

招商积余 (001914.SZ)

收购新中物业 67%股权，并购加速正在兑现

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 房地产 · 房地产服务

◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师：	任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040006
证券分析师：	王粤雷	0755-81981019	wangyuelelei@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030001
联系人：	王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	

事项：

6月16日，公司发布公告，拟以5.36亿元收购新中物业67%股权。新中物业成立于2000年，主要为银行类金融机构客户提供综合物业管理服务以及银行辅助服务。20年、21年净利润分别为4129万元、4001万元。

国信地产观点：1) 标的盈利能力强，并表后将一定程度上改善公司盈利水平；2) 并购对价估值合理，对应21年净利润的估值为20倍，若提出账面现金后的估值约为13.4倍；3) 并购加速正在兑现，地产困局之下，物业板块热度下降，正是具备优质资源的国央企物管加速并购的好时机，持续的收并购将助力公司加速成长；4) 预计公司2022、23年EPS为0.61、0.79元，对应PE为28.6、22.3倍，若将公司重资产按照账面价值变现后进行重估，对应公司物业管理业务静态PE约20倍，估值水平处于行业低位，维持“买入”评级。

评论：

◆ 收购标的为新中物业，盈利能力强

截至2021年7月底，新中物业在管建筑面积约559万平方米，其中在管办公物业建筑面积约457万平方米，占比约82%。20年、21年净利润分别为4129万元、4001万元，平均净利率为10.9%（而招商积余2021年净利率仅4.3%），并表后将一定程度上改善公司盈利水平。

表1：新中物业主要财务数据（万元）

	2021	2020
资产总额	61084	55776
净资产	21873	17872
营业收入	40979	33583
净利润	4001	4129

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 并购对价估值合理

新中物业主要为银行类金融机构客户提供综合物业管理服务以及银行辅助服务，截至2021年7月底，新中物业在管项目数量241个，在管建筑面积约559万平方米，分布于境内26个省份、直辖市，其中在管办公物业建筑面积约457万平方米，占比约82%。新中物业凭借高品质的服务水平、客户满意度与行业关注度，2020年获得中国指数研究院颁发的“中国物业服务特色品牌企业-高端金融楼宇服务领航企业”。

按照并购对价计算，对应2021年净利润的估值为20倍。考虑到物业公司账面一般有更多的现金，结合公司上年的并购情况，估计提出账面现金后的估值为13倍左右，并购对价比较合理。

表2: 公司收并购事项基本信息

序号	公告时间	收购标的	管理规模 (万 m ²)	2021 净利润 (万元)	受让价格 (万元)	对应 PE 主营业务范围
1	2022-6-16	新中物业 95% 股权	559	4001	53600	13.4X 主要为银行类 金融机构客户 提供综合物业 管理服务以及 银行辅助服 务。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 并购加速正在兑现

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。公司自上年整合完成以来，并购即步入正轨，本次并购进一步兑现了公司的并购战略，也是对市场担忧的很好回应。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，地产困局之下，物业板块热度下降，正是具备优质资源的国央企物管加速并购的好时机，持续的收并购将助力公司加速成长。

◆ 投资建议：公司估值水平处于行业低位，维持“买入”评级

公司系非住领域龙头，业态布局均衡，非住业态收入贡献占比高。随着公司业务结构成熟、经营效率提升，加之未来住宅新盘不断交付和高毛利非主业态不断扩展，公司盈利能力有较大提升空间。母公司招蛇综合实力突出，近年保持稳定的销售增长和拿地力度，公司未来将受益于招蛇对物业板块的强力支持，在管面积的增长确定性有保障。预计公司 2022、23 年归母净利润分别为 6.5 亿、8.3 亿元，对应 EPS 为 0.61、0.79 元，对应 PE 为 28.6、22.3 倍。公司重资产剥离加速进行，若将公司重资产按照账面价值变现后进行重估，对应公司物业管理业务静态 PE 约 20 倍，估值水平处于行业低位。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。

相关研究报告：

《招商积余（001914.SZ）-百年积余，受益行业新时代》——2022-03-19

《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2302	2060	2488	3281	3897	营业收入	8635	10591	12762	16144	20180
应收款项	1652	2193	2098	2654	3317	营业成本	7460	9133	11039	13965	17355
存货净额	1575	1390	1820	2310	2907	营业税金及附加	75	92	102	161	404
其他流动资产	212	189	766	969	1211	销售费用	64	87	128	161	202
流动资产合计	5740	5832	7171	9214	11333	管理费用	349	387	513	632	729
固定资产	584	565	642	621	584	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	52	41
投资性房地产	9808	10297	10297	10297	10297	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	18179	20200	22278	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	1141	1387
应付款项	775	1041	1517	1925	2423	营业外净收支	27	2	0	0	0
其他流动负债	3222	3161	3513	4454	5584	利润总额	626	746	890	1141	1387
流动负债合计	5945	4605	5730	7379	9007	所得税费用	217	294	312	399	486
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	834	1014
长期负债合计	2045	3585	3585	3585	3585	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	7991	8190	9315	10964	12592	净利润	435	513	650	834	1014
少数股东权益	(18)	(86)	(121)	(167)	(223)	资产减值准备	6	113	(110)	0	0
股东权益	8307	8661	8986	9403	9910	折旧摊销	36	36	71	73	75
负债和股东权益总计	16280	16766	18179	20200	22278	公允价值变动损失	3	(217)	0	(15)	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	178	132	54	52	41
每股收益	0.41	0.48	0.61	0.79	0.96	营运资本变动	441	55	(194)	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	9.35	经营活动现金流	906	358	491	946	1158
ROIC	4%	5%	6%	7%	9%	资本开支	0	(346)	(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	(271)	(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%	8%	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)	(417)	(507)
净利润增长率	52%	18%	27%	28%	22%	其它融资现金流	1243	1243	297	300	0
资产负债率	49%	48%	51%	53%	56%	融资活动现金流	(1024)	(328)	(29)	(117)	(507)
息率	1.6%	1.4%	1.7%	2.2%	2.7%	现金净变动	(104)	(241)	427	794	616
P/E	42.8	36.3	28.6	22.3	18.4	货币资金的期初余额	2405	2302	2060	2488	3281
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	货币资金的期末余额	2302	2060	2488	3281	3897
EV/EBITDA	37.9	30.1	27.6	23.7	20.8	企业自由现金流	0	264	455	903	1093
						权益自由现金流	0	988	717	1170	1067

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提及的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