

聚焦物业服务，潜在行业巨头

事件:2019年4月29日，中航善达发布公告，股东中航国际控股转让 22.35% 股份给招商蛇口，转让价 8.95 元/股，转让完成后招商蛇口将成为公司第一大股东。此外，公司拟向招商蛇口、深圳招商地产发行股份购买招商物业 100% 的股权。购买资产股份发行价格为 7.90 元/股，此次交易标的预估值和交易作价尚未确定。

历史沿革: 中航善达（原名为中航地产）成立于 1985 年，原核心业务为地产的投资、开发与经营。2016 年开始逐步剥离房地产开发业务，公司战略聚焦物业资产管理业务。

物业服务: 聚焦机构物业，营收净利稳步提升。 公司全资子公司中航物业是物业服务板块经营主体，截至 2018 年 12 月，中航物业管理面积 5307 万平方米。公司物业管理业务连续 5 年保持高速增长，5 年营收复合增速为 27.70%。2018 年物业板块净利润为 1.64 亿元，同比增长 36.72%，5 年复合增速高达 35.56%，超过同期营收增速。

非物业服务板块: 地产开发逐年萎缩，商业运营轻重结合。 中航善达房地产业务主要体现为房地产开发的存货以及以公允计价的投资性房地产。2019 年一季度，公司存货账面价值为 17.20 亿，投资性房地产方面，截至 2018 年 12 月，中航九方管理项目数量 15 个，管理面积达 127 万平方米，2019 年一季度，公司投资性房地产账面价值达 69.20 亿。

招商物业: 房地产价值链全程综合服务商。 招商物业业务遍布全国 40 多个城市和地区，员工规模 16000 余人，在管物业逾 500 个，服务项目面积超 7500 万平米。截至 2018 年底，招商物业总资产 16.98 亿元，2018 年营业收入 29.2 亿元，同比增长 20.35%，归母净利润 1.45 亿元，同比大幅增长 114.90%。

投资建议: 物业服务公司属于轻资产行业，拥有稳定的现金流，PE 的估值中枢在 20-30 倍上下具有支撑，叠加公司持有性地产账面价值，目前股价安全边际较强。给予“买入”评级。

风险提示: 重组失败，物业拓展不及预期，公司地产项目减值。

预测和比率

	2018A	2019F	2020F	2021F
营业收入(百万元)	6655.65	5375.37	6165.13	7656.94
同比增长(%)	12.93	(19.24)	14.69	24.20
归母净利润(百万元)	823.98	211.48	254.61	313.10
同比增长(%)	2472.53	(74.33)	20.40	22.97
EPS	1.28	0.32	0.38	0.47
PE	8.31	33.25	28.00	22.64

中航善达 (000043)

首次评级
买入
江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号: S1440517120002

研究助理: 高庆勇

gaoqingyong@csc.com.cn

021-68821600

发布日期: 2019年05月28日

当前股价: 10.64 元

目标价格 6 个月: 12.5 元

主要数据

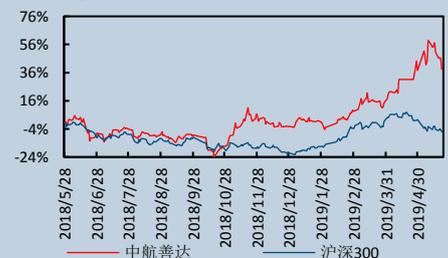
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.98/13.57	29.6/32.06	33.03/38.86
12 月最高/最低价 (元)			12.23/5.68
总股本 (万股)			66,696.14
流通 A 股 (万股)			66,681.97
总市值 (亿元)			70.96
流通市值 (亿元)			70.95
近 3 月日均成交量 (万)			1,534.92

主要股东

中航国际控股股份有限公司	22.35%
--------------	--------

股价表现



相关研究报告

目录

公司介绍	1
历史沿革	1
股权结构	2
业务结构	2
物业服务：聚焦机构物业，营收净利稳步提升	3
营收稳步增长，利润率有待提高	3
聚焦机构物业，市场化拓展能力强	5
非物业服务板块：地产开发逐年萎缩，商业运营轻重结合	7
现存项目计提减值，地产开发逐年萎缩	7
商业运营初具规模	8
招商物业：房地产价值链全程综合服务商	9
新中航善达：潜在的行业巨无霸	12
物业行业是一条什么样的赛道？	13
空间广阔，万亿规模	13
大行业小公司，集中度快速提升	14
“三高三低”的行业特征	15
估值分析	18

图表目录

图表 1：公司发展历程	1
图表 2：公司股权结构	2
图表 3：公司营业总收入（亿）及增速（%）	2
图表 4：公司各业务营业收入（亿）	2
图表 5：公司毛利及毛利率	3
图表 6：公司各业务净利润结构	3
图表 7：公司物业管理面积及管理项目	3
图表 8：公司物业管理业务营业收入及增速	3
图表 9：物业管理毛利及毛利率	4
图表 10：物业管理净利润及净利润率	4
图表 11：中航物业 ROE 及杜邦分析	4
图表 12：2018 年底各公司 ROE 对比	4
图表 13：公司物业管理类型	5
图表 14：公司 2017 年不同类型物业管理营收（亿）	5
图表 15：机构类项目介绍	5
图表 16：公司不同区域物业管理收入及毛利率	6
图表 17：公司不同区域物业管理收费水平（元/平方米/月）	6
图表 18：公司不同类型物业管理签约面积（万平）	7
图表 19：公司不同类型物业管理平均面积（万平）	7

图表 20: 主要存货项目	7
图表 21: 商业运营项目	8
图表 22: 公司以公允价值计价的物业项目列表 单位: 亿元.....	8
图表 23: 股权结构	9
图表 24: 招商物业总资产及资产负债率	10
图表 25: 管理面积	10
图表 26: 营业收入 (亿元)	10
图表 27: 归母净利润 (亿元)	10
图表 28: 行业内主流公司净利润率	11
图表 29: 中海物业营收规模 (亿港元)	11
图表 30: 中海物业各业务营收占比	11
图表 31: 中海物业毛利率及净利润率水平	11
图表 32: 2018 年公司各业务毛利率情况	11
图表 33: 商业模式	12
图表 34: 行业比较	12
图表 35: 全国物业管理面积规模巨大	13
图表 36: 管理面积结构以住宅为主	13
图表 37: 各业态收费标准	13
图表 38: 不同业态市场规模	13
图表 39: 不同物业类型毛利率情况	14
图表 40: 百强企业管理面积均值 (万平方米)	14
图表 41: 在管项目数量均值 (个)	14
图表 42: TOP10 及 TOP100 市占率	14
图表 43: 百强进入城市数量 (个) 与单位城市项目数 (个)	14
图表 44: 营业收入 (亿元)	15
图表 45: 毛利 (亿元)	15
图表 46: 毛利率趋势	15
图表 47: 归母净利润率	15
图表 48: 业绩复合增速	15
图表 49: ROE	16
图表 50: ROIC	16
图表 51: 自由现金流与归母净利润	16
图表 52: 资产负债率	17
图表 53: 碧桂园服务负债为合同负债和应付款	17
图表 54: 中海物业负债为合同负债和应付款	17
图表 55: 应收账款/总资产	17
图表 56: 资本开支/归母净利润	17
图表 57: 估值敏感性测试	18
图表 58: 情景分析:	19
图表 59: 附件 1: 近年来物业管理行业大规模并购事件	19

事件：2019年4月29日，中航善达发布公告，股东中航国际控股转让22.35%股份给招商蛇口，转让价8.95元/股，转让完成后招商蛇口将成为公司第一大股东。此外，公司拟向招商蛇口、深圳招商地产发行股份购买其共计持有招商物业100%的股权。购买资产股份发行价格为7.90元/股，此次交易标的预估值和交易作价尚未确定。

简单来说，这一交易包含两部分交易结构：

1、《股份转让协议》：上市公司招商蛇口收购上市公司中航善达的控制权，即受让第一大股东中航国际22.35%股份，转让价8.95元/股，转让完成后，招商蛇口成为公司第一大股东。

进展：目前该协议已经招商蛇口总经理办公会、中航国际控股股份有限公司董事会审议通过，尚需中航国际控股股东大会审议通过、国资主管部门批准后最终生效。

2、《发行股份购买资产协议》：中航善达发行股份购买招商蛇口体内的物业公司——招商物业100%股权，购买资产股份发行价格为7.90元/股，此次交易标的预估值和交易作价尚未确定。

