

招商积余 (001914.SZ)

百年积余，受益行业新时代

买入

核心观点

百年传承，继往开来。2019年公司重组更名上市，明确以“12347”为发展战略，确立了公司在物业管理行业的领先地位。公司第一大股东为招商蛇口，背靠国资，实际最终控制人国资委旗下的招商系、中航系、保利系共持股超六成，股权结构稳定。重组上市后，公司部门整合进展顺利，业务结构不断改善，2021年物业管理收入占比达94%。随着业务结构的不断成熟、经营效率提升、住宅新盘不断交付和高毛利非住业态不断扩展，公司盈利能力仍有较大提升空间。

背靠央企，内生与外延优势突出。母公司招商蛇口实力突出，在当前弱势的市场环境下保持着优秀的财务和稳定的销售增长。公司在管住宅项目625个，在管面积1.2亿平方米，其中来自母公司的在管面积为0.7亿平方米，占总在管面积的64.7%。近年来招商蛇口保持着稳定的销售增速和拿地力度，未来将更有力地支持物业板块地发展，公司未来在管面积地增长确定性有保障。

非住领域龙头，显著受益于市场格局重构。公司积极推行“大物业”战略，业态布局均衡，非住业态在管面积与住宅业态基本持平，同时非住业态端贡献收入较高。2021年底公司自整合以来首次落地并购项目，未来不但能受益于大中型国央企开发商母公司的资源优势，还能受益于行业格局重构，作为“信用中介”从新鲜项目资源中获益。今年年初，公司重资产剥离程序启动，有利于公司优化资产和债务结构，提高整体资产运营效率，若将公司重资产按照账面价值变现后进行重估，当前公司估值水平处于行业低位。

盈利预测与估值：公司背靠央企，内生与外延优势突出，作为非住领域龙头，公司业态布局均衡，将显著受益于市场格局重构。综合绝对与相对估值结果，我们认为公司股票价值在20.55至22.13元之间，较当前股价有36.5%至46.9%的空间，预计公司2022至2024年归属母公司净利润为6.5亿元、8.3亿元和10.1亿元，分别同比增长26.7%、28.1%、21.5%，按照最新股本的每股收益分别为0.61元、0.79元和0.95元，对应PE分别为24.6、19.2、15.8X，维持“买入”评级。

风险提示：地产开发超预期下行；公司在管面积增长不及预期；毛利率下行超预期；重资产剥离进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,635	10,591	12,762	16,144	20,180
(+/-%)	42.1%	22.6%	20.5%	26.5%	25.0%
净利润(百万元)	435	513	650	833	1012
(+/-%)	52.0%	17.9%	26.7%	28.1%	21.5%
每股收益(元)	0.41	0.48	0.61	0.79	0.95
EBIT Margin	7.7%	8.1%	7.4%	7.3%	7.1%
净资产收益率 (ROE)	5.2%	5.9%	7.2%	8.9%	10.2%
市盈率 (PE)	36.7	31.1	24.6	19.2	15.8
EV/EBITDA	34.1	27.1	26.4	22.6	19.8
市净率 (PB)	1.92	1.84	1.78	1.70	1.61

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

公司研究·深度报告

房地产·房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

联系人：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	20.55 - 22.13 元
收盘价	15.06 元
总市值/流通市值	15964/10045 百万元
52周最高价/最低价	22.38/11.10 元
近3个月日均成交额	179.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《招商积余-001914-重大事件快评：并购加速推进，非住优势进一步加强》——2021-12-30

《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

内容目录

百年传承，继往开来.....	5
重组更名上市，确立行业领先地位.....	5
背靠国资，股权结构稳定.....	5
部门整合进展顺利，提质增效可期.....	6
盈利能力仍有较大提升空间.....	8
背靠央企，内生与外延优势突出.....	9
母公司招商蛇口实力突出.....	9
增长确定性有保障.....	10
到家汇发展全面提速，专业化服务结构改善.....	14
非住领域龙头，显著受益于市场格局重构.....	15
积极推行“大物业”战略，业态布局均衡.....	15
整合以来首次落地并购项目，有望持续从新鲜项目资源中获益.....	18
轻资产运营平台能力提升，经营恢复.....	19
重资产剥离程序启动，重估后估值水平处于低位.....	20
盈利预测.....	21
假设前提.....	21
未来 3 年盈利预测.....	21
盈利预测的敏感性分析.....	22
估值与投资建议.....	23
绝对估值：每股价值为 20.55，较当前股价有 36.5%的空间.....	23
相对估值：每股价值为 22.13 元，较当前股价有 46.9%的空间.....	24
投资建议：合理价格区间为 20.55 至 22.13 元，维持“买入”评级.....	24
风险提示.....	24
估值的风险.....	24
盈利预测的风险.....	25
经营风险.....	25
其它风险.....	25
财务预测与估值.....	26
免责声明.....	27

图表目录

图 1: 公司股权结构简图.....	6
图 2: 公司营业总收入及同比增速.....	7
图 3: 公司归母净利润及同比增速.....	7
图 4: 公司物业管理服务收入及同比增速.....	7
图 5: 公司资产管理业务收入及同比增速.....	7
图 6: 公司其他业务收入及同比增速.....	8
图 7: 公司不同业务收入占总营收比重.....	8
图 8: 公司净利率、毛利率水平.....	8
图 9: 公司不同业务毛利率水平.....	8
图 10: 公司物业管理服务中基础物管、专业化服务毛利率水平.....	9
图 11: 招商蛇口销售金额.....	9
图 12: 招商蛇口销售面积.....	9
图 13: 招商蛇口净负债率和剔除预收账款后的资产负债率.....	10
图 14: 招商蛇口现金短债比.....	10
图 15: 招商蛇口综合融资成本.....	10
图 16: 公司基础物管收入及增速.....	11
图 17: 公司专业化服务收入及增速.....	11
图 18: 2021 年公司不同区域物业管理收入一览.....	12
图 19: 公司在管项目个数.....	12
图 20: 公司在管面积及同比.....	12
图 21: 来自母公司的在管面积及同比.....	13
图 22: 来自母公司的在管面积占比.....	13
图 23: 公司住宅基础物管收入及增速.....	13
图 24: 公司住宅业态在管项目个数.....	14
图 25: 公司住宅业态在管面积及同比.....	14
图 26: 住宅业态来自母公司的在管面积及同比.....	14
图 27: 住宅业态来自母公司的在管面积占比.....	14
图 28: 公司非住基础物管收入及增速.....	16
图 29: 公司非住业态在管项目个数.....	16
图 30: 公司非住业态在管面积及同比.....	16
图 31: 非住业态来自母公司的在管面积及同比.....	17
图 32: 非住业态来自母公司的在管面积占比.....	17
图 33: 公司住宅与非住在管面积占比.....	17
图 34: 公司住宅与非住贡献基础物管收入占比.....	17
图 35: 公司非住业态收入贡献比例.....	18
图 36: 公司非住业态在管面积比例.....	18
图 37: 公司非住细分业态在管面积及增速（万平方米）.....	18

图 38: 公司非住细分业态物管收入及增速 (万元)	18
图 39: 公司住宅、非住业态毛利率水平	19
图 40: 公司商业运营收入及增速	20
图 41: 公司持有物业出租经营收入及增速	20
表 1: 公司历史沿革	5
表 2: 公司物业管理业务营收排名前五的区域	11
表 3: 公司近期两则收并购事项基本信息	19
表 4: 公司各项业务预测表	21
表 5: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)	22
表 6: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)	22
表 7: FCFF 现金流折算法计算简表 (单位: 百万元)	23
表 8: 资本成本假设	23
表 9: FCFF 估值模型相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	23
表 10: 可比公司估值比较	24

百年传承，继往开来

重组更名上市，确立行业领先地位

招商积余产业运营服务股份有限公司（简称“招商积余”），是招商局集团旗下从事物业资产管理与服务的平台企业，控股股东为招商蛇口，公司总部位于深圳。

2019年，公司积极响应国资委瘦身健体、聚焦主业、提质增效要求，通过物业管理行业横向整合，收购中航善达并注入招商物业，完成了公司重大资产重组，通过重组更名上市，启用证券简称招商积余，证券代码 001914，进一步确立了公司在物业管理行业的领先地位。

随后，招商积余明确以“12347”为发展战略，以建设“中国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；在战略协同方面，致力于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；坚持专业化、集约化、生态化、市场化的“四化”发展原则，通过七大战略举措，推动战略实施落地。

公司根据行业形势研判，结合自身发展优势、能力和资源禀赋，强化“大物业”战略发展选择，提炼并推动“沃土云林”商业模式落地。宽厚“沃土”，深耕物业基础管理沃土，逐步实现高密度布局，以规模化发展形成集约效应；广袤“云”层，依托旗下到家汇平台增值业务，充分发挥招商局集团资源协同，将线上业务延伸到物业管理的各个领域形成广袤云层；茂密盛“林”，培育全国性专业公司成长为茂密森林，与沃土紧密结合发挥“根系”作用，带动整个专业森林持续壮大，生生不息。

