

中航善达（000043）深度研究报告

央企物管强强联合，非住宅龙头扬帆起航

强推（首次）

目标价：14.50 元

当前价：10.40 元

- ❖ **公司概况：**央企背景战略转型，坚持轻资产化发展，聚焦物业资产管理
中航善达成立于1985年，1994年于深交所上市，是央企中国航空工业集团下属公司，最初从事多元化经营。2007年，以“房地产开发为主体，物业管理和酒店经营管理为两翼”为战略目标，转型综合性房地产开发企业。2011年，剥离酒店经营业务，集中优势资源发展地产开发业务。2016年，逐步剥离地产开发业务，战略聚焦物业资产管理业务，重点发展机构类物业的资产管理。2018年，更名为中航善达。2019年，计划引入招商蛇口作为控股股东，并与招商物业重组，整合中航系机构类及招商系商办类的优势，打造非住宅央企物管龙头。
- ❖ **重组简述：**招商系接棒中航系，两大央企强强联合，打造非住宅物管龙头
本次重组方案将分为两步进行：1）现金收购股权：4月26日，招商蛇口与中航国际控股签署协议以每股8.95元/股（除息后8.65元/股）受让后者持有的1.49亿股，占总股本22.35%，招蛇将成为第一大股东；2）增发收购物业：4月29日，公司拟增发股份购买招商蛇口直接和间接持有的招商物业100%股权，发行价为7.9元/股（除息后7.6元/股），目前收购对价暂未确定，按照招商物业18年PE15-25倍估算，预计增发股份区间将在2.86-4.77亿股，扩股后总股本区间9.53-11.44亿股，对应招蛇持股将达45.7%-54.7%，届时招蛇将成为控股股东，在住宅、机构、商办物业资源优势增强，助力打造非住宅央企物管龙头。
- ❖ **新中航善达：**拥有非住宅强大优势，首获集团重视、积极改革，有望量质提升
18年末，中航物业、招商物业在管面积分别为5,307万方、7,500万方，合并后1.28亿方，18年合并后备考营收、净利润分别为66.3亿元、3.1亿元，在管规模和营收规模均位于行业前列。考虑到中航物业在政府类、公众类及企业总部类物业长期占据市场领先地位，同时招商系拥有大量的商办物业、尤其如深圳前海、太子湾和蛇口等，再借助中航九方商业经营的轻资产管理模式，公司将在非住宅物管方面拥有强大优势。18年中航物业和招商物业净利率分别为4.40%、4.97%，较百强平均8%仍有较大提升空间。19年3月招商局集团总经理付刚峰对招商物业的改革做出9点指示，其中重点提及目标管理及员工激励，公司定位有望逐步从“成本中心”转向“利润中心”，且主流物业公司上市后利润率均有明显提升，公司有望在重组和改革中获得量质提升。
- ❖ **估值情况：**预计扩股后市值99-119亿，合理市值约132-158亿，预期上涨空间达11%-53%
若重组成功，18年备考净利润3.1亿元，同比+64.9%，按照30%增速预计19年备考业绩4.0亿元（中期净利润率修复至行业平均，预计其业绩就可达5.3亿元）。参考可比物业龙头19年PE 24-31倍，按照19年PE 25-30倍估算，新中航善达物业部分对应市值约100.5-120.6亿元。截至19Q1末，中航善达净资产49.3亿元，剔除物管净资产4.8亿元，并按0.7倍PB，地产及其它业务对应合理估值31.2亿元。新中航善达合理估值约131.7-151.8亿元。假设本次交易对价为招商物业18年PE15-25倍，扩股后对应市值约99.1-119.0亿元，较公司合理估值仍有11%-53%空间，按中性假设，上涨空间预计为39%。
- ❖ **投资建议：**央企物管强强联合，非住宅龙头扬帆起航，首覆、并给予“强推”
中航善达逐步剥离地产开发业务，战略聚焦物业管理优质赛道，并深耕机构类物管，与招商物业强强联合，合并后在管面积达1.28亿方，将有望成为非住宅类物管龙头，并且新增招商局集团背景，后续规模扩张得以较强保障。招商物业定位提升，将逐步从“成本中心”转向“利润中心”，同时后续或通过组织架构改革提升人均效能，有望推动利润率提升，实现量质提升，我们按照备考市值中性假设预测，给予目标价14.50元，首次覆盖，并给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**重组失败、交易对价过高、物业管理拓展不及预期。

主要财务指标（本盈利预测未考虑重组后情况）

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	6,656	6,038	7,324	9,086
同比增速(%)	13	(9)	21	24
归母净利润(百万)	857	239	327	462
同比增速(%)	469	(72)	37	41
每股盈利(元)	1.28	0.36	0.49	0.69
市盈率(倍)	8.1	29.0	21.2	15.0
市净率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年6月19日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

公司基本数据

总股本(万股)	66,696
已上市流通股(万股)	66,682
总市值(亿元)	69.36
流通市值(亿元)	69.35
资产负债率(%)	59.6
每股净资产(元)	7.3
12个月内最高/最低价	11.89/5.65

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《物业管理行业深度报告：朝阳行业，黄金时代》
2019-05-16

目 录

一、公司概况：央企背景战略转型，坚持轻资产化发展，聚焦物业资产管理	5
（一）发展历程：航空工业央企背景，坚持轻资产化发展，聚焦物业资产管理	5
（二）重组方案：招商系接棒中航系，两大央企强强联合，打造非住宅物管龙头	6
（三）管理团队：中航系团队综合管理经验丰富，招商系团队兼顾实战和理论结合	8
（四）财务状况：淡化开发业务、聚焦物管业务，后者收入占比逐年提升成为主业	9
二、物业管理业务：机构类物管龙头，联合潜在商办物管巨头，打造非住宅物管龙头	11
（一）中航善达：在管 5,307 万方，14-18 年营收 CAGR28%，净利润 CAGR47%，机构类物管龙头	11
1、中航善达在管 5,307 万方，14-18 年营收 CAGR28%，净利润 CAGR47%，稳定而高增	11
2、中航善达聚焦机构类物业管理，建设细分市场的专业化服务能力，打造机构类龙头	13
（二）招商物业：在管 7,500 万方，18 年营收同比+20%、业绩同比+115%，潜在商办物管巨头	14
1、招商物业在管 7,500 万方，18 年营收同比+20%、业绩同比+115%，潜在商办物管巨头	14
2、招商局集团对招商物业的改革发展做出指示、并充满信心，其中重点提及目标管理及员工激励	16
（三）新中航善达：合并后在管 1.28 亿方，继承中航系、背靠招商系，打造非住宅物管龙头	18
三、商业运营及住宅开发业务：房地产开发逐步剥离，聚焦并打造商业运营轻资产扩张模式	19
（一）房地产开发：存货及预收账款占比总资产逐年下降，房地产开发业务逐步剥离	19
（二）商业运营：九方在管 127 万方，投资性房地产 69 亿，管理、品牌输出形成轻资产扩张模式	20
四、商办物管行业概况：商办物业提升空间大，单价高+单一大客户致提价更易，毛利率优势更强	21
（一）行业空间：商办占比稳定，提升空间巨大，单价高+单一大客户致提价更易，毛利率优势更胜	21
（二）海外龙头：CBRE 租赁、咨询、金融等业务强劲增长推动营收无周期稳增，享受资本市场高估值	24
五、估值情况：预计扩股后市值 99-109 亿元，合理市值 132-158 亿元，对应上涨空间达 11-53%	25
（一）物管部分：预计 19 年业绩 4 亿元，同比+30%，按 PE 25-30 倍对应市值 101-127 亿元	25
（二）地产部分：地产及其它业务部分净资产 45 亿元，按 0.7 倍 PB 估算对应市值 31 亿元	26
（三）合理估值：扩股后市值 99-119 亿元，预计合理市值为 132-152 亿元，预计上涨空间将达 11-53%	26
六、投资建议：央企物管强强联合，非住宅龙头扬帆启航，首次覆盖、并给予“强推”评级	27
七、风险提示	27

图表目录

图表 1、公司发展历程.....	5
图表 2、公司主营业务布局.....	6
图表 3、公司目前股权结构.....	7
图表 4、新中航善达备考收入及净利润.....	7
图表 5、管理层部分人员简介.....	8
图表 6、招商物业总经理简介.....	9
图表 7、中航善达历年营收及增速.....	9
图表 8、中航善达历年归母净利润及增速.....	9
图表 9、中航善达历年各业务营收占比.....	10
图表 10、中航善达 18 年物业管理营收占比 56%.....	10
图表 11、中航善达历年各业务净利润占比.....	10
图表 12、中航善达毛利率及归母净利率.....	10
图表 13、中航善达货币资金占比总资产逐步提升.....	10
图表 14、中航善达负债率逐步下降.....	10
图表 15、中航善达物业管理业务营收及增速.....	11
图表 16、中航善达物业管理业务净利润及增速.....	11
图表 17、中航善达物业管理业务毛利率及净利率.....	11
图表 18、中航善达平均物业费及增速.....	11
图表 19、中航善达历年管理面积及增速.....	12
图表 20、中航善达历年管理项目数及增速.....	12
图表 21、中航善达历年新签约面积及增速.....	12
图表 22、中航善达历年新签约面积分类占比.....	12
图表 23、公司物业管理业务收入分区域情况.....	13
图表 24、公司物业管理业务分类型情况.....	13
图表 25、公司部分机构类物业.....	14
图表 26、招商物业股权结构.....	15
图表 27、招商物业营收及增速.....	15
图表 28、招商物业归母净利润及增速.....	15
图表 29、招商蛇口历年新开工面积及增速.....	16
图表 30、招商蛇口历年竣工面积及增速.....	16
图表 31、招商局集团总经理付刚峰主持召开招商物业改革专题会.....	17
图表 32、招商局集团总经理付刚峰就招商物业改革及未来发展方向做出的指示.....	17

图表 33、新中航善达备考收入及净利润	18
图表 34、主流 AH 物业公司横向数据对比	18
图表 35、主流可比物业公司上市后净利率提升明显	19
图表 36、中航善达预收账款及占比总资产情况	20
图表 37、中航善达存货及占比总资产情况	20
图表 38、公司部分九方项目	20
图表 39、主流上市公司持有性物业毛租金回报率情况	21
图表 40、新开工面积住宅&非住宅占比	22
图表 41、竣工面积住宅&非住宅占比	22
图表 42、新开工商业&办公占比 5 年移动平均	22
图表 43、竣工商业&办公占比 5 年移动平均	22
图表 44、百强企业在管面积分业态占比	22
图表 45、百强企业物业服务费收入分业态占比	22
图表 46、百强企业分业态物业费单价	23
图表 47、百强企业收缴率及续约率	23
图表 48、百强企业物业服务费收入分业态占比	23
图表 49、CBRE 营业收入&同比	24
图表 50、CBRE 归母净利润&同比	24
图表 51、CBRE EBITDA&同比	24
图表 52、CBRE 经营性净现金流&占比营收	24
图表 53、CBRE 毛利率&经营利润率	25
图表 54、CBRE 各板块营收占比	25
图表 55、CBRE TTM PE 情况	25
图表 56、公司备考市值较扩股后市值涨幅空间情景假设	26
图表 57、新中航善达备考市值上涨空间敏感性分析	27
图表 58、AH 可比物业公司横向数据对比	27