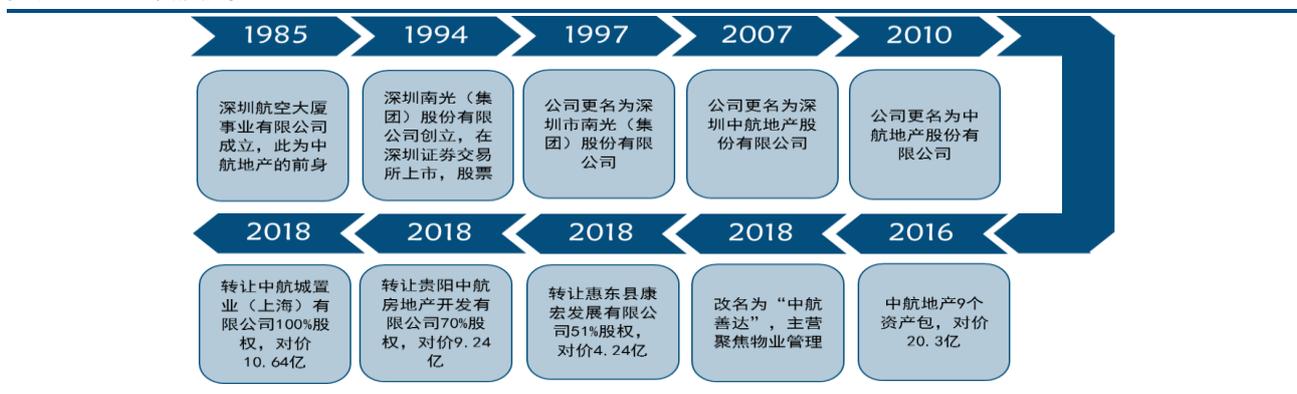
进展：目前该协议已经招商蛇口总经理办公会、深圳招商房地产有限公司股东会、中航善达股份有限公司第八届董事会第四十一次会议审议通过，尚需中航善达股东大会审议通过、国资主管部门核准《股份转让协议》项下股份转让、国资主管部门对招商局物业管理有限公司评估报告备案及批准发行股份购买资产事项、中国证券监督管理委员会核准后最终生效。

公司介绍

历史沿革

中航善达（原名为中航地产）成立于1985年，原核心业务为地产的投资、开发与经营。2016年响应国资委关于国有企业“瘦身健体、提质增效”以及优化国有资本布局结构的指示，开始逐步剥离房地产开发业务，公司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。

图表1：公司发展历程

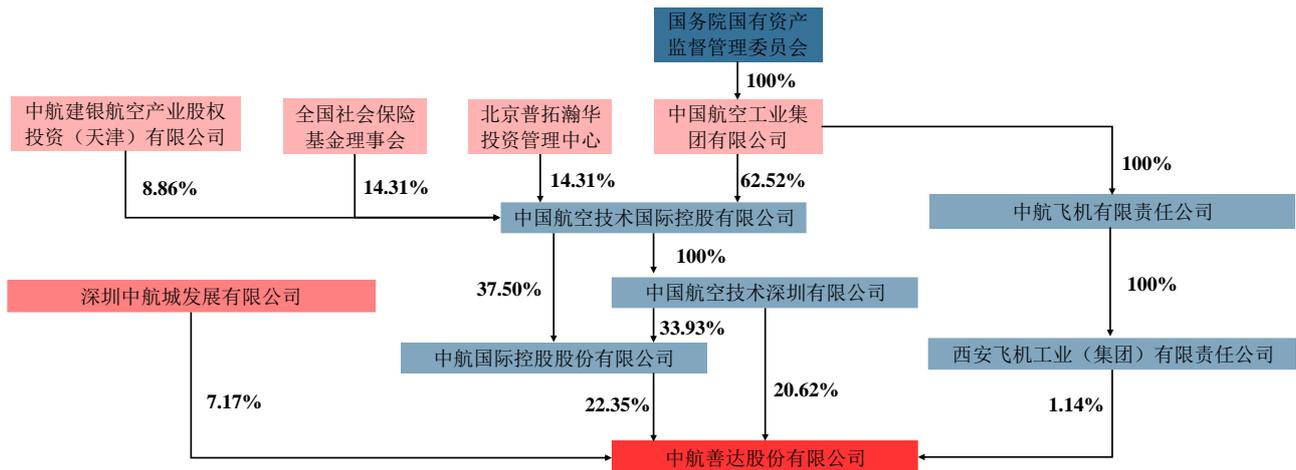


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

股权结构

公司控股股东为中国航空技术深圳有限公司，直接持有公司 20.62% 的股份，同时通过持有中航国际控股股份有限公司 33.93% 股份，间接持有公司 22.35% 股份。此外，一致行动人西安飞机工业(集团)有限责任公司持有上市公司 760.78 万股，占上市公司总股本的 1.14%。公司实际控制人为中航国际，最终控制人为国务院国资委。

图表2： 公司股权结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

业务结构

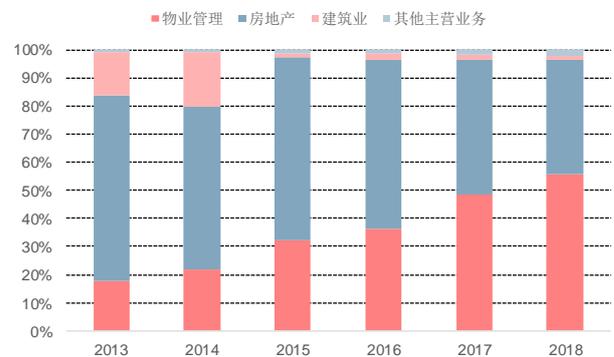
公司 2018 年营业收入为 66.56 亿元，同比增长 12.95%。分结构来看，物业管理、地产开发、建筑业以及其他主营业务收入分别为 37.18 亿、27.03 亿、1.01 亿以及 1.33 亿，物业管理营收增长 29.68%，地产开发营收同比下降 3.74%。物业服务营收占比逐年提升，2018 年达 55.87%。公司 2018 年毛利为 13.07 亿元，同比增长 4.48%，归母净利润为 8.57 亿元，同比大幅增加 468.85%，主要系 2018 年剥离地产项目带来 12.5 亿的投资收益。

图表3： 公司营业总收入（亿）及增速（%）



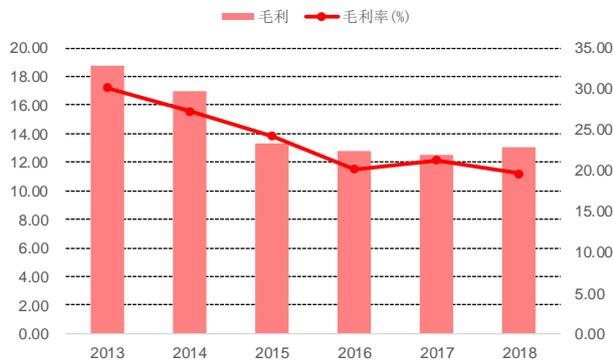
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4： 公司各业务营业收入（亿）



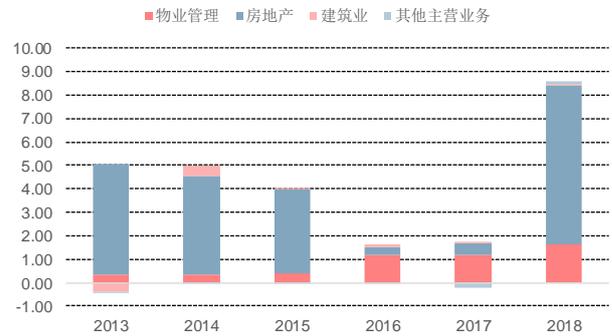
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5： 公司毛利及毛利率（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表6： 公司各业务净利润结构（亿元）



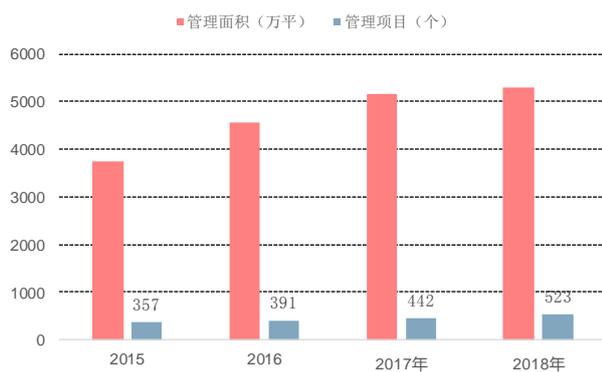
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

物业服务：聚焦机构物业，营收净利稳步提升

营收稳步增长，利润率有待提高

公司全资子公司中航物业是物业服务板块经营主体，是中国物业管理行业首批国家一级资质企业，截至2018年12月，中航物业全国物业管理项目523个，管理面积5307万平方米。根据公司年报披露，公司物业管理业务连续5年保持高速增长，5年营收复合增速为27.70%。2018年物业板块净利润为1.64亿元，同比增长36.72%，5年复合增速高达35.56%，超过同期营收增速。在保持业务高速增长的同时，物业管理业务以客户满意为宗旨，持续改善服务品质，2018年全国327个项目参与第三方满意度测评，公司整体客户满意度达93.43%，连续5年保持持续提升。

图表7： 公司物业管理面积及管理项目



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

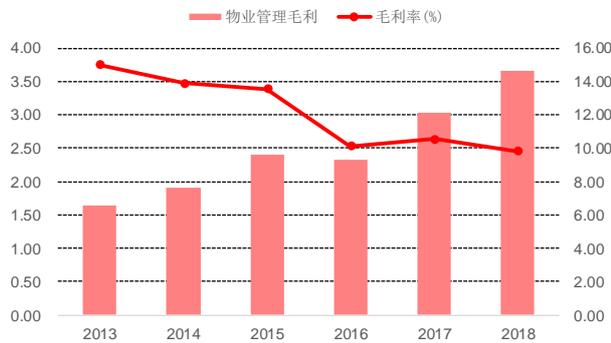
图表8： 公司物业管理业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

