证券研究报告

房地产开发

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

招商积余

001914

审慎增持 （维持）

招商积余三季报点评：物管业务表现亮眼，公司拓展加速整合见成效

2020 年 10 月 20 日

投资要点

- 公司发布 2020 年三季报，公司第三季度实现营业收入 21.06 亿元，同比增长 57.47%；归母净利润 1.49 亿元，同比增长 177.71%。前三季度实现营业收入 59.74 亿元，同比增长 52.47%；归母净利润 3.27 亿元，同比增长 136.61%。
- **公司业绩高速增长，物管业务表现亮眼。**公司业绩高速增长主要受招商物业并表影响，剔除并表因素后，估算 2020Q3 营收同比-6.9%，归母净利润同比+55.7%；前三季度累计营收同比-7.5%，归母净利润累计同比+25.9%。1）**物管方面，**估算前三季度公司物管业务归母净利润为 3.91-4.41 亿元，可比口径下同比增长 49%-68%。2020Q3 物管归母净利为 1.35-1.85 亿元，可比口径下同比增长 69%-131%。这部分收入持续性强，预计四季度还将保持高增。2）**资管方面，**前三季度资管业务净利润同比下降 0.8-1 亿元，目前经营正快速恢复。
- **公司整合见成效，期间费用和有息负债规模持续下降：**
  - **公司中后台资源整合加速，期间费用下降 5.2 个百分点。**三季度财务费用同比减少 0.15 亿元，同比-25%，累计同比-24%；管理费用同比减少 0.08 亿元，同比-10%，累计同比-12%；销售费用基本持平，累计同比-9%。三季度三项费用合计为 1.3 亿元，同比-15%；期间费用率 6.14%，同比下降 5.2 个百分点。
  - **公司有息负债规模持续下降。**2020 年第三季度末有息负债为 34 亿元，同比-21 %。有息负债自 2016Q1 高点的 123 亿元持续下降 18 个季度，预计有息负债规模后续会进一步下降。
- **依托股东资源加速拓展，业务协同模式逐渐成熟。**三季度，公司与烟台财金孚泰、厦门邮轮母港集团分别设立合资公司，开展物业管理业务；与遂宁东涪设立合资公司开展城市服务业务，城市物业进一步推进。通过设立合资公司，招商积余与当地企业强强联合，招商积余输出品牌和服务，当地股东提供资源导入，有利于公司快速布局全国。

投资建议：物管行业处于成长初期，公司定位央企物管旗舰，融合融效后未来利润水平具备较大提升空间且操作路线图清晰。预计公司 2020、2021 年 EPS 分别为 0.58 元、0.76 元，按照 2020 年 10 月 19 日收盘价，对应 PE 分别为 42.7 倍，32.6 倍，给予“审慎增持”评级。

风险提示：资源整合较慢，公共卫生事件导致成本上升。

相关报告

《招商积余半年报点评:业绩超预期，整合见成效净利率提升》2020-08-24
《招商积余半年报业绩预告点评：上半年业绩超预期》2020-07-14
《招商积余设立合资公司点评：依托股东资源加速拓展，业务协同模式逐渐成熟》2020-07-10
《招商积余组织架构调整点评：职能整合，拓展加速》2020-06-22
《招商积余一季报点评：业绩增长，整合初见成效》2020-04-30
《招商积余股东减持点评：短期中行减持，招商整合加速》2020-04-20
《招商积余年报点评：营收增长较快,整合提效可期》2020-04-14
《接受捐赠，卓越行动展示央企担当，旗舰定位强化》2020-02-26

