

2020年07月11日

# 资源禀赋优势突出，市场份额持续提升

## 招商积余 (001914)

评级:	买入	股票代码:	001914
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	35.99/18.57
目标价格:	39.13	总市值(亿)	360.52
最新收盘价:	34	自由流通市值(亿)	226.73
		自由流通股数(百万)	666.86

### 事件概述

公司全资子公司招商物业与厦门邮轮母港集团设立合资公司，其中招商物业出资 300 万元，占 60.0% 股权。招商物业与烟台财金孚泰设立合资公司，其中招商物业出资 153 万元，占 51.0% 股权。

#### ▶ 背靠股东资源，承接厦门项目

招商积余全资子公司招商物业与厦门邮轮母港集团设立合资公司，其中招商物业占 60.0% 股权。2015 年 11 月，厦门邮轮母港集团与公司控股股东招商局控股合资设立厦门西海湾邮轮城投资有限公司，共同开发厦门海上世界项目。本次设立的合资公司将负责为厦门海上世界项目提供物业管理服务，其总建筑面积超 100 万平方米，是集智慧办公集群、沉浸式主题商业、奢华酒店、邮轮母港、滨海文娱等产业于一体的世界级滨海综合体。公司背靠大股东资源，后续有望持续承接招商局控股的历史项目，实现管理面积的高速增长。

#### ▶ 牵手烟台财金发展集团，提升山东市场影响力

全资子公司招商物业与烟台财金孚泰设立合资公司，其中招商物业占 51.0% 股权。2019 年 12 月 9 日，烟台市金孚置业与公司控股股东招商局控股共同开发房地产业务，烟台市金孚置业与烟台财金孚泰同为烟台市财金发展投资集团旗下企业。本次设立合资公司将为上述地产开发项目及烟台财金孚泰旗下地产、产业开发项目提供配套物业管理服务。本次合资同属于背靠大股东承接项目资源，有利于提升招商物业在山东市场的综合实力。

### 投资建议

重组后，招商积余跃升至行业第一梯队，依托母公司获取住宅资源，非住宅领域持续发力，市场化拓展能力强劲，专业服务独具特色，财务保持稳健，未来利润率水平有望持续修复。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.58、0.8、1.1 元/股，对应 PE 为 58.3、42.3、30.8 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

人工成本上升过快，新签管理面积不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,656	6,078	11,195	14,241	18,057
YoY (%)	12.9%	-8.7%	84.2%	27.2%	26.8%
归母净利润(百万元)	857	286	618	853	1,169
YoY (%)	468.8%	-66.6%	116.0%	38.0%	37.1%
毛利率 (%)	19.6%	18.3%	15.2%	15.6%	16.2%
每股收益(元)	0.81	0.27	0.58	0.80	1.10
ROE	17.7%	3.6%	7.2%	9.0%	11.0%
市盈率	42.09	125.95	58.32	42.28	30.84

资料来源: WIND、华西证券研究所

分析师: 由子沛

研究助理: 侯希得

邮箱: youzp@hx168.com.cn

邮箱: houxd@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,078	11,195	14,241	18,057	净利润	270	618	853	1,169
YoY (%)	-8.7%	84.2%	27.2%	26.8%	折旧和摊销	57	63	67	71
营业成本	4,968	9,494	12,019	15,132	营运资金变动	-284	-1,329	-138	-80
营业税金及附加	16	112	142	181	经营活动现金流	359	-495	941	1,336
销售费用	75	90	114	144	资本开支	-44	28	17	7
管理费用	379	515	648	813	投资	-3	0	0	0
财务费用	236	177	180	177	投资活动现金流	1,215	45	40	25
资产减值损失	-8	-9	-10	-11	股权募资	5	0	0	0
投资收益	-3	17	23	18	债务募资	760	0	0	0
营业利润	402	853	1,198	1,660	筹资活动现金流	-1,388	-189	-189	-189
营业外收支	7	30	20	10	现金净流量	186	-639	792	1,171
利润总额	408	883	1,218	1,670	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	139	265	365	501	<b>成长能力</b>				
净利润	270	618	853	1,169	营业收入增长率	-8.7%	84.2%	27.2%	26.8%
归属于母公司净利润	286	618	853	1,169	净利润增长率	-66.6%	116.0%	38.0%	37.1%
YoY (%)	-66.6%	116.0%	38.0%	37.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.27	0.58	0.80	1.10	毛利率	18.3%	15.2%	15.6%	16.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	4.4%	5.5%	6.0%	6.5%
货币资金	2,405	1,767	2,558	3,729	总资产收益率 ROA	1.7%	3.6%	4.4%	5.3%
预付款项	89	190	240	303	净资产收益率 ROE	3.6%	7.2%	9.0%	11.0%
存货	1,658	2,601	3,293	4,146	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	1,762	2,175	2,798	3,554	流动比率	1.43	1.58	1.62	1.66
流动资产合计	5,915	6,732	8,890	11,732	速动比率	1.01	0.92	0.98	1.03
长期股权投资	139	139	139	139	现金比率	0.58	0.41	0.47	0.53
固定资产	601	538	471	400	资产负债率	51.5%	50.0%	51.0%	51.8%
无形资产	25	26	27	28	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	10,586	10,514	10,437	10,355	总资产周转率	0.37	0.65	0.74	0.82
资产合计	16,502	17,246	19,327	22,087	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	350	350	350	350	每股收益	0.27	0.58	0.80	1.10
应付账款及票据	750	1,561	2,042	2,653	每股净资产	7.53	8.11	8.92	10.02
其他流动负债	3,039	2,355	3,102	4,081	每股经营现金流	0.34	-0.47	0.89	1.26
流动负债合计	4,139	4,266	5,493	7,084	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,971	1,971	1,971	1,971	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2,390	2,390	2,390	2,390	PE	125.95	58.32	42.28	30.84
非流动负债合计	4,361	4,361	4,361	4,361	PB	2.69	4.19	3.81	3.39
负债合计	8,500	8,626	9,854	11,445					
股本	1,060	1,060	1,060	1,060					
少数股东权益	19	19	19	19					
股东权益合计	8,002	8,620	9,473	10,642					
负债和股东权益合计	16,502	17,246	19,327	22,087					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。