表1：公司历史沿革

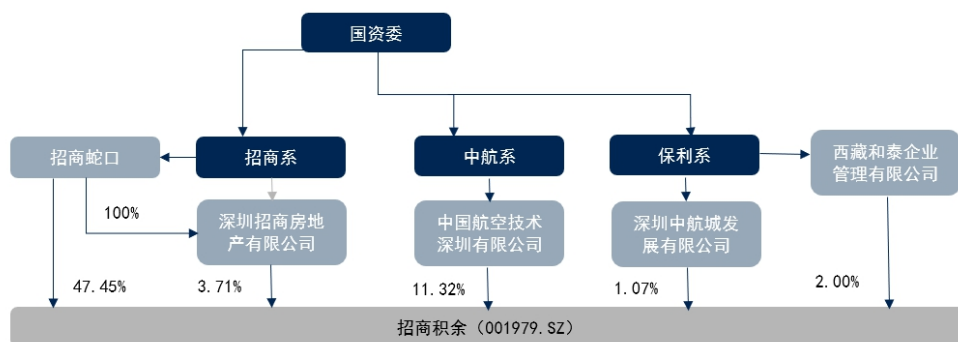
年份	事件
1872	招商轮船局成立
1914	积余产业股份有限公司成立
1979	招商局蛇口工业区成立
1985	深圳航空大厦实业有限公司成立
1983	招商物业的前身蛇口工业区建设指挥部房地产科房管组成立
1994	深圳南光集团股份有限公司在深交所上市（深南光）
1998	招商局物业管理有限公司成立
2007	深南光更名为深圳中航地产股份有限公司（中航地产）
2018	中航地产更名为中航善达股份有限公司
2019	招商蛇口收购中航善达并注入招商物业，中航善达更名为招商局积余产业运营服务股份有限公司，通过重组更名上市，启用证券简称招商积余，证券代码 001914

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

背靠国资，股权结构稳定

公司第一大股东为招商蛇口，截至 2021 年末，招商蛇口直接持有公司 47.45% 的股份，并间接通过深圳招商房地产持有公司 3.71% 的股份，合计持有公司股份占比 51.16%。此外，中航系旗下的中国航空技术深圳有限公司持有公司 11.32% 的股份，保利系旗下的深圳中航城发展有限公司和西藏和泰企业管理有限公司分别持股 1.07%、2.00%。从公司的股权结构看，公司背靠国资，实际最终控制人国资委旗下的招商系、中航系、保利系共持股超六成，股权结构稳定。

图1：公司股权结构简图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

部门整合进展顺利，提质增效可期

2020年6月，公司审议通过了《关于公司组织架构调整的议案》，为适应公司新制定战略规划落地和融合融效发展的要求，按照战略导向、整体优化、精简高效、优势互补的组织优化思路，公司总部设立九个职能部门和两大事业群。九个职能部门分别为战略管理中心、投资管理中心、科技与创新中心、财务管理中心、综合管理中心、风控法务部、安全生产监督管理部、监察部、董事会秘书办公室，两大事业群分别为物业事业群（简称“物业BG”）和资管事业群（简称“资管BG”）。

基于战略落地、业务发展、管理提效，公司围绕组织、人才、机制、体系等方面，深化总部整合融效、加速推进城市公司整合融合。公司实施总部-城市公司-项目三级管控模式，减少管理层级，实现扁平化管理，提高决策效率，打造经营型总部。结合公司发展实际，以市场发展合力、产品类型互补、资源协同互利等为原则，公司对两个物业平台的城市公司进行整合，打造灵活有战斗力的前端市场经营主体。公司还制定了业务融合关键事项操作指引，推进业务系统的统一，确保业务融合有序开展。目前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、人员归集等相关事项，同步积极开展人岗匹配、机制统一、人效提升等工作，助力融合取得实效。

公司物业管理业务多年的发展，聚集了覆盖不动产全生命周期各环节的专业人才队伍。同时，随着近年来在跨界业务和创新业务的探索，逐渐形成复合型创新人才的培养机制。经过长时间的内部整合及组织架构调整，公司在重组后的部门整合进展顺利，我们相信公司未来将会在全流程经营中提质增效，逐渐消除整合阵痛期带来的影响，显著提升经营效率。

业务结构不断改善，物业管理收入占比达 94%

公司作为招商局集团旗下从事物业资产管理与服务的主平台企业，主要业务包括：

1、物业管理业务：公司物业管理业务服务业态多元，以“机构+住宅+城市服务”并驾齐驱，涵盖住宅、办公、商业、园区、政府、学校、医院、场馆、交通、城市空间等细分业态，进驻全国超 100 个城市。公司物业管理业务服务内容分为基础物业管理、平台增值服务、专业增值服务。

2、资产管理业务：公司资产管理业务主要为商业运营、持有物业出租及经营。

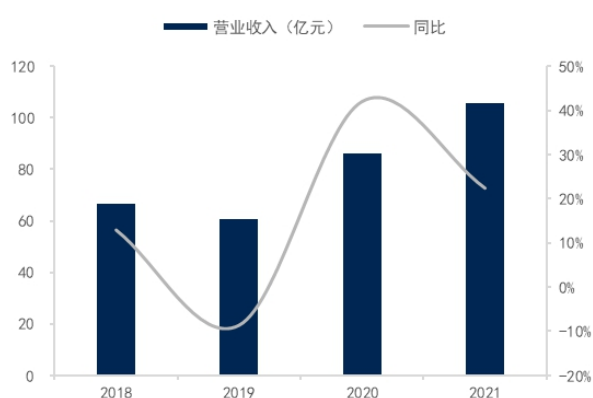
3、其他业务：其他业务为剩余房地产开发业务，因业务发展战略调整，公司已于

2016 年将部分房地产开发业务相关资产与负债出售，自该次重大资产出售后，公司不再从事新的房地产项目开发业务。

自 2019 年完成重大资产重组，招商物业纳入公司合并表范围后，公司逐渐剥离重资产，业务结构不断改善，物业管理服务收入占营业总收入比重逐渐加大，2021 年公司三个业务收入分别占总营收的 93.6%、5.3%、1.2%。

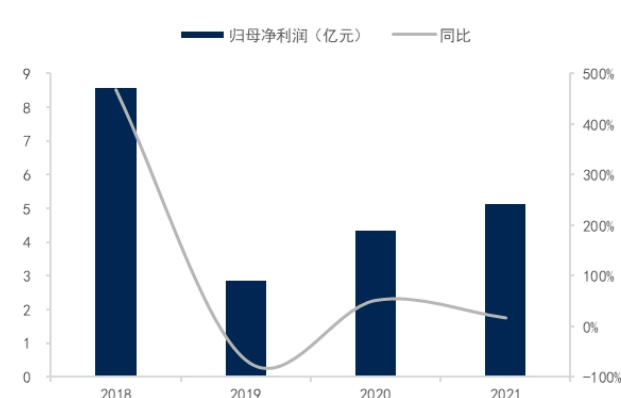
2021 年全年，招商积余实现营业收入 105.9 亿元，同比增长 22.4%；实现归母净利润 5.1 亿元，同比增长 17.3%。其中物业管理业务、资产管理业务、其他业务分别取得收入 99.1 亿元、5.6 亿元、1.3 亿元，分别同比增长 23.3%、23.7%、同比下降 24.1%。

图2：公司营业总收入及同比增速



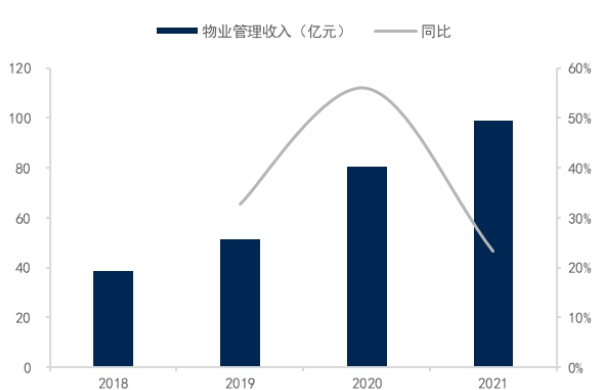
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速



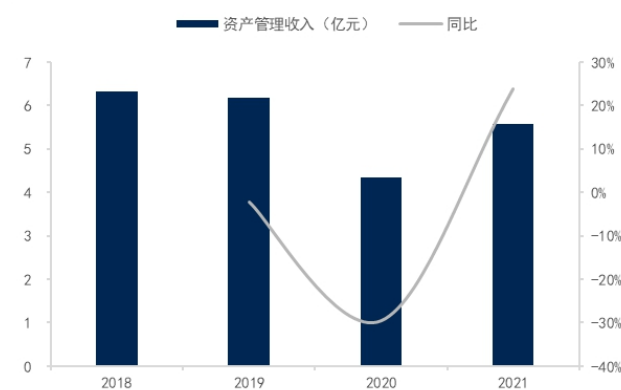
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司物业管理服务收入及同比增速



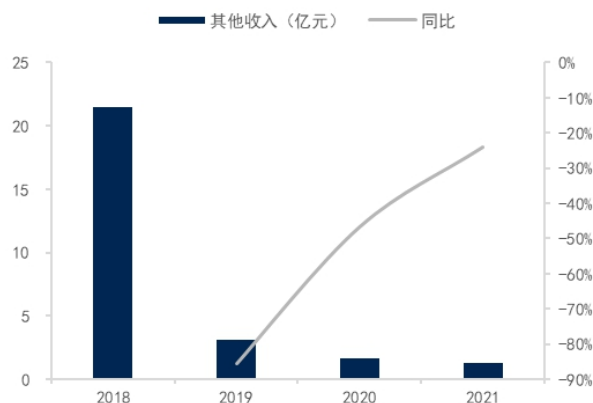
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：公司资产管理业务收入及同比增速