分析师：
阎常铭
yanchangming@xyzq.com.cn
S0190514110001

郭毅
guoyiyjs@xyzq.com.cn
S0190518010003

徐鸥鹭
xuoulu@xyzq.com.cn
S0190519080008

靳璐瑜
jinluyu@xyzq.com.cn
S0190520080003

报告正文

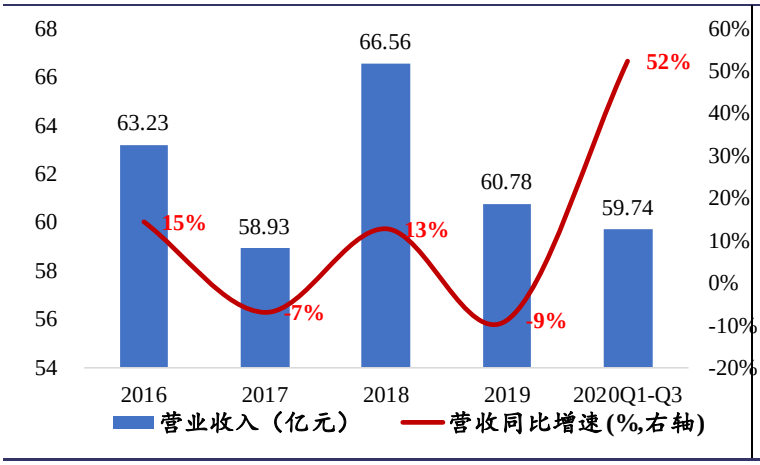
1、 业绩高速增长，物管业务表现亮眼

公司业绩高速增长，公司第三季度实现营业收入 21.06 亿元，同比增长 57.47%；归母净利润 1.49 亿元，同比增长 177.71%。前三季度实现营业收入 59.74 亿元，同比增长 52.47%；归母净利润 3.27 亿元，同比增长 136.61%，公司高速增长主要因为招商物业纳入并表范围。剔除并表因素后，估算三季度公司营收同比降低 6.9%，归母净利润同比增长 55.7%（考虑招商物业后，估算 2019Q3 营收 22.63 亿元，归母净利润 0.95 亿元）；前三季度累计营收同比降低 7.5%，归母净利润累计同比增长 25.9%（估算 2019Q1-Q3 营收合计 64.57 亿元，归母净利润合计 2.60 亿元）。

物管业务持续增长，可比口径下前三季度物管业务净利同比增长 49%-68%，第三季度同比增长 69%-131%。公司物管物业较去年同期中航物业一家增长 2.5-3 亿元，考虑招商物业并表影响，估算 2020Q1-Q3 公司物管业务归母净利润为 3.91-4.41 亿元（2019Q1-Q3 中航物业净利约 1.41 亿元），可比口径下前三季度物管业务净利同比增长 49%-68%。估算 2020Q3 物管归母净利为 1.35-1.85 亿元，可比口径下同比增长 69%-131%（估算得 2019Q3 中航+招商物业归母净利约 0.8 亿元）。这部分收入持续性强稳定性强，预计公司第四季度还将保持高增长。

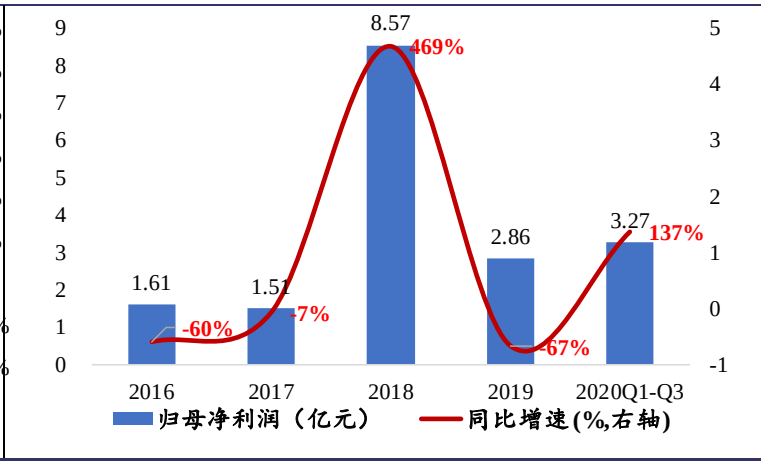
公司资管业务受疫情下滑，目前经营正逐步恢复。受疫情影响，公司购物中心经营、酒店出租及其他持有型物业收入减少。根据公司业绩预告，前三季度资管业务净利润同比下降 0.8-1 亿元（2020H1 资管业务同比下降约 0.7 亿元）。随疫情防控常态化，公司经营逐步恢复，截至 2020 年 6 月，资管业务客流已逐步回升至去年同期的 80%，九方资管管理面积近 100 万平米，持有物业可出租面积 56.1 万平米，总体出租率为 95%。此外，借助招商蛇口的商办项目托管，资管业务未来有望稳定增长。

图 1、2020 年前三季度公司营收同比增长 52%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、归母净利润 2020 前三季度同比增长 137%