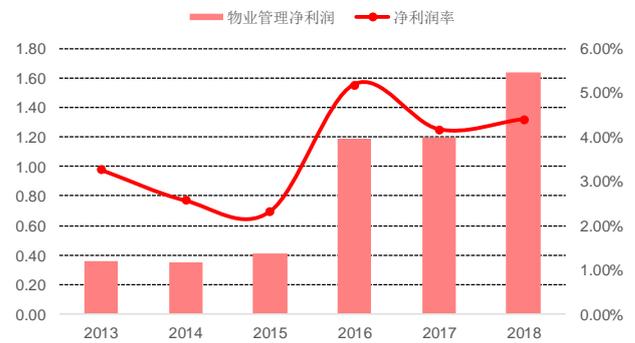
盈利能力方面，虽然公司平均物业费远高于住宅物业，但学校及医院等公建类项目一般采取成本加成定价，因此公司毛利率和净利润率不及在港上市的以住宅项目为主的物业企业。2018年公司物业板块毛利率为9.83%，近3年维持在10%左右的水平。2018年净利润率为4.40%，近3年维持在4-5%的水平。长期来看，我们认为采用成本加成的机构公建类项目3-5年重新签订一次合约，可以有效将人力成本上升向大业主转移，因此项目毛利率和净利润率有望保持稳定。随着科技赋能和高附加值的增值服务业务发展，公司盈利水平仍存提升空间。

图表9： 物业管理毛利及毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表10： 物业管理净利润及净利润率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

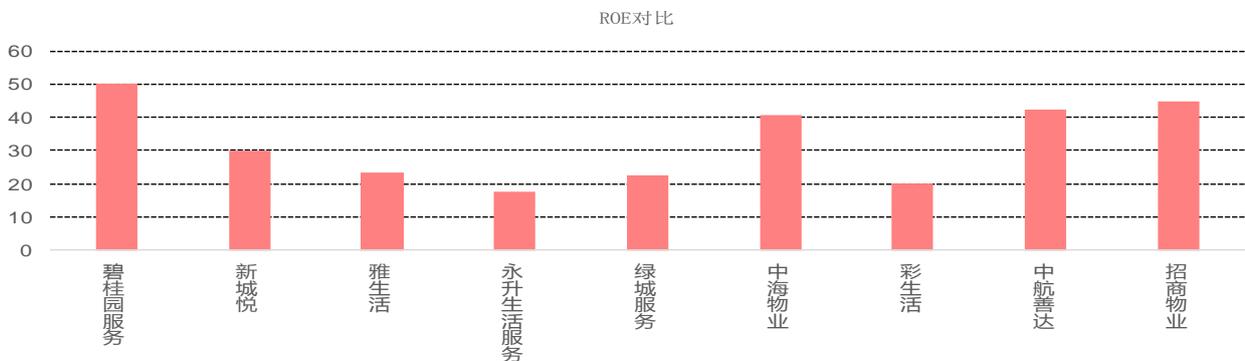
中航物业的 ROE 近年来稳定在 40% 以上，近年来有所下降主要由于权益乘数下降所致，2018 年底公司权益乘数为 4.90，对应资产负债率 79.6%。在港上市的主流物业公司目前平均资产负债率在 60% 左右，对应权益乘数为 2.5，随着中航善达资金情况改善，在其他因素不变的情况下，降低负债率至行业平均水平仍可维持公司 ROE 在 20% 以上，处于行业平均水平。且公司资产周转率近年来稳中有升，销售净利润率仍存改善空间，成为驱动 ROE 提升的主要因素。

图表11： 中航物业 ROE 及杜邦分析

	2018	2017	2016	2015
平均净资产收益率(ROE) (%)	42.45%	54.58%	50.49%	43.17%
因素分解：				
销售净利率	4.31%	4.90%	4.19%	3.53%
权益乘数	4.90	6.44	6.45	7.17
资产周转率	2.01	1.73	1.87	1.71

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

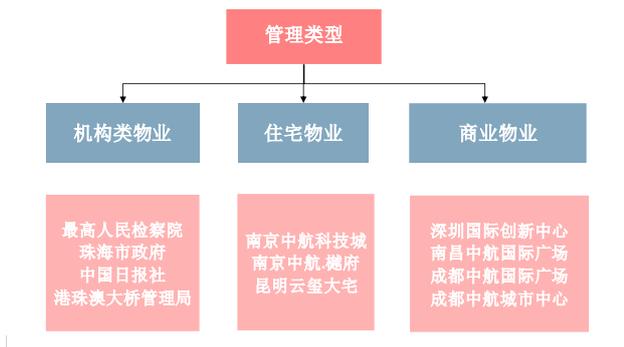
图表12： 2018 年底各公司 ROE 对比



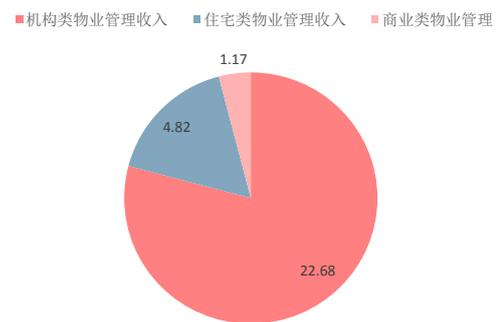
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

聚焦机构物业，市场化拓展能力强

中航物业按照物业类型划分为机构类物业管理、住宅类物业管理和商业类物业管理，其中中航物业在机构类物业管理市场具有很强的竞争实力，近年来其在金融、高校、能源、移动通讯等细分领域中具有领先地位。根据公司债券评级报告披露，2017年机构类物业管理收入22.68亿元，同比上涨30.05%，占物业管理收入的比重达79.11%；住宅类物业管理收入4.82亿元，同比上涨23.59%，占物业管理收入的比重达16.81%；商业类物业管理收入为1.17亿元，占比为4.08%。

图表13： 公司物业管理类型


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表14： 公司 2017 年不同类型物业管理营收（亿）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

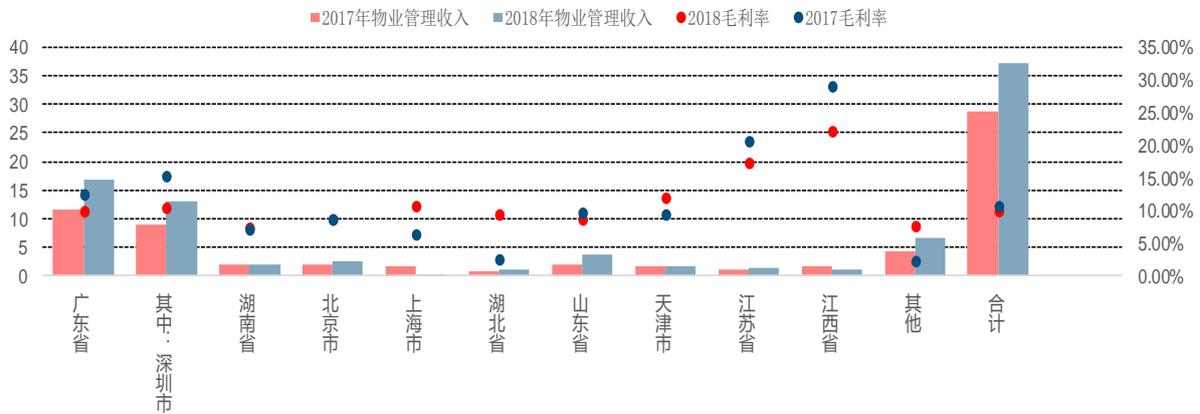
图表15： 机构类项目介绍

类别	机构物业项目
政府	国家环保部办公楼、国家商务部办公楼、最高检西部办公楼、江西省高院、湖北省公安厅珠海市委党校、珠海市人民政府、上海金山区人民政府、徐汇区人民法院等
学校	中山大学广州校区、广东药学院中山校区、南方科技大学、香港中文大学深圳校区、天津大学、南开大学、东华大学等
金融	中国人民银行总行、湖北银行总行、上海浦发银行南昌分行、国开行江西分行、江西中国银行、交通银行深圳分行、农业银行深圳分行、工商银行深圳分行、民生银行大厦、中国人寿保险湖北省分公司、济南银河大厦等
公共事业	广州白云国际机场停车场、中国科学技术馆、国家图书馆、中国环境监测总站、井冈山革命教育基地、济宁市奥体中心、济南水务集团等
写字楼	北京金凤科技园区、无锡软件园、中航国际机场、广东国际大厦、全球通大厦、顺天国际财富中心等

