

招商积余 (001914.SZ)

拟出售部分资产，轻重分离稳步推进

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	wangyuelei@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030001
证券分析师：	王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	执证编码：S0980522100002

事项：

公司发布公告，为了积极推动公司战略落地，加快推进公司资产轻重分离，公司正在筹划出售成都市中航地产发展有限公司 100%股权、九江市九方商业管理有限公司 100%股权、中航城置业(昆山)有限公司 100%股权、江西中航地产有限责任公司 100%股权、岳阳中航地产有限公司 100%股权、赣州市航逸酒店管理有限公司 100%股权、深圳中航观澜地产发展有限公司 51%股权，并妥善解决上市公司对标的公司的股东借款。

国信地产观点：公司致力打造有核心竞争力的大物业轻资产平台，截至 2022 上半年末表内重资产价值约 70.3 亿元，若本次重资产剥离能按账面价值 44.3 亿元变现，则公司完成此次出售后重资产账面价值仅剩 26.0 亿元，重资产剥离工作将取得重大进展。公司系非住领域龙头，业态布局均衡，母公司招蛇综合实力突出，随着公司重资产剥离和收并购项目同时顺利推进，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。预计 22-24 年公司归母净利润分别为 6.1、8.0、10.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.75、0.96 元，对应 PE 分别为 27.2、20.8、16.3X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 截至 2022 上半年末公司表内重资产价值 70.3 亿元

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。截至 2022 上半年末，公司表内存货价值 14.8 亿元，投资性房地产项目价值 55.5 亿元，两者合计 70.3 亿元。公司致力打造有核心竞争力的大物业轻资产平台，将这部分重资产剥离并不影响主营业务的开展。

表1：截至 2022 上半年末公司重资产项目明细

投资性房地产项目	账面余额(亿元)	存货项目	账面余额(亿元)
航空大厦 1 栋部分楼层	5.39	衡阳项目后期	6.28
南光大厦 1-13 层部分楼层、地下室	5.27	天津九方城市广场	3.80
航都大厦 9J	0.03	衡阳中航城市花园	2.16
长沙芙蓉南路 368 号波波天下城 7 套房	0.07	龙岩中航紫金云熙	1.09
航苑大厦西座 7 套房	0.34	成都中航国际广场	0.68
中航格澜阳光花园 A 栋 1-4 层	2.89	中航格澜阳光花园二期	0.60
南昌中航国际广场 1 至 5 层、26 至 38 层	2.82	昆山九方城 A6 地块	0.14
岳阳中航国际广场 1 至 27 层、裙楼 1 至 5 层	3.42	惠东中航城	0.03
赣州格兰云天国际酒店	2.80		
成都九方购物中心	7.61		
九江九方购物中心商业	8.87		
昆山九方购物中心	14.57		
中航紫金云熙二期一至三层商铺	1.28		
深圳华彩花园南山阁 27D	0.08		
深圳航苑大厦东座 407	0.04		
合计	55.48		14.79

重资产合计 70.27

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 本次拟出售重资产价值约 44.3 亿元

公司正在筹划出售成都市中航地产发展有限公司 100%股权、九江市九方商业管理有限公司 100%股权、中航城置业（昆山）有限公司 100%股权、江西中航地产有限责任公司 100%股权、岳阳中航地产有限公司 100%股权、赣州市航逸酒店管理有限公司 100%股权、深圳中航观澜地产发展有限公司 51%股权。当前公司约 9 个重资产项目归属于这 7 家子公司，若本次重资产能按账面价值 44.3 亿元变现，则公司完成此次出售后重资产账面价值仅剩 26.0 亿元。

表2：本次拟出售重资产项目

拟出售重资产项目	账面余额（亿元）
中航格澜阳光花园 A 栋 1-4 层	2.89
南昌中航国际广场 1 至 5 层、26 至 38 层	2.82
岳阳中航国际广场 1 至 27 层、裙楼 1 至 5 层	3.42
赣州格兰云天国际酒店	2.80
成都九方购物中心	7.61
九江九方购物中心商业	8.87
昆山九方购物中心	14.57
成都中航国际广场	0.68
中航格澜阳光花园二期	0.60
合计	44.26

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 重资产剥离和收并购项目同时顺利推进

公司在积极推动重资产剥离的同时，收并购项目也在顺利推进。2022 年前三季度，公司物业管理业务实现新签年度合同额 24.3 亿元，较上年同期增长 17%，客户基础保持稳定。公司 2021 年底完成上航物业、南航物业并购落地并于 2022 年开始并表，2022 年三季度实现汇勤物业、新中物业财务并表，截至目前上航物业、南航物业、汇勤物业及新中物业四家并购企业体系导入完成率均超 80%。

◆ 投资建议：维持“买入”评级

公司系非住领域龙头，业态布局均衡，母公司招蛇综合实力突出，随着公司重资产剥离和收并购项目同时顺利推进，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。预计 22-24 年公司归母净利润分别为 6.1、8.0、10.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.75、0.96 元，对应 PE 分别为 27.2、20.8、16.3X，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）-业绩稳增，重资产剥离与轻资产收并购顺利推进》——2022-10-27
- 《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》——2022-08-29
- 《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

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	2499	3256	3840	营业收入	8635	10591	13080	16062	19676
应收款项	1652	2193	2150	2640	3234	营业成本	7460	9133	11445	13974	16921
存货净额	1575	1390	1887	2312	2828	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	7321	9172	11083	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	52	42
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	18329	20157	22028	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	835	1095	1390
应付款项	775	1041	1573	1927	2357	营业外净收支	27	2	0	0	0
其他流动负债	3222	3161	3625	4443	5432	利润总额	626	746	835	1095	1390
流动负债合计	5945	4605	5897	7370	8789	所得税费用	217	294	292	383	487
长期借款及应付债券	1144	2124	2124	2124	2124	少数股东损益	(26)	(60)	(67)	(88)	(112)
其他长期负债	901	1461	1461	1461	1461	归属于母公司净利润	435	513	610	800	1016
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	9482	10955	12374	净利润	435	513	610	800	1016
少数股东权益	(18)	(86)	(119)	(163)	(219)	资产减值准备	6	113	(110)	0	0
股东权益	8307	8661	8966	9366	9874	折旧摊销	36	36	71	73	75
负债和股东权益总计	16280	16766	18329	20157	22028	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	53	52	42
每股收益	0.41	0.48	0.58	0.75	0.96	营运资本变动	441	55	(165)	79	92
每股红利	0.29	0.25	0.29	0.38	0.48	其它	(14)	(142)	77	(44)	(56)
每股净资产	7.83	8.17	8.46	8.83	9.31	经营活动现金流	906	358	482	892	1127
ROIC	4%	5%	5%	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%	13%	13%	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%	7%	7%	8%	负债净变化	(827)	(520)	0	0	0
收入增长	42%	23%	24%	23%	22%	支付股利、利息	(307)	(266)	(305)	(400)	(508)
净利润增长率	52%	18%	19%	31%	27%	其它融资现金流	1243	1243	297	300	0
资产负债率	49%	48%	51%	54%	55%	融资活动现金流	(1024)	(328)	(8)	(100)	(508)
息率	1.8%	1.6%	1.8%	2.4%	3.1%	现金净变动	(104)	(241)	438	757	584
P/E	38.2	32.4	27.2	20.8	16.3	货币资金的期初余额	2405	2302	2060	2499	3256
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7	货币资金的期末余额	2302	2060	2499	3256	3840
EV/EBITDA	35.0	27.8	27.2	22.9	19.2	企业自由现金流	0	264	448	852	1063
						权益自由现金流	0	988	710	1118	1036

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