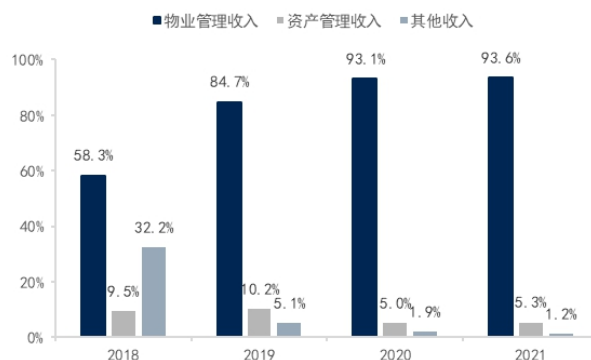
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司其他业务收入及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：公司不同业务收入占总营收比重



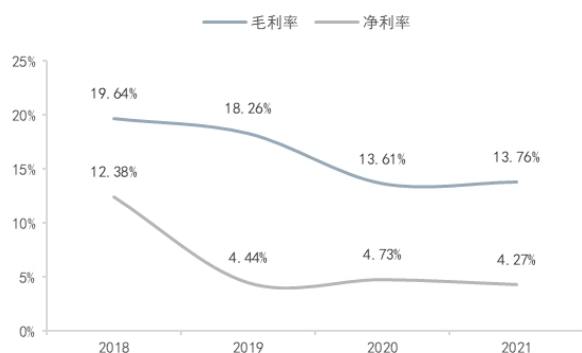
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力仍有较大提升空间

自重组后，公司整体毛利率、净利率有较明显波动，主要原因是公司收入结构变化，高毛利的资产管理业务、其他业务收入占比减小所导致。2021年，公司毛利率为13.8%，净利率为4.3%，均较上年基本持平。分不同业务看，公司物业管理毛利率为11.4%，较上年提升0.4pct；资产管理毛利率为56.2%，较上年下降3.1pct。在物业管理业务中，占收入大头的基础物管业务毛利率为11.1%，较上年提升0.9pct；专业化服务毛利率为12.6，较上年下降1.4pct。

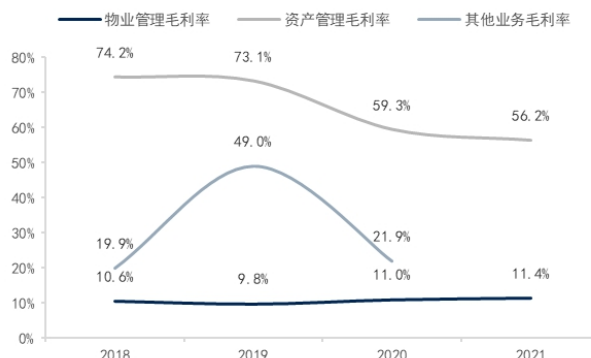
可以看到，公司在重组后盈利能力已经企稳，且最为重要的基础物管毛利率自2019年以来逐渐提升，我们认为随着公司业务结构的不断改善成熟，母公司新盘的不断交付和高毛利非住业态的不断拓展将使得公司基础物管毛利率继续保持增长；同时随着公司完成部门整合，公司将显著提升经营效率，盈利能力仍有较大提升空间。

图8：公司净利率、毛利率水平



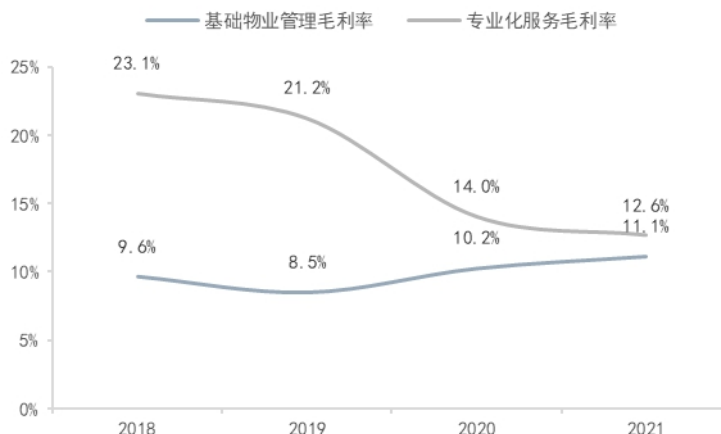
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司不同业务毛利率水平



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 公司物业管理服务中基础物管、专业化服务毛利率水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

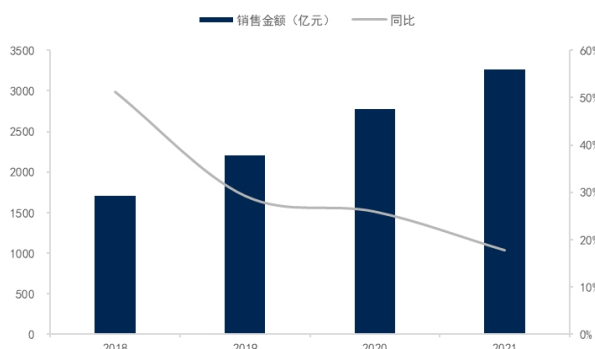
背靠央企，内生与外延优势突出

母公司招商蛇口实力突出

招商蛇口作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台。公司以“成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为目标，以独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，全面参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设。

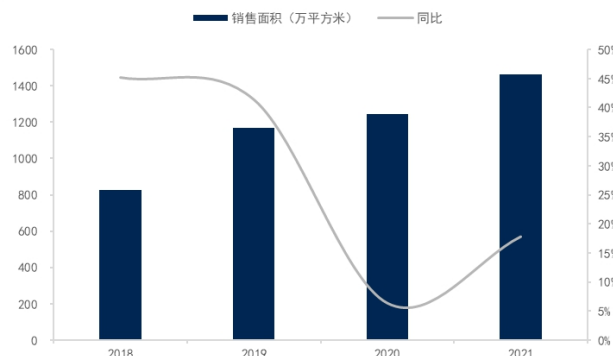
2021年，母公司招商蛇口实现销售金额 3268 亿元，同比增长 17.7%；实现销售面积 1464 万平方米，同比增长 17.8%。在当前较为弱势的市场环境下仍能保持近两成的销售增长，充分体现了公司强劲的实力。

图11: 招商蛇口销售金额



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 招商蛇口销售面积

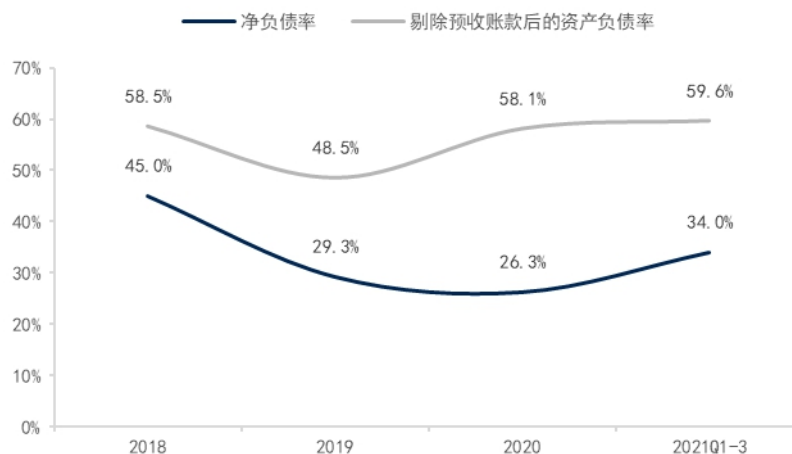


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

此外，招商蛇口财务稳健，信用良好，安全边际强。截至 2021 年三季度末，招商蛇口剔除预收账款后的资产负债率为 59.6%、净负债率为 34.0%、现金短债比为

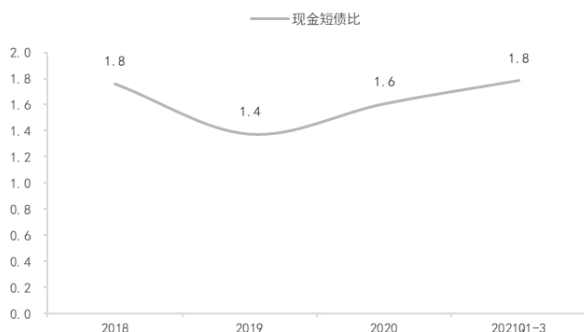
1.8，三道红线指标均处于绿档。此外，在国资背景下，招商蛇口融资成本低，综合融资成本仅为 4.6%，优势显著，将更有空间进行土地整备，更加从容、持续为公司提供稳健的项目资源和在管面积的增量空间。

图 13: 招商蛇口净负债率和剔除预收账款后的资产负债率



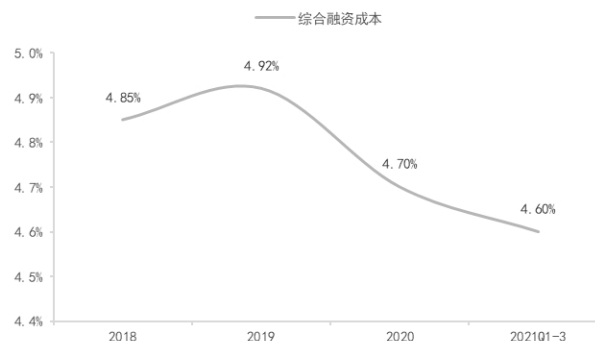
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 招商蛇口现金短债比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 招商蛇口综合融资成本