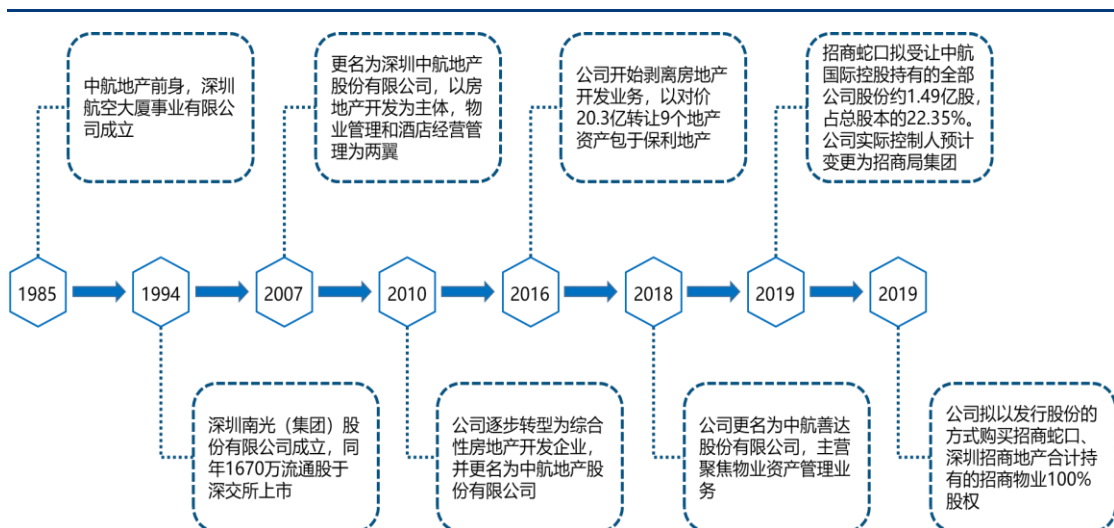
一、公司概况：央企背景战略转型，坚持轻资产化发展，聚焦物业资产管理

（一）发展历程：航空工业央企背景，坚持轻资产化发展，聚焦物业资产管理

中航善达成立于 1985 年，1994 年于深交所上市，是隶属于中国航空工业集团公司的央企上市公司，最初从事多元化经营。2007 年开始，公司以“房地产开发为主体，物业管理和酒店经营管理为两翼”的战略目标为导向，逐步转型为综合性房地产开发企业。2011 年 8 月起，公司剥离酒店经营业务，集中优势资源发展地产开发业务。2016 年，为落实国资委和航空工业集团的战略部署，推进国企“瘦身健体、提质增效”，公司开启战略转型，逐步剥离地产开发业务，战略聚焦物业资产管理业务，围绕机构类物业资产的管理，重点发展物业及设备设施管理、资产经营以及客户一体化服务外包三项核心业务。

2018 年为适应新的发展战略，公司适时更名为中航善达股份有限公司。2019 年，公司计划收购招商物业全部股权，整合资源，打造未来央企体系内的物业龙头。目前，公司积极拥抱房地产存量时代，坚持轻资产化发展模式，聚焦物业资产管理业务，目标成为“新型智慧城市建设者”。

图表 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

公司业务主要包括：

1）物业管理业务：核心业务稳中求新，积极探索新模式、新技术和新利润增长点

连续 5 年保持高速增长，2018 年实现营业收入 37.18 亿元，同比增长 29.68%，占公司总营业收入的 55.87%，年度新签合同额 10 亿元，并实现净利润 1.64 亿元，同比增长 36.72%。2018 年全国 327 个项目参与第三方满意度测评，整体客户满意度达 93.43%，连续 5 年保持持续提升。构建基于“互联网+”的智慧物业集成服务平台——智慧物业 π 平台，已进入 15 个省、4 个直辖市，共计 178 项功能陆续在全国 368 个项目上线，并尝试对北京市机关事务管理局等 8 个单位输出管理。在探索新的利润增长点方面，物业管理业务积极向 B 端、C 端及资产管理等方向延伸和拓展。公司全资子公司中航物业作为物业管理业务经营主体，是中国物业管理行业首批国家一级资质企业。

截至 2018 年末，中航物业全国物业管理项目 523 个，管理面积 5,307 万平米，业务范围遍及全国 60 多个主流

城市。2019年4月，公司公告拟以发行股份的方式购买招商物业100%股权，整合资源、协同发展，未来将成为央企体系内具有重要市场影响力的物业公司。

2) 商业经营业务：苦练内功，探索以“管”为核心，打通“募投管退”各环节的轻资产模式

以全资子公司中航九方为起点，全力打造“九方”购物中心商业品牌，并专业专注投资、开发、运营“九方”系列购物中心，搭建国内首屈一指的商业平台；围绕“全渠道客户、全渠道营销、全渠道交易、全渠道服务”等四个环节，打造购物中心全渠道营运模式；开发子品牌“九方荟”，全面发展公司的轻资产业务，探索“适度轻资产，轻重资产并行发展”模式，全年完成深圳侨城坊等4个外部项目。截至2018年末，中航九方管理项目15个，管理面积127万平方米。截至2018年末，公司投资性房地产账面价值达69.19亿元，占总资产比例52.27%，较2017年末增加15.1pct。由此可见，公司在商业地产经营方面已经初具规模。

3) 房地产开发业务：宣贯转型战略，全力以赴做好遗留项目的运作和处置，优化资产结构

近几年来，公司逐步剥离房地产开发业务。2016年，公司收取对价共20.3亿元转让9个地产资产包给保利地产的全资子公司广州金地、保利江西。2018年公司收取对价共24.12亿元转让所持有的上海中航城、惠东康宏、贵州中航全部股权，并完成上海天盛广场项目工商变更和资产交割，全年实现投资收益12.4亿元。2018年末带息负债48.3亿元，较年初减少29.7亿元，资产负债率下降至63.1%，通过对非战略性资产的处置，资产结构得到了优化。

2018年末存货账面价值为17.8亿元（主要包括龙岩中航紫金云熙、衡阳中航城市花园及天津九方城市广场项目），同比减少65.31%，报告期末占总资产比例仅13.44%，较2017年末减少13.39pct。上述三个项目于报告期内计提了3.03亿元存货跌价损失，占利润总额的24.72%。报告期末预收账款仅为2.73亿元，较期初数减少22.62亿元，减幅89.21%，其中预收购房款仅0.38亿元，较2017年底22.98亿出现大幅下滑。按此趋势，预计未来公司的房地产开发业务会进一步萎缩，物业资产管理业务的核心地位会更加突出。

图表2、公司主营业务布局



资料来源：公司官网，华创证券

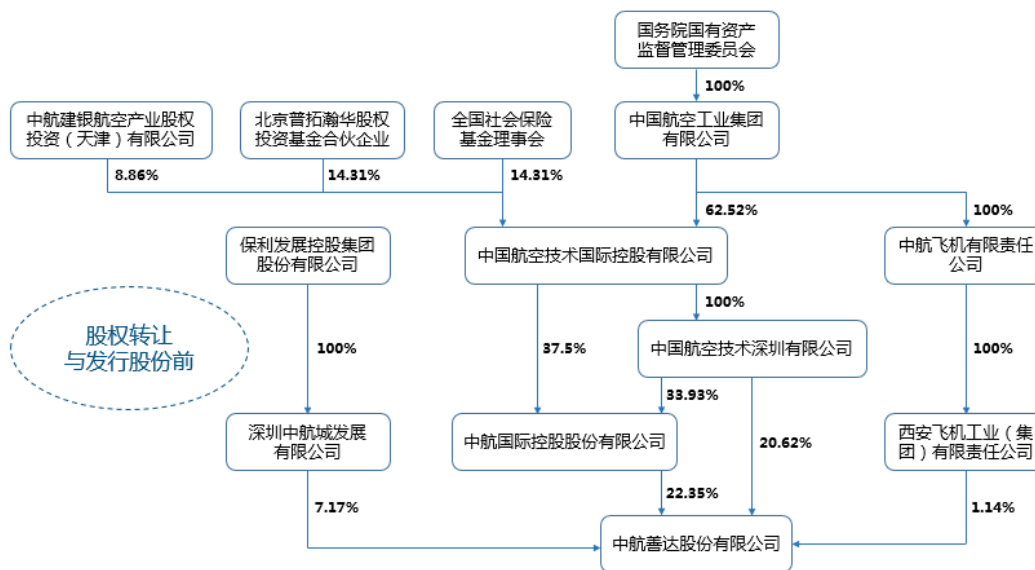
（二）重组方案：招商系接棒中航系，两大央企强强联合，打造非住宅物管龙头

招商系与中航系就物业管理方面进行重组，方案将分为现金收购股权+增发收购物业两步进行：1) 2019年4月

26日，招商蛇口与中航国际控股签署《股份转让协议》，以每股8.95元/股（2019年6月5日公告除息后下调至8.65元/股）的价格受让中航国际控股持有的全部公司股份约1.49亿股，占总股本的22.35%；2）2019年4月29日公司拟以发行股份的方式购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业100%股权，发行价为7.9元/股（2019年6月5日公告除息后下调至7.6元/股）。

注：深圳招商地产为招商蛇口的全资子公司。

图表3、公司目前股权结构



资料来源：Wind，华创证券

注：中航城发展为保利地产全资子公司。

上述交易过后，公司控股股东预计变更为招商蛇口，实际控制人预计变更为招商局集团，但最终控制人仍为国务院国资委，股权变动将如下：1）招商蛇口以8.65元/股价格受让中航国际控股持有的全部公司股份约1.49亿股，转让完成后招商集团将持有中航善达总股本22.35%；2）中航善达通过增发方式收购招商物业，发行价为7.6元/股，目前收购对价暂未确定，按照招商物业18年业绩15-25倍，预计增发股份区间将在2.86-4.77亿股，扩股后总股本区间9.53-11.44亿股，对应招商蛇口控股比例为45.7%-54.7%。我们假设按照中性预测20倍PE，则将增发3.82亿股，扩股后公司总股本预计将达到10.49亿股，对应招商蛇口控股比例为50.6%，预计股权结构将进一步稳定，有利于提升公司决策执行力。（注：详细敏感性分析请参考第五部分：估值情况）

图表4、新中航善达备考收入及净利润

大股东	收购对价				
	15倍	17.5倍	20倍	22.5倍	25倍
第一大股东：招商系	45.7%	48.2%	50.6%	52.7%	54.7%
第二大股东：中航系	14.4%	13.7%	13.1%	12.5%	12.0%
第三大股东：保利系	5.0%	4.8%	4.6%	4.4%	4.2%

资料来源：公司公告，华创证券预测

两大央企物管公司强强联手，整合资源打造未来非住宅物管龙头：招商物业成为公司全资子公司之后，中航善达将成为央企体系内具有重要市场影响力的物业公司。招商物业已在物业管理领域耕耘多年，业务遍布全国 40 多个城市，拥有下属机构 61 家，在管物业逾 500 个，服务面积超 7,500 万平米。截至 2018 年末，招商物业总资产达 16.98 亿元，全年营业收入 29.2 亿元，同比增长 20.35%，归母净利润 1.45 亿元，同比增长 114.9%。此外，招商系拥有大量的商办物业，包含国家级写字楼、高端商业中心等优质商办物业，未来公司有望继承招商系商办物业管理，成为潜在的商办物业管理巨头，并且招商物业背靠国资委直管正部级央企招商局集团，可在未来进一步支持公司获取政府、公众、办公总部等机构类物业，强化公司在机构类物业的龙头地位。

此次交易可以实现两大央企集团优质物业管理业务的整合及协同发展，打造专业化的物业管理平台，在行业集中度不断提升的情况下，全面提升公司在物业管理领域的影响力和竞争力。

（三）管理团队：中航系团队综合管理经验丰富，招商系团队兼顾实战和理论结合

中航善达董事会、监事会成员及非董事高级管理人员中，多数出身于中航集团内部，且身兼数职，综合管理经验丰富。现任本公司党委书记、董事长、法定代表人**石正林**，兼任中国物业管理行业协会副会长，曾任中航物业总经理。现任本公司董事**汪名川**，兼任深圳中航副总经理、总会计师，飞亚达董事，天马微电子董事，天虹股份董事，深南电路董事，曾在中航商贸、深圳中航、中航国际、厦门天马微电子任职。现任本公司董事**张志标**，兼任中航国际经营管理部部长、中国航空工业国际董事、幸福控股董事，曾在中航证券、中航国际任职。现任本公司党委副书记、董事、总经理**钟宏伟**，曾在深圳中航物业、深圳中航地产、中航瑞赛任职。

图表 5、管理层部分人员简介

石正林 党委书记、董事长、法人 一级高级经济师，硕士研究生，长江商学院EMBA。中国物业管理行业协会副会长。曾任中航物业总经理、常务副总经理、总经理。	汪名川 董事 高级会计师，同济大学管理工程硕士，中欧国际工商学院EMBA。兼任深圳中航副总经理、总会计师，飞亚达董事，天马微电子董事，天虹股份董事，深南电路董事。	张志标 董事 经济师，工商管理硕士。现任本公司董事、中航国际经营管理部部长、中国航空工业国际董事、幸福控股董事。	钟宏伟 党委副书记、董事、总经理 硕士研究生。曾任深圳中航物业总公司经理部副经理，深圳中航地产公司开发部副经理、经理部经理、行政部经理兼新疆公司总经理，深圳市中航地产发展有限公司总经理助理兼成都公司总经理、副总经理
郭剑 董事 高级会计师，硕士。现任本公司董事、中航国际经营管理部副部长。曾任中国航空技术总公司审计监察部审计室主任、中国航空技术厦门有限公司副总会计师等职务。	文涛 监事会主席 长江商学院EMBA，中航国际高级专务。曾任北京中航瑞信投资管理有限责任公司总经理、中航瑞赛董事长、中航国际副总经理等职务。	张军民 监事 注册会计师，硕士。现任本公司监事、中航国际纪检监察审计部部长助理。曾任岳华会计师事务所高级项目经理。	杨祥 纪委书记、董事会秘书 硕士研究生。现任本公司纪委书记、董事会秘书，曾任安徽省高级人民法院书记员、助理审判员、副处长、审判员，公司法律顾问、经理部副经理（主持工作）、经理部经理、总经理助理。