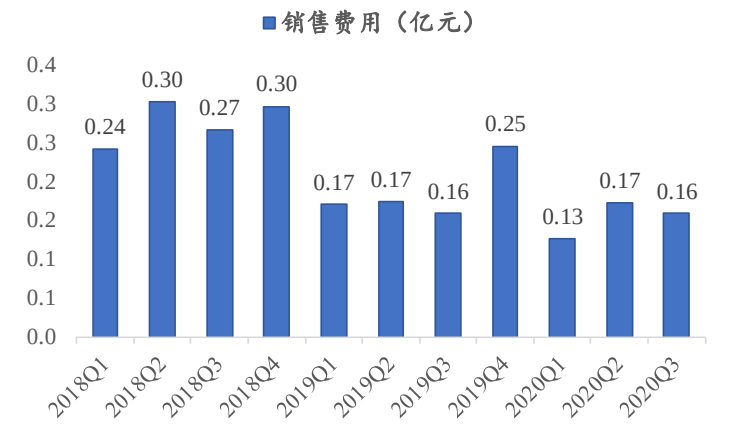
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、 期间费用不断优化，有息负债持续降低

期间费用在整合后持续下降，第三季度期间费用率 6.14%，同比下降 5.2 个百分点。在不追溯调整的情况下，招商物业与中航物业合并后两家公司的三项费用相对合并前中航物业一家公司的三项费用仍有下降。第三季度，公司期间费用合计为 1.3 亿元，同比下降 15%，期间费用率为 6.14%，同比下降 5.2 个百分点。其中，2020Q3 财务费用同比减少 0.15 亿元，同比下降 25%，前三季度累计同比下降 24%；管理费用同比减少 0.08 亿元，同比下降 10%，前三季度累计同比下降 12%；三季度销售费用与去年基本持平，一至三季度累计同比下降 9%。2020Q3 各项费用率也有下降，财务费用率 2.05%，同比下降 2.3 个百分点；管理费用率 3.34%，同比下降 2.5 个百分点;，销售费用率 0.76%，同比下降 0.4 个百分点。

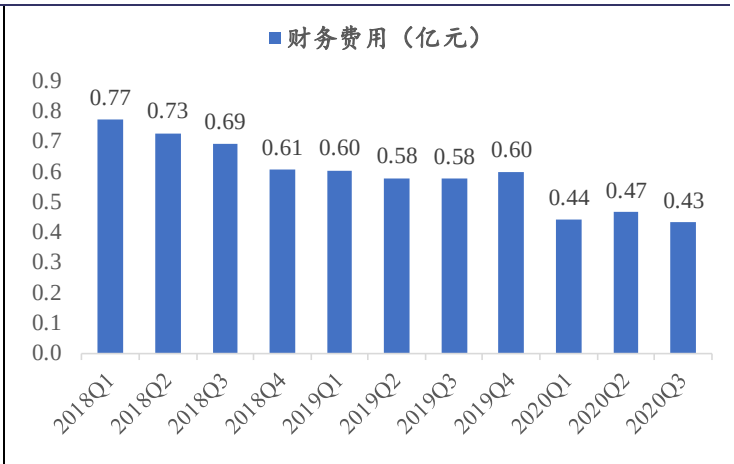
有息负债持续降低，前三季度同比下降 21%。截至 2020 年三季度末，公司有息负债为 34 亿元，同比下降 21%。公司自房地产业务剥离后，融资规模持续下降，自 2016 年一季度高点的 123 亿规模持续下降 18 个季度，预计公司有息负债后续会进一步降低，相应减少公司的财务费用，对提升盈利能力起到重要作用。

图 7、招商积余销售费用不断降低



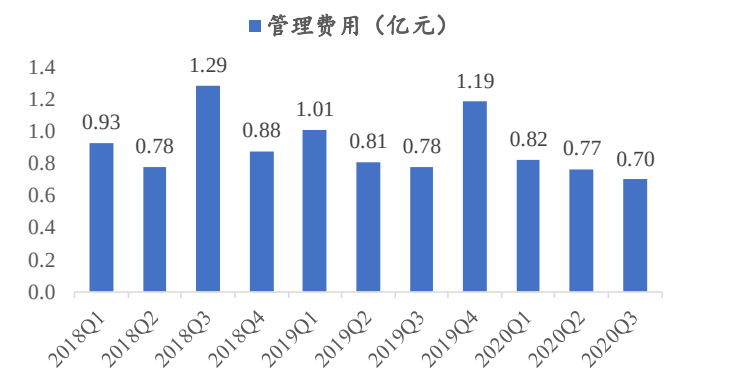
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、招商积余财务费用不断降低



