

招商积余 (001914.SZ)

物管业务盈利能力提升，并购与剥离持续推进

买入

核心观点

归母净利润增长 33.5%。2022 上半年公司实现营业收入 56.5 亿元，同比增长 18.2%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 33.5%。分板块看，物业管理业务实现收入 54.4 亿元，同比增长 22.6%；受疫情及减免租金影响，资产管理业务实现收入 2.2 亿元，同比下降 20.3%。

市拓发力，高质量并购项目落地。截至 2022 上半年末公司在管项目 1803 个，管理面积达 3.01 亿平方米。上半年公司物业管理业务实现新签年度合同额 15.95 亿元，同比增长 17%，年合同额超 1000 万以上的新项目占新签年度合同额比例达 54%，其中办公、园区等优势业态巩固领先地位，医院、学校、场馆等重点发展业态快速突破。公司积极把握收并购机遇，上半年顺利完成汇勤物业并购项目交割，成功摘牌新中物业 67% 股权，进一步稳固非住业态领先地位，并实现了南航物业、上航物业组织融合平稳过渡，保障企业经营的连续性。

持续推进重资产剥离。2022 上半年，公司将深圳中航城、昆山中航、赣州九方三家公司全部股权转让至母公司招商蛇口下属子公司并完成股权过户，实现轻重分离首批方案的圆满落地。本次股权转让的完成，有利于公司优化资产和债务结构，提高整体资产运营效率。同时，公司董事会同意退还天津项目地块使用权，退地相关工作正在积极推进中。

物业管理业务盈利能力改善。得益于精细化管理水平提升，2022 上半年公司物业管理业务毛利率为 11.24%，同比提升 0.66pct。其中，基础物管毛利率提升 0.28pct 至 10.98%，主要得益于住宅业态毛利率提升；平台增值服务毛利率提升 0.63pct 至 5.23%；专业增值服务毛利率提升 3.39pct 至 14.08%。

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。

投资建议：公司作为非住领域龙头，背靠央企，随着业务结构成熟、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，在行业整体盈利能力下降的背景下，公司毛利率仍有上升空间，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 6.9、8.6、10.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.65、0.81、1.01 元，对应 PE 分别为 27.1、21.7、17.3X，维持“买入”评级。

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	13,080	16,062	19,676
(+/-%)	42.1%	22.6%	23.5%	22.8%	22.5%
净利润(百万元)	435	513	687	859	1074
(+/-%)	52.0%	17.9%	33.9%	25.1%	25.0%
每股收益(元)	0.41	0.48	0.65	0.81	1.01
EBIT Margin	7.7%	8.1%	7.6%	7.5%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	5.2%	5.9%	7.6%	9.1%	10.8%
市盈率 (PE)	42.8	36.3	27.1	21.7	17.3
EV/EBITDA	37.9	30.1	26.4	23.0	19.5
市净率 (PB)	2.24	2.15	2.07	1.97	1.87

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·财报点评

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	
收盘价	17.56 元
总市值/流通市值	18614/11713 百万元
52 周最高价/最低价	20.92/11.10 元
近 3 个月日均成交额	115.88 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

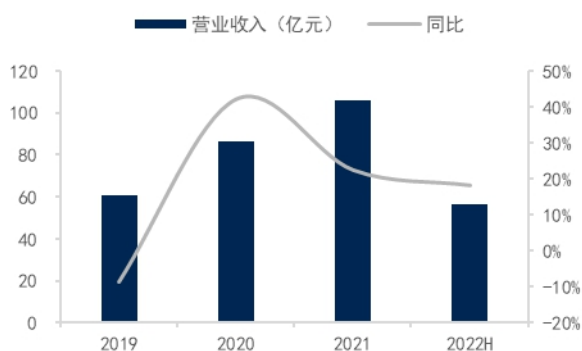
《招商积余 (001914.SZ) - 收购新中物业 67% 股权，并购加速正在兑现》——2022-06-17

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

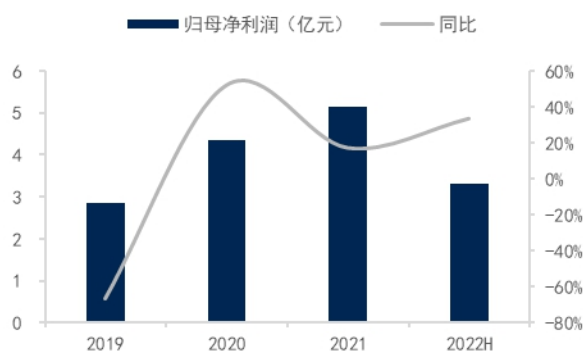
《招商积余-001914-重大事件快评：并购加速推进，非住优势进一步加强》——2021-12-30