资料来源：公司官网、公司公告，华创证券

现任招商物业党委书记、总经理谢水清，担任中国物业管理协会常务理事、深圳物业管理行业协会副会长。作为企业管理者，重视实践经验与管理理论的结合运用。投身物业管理行业二十余年，积累了全面且丰富的物业管理现场实践经验，同时坚持行业理论研究，在《中国物业管理》、《住宅与房地产》等行业期刊上先后发表了多篇专业文章。创新提出招商物业“房地产价值链全程综合服务商”的战略定位，以及“一片沃土四朵金花”的商业模式，为行业贡献转型升级的招商方案。

图表 6、招商物业总经理简介



谢水清，现任招商物业党委书记、总经理；中国物业管理协会常务理事、深圳物业管理行业协会副会长

投身物业管理行业二十余年而矢志不改，积累了全面且丰富的物业管理现场实践经验

重视实践经验与管理理论的结合运用，坚持行业理论研究。在《中国物业管理》、《住宅与房地产》等行业期刊上先后发表了多篇专业文章

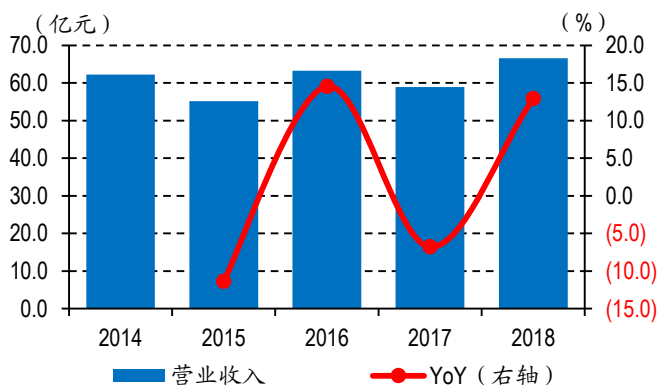
创新提出招商物业“房地产价值链全程综合服务商”的战略定位，以及“一片沃土四朵金花”的商业模式，为行业贡献转型升级的招商方案

资料来源：公司官网，华创证券

（四）财务状况：淡化开发业务、聚焦物管业务，后者收入占比逐年提升成为主业

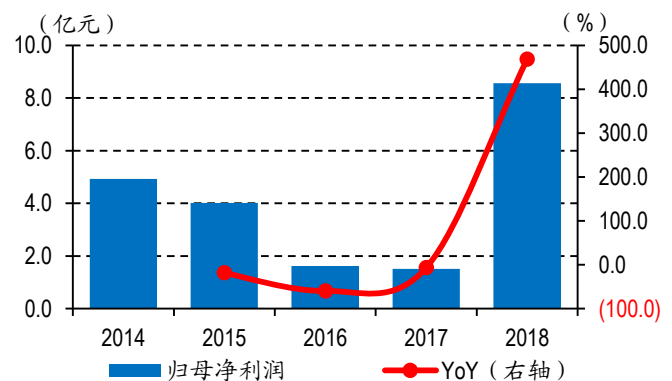
财务方面，18 年中航善达实现营收 66.6 亿元，同比+12.9%；实现归母净利润 8.6 亿元，同比+468.8%，主要源于公司转让中航城置业（上海）有限公司、贵阳中航房地产开发有限公司、惠东县康宏发展有限公司股权导致投资收益大增。分业务来看，18 年物业管理、房地产、建筑业、其它业务营收分别占比 56%、41%、2%、2%；其中物业管理业务实现净利润 1.6 亿元，同比+36.7%。

图表 7、中航善达历年营收及增速



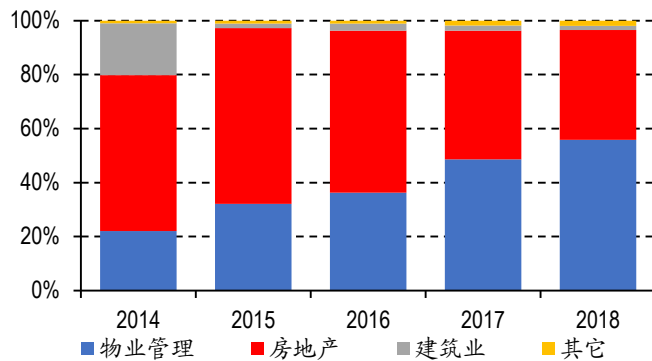
资料来源：公司公告，华创证券

图表 8、中航善达历年归母净利润及增速



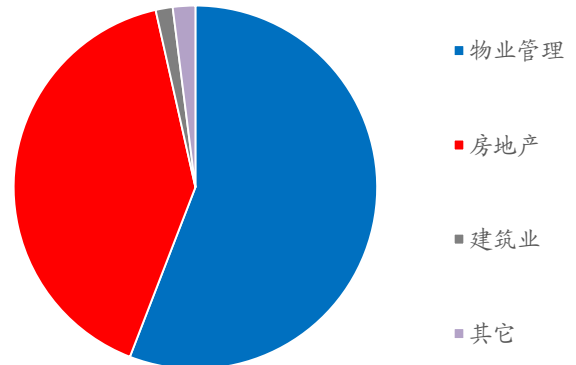
资料来源：公司公告，华创证券

图表 9、中航善达历年各业务营收占比



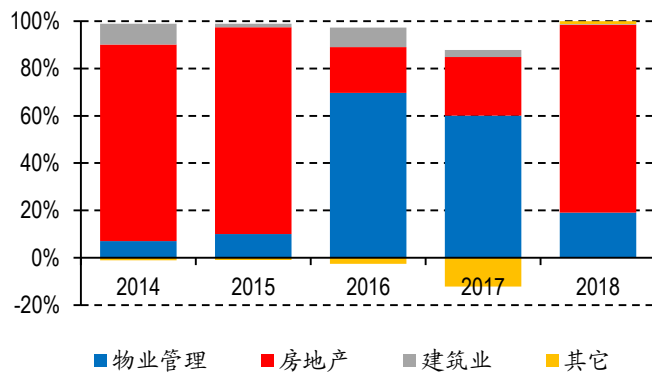
资料来源：公司公告，华创证券

图表 10、中航善达 18 年物业管理营收占比 56%



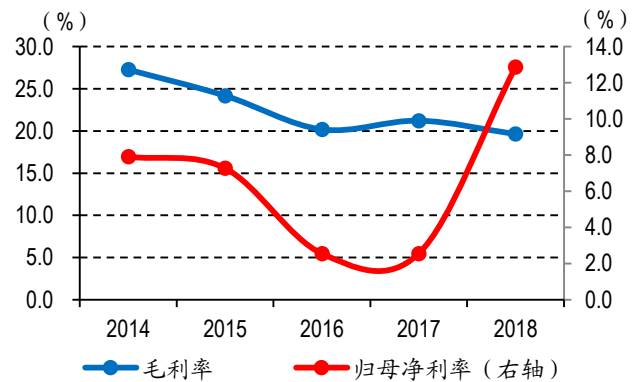
资料来源：公司公告，华创证券

图表 11、中航善达历年各业务净利润占比



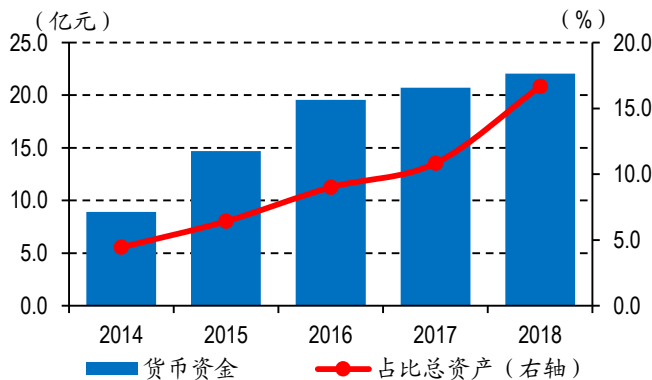
资料来源：公司公告，华创证券

图表 12、中航善达毛利率及归母净利率



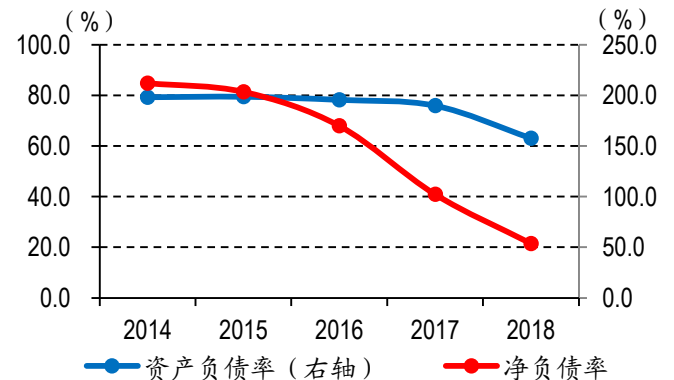
资料来源：公司公告，华创证券

图表 13、中航善达货币资金占比总资产逐步提升



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14、中航善达负债率逐步下降



资料来源：公司公告，华创证券

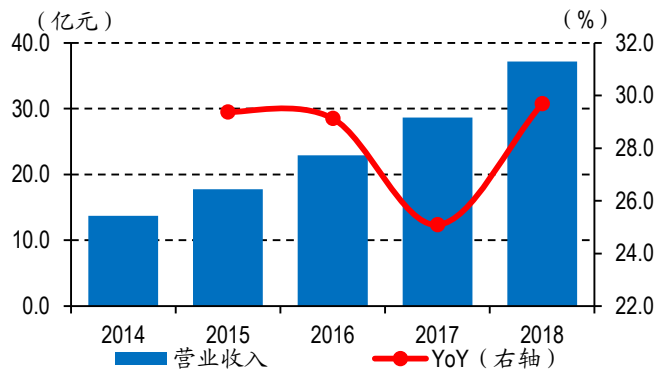
二、物业管理业务：机构类物管龙头，联合潜在商办物管巨头，打造非住宅物管龙头

(一) 中航善达：在管 5,307 万方，14-18 年营收 CAGR28%，净利润 CAGR47%，机构类物管龙头

1、中航善达在管 5,307 万方，14-18 年营收 CAGR28%，净利润 CAGR47%，稳定而高增

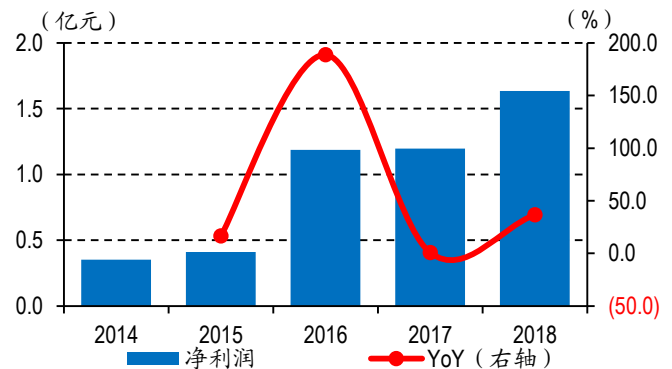
截至 18 年末，中航善达在管面积 5,307 万方，同比+3.0%；管理项目个数 523 个，同比+18.3%；18 年新签约面积 717.0 万方，同比+14.3%，其中机构类物业占比 81.6%，住宅类物业占比 12.1%。中航善达 18 年物业管理业务营收 37.2 亿元，同比+29.3%，14-18 年 CAGR 为 28.3%；净利润 1.64 亿元，同比+36.7%，14-18 年 CAGR 为 46.7%。其中，机构类物业管理业务收入 29.4 亿元，同比增长 30.0%，占比物业管理业务收入 79.0%；住宅类物业管理业务收入 5.6 亿元，同比增长 16.0%，占比物业管理业务收入 15.1%；商业类物业管理业务收入 2.2 亿元，同比增长 88.9%，占比物业管理业务收入 5.9%。

