于行业的表现。截止21年11月,招商蛇口累计销售金额增速25.6%,为TOP10房企中增速第一,远高于TOP100房企的平均增速(12.4%);1-11月累计拿地金额1818.2亿元(YOY+37%),权益拿地金额1057.6亿元(YOY+24%),拿地金额/销售金额为64.3%,位居行业前列。

表13: 主要房企经营信息汇总(按照21年销售金额增速排序)

公司名称	21E 销售 (亿元)	销售金额同比			拿地力度(拿地/销售金额)			21M1-11 信用及海外债 (亿人民币)		
		21E	21Q3	21Q4E	20	21Q1-3	21Q3	发行	到期	发行/到期
中国海外发展	3625	0%	-20%	-16%	38%	52%	100%	95	155	0.6
越秀地产	1084	13%	13%	0%	32%	88%	79%	52	56	0.9
远洋集团	1381	5%	9%	-12%	66%	36%	60%	184	158	1.2
招商蛇口	3150	13%	-19%	-15%	55%	64%	51%	235	172	1.4
雅居乐集团	1351	-2%	-23%	-32%	26%	33%	46%	80	129	0.6
宝龙地产	1015	24%	8%	-12%	54%	28%	45%	93	110	0.8
美的置业	1353	7%	-25%	-38%	26%	30%	44%	28	81	0.3
碧桂园	8000	1%	-20%	9%	30%	31%	43%	148	520	0.3
华发股份	1140	-5%	-39%	-32%	67%	28%	43%	96	50	1.9
首开股份	1184	10%	15%	-36%	56%	30%	41%	219	156	1.4
万科 A	6200	-12%	-28%	-33%	31%	35%	38%	280	213	1.3
保利发展	5300	5%	-12%	-12%	47%	35%	38%	196	138	1.4
龙湖集团	2796	3%	-21%	-8%	54%	44%	34%	90	195	0.5
龙光集团	1483	17%	-18%	0%	35%	38%	34%	117	139	0.8
金地集团	2800	15%	-4%	-29%	56%	50%	32%	165	232	0.7
华润置地	2979	4%	-19%	-28%	48%	48%	29%	150	114	1.3
滨江集团	1684	23%	9%	-11%	57%	44%	29%	59	48	1.2
中梁控股	1677	-1%	-23%	-32%	42%	39%	29%	71	89	0.8
建发股份	1561	20%	-19%	-40%	46%	59%	23%	79	86	0.9
绿城中国	3472	19%	30%	-32%	50%	49%	21%	84	125	0.7
旭辉控股集团	2457	6%	-23%	-31%	40%	34%	19%	123	193	0.6
新城控股	2371	-6%	-19%	-25%	50%	42%	18%	46	200	0.2
阳光城	1829	-16%	-8%	-59%	33%	19%	17%	63	154	0.4
建业地产	534	-22%	-14%	-60%	19%	26%	13%	17	116	0.1
中国金茂	2361	2%	-23%	-13%	45%	46%	12%	130	170	0.8
中南建设	1955	-13%	-28%	-48%	34%	20%	6%	46	90	0.5
融信中国	1550	0%	-1%	-41%	40%	40%	6%	52	225	0.2
祥生控股集团	940	-28%	-53%	-71%	20%	27%	6%	26	1	47.3
绿地控股	2825	-21%	-20%	-63%	26%	16%	5%	46	113	0.4

世茂集团	2780	-7%	-24%	-43%	30%	17%	5%	124	118	1.1
正荣地产	1414	0%	-16%	-44%	33%	29%	4%	146	191	0.8
金科股份	1900	-14%	-29%	-43%	40%	25%	3%	110	125	0.9
中骏集团控股	1053	4%	-19%	-30%	42%	39%	3%	55	110	0.5
融创中国	6000	4%	-24%	-29%	57%	22%	2%	146	265	0.6
中国恒大	4423	-39%	-53%	-100%	19%	7%	2%	82	625	0.1
荣盛发展	1300	2%	27%	-29%	22%	14%	0%	19	61	0.3
中国奥园	1230	-8%	-5%	-51%	60%	7%	0%	73	142	0.5
富力地产	1127	-19%	-28%	-49%	9%	3%	0%	53	257	0.2
禹洲集团	1051	0%	-19%	-11%	45%	5%	0%	57	129	0.4
合景泰富集团	1013	-2%	-29%	-35%	23%	2%	0%	44	112	0.4
佳兆业集团	976	-9%	-21%	-76%	55%	39%	0%	148	230	0.6
时代中国控股	972	-3%	-21%	-26%	22%	16%	0%	74	174	0.4
新力控股集团	805	-29%	-32%	-97%	16%	0%	0%	23	52	0.4
蓝光发展	489	-54%	-96%	-100%	39%	4%	0%	29	150	0.2
花样年控股	466	-5%	-16%	-65%	51%	27%	0%	45	116	0.4
当代置业	359	-15%	-6%	-84%	0%	36%	0%	21	54	0.4
泰禾集团					0%	0%	0%	0	96	0
华夏幸福					34%	0%	0%	0	186	0