《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

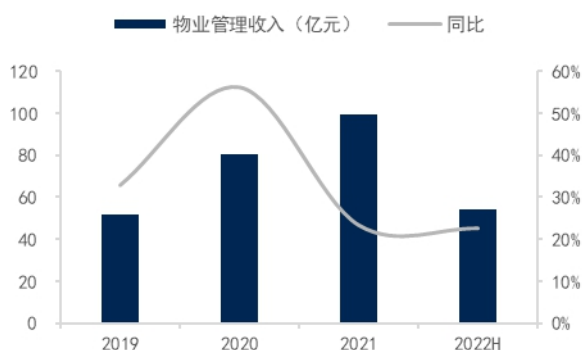
归母净利润增长 33.5%。2022 上半年公司实现营业收入 56.5 亿元，同比增长 18.2%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 33.5%。分板块看，物业管理业务实现收入 54.4 亿元，同比增长 22.6%；受疫情及减免租金影响，资产管理业务实现收入 2.2 亿元，同比下降 20.3%。

图1：公司营业收入及增速


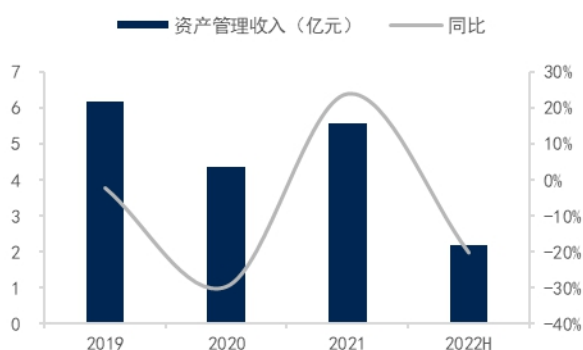
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司物业管理业务收入及增速


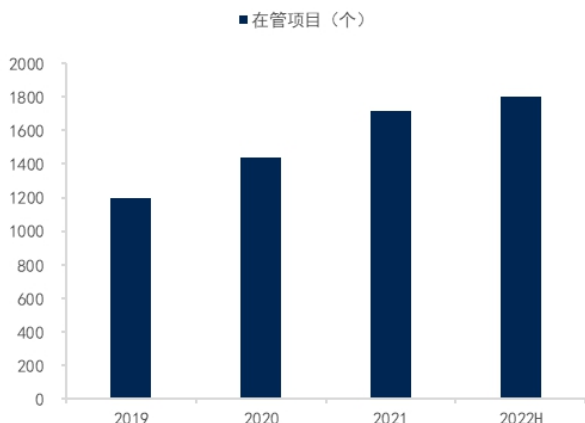
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司资产管理业务收入及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

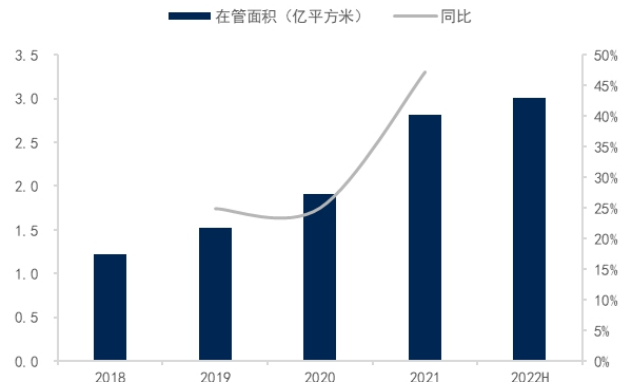
市拓发力，高质量并购项目落地。截至 2022 上半年末公司在管项目 1803 个，管理面积达 3.01 亿平方米。上半年公司物业管理业务实现新签年度合同额 15.95 亿元，同比增长 17%，年合同额超 1000 万以上的新项目占新签年度合同额比例达 54%，其中办公、园区等优势业态巩固领先地位，医院、学校、场馆等重点发展业态快速突破。公司积极把握收并购机遇，上半年顺利完成汇勤物业并购项目交割，成功摘牌新中物业 67% 股权，进一步稳固非住业态领先地位，并实现了南航物业、上航物业组织融合平稳过渡，保障企业经营的连续性。

图5: 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6: 公司在管面积

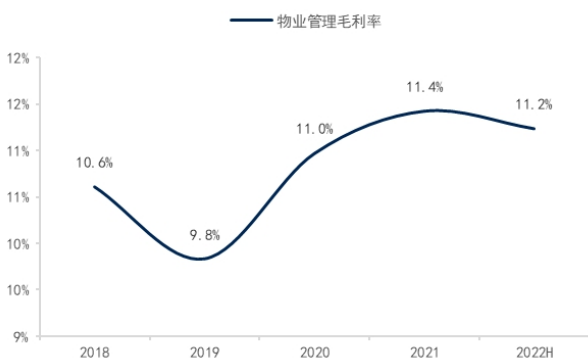


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

持续推进重资产剥离。2022 上半年, 公司将深圳中航城、昆山中航、赣州九方三家公司全部股权转让至母公司招商蛇口下属子公司并完成股权过户, 实现轻重分离首批方案的圆满落地。本次股权转让的完成, 有利于公司优化资产和债务结构, 提高整体资产运营效率。同时, 公司董事会同意退还天津项目地块使用权, 退地相关工作正在积极推进中。