图表 15、中航善达物业管理业务营收及增速



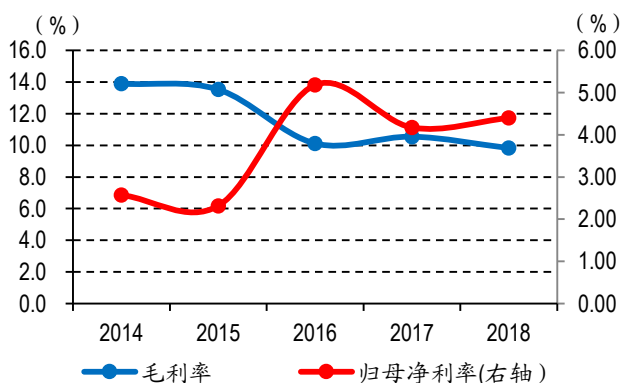
资料来源：公司公告，华创证券

图表 16、中航善达物业管理业务净利润及增速



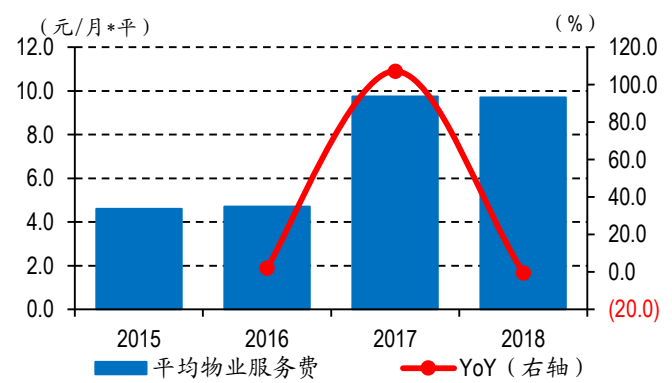
资料来源：公司公告，华创证券

图表 17、中航善达物业管理业务毛利率及净利率



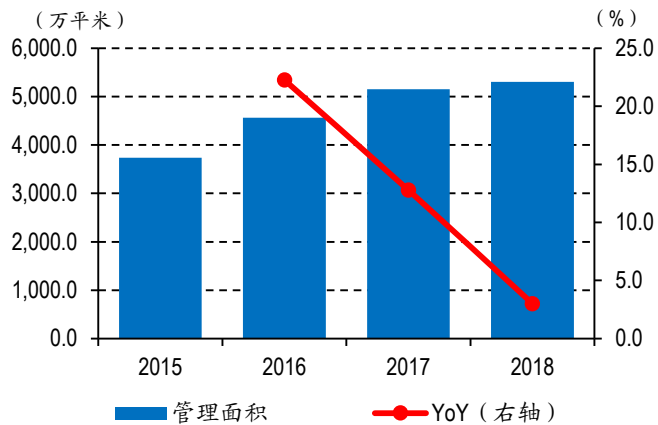
资料来源：公司公告，华创证券

图表 18、中航善达平均物业费及增速



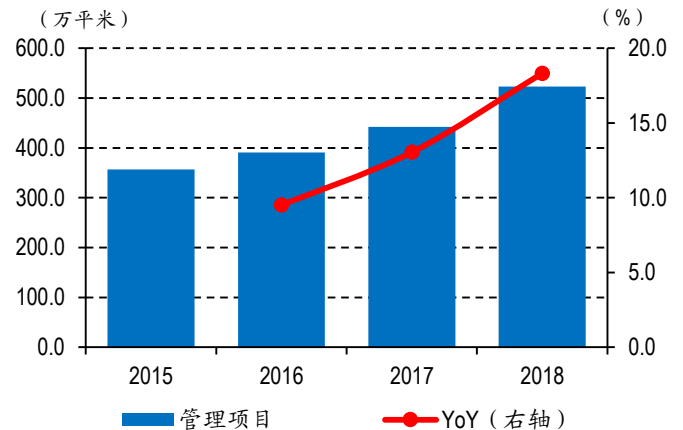
资料来源：公司公告，华创证券

图表 19、中航善达历年管理面积及增速



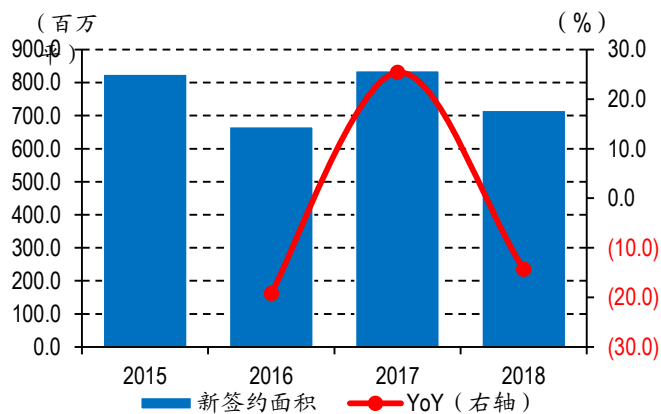
资料来源：公司公告，华创证券

图表 20、中航善达历年管理项目数及增速



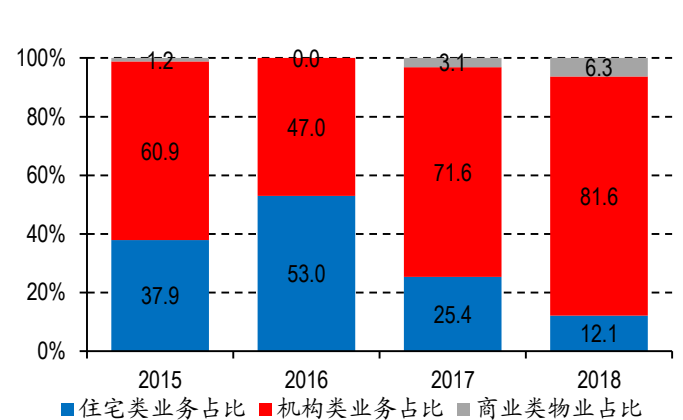
资料来源：公司公告，华创证券

图表 21、中航善达历年新签约面积及增速



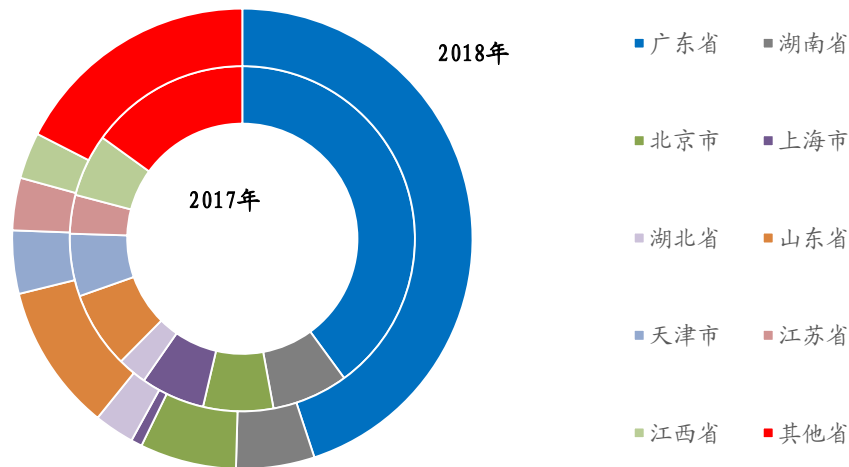
资料来源：公司公告，华创证券

图表 22、中航善达历年新签约面积分类型占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23、公司物业管理业务收入分区域情况



资料来源：公司公告，华创证券

2、中航善达聚焦机构类物业管理，建设细分市场的专业化服务能力，打造机构类龙头

中航善达的物业管理类型可划分为机构类物业、住宅类物业和商业类物业。作为机构主导型物业服务企业，公司的核心业务聚焦于政府类、公众类及企业总部类物业，涉及包括金融、通讯、制作、能源等行业，包括教育、民生、公共服务等政府、企事业单位，并在上述机构物业细分领域长期占据市场领先地位。2018 年公司机构物业新签约面积 585.0 万方，占比 81.6%，较 2017 年增加 10.03pct。

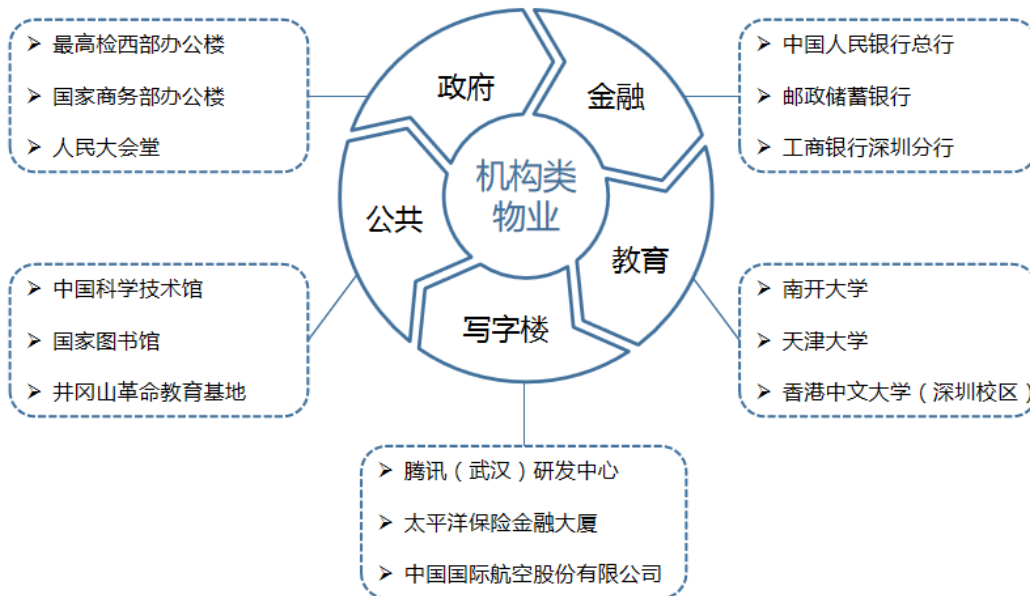
机构类物业具体在管项目包括，最高检西部办公楼、国家商务部办公楼、人民大会堂、等政府机关；中国科学技术馆、国家图书馆、井冈山革命教育基地等公共事业单位；中国人民银行总行、邮政储蓄银行、工商银行深圳分行等金融企业；南开大学、天津大学、香港中文大学（深圳校区）等知名大学；腾讯（武汉）研发中心、太平洋保险金融大厦、中国国际航空股份有限公司等大型写字楼。

图表 24、公司物业管理业务分类型情况



资料来源：公司官网，华创证券

图表 25、公司部分机构类物业



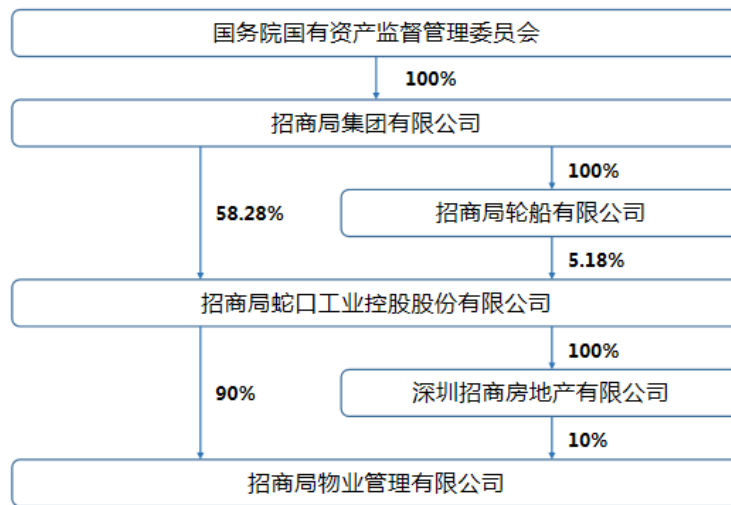
资料来源：公司官网，华创证券

（二）招商物业：在管 7,500 万方，18 年营收同比+20%、业绩同比+115%，潜在商办物管巨头

1、招商物业在管 7,500 万方，18 年营收同比+20%、业绩同比+115%，潜在商办物管巨头

招商物业是招商局集团旗下唯一一家从事物业管理与服务的企业，招商蛇口与招商房地产分别持有其 90% 与 10% 的股份（招商房地产为招商蛇口的全资子公司）。招商物业已在物业管理领域耕耘多年，服务范围覆盖居民生活、企业机构、城市公共共三大类、20 多种业态，服务对象包括中央及地方公权机构、金融机构、国内著名企业、跨国集团，业务遍布全国 40 多个城市，拥有下属机构 61 家，在管物业逾 500 个，服务面积超 7,500 万平米。