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

增长确定性有保障

公司物业管理业务内容分为基础物业管理、平台增值服务、专业增值服务。

基础物业管理：作为“沃土云林”商业模式中的“沃土”，是公司聚集资源，提供平台增值服务、专业增值服务等延伸业务的根基。公司为物业项目提供优质的保安、保洁、绿化保养、维修保养等基础服务，以及细分业态的特色综合保障服务，并通过标准化建设、平台化运营提升服务品质，巩固基础物业管理沃土。

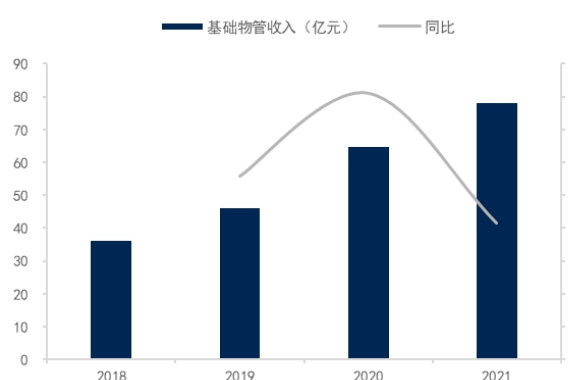
平台增值服务：作为“沃土云林”商业模式中的“云”，承载公司平台化增值化的战略使命。旗下的深圳招商到家汇科技有限公司致力成为物业私域流量领先的轻资产平台运营商，以爆品引领、服务渗透、线上+线下结合为抓手，开展“企业

集采+优品生活+社区资源运营”等多业务线条的增值服务，反哺基础服务沃土。

专业增值服务：作为“沃土云林”商业模式中的“林”，致力于为沃土打造专业能力，提高核心竞争力，为“云”提供丰富的客户和空间资源。依靠多年积累的专业化服务能力和强大的客户粘性，为客户提供专业化配套与增值服务，并通过设立专业子公司提供专业化服务。具体包含：案场协销及房产经纪、设施管理服务、建筑科技服务、停车场管理服务、安保服务。

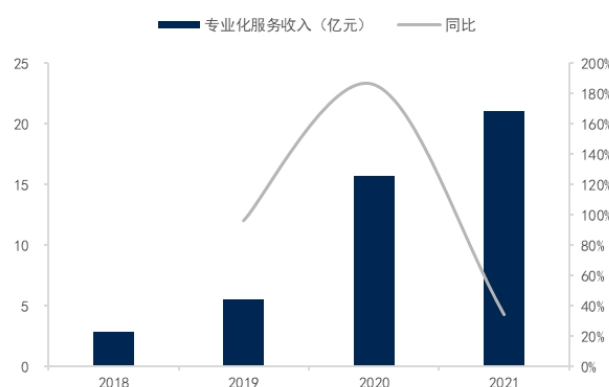
2021 年，公司物业管理服务收入 99.1 亿元，同比 23.3%。其中，基础物管收入 78.0 亿元，同比增长 20.7%；专业化服务收入 21.1 亿元，同比增长 34.0%（专业增值服务收入 18.4 亿元，平台增值服务收入 2.7 亿元）。

图16：公司基础物管收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图17：公司专业化服务收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

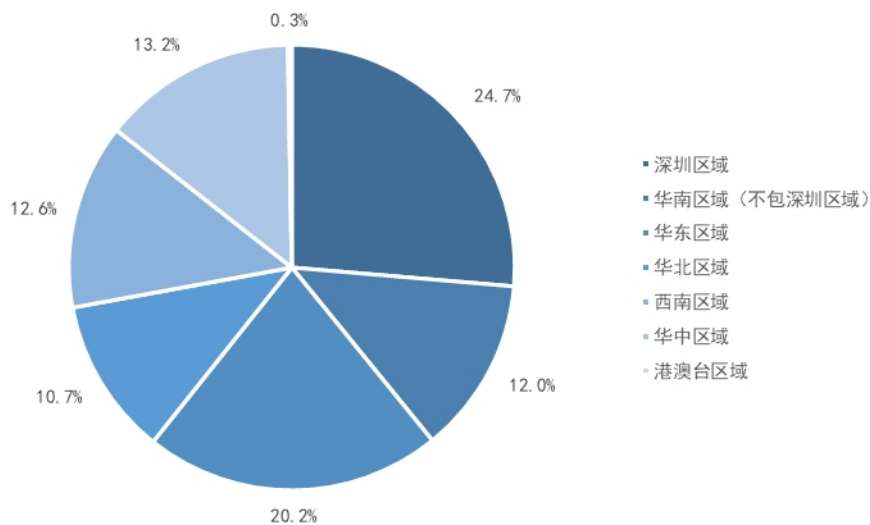
2021 年，公司在深圳、江苏、山东、四川、广东（不含深圳）共取得物业管理收入 55.8 亿元，占比 56%，公司在这些域管理面积合计为 1.63 亿平方米，占比 58%。分地区看，2021 年，公司在深圳、华南区域（不包含深圳）、华东区域、华北区域、西南区域、华中区域物业管理收入分别占比 24.7%、12.0%、20.2%、10.7%、12.6%、13.2%。

表2：公司物业管理业务营收排名前五的区域

收入排名	区域	2021 年营业收入 (亿元)	2021 年管理面积 (万平)
1	深圳	26.1	5737.3
2	江苏	8.6	2350.6
3	山东	7.6	3286.6
4	四川	7.6	1701.5
5	广东（不含深圳）	5.9	3223.4
	合计	55.8	16299.3

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

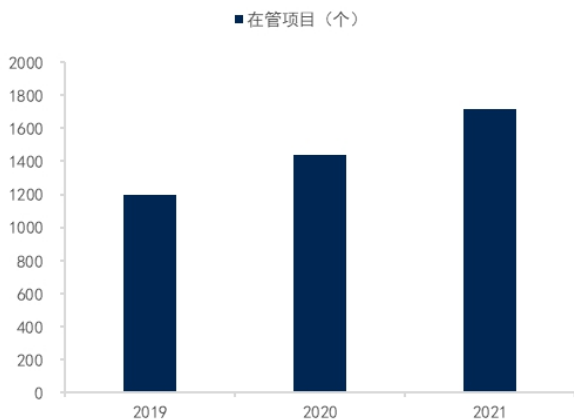
图 18: 2021 年公司不同区域物业管理收入一览



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

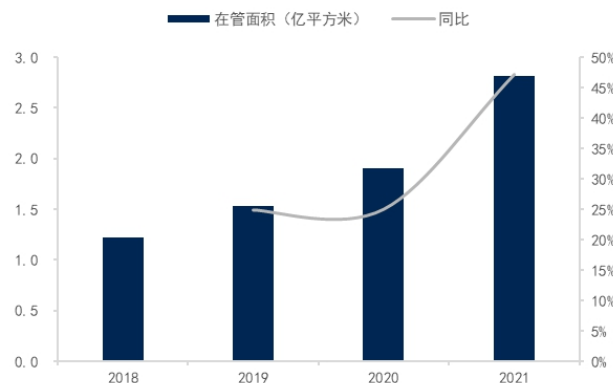
公司背靠招商蛇口，得益于确定的新增在管面积，截至 2021 年末，公司在管项目 1717 个，在管面积 2.8 亿平方米，同比增长 47.2%，其中来自母公司的在管面积为 0.9 亿平方米，同比增长 24.2%，占总在管面积的 32.3%。

图 19: 公司在管项目个数



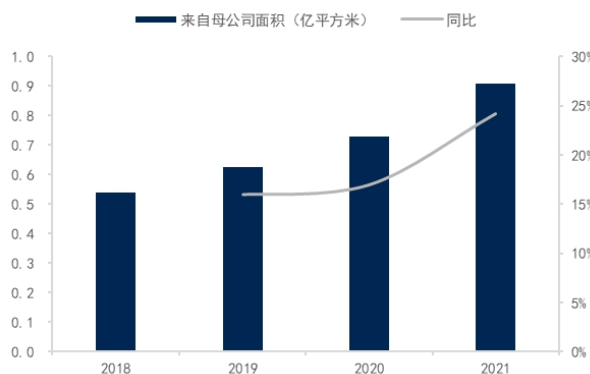
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20: 公司在管面积及同比



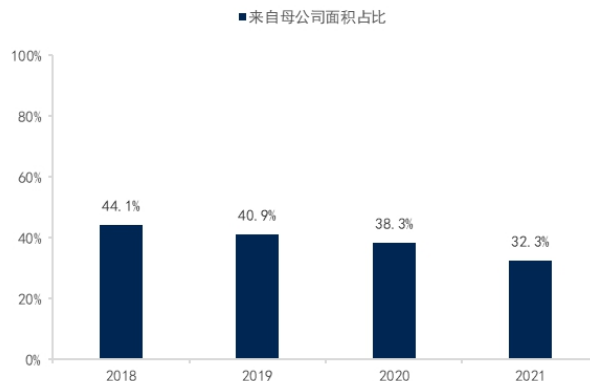
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图21：来自母公司的在管面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