数据来源：公司经营公告，Wind，克而瑞，广发证券发展研究中心；注：到期考虑了各家公司回购的情况

大股东的强势表现未来也将逐步体现在招商积余内生式增长上。2018年至2020年，招商蛇口销售面积/招商物业在管面积净增量基本可达到50%以上的覆盖率，而对招商积余整体净增量的覆盖率可达到30%以上。相比于其他关联地产公司销售面积对物管公司在管面积的净增量而言，招商积余的内生增长有较强的保障。截止21年上半年，招商蛇口可租售面积约为9831.99万方，对招商积余管理面积覆盖率为49%；若该部分面积在未来三年内完成转化，则可带来年化14%的增长空间。

表14：关联公司销售面积对物业公司的净增量的覆盖率

	2018	2019	2020	2019H	2020H	2021H
管理面积净增量：百万方						
保利物业	-	96	93	70	30	48
中海物业	-	11	31	1	6	51
华润万象生活	-	17	17	9	5	17
越秀服务	-	2	11	-	2	2
远洋服务	-	3	5	-	2	12
金科服务	-	31	36	13	9	31
雅生活服务	-	96	141	23	10	5
招商物业	-	16	21	4	10	4
招商积余	-	30	38	27	19	9
销售面积：百万方						

保利发展	28	31	34	16	15	17
中海地产	16	9	18	10	19	10
华润置地	12	13	14	6	6	10
越秀地产	3	3	4	2	2	2
远洋集团	5	6	7	3	2	3
金科股份	13	19	22	8	9	10
雅居乐	8	9	10	4	4	5
招商蛇口	8	12	12	5	5	8
销售面积/管理面积净增量						
保利物业	-	32%	37%	23%	50%	35%
中海物业	-	88%	58%	734%	314%	21%
华润万象生活	-	80%	82%	72%	117%	56%
越秀服务	-	161%	35%	-	66%	75%
远洋服务	-	197%	144%	-	123%	23%
金科服务	-	62%	63%	64%	93%	33%
雅生活服务	-	9%	7%	17%	42%	99%
招商物业	-	72%	60%	136%	52%	200%
招商积余	-	38%	33%	19%	26%	88%

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表15：关联公司土地储备对管理面积的年化增速（假设3年时间转化）

代码	名称	关联公司	关联公司代码	2021年土地储备 万方	2020年管理面积 万方	2021年H管理面积 万方	年化 增速
001914.SZ	招商积余	招商蛇口	001979.SZ	9,832	19,090	19,964	14.3%
央企类可比均值				7,129	13,079	15,293	13.6%
民企类均值				8,131	13,026	16,105	14.6%
06098.HK	碧桂园服务	碧桂园	02007.HK	27,880	37,731	42,911	18.2%
01209.HK	华润万象生活	华润置地	01109.HK	7,098	11,860	13,584	15.0%
01516.HK	融创服务	融创中国	01918.HK	27,820	13,510	17,343	37.6%
00873.HK	世茂服务	世茂集团	00813.HK	7,283	14,612	17,500	12.3%
03319.HK	雅生活服务	雅居乐集团	03383.HK	5,295	37,479	42,416	4.0%
09666.HK	金科服务	金科股份	000656.SZ	7,311	15,617	18,679	11.6%
02869.HK	绿城服务	绿城中国	03900.HK	6,034	25,050	27,200	6.9%
01995.HK	旭辉永升服务	旭辉控股集团	00884.HK	5,840	10,163	12,996	13.2%
06049.HK	保利物业	保利地产	600048.SH	21,321	38,010	42,824	14.4%
02669.HK	中海物业	中国海外发展	00688.HK	5,940	18,230	23,300	7.9%
03913.HK	合景悠活	合景泰富	01813.HK	2,317	4157.1	16511.5	4.5%
01755.HK	新城悦服务	新城控股	601155.SH	12,243	10,142	12,238	26.0%
09909.HK	宝龙商业	宝龙地产	01238.HK	3,836	2,297	2,522	36.1%
09983.HK	建业新生活	建业地产	00832.HK	5,621	10,002	11,495	14.2%
03316.HK	滨江服务	滨江集团	002244.SZ	1,426	1,996	2,489	16.3%
00606.HK	中骏商管	中骏集团控股	01966.HK	3,967	1,624	1,863	46.3%