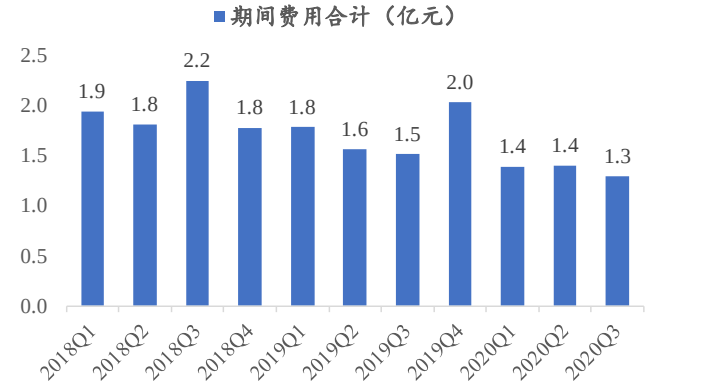
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、招商积余管理费用不断降低



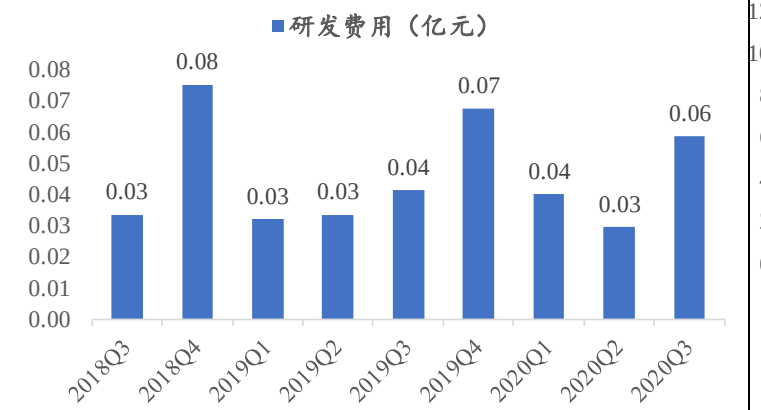
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、招商积余期间费用不断优化



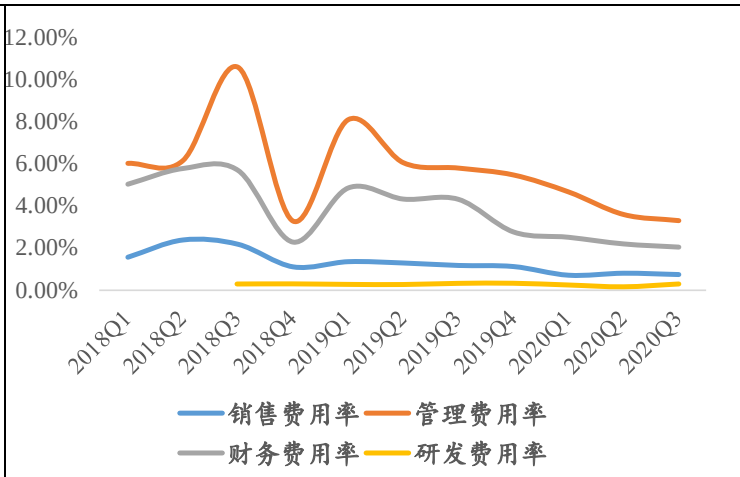
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、招商积余研发费用略有上升



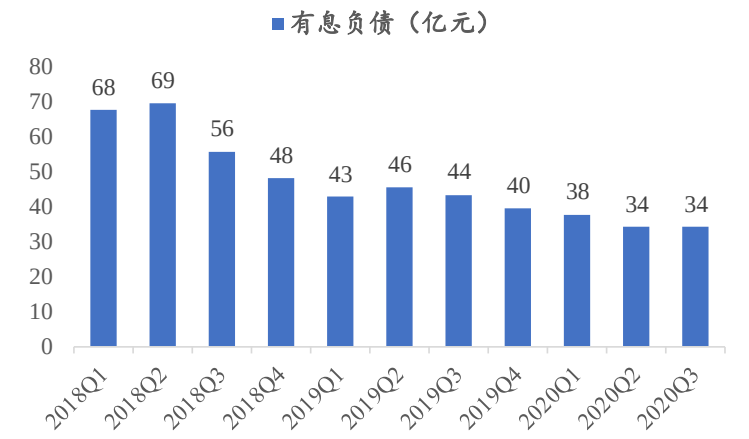
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、招商积余费用率不断降低