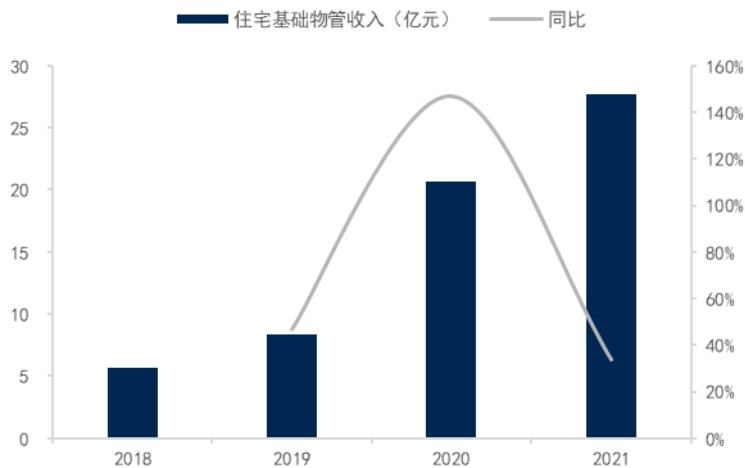
图22：来自母公司的在管面积占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

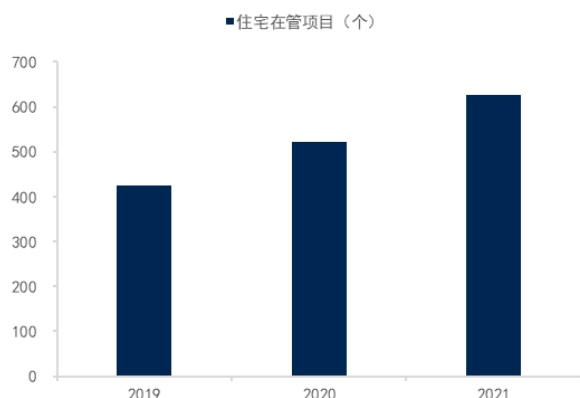
在住宅业态方面，母公司招商蛇口为物业板块提供了强有力的支持，2021年公司住宅基础物管收入27.7亿元，同比增长34.0%。截至2021年末，公司在管住宅项目625个，在管面积1.2亿平方米，同比增长20.1%，其中来自母公司的在管面积为0.7亿平方米，同比增长25.6%，占总在管面积的64.7%。与此同时，近年来招商蛇口保持着稳定的销售增速和拿地力度，未来将更有力地支持物业板块地发展，公司未来在管面积地增长确定性有保障。

图23：公司住宅基础物管收入及增速



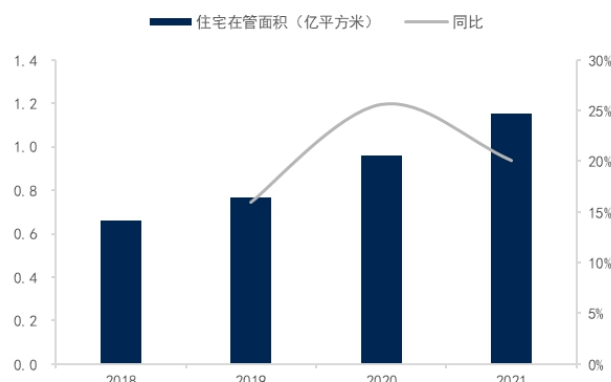
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图24：公司住宅业态在管项目个数



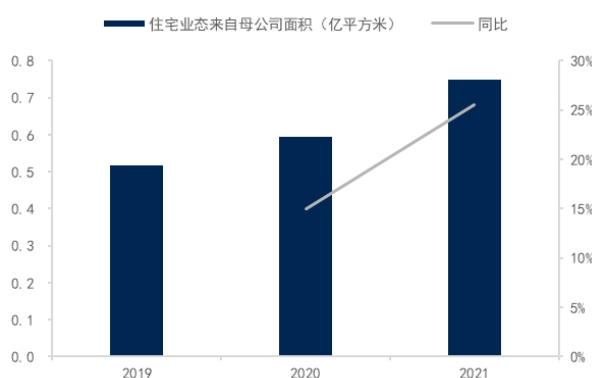
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图25：公司住宅业态在管面积及同比



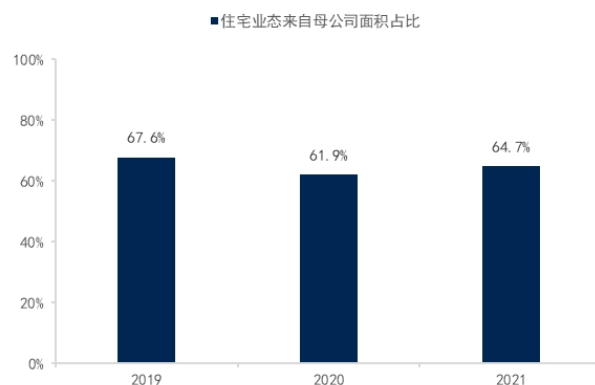
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图26：住宅业态来自母公司的在管面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图27：住宅业态来自母公司的在管面积占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

到家汇发展全面提速，专业化服务结构改善

2021 年公司专业化服务收入 21.1 亿元，同比增长 34.0%。其中专业增值服务收入 18.4 亿元，同比增长 20.5%；平台增值服务收入 2.7 亿元，同比增长 494.0%。

公司的专业化服务具体包含：

- ①案场协销及房产经纪：为开发商提供案场协销、营销策划、销售代理等服务；为客户提供房屋租赁、买卖、定制化办公、产证办理等服务。公司旗下拥有深圳市招商置业顾问有限公司。
- ②设施管理服务：为楼宇、园区等设施提供设备运维、能源评估、管理，电梯购买、安装、维保等服务。公司旗下拥有广东招商综合设施运营服务有限公司、深圳市中航楼宇科技有限公司和深圳市中航南光电梯工程有限公司。
- ③建筑科技服务：为智慧园区设计、研发、建设提供智能化解决方案，建设数字化平台为物业管理业务提供科技赋能等。公司旗下拥有深圳招商建筑科技有限公

司、招商积余数字科技（深圳）有限公司。

④停车场管理服务：提供车场设施设备改造维护、车场设计规划及车场产品研发等智慧停车管理服务。公司旗下拥有深圳市中航智泊科技有限公司。

⑤安保服务：提供临时勤务、科技安防、消防运营等安保服务。公司旗下拥有深圳市中航保安服务有限公司、深圳西部港口保安服务有限公司。

⑥干洗服务：提供衣物洗涤、皮具养护等服务。公司旗下拥有深圳市正章干洗有限公司。

⑦餐饮服务：提供餐饮服务管理、中餐、中西式快餐制售等服务。公司旗下拥有深圳市老大昌酒楼有限公司、中航物业管理有限公司餐饮分公司。

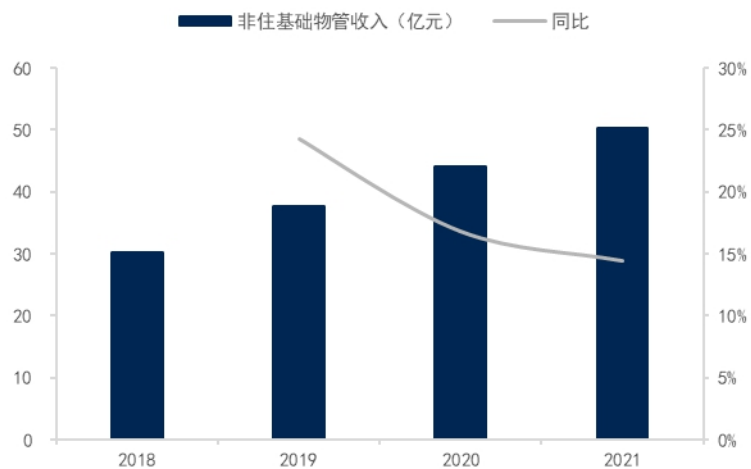
公司专业化服务结构改善，来自社区增值服务比例逐渐提升，主要得益于到家汇发展的全面提速。到家汇商城业务拓展、产品运营两手抓，2021 年全年平台交易额近 8 亿元，同比增长 66%；营业收入 2.66 亿元，同比增长近 5 倍，用户数、活跃度、复购率等平台数据均稳步提升。深耕内部集团性企业集采业务，实现协同业务规模扩大；加大外部市场拓展，签约深圳大学总医院、中海油集团、顺丰集团等大客户；统筹挖掘地方特色资源，推动广汽传祺、招商银行信用卡等特色品牌产品和服务上线，酒水、车辆、家电销售额实现突破；整合资源，聚焦发力，形成爆品推广模式；全面升级个人商城用户体验，打通云平台与基础物业的桥梁。到家汇商城荣获 CDMC“年度消费行业数字化杰出奖”，获评深圳市南山区工信局“零售业 30 强”称号，行业品牌知名度逐步提升。

非住领域龙头，显著受益于市场格局重构

积极推行“大物业”战略，业态布局均衡

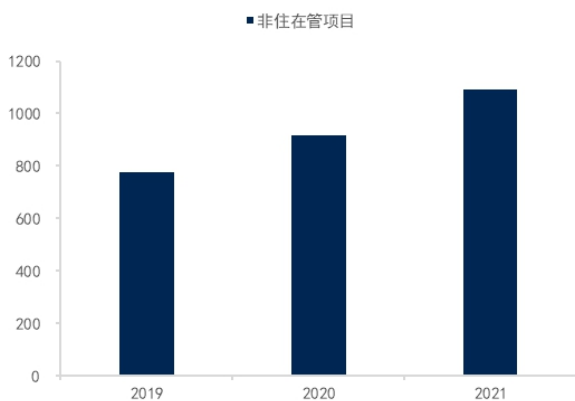
公司积极推进“大物业”战略布局，服务业态多元，覆盖住宅物业，以及办公、商业、园区、政府、学校、公共、城市空间等非住宅物业。2021 年，公司非住业态贡献基础物管收入 50.4 亿元，同比增长 14.5%。截至 2021 年末，公司在管非住项目 1092 个，在管面积 1.7 亿平方米，同比增长 74.7%，其中来自母公司的在管面积为 0.2 亿平方米，同比增长 18.1%，占总在管面积的 9.6%。