06626.HK	越秀服务	越秀地产	00123.HK	2,809	3,265	3,504	21.7%
06677.HK	远洋服务	远洋集团	03377.HK	3,796	4,545	5,779	18.3%
09928.HK	时代邻里	时代中国控股	01233.HK	2,166	6,882	9,795	6.9%
06958.HK	正荣服务	正荣地产	06158.HK	2,930	4,128	5,624	15.0%
02156.HK	建发物业	建发国际	00223.HK	1,809	2,564	2,768	18.2%

数据来源：公司年报/半年报，广发地产小组测算，广发证券发展研究中心

（二）或被忽略的成长力

除却招商蛇口带来的内生增长外，我们认为公司未来仍有一定概率迎来经营或业绩的提升空间，源于两个因素：（1）公司重资产业务成功剥离并在收并购市场有所斩获；（2）公司提质增效取得成果。

1. 因素一：重资产剥离或取得进展

自2016年公司决定剥离市场前景不佳的房地产开发相关业务和资产，集中资源重点发展物业管理业务至今，公司已陆续转让了25个公司/资产。截止21年三季度末，公司存货价值为14.85亿元，投资性房地产价值为68.88亿元。

按照投资性房地产评估价值+存货评估价值-相关债务为资产剥离获得的相关现金，考虑到投资性房地产采用公允价值计量，故投资性房地产评估价值 \approx 投资性房地产期末余额；存货采用成本与可变现净值孰低计量，故存货评估价值 \approx 存货期末账面价值。

由于我们使用的数据为21年三季度的经营数据，考虑到资产的流动性及变现能力在不同期间或有变化，我们给予一定的折扣进行估算。根据对折扣变动幅度的敏感性分析显示，资产剥离或可获得的相关现金约为26~39亿元（对应折扣幅度为80%~95%）。资产剥离后带来的增量资金有望为公司补足资金带来更多业务增长。

表16：资产剥离有望带来的现金情况

折价幅度	95%	90%	85%	80%	75%	70%
预计获得现金：亿元	38.91	34.72	30.54	26.35	22.16	17.98

数据来源：广发地产小组预测，广发证券发展研究中心

图15: 招商积余剥离地产相关业务及资产的时间线



数据来源：公司出售/转让资产公告，广发证券发展研究中心

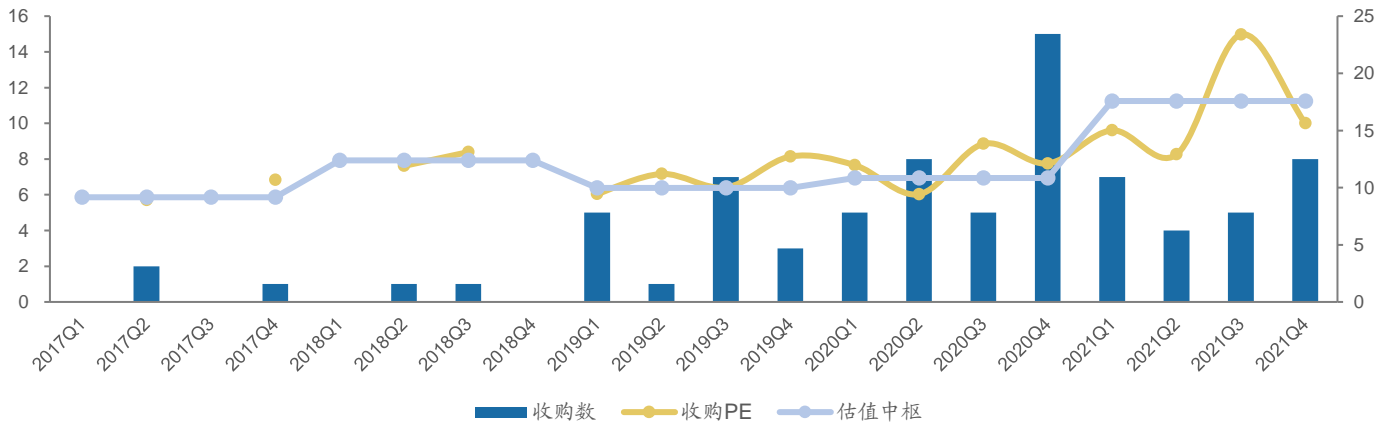
若未来公司将资产剥离所获得资金量用于收并购，且公司收并购估值维持在10-12X的区间内，那么这一行为也将进一步为公司的经营提供成长空间。