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、招商积余有息负债持续降低



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、 依托股东资源加速拓展，业务协同模式逐渐成熟

设立合资公司，承接当地股东的物管业务并持续拓展当地业务。公司近期与烟台财金孚泰设立合资公司，与厦门邮轮母港集团设立合资公司，开展物业管理业务，与遂宁东涪设立合资公司设立合资公司，拓展当地市场业务。招商积余提供优质物管服务，当地股东提供待管项目并持续导入资源。招商积余也以合资公司为依托，持续在区域市场拓展。

通过设立合资公司的模式快速落子，招商局集团内部业务协同模式逐渐成熟。招商局集团在与全国各地政府/企业洽谈业务的过程中，招商积余作为物业管理的服务配套，服务品质口碑佳，有利于招商局集团一揽子业务的整体谈判。通过设立合资公司的方式，招商积余与当地企业强强联合，招商积余控股输出品牌和服务，当地股东持续提供资源导入，有利于招商积余在全国各地的快速布局。

表 1、2020年第三季度公司设立合资公司情况

时间	当地股东	合资公司注册资本（万元）	招商积余出资子公司	出资金额（万元）	招商积余股权占比
2020.7.9	厦门国际邮轮母港集团有限公司	500	招商物业	300	60%
2020.7.9	烟台市财金孚泰实业有限公司	300	招商物业	153	49%
2020.8.21	遂宁东涪投资有限责任公司	500	中航物业	245	49%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、 积极外拓物管业务，城市物业取得进一步发展

公司积极外拓物管业务，城市物业取得进一步发展。今年以来公司成功拓展高校、政府机关、场馆、公园、城市服务等多类型非住项目，为之后业绩稳定增长奠定良好基础。在城市物业领域，继上半年招商物业成功中标三亚崖州湾科技城秩序维护、内勤等物业服务采购项目；中航物业成功中标青岛即墨开发区城市空间服务后，第三季度，中航物业与遂宁东涪设立了合资公司主要围绕遂宁市河东新区相关基础物业管理、资产经营及城市市政运营需求提供综合配套服务，公司城市物业领域取得进一步进展。

表 2、2020 年以来招商积余新中标物管项目

类型	物业公司	项目名称	面积（万平米）
场馆项目	招商物业	南山区晗山悦海城综合体项目	23
城市服务项目	招商物业	三亚崖州湾科技城秩序维护内勤物业服务项目	6930
城市服务项目	中航物业	青岛即墨开发区城市空间项目	2800
高校项目	招商物业	东莞市东莞中学松山湖学校项目	19.73
高校项目	中航物业	中山市委党校项目	4.1
高校项目	中航物业	上海应用技术大学徐汇校区及奉贤校区新教师公寓项目	8.85
高校项目	中航物业	河北医科大学临床学院项目	14.58
高校项目	中航物业	中国人民解放军海军工程大学勤务学院项目	-
高校项目	中航物业	南京理工大学江阴校区	74
高校项目	中航物业	清华大学紫荆学生公寓项目	35
高校项目	中航物业	中央美院中法学院项目	-
高校项目	中航物业	中国人民大学苏州校区顾问项目	-
公共交通项目	招商物业	东方航空大兴国际机场维修基地项目	1.27
公共交通项目	招商物业	苏州高铁新城 D 区南广场物业管理项目	4.2
企业总部物业	中航物业	天津光大兴辰环保能源项目	-
商业写字楼项目	招商物业	唯品会（合肥）城市奥莱项目	13.7
商业写字楼项目	招商物业	莱绅通灵珠宝项目	2.95
商业写字楼项目	招商物业	招商证券大厦项目	8
商业写字楼项目	招商物业	工商银行重庆分行项目	-
商业写字楼项目	招商物业	广发银行重庆分行项目	2.4
商业写字楼项目	中航物业	宁波银行深圳分行项目	3.5
商业写字楼项目	中航物业	中国农业银行无为市支行项目	0.6
商业写字楼项目	中航物业	中国人保财险江西省分公司新办公大楼项目	1.69
医院项目	中航物业	莆田国药佑宁医院项目	-
医院项目	中航物业	山东第一医科大学物业服务项目	132
园区项目	招商物业	阿里巴巴滨江园区物业服务项目	13.6
园区项目	招商物业	华为物流园	38
园区项目	招商物业	宁德新能源湖西产业园三期项目	24.6
政府项目	招商物业	东莞市城市管理和综合执法局松山湖分局城市综合管理服务项目	202.76
政府项目	中航物业	天津市南开区人民检察院项目	-
政府项目	中航物业	厦门市公安局海防支队项目	-