图28: 公司非住基础物管收入及增速



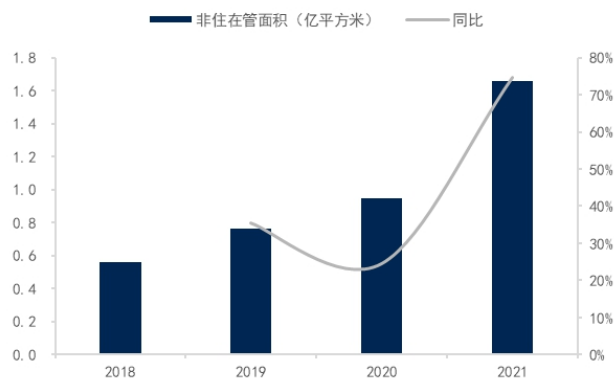
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图29: 公司非住业态在管项目个数



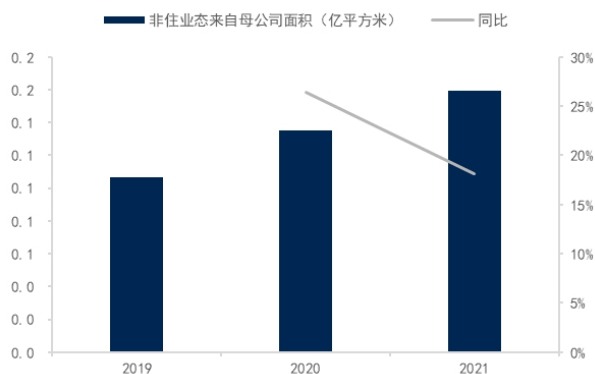
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图30: 公司非住业态在管面积及同比



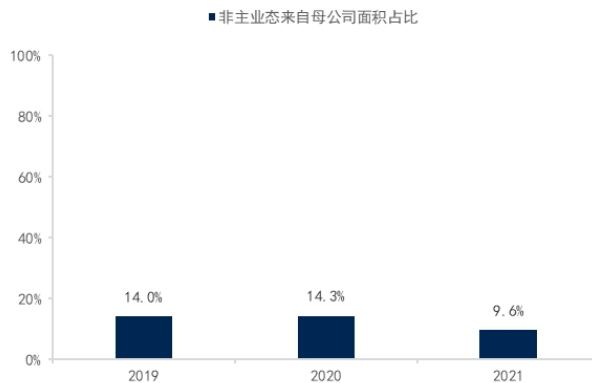
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图31：非住业态来自母公司的在管面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

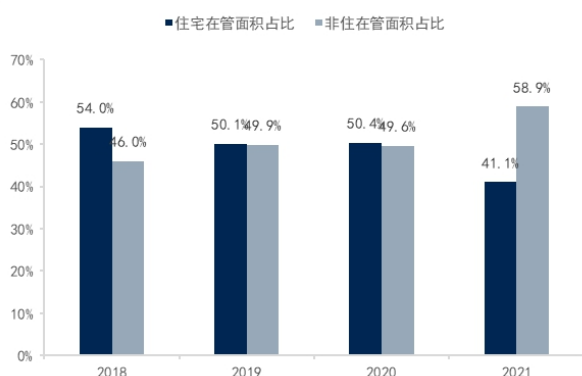
图32：非住业态来自母公司的在管面积占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

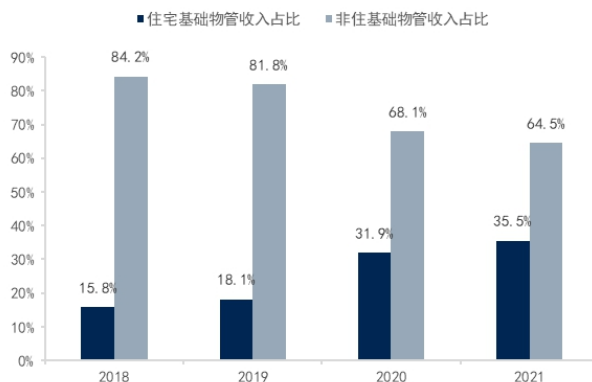
公司业态布局均衡，非住业态在管面积与住宅业态基本持平，同时非住业态端贡献收入较高。2018至2021年，公司非住业态在管面积占比分别为46.0%、49.9%、49.6%、58.9%，而非住基础物管收入占比分别为84.2%、81.8%、68.1%、64.5%。

图33：公司住宅与非住在管面积占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

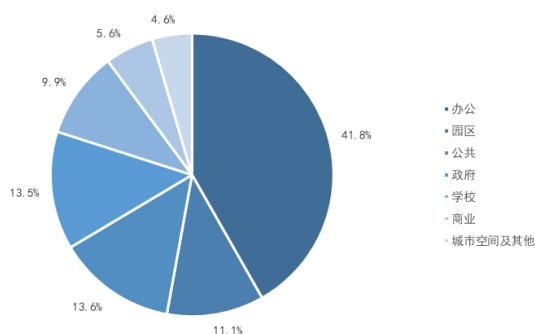
图34：公司住宅与非住贡献基础物管收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

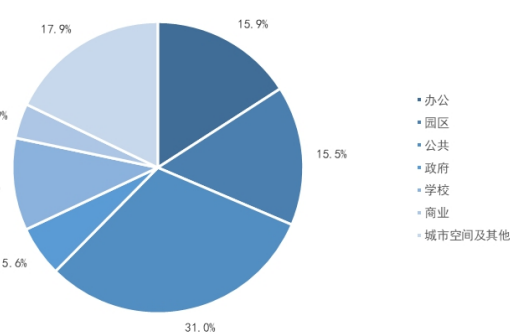
从细分业态看，公司非住业态包括办公、园区、公共、政府、学校、商业、城市空间及其他。2021年公司办公业态贡献收入最大，占比达41.8%，截至2021年末，公司非住业态在管面积中，公共、城市空间及其他、办公、园区、学校、政府、商业在管面积分别占比31.0%、17.9%、15.9%、15.5%、10.3%、5.6%、3.9%。

图35：公司非住业态收入贡献比例



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

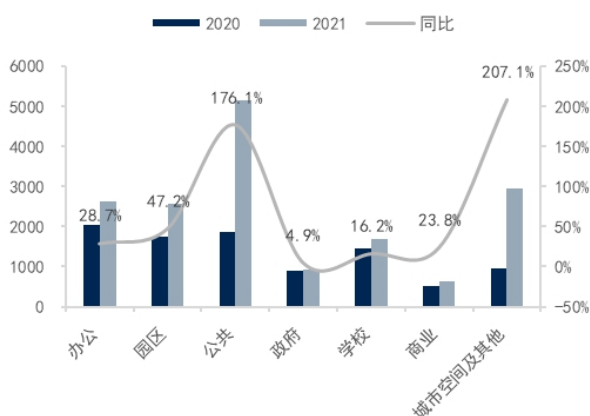
图36：公司非住业态在管面积比例



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

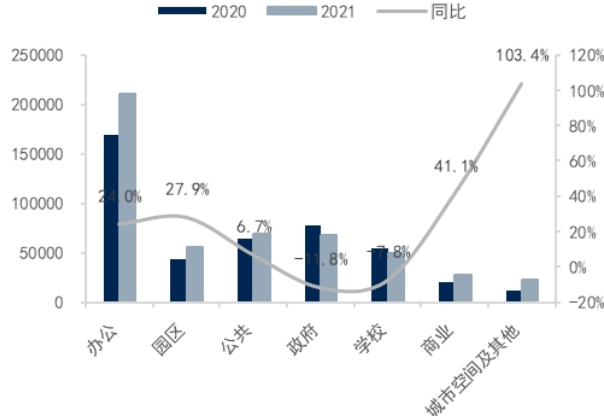
从在管面积上看，2021 年公司在城市空间及其他、公共业态上增速最快，分别达到 207.1%、176.1%；从物管收入上看，公司在城市空间及其他、商业业态上增速最快，分别达到 103.4%、41.1%，而在政府、学校业态上收入有所下滑，分别同比下降 11.8%、7.8%。

图37：公司非住细分业态在管面积及增速（万平方米）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图38：公司非住细分业态物管收入及增速（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

整合以来首次落地并购项目，有望持续从新鲜项目资源中获益

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。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。

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。

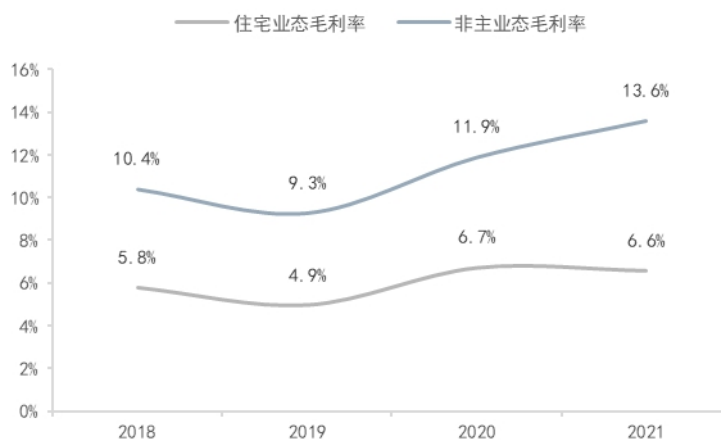
表3：公司近期两则收并购事项基本信息

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

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。同时，2021 年公司住宅基础物管服务毛利率为 6.6%，非住基础物管服务毛利率 13.6%，伴随大规模高毛利业态的注入，势必拉动公司整体毛利率提升。