关于收并购估值维持在10-12X的理由如下：

(1)根据我们梳理的当前上市物管公司公告的收并购(仅针对物业管理公司的收购)案例来看，21年之前行业大宗收并购的估值基本在10-12X的区间内，2021年由于收并购市场竞争的加剧，行业大宗收并购估值平均上行到17.6X；21年Q3为估值高点，后估值下行较为明显，至21年Q4行业大宗收并购估值约为15.6X。

考虑到当下民营企业相继面临资金承压的困境，原先收并购的潜在需求方有可能逐步转变为潜在的供给方（如蓝光发展出售蓝光嘉宝服务于碧桂园服务以寻求资金压力的缓解），这类供需立场的转变一定程度上加大了市场的供给，同时也减少了需求者的竞争。我们预判在未来随着供需立场的转变，行业大宗收并购估值有较大的概率逐步恢复到10-12X的正常估值范围内。

图16: 上市公司披露的收并购数量及估值 (左轴: 收购数, 右轴: 估值)



数据来源: 公司收并购公告, 广发证券发展研究中心

(2) 另外值得一提的是, 21年12月招商积余披露的三宗收并购案例, 估值倍数基本在8X以内; 故, 基于行业供需格局的变化叠加招商积余近期收并购估值的水平, 我们认为招商积余未来收并购的估值有较大概率维持在过往行业大宗收并购估值10-12X的区间内。

表17: 公司近期三宗收并购情况 (单位: 亿元)

时间	收并购标的	20年收入	20年利润	21年年化收入	21年年化利润	收购标的金额	股权比例	股权价值	PE
2021/12/25	上海航空物业	1.62	(0.00)	1.67	0.11	0.54	100%	0.54	4.75
2021/12/30	南航集团物业	1.84	0.18	1.80	0.31	2.30	95%	2.42	7.87
2021/12/31	汇勤物业	4.95	0.19	6.29	0.26	0.46	65%	0.71	2.77

数据来源: 公司收并购公告, 广发证券发展研究中心

一旦公司资产顺利剥离, 无论后期是否用于收并购或者收并购进展是否顺利, 资产顺利剥离即可每年将其他业务的亏损及重资产持有摊销成本节省下来, 其中仅其他业务亏损这块约可增加公司净利润至少1亿元 (19-20年其他业务亏损净利润约为1.0~1.5亿元之间)。

2. 因素二: 团队履新提质增效可期

自重组上市后, 招商积余在战略、部门融合、人员跟进等多方面取得较大的进展。至21年半年报, 公司已基本完成城市公司组织架构调整、管理团队选拔配置、合署办公、人员归集等相关细项, 同步积极开展人岗匹配、机制统一、人效提升等工作。我们认为随着公司团队履新、融合融效的逐步推进, 提质增效有望取得较大进展。

表18: 近期管理团队变动情况

姓名	性别	出生年月	任职日期	职务	经历
聂黎明	男	1971年12月	2021/3/5	公司董事长,招商局蛇口工业区控股股份有限公司副总经理	曾任深圳经济特区房地产(集团)股份有限公司办公室主任,光明项目部经理,副总经理,招商局地产控股股份有限公司运营管理中心副总经理,云南公司总经理,重庆公司总经理,运营管理中心总经理,招商局蛇口工业区控股股份有限公司运营管理中心总经理,华北区域常务副总经理,华北区域总经理,深圳区域总经理。
陈海照	男	1977年7月	2021/2/4	公司总经理	曾任招商局物流集团有限公司业务发展部副总经理,深港区域副总经理,惠州公司总经理,业务发展部总经理,战略发展部总经理,招商局物流集团有限公司总经理助理兼任招商美冷(香港)控股有限公司总经理(CEO),中外运冷链物流有限公司党委书记,总经理,招商局漳州开发区有限公司总经理助理兼任福建省海韵冷链仓储有限公司董事长。
袁嘉骅	男	1966年1月	2021/4/23	招商九方商业管理(深圳)有限公司总经理	曾任凯德中国商场总经理、项目总、华南区、东北区、华中区、华北区区域总经理,凯德中国总部商用管理董事总经理
谢水清	男	1972年9月	2021/4/23	公司常务副总经理、党委副书记,物业BG总经理,中国物业管理协会副会长	曾任招商物业市场发展部、品质管理部总经理,总经理助理、副总经理、总经理
王苏望	男	1971年5月	2021/4/23	公司副总经理	曾任任中信证券股份有限公司投资银行部高级经理,招商证券股份有限公司投资银行总部董事总经理、投资银行总部战略客户部总经理
李石芳	男	1966年5月	2021/4/23	公司监事会主席、招商局蛇口工业区控股股份有限公司财务副总监	曾任江西省交通学校财会专业教师,招商局建瑞运输有限公司财务经理,深圳市招商创业有限公司财务部副总监、总监,招商局地产控股股份有限公司财务部总经理,招商局蛇口工业区控股股份有限公司运营管理部总经理(兼)
曾定	女	1974年9月	2021/4/23	招商局蛇口工业区控股股份有限公司财务管理部副总经理	曾任招商局蛇口工业区有限公司财务部会计主管,深圳市平方汽车园区有限公司财务部经理,招商局集团有限公司财务部经理、高级经理,深圳招商商置投资有限公司财务总监,招商局地产控股股份有限公司财务部副总经理,招商局蛇口工业区控股股份有限公司商业管理事业部财务总监兼深圳区域资产经营事业部财务总监、招商商业财务总监
唐坚	女	1977年8月	2021/4/23	招商局蛇口工业区控股股份有限公司风险管理部总经理助理(法律合规部副总经理)	曾任广东金地律师事务所律师,招商局地产控股股份有限公司法律事务部副主任法律顾问、高级经理、主任法律顾问,招商局集团有限公司风险管理部法务经理,招商局蛇口工业区控股股份有限公司法律事务部总经理助理、风险管理部总经理助理(法律合规部总经理助理)

数据来源: 公司管理变动公告, 广发证券发展研究中心

我们以人均坪效作为人效的评价指标,通过对比业态结构接近的物业管理公司人均坪效的情况,可观察到,可比标的之间人均坪效集中在0.6~0.9万方/人的水平,均值约为0.7万方/人,招商积余约为0.48万方/人,相比于可比标的均值仍有较大的改善空间。

公司21年半年报提到上半年公司开发举措90条,通过人员结构优化、集中采购、压减费用、停车场无人值守等关键举措实现降本增效;其中人员结构优化、推进人员

外包、智能化系统应用等相关举措均对人均坪效的改善有积极作用。

截止21年上半年主流物管公司平均人效改善幅度约为3.72%。我们以人均坪效改善幅度(0%~2.5%)为基础,做敏感性分析。在敏感性分析下,当公司人均坪效在22-23年每年改善1%的条件下,对应22-23年净利率可分别提升0.7pct、1.3pct。

表19: 可比公司2020年人均坪效比较(万方/人)

	招商积余	世茂服务	旭辉永升服务	保利物业	宝龙商业	越秀服务	合景悠活	正荣服务	对标均值
人均坪效	0.48	0.60	0.90	0.86	0.43	0.31	0.44	0.89	0.70

数据来源: 公司年报, 广发地产小组测算, 广发证券发展研究中心

表20: 人均坪效变动对利润率的可能的影响分析

净利率改善幅度	人均坪效改善幅度					
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
2022E	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%
2023E	0.0%	0.7%	1.3%	2.0%	2.6%	3.2%

数据来源: 广发地产小组预测, 广发证券发展研究中心

此外,值得一提的是,根据公司2020年报披露,为了更好地调动公司高管人员的积极性和创造性,公司也致力于进一步完善激励机制,促使高管人员在关注公司当期效益的同时,关注公司的长远发展;未来或可积极关注激励的相关进展。

四、盈利预测和投资建议

我们认为,当前市场由于前期招商积余经营业绩相对同行的较差表现,而对招商积余未来的经营预期有一定的低估。未来招商积余成长空间较大,公司可通过(1)剥离资产、(2)提质增效两条路径较好的实现业绩增长。

考虑到,这一轮房地产市场的波动,仅有少部分优秀的央企/国企和真绿档的民企具备发行和承接市场机会的能力;招商积余背靠招商蛇口,未来或受益于招商蛇口的竞争优势。我们看好招商积余在物业管理行业中的市场地位及未来的成长空间。

(1) 基础物业管理收入: 我们认为未来招商积余在非住宅业态的扩展上有望维持较为均衡的发展(高物业费业态:低物业费业态比例接近1:1),21-23年非住宅业态物业费预计分别为4.25元/平米/月、4.35元/平米/月、4.31元/平米/月。住宅业态扩张将主要来自于招商蛇口的贡献,考虑新盘物业费一般会比历史定价的项目较高,我们认为住宅业态21-23年物业费预计分别为2.0元/平米/月、2.04元/平米/月、2.08元/平米/月。结合上文(管理面积部分)对于管理面积的增量预测,我们预计**21-23年公司基础物管收入有望达到78.2亿元、102.1亿元、117.2亿元**(其中住宅基础物管收入分别为25.3亿元、30.5亿元、35.6亿元;非住宅基础物管收入分别为53.0亿元、71.7亿元、81.6亿元),对应增速分别为**21%、31%、15%**。

表21: 招商积余基础物管收入预测

	2020	2021E	2022E	2023E
基础物管收入: 亿元	64.63	78.2	102.13	117.15
增速		21%	31%	15%
住宅基础物管收入: 亿元	20.65	25.3	30.5	35.6
增速		22%	20%	17%
非住宅基础物管收入: 亿元	43.99	53.0	71.7	81.6
增速		20%	35%	14%
单面积物管费: 元/平米/月	3.14	3.11	3.45	3.42
单面积住宅物管费: 元/平米/月	1.99	2.00	2.04	2.08
单面积非住宅物管费: 元/平米/月	4.29	4.25	4.35	4.31

数据来源: 公司年报、广发地产小组预测, 广发证券发展研究中心

(2) 专业化服务收入: 考虑到当前公司专业化服务收入披露的细分业务收入规模完整年度仅2020年, 在做预测上, 我们首先假设2021年各细分业务规模为2021年前三季度的年化值(前三季度*4/3); 22-23年根据每个细分业务的勾稽关系进行预期, 根据我们的预期, 21-23年专业化服务收入规模预计可达到17.7亿元、20.9亿元、24.3亿元; 对应增速分别为12%、18%、16%。在此测算下, 专业化服务收入占总收入的比重21-23年分别为17.2%、17.3%、17.4%, 与当前可比标的的平均增值业务占总营收比重(约30%)仍有一定提升空间。

表22: 专业化服务收入预测情况

主要指标	单位	2020	2021E	2022E	2023E
专业化服务	亿元	15.7	17.7	20.9	24.3
增速	%	29%	12%	18%	16%
案场协销及房产经纪收入	亿元	7.1	5.6	6.4	6.7
设施管理服务	亿元	3.3	3.7	4.2	4.8
建筑科技服务	亿元	2.8	3.3	3.9	4.4
到家汇业务	亿元	0.4	2.3	3.4	4.9
其他专业化业务	亿元	2.1	2.7	3.0	3.4
专业化服务/物管收入	%	20%	18%	18%	18%
案场协销及房产经纪收入/招蛇销售金额	抽佣率	0.26%	0.18%	0.2%	0.2%
设施设备管理/非住宅面积	元/平米	3.48	3.13	3.15	3.15
建筑科技服务/住宅面积	元/平米	2.95	2.90	2.92	2.93
到家汇/住宅面积	元/平米	0.39	2.05	2.57	3.24
其他专业化服务/管理面积	元/平米	1.11	1.14	1.12	1.12

数据来源: 公司年报公告, 广发地产小组预测, 广发证券发展研究中心

(3) 资产管理业务收入: 公司资产管理业务分商业运营及持有出租两块, 商业运营主要为轻资产及受托招蛇项目带来的管理费收入, 持有出租主要为重资产运营部分, 包括租金收入。根据我们的预期, 21-23年资产管理业务收入规模预计可达到4.8亿元、5.2亿元、5.7亿元; 对应增速分别为10%、9%、9%。

表23: 资产管理业务收入预测

	单位	2020年	2021年	2022年	2023年
资产管理业务收入	亿元	4.3	4.8	5.2	5.7
增速	%	-30%	10%	9%	9%
商业运营	亿元	0.2	0.3	0.5	0.6
持有出租及运营	亿元	4.1	4.4	4.7	5.1

数据来源: 公司年报, 广发地产小组预测, 广发证券发展研究中心

(4) 其他业务收入: 公司其他业务主要为尾盘项目的运营, 近年来亏损金额在1~1.5亿元之间, 我们预计21-23年其他业务收入均为2亿元, 每年亏损1亿元。

综上, 我们预计招商积余2021-2023年归母净利润分别为5.76、7.88、9.32亿元, CAGR为28.9%; 对应21年37.3XPE、22年27.3XPE。

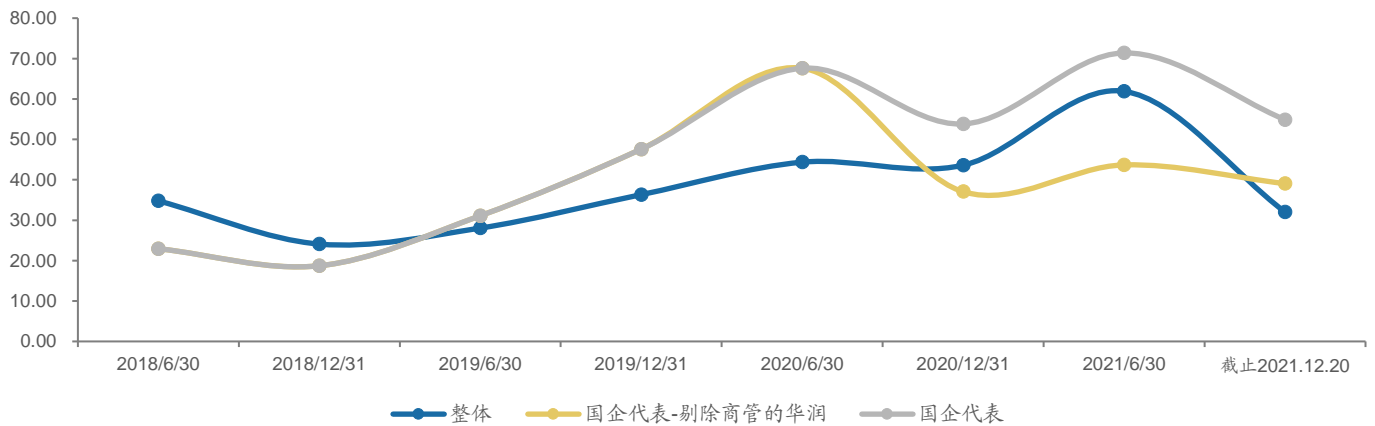
考虑到当前物业管理板块国企标的(剔除商管的华润万象生活)动态平均估值约39X, 给予公司22年35X的PE估值, 对应合理价值26.01元/股; 给予“买入”评级。

表24: 招商积余常态情境下预测数据

主要指标	单位	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入	亿元	86.35	102.67	130.22	149.06
增速	%		18.9%	26.8%	14.5%
物业管理收入	亿元	80.35	95.90	123.02	141.41
增速	%		19.4%	28.3%	15.0%
资产管理业务收入	亿元	4.34	4.77	5.21	5.65
增速	%		9.9%	9.2%	8.6%
其他业务收入	亿元	1.66	2.00	2.00	2.00
增速	%		20.4%	0.0%	0.0%
毛利润	亿元	11.75	88.90	111.95	126.98
物业管理毛利润	亿元	8.81	85.21	108.11	123.00
资管毛利润	亿元	2.57	1.99	2.14	2.28
其他业务毛利润	亿元	0.36	1.70	1.70	1.70
毛利率	%	13.6%	13.4%	13.1%	14.0%
物业管理业务	%	11.0%	11.1%	12.1%	13.0%
资产管理业务	%	59.3%	15.0%	15.0%	15.0%
归母净利润	亿元	4.35	5.76	7.88	9.32
增速	%		27.2%	36.8%	18.3%

数据来源: 广发地产小组预测, 广发证券发展研究中心

图17: 物业管理板块&国企代表物管公司PE估值的变化



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心; 备注: 数据截止 2021.12.20

五、风险提示

(一) 劳务成本上升的风险

未来依然存在人力成本上升对标的公司的盈利水平造成不利影响的可能。

(二) 服务合同被终止或未能续期的风险

公司提供的物业服务基于签署的物业服务合同。虽然公司的品牌影响力、高水平服务能力、质量控制能力能较好地保障标的公司被选聘的持续性,但仍可能存在服务合同被终止或未能续期风险,从而对业务发展、经营业绩及财务状况造成不利影响。

(三) 降本增效不及预期

公司降本增效可能不及预期,继而影响公司经营情况。

(四) 资产剥离不及预期

公司当前资产剥离仍存在一定的不确定性。

(五) 行业政策风险

物业管理行业受国家相关法律法规及政策的监管,相关法律法规及政策的变动会对公司主营业务产生一定影响,例如物业服务费的限价规定、房地产行业的限制政策。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,915	5,740	7,356	10,432	11,992
货币资金	2,405	2,302	2,502	3,804	4,300
应收及预付	1,200	1,254	2,021	2,612	3,059
存货	1,658	1,575	1,875	2,760	3,131
其他流动资产	652	609	958	1,255	1,502
非流动资产	10,586	10,539	10,486	10,434	10,381
长期股权投资	139	124	124	124	124
固定资产	601	584	534	484	434
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	25	23	20	17	15
其他长期资产	9,822	9,808	9,808	9,808	9,808
资产总计	16,502	16,280	17,842	20,866	22,373
流动负债	4,139	5,945	6,962	8,728	9,033
短期借款	350	360	250	500	300
应付及预收	1,310	778	1,112	1,418	1,505
其他流动负债	2,479	4,807	5,600	6,811	7,228
非流动负债	4,361	2,045	2,045	2,545	2,845
长期借款	1,971	1,144	1,144	1,644	1,944
应付债券	1,466	0	0	0	0
其他非流动负债	924	901	901	901	901
负债合计	8,500	7,991	9,007	11,274	11,878
股本	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060
资本公积	3,085	3,081	3,081	3,081	3,081
留存收益	3,838	4,167	4,743	5,531	6,463
归属母公司股东权益	7,984	8,307	8,883	9,671	10,603
少数股东权益	19	-18	-48	-78	-108
负债和股东权益	16,502	16,280	17,842	20,866	22,373

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,078	8,635	10,267	13,022	14,906
营业成本	4,968	7,460	8,890	11,195	12,698
营业税金及附加	16	75	62	52	89
销售费用	75	64	76	96	112
管理费用	379	349	417	526	612
研发费用	18	20	21	26	30
财务费用	236	178	80	106	130
资产减值损失	8	3	0	0	0
公允价值变动收益	-13	0	0	0	0
投资净收益	-3	4	1	3	1
营业利润	402	599	772	1,075	1,295
营业外收支	7	27	8	8	8
利润总额	408	626	780	1,083	1,303
所得税	139	217	234	325	401
净利润	270	409	546	758	902
少数股东损益	-17	-26	-30	-30	-30
归属母公司净利润	286	435	576	788	932
EBITDA	679	744	852	1,175	1,412
EPS (元)	0.27	0.41	0.54	0.74	0.88

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	359	989	394	663	537
净利润	270	409	546	758	902
折旧摊销	57	77	53	52	53
营运资金变动	-284	310	-289	-258	-559
其它	316	194	83	110	142
投资活动现金流	1,215	-13	8	10	8
资本支出	-44	-35	7	7	7
投资变动	-3	-5	0	0	0
其他	1,261	27	1	3	1
筹资活动现金流	-1,388	-1,072	-202	630	-50
银行借款	760	660	-110	750	100
股权融资	5	3	0	0	0
其他	-2,153	-1,735	-91	-120	-150
现金净增加额	186	-95	200	1,302	496
期初现金余额	2,182	2,367	2,302	2,502	3,804
期末现金余额	2,367	2,272	2,502	3,804	4,300

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-8.7%	42.1%	18.9%	26.8%	14.5%
营业利润增长	-67.1%	49.1%	28.9%	39.3%	20.4%
归母净利润增长	-66.6%	52.0%	32.3%	36.8%	18.3%
获利能力					
毛利率	18.3%	13.6%	13.4%	14.0%	14.8%
净利率	4.4%	4.7%	5.3%	5.8%	6.1%
ROE	3.6%	5.2%	6.5%	8.1%	8.8%
ROIC	3.4%	3.8%	4.7%	5.9%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	51.5%	49.1%	50.5%	54.0%	53.1%
净负债比率	106.2%	96.4%	102.0%	117.5%	113.2%
流动比率	1.43	0.97	1.06	1.20	1.33
速动比率	1.01	0.68	0.77	0.86	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.53	0.58	0.62	0.67
应收账款周转率	5.55	7.67	5.53	5.45	5.37
存货周转率	3.67	5.48	5.47	4.72	4.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.41	0.54	0.74	0.88
每股经营现金流	0.34	0.93	0.37	0.63	0.51
每股净资产	7.53	7.83	8.38	9.12	10.00
估值比率					
P/E	75.17	52.46	37.31	27.26	23.05
P/B	2.69	2.75	2.42	2.22	2.03
EV/EBITDA	33.95	31.73	25.69	18.16	14.82

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。