图表 26、招商物业股权结构

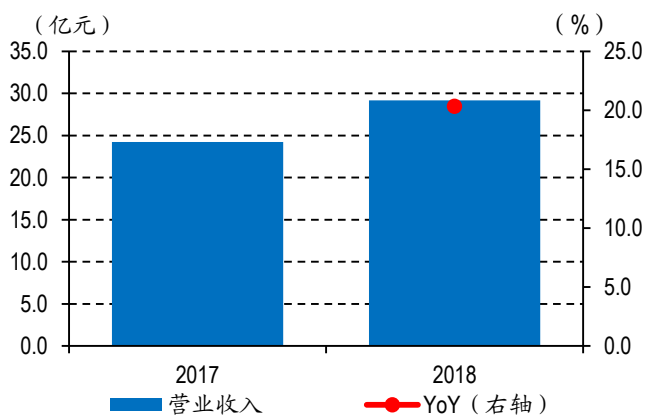


资料来源：公司公告，华创证券

截至 2018 年底，招商物业总资产达 16.98 亿元，同比+19.4%；净资产达 4.0 亿元，同比+52.9%；归母净资产 3.9 亿元，同比+54.9%；18 年末资产负债率为 76.4%，较 17 年末-5.2pct；18 年全年实现营业收入 29.2 亿元，同比+20.4%；归母净利润 1.45 亿元，同比+114.9%。

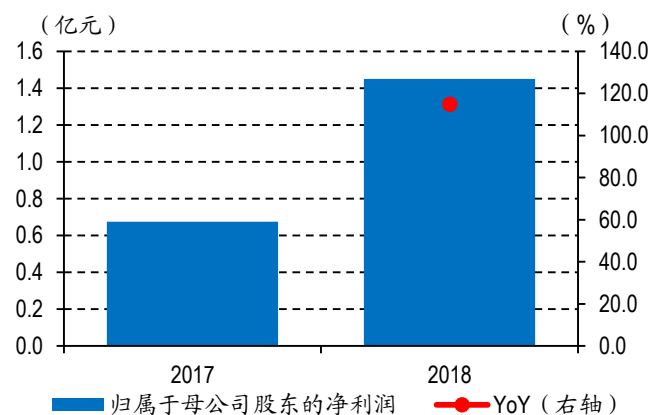
招商系拥有大量的商办物业，包含国家级写字楼、高端商业中心等优质商办物业，未来招商物业有望继承招商系商办物业管理，成为潜在的商办物业管理巨头。另一方面，招商物业背靠国资委直管正部级央企招商局集团，由于集团本身具备政府行政级别属性，在国资兼并收购上拥有实力对等、对接机制成熟、沟通交流顺畅、审批流程迅速甚至特事特办等诸多优势，另外基于集团正部级地位，可在未来进一步支持公司获取政府、公众、办公总部等机构类物业，强化公司在机构类物业的龙头地位。

图表 27、招商物业营收及增速

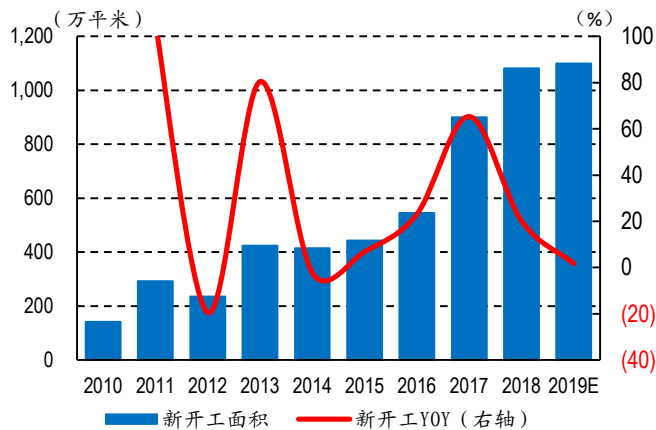


资料来源：公司公告，华创证券

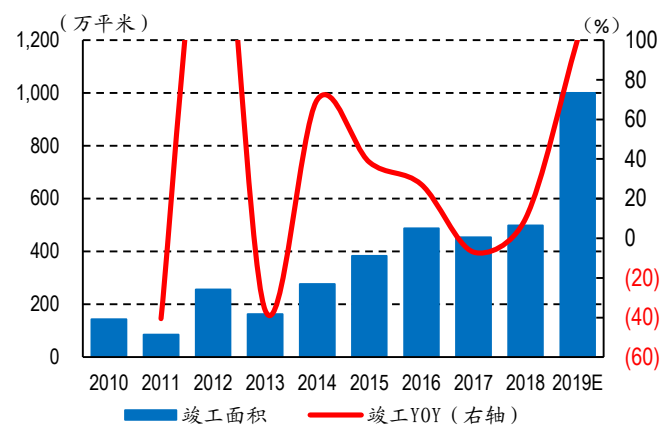
图表 28、招商物业归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 29、招商蛇口历年新开工面积及增速


资料来源：公司公告，华创证券

图表 30、招商蛇口历年竣工面积及增速


资料来源：公司公告，华创证券

2、招商局集团对招商物业的改革做出指示、并充满信心，其中重点提及目标管理及员工激励

2019年3月1日，集团总经理付刚峰主持召开招商物业改革专题会议，招商蛇口总经理许永军、常务副总经理刘伟出席会议。会上，付刚峰听取了招商物业经营管理、改革落地、行业趋势与下一步改革思考三个方面的汇报，并就招商物业改革及未来发展方向做出了9点指示：1)要充分认知深化改革的困难和挑战，树立改革信心；2)物业管理行业未来大有空间、大有可为；3)牢固树立为客户创造价值的意识；4)服务业品质最重要的表现就是用心；5)加强对标管理；6)关于市场开拓，收购兼并的问题；7)关于员工管理的问题；8)有关激励机制的问题；9)要重视科技创新。

其中重点提及了：1)目标管理：目前物业行业集中度不高，招商物业既要与先进企业整体性对标学习，又要加强某些企业优秀局部的对标学习，并在改造后应用推广。招商物业对标管理要前学标兵、后学追兵，只要是好的方面就要学习。抓管理、推改革就要从短板着手来对标学习。招商物业要注重规模增长，更要看重能力的提升。通过收购兼并，招商物业要提升运营管理能力，同时也要注重标的单位的核心能力，简单的规模增长要慎重，增强能力、提升能力才是最重要的。2)员工激励：大家要创新思维，拿出办法，集团鼓励将员工的利益与公司的利益捆绑在一起，在2018年出台了很多这方面的制度。招商物业要大胆运用和创新，加强与行业对标，提供有竞争力的薪酬。

付刚峰表示，他对招商物业改革充满信心，招商物业下一步要加快改革进度，处于行业领先的要保持领先地位，自己的短板要尽快补上。招商蛇口要时刻关注招商物业的改革推动情况，解决实际困难，当成重点工作来抓，认真真抓落实，把招商物业改革事业落实好。

图表 31、招商局集团总经理付刚峰主持召开招商物业改革专题会



资料来源：公司官网，华创证券

图表 32、招商局集团总经理付刚峰就招商物业改革及未来发展方向做出的指示

2019 年 3 月 1 日，招商局集团总经理付刚峰就招商物业改革及未来发展方向做出指示：	
一是要充分认知深化改革的困难和挑战，树立改革信心。	招商物业改革越往下走难度越大，困难越多，挑战越多，需要大家有更大的勇气和必胜的信心，牢固树立改革意识，坚定推进改革，相信招商物业改革能够取得好的成效。
二是物业管理行业未来大有空间、大有可为。	房地产已经进入存量时代，行业发展空间足够大，国家进入高质量发展时代，高质量发展就是高品质发展，就是产品和服务的高品质，高品质服务大有空间，物业行业未来大有可为。
三是牢固树立为客户创造价值的意识。	招商物业通过为客户创造价值来实现自身价值，无论服务的是企业机构客户还是个人客户，都要为别人带来价值、创造价值。招商物业要牢固树立服务意识以及为别人创造价值的意识，从客户角度出发，给客户方便，急客户所急，为客户创造价值。
四是服务业品质最重要的表现就是用心。	要考虑客户感受，做到无可挑剔，做别人想不到的、做不到的，才叫高品质。招商物业要科学测量和评价客户满意度，建立标准化规范体系，利用数字化手段，严格执行；同时，要完善激励和约束机制，充分调动员工积极性，始终围绕高品质和高质量进行思考。
五是加强对标管理。	目前物业行业集中度不高，招商物业既要与先进企业整体性对标学习，又要加强某些企业优秀局部的对标学习，并在改造后应用推广。招商物业对标管理要前学标兵、后学追兵，只要是好的方面就要学习。抓管理、推改革就要从短板着手来对标学习。
六是关于市场开拓，收购兼并的问题。	招商物业要注重规模增长，更要看重能力的提升。通过收购兼并，招商物业要提升运营管理能力，同时也要注意重标单位的核心能力，简单的规模增长要慎重，增强能力、提升能力才是最重要的。
七是关于员工管理的问题。	招商物业要清醒地认识到未来人力资源结构的变迁对劳务市场的影响，一方面要充分运用集约化管理、科技手段缓解基层员工用工难的问题；另一方面要加大员工投入，关爱员工，为员工创造好的条件和环境，激发员工用心为客户提供高品质服务。
八是有关激励机制的问题。	大家要创新思维，拿出办法，集团鼓励将员工的利益与公司的利益捆绑在一起，在 2018 年出台了更多这方面的制度。招商物业要大胆运用和创新，加强与行业对标，提供有竞争力的薪酬。
九是要重视科技创新。	集团鼓励科技创新，招商物业有很大的创新空间，要重视科技投入，大力发展物业管理数字化创新，打造核心竞争力。

资料来源：公司官网，华创证券

（三）新中航善达：合并后在管 1.28 亿方，继承中航系、背靠招商系，打造非住宅物管龙头

1、备考收入 66.3 亿，备考净利润 3.1 亿，合并后在管达 1.28 亿方，打造非住宅物管龙头

2019 年 4 月 28 日，中航善达发布公告，公司拟以发行股份的方式购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业 100% 股权。交易完成以后，公司的控股股东预计变更为招商蛇口，实际控制人预计变更为招商局集团，但最终控制人仍为国务院国资委。此前，公司股东中航国际控股与招商蛇口签署了《股份转让协议》，约定向招商蛇口转让所持公司 22.35% 股权。

中航善达目前管理面积 5,307 万方，招商物业目前服务面积超 7,500 万方，合并后管理面积将提升至 1.28 亿方；合并后备考营收、净利润分别为 66.3 亿元、3.1 亿元。同时招商物业背靠招商局集团，若收购成功将使中航善达获得母公司背景，成为背靠母公司型的物业管理公司，管理面积和业绩增速得以较强保障，并且继承中航系的机构类优势，背靠招商系的潜在商办类优势，有望打造非住宅物管龙头。

图表 33、新中航善达备考收入及净利润

新中航善达	2017	2018
备考收入	52.9	66.3
备考净利润	1.9	3.1
管理面积		12,807

资料来源：公司公告，华创证券

图表 34、主流 AH 物业公司横向数据对比

公司	在管面积 (万方)	合同面积 (万方)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市值(亿元)	PB-ttm	PB-19
中航善达*	5,307	NA	6,656	857	20	13	69	8.2	NA
新中航善达*	12,807	NA	6,630	309	NA	NA	NA	NA	NA
彩生活	56,860	112,230	3,614	485	35	13	57	12	9
碧桂园服务	18,200	50,500	4,677	923	38	20	396	43	33
绿城服务	17,000	36,210	6,715	483	18	7	148	30	24
雅生活	15,360	24,640	3,379	801	38	24	146	18	15
中海物业	14,090	NA	3,683	352	20	10	117	33	26
嘉宝股份	6,063	NA	1,399	289	35	21	NA	NA	NA
中奥到家	5,690	7,050	1,030	96	28	9	5	5	NA
南都物业*	4,516	5,543	1,059	92	22	9	25	26	23
新城悦	4,290	11,220	1,150	150	29	13	56	37	22
永升生活服务	4,024	6,560	1,077	101	29	9	47	46	22
佳兆业物业	2,690	3,220	896	54	31	6	14	25	12
滨江服务	1,163	2,083	510	70	26	14	18	25	NA
祈福生活服务	962	NA	342	73	49	21	5	7	NA
浦江中国	545	NA	393	25	17	6	10	38	NA

资料来源：各公司公告，华创证券

注：1）南都物业管理面积为签约面积 5543 万方，减去新签约面积 1023 万方估算；2）近期中航善达与招商物业合并重组中，考虑到后续招商物业的加入之后，合计营业收入、净利润、管理面积等将分别提升至 66.3 亿元、3.1 亿元、1.28 亿方。

2、从成本中心到利润中心，物管公司上市后利润率提升明显，新中航善达利润率有望修复

从利润率的角度来看，物业公司在分拆上市前大多为公司成本中心，一定程度上会承担集团开发业务的费用，导致利润率较低。近年来，主流可比物业公司陆续上市，上市后净利率较上市前大多有明显提升。中海物业 15 年上市，12-14 年净利率平均为 4.5%，上市后，15-18 年净利率平均为 8.1%；绿城服务 16 年上市，13-15 年净利率平均为 6.1%，上市后，16-18 年净利率平均为 7.5%；碧桂园服务、新城悦、永升生活服务均于 18 年上市，15-17 年平均净利润分别为 13.3%、7.2%、7.4%，上市后 18 年净利率分别为 19.8%、13.1%、9.3%。

18 年中航善达物业管理业务净利率 4.40%，招商物业净利率 4.97%，二者利润率都较低，前者源于管理项目大多为政府机关项目，利润率较低，后者是因为招商物业此前定位仅是招商蛇口的配套公司，本次方案推出，受集团重视之后，公司定位将逐步从“成本中心”转向“利润中心”，利润率有望逐步提升。另一方面，公司此前作为央企，人均效能较低，后续或通过组织架构改革提升人均效能，从而推动利润率提升。

图表 35、主流可比物业公司上市后净利率提升明显

公司	上市时间	净利率						
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中海物业	2015/10/23	4.26	4.64	4.49	4.60	8.83	9.14	9.68
绿城服务	2016/7/12	NA	4.75	6.75	6.78	7.67	7.54	7.20
碧桂园服务	2018/6/19	NA	NA	NA	13.18	13.75	12.87	19.75
新城悦	2018/11/6	NA	NA	NA	5.55	7.56	8.47	13.08
永升生活服务	2018/12/17	NA	NA	NA	4.66	7.00	10.54	9.34

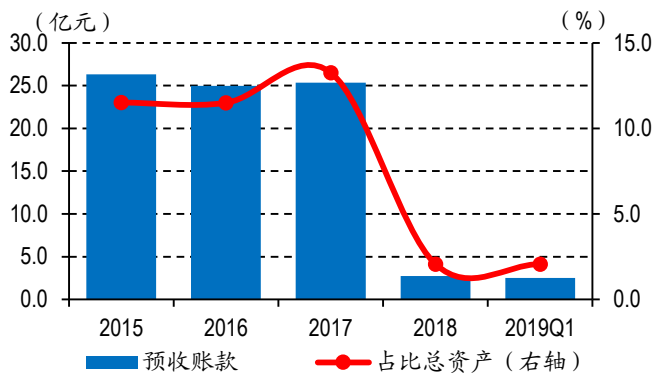
资料来源：Wind，华创证券

三、商业运营及住宅开发业务：房地产开发逐步剥离，聚焦并打造商业运营轻资产扩张模式

（一）房地产开发：存货及预收账款占比总资产逐年下降，房地产开发业务逐步剥离

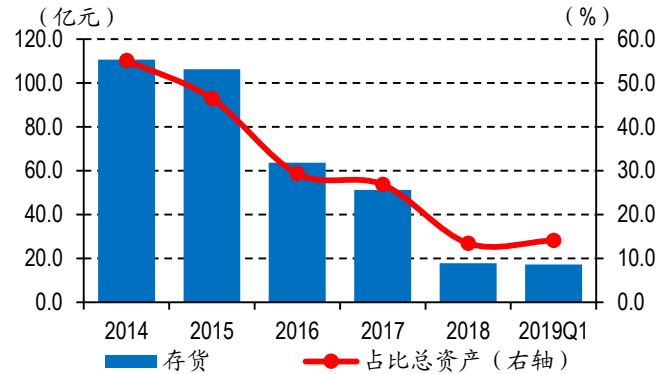
截至 19Q1 末，中航善达账面存货 17.2 亿元，占比总资产 14.1%，较 18 年末略微提升 0.7pct，较 17 年末下降 12.7pct；预收账款 2.5 亿元，占比总资产仅 2.1%，较 18 年末持平，较 17 年末下降 11.2pct，地产业务已逐步剥离。公司现有房地产开发项目包括昆山九方城（A6 地块）、龙岩中航紫金云熙、衡阳中航城市花园及天津九方城市广场项目。昆山九方城（A6 地块）、龙岩中航紫金云熙及衡阳中航城市花园一期均已竣工验收，目前处于销售尾盘，衡阳中航城市花园项目尚有土地储备近 50 万平米；天津九方城市广场地下部分已完成施工。

图表 36、中航善达预收账款及占比总资产情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 37、中航善达存货及占比总资产情况



资料来源：公司公告，华创证券

(二) 商业运营：九方在管 127 万方，投资性房地产 69 亿，管理、品牌输出形成轻资产扩张模式

截至 2018 年末，中航九方管理项目 15 个，管理面积达 127 万平米。截至 19Q1 末，公司投资性房地产 69.2 亿元，较 18 年末持平。公司目前已计入投资性房地产项目共 18 个，评估面积总计 77.1 万方，18 年末投资性房地产评估值 67.7 亿。产品线方面，已形成“九方”、“九方荟”两个产品品牌，具备一定的行业影响力，管理的部分项目如华强北九方、龙华九方及赣州九方等在本地区或区域有很强的代表性和影响力。商业模式方面，公司通过拓展管理输出、品牌输出项目方式，形成轻资产的扩张模式。

图表 38、公司部分九方项目



北正西九方



成都九方



赣州九方



贵阳九方



华强北九方



九江九方



巨亿九方



昆山九方

资料来源：公司官网，华创证券

租赁收入方面，2018 年公司持有型物业租赁业务合计实现租金收入 5.06 亿元，同比+8.35%，其中购物中心租金收入 1.95 亿元。按 18 年末持有性物业评估值 69.2 亿估算，公司持有型物业毛租金回报率 7.3%，高于 9 家 AH 公司持有性物业毛租金回报率平均值 4.0%，说明公司持有性物业较行业相对低估。

图表 39、主流上市公司持有性物业毛租金回报率情况

公司	毛租金回报率（%）			
	2015	2016	2017	2018
中航善达	4.12	4.52	6.57	7.31
金地集团	4.66	4.51	4.52	4.54
世茂股份	2.24	2.17	2.15	2.33
金融街	5.25	4.92	4.84	4.51
泛海控股	3.80	2.66	2.26	2.60
阳光股份	4.19	3.77	4.40	3.75
华润置地	6.44	6.59	6.24	6.38
SOHO 中国	1.91	2.74	2.97	2.83
龙湖集团	3.26	3.90	3.81	4.85
瑞安房地产	2.90	3.03	4.09	4.30
9 家 AH 公司平均	3.85	3.81	3.92	4.01

资料来源：Wind，华创证券

注：投资性物业毛租金回报率=租金收入/投资性物业（按公允价值计量）。

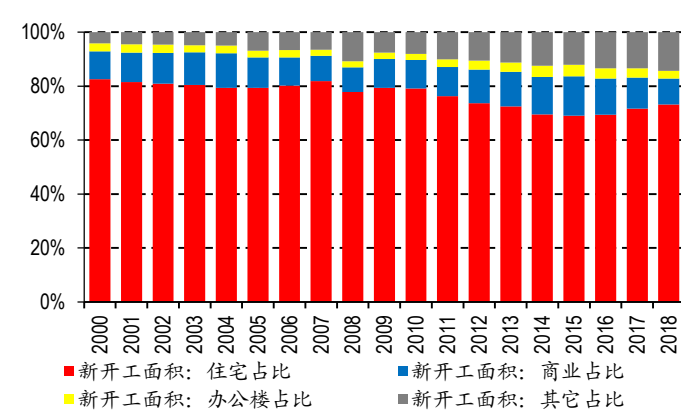
四、商办物管行业概况：商办物业提升空间大，单价高+单一大客户致提价更易，毛利率优势更强

（一）行业空间：商办占比稳定，提升空间巨大，单价高+单一大客户致提价更易，毛利率优势更胜

2018 年，商业、办公新开工面积合计占比 12.5%，较 17 年下降 2.4pct；竣工面积合计占比 16.2%，较 17 年下降 0.2pct。从过去 5 年情况来看，商办新开工、竣工面积占比分别保持在 16%、15%左右，占比相对稳定，且较 10 年之前有所提升。

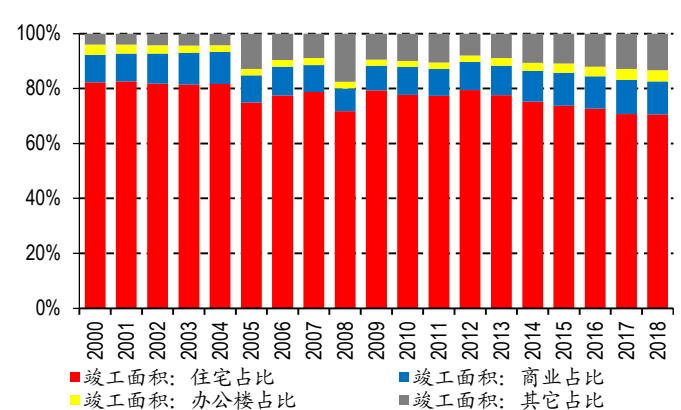
在我们 5 月 16 日发布的报告《物业管理行业深度报告：朝阳行业，黄金时代》中，对于物业管理行业空间进行了测算，预计到 2030 年，全国物业管理面积将达到 318 亿平，考虑到商办物业新开工、竣工占比相对稳定，且近年来占比有所提升，因此我们预计未来商办类物业行业空间将同样稳步提升，提升空间甚至会超过住宅物业。

图表 40、新开工面积住宅&非住宅占比



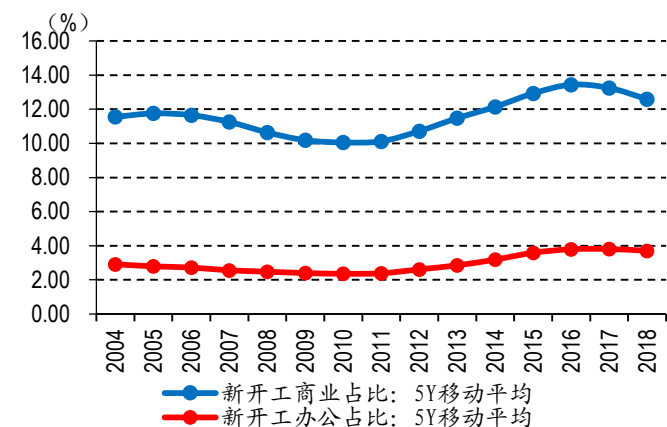
资料来源: Wind, 华创证券

图表 41、竣工面积住宅&非住宅占比



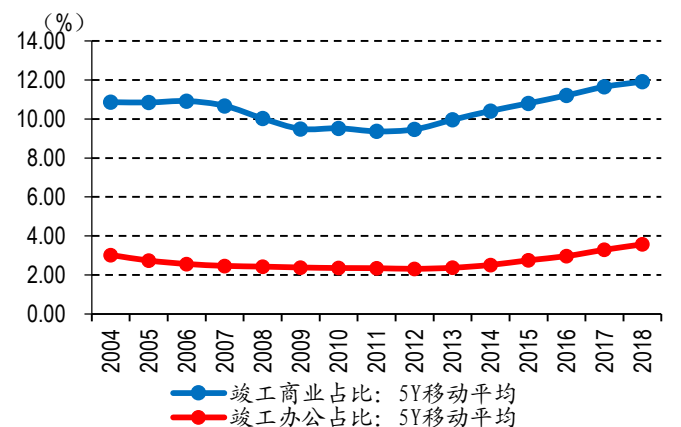
资料来源: Wind, 华创证券

图表 42、新开工商业&办公占比 5 年移动平均



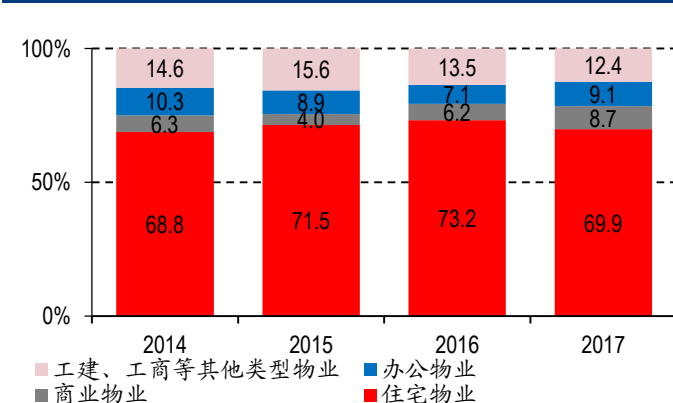
资料来源: Wind, 华创证券

图表 43、竣工商业&办公占比 5 年移动平均



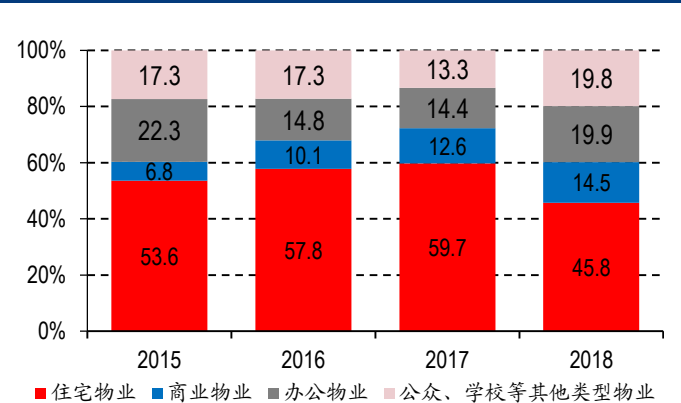
资料来源: Wind, 华创证券

图表 44、百强企业在管面积分业态占比



资料来源: 中国指数研究院, 华创证券

图表 45、百强企业物业服务费收入分业态占比

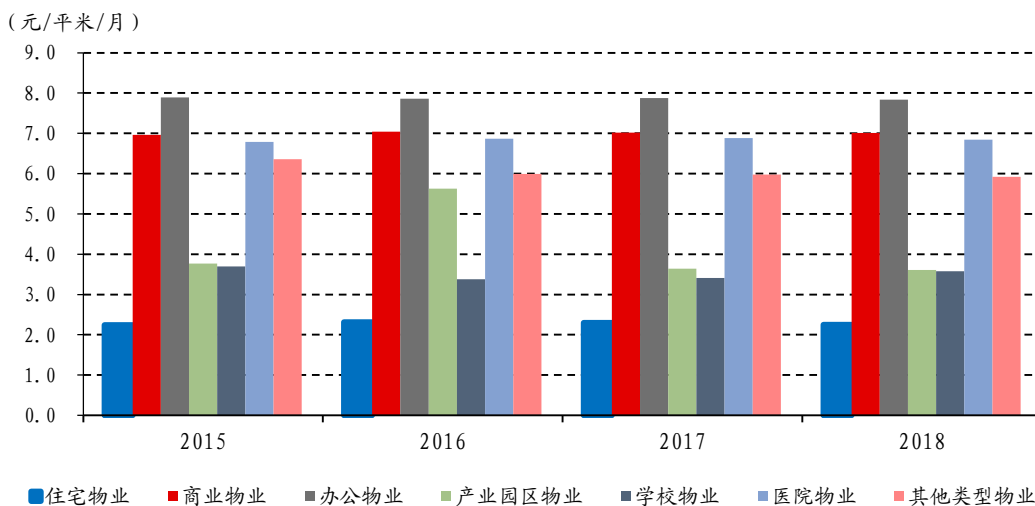


资料来源: 中国指数研究院, 华创证券

单价方面，2018 年，百强企业全国平均物业费单价为 4.26 元/平米/月，同比下降 0.9%；分业态来看，办公物业服务费最高，达 7.84 元/平米/月，商业物业服务费为 7.01 元/平米/月，住宅物业服务费最低，为 2.25 元/平米/月，公众物业、产业园区物业、学校物业、医院物业和其他类型物业服务费分别为 3.72 元/平米/月、3.61 元/平米/月、3.58 元/平米/月、6.84 元/平米/月和 5.92 元/平米/月。商办物业单价远高于住宅，并且面对单一大客户，较住宅物业提价更为容易，因此后期毛利率相对优势更强。

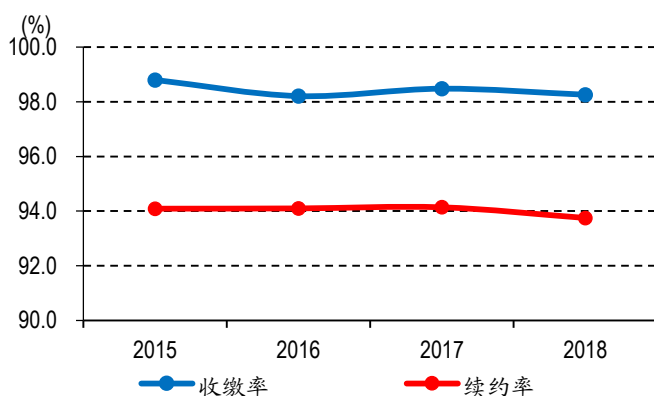
收缴率方面，2018 年，百强企业物业服务费收缴率均值为 93.8%，续约率均值为 98.3%，收缴率与续约率连续四年保持在高位。住宅物业和商业物业的收缴率均值分别为 91.7%、93.1%，低于百强企业物业服务费收缴率均值，存在一定提升空间；办公物业、公众物业、产业园区物业、学校物业及医院物业的收缴率分别为 97.5%、98.3%、97.3%、98.2%和 98.7%，商办、机构类物业收缴率较住宅更高。

图表 46、百强企业分业态物业费单价



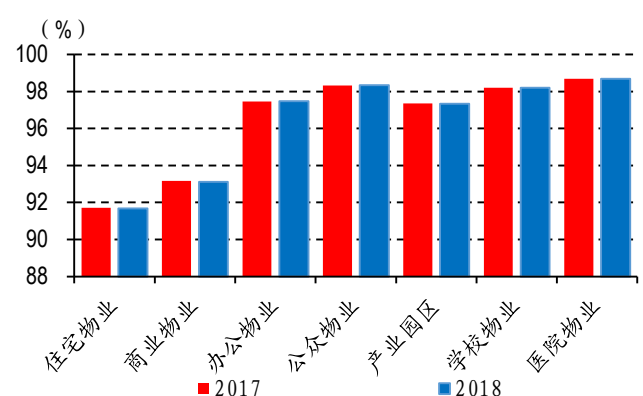
资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 47、百强企业收缴率及续约率



资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 48、百强企业物业服务费收入分业态占比



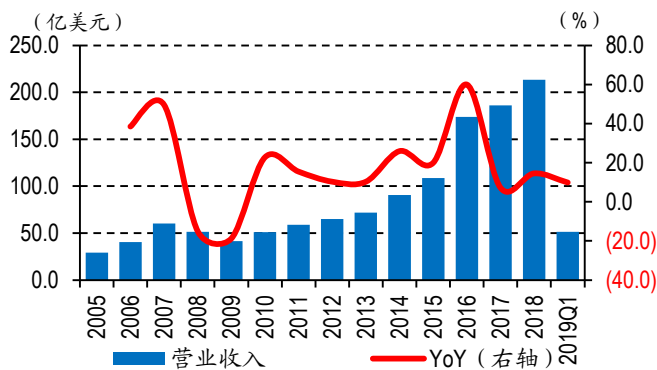
资料来源：中国指数研究院、华创证券

(二) 海外龙头: CBRE 租赁、咨询、金融等业务强劲增长推动营收无周期稳增, 享受资本市场高估值

世邦魏理仕 (纽约证券交易所代号: CBRE) 总部位于美国加利福尼亚州洛杉矶, 是财富 500 强和标准普尔 500 强企业。公司拥有员工超过 80,000 名 (不含联营公司), 通过全球 450 多家办事处为地产业主、投资者及承租者提供服务。2002 年至 2018 年, 公司营业收入 CAGR 达 19.9%, 16 年保持持续稳定的增长。2018 年, 公司 EBITDA 为 19.6 亿美元, 同比增长 15.2%, 经营利润率达 9.2%, 较 2017 年提升 0.1%, 经营状况仍良好。

2018 年, 公司营业收入达 213.4 亿美元, 同比增长 14.6%。营收增长主要得益于公司咨询服务、租赁服务和金融服务的强劲增长。成本端来看, 2018 年, 公司营业成本 164.5 亿美元, 同比增长 15%。成本占比营收 77.1%, 较 17 年提升 0.3pct, 主要源于咨询服务的利润率较 17 年略有下降。

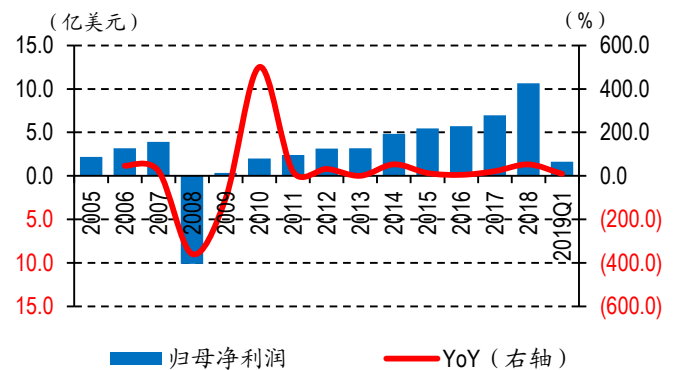
图表 49、CBRE 营业收入&同比



资料来源: Wind, 公司年报, 华创证券

注: 2016、2017 年营收为经调整数据

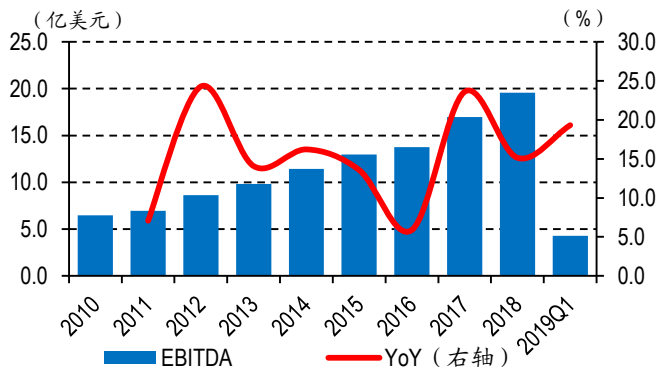
图表 50、CBRE 归母净利润&同比



资料来源: Wind, 公司年报, 华创证券

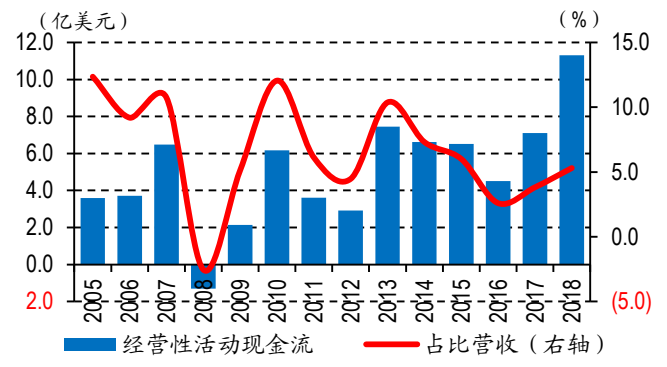
注: 2016、2017 年归母净利润为经调整数据

图表 51、CBRE EBITDA&同比



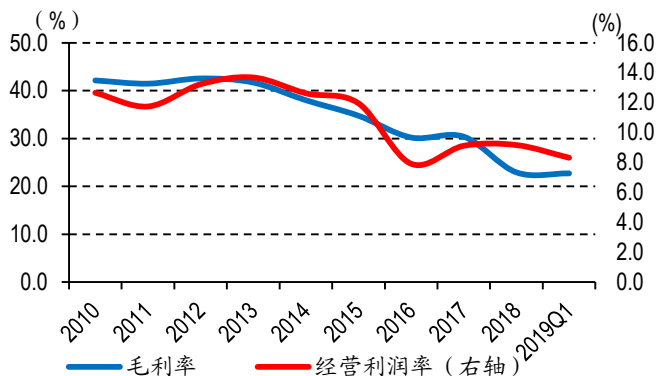
资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 52、CBRE 经营性净现金流&占比营收



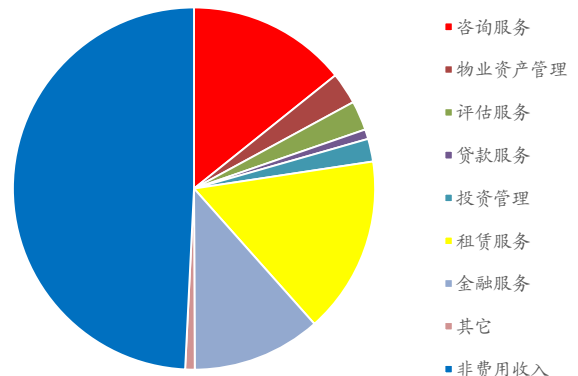
资料来源: Wind, 华创证券

图表 53、CBRE 毛利率&经营利润率



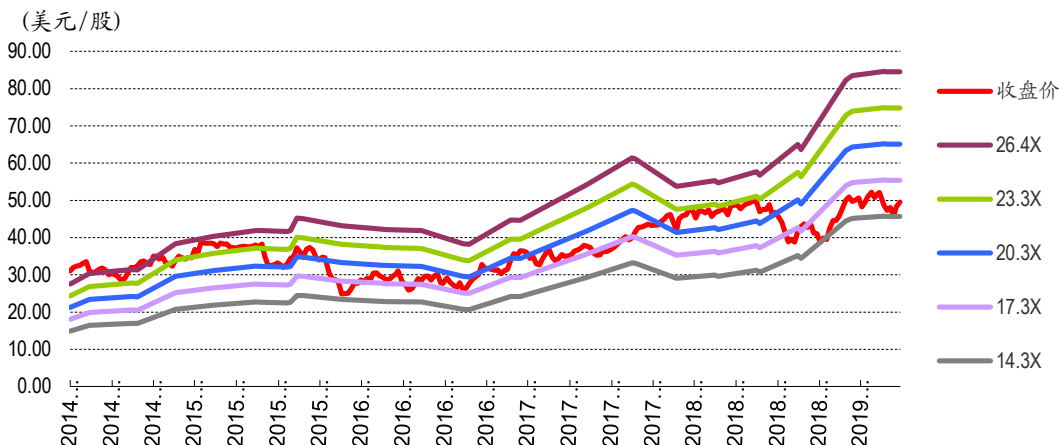
资料来源: Wind, 华创证券

图表 54、CBRE 各板块营收占比



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 55、CBRE TTM PE 情况



资料来源: Wind, 华创证券

五、估值情况: 预计扩股后市值 99-109 亿元, 合理市值 132-158 亿元, 对应上涨空间达 11-53%

(一) 物管部分: 预计 19 年业绩 4 亿元, 同比+30%, 按 PE 25-30 倍对应市值 101-127 亿元

招商物业 18 年实现营收 29.2 亿元, 同比+20.3%; 实现归母净利润 1.45 亿元, 同比+114.9%。中航善达物业管理业务 18 年实现营收 37.2 亿元, 同比+29.7%; 实现归母净利润 1.64 亿元, 同比+36.7%。18 年招商物业和中航善达物业管理业务共实现营收 66.3 亿元, 同比+25.4%; 共实现归母净利润 3.1 亿元, 同比+64.9%。19 年保守按照 30% 增速, 则 19 年新中航善达归母净利润预计为 4.02 亿元。(另外, 2018 年新中航善达备考净利率近 5%, 参考行业平均净利率为 8%, 按照 2018 年物业管理业务备考营收 66.3 亿元, 后续重组利润率修复后, 公司中期归母净利润能达到 5.3 亿元, 也表明了最近几年业绩释放的能力。)

若重组成功, 招商物业和中航善达合并后, 新中航善达在管面积达 12,807 万方, 参考可比龙头物业公司, 碧桂园服务 (18,200 万方, 19PE 为 33 倍)、绿城服务 (17,000 万方, 19PE 为 24 倍)、雅生活 (15,360 万方, 19PE 为

15 倍）、中海物业（14,090 万方，19PE 为 26 倍），其中剔除以并购为主的雅生活，19 年 PE 在 24-33 倍之间，参考 6 月 18 日，永升生活服务收购青岛雅园项目对价为 14 倍 PE，较行业 10 倍住宅物业收购 PE 有一定溢价，可见商办类物业有一定估值溢价，我们选取目标估值 PE 25-30 倍估算，那么新中航善达物业部分对应市值约 100.5-120.6 亿元。

（二）地产部分：地产及其它业务部分净资产 45 亿元，按 0.7 倍 PB 估算对应市值 31 亿元

截至 19 年 1 季度末，中航善达账面净资产 49.3 亿元，剔除物业管理部分净资产 4.8 亿元，则地产及除物业外的其它业务部分净资产合计 44.5 亿元，参考金融街 PB 0.68 倍、世茂股份 PB 0.72 倍，按照 0.7 倍 PB，则中航善达地产及其它业务部分对应合理估值为 31.2 亿元。

（三）合理估值：扩股后市值 99-119 亿元，预计合理市值为 132-152 亿元，预计上涨空间将达 11-53%

若重组成功，新中航善达物业部分对应市值约 100.5-120.6 亿元，中航善达地产及其它业务部分对应合理估值 31.2 亿元，则新中航善达合理估值约为 131.7-151.8 亿元。目前公司收购招商物业收购对价尚未确定，物业行业近年收购 PE 约在 10 倍左右，但这类收购大多停留在项目层面，而考虑到本次收购将使得中航善达新增招商局集团背景，一定程度上将使得公司管理面积规模持续扩张得以较强的保障，因此我们预计本次交易对价为招商物业 18 年 PE15-25 倍，对应价格为 21.8-36.3 亿元，按购买股份的发行价格 7.60 元/股估算，新增股份数为 2.86-3.82 亿股，扩股后总股本约 9.53-11.44 亿股，按 6 月 19 日收盘价 10.40 元/股，对应市值约 99.1-119.0 亿元，较公司合理估值仍有 11%-53% 的空间。其中，按中性假设，收购价为 20 倍 PE、物业目标估值 30 倍 PE，则对应股价上涨空间为 39%。

图表 56、公司备考市值较扩股后市值涨幅空间情景假设

合理备考市值	物业板块			地产及商业运营			合理市值	上涨空间	
	情景1：25倍PE	19年净利润4.02亿	100.5亿	+	净资产44.5亿×0.7倍PB= 31.2亿	=	131.7亿	33%	A1
	情景2：30倍PE	19年净利润4.02亿	120.6亿	+	净资产44.5亿×0.7倍PB=31.2亿	=	151.8亿	53%	A2
扩股后市值	扩股后股本		扩股后市值					21%	B1
	情景A：15倍收购（7.6元/股）	9.53亿股	×	收盘价10.4元/股	=	99.1亿	39%	B2	
	情景B：20倍收购（7.6元/股）	10.49亿股	×	收盘价10.4元/股	=	109.1亿	11%	C1	
	情景C：25倍收购（7.6元/股）	11.44亿股	×	收盘价10.4元/股	=	119.0亿	28%	C2	

资料来源：公司公告，华创证券预测

图 57、新中航善达备考市值上涨空间敏感性分析

敏感性分析		新中航善达物业估值				
		20 倍	22.5 倍	25 倍	27.5 倍	30 倍
收购对价(招商物业 18 年业绩 PE)	15 倍	12.6%	22.7%	32.9%	43.0%	53.1%
	17.5 倍	7.2%	16.9%	26.5%	36.2%	45.8%
	20 倍	2.3%	11.6%	20.8%	30.0%	39.2%
	22.5 倍	-2.1%	6.7%	15.5%	24.3%	33.1%
	25 倍	-6.2%	2.2%	10.7%	19.1%	27.6%

资料来源：公司公告，华创证券预测

图 58、AH 可比物业公司横向数据对比

公司	在管面积 (万方)	合同面积 (万方)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市值(亿元)	PE-ttm	PE-19
新中航善达*	12,807	NA	6,630	309	NA	5	NA	NA	NA
碧桂园服务	18,200	50,500	4,677	923	38	20	396	43	33
绿城服务	17,000	36,210	6,715	483	18	7	148	30	24
雅生活	15,360	24,640	3,379	801	38	24	146	18	15
中海物业	14,090	NA	3,683	352	20	10	117	33	26
新城悦	4,290	11,220	1,150	150	29	13	56	37	22
永升生活服务	4,024	6,560	1,077	101	29	9	47	46	22

资料来源：各公司公告，华创证券

注：新中航善达净利率由合并后归母净利润/合并后营收计算所得。

六、投资建议：央企物管强强联合，非住宅龙头扬帆启航，首次覆盖、并给予“强推”评级

中航善达逐步剥离地产开发业务，战略聚焦物业管理优质赛道，并深耕机构类物管，与招商物业强强联合，合并后在管面积达 1.28 亿方，将有望成为非住宅类物管龙头，并且新增招商局集团背景，后续规模扩张得以较强保障。招商物业定位提升，将逐步从“成本中心”转向“利润中心”，同时后续或通过组织架构改革提升人均效能，有望推动利润率提升，实现量质提升，我们按照备考市值中性假设预测，给予目标价 14.50 元，首次覆盖，并给予“强推”评级。

七、风险提示：重组失败、交易对价过高、物业管理拓展不及预期

附录：财务预测表（本盈利预测未考虑重组后情况）
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,207	2,919	3,582	4,348
应收票据	6	0	0	0
应收账款	1,039	942	1,143	1,418
预付账款	25	24	29	36
存货	1,779	1,614	1,958	2,429
其他流动资产	157	0	0	0
流动资产合计	5,212	5,499	6,712	8,230
其他长期投资	6,924	6,578	6,233	5,888
长期股权投资	164	164	164	164
固定资产	610	584	558	533
在建工程	3	3	3	3
无形资产	11	10	10	9
其他非流动资产	312	283	344	427
非流动资产合计	8,023	7,622	7,311	7,023
资产合计	13,236	13,121	14,023	15,253
短期借款	545	510	620	768
应付票据	0	0	0	0
应付账款	644	602	732	907
预收款项	273	248	301	373
其他应付款	514	438	531	659
一年内到期的非流动负债	171	171	172	173
其他流动负债	1,300	1,197	1,457	1,804
流动负债合计	3,447	3,166	3,813	4,683
长期借款	2,574	2,574	2,574	2,574
应付债券	1,540	1,540	1,540	1,540
其他非流动负债				
非流动负债合计	4,903	4,897	4,916	4,943
负债合计	8,350	8,062	8,729	9,626
归属母公司所有者权益	4,842	5,015	5,251	5,584
少数股东权益	43	43	43	43
所有者权益合计	4,885	5,058	5,294	5,627
负债和股东权益	13,236	13,121	14,023	15,253

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,281	537	394	470
现金收益	186	490	482	572
存货影响	1,142	165	(344)	(471)
经营性应收影响	(61)	98	(206)	(282)
经营性应付影响	(83)	(151)	442	594
其他影响	97	(66)	20	56
投资活动现金流	1,378	56	68	83
资本支出	143	0	0	0
股权投资	27	0	0	0
其他长期资产变化	1,208	56	68	83
融资活动现金流	(2,474)	(103)	19	19
借款增加	(2,007)	(36)	111	149
财务费用	510	67	92	129
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	(977)	(134)	(183)	(259)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,656	6,038	7,324	9,086
营业成本	5,348	5,000	6,083	7,533
税金及附加	240	137	138	144
销售费用	111	91	110	136
管理费用	384	302	366	454
财务费用	280	163	152	143
资产减值损失	325	0	0	0
公允价值变动收益	12	12	12	12
投资收益	1,250	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1,220	356	487	687
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1,225	356	487	687
所得税	401	117	159	225
净利润	824	239	327	462
少数股东损益	(33)	0	0	0
归属母公司净利润	857	239	327	462
NOPLAT	393	341	422	550
EPS(摊薄) (元)	1.28	0.36	0.49	0.69

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	13%	-9%	21%	24%
EBIT 增长率	20%	-11%	24%	30%
归母净利润增长率	469%	-72%	37%	41%
获利能力				
毛利率	20%	17%	17%	17%
净利率	13%	4%	4%	5%
ROE	18%	5%	6%	8%
ROIC	20%	31%	42%	52%
偿债能力				
资产负债率	63%	61%	62%	63%
债务权益比	1.7	1.6	1.6	1.7
流动比率	1.5	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	41%	46%	54%	62%
应收帐款周转天数	62	60	52	51
应付帐款周转天数	130	113	99	98
存货周转天数	226	121	105	104
每股指标(元)				
每股收益	1.3	0.4	0.5	0.7
每股经营现金流	1.9	0.8	0.6	0.7
每股净资产	7.3	7.5	7.9	8.4
估值比率				
P/E	8.1	29.0	21.2	15.0
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	21.1	22.3	18.3	14.3

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

研究员：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500