资料来源：中信建投证券研究发展部

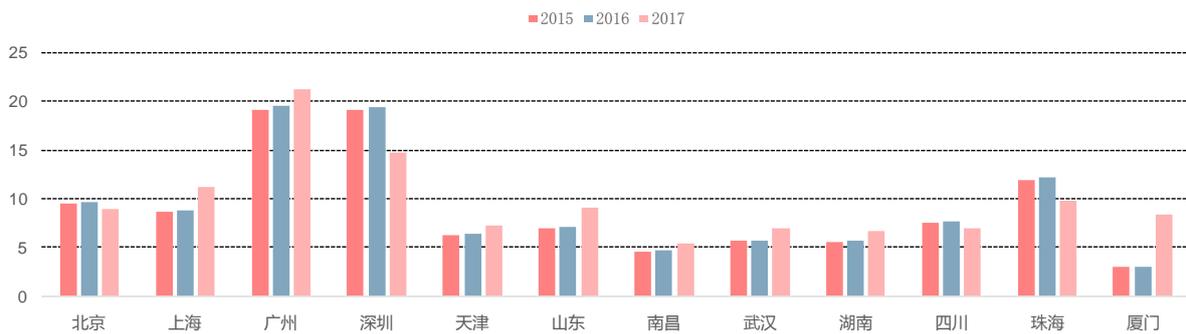
不同省市物业管理收入贡献方面，广东省仍是公司物业管理收入的最主要贡献区域，其中深圳市为主要贡献城市。2018年广东省和深圳市物业营收分别为16.71亿和13.05亿，占比分别为44.94%和35.10%，此外，湖南省、北京市以及山东省分别为2.06亿、2.52亿和3.84亿，占比均在5%以上。广东地区管理业态以机构类物业为主，平均物业费高达15-20元/平方米/月。

图表16： 公司不同区域物业管理收入及毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

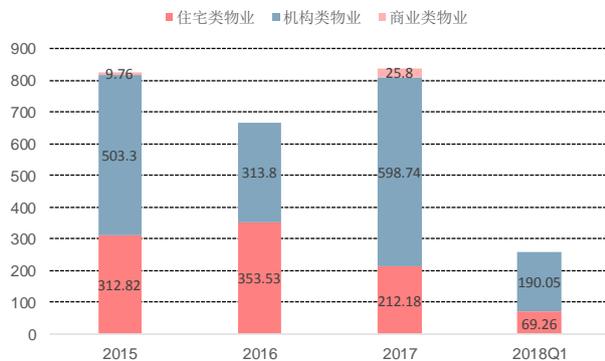
图表17： 公司不同区域物业管理收费水平（元/平方米/月）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

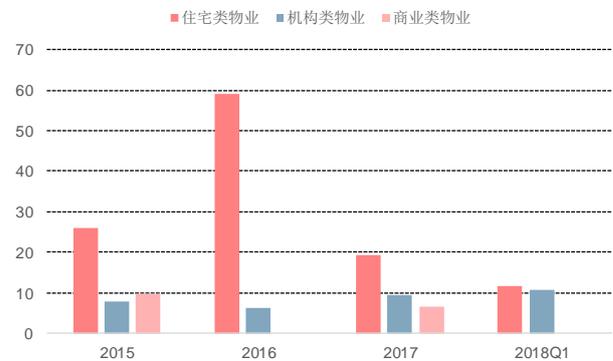
新业务拓展方面，根据公司债券评级报告，公司 15-17 年每年签约面积分别为 825.88 万平方米、667.33 万平方米以及 836.72 万平方米，以机构类物业为主，分别为 503.3 万平方米、313.8 万平方米、598.74 万平方米；其次是住宅类物业，分别为 312.82 万平方米、353.53 平方以及 212.18 平方米。公司拓展以市场化为主，2017-2018 物业板块的关联交易额分别为 3.69 亿和 3.50 亿，占物业服务营收比重分别为 12.80% 和 9.41%，关联交易占比持续下降。

图表18: 公司不同类型物业管理签约面积(万平)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表19: 公司不同类型物业管理平均面积(万平)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

非物业服务板块: 地产开发逐年萎缩, 商业运营轻重结合

中航善达房地产业务主要体现为房地产开发的存货以及以公允计价的投资性房地产。

现存项目计提减值, 地产开发逐年萎缩

2019年一季度, 公司存货账面价值为17.20亿, 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。其中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, 因所在区域尚未成熟, 开发进度较慢。公司于2018年分别对龙岩中航紫金云熙、衡阳中航城市花园以及天津九方城市广场计提了7761.59万、2393.69万以及2.01亿的资产减值损失。

目前, 根据公司2018年报披露, 公司预收款仅为2.73亿, 其中预收购房款0.38亿元, 较2017年底预收购房款22.98亿元有大幅下滑, 因此我们预计2019年营收中来自地产开发的贡献将会大幅萎缩, 物业板块主营更加清晰。

图表20: 主要存货项目

项目类型	权益	建筑面积(平方米)	2017年底累	2017年底累	2017年底累	剩余(平方米)	周边房价(元/平方米)	资产负债表中成本(亿)
			计竣工(平方米)	计签约(平方米)	计结转(平方米)			
开发成本								
衡阳项目后期	60%	476,817	0	0	0	476,817	5000	6.28
天津九方城市广场	100%	193,418	0	0	0	193,418	17000	1.24
开发产品								
衡阳中航城市花园	60%	279,706	279,706	135,744	118,577	143,962	5,000	3.00
龙岩中航紫金云熙	51%	297,175	10,000	185,481	54,562	111,694	13,000	3.56
合计								14.08

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

商业运营初具规模

投资性房地产方面，公司在商业地产经营方面已经初具规模，形成了以“九方购物中心”品牌为核心的商业管理能力，截至 2018 年 12 月，中航九方管理项目数量 15 个，管理面积达 127 万平方米，2019 年一季度，公司投资性房地产账面价值达 69.20 亿。

图表21： 商业运营项目



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表22： 公司以公允价值计价的物业项目列表 单位：亿元

序号	物业名称	评估面积 (m ²)	2017 年末投 资性房地产 评估值	2017 年末账 面净值	2018 年转换 日的投资性 房地产评账 面价值	2018 年购置	2018 年末投 资性房地产 评估值	变动 幅度	本年计入公 允价值变动 收益
1	航空大厦 1 栋部分楼层	24,432.33	4.76	4.72	0.00	0.00	4.86	2.80%	0.00
2	航空大厦 1 栋部分顶层	5,109.36	0.57	0.57	0.00	0.05	0.61	-0.98%	
3	南光大厦 1-13 层部分楼 层、地下室（说明 1）	20,276.88	4.04	4.04	0.00	0.03	5.01	24.06%	0.94
4	南光捷佳大厦一至四层商 场及部分房间（说明 1）	8,955.96	2.67	2.66	0.00	0.00	2.69	1.11%	0.02
5	航都大厦 9J	106.73	0.03	0.03	0.00	0.00	0.03	4.80%	0.00
6	长沙芙蓉南路 368 号波波 天下城 9 套房（说明 2）	1,539.41	0.12	0.11	0.00	0.00	0.12	6.76%	0.01
7	航苑大厦西座 7 套房	652.43	0.31	0.31	0.00	0.00	0.32	4.00%	0.00
8	中航格澜阳光花园 A 栋 1-4 层、B 栋一层 7 套房	15,624.89	2.74	2.74	0.00	0.00	2.76	0.82%	0.00
9	南昌中航国际广场 1 至 5 层、26 至 38 层	32,489.53	2.87	2.90	0.00	0.00	2.87	-1.04%	0.00
10	赣州中航城九方购物中心 房产及幼儿园	84,443.95	7.48	7.19	0.00	0.00	7.28	1.21%	0.00
11	岳阳中航国际广场 1 至 27	46,684.02	3.34	3.34	0.00	0.00	3.46	3.57%	0.00

请参阅最后一页的重要声明

序号	物业名称	评估面积 (m ²)	2017 年末投 资性房地产 评估值	2017 年末账 面净值	2018 年转换 日的投资性 房地产评账 面价值	2018 年购置	2018 年末投 资性房地产 评估值	变动 幅度	本年计入公 允价值变动 收益
12	赣州格兰云天国际酒店 层、裙楼 1 至 5 层	29,644.15	2.80	2.80	0.00	0.00	2.80	0.00%	0.00
13	成都-九方购物中心-3 至 7 层 (说明 3)	105,702.55	7.87	8.15	0.00	0.00	7.68	-5.75%	-0.47
14	昆山中航城花园 42 号楼	29,366.24	1.99	2.02	0.00	0.00	2.01	-0.60%	0.00
15	九江九方购物中心商业	158,295.92	9.29	9.32	0.00	0.00	9.21	-1.18%	0.00
16	昆山九方购物中心	188,377.80	13.73	13.60	0.00	0.00	13.91	2.29%	0.00
17	昆山中航酒店-未竣工		0.00	2.00	0.00	0.00	0.00		0.00
18	中航紫金云熙二期一至三 层商铺 (说明 4)	19,395.58	0.00	0.00	2.45	0.00	2.06	-15.94%	-0.39
	合计	771,097.73	64.60	66.51	2.45	0.08	67.68		0.12

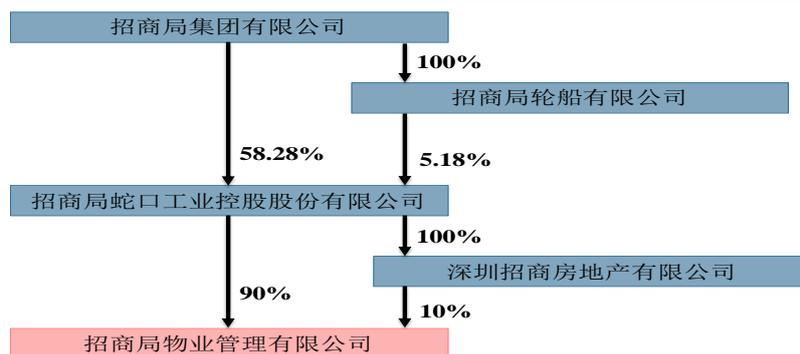
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

将上述存货以及投资性房地产账面价值相加，减去公司的净有息负债 33.65 亿，据此估计，公司地产业务的账面净资产为 52.75 亿元。

招商物业：房地产价值链全程综合服务商

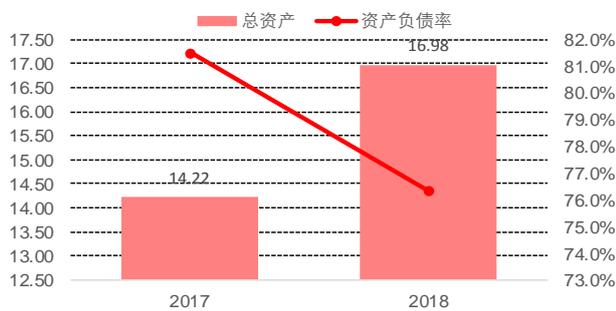
招商物业为招商局集团旗下唯一一家房地产价值链全程综合服务商，其中招商蛇口和招商房地产分别持有招商物业 90% 以及 10% 的股份。

图表23： 股权结构

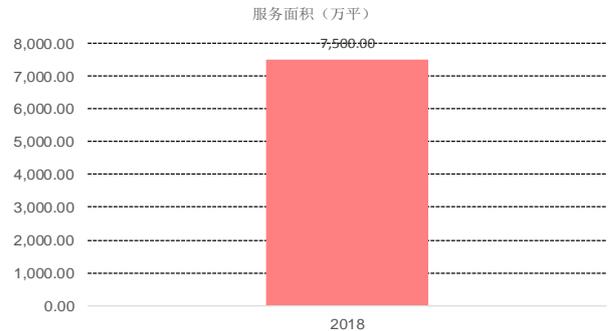


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

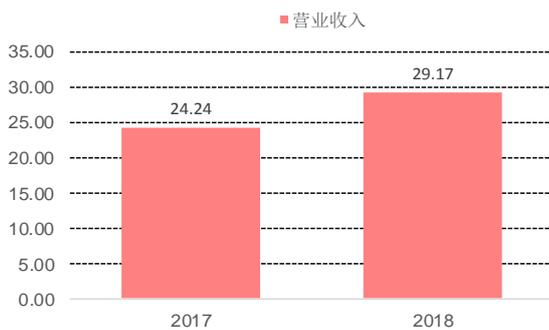
招商物业业务遍布全国 40 多个城市和地区，员工规模 16000 余人，在管物业逾 500 个，服务项目面积超 7500 万平米。截至 2018 年底，招商物业总资产 16.98 亿元，2018 年营业收入 29.2 亿元，同比增长 20.35%，归母净利润 1.45 亿元，同比大幅增长 114.90%。

图表24：招商物业总资产及资产负债率


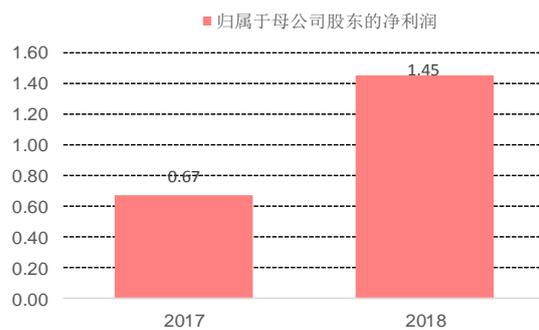
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表25：管理面积


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表26：营业收入 (亿元)


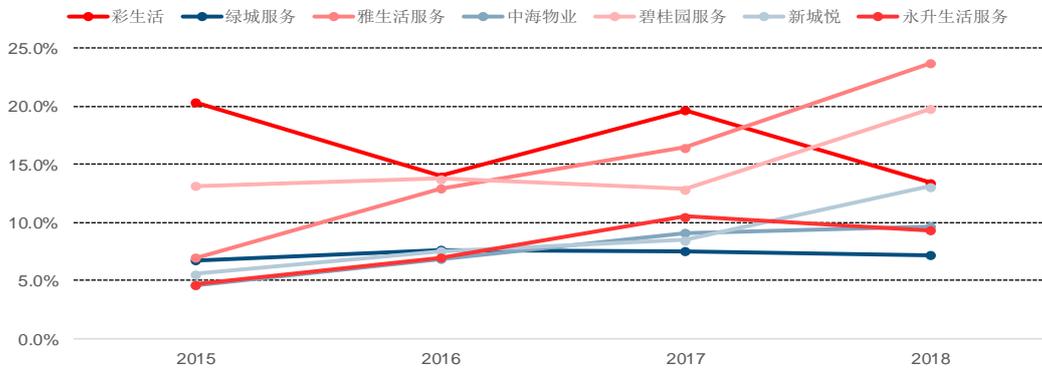
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表27：归母净利润 (亿元)


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

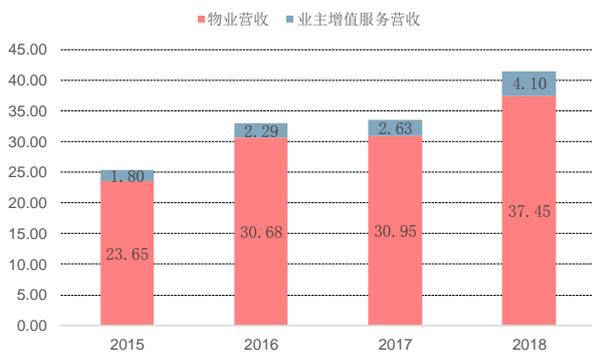
目前招商物业的归母净利润率为 4.97%，显著低于行业平均水平。大部分物业公司之前从属于母公司房地产开发企业，剥离后作为独立实体，业务更加规范，权责更加清晰。假设未来分拆上市，招商物业从地产开发下属的成本中心转为独立经营的利润中心，利润率水平存在一定提升空间，行业中枢处于 8-15% 的水平。以可比公司中海物业为例，中海物业在 2015 年分拆上市之后，归母净利润率从 2015 年的 4.6% 逐步攀升至 2018 年的 9.8%。一方面源于中海物业传统服务板块的成本端管控，另一方面随着高毛利率的增值服务拓展，营收占比逐年提升。

图表28：行业内主流公司净利润率



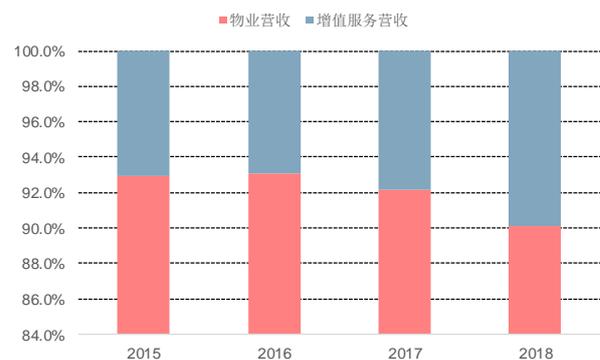
资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表29：中海物业营收规模（亿港币）



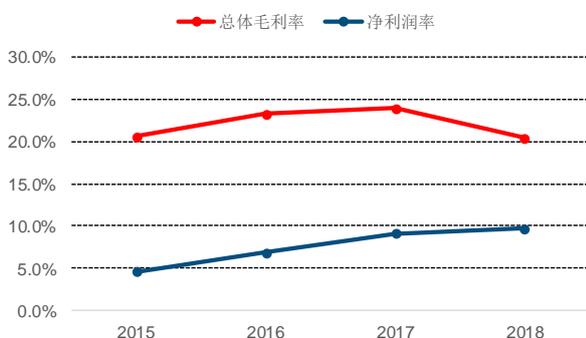
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表30：中海物业各业务营收占比



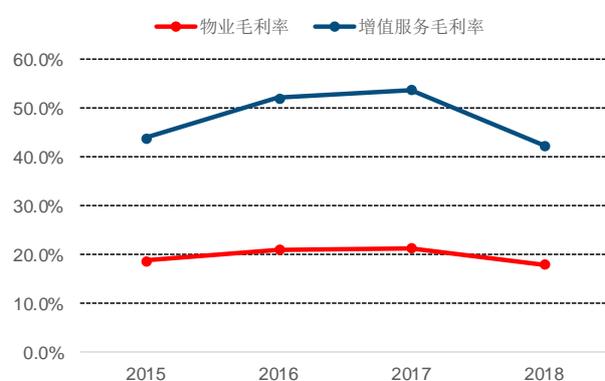
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表31：中海物业毛利率及净利润率水平



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表32：2018年公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

