

物管业务增速亮眼，利润率有望持续提升

——2020 年三季度报点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件

- 公司发布 2020 年三季度报，2020 年前三季度实现营收 59.7 亿元，同比增长 52.5%，归母净利润 3.3 亿元，同比增长 136.6%。

核心观点

- **并表推动业绩大增，物管业务中流砥柱显风采。**报告期内公司营收业绩双高增，主要系招商物业自 19 年 12 月起纳入公司合并报表范围。公司此前公告，受疫情影响公司资产管理业务（主要是酒店商办等非住物业持有运营业务）本期业绩同比下降约 0.8-1.0 亿元，但这部分业务随着疫情消退将逐渐恢复。从公布的净利润和去年同期的 1.4 亿净利润推断，房地产业务贡献的业绩几可忽略，物管业务已成为为公司贡献业绩的核心业务。
- **口径调整后核心业务仍高增，组织变革有望提升利润率。**我们估算 2019 年前三季度招商物业业绩为 1.3 亿元，2019 年前三季度中航物业+招商物业净利润合计约为 2.7 亿元。而 2020 年前三季度中航物业+招商物业业绩为 3.9-4.4 亿元，统一口径后中航物业+招商物业业绩同比增长 44%-63%，持续高增。当前公司的利润率较行业平均仍有较大差距，公司年内完成了总部职能部分和事业群的组织构架调整，以“大物业+大资管”为主线，设立物业 BG、资管 BG 两大事业群和 9 个职能中心，有望带来利润率持续提升。
- **管理规模稳居行业前列，招商系支持力度增大。**截止 2020 年上半年，公司物业管理项目为 1315 个，管理面积达 1.7 亿平，较 2019 年底 1.5 亿平增长 12.6%，稳居上市物管公司前列。2020 年 7 月，公司全资子公司招商物业分别与厦门邮轮母港集团、烟台财金孚泰设立合资公司，8 月中航物业与东浔投资设立合资公司，背靠招商局，公司在获取优质项目上的优势显著。

财务预测与投资建议

- **维持增持评级，维持目标价 36.04 元。**我们维持公司 2020-2022 年 EPS 的预测值为 0.63/0.87/1.18 元。可比公司 2020 年估值为 52X，综合评估业绩增速和公司竞争优势，我们维持公司 10% 的估值溢价，对应 2020 年 PE 估值为 57X，对应目标价 36.04 元。

风险提示

- 房地产业务剥离具有不确定性。利润率提升低于预期。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,656	6,078	12,498	15,246	18,965
同比增长(%)	12.9%	-8.7%	105.6%	22.0%	24.4%
营业利润(百万元)	1,220	402	888	1,240	1,681
同比增长(%)	305.0%	-67.1%	121.3%	39.6%	35.5%
归属母公司净利润(百万元)	857	286	664	926	1,253
同比增长(%)	468.8%	-66.6%	131.8%	39.5%	35.4%
每股收益(元)	0.81	0.27	0.63	0.87	1.18
毛利率(%)	19.6%	18.3%	15.4%	15.8%	16.0%
净利率(%)	12.9%	4.7%	5.3%	6.1%	6.6%
净资产收益率(%)	19.0%	4.5%	8.0%	10.3%	12.4%
市盈率	32.6	97.6	42.1	30.2	22.3
市净率	5.8	3.5	3.3	2.9	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。阶段：

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月20日)	25.43 元
目标价格	36.04 元
52周最高价/最低价	37.6/18.57 元
总股本/流通A股(万股)	106,035/66,686
A股市值(百万元)	26,965
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年10月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.19	-7.86	-27.34	35.27
相对表现	-7.24	-9.05	-29.76	11.39
沪深300	-0.95	1.19	2.42	23.88



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 房城琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518070003

联系人 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

相关报告

- 并表推动业绩大增，物管核心业务增速亮眼： 2020-10-15
- 夯实非住物业龙头地位，组织架构调整效能提升：——2020 年中报点评 2020-08-24
- 受并表影响业绩大增，央企龙头进入发展新 2020-07-14

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,207	2,405	3,749	4,574	5,689	营业收入	6,656	6,078	12,498	15,246	18,965
应收票据及应收账款	611	1,111	1,506	2,008	2,750	营业成本	5,348	4,968	10,571	12,835	15,938
预付账款	25	89	156	157	237	营业税金及附加	240	16	37	46	57
存货	1,779	1,658	3,528	4,284	5,320	营业费用	111	75	125	152	190
其他	590	652	1,176	1,400	1,704	管理费用及研发费用	398	397	687	839	1,043
流动资产合计	5,212	5,915	10,116	12,424	15,700	财务费用	280	236	202	254	279
长期股权投资	164	139	139	139	139	资产减值损失	325	(8)	0	0	0
固定资产	601	601	616	631	646	公允价值变动收益	12	(13)	(2)	2	2
在建工程	0	0	9	13	17	投资净收益	1,250	(3)	0	100	200
无形资产	11	25	24	24	23	其他	5	23	16	18	21
其他	7,248	9,822	9,776	9,748	9,720	营业利润	1,220	402	888	1,240	1,681
非流动资产合计	8,023	10,586	10,564	10,555	10,545	营业外收入	12	12	11	12	12
资产总计	13,236	16,502	20,680	22,979	26,245	营业外支出	6	5	6	6	6
短期借款	545	350	2,971	4,104	5,791	利润总额	1,225	408	893	1,246	1,687
应付票据及应付账款	644	750	1,596	1,938	2,406	所得税	401	139	268	374	506
其他	2,259	3,039	3,479	3,699	3,996	净利润	824	270	625	872	1,181
流动负债合计	3,447	4,139	8,046	9,741	12,193	少数股东损益	(33)	(17)	(38)	(53)	(72)
长期借款	2,574	1,971	1,771	1,471	1,071	归属于母公司净利润	857	286	664	926	1,253
应付债券	1,540	1,466	1,466	1,466	1,466	每股收益(元)	1.28	0.27	0.63	0.87	1.18
其他	789	924	876	885	895						
非流动负债合计	4,903	4,361	4,112	3,821	3,431	主要财务比率					
负债合计	8,350	8,500	12,159	13,562	15,625		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	43	19	(20)	(73)	(145)	成长能力					
股本	667	1,060	1,060	1,060	1,060	营业收入	12.9%	-8.7%	105.6%	22.0%	24.4%
资本公积	421	3,085	3,085	3,085	3,085	营业利润	305.0%	-67.1%	121.3%	39.6%	35.5%
留存收益	3,754	3,838	4,396	5,344	6,620	归属于母公司净利润	468.8%	-66.6%	131.8%	39.5%	35.4%
其他	0	(0)	(0)	(0)	(0)	获利能力					
股东权益合计	4,885	8,002	8,521	9,416	10,620	毛利率	19.6%	18.3%	15.4%	15.8%	16.0%
负债和股东权益总计	13,236	16,502	20,680	22,979	26,245	净利率	12.9%	4.7%	5.3%	6.1%	6.6%
						ROE	19.0%	4.5%	8.0%	10.3%	12.4%
						ROIC	9.6%	3.9%	5.7%	6.6%	7.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	63.1%	51.5%	58.8%	59.0%	59.5%
净利润	824	270	625	872	1,181	净负债率	53.7%	19.3%	30.8%	27.9%	26.4%
折旧摊销	11	66	13	13	13	流动比率	1.51	1.43	1.26	1.28	1.29
财务费用	280	236	202	254	279	速动比率	0.82	0.90	0.66	0.68	0.70
投资损失	(1,250)	3	0	(100)	(200)	营运能力					
营运资金变动	1,803	440	(2,261)	(1,187)	(1,759)	应收账款周转率	11.9	7.1	9.7	8.8	8.1
其它	(387)	(656)	646	272	372	存货周转率	1.3	2.2	3.0	2.4	2.5
经营活动现金流	1,281	359	(774)	125	(114)	总资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.7	0.8
资本支出	14	(93)	(9)	(4)	(3)	每股指标(元)					
长期投资	190	64	0	0	0	每股收益	0.81	0.27	0.63	0.87	1.18
其他	1,174	1,244	14	102	202	每股经营现金流	1.92	0.34	-0.73	0.12	-0.11
投资活动现金流	1,378	1,215	5	98	199	每股净资产	4.57	7.53	8.06	8.95	10.15
债权融资	(2,079)	(605)	(200)	(300)	(400)	估值比率					
股权融资	(124)	3,057	0	0	0	市盈率	32.6	97.6	42.1	30.2	22.3
其他	(271)	(3,841)	2,313	902	1,430	市净率	5.8	3.5	3.3	2.9	2.6
筹资活动现金流	(2,474)	(1,388)	2,113	602	1,030	EV/EBITDA	16.1	34.7	22.1	16.2	12.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.2	38.2	22.3	16.3	12.4
现金净增加额	186	186	1,344	825	1,116						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