图 39：公司住宅、非住业态毛利率水平



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

轻资产运营平台能力提升，经营恢复

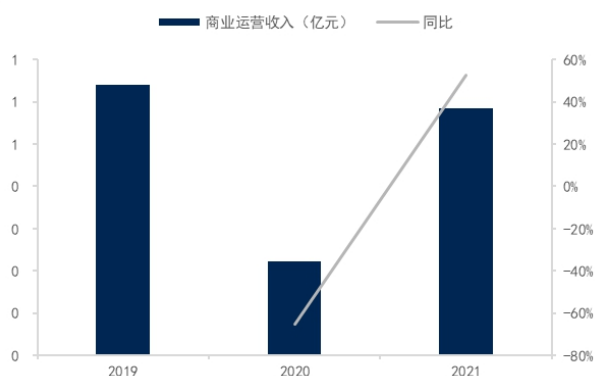
公司资产管理业务主要为商业运营、持有物业出租及经营：

1、商业运营业务主要为公司旗下招商九方利用专业的商业运营管理能力，为商业地产项目提供土地获取及开发建设阶段的商业定位、规划设计、工程改造等顾问咨询服务；在商业项目开业筹备及运营阶段提供招商、策划、推广、运营管理等服务。

2、持有物业出租及经营业务主要为酒店、商业、办公等持有型物业的出租经营。

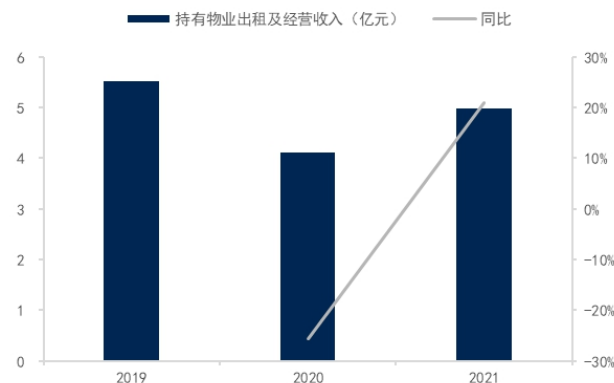
2021 年公司商业运营收入 0.6 亿元，同比增长 52.6%；持有物业出租及经营收入 5.0 亿元，同比增长 21.0%，两项数据均回到了疫情前的水平。

图40：公司商业运营收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图41：公司持有物业出租经营收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业运营方面，截至 2021 年末，公司在管商业项目 44 个（含筹备项目），管理面积 179 万平方米，其中管理公司自持项目 4 个，受托管理控股股东招商蛇口自持项目 35 个，第三方品牌输出项目 5 个。2021 年，公司完成对行业标杆企业的系统性对标，引入新的管理体系，进一步完善精准细化的项目运营管控，有效助力项目资产增值；全国在管在营项目联动进一步加强，开展每周三会员日、VIP DAY、会员回馈月等周期性活动，同步加强社群建设，启动培养圈层文化；多元宣传，聚焦产品线品牌发布并推介重点筹开项目，提升公司商业品牌宣传声量。

持有物业出租及经营方面，公司拥有的持有物业包括酒店、购物中心、商业、写字楼等多种业态，总可出租面积为 59.1 万平方米，截至 2021 年末，总体出租率为 98%，随着疫情常态化及精准防控，购物中心及写字楼的平均出租率较上年同期均略有回升。

重资产剥离程序启动，重估后估值水平处于低位

基于轻资产运营平台的战略定位，公司按照“先易后难、重点突破、争取有利条件、宜快则快”原则，积极创造条件推动重资产剥离。公司成立专项工作组，从资产价值、收益指标、经营方式、限制事项等多维度对各项资产进行盘点，梳理研究重资产剥离的实施路径，加快推进相关工作。经过前期努力，2022 年初公司股东大会同意将深圳中航城、昆山中航、赣州九方三家公司全部股权转让至控股股东招商蛇口下属子公司，转让价格为 7.78 亿元，重资产剥离工作迈出实质性一步。本次股权转让完成后，将有利于公司优化资产和债务结构，提高整体资产运营效率。

公司已不再从事新的房地产开发业务，仅销售部分遗留地产项目尾盘，公司积极处理历史遗留问题。报告期内，公司积极协同衡阳、天津项目受托管理单位推进经营问题的解决，努力为下一步重资产剥离奠定基础；加快推进龙岩、昆山项目资产尾盘及车位的去化，回笼资金，提高资产效益。

截止 2021 年末，公司表内存货价值 13.9 亿元、投资性房地产 69.9 亿元，两者合计 83.8 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 159.7 亿元剔除重资产后余下的 75.9

亿市值；再从 2022 年预期归母净利润 6.5 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 4.1 亿元，对应计算出的物业管理业务静态 PE 仅 15 倍左右，较行业可比公司估值处于低位。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 假设未来三年公司在管面积保持稳定增长，即来自母公司招商蛇口的项目交付节奏平稳、第三方项目拓展顺利；
- 2) 新盘定价提升比较容易，但老盘普遍性的大幅提价相对困难，假设未来三年公司住宅物业费呈平稳微增态势、非住业态物业费呈趋势上涨态势；
- 3) 由于公司外拓加速，非住业态方面第三方占比逐渐加大，假设公司基础物管毛利率水平基本持平；
- 4) 假设公司专业化服务收入随着在管面积的稳定增长而持续高增，且该项业务的毛利率水平摆脱疫情影响有所回升；
- 5) 假设公司轻资产平台运营收入规模稳定增长，毛利率保持稳定；
- 6) 由于公司 2021 年一次性计提了资产减值损失和信用减值损失，2021 年公司的归母净利润 5.1 亿元，同比增长 17.3%，我们假设未来三年公司不再计提资产减值损失和信用减值损失；
- 7) 公司正在进行重资产剥离，2021 年固定资产科目转化计入为投资性房地产科目，我们假设公司未来三年重资产剥离进展顺利完成。

未来 3 年盈利预测

由于公司 2021 年一次性计提了资产减值损失和信用减值损失，2021 年公司的归母净利润 5.1 亿元，同比增长 17.3%。

按照上述假设条件，我们得到公司 2022 年至 2024 年收入分别为 127.6 亿元、161.4 亿元和 201.8 亿元，分别同比增长 20.5%、26.5%、25.0%；归属母公司净利润为 6.5 亿元、8.3 亿元和 10.1 亿元，分别同比增长 26.7%、28.1%、21.5%，按照最新股本的每股收益分别为 0.61 元、0.79 元和 0.95 元。

表4：公司各项业务预测表

		2021	2022E	2023E	2024E
物业管理	收入：亿元	99.1	120.7	151.5	189.3
	增速	23.3%	21.0%	26.9%	25.2%
	毛利率	11.4%	12.1%	12.4%	13.0%
资产管理	收入：亿元	5.6	6.4	8.2	10.3
	增速	23.7%	15.0%	28.0%	25.7%
	毛利率	56.2%	61.5%	65.5%	68.5%
其他业务	收入：亿元	1.3	0.9	0.5	0.3
	增速	-24.1%	-28.6%	-44.4%	-40.0%
	毛利率	21.9%	19.6%	21.0%	21.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表5：未来三年盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10591	12762	16144	20180
营业成本	9133	11039	13965	17355
销售费用	87	128	161	202
管理费用	387	513	632	729
财务费用	132	54	53	44
营业利润	745	890	1139	1384
归属于母公司净利润	513	650	833	1012
每股收益	0.48	0.61	0.79	0.95
ROE	6%	7%	9%	10%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

公司物业管理服务、资产管理服务短期均具备较高的增长及确定性，我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1）在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期；2）在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期；3）在中性预测条件下，公司2022年至2024年EPS分别为0.61元、0.79元和0.95元。

表6：盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,635	10,591	12,979	16,763	21,372
(+/-%)	42.1%	22.6%	22.6%	29.2%	27.5%
净利润(百万元)	435	513	683	889	1124
(+/-%)	52.0%	17.9%	33.1%	30.2%	26.5%
每股收益(元)	0.41	0.48	0.64	0.84	1.06
中性预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,635	10,591	12,762	16,144	20,180
(+/-%)	42.1%	22.6%	20.5%	26.5%	25.0%
净利润(百万元)	435	513	650	833	1012
(+/-%)	52.0%	17.9%	26.7%	28.1%	21.5%
每股收益(元)	0.41	0.48	0.61	0.79	0.95
悲观预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,635	10,591	12413	15330	18825
(+/-%)	42.1%	22.6%	17.2%	23.5%	22.8%
净利润(百万元)	435	513	616	766	900
(+/-%)	52.0%	17.9%	20.1%	24.3%	17.6%
每股收益(元)	0.41	0.48	0.58	0.72	0.85

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：每股价值为 20.55，较当前股价有 36.5%的空间

根据公司轻资产、稳增长和可永续的业务特点，我们采用 FCFF 现金流折算法对公司进行估值。WACC 取 10%，永续增长率取 3%，其他相关数据见上文分析。据此估算出公司绝对估值为 218 亿元，折合每股价值为 20.55 元，较当前股价有 36.5% 的空间。

表7：FCFF 现金流折算法计算简表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E	TV
总收入	10591	12762	16144	20180	
增速	22.6%	20.5%	26.5%	25.0%	
毛利率	14%	14%	14%	14%	
毛利润	1457	1723	2179	2825	
EBIT	854	944	1178	1428	
所得税税率	35%	35%	35%	35%	
折旧与摊销	36	14	16	18	
营运资本净变动	(510.0)	(178.9)	100.1	125.2	
资本性投资	220	250	290	180	
FCFF	301	699	1172	1252	14325
PV (FCFF)	274	577	880	855	9784
FCFF 法计算结果					21784

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.33	T	35.0%
无风险利率	3.0%	Ka	10.3%
股票风险溢价	5.5%	有杠杆 Beta	1.48
公司股价	15.06	Ke	11.2%
发行在外股数	1060	E/(D+E)	85.0%
股票市值 (E)	15969	D/(D+E)	15.0%
债务总额 (D)	2824	WACC	10.0%
Kd	5.3%	永续增长率	3.0%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析：假设 WACC 取 10%，永续增长率取 3%，在保守假设下，估算出公司绝对估值为 218 亿元，折合每股价值为 20.55 元。当永续增长率和折现率同时变化的情况下，假设 WACC 上升至 12% 且永续增长率下跌至 2%，则公司绝对估值折合每股价值为 14.98 元，基本与当前股价相当。

表9：FCFF 估值模型相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

		WACC 变化			
永续增长率变化		10.00%	11.00%	12.00%	13.00%
	3.00%	20.55	18.91	17.39	16.00
	2.50%	19.32	17.77	16.35	15.04
	2.00%	18.16	16.71	15.37	14.14
	1.50%	17.07	15.70	14.98	13.72

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理测算

相对估值：每股价值为 22.13 元，较当前股价有 46.9% 的空间

公司背靠央企，短期业绩增长确定性高，同时能较好的受益于当前房地产市场格局重构，从新鲜项目资源中获益，将迎来收入和面积的量价齐升。

我们选取同样为国资背景的保利物业、中海物业、华润万象生活等 3 家公司作为可比公司。按照 Wind 一致预期，根据最新收盘价计，2021 年至 2023 年可比公司平均估值为 32.3 倍、24.3 倍、19.2 倍，与招商积余的估值水平基本相当。

值得注意的是，公司重资产剥离程序启动，截止 2021 年末，公司表内存货价值 13.9 亿元、投资性房地产 69.9 亿元，两者合计 83.8 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 159.7 亿元剔除重资产后余下的 75.9 亿市值；再从 2022 年预期归母净利润 6.5 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 4.1 亿元，对应计算出的物业管理业务静态 PE 仅 15 倍左右，较行业可比公司估值处于低位。

假设公司在未来一年重资产完全剥离进展顺利，按可比公司给招商积余定价，公司合理股价为 22.13 元，较当前股价有 46.9% 的空间。

表 10：可比公司估值比较

证券简称	股价（元）	EPS（元/股）			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
保利物业	43.56	1.53	1.98	2.54	28.5	22.0	17.1
华润万象生活	31.43	0.69	0.95	1.27	45.6	33.1	24.7
中海物业	6.41	0.28	0.36	0.47	22.9	17.8	13.6
可比公司平均					32.3	24.3	18.5
招商积余	48.56	1.59	2.06	2.6	31.1	24.6	19.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

投资建议：合理价格区间为 20.55 至 22.13 元，维持“买入”评级

公司背靠央企，内生与外延优势突出，作为非住领域龙头，公司业态布局均衡，将显著受益于市场格局重构，有望持续从新鲜项目资源中获益。综合上述绝对与相对估值结果，我们认为公司股票价值在 20.55 至 22.13 元之间，较当前股价有 36.5% 至 46.9% 的空间，预计公司 2022 至 2024 年归属母公司净利润为 6.5 亿元、8.3 亿元和 10.1 亿元，分别同比增长 26.7%、28.1%、21.5%，按照最新股本的每股收益分别为 0.61 元、0.79 元和 0.95 元，对应 PE 分别为 24.6、19.2、15.8X，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 20.55 至 22.13 元之间，在计算过程中，对公司自由现金流和加权资本成本的计算、永续增长率和可比公司的选定，均有一定的主观性：

- 1、可能由于对公司未来收入和利润增长估计偏乐观，导致自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、计算 WACC 时假设无风险利率为 3%、风险溢价 5.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 3.0%，但物管行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务、背景相同或相近的公司进行比较，存在未充分考虑可比公司估值可能偏高及市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们分业务对公司进行了盈利预测，在预测中存在以下风险：

- 1、不排除母公司交付节奏不及预期，公司第三方外拓不及预期导致公司在管面积增幅不及预期，从而导致公司基础物管收入增速不及预期的风险；
- 2、不排除公司基础物管服务毛利率不及预期的风险；
- 3、不排除公资产管理业务拓展及收入不及预期的风险；
- 4、不排除公司重资产剥离进度不及预期的风险。

经营风险

物业管理与业主利益息息相关，也容易产生纠纷，特别是部分较老的小区，设备维修、停车位、道路维护、绿化等，容易产生矛盾。加之网络发达，个别小区、个别公司的不当做法很容易在网络发酵，损害物管行业形象，并导致物业费收缴率降低、物业费提价越发困难等不利后果。此外，随着业委会/业主大会越来越普遍，部分新盘的超额利润时间也有可能缩短。

其它风险

按照我们的测算，未来十年新房开发仍将维持相当的规模，这是支撑物管行业规模扩张的主要驱动力之一，若房地产开发失速，导致新增面积迅速走低，可能无法支撑公司规模扩张。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	2302	2060	2446	3183	3741	营业收入	8635	10591	12762	16144	20180
应收款项	1652	1540	2098	2654	3317	营业成本	7460	9133	11039	13965	17355
存货净额	1575	1390	1829	2320	2917	营业税金及附加	75	92	102	161	404
其他流动资产	212	842	766	969	1211	销售费用	64	87	128	161	202
流动资产合计	5740	5832	7139	9125	11186	管理费用	349	387	513	632	729
固定资产	584	0	133	169	188	研发费用	20	38	37	47	63
无形资产及其他	23	21	19	17	15	财务费用	178	132	54	53	44
投资性房地产	9808	10862	10862	10862	10862	投资收益	4	4	0	0	0
长期股权投资	124	50	50	50	50	资产减值及公允价值变动	(3)	217	0	15	0
资产总计	16280	16766	18204	20224	22301	其他收入	88	(236)	(37)	(47)	(63)
短期借款及交易性金融负债	1949	403	700	1000	1000	营业利润	599	745	890	1139	1384
应付款项	775	1041	1525	1933	2430	营业外净收支	27	2	0	0	0
其他流动负债	3222	3161	3530	4471	5601	利润总额	626	746	890	1139	1384
流动负债合计	5945	4605	5755	7404	9032	所得税费用	217	294	311	399	485
长期借款及应付债券	1144	2124	2124	2124	2124	少数股东损益	(26)	(60)	(72)	(92)	(112)
其他长期负债	901	1461	1461	1461	1461	归属于母公司净利润	435	513	650	833	1012
长期负债合计	2045	3585	3585	3585	3585	现金流量表（百万元）					
负债合计	7991	8190	9339	10989	12616	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	(18)	(86)	(121)	(167)	(223)	净利润	435	513	650	833	1012
股东权益	8307	8661	8986	9402	9908	资产减值准备	6	113	(110)	0	0
负债和股东权益总计	16280	16766	18204	20224	22301	折旧摊销	36	36	14	16	18
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	3	(217)	0	(15)	0
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	178	132	54	53	44
每股收益	0.41	0.48	0.61	0.79	0.95	营运资本变动	441	(510)	(179)	100	125
每股红利	0.29	0.25	0.31	0.39	0.48	其它	(14)	(142)	74	(46)	(56)
每股净资产	7.83	8.17	8.47	8.87	9.34	经营活动现金流	906	(207)	449	888	1099
ROIC	4%	5%	6%	7%	9%	资本开支	0	220	(35)	(35)	(35)
ROE	5%	6%	7%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	14%	14%	14%	14%	投资活动现金流	14	294	(35)	(35)	(35)
EBIT Margin	8%	8%	7%	7%	7%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	8%	7%	7%	负债净变化	(827)	(520)	0	0	0
收入增长	42%	23%	20%	26%	25%	支付股利、利息	(307)	(266)	(325)	(416)	(506)
净利润增长率	52%	18%	27%	28%	21%	其它融资现金流	1243	1243	297	300	0
资产负债率	49%	48%	51%	54%	56%	融资活动现金流	(1024)	(328)	(28)	(116)	(506)
息率	1.9%	1.7%	2.0%	2.6%	3.2%	现金净变动	(104)	(241)	386	737	558
P/E	36.7	31.1	24.6	19.2	15.8	货币资金的期初余额	2405	2302	2060	2446	3183
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	2302	2060	2446	3183	3741
EV/EBITDA	34.1	27.1	26.4	22.6	19.8	企业自由现金流	0	264	414	847	1037
						权益自由现金流	0	988	675	1112	1008

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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