招商物业积极践行“一片沃土 四朵金花”的商业模式，培育和发展建筑科技、设施运营、置业顾问、社区

商业四大专业服务，未来有望复制国际五大行（仲量联行、世邦魏理士、戴德梁行、第一太平戴维斯、高力国际）的成长路径，不仅在后端的物业服务把握流量入口，并且在前期规划和中期招商中占据一席之地。

图表33： 商业模式



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

新中航善达：潜在的行业巨无霸

一旦交易完成，两者合并后管理面积将突破 1.2 亿平，位居行业前列，2018 年物业管理板块的营收和归母净利润简单相加分别为 66.38 亿和 3.09 亿人民币，行业巨无霸正在形成。

图表34： 行业比较

	彩生活	中海物业	绿城服务	雅生活服务	碧桂园服务	新城悦	永升生活服务	中航善达	招商物业	合并后
2018 年营收	36.14	35.73	67.1	33.77	46.75	11.5	10.76	37.18	29.2	66.38
2018 归母净利润	4.85	3.46	4.83	8.01	9.23	1.50	1.00	1.64	1.45	3.09
2019 归母净利润	6.05	4.30	6.10	10.50	12.96	2.60	2.10			
市值(港币)	67.0	118.3	165.8	152.8	393.9	54.4	52.1			
市值(人民币)	57.6	101.8	142.6	131.4	338.8	46.8	44.8			
2018PE	11.9	29.4	29.5	16.4	36.7	31.2	44.8			
2019PE	9.5	23.5	22.0	12.5	26.1	18.0	21.3			
在管面积(百万方)	363.2	140.9	170.4	138.1	181.5	42.9	40.2	53.0	75.0	128
市值/在管面积	15.9	72.2	83.7	95.2	186.6	109.1	111.4			
毛利率	35.5%	20.4%	17.8%	38.2%	37.7%	29.5%	28.7%	9.80%		
净利润率	13.4%	9.7%	7.2%	23.7%	19.7%	13.1%	9.3%	4.41%	4.97%	4.66%

资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

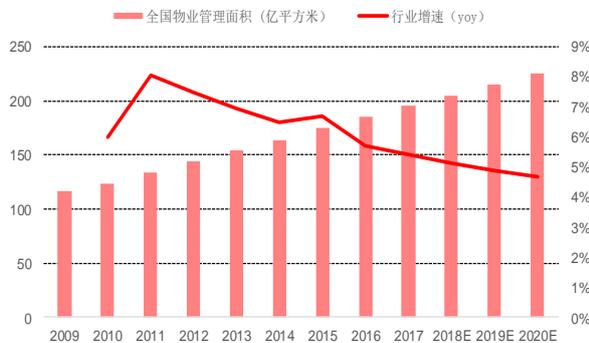
物业行业是一条什么样的赛道？

空间广阔，万亿规模

根据中国指数研究院统计，2017年百强物业管理规模达195亿平方米，业态以住宅为主，面积占比为69.85%，商业物业、办公物业、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面积占比分别为8.65%、9.12%、1.76%、4.12%、1.65%、0.60%及4.25%、4.25%。

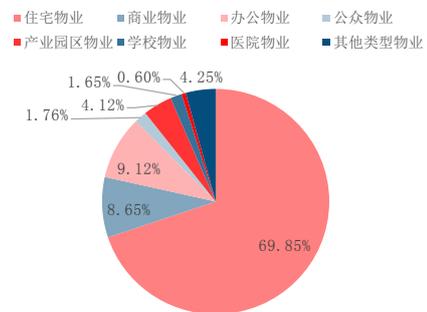
按照商品房每年竣工10亿平方米计算，且住宅面积占比维持不变的情况下，我们预计2018-2020年整体行业管理面积将达到225亿平，即使不考虑收费水平的提升，行业规模将到约9500亿，其中住宅4337.7亿、商业物业1639.5亿、办公物业1940.4亿、机构类物业（包含公众物业、产业园区物业、学校及医院）1534.1亿。

图表35：全国物业管理面积规模巨大



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

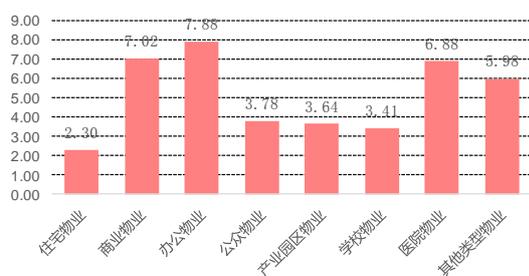
图表36：管理面积结构以住宅为主



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

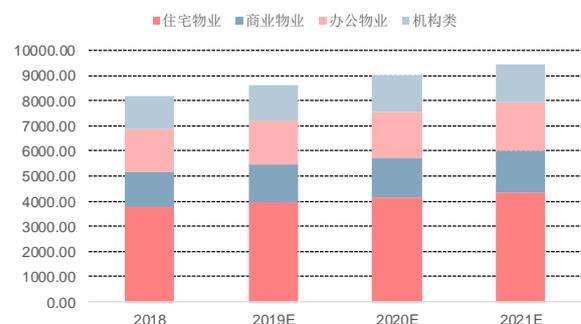
收费金额方面，商办类物业收费为7-8元/平方米/月，且毛利率较高，根据行业调研及代表性公司披露的情况，高端商办物业管理毛利率一般高达30-50%；企业总部以及政府类物业收费为5-10元/平方米/月，毛利率处于10-20%之间；学校、医院等业态收费为3.41-6.88元/平方米/月之间，由于多采用成本加成，因此毛利率最低在10-15%之间；住宅类物业虽然收费金额最低，平均仅2.3元/平方米/月，但由于多采用包干制定价模式，通常在定价时已经考虑到后续人力成本上升问题，一般毛利率达到20-30%的水平。

图表37：各业态收费标准



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表38：不同业态市场规模



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表39：不同物业类型毛利率情况

	住宅物业	商办物业	政府类物业	学校、医院、场馆等公众类物业
毛利率	20-30%	30%-50%	10-20%	10-15%
代表企业	碧桂园服务、新城悦、永升生活服务	世邦魏理仕、开元物业	中航善达、新大正	浦江中国、复医天健

资料来源：中信建投证券研究发展部

大行业小公司，集中度快速提升

面对广阔的市场空间，目前我国物业行业仍处在方兴未艾阶段，表现在：**1、集中度快速提升**。根据中指百强物业报告统计，2018年百强企业管理面积均值达3718万平方米，百强物业服务企业市场占有率达38.85%，相较2017年大幅提升6.4个百分点，集中度快速提高。TOP10企业管理面积均值超2亿平米，市场占有率达11.35%，相较2017年提升0.29个百分点。**2、扩张重心逐步从外扩转向深耕**。2017年，百强企业进入城市数量均值28个，全国化布局的步伐有所放缓，但规模扩张的重心转向区域深耕，2018年单位城市项目数量均值为6.64个，单个项目管理面积达19.37万方，同比增长8.88%。

图表40：百强企业管理面积均值（万平方米）



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表41：在管项目数量均值（个）



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表42：TOP10及TOP100市占率



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表43：百强进入城市数量（个）与单位城市项目数（个）



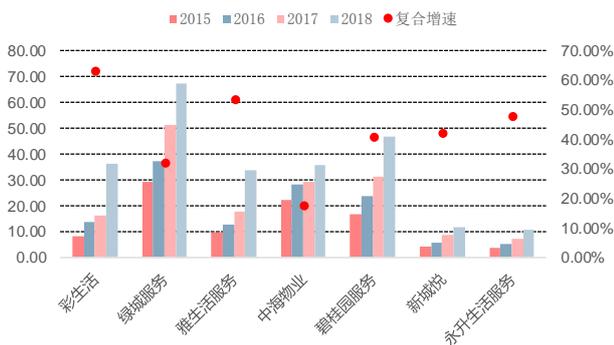
资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

“三高三低”的行业特征

除了广阔的市场空间以及分散的行业格局，物业公司的商业模式使得其自身具备“三高三低”的特质（高ROIC、高现金流、高增长；低应收、低资本开支、低财务杠杆）。

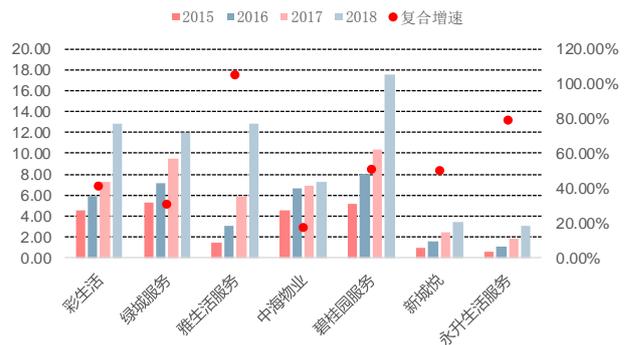
1、高增长：从营收增速来看，近三年在港上市的物业公司的营收复合增速平均在30%以上，随着整体毛利率和净利润率的稳中有升，业绩复合增速算数平均值高达70.81%。

图表44：营业收入（亿元）



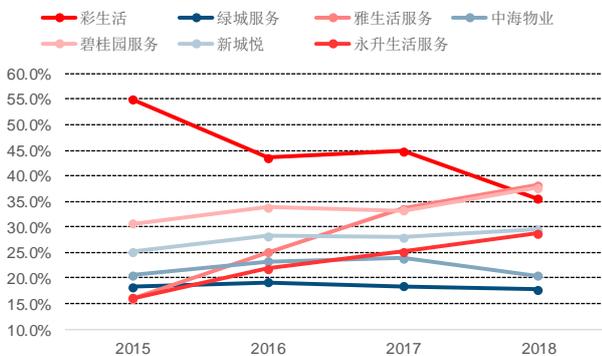
资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表45：毛利（亿元）



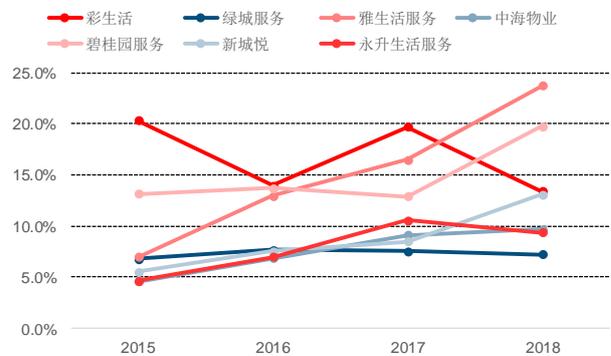
资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表46：毛利率趋势



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表47：归母净利润率



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表48：业绩复合增速

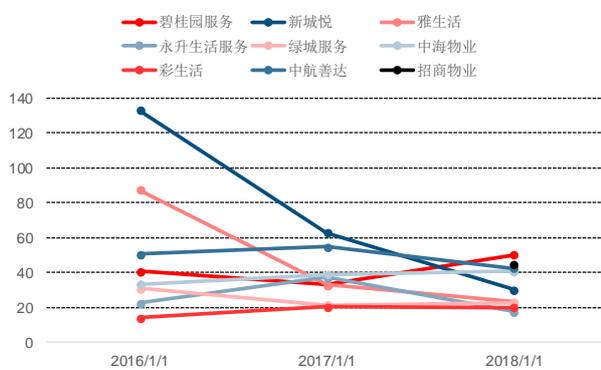
归母净利润	2015	2016	2017	2018	近三年 CAGR
雅生活服务	0.65	1.61	2.9	8.01	131.00%
新城悦	0.22	0.43	0.73	1.50	89.20%
永升生活服务	0.16	0.34	0.76	1.01	86.20%
碧桂园服务	2.2	3.24	4.02	9.23	61.30%
中海物业	1.17	2.26	3.07	4.02	50.90%

归母净利润	2015	2016	2017	2018	近三年 CAGR
彩生活	1.68	1.88	3.21	4.85	42.39%
绿城服务	1.98	2.86	3.87	4.83	34.70%
算术平均					70.81%

资料来源: 各公司公告, 中信建投证券研究发展部

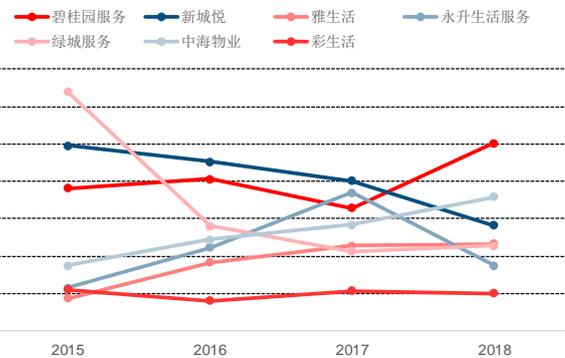
2、高 ROE 及 ROIC。主流公司 ROE 在 20% 以上, 2018 年招商物业和中航善达物业板块的 ROE 分别为 44.8 和 42.4。由于行业轻资产属性, 因此使用 ROIC 反应公司运营情况更为合理, 目前主流公司 ROIC 行业中枢水平也在 20% 以上, 超过自身 WACC 折现率, 公司业绩的增长无需大量的资本投入, 且护城河较宽, 后续的成本可控, 为投资者创造价值。

图表49: ROE



资料来源: 各公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表50: ROIC



资料来源: 各公司公告, 中信建投证券研究发展部

3、高自由现金流。物业行业现金奶牛属性颇强, 一般上市公司中, 自由现金流高于归母净利润。

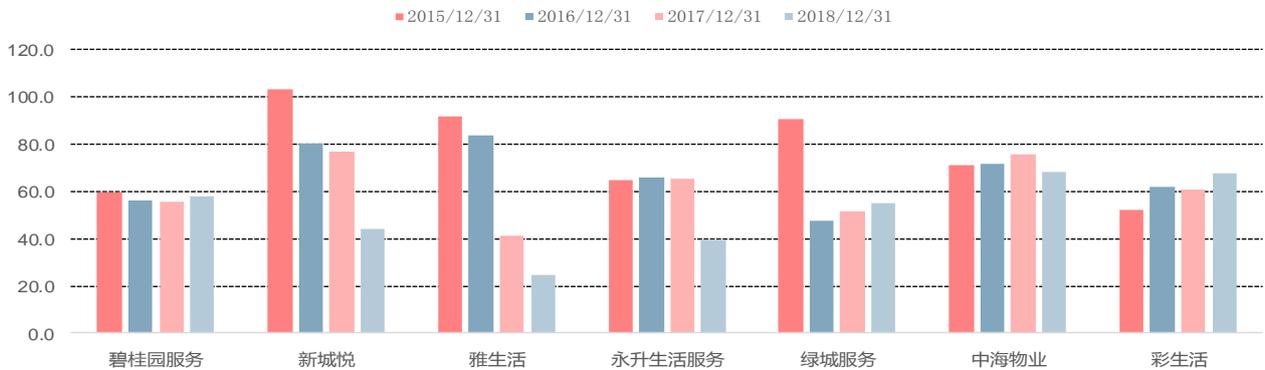
图表51: 自由现金流与归母净利润

上市物业公司	2016 归母净利润	2016 自由现金流	2017 归母净利润	2017 自由现金流	2018 年归母净利润	2018 年自由现金流
彩生活	1.88	2.57	3.21	0.40	4.85	4.60
绿城服务	2.86	3.10	3.87	4.10	4.83	4.79
雅生活服务	1.61	3.30	2.90	2.57	8.01	8.64
中海物业	2.02	3.87	2.56	4.18	3.52	1.79
碧桂园服务	3.24	9.77	4.02	8.26	9.23	14.87
南都物业	0.63	0.60	0.75	1.19	0.92	1.30
新城悦	0.43	0.82	0.73	1.94	1.50	1.90
永升生活服务	0.34	0.98	0.76	1.87	1.00	1.60

资料来源: 各公司年报, 中信建投证券研究发展部

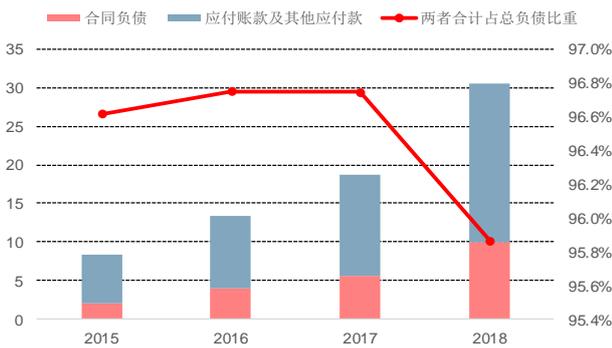
4、低负债、应收账款及资本开支。物业公司有息负债基本为零, 负债以应付账款及合同负债为主。

图表52： 资产负债率



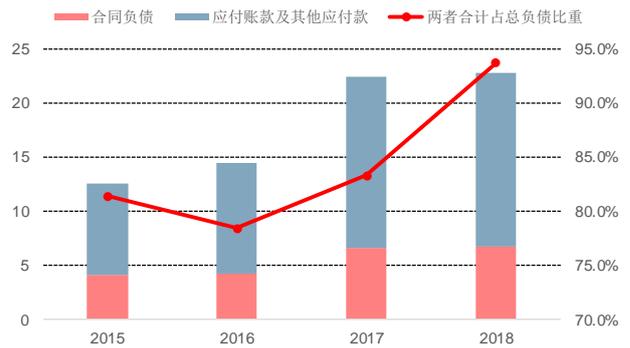
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表53： 碧桂园服务负债为合同负债和应付款



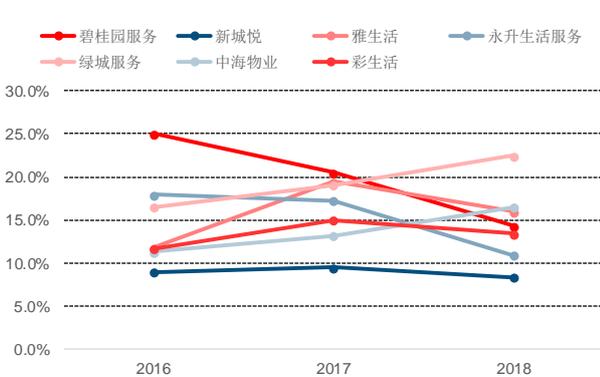
资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表54： 中海物业负债为合同负债和应付款



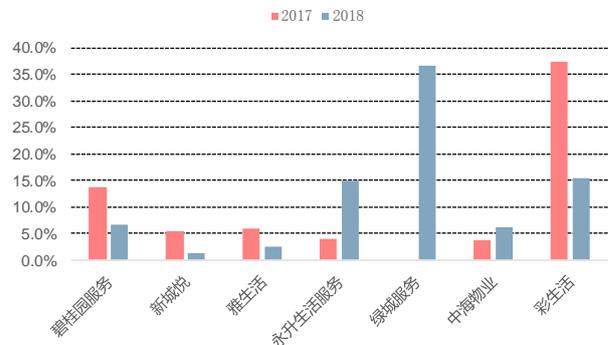
资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表55： 应收账款/总资产



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表56： 资本开支/归母净利润



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

估值分析

物业服务公司属于轻资产行业，拥有稳定的现金流，理应拥有比重资产开发更高的估值。我们将经营活动现金流与资本性支出的差额作为自由现金流的近似，可以发现物业公司现金流情况非常稳定。我们使用自由现金流二阶段模型进行敏感性测试，根据短期高速增长率和要求回报率的不同进行了假设，我们认为物业管理行业 PE 的估值中枢在 20-30 倍上下具有支撑。

图表57： 估值敏感性测试

		高速增长阶段增长率					
		25%	30%	35%	40%	45%	50%
要 求 回 报 率	12%	16.3	17.4	18.6	19.7	20.8	21.9
	11%	18.4	19.6	20.9	22.1	23.4	24.6
	10%	21.0	22.4	23.9	25.3	26.7	28.1
	9%	24.5	26.2	27.8	29.5	31.2	32.8
	8%	29.4	31.4	33.4	35.4	37.4	39.4

资料来源：中信建投证券研究发展部

注：假设：高速增长时间为4年，永续增长率为3%

在不考虑重组的情况下，我们对中航善达采取分部估值方法：

1、物业板块。根据公司年报披露，2018 年度物业服务新签合同额 10 亿元，占 2018 年物业服务营收 26.8%，未来将贡献物业营收增长。此外，公司预计 2019 年整体营业收入力争达 53 亿，在地产业务逐渐萎缩，预收账款仅为 2.52 亿的情况下，物业板块的持续增长是公司完成目标的重要条件，因此我们预计物业服务板块 2019 营收同比增长 27% 至 47.22 亿元。在净利润率维持不变的情况下，预计 2019 年物业板块净利润达 2.08 亿元。按照目前在港上市的主流物业企业估值情况，给予 23 倍 PE 估值，因此物业服务板块的估值为 47.84 亿。

2、房地产板块。公司地产业务的账面净资产为 52.75 亿元。参照金融街、世茂股份等持有型地产开发公司的 PB 估值，一般给予 0.6-0.7 倍的折价，因此地产业务估值为 31.65 亿-36.93 亿元。

故不考虑中航善达增发股份收购招商物业，公司本身估值应在 79.49-84.77 亿，对应股价为 11.95-12.71 元，相较目前股价仍有一定空间。

在考虑重组的情况下，对于增发股份收购招商物业的事项，有如下四个重要因素影响交易之后的估值：

- 1、中航善达物业板块和招商物业 2019 年的归母净利润；
- 2、两者物业板块的 PE 估值；
- 3、收购招商物业的交易对价以及增发股份数；

4、中航善达剩余地产业务的估值；

因素 1: 对于两者物业板块合并后的归母净利润，前文中假设中航善达物业板块净利润增速为 27%，可至 2.08 亿，招商物业考虑到行业整体增速以及利润率提升空间，净利润预计增速为 30%，可至 1.89 亿，两者合计 3.97 亿。

因素 2: 重组完成后，两者合并后管理面积将突破 1.2 亿平，位居行业前列，行业巨无霸正在形成，且合并之后的新中航善达将在住宅物业、商办类物业以及机构类形成合力，业务协同效应更加明显。未来有望成为 A 股物业服务稀缺标的。考虑目前在港上市龙头物业公司 2019 年 PE 分别为 22-26 倍，给与物业板块 25-30 倍 PE 估值。

因素 3: 目前收购招商物业资产交易对价尚未确定，但是近年来行业收并购估值平均水平在 8-15 倍 PE（参照附件 1），按照 2018 年招商物业归母净利润的 15-20 倍 PE 收购，则交易对价分别为 21.75-29.00 亿。按照购买资产股份发行价格为 7.90 元/股，则新增股份数为 2.75 亿股-3.67 亿股，增发完成后中航善达的总股份数为 9.42 亿股-10.34 亿股。

因素 4: 中航善达地产业务的账面净资产为 52.75 亿元。参照金融街、世茂股份等持有型地产开发公司的 PB 估值，一般给与 0.6-0.7 倍的折价，因此地产业务估值为 31.65 亿-36.93 亿元。

因此合并之后备考物业板块估值 99.25-119.1 亿，中航善达地产业务估值为 31.65 亿-36.93 亿元，增发后股份数为 9.42 亿股-10.34 亿股，合理股价应在 12.66-16.56 元。相较目前股价仍具有一定空间。

图表58： 情景分析：

情形	物业 PE	物业板块估值（亿 中航善达地产业 招商物业交易对价			增发股份数（万股）	增发完成后总股 本（万股）	对应股价（元/ 股）
		元）	务估值（亿）	（亿元）			
乐观	30	119.1	36.93	21.75	27531.6	94227.7	16.56
中性 1	27	107.2	34.29	25.00	31645.6	98341.7	14.39
中性 2	27	107.2	31.65	29.00	36708.9	103405.0	13.43
悲观	25	99.25	31.65	29.00	36708.9	103405.0	12.66

资料来源：中信建投证券研究发展部

图表59： 附件 1：近年来物业管理行业大规模并购事件

时间	并购方	并购标的	交易总价（亿）	收购比例	标的在管面积（万 方）	收购当年月均净利 润（万）	PE
2019.01	雅生活	青岛华仁	1.33	89.66%	700	103.01	12
2019.01	雅生活	哈尔滨景阳	1.13	60%	978	150.64	10.5
2018.11	碧桂园服务	5 家物业公司	6.82	70-100%	1650	665.73	10
2018.07	雅生活	兰州城关	1.48	51%	2490	184.33	13.1
2018.04	雅生活	南京紫竹	2.04	51%	2430	281.24	11.9
2018.02	彩生活	万象美	20.13	100%	4000	1958.58	8.6
2017.11	中海物业	中信物业	1.90	100%	2400	240.83	6.6

请参阅最后一页的重要声明

时间	并购方	并购标的	交易总价 (亿)	收购比例	标的在管面积 (万 收购当年月均净利		PE
					方)	润 (万)	
2017.06	雅生活	绿地物业	10.00	100%	1000	/	/
2016.08	中奥到家	浙江永成	2.10	70%	1800	168.48	14.8
2015.05	彩生活	开元国际	3.30	100%	2930	177.50	15.5

资料来源：中信建投证券研究发展部

投资建议：行业方面，房地产进入下半场之后，存量市场的挖掘仍大有可为。物业服务在经历了快速扩张之后，其经营模式已经接受了市场检验，品牌认知度正逐渐提高，政府行政管控趋弱，物业服务不再是传统意义上的看门扫地，其稳定的现金流、可预期的规模增长，将有效对抗周期的波动，投资价值凸显。**公司方面**，一旦交易完成，两者合并后管理面积将突破 1.2 亿平，位居行业前列，2018 年物业管理板块归母净利润简单相加为 3.09 亿人民币，行业巨无霸正在形成，未来有望成为 A 股物业服务稀缺标的。**估值方面**，物业服务公司属于轻资产行业，拥有稳定的现金流，PE 的估值中枢在 20-30 倍上下具有支撑，叠加公司持有性地产账面价值，目前股价安全边际较强。给予“买入”评级。

风险提示：重组失败，物业拓展不及预期，公司地产项目减值。

财务报表及指标预测

利润表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6655.65	5375.37	6165.13	7656.94
营业总成本	6702.64	5102.41	5823.83	7237.39
营业成本	5348.44	4437.23	5115.53	6423.53
营业税金及附加	239.98	188.14	215.78	267.99
销售费用	111.03	107.51	123.30	153.14
管理费用	383.60	161.26	184.95	229.71
研发费用	14.62	0.00	0.00	0.00
财务费用	279.73	208.27	184.27	163.02
加：其他收益	53.84	68.78	93.96	128.90
投资净收益	1249.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	11.83	10.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.34	0.00	0.00	0.00
营业利润	1219.84	288.34	347.46	427.21
加：营业外收入	11.95	10.75	12.33	15.31
减：营业外支出	6.48	5.38	6.17	7.66
利润总额	1225.32	293.72	353.63	434.86
减：所得税	401.33	82.24	99.02	121.76
净利润	823.98	211.48	254.61	313.10
减：少数股东损益	-32.63	0.00	0.00	0.00
归母净利润	856.61	211.48	254.61	313.10
基本每股收益	1.28	0.32	0.38	0.47

分析师介绍

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队，曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

报告贡献人

高庆勇 15021664595 gaoqingyong@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师慧 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

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（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859