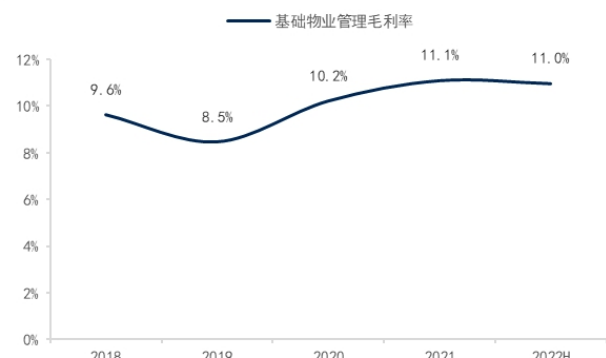
物业管理业务盈利能力改善。得益于精细化管理水平提升, 2022 上半年公司物业管理业务毛利率为 11.24%, 同比提升 0.66pct。其中, 基础物管毛利率提升 0.28pct 至 10.98%, 主要得益于住宅业态毛利率提升; 平台增值服务毛利率提升 0.63pct 至 5.23%; 专业增值服务毛利率提升 3.39pct 至 14.08%。

图7: 公司物业管理业务毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司基础物管毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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。

投资建议: 公司作为非住领域龙头, 背靠央企, 随着业务结构成熟、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, 在行业整体盈利能力下降的背景下, 公司毛利率仍有上升空间, 预计 22-24 年公司归母净利润分别为 6.9、8.6、10.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.65、0.81、1.01 元, 对应 PE 分别为 27.1、21.7、17.3X, 维持“买入”评级。

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	2504	3294	3905	营业收入	8635	10591	13080	16062	19676
应收款项	1652	2193	2150	2640	3234	营业成本	7460	9133	11340	13894	16843
存货净额	1575	1390	1870	2299	2815	营业税金及附加	75	92	105	161	354
其他流动资产	212	189	785	964	1181	销售费用	64	87	131	161	197
流动资产合计	5740	5832	7309	9197	11134	管理费用	349	387	473	588	710
固定资产	584	565	642	621	584	研发费用	20	38	38	47	61
无形资产及其他	23	21	19	17	15	财务费用	178	132	53	51	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	18317	20182	22080	其他收入	88	(236)	(38)	(47)	(61)
短期借款及交易性金融负债	1949	403	700	1000	1000	营业利润	599	745	940	1176	1470
应付款项	775	1041	1558	1916	2346	营业外净收支	27	2	0	0	0
其他流动负债	3222	3161	3593	4419	5409	利润总额	626	746	940	1176	1470
流动负债合计	5945	4605	5852	7335	8755	所得税费用	217	294	329	412	515
长期借款及应付债券	1144	2124	2124	2124	2124	少数股东损益	(26)	(60)	(76)	(95)	(119)
其他长期负债	901	1461	1461	1461	1461	归属于母公司净利润	435	513	687	859	1074
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	9436	10919	12339	净利润	435	513	687	859	1074
少数股东权益	(18)	(86)	(123)	(171)	(230)	资产减值准备	6	113	(110)	0	0
股东权益	8307	8661	9004	9434	9971	折旧摊销	36	36	71	73	75
负债和股东权益总计	16280	16766	18317	20182	22080	公允价值变动损失	3	(217)	0	(15)	0
						财务费用	178	132	53	51	41
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	441	55	(194)	85	93
每股收益	0.41	0.48	0.65	0.81	1.01	其它	(14)	(142)	72	(47)	(59)
每股红利	0.29	0.25	0.32	0.41	0.51	经营活动现金流	906	358	526	955	1182
每股净资产	7.83	8.17	8.49	8.90	9.40	资本开支	0	(346)	(35)	(35)	(35)
ROIC	4%	5%	6%	7%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	5%	6%	8%	9%	11%	投资活动现金流	14	(271)	(35)	(35)	(35)
毛利率	14%	14%	13%	14%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	(827)	(520)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(307)	(266)	(343)	(430)	(537)
收入增长	42%	23%	24%	23%	22%	其它融资现金流	1243	1243	297	300	0
净利润增长率	52%	18%	34%	25%	25%	融资活动现金流	(1024)	(328)	(47)	(130)	(537)
资产负债率	49%	48%	51%	53%	55%	现金净变动	(104)	(241)	444	790	610
息率	1.6%	1.4%	1.8%	2.3%	2.9%	货币资金的期初余额	2405	2302	2060	2504	3294
P/E	42.8	36.3	27.1	21.7	17.3	货币资金的期末余额	2302	2060	2504	3294	3905
P/B	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9	企业自由现金流	0	264	487	911	1114
EV/EBITDA	37.9	30.1	26.4	23.0	19.5	权益自由现金流	0	988	749	1177	1088

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