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：物管行业处于成长初期，公司定位央企物管旗舰，融合融效后未来利润水平具备较大提升空间且操作路线图清晰。预计公司 2020、2021 年 EPS 分别为 0.58 元、0.76 元，按照 2020 年 10 月 19 日收盘价，对应 PE 分别为 42.7 倍，32.6 倍，给予“审慎增持”评级。

风险提示：资源整合较慢，公共卫生事件导致成本上升。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5915	6190	7243	8478
货币资金	2405	2743	3565	4524
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1095	1219	1504	1862
其他应收款	496	858	1114	1357
存货	1658	1080	720	360
非流动资产	10586	10837	10966	10971
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	139	139	139	139
投资性房地产	6885	6885	6885	6885
固定资产	601	588	583	586
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	25	25	25	25
资产总计	16502	17027	18208	19449
流动负债	4139	3988	3964	4218
短期借款	350	600	720	600
应付票据	0	0	0	0
应付账款	750	1383	1780	2139
其他	3039	2005	1463	1480
非流动负债	4361	4461	4904	4908
长期借款	1971	2171	2571	2571
其他	2390	2290	2333	2338
负债合计	8500	8448	8868	9127
股本	1060	1060	1060	1060
资本公积	3085	3085	3085	3085
未分配利润	3437	3988	4717	5656
少数股东权益	19	-18	-67	-130
股东权益合计	8002	8579	9340	10323
负债及权益合计	16502	17027	18208	19449

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	286	614	811	1045
折旧和摊销	57	34	35	37
资产减值准备	-928	258	-65	10
无形资产摊销	28	0	0	0
公允价值变动损失	-13	0	0	0
财务费用	236	145	182	197
投资损失	3	0	0	0
少数股东损益	-17	-37	-49	-63
营运资金的变动	-1327	598	309	-87
经营活动产生现金流量	1016	309	656	1316
投资活动产生现金流量	-2548	-277	-171	-40
融资活动产生现金流量	1757	305	338	-317
现金净变动	225	338	822	958
现金的期初余额	2207	2405	2743	3565
现金的期末余额	2432	2743	3565	4524

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6078	12194	15035	18621
营业成本	4968	10191	12421	15332
营业税金及附加	16	183	226	279
销售费用	75	151	186	230
管理费用	379	610	812	1024
财务费用	236	145	182	197
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动	-13	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	402	915	1209	1559
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	408	915	1209	1559
所得税	139	339	447	577
净利润	270	577	762	982
少数股东损益	-17	-37	-49	-63
归属母公司净利润	286	614	811	1045
EPS(元)	0.27	0.58	0.76	0.99

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	-8.7%	100.6%	23.3%	23.8%
营业利润增长率	-67.1%	127.9%	32.1%	28.9%
净利润增长率	-66.6%	114.4%	32.1%	28.9%
盈利能力				
毛利率	18.3%	16.4%	17.4%	17.7%
净利率	4.7%	5.0%	5.4%	5.6%
ROE	3.6%	7.1%	8.6%	10.0%
偿债能力				
资产负债率	51.5%	49.6%	48.7%	46.9%
流动比率	1.43	1.55	1.83	2.01
速动比率	1.03	1.25	1.63	1.92
营运能力				
资产周转率	40.9%	72.7%	85.3%	98.9%
应收帐款周转率	7.11	10.54	11.04	11.07
每股资料(元)				
每股收益	0.27	0.58	0.76	0.99
每股经营现金	0.34	0.29	0.62	1.24
每股净资产	7.53	8.11	8.87	9.86
估值比率(倍)				
PE	91.7	42.7	32.6	25.0
PB	3.3	3.1	2.8	2.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn