

内部整合初显成效，外拓得力加速成长

内部整合初显成效，集团资源逐步承接。公司总部组织架构的调整已基本落地，当前正在积极推动城市公司和专业公司的整合。公司当前正在逐步承接集团的丰富资源，除与母公司招商蛇口在物业在管面积和资管项目的承接外，公司依托招商局背景，积极与地方国资平台展开合作。

非住赛道龙头地位稳固，城市服务领域取得突破。公司具有深厚的非住宅物业基因传承，前身中航物业早在 2014 年就提出了“打造中国最大的机构物业集成服务商”战略。截至 2020 年中期公司非住宅业态在管面积达到 8500 万方，项目数达 895 个，占比近 70%，规模与占比均在行业中位居前列。值得注意的是，公司 2020 年在城市服务领域取得了较大突破，相继签约东莞松山湖项目、深圳湾公园等大型标杆性项目，随着对城市运营的不断深入探索，未来该板块有望成为公司又一重要业绩增长点。

物管业绩快速增长，盈利能力逐步提升。2020 年前三季度公司物管板块业绩的同比增速在 50% 左右，保持了强劲的增长。同时公司的外拓能力不断增强，年内来自第三方的拓展面积占比达 63.5%。公司在收并购方面具备优势，近期利用其旗下中外航运的网络，拟参与香港公屋管理龙头创毅控股的控股型收购，或将成为公司迈出收并购的第一步。公司 2020 年中期的毛利率稳步提升了 1.1 个百分点至 11.2%，但仍处于行业较低水平，我们认为随着公司的数字化转型推动降本增效、房地产业务剥离降低利息支出以及由成本中心向利润中心转变等因素的催化，公司盈利能力未来存在进一步提升空间。

维持买入评级，调整目标价至 35.77 元（原目标价为 45.75 元）。我们略下调公司 2020-2022 年 EPS 至 0.54/0.73/0.96 元。可比公司 2021 年的平均 PE 估值为 38X，考虑到 AH 两地估值的差异和招商积余的龙头地位，我们给予公司 30% 的估值溢价，即 2021 年 49X 的估值水平，对应目标价 35.77 元。

风险提示：1、重组整合效果不及预期；2、利润率提升不及预期。

盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	6,078	12,441	16,570	21,429
归母净利润（百万）	286	569	777	1,017
归母净利润增长率	-66.6%	98.8%	36.6%	30.8%
EPS（元）	0.27	0.54	0.73	0.96
P/E	94.6	47.6	34.8	26.6

招商积余 (001914)

维持
买入
竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

黄啸天

huangxiaotian@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440520070013

发布日期：2021 年 01 月 18 日

当前股价：24.67 元

目标价格 6 个月：35.77 元

主要数据

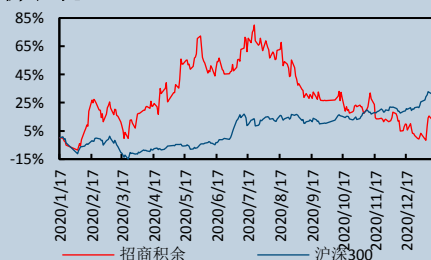
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.73/-2.45	-7.26/-21.16	15.14/-16.41
12 月最高/最低价（元）			38.8/17.82
总股本（万股）			106,034.61
流通 A 股（万股）			66,686.32
总市值（亿元）			261.59
流通市值（亿元）			164.52
近 3 月日均成交量（万股）			844.91

主要股东

招商局蛇口工业区控股股份有限公司	47.45%
------------------	--------

股价表现



相关研究报告

【中信建投房地产】招商积余(001914):

目录

1 内部整合初显成效，集团资源逐步承接	2
1.1 招商中航强强联合，积余龙头地位凸显.....	2
1.2 总部整合基本落地，城市与专业公司融合稳步推进.....	3
1.3 逐步承接集团丰富资源，聘任新总经理推进战略发展目标加速达成.....	4
2 非住赛道龙头地位稳固，城市服务领域取得突破.....	6
2.1 深耕非住宅物业领域，龙头地位稳固	6
2.2 非住物业外拓积极，成效显著，优势突出.....	7
2.3 城市服务拓展发力，未来有望成为又一重要业绩增长点.....	9
3 物管业绩快速增长，盈利能力逐步提升	11
3.1 物管业绩增长强劲，业态布局完善	11
3.2 第三方外拓能力不断增强	12
3.3 收并购具备优势，并购标的进入公司视野.....	13
3.4 盈利能力如期提升，未来仍具备空间	14
4 盈利预测与投资建议：维持买入评级，调整目标价至 35.77 元.....	17

图表目录

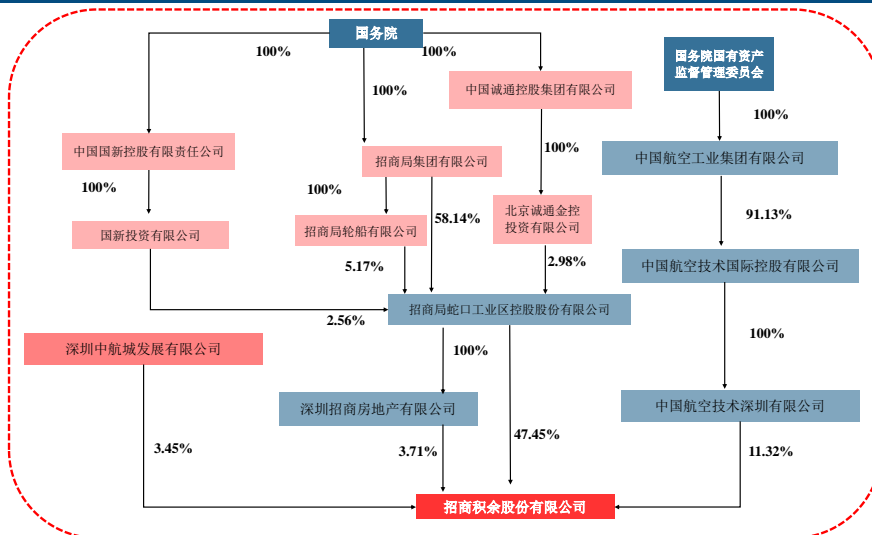
图表 1: 交易完成后招商蛇口直接和间接持股 51.16%，成为招商积余的控股股东.....	2
图表 2: 截至 2020 年 6 月招商积余管理面积约 1.72 亿平，行业龙头地位显著.....	2
图表 3: “12347”发展战略简介.....	3
图表 4: 招商积余专业公司及专业化服务.....	4
图表 5: 招商局集团在综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营方面具备庞大业务资源.....	4
图表 6: 招蛇销售面积的高增长为公司发展提供支撑.....	5
图表 7: 控股股东为公司业务提供有力支持.....	5
图表 8: 非住宅各业态现状特点.....	6
图表 9: 截至 2020 中期招商积余非住宅在管面积 8500 万方，非住宅领域龙头地位稳固.....	7
图表 10: 外拓能力显著增强，2020H 非住占比达半数以上.....	8
图表 11: 立足深圳，华南外地区发展迅猛.....	8
图表 12: 2020 年非住物业拓展积极，成效显著.....	8
图表 13: 城市服务项目拓展有所突破.....	9
图表 14: 崖州湾科技城项目承接前后对比.....	10
图表 15: 公司营收维持高位.....	11
图表 16: 物业管理业务占比显著提升.....	11
图表 17: 招商物业和中航物业在住宅和非住宅业态互补.....	11
图表 18: 公司在住宅与非住宅业态的在管面积布局均衡.....	11
图表 19: 华南区域为物业管理收入最主要贡献区域，深圳市为主要贡献城市.....	12
图表 20: 外拓物业项目面积占比逐年提升.....	12
图表 21: 2020H1 外拓新签约项目面积占比达 63.5%.....	12
图表 22: 招商积余现金市值比处于行业高位.....	13
图表 23: 创毅控股历年营收稳定增长.....	14
图表 24: 创毅控股净利润继 2018 年下降后迅速反弹.....	14
图表 25: 毛利率水平总体逐年提升.....	14
图表 26: 毛利率处行业低位.....	14
图表 27: 人均薪酬处行业高位，但人均创收、管理面积处行业低位.....	15
图表 28: 智慧物业 π 平台及控制中心.....	15
图表 29: 费用率水平处行业高位（2019 年总体）.....	16
图表 30: 财务费用呈降低趋势.....	16
图表 31: 碧桂园服务上市后毛利率增长.....	16
图表 32: 专业化服务收入和占比双提升.....	16
图表 33: 可比公司估值.....	17

1 内部整合初显成效，集团资源逐步承接

1.1 招商中航强强联合，积余龙头地位凸显

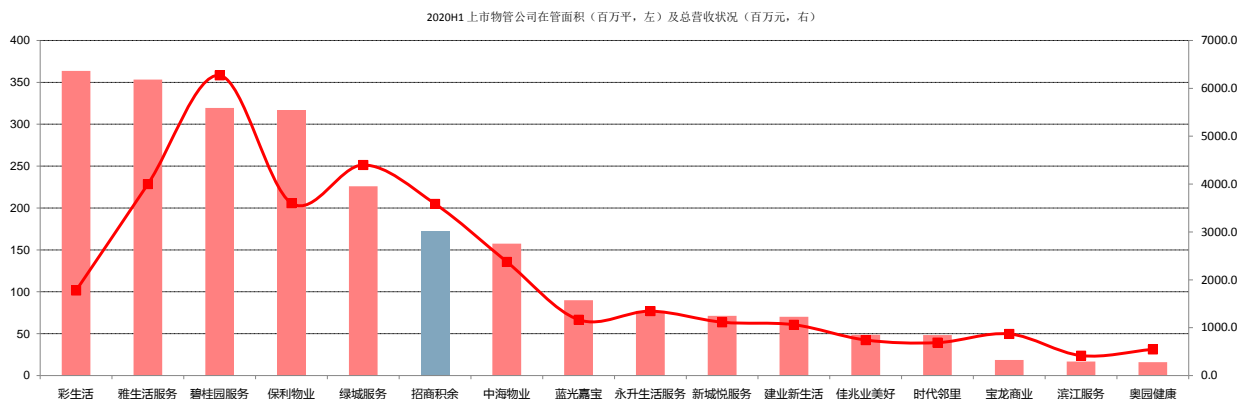
2019年11月，中航善达发行股份收购招商物业100%股权，重大资产重组圆满完成。12月公司更名为“招商积余”、代码“001914.SZ”。交易完成后招商蛇口直接和间接持股51.16%，成为招商积余的控股股东，招商局集团将成为招商积余实际控制人。“积余”一词取自招商局1914年设立的“积余产业公司”，有“积有余庆”之意。作为未来招商局集团旗下的核心轻资产运营承载平台，公司承载了打造央企物管旗舰，实现国有资产保值增值的高定位。截至2020年6月，公司合计管理项目1315个，管理面积约1.72亿平方米，进一步确立了行业领先地位。截至2020年6月招商积余管理面积约1.72亿平，行业龙头地位凸显。

图表1：交易完成后招商蛇口直接和间接持股51.16%，成为招商积余的控股股东



资料来源：Wind，中信建投

图表2：截至2020年6月招商积余管理面积约1.72亿平，行业龙头地位显著



资料来源：中国物业管理协会，中信建投

注：中海物业按照即期汇率换算

1.2 总部整合基本落地，城市与专业公司融合稳步推进

2019 年底资产重组完成后，公司快速启动了战略方向的制定和部门间的融合。其中主要包括两方面：

1、确立了“12347”发展战略，即一个目标、两项核心业务、战略三协同、坚持四化发展原则、实行七项战略举措。在七大战略中，公司明确深耕物业发展既有市场，同时通过外部战略合作、集团资源整合、并购外延增长、创新业务孵化来实现业务的全方位发展。

2、加速推动组织融合，2020 年中期公司组织架构的调整基本完成。整合了招商积余、招商物业、中航物业三总部职能，以物业+资管为主线，设立了九个职能部门和物业 BG、资管 BG 两大事业群。

图表3：“12347”发展战略简介

“12347”战略	主要内容
“1”	以建设“国内领先的物业资产管理运营商”为目标
“2”	发展物业管理及资产管理两项核心业务
“3”	在战略协同方面，成为招商局集团资产保值增值平台，成为招商蛇口持有资产运营的承载平台，成为招商蛇口产业数字化的标兵
“4”	坚持专业化、集约化、生态化、市场化的“四化”发展原则。
“7”	包括：巩固物业管理业务一片沃土、以基础服务为业务基石，进一步挖掘增值服务、打造不动产全价值链的系统服务能力、技赋能与数字化转型、并购外延增长、借力招商蛇口市场关系与业务资源、建立市场化、有竞争力的管理体系等内容。

资料来源：公司公告，中信建投

在总部的组织架构整合基本落地后，公司正在积极推动城市公司层面的整合，尤其会重点推进深圳、北京、上海、广州、武汉、天津等原招商物业和中航物业均有覆盖的核心城市，我们预计 2021 年公司在城市公司的整合将会取得较大成效。

同时招商物业与中航物业均有部分独立的专业公司，例如中航旗下设有楼宇科技有限公司、保安服务有限公司、南光电梯工程有限公司、智泊科技有限公司等；招商旗下设有置业顾问有限公司、建筑科技有限公司、综合设施运营服务有限公司、到家汇科技有限公司等。我们看好公司根据未来发展趋势和专业化能力需求，对专业公司进行优化布局，提升专业化服务能力这一核心竞争力。

图表4：招商积余专业公司及专业化服务

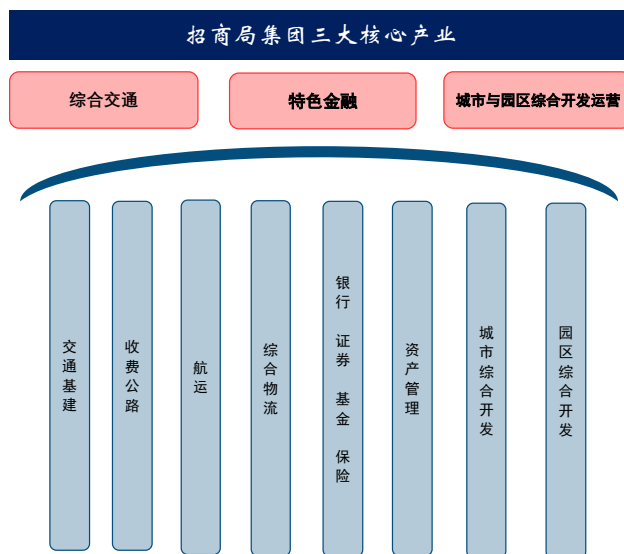


资料来源：公司公告，中信建投

1.3 逐步承接集团丰富资源，聘任新总经理推进战略发展目标加速达成

实控人业务资源庞大，母公司支持力度大。招商局集团作为招商积余的实际控制人，是中央直接管理的国有重要骨干企业，在综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营等方面具备全球影响力的强大核心产业和庞大的业务资源。公司目前承接招商蛇口的开发与自持项目，以及招商旗下招商银行、招商地产、国际邮轮母港、招商置业等公司在内的物业管理项目。

图表5：招商局集团在综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营方面具备庞大业务资源

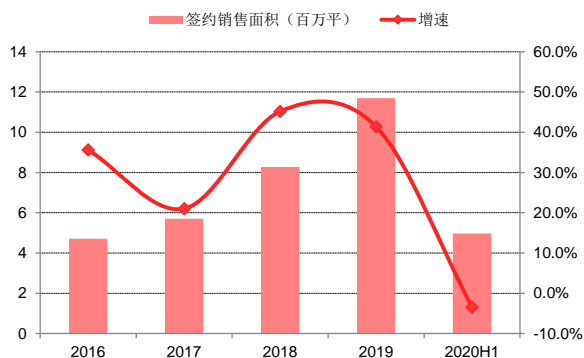


资料来源：公司官网，中信建投

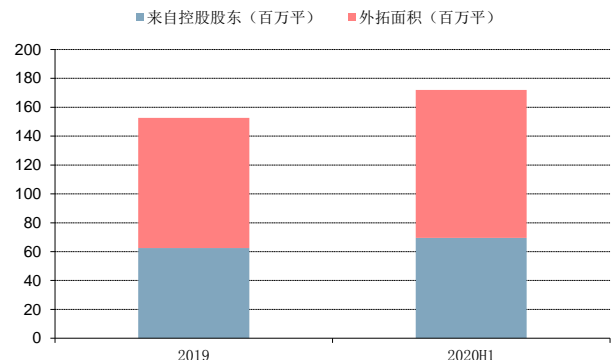
物管业务方面，目前母公司招商蛇口所开发的物业大部分由公司进行物业管理，2020年上半年公司新增管理面积1927万平方米，其中招商蛇口贡献了703万平方米，占比达36.5%。考虑到招商蛇口近三年销售面积的复合增速高达30%，以及两到三年销售至竣工的交付周期，未来母公司的大量交付是公司实现规模快速拓展的重要支撑。

资管业务方面，招商蛇口已将旗下合计建筑面积为22.5万方的4个购物中心项目，委托给招商积余管理，五年整体受托管理费合计6556万元。计划未来五年逐渐将其持有的1500亿投资性房地产，在培育成熟后逐步委托给招商积余管理。

除此以外，公司依托招商局背景，积极与地方国资平台展开合作。2020年4月29日，公司与日照高新发展集团设立合资子公司，负责对高新发展集团旗下的地产及产业开发项目提供配套物业管理服务，合资公司设立与运营不仅加快了公司在山东省的布局，为公司带来新的利润增长点，更标志着招商积余在与地方政府投资平台开展合作的道路上迈出坚实的一步。2020年7月9日，公司与厦门国际邮轮母港集团就物业管理方面展开合作，招商积余为厦门海上世界项目提供综合物业服务以及机动车停放服务，此次合作为公司带来了新的利润增长点，同时有利于积累经验，扩大公司在厦门地区的市场份额。

图表6： 招蛇销售面积的高增长为公司发展提供支撑


资料来源: Wind, 中信建投

图表7： 控股股东为公司业务提供有力支持


资料来源: Wind, 中信建投

2021年1月4日，公司公告称收到控股股东招商蛇口告知函，将就招商积余总经理一职进行公开招聘。公司明确表示，招聘新总经理的目的是：为巩固招商积余一年来的整合成效，顺应招商积余“国内领先的物业资产管理运营商”战略发展需要，进一步激活招商积余市场化管理的动力与活力，牵引招商积余更好更快地迈上新台阶。可以判断，新任总经理将承担将招商积余打造成“国内领先的物业资产管理运营商”的战略目标，加快“12347战略”的落地与执行，并激发公司活力。

2 非住赛道龙头地位稳固，城市服务领域取得突破

2.1 深耕非住宅物业领域，龙头地位稳固

按照中国物业管理协会的标准，非住宅业态可以分为写字楼、产业园区、学校、医院、公共场馆、商业物业等，业态的分散化导致了客户需求的差异性，以及难以形成标准化体系复制推广到其他细分子领域，每个细分市场都需要企业深耕。

图表8：非住宅各业态现状特点

业态	现状特点
写字楼	1、业主方个性化需求差异大，服务标准化程度低，服务深度差异大；2、写字楼物业成另一扩张重心，竞争日趋激烈，高端领域壁垒加速形成；3、服务对象多样化使得个性化需求激增，创新业务涌现
产业园区	1、国内产业园类型多样，服务标准化程度需提升；2、服务对象多样化，产业园区内服务链条可以极大的延伸；3、科技化运营协助物业管理
学校	1、学校物业管理具有公益性；2、存在双重管理机制，除了物业服务企业进行服务，学校本身对师生的教学、生活进行管理；3、服务对象多样性，不同院系学科对教学、科研、生活上使用的物业有不同的要求；4、物业费无法完全按照市场化方式进行核算，目前学校物管费多采用“成本倒推法”
医院	1、后勤服务外包需求释放，空间广阔；2、目前集中度较低，但是医院物业市场的开发、升级、换代有大量的新需求，同时服务价值较高并存在较大的溢价空间；3、市场竞争加剧，中小企业面临洗牌
公共场馆	1、项目获取存在门槛且项目服务品质要求更高，单点布局成本高；2、具有开放性、公益性的特点，服务对象复杂，广义的城市服务；3、设施设备运营能力的要求极高，专业技能要求严格
商业物业	1、标准化建设不足，制约业态发展；2、物业定位逐渐明晰，服务深度得以延伸；3、服务业态复杂，管理难度大；4、具备商业运作与管理经验的专业人才匮乏

资料来源：中国物业管理协会，中信建投

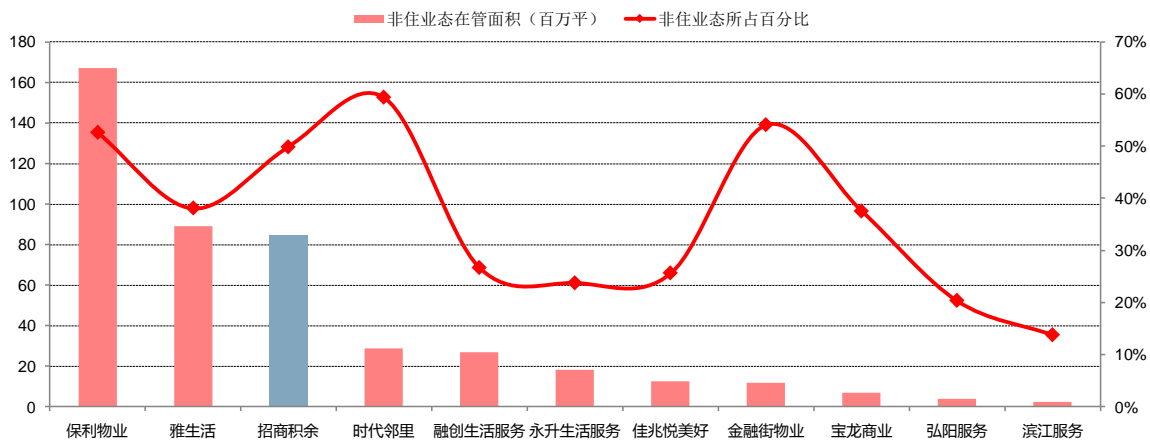
我们曾在 2020 年 3 月《物管行业深度思考系列报告之二：下一站是幸福：万亿级非住宅物业服务市场》一文中提出，非住宅物业服务市场是适宜精耕细作的蓝海市场这一观点，主要原因在于住宅物业领域的未来格局具备相对确定的预期。

非住宅物业服务市场较住宅物业市场有诸多优势，主要包括：1、细分赛道多，门槛较高。非住宅业态多样造就了该领域细分赛道众多，非住领域门槛较高，专业能力是脱颖而出的必要条件。2、政策利好，蓝海市场显现。机关及事业单位后勤服务社会化改革、鼓励社会资本参与公共服务投资及运营两条政策主线为非住宅物管持续释放市场空间。目前物业服务头部企业对非住宅业态的覆盖度仍较浅，各业态行业集中度不高，整体呈现蓝海市场特征。3、收缴率高，较住宅更易提价。非住宅各业态收缴率均高于住宅。非住宅面向单一业主或者支付能力较强的法人群体，对于物业费的上涨相对不敏感。同时非住宅的利润率也相对更为稳定。

招商积余在非住宅物业领域的龙头地位非常稳固。公司前身中航物业即是全国性的非住物业龙头，具有颇为深厚的公建类物业基因，早在 2014 年就提出“打造中国最大的机构物业集成服务商”的战略，随后专注于非住物业管理。截至 2019 年底中航物业已布局全国 70 多个主要城市，非住宅物业的在管面积高达 70%，远高于行业平均水平。相比之下，招商物业的市场化进程虽然稍缓慢，但在 2015 确立了战略定位后发展迅猛，招商物业聚焦于住宅物业，2019 年底公司住宅业态在管面积占到 65%，与中航物业重组后，实现了优势互补。

公司多年深耕非住宅物业，业态覆盖全面，多年累积了一批标杆性项目。其中政府类项目包括人民大会堂、最高人民检察院、中国人民银行总部、最高人民法院等；企业总部包括阿里巴巴西溪总部、京东集团总部、招商证券大厦，校园类包括中国人大苏州校区、中山大学广州校区等。截至 2020 年中期，公司在管的 1315 个物业管理项目中，非住宅业态达到了 895 个，占比近 70%，非住宅业态在管面积达到 8500 万方，占比达 50%，无论是规模还是占比，均在行业中位居前列。

图表9：截至 2020 中期招商积余非住宅在管面积 8500 万方，非住宅领域龙头地位稳固



资料来源：中国物业管理协会，中信建投

2.2 非住物业外拓积极，成效显著，优势突出

公司外拓能力显著加强。截至 2020 年中期，公司累计新签项目 194 个，其中非住宅项目 152 个，占新签项目 78.4%，来自招蛇的项目 33 个，占比 17.0%；净增加管理面积 1927 万平，非住宅净增管理面积 977 万平，占比 50.7%，来自招蛇的贡献为 703 万平，占比 36.5%。据公司官网披露，2020 年新签项目中非住宅物业类型涵盖了政府、商业物业、写字楼、学校、产业园区、公共场馆等各个方面，其中不乏三亚崖州湾科技城项目、阿里巴巴滨江园区、长沙美术馆等具备标杆性的优质项目。

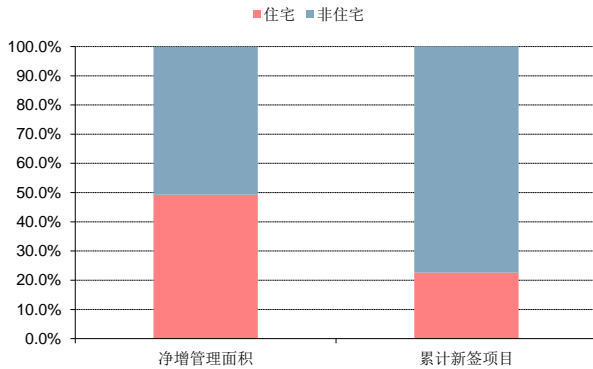
我们认为，公司在非住业态的优势主要在于招商局和中航集团背景、公司在中高端及大型公建物业领域积累的经验优势、立足于华南的区域深耕优势三大方面：

(1) 股东背景强大，资源丰富。公司控股股东招商局集团系中央直属的国有骨干企业，位列《财富》2019 年世界 500 强第 244 位。依托招商局背景，有助于公司加快在产业服务、城市服务等领域的布局，如深圳邮轮母港、三亚崖州湾科技城项目等。第二大股东中国航空工业集团是由中央管理的国有特大型企业，涉及航空设备、金融、资管等多个产业，位列 2019 年《财富》世界 500 强 151 位。典型项目包括中航民用航空电子产业园、中航沙河工业区等。

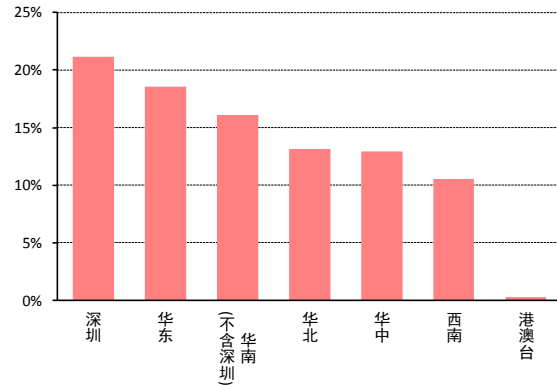
(2) 在高端、大型公建类项目上具备经验积累和先发优势。公司承接了阿里巴巴西溪总部、京东集团总部、北京银行总部等一些列高端项目，品牌效应凸显，同时借助国企背景，接手人民大会堂、中国人民银行、最高人民法院、国土资源局、中科院等政府高端项目。

(3) **具备显著的区域深耕优势。**公司 2020 中报披露，华南地区营收占比达到 37.3%，其中深圳地区占到 21.2%，母公司招商蛇口立足于深圳，为公司提供了大量优质项目资源。如深圳湾公园、港珠澳大桥人工岛、深圳蛇口网谷、坪山区街道等。除此之外，公司在山东、湖北等地发展迅猛，先后承接湖北省高级人民法院、济南机场、鲁南高铁等优质项目。

图表10：外拓能力显著增强，2020H 非住占比过半数以上 **图表11：立足深圳，华南外地区发展迅猛**



资料来源：Wind，中信建投



资料来源：Wind，中信建投

图表12：2020 年非住物业拓展积极，成效显著

时间	拓展/中标项目	项目类型	服务内容
1 月	国管局 82 号院	政府物业	提供保洁服务、房屋养护服务、公用设备设施维护、绿化、安保、消防及其他突发性和重大活动时安排的临时性服务。
	上海黄金交易所深圳备份交易中心	办公物业	提供物业管理服务，包括前期介入服务、综合管理与客户服务、房屋设施设备的运行与维护、环境清洁卫生和绿化服务、公共安全和大楼秩序维护及相关专项服务等。
2 月	深圳坪山区碧岭、马峦街道	城市服务	便民服务、工程保障、绿化消杀等专业的物业服务
	宁德新能源湖西产业园	产业园区	建筑面积 24.6 万平方米。招商设施运营将为项目提供专业的设施运营服务。
3 月	长安标致雪铁龙 CUB 运营及维保项目	产业园区	基地占地约 130 万平方米。CUB 运营及维保。
	陈家祠（文物景区）	博物馆	国家一级博物馆，将为场馆提供安检、验票、夜间安保、消防监控、清洁、工程维修、食堂餐饮等专业的物业服务。
4 月	上海应用技术大学徐汇校区及奉贤校区新教师公寓	高等院校	服务面积合计 8.85 万 m ² 。服务范围涵盖建筑物及设备设施管理、环境卫生与绿化管理、学生公寓管理、教师公寓管理、教辅及会务服务等。
	侵华日军南京大屠杀遇难同胞纪念馆项目	公共场馆	再次中标，服务内容在原纪念馆助览服务的基础上，增加全馆范围内的安保、卫生保洁、工程设备、观众服务、安（消）防监控等物业管理服务，为纪念馆和利济巷分馆提供一体化物业服务。
5 月	中山市委党校项目	政府机构	提供包括室外保洁、绿化养护、绿化租摆、消防值班和电梯维保、供配电维保及消防系统维保等的物业管理服务。

	华为外租场地(维龙嘉民宇培物流园)物业服务项目	物流园区	该项目功能为 7*24 小时不间断运营仓储物流园区, 属于高架货仓, 对设施连续性运行、消防管理、清洁服务时长和四害消杀防控等均有较高要求。
	三亚崖州湾科技城服务项目	城市运营	覆盖面积约 69.3 平方公里。
6 月	青岛即墨开发区城市空间项目	城市运营	为青岛即墨开发区城市空间区域所辖公园、市民广场、会展中心、市政道路提供秩序维护、工程维护、保洁服务、绿化服务、垃圾管控及相关设施设备管理等专业物业综合服务。
	阿里巴巴滨江园区	办公物业	提供技防系统运营和设备设施检查、接待支持和活动保障、风险预防和识别管理、突发事件处理、保洁、园林绿化、GR 接待管理等全方位服务, 涉及安全、工程、环境管理及其他综合服务, 保障园区安全稳定运转及品质办公体验。
9 月	雄安新区 CEC (城市交换中心) 项目	公共物业	根据 CEC 停车场布局, 提供场地环境卫生服务、出入收费服务、设备设施维护维修服务管理、场地绿化维护、场地内安全管理等物业服务。
	中山大学附属第八医院	医院物业	提供卫生保洁、医疗辅助、水电运营维修、文员管理等综合的后勤管理服务。
10 月	青网科技园合肥园区项目	产业园区	提供专业化、规范化的安全防范管理、环境卫生保洁、日常工程维修、绿化管养、客户服务等物业服务。
12 月	南方医院	医院物业	提供环境卫生保洁、医疗废物和生活垃圾的清理、收送、登记等专业服务。

资料来源: 公司公告, 中信建投

2.3 城市服务拓展发力, 未来有望成为又一重要业绩增长点

值得注意的是, 公司 2020 年在新兴的城市服务领域取得了较大突破, 相继签约三亚崖州湾科技城项目、东莞松山湖项目、深圳湾公园、即墨经济开发区项目等。以三亚崖州湾科技城项目为例, 该项目总面积 6930 万平, 总中标金额 2.6 亿元, 服务期限长达 7 年。公司主要为其提供城市运营服务、城市公共设施运营管理服务, 城市空间、海面、海滩运营与具体项目的物业管理等服务, 旨在将崖州湾科技城打造成为全国领先的智慧科技城区。

从目前来看, 城市运营项目仍处在探索发展阶段, 近年来物管龙头先后布局, 随着对城市运营的不断探索和深入, 该业务未来有望成为新的业绩增长点。

图表13: 城市服务项目拓展有所突破

城市	时间	项目名称	面积 (万方)	期限 (年)	中标金额 (万元)	服务要求
三亚市	2019/9/26	三亚崖州湾科技城物业服务项目	6930	7	26357	为崖州湾科技城提供城市运营服务、城市公共设施运营管理服务, 协助甲方将三亚崖州湾科技城打造成全国领先智慧科技城区。
深圳市	2020/2/17	深圳坪山区碧岭、马峦街道项目	/	/	/	继疫情期间探索城区综合治理新模式的实践后, 将持续探索新模式下的日常运营

请参阅最后一页的重要声明

深圳市	2020/3/1	深圳湾公园	128.74	1	4000	公园管理更加智能化、多渠道探索公园运营模式
三亚市	2020/5/8	三亚崖州湾科技城 物业服务采购	6930	3	7423	提供园区秩序维护、治安管理服务、城市管理 服务、前台接待、会议服务、档案管理、保密 管理等服务
青岛市	2020/5/19	青岛即墨经济开发 区城市空间项目	1598.17	3	4367	为青岛即墨开发区城市空间区域所辖公园、市 民广场、会展中心、市政街道提供秩序维护

资料来源: Wind, 中信建投

图表14: 崖州湾科技城项目承接前后对比



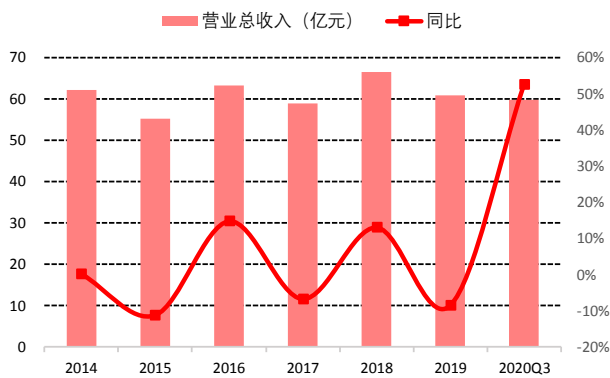
资料来源: 公司公告, 中信建投

3 物管业绩快速增长，盈利能力逐步提升

3.1 物管业绩增长强劲，业态布局完善

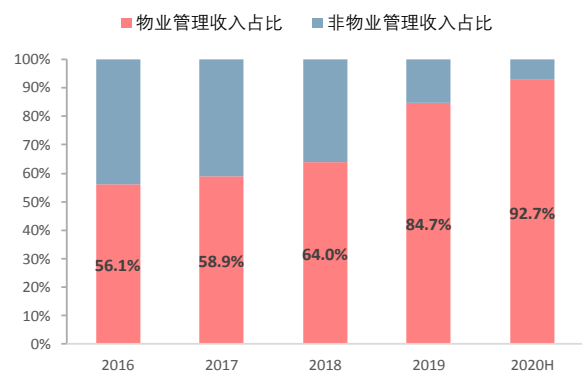
2020 年前三季度，公司实现营业收入 59.7 亿元，同比增长 52.5%；实现归母净利 3.3 亿元，同比增长 136.6%。其中三季度单季度实现 1.5 亿元，同比增长 177.7%。据我们合理测算，考虑招商物业的并表后，去年同期物管板块合计实现归母净利润 2.78 亿元。则 2020 年前三季度公司物管业务归母净利润的同口径可比增速在 40.3%-58.3%之间，核心业务的盈利水平继续保持了强劲的增速。

图表15： 公司营收维持高位



资料来源: Wind, 中信建投

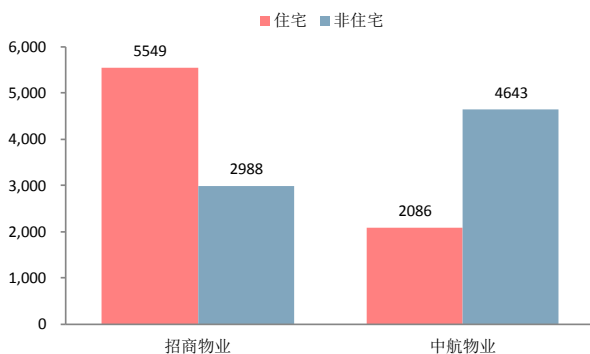
图表16： 物业管理业务占比显著提升



资料来源: Wind, 中信建投

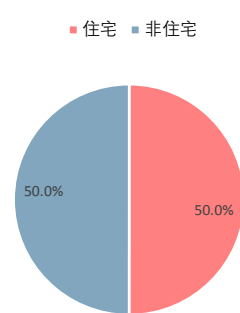
公司在住宅与非住宅业态的在管面积布局均衡，分别为 8603 和 8590 万平，各占约 50%。招商物业和中航物业形成了良好互补：招商物业侧重住宅业务，住宅业务管理面积 5549 万平，非住宅业务管理面积 2988 万平；中航物业侧重非住宅业务，住宅业务管理面积 2086 万平，非住宅业务管理面积 4643 万平。

图表17： 招商物业和中航物业在住宅和非住宅业态互补



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表18： 公司在住宅与非住宅业态的在管面积布局均衡

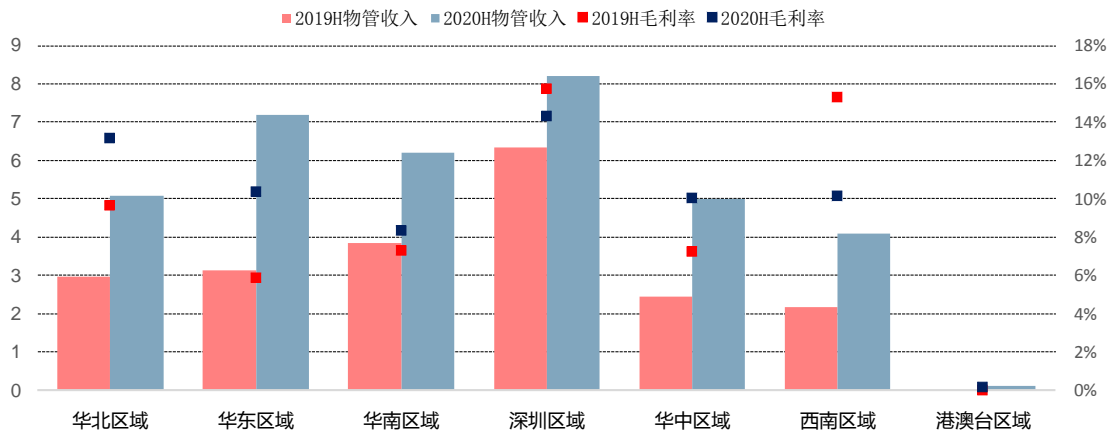


资料来源: 公司公告, 中信建投

布局城市来看，公司业务辐射北京、上海、天津、广州、深圳、成都、西安等全国 70 多个主要城市。收入区域结构来看，华南区域为公司物业管理收入的最主要贡献区域，其中深圳市为主要贡献城市。2020 年上半年华南区域(含深圳)实现物业营收 14.4 亿元，其中 8.2 亿元为深圳市贡献，营收占比分别达到 37.3%和 21.2%。

此外，华东、华北、华中、西南区域分别实现收入 7.2 亿元、5.1 亿元、5.0 亿元和 4.1 亿元，占比达到 10-19% 左右。

图表19： 华南区域为物业管理收入最主要贡献区域，深圳市为主要贡献城市

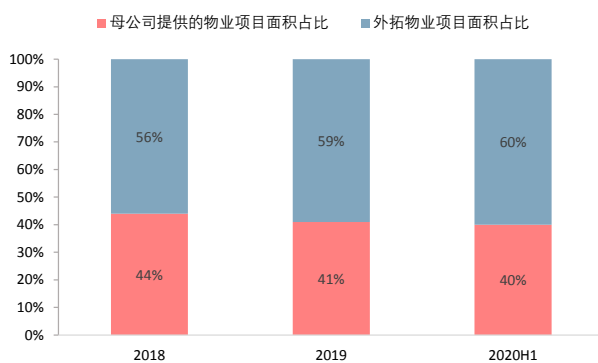


资料来源：公司公告，中信建投

3.2 第三方外拓能力不断增强

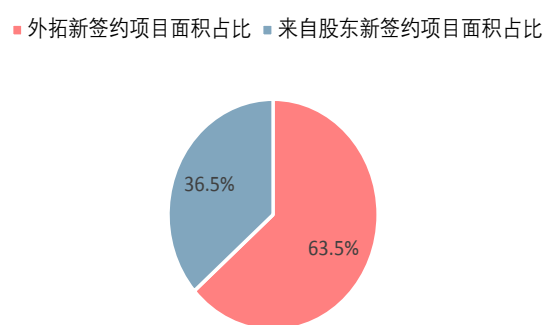
公司外拓业务面积占在管项目总面积比例逐步提升，新增物管项目中第三方拓展面积占比更大。存量方面，从 2018 年到 2020 年上半年，来自母公司提供的业务面积占总在管项目面积比例逐年下降，外拓项目占比逐年提升；增量方面，2020 年上半年新签约的项目中，第三方拓展项目的面积占比达 63.5%，超过来自母公司的项目面积，非住宅物业增量主要来自第三方拓展。

图表20： 外拓物业项目面积占比逐年提升



资料来源：公司公告，中信建投

图表21： 2020H1 外拓新签约项目面积占比达 63.5%



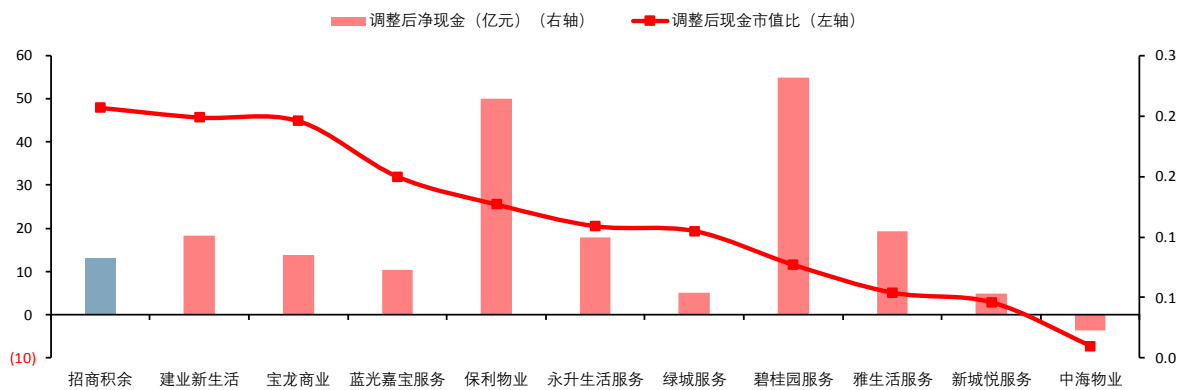
资料来源：公司公告，中信建投

3.3 收并购具备优势，并购标的进入公司视野

重组后公司提出要强调内外发展并举战略，强调在内生式市场拓展的基础上，寻源优质标的，对行业与区域龙头、细分领先企业开展投研工作，推动投资并购；同时加快寻求内外部资源，积极开展与大客户的“总对总”战略合作。

公司资金充裕，为并购提供支撑。我们曾在 2020 年 6 月发布的《中信建投房地产物管行业深度思考系列报告之四：积极并购乘风破浪》一文当中提出了“现金市值比”和“净现金”的概念来量化衡量公司收并购能力和弹性。在 2019 年年报的基础上，考虑了今年以来的配售新股、发行可转债融资之后（招商积余则假设其将投资性物业全部以账面价值出售），我们得到了调整后的现金市值比和调整后的净现金指标，发现招商积余的“现金市值比”处行业高位，收并购具备优势，同时我们测算公司调整后“净现金”为 13.1 元，可满足其收并购需求。

图表22：招商积余现金市值比处于行业高位



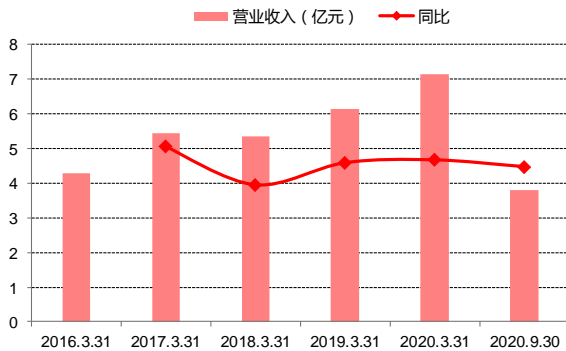
资料来源: Wind, 中信建投

公司近期收到关于创毅控股收购建议，被并购的标的公司进入视野，或是公司迈出收并购的第一步。2020 年 12 月 11 日，公司公告称，招商局集团全资子公司中外运航运与创毅控股的控股股东 Genesis Group Limited，就收购其持有的创毅控股 53.51% 股份意向签署了《谅解备忘录》，在 5 个月排他期内可推荐招商局集团下属控股公司作为收购主体与 Genesis Group Limited 进行交易。招商积余接到中外运航运通知，建议公司考虑收购创毅控股 53.51% 股份。

创毅控股是香港领先的物业管理公司，市占率较高且盈利情况稳定。创毅控股成立于 2000 年，2018 年在联交所上市，主要在香港为公共及私人物业提供物业管理相关服务。创毅控股是香港公共房屋最大物业管理服务提供商，市占率达 12.6%，自 2001 年起向香港房委会提供物管服务累积超过 19 年。同时创毅控股也是香港住宅物业管理服务市场的第三大物业管理服务供应商。2020H1 公司实现营收 4.32 亿港元，同比+15%，实现净利润 0.41 亿港元，同比+137%，规模与盈利均处于行业前列。

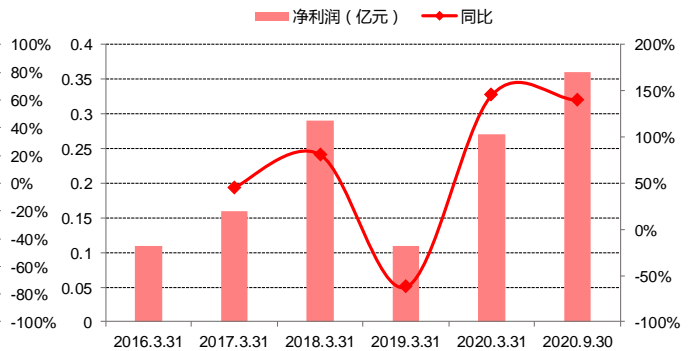
公司自 2019 年提出“内外发展并举”战略以来，持续稳步推进该战略，不断加快外拓脚步，扩张意愿强烈；收到创毅控股的收购建议，也彰显了招商局集团对公司做大做强的大力支持，也与公司当前的扩张战略相符。

图表23：创毅控股历年营收稳定增长



资料来源：公司公告，中信建投

图表24：创毅控股净利润继 2018 年下降后迅速反弹



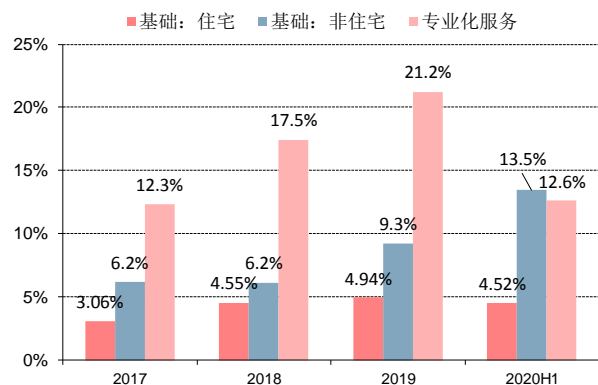
资料来源：公司公告，中信建投

3.4 盈利能力如期提升，未来仍具备空间

2017 年至 2020 上半年，公司基础服务毛利率稳步逐年提升，尤其是非住宅基础服务的毛利率，从 2017 年的 6.2% 提升至 2020 年上半年的 13.5%；2020 年上半年公司物业板块的毛利率如期提升，达到 11.2%，较 2019 年上半年上升了 0.4 个百分点，若考虑并表则提升了 1.1%。

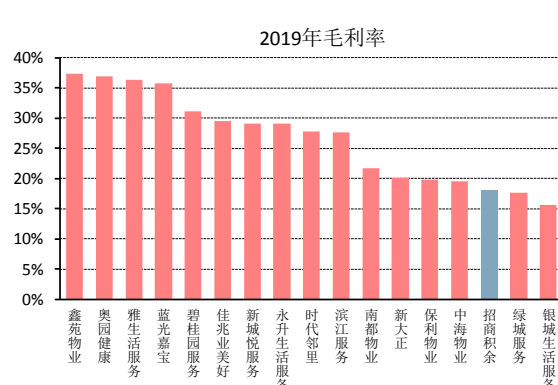
但公司总体毛利率仍处于较低水平，2019 年公司整体毛利率/净利率为 18.0%/4.7%，低于上市物业公司平均水平 27.1%/12.0%，也低于同为国企的保利物业及中海物业（毛利率分别为 20.3%/20.0%，净利率分别为 9.2%/9.8%）。

图表25：毛利率水平总体逐年提升



资料来源：公司公告，中信建投

图表26：毛利率处行业低位



资料来源：公司公告，中信建投

公司的利润率未来仍存在进一步提升的空间，主要原因在于：

1、数字化转型推动降本增效。公司人均薪酬处行业高位，但人均创收、管理面积均处行业低位。根据 2019 年年报数据，公司人均年薪为 9.26 万元，高于行业平均水准 7.82 万元，与新城悦服务、绿城服务、永升生活服务处在同一梯队，而 2019 年公司人均创收为 15.45 万元/人/年，低于行业平均水平 19.11 万元/人/年，人均管理

面积为 0.39 万平方米，远低于行业平均水准 0.6 万平方米，公司在管理效率方面具备较大提升空间。

科技赋能降低人力成本，带来管理效率和毛利率的提升。公司加快数字化转型，加大科技赋能投入，对基础物业 π 平台、招商通智慧平台的现有功能进行打磨，打造一系列智慧服务模块。数字化平台的打造有利于公司提升管理效率，降低人力成本，扩大人均在管面积，进一步提升服务质量，提升毛利率水平。

图表27：人均薪酬处行业高位，但人均创收、管理面积处行业低位

公司名称	人均创收 (万元/人/年)	人均年薪 (万元)	人均管理面积 (万平方米)
新城悦服务	33.31	9.67	0.99
绿城服务	29.44	9.36	0.73
永升生活服务	24.85	9.53	0.86
奥园健康	19.81	7.79	0.33
蓝光嘉宝	18.27	7.14	0.62
碧桂园服务	17.83	7.47	0.51
雅生活服务	17.82	7.51	0.81
中奥到家	16.76	5.78	0.72
滨江服务	16.4	7.72	0.34
佳兆业美好	15.51	6.76	0.57
招商积余	15.45	9.26	0.39
保利物业	15.39	7.67	0.74
时代邻里	13.43	6.91	0.48
中海物业	13.25	6.95	0.37
行业平均	19.11	7.82	0.6

资料来源: Wind, 中信建投

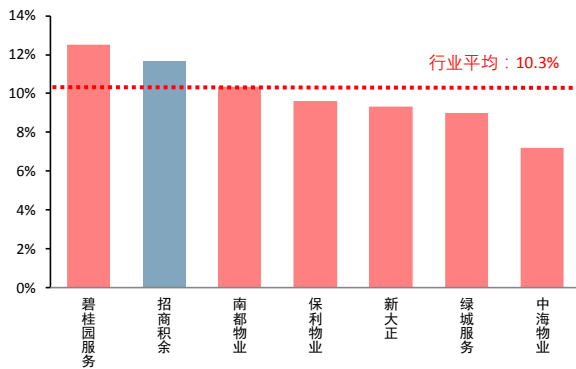
图表28：智慧物业 π 平台及控制中心


资料来源: 公司公告, 中信建投

2、公司财务费用率处行业高位，未来有望随着房地产开发业务的剥离而降低。从费用率来看，上市物业公司平均期间费用率比为 10.3%，而公司 2019 年的期间费用率为 11.6%，小幅高于行业平均水平。招商积余期间费用率较高主要是因为财务费用率较高，这主要是由于 2016 年积余债务的利息支出，该债务主要用于偿还地产相关业务的贷款，并表后公司地产业务逐渐剥离，财务费用率有望降低，盈利能力有望提升。

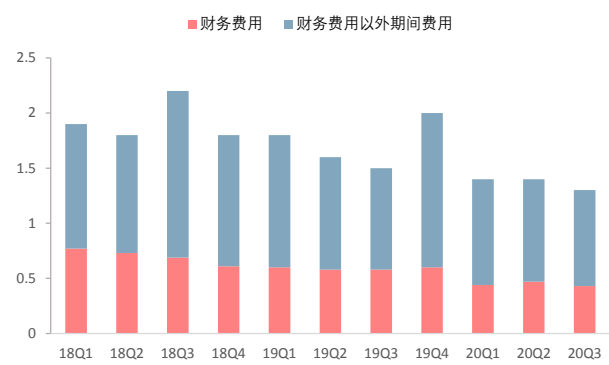
公司财务费用情况持续改善，降低趋势有望延续。从 2018 年第一季度到 2020 年第三季度，财务费用明显下降趋势，这主要与公司地产业务的剥离有关，我们认为随着公司管理效率的提升和管理成本的降低，公司财务费用率持续降低的趋势未来有望持续。

图表29：费用率水平处行业高位（2019 年总体）



资料来源: Wind, 中信建投

图表30：财务费用呈降低趋势

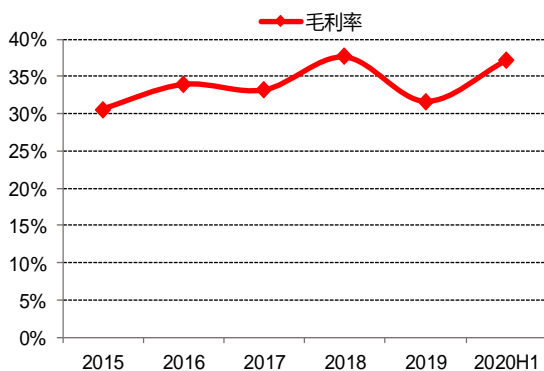


资料来源: Wind, 中信建投

3、由成本中心到利润中心的转变有助于毛利率的提升。当物业公司作为房地产开发企业的子公司时，其毛利率往往低于上市物业公司平均水准，这主要是因为上市前地产开发商的物业管理业务往往被视为增值服务，而单独上市的物业公司只反应其主营的物业管理服务，因此上市后利润率会不断上行，例如 2018 年碧桂园服务上市后，毛利率总体呈现上升趋势。招商积余有望在由成本中心向利润中心的转变过程中迎来毛利率的增长。

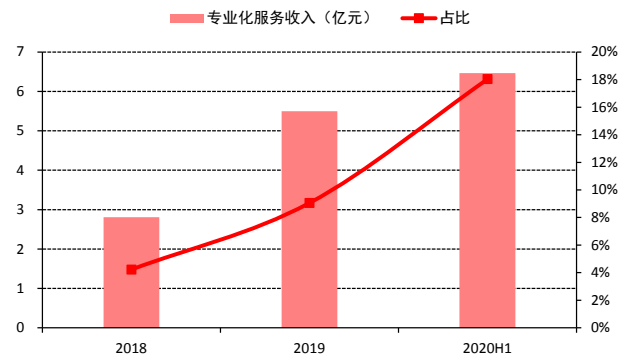
公司专业化服务收入和占比双提升，有望推动毛利率上升。从 2018 年到 2020 上半年，公司专业化服务收入和占总收入比例呈持续高速上涨的趋势；2020 年中报显示，专业化服务收入同比上涨 317.47%，业务结构迅速改善。当物管公司拆分上市之后，出于利润率的考量，公司会更多开拓毛利率更高的专业化服务，同时，重组后的招商积余背靠的大股东保证了未来的基础物管面积规模，两者结合，有效提升整体毛利率。

图表31：碧桂园服务上市后毛利率增长



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表32：专业化服务收入和占比双提升



资料来源: 公司公告, 中信建投

4 盈利预测与投资建议：维持买入评级，调整目标价至 35.77 元

我们略下调公司 2020-2022 年 EPS 至 0.54/0.73/0.96 元（原预测 2020-2022 年为 0.61/0.84/1.11 元）。我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

1、公司收入的增长主要来自于物业管理业务，我们预计基础物业管理业务 2020-2022 营收增速分别为 132.4%/30.1%/30.1%，专业化服务业务营收增速分别为 50%/80%/40%。

2、预计资产管理业务拓展保持稳定节奏，2020-2022 年的营收增速维持在 0%/40%/10%，同时毛利率保持稳定，2020-2022 年的毛利率维持在 70%/75%/75%。

2、公司对外拓展主要来自于第三方拓展和大股东支持，考虑到科技赋能带来的管控效率提升和高附加值的专业化增值服务业务的发展，我们认为公司未来物业板块的利润率将有所提升，预计基础物业管理业务 2020-2022 年整体毛利率分别为 9.4%/9.8%/9.8%，专业化服务业务 2020-2022 年整体毛利率为 30%/30%/35%。

维持买入评级，调整目标价至 35.77 元（原目标价为 45.75 元）。可比公司 2021 年的平均 PE 估值为 38X，考虑到 AH 两地估值的差异和招商积余的龙头地位，我们给予公司 30% 的估值溢价，即 2021 年 49X 的估值水平，对应目标价 35.77 元。

图表33：可比公司估值

公司名称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
新大正	57	53.5	1.88	1.27	1.8	2.34	28	42	30	23
碧桂园服务	1798	51.1	0.62	0.85	1.2	1.66	82	60	43	31
保利物业	349	52.56	1.21	1.29	1.78	2.41	43	41	30	22
永升生活服务	367	18.3	0.15	0.23	0.36	0.54	122	80	51	34
平均							69	56	38	27

资料来源：Wind，中信建投

5 风险提示

1、重组整合效果不佳导致项目拓展和利润率提升不及预期；2、毛利率提升不及预期；3、物管业务外拓不及预期。

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
折旧摊销	57	63	70	78	资产负债率(%)	51.5	60.2	63.3	64.2		
财务费用	236	225	370	524	净负债比率(%)	21.3	1.8	52.8	25.8		
投资损失	3	-8	-12	-20	流动比率	1.4	1.1	1.0	1.0		
营运资金变动	-291	952	-5250	1445	速动比率	1.0	0.7	0.4	0.3		
其他经营现金流	84	-115	-55	-64	营运能力						
投资活动现金流	1215	122	-35	-8	总资产周转率	0.4	0.7	0.7	0.8		
资本支出	44	33	-2	-36	应收账款周转率	7.1	9.9	6.0	6.0		
长期投资	-3	-5	0	-17	应付账款周转率	7.1	0.0	0.0	0.0		
其他投资现金流	1256	151	-38	-61	每股指标(元)						
筹资活动现金流	-1388	-773	-1846	-2207	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.54	0.73	0.96		
短期借款	-195	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.56	-3.91	2.76		
长期借款	-677	-1070	-1351	-1546	每股净资产(最新摊薄)	7.53	8.07	8.68	9.51		
普通股增加	393	0	0	0	估值比率						
资本公积增加	2664	0	0	0	P/E	94.6	47.6	34.8	26.6		
其他筹资现金流	-3573	297	-495	-661	P/B	3.4	3.2	2.9	2.7		
现金净增加额	186	1002	-6025	708	EV/EBITDA	49.6	31.1	25.4	17.7		

资料来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

竺劲：房地产兼建筑行业首席，地产金融组组长

中信建投证券房地产兼建筑行业首席分析师、地产金融组组长。从事券商分析师十年。先后就职于申万、光大、东方证券，长期进入主要机构客户核心分析师派点名单，最新获得 2019 年最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），2019 年财新资本市场分析师成就奖（房地产）大陆区第三名，2019 年财新资本市场分析师成就奖（中小市值）大陆区第三名。本科毕业于南开大学经济学院国际经济与贸易专业，硕士毕业于北京大学国家发展研究院金融学专业。

黄啸天：中信建投房地产组研究助理，上海财经大学硕士，2018 年加入中信建投地产团队。主要负责房地产开发、物业及固收等领域的研究。2018 年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2018/2019 年 Wind 金牌分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk