

新大正（002968）深度研究报告

## 聚焦非住宅优质赛道，资本赋能扬帆起航

强推（首次）

目标价：48.00元

当前价：26.76元

- ❖ **公司概况：启征重庆、拓展全国，聚焦非住宅物管、具备20年丰富经验**  
新大正成立于1998年，2001年承接广璐大厦项目，步入市场化发展道路。2004-08年，逐步拓展至公共、学校和园区物业。2012年，承接贵州省高级人民法院物业，开启业务全国化布局。2016年，完成股改，成立集团，并承接江北国际机场物业，进入航空物业领域。2017年2月，公司于新三板挂牌交易，同年8月，出于经营发展战略调整，新三板摘牌，计划进军A股市场。截至2019H1末，公司业务布局全国28个城市，居中国物业服务百强企业第18位，重庆地区排名第3位，独立市场化运营物业企业中排名第一。
- ❖ **经营情况：错位布局非住宅业态，受益后勤社会化，打造非住宅物管巨头**  
2015-18年，公司签约面积、计费面积CAGR分别达18.3%、17.1%。截至19H1末，签约面积、计费面积分别为6,771.5、5,838万方，分别较18年末+8.0%、+8.8%。计费面积中，综合、专项物业项目分别达3,456、2,382万方，分别较18年末+5.5%、+13.9%；综合物业中，住宅、学校、园区、商业、公共计费面积分别占比23%、44%、9%、3%、21%，非住宅合计占比达77%。公司作为独立第三方物管公司，战略聚焦非住宅业态，在学校、航空、政府机关等门槛较高的物业细分领域占据市场领先地位，其规模扩张相对较稳定。服务区域由重庆扩大至全国，随着我国后勤社会化的推进，公司非住宅业务将进一步扩张。
- ❖ **财务状况：14-18CAGR业绩29%，利润率保持近10%，非住宅占比提升**  
2018年，公司营收8.9亿元，同比+15.4%；归母净利润0.9亿元，同比+24.7%。2014-18年，营收、归母净利润CAGR分别达23.1%、29.4%。2016-19H1，重庆地区收入占比由88%逐年下降至79%；19H1，非住宅收入占比达87.0%，逐年上升；毛利率和净利率为21.3%、9.7%，分别较18年+0.1、-0.2pct，作为独立第三方物管公司，公司没有开发商背景，依靠优质服务实现较高净利率水平，并非住宅业态由于较强重定价能力，长期来看毛利率较住宅业态将更为稳定。19H1增值服务收入占比8.1%，低于行业水平，但公司聚焦的非住宅业态具备丰富增值服务应用场景，尤其学校、机场等人流密集的业态，随着非住宅业态的后勤社会化、增值服务逐步扩张，后续增值服务潜在空间巨大。
- ❖ **估值情况：预计19年业绩+22%，合理PE30-35倍，对应市值32-38亿元**  
综合考虑上市后资本赋能、非住宅空间释放、利润率稳定，预计公司19/20年业绩同比+22%/+23%。后勤社会化推动非住宅业态物管空间逐步打开，及后续业态重定义、增值服务提升带来的二次空间，参考3家海外物管公司（CBRE、高力国际、First Service）2016年平均PE30倍，4家AH股主流物管公司（中航善达、碧桂园服务、绿城服务、中海物业）2019年平均PE38倍，具备较强开发背景的高成长物管公司或聚焦非住宅业态的稀缺物管公司2019年合理PE区间25-40倍，考虑公司聚焦非住宅业态优质赛道、A股物管公司稀缺性，给予公司2019年合理PE区间30-35倍，对应目标市值区间32-38亿元。
- ❖ **投资建议：聚焦非住宅优质赛道，资本赋能扬帆起航，首覆，给予“强推”**  
新大正作为独立第三方物管公司，早期战略聚焦非住宅物业管理优质赛道，计费面积达5,838万方，非住宅占比高达77%，在学校、公共等业态领域具备长期的管理经验和口碑，并前瞻性进入航空业态，服务北京大兴、重庆江北等全国性机场。考虑到后勤服务社会化、地方审计加强等推动非住宅物管行业发展，有望推动公司规模加速提升，并成为非住宅物管巨头，我们预测公司2019-21年每股收益分别为1.50、1.85、2.29元，我们按照19年目标PE32倍，给予目标价48.00元，首次覆盖，并给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：业务拓展不及预期、人工成本上升致利润率下行风险。**

### 主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	886	1,075	1,329	1,644
同比增速(%)	15	21	24	24
归母净利润(百万)	88	107	133	164
同比增速(%)	25	22	23	23
每股盈利(元)	1.64	1.50	1.85	2.29
市盈率(倍)	16.3	17.8	14.4	11.7
市净率(倍)	5.4	5.1	4.0	3.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为12月2日发行价格

### 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)	7,164
已上市流通股(万股)	1,791
总市值(亿元)	NA
流通市值(亿元)	NA
资产负债率(%)	43.8
每股净资产(元)	3.7
12个月内最高/最低价	/

### 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
- 《物管行业专题报告：三大独有特色，修筑护城河、造就蓝海市场》  
2019-07-14
- 《非住宅物管深度：物管从小区走向城市，非住宅蓝海疆域无边》  
2019-11-20

# 目录

一、公司概况：启征重庆、拓展全国，聚焦非住宅物管，具备 20 年丰富经验.....	5
（一）历史沿革：98 年启征重庆，由西南延伸至全国，战略聚焦非住宅业态 .....	5
（二）股权结构：股权结构稳定，员工持股公司股份 .....	6
（三）管理团队：管理层行业经验丰富，团队稳定 .....	7
二、经营情况：错位布局非住宅业态，受益后勤社会化，打造非住宅物管巨头 .....	8
（一）规模扩张：计费面积 5,838 万方，15-18 年 CAGR17%，错位布局非住宅业态，受益后勤社会化.....	8
1、规模：19H1 末计费面积 5,838 万方，较 18 年末+8.8%，15-18CAGR 达 17.1% .....	8
2、业态：非住宅占比 77%，聚焦学校、航空、政府机关类业态，服务区域逐步扩大 .....	9
3、市场化拓展：错位布局非住宅业态，后勤社会化推动业务扩张，非住宅业态大量潜在业务可渗透.....	10
（二）服务能力：16-19H1 单价逐年提升，面对单一大业主，重定价能力更强、收缴率稳定 .....	11
1、单价：16-19H1 单价逐年提升，面对单一大业主，重定价能力更强 .....	11
2、收缴率：16-19H1 收缴率稳定在 92% 上下，16-18 年平均累计收缴率超 99% .....	13
三、财务状况：14-18CAGR 营收 23%、业绩 29%，利润率保持近 10%，非住宅占比提升 .....	13
（一）营收&业绩：14-18CAGR 营收 23%、业绩 29%，重庆占比持续下降，业务范围由西南辐射全国 .....	13
（二）利润率：19H1 毛利率 21.3%、净利率 9.7%，非住宅重定价能力赋予中长期稳定利润率 .....	15
（三）增值服务：15-18CAGR11%，占比 7-10%，相比主流物管公司较低，潜在提升空间较大 .....	16
（四）业态结构：19H1 非住宅收入占比 87%，公共、学校占比较高，航空业态潜在空间巨大 .....	17
（五）回款分析：18、19H1 回款率分别为 106%、93%，应收账款结构持续优化，回款情况良好 .....	18
（六）负债情况&ROE：19H1 末资产负债率 43.8%，有息负债低，ROE 较高 .....	19
四、非住宅物管行业概况：非住宅物管空间巨大，单一业主致提价更易，业态扩围疆域无边 .....	20
（一）行业空间：非住宅物管空间巨大、增速较高、并格局分散 .....	20
（二）盈利能力：单一大业主提价相对容易，核心在于重定价能力较强，毛利率或更为稳定 .....	22
（三）业态扩围：后勤社会化推动物管发展业态延伸，服务范围望逐步由小区扩围至社区乃至城市 .....	23
五、盈利预测&估值情况：预计 19 年业绩+22%，合理 PE30-35 倍，对应市值 32-38 亿元 .....	25
（一）盈利预测：预计 19-21 年业绩同比+22%、+23%、+23% .....	25
（二）估值情况：参考海外及 AH 主流物管公司，公司 19 年合理 PE30-35 倍，对应市值 32-38 亿元 .....	27
六、投资建议：聚焦非住宅优质赛道，资本赋能扬帆起航，首覆、并给予“强推”评级 .....	28
七、风险提示：业务拓展不及预期、人工成本上升致利润率下行风险 .....	28

# 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、公司上市前股权结构.....	7
图表 4、公司管理层人员简介.....	8
图表 5、公司历年计费面积及增速.....	8
图表 6、公司历年签约面积及增速.....	8
图表 7、公司综合物业项目计费面积及增速.....	9
图表 8、公司专项物业项目计费面积及增速.....	9
图表 9、公司计费面积综合及专项物业占比.....	9
图表 10、公司计费面积分区域占比.....	9
图表 11、公司计费面积专项物业分业务占比.....	10
图表 12、公司计费面积综合物业分业态占比.....	10
图表 13、公司物业管理各业态代表项目.....	11
图表 14、公司整体物业费单价及增速.....	12
图表 15、公司综合物业平均单价及增速.....	12
图表 16、公司专项物业平均单价及增速.....	12
图表 17、公司保安及保洁业务单价.....	12
图表 18、公司综合物业项目分业态单价情况.....	12
图表 19、公司收缴率情况.....	13
图表 20、公司营业收入及增速.....	14
图表 21、公司归母净利润及增速.....	14
图表 22、公司主营业务收入按类型占比.....	14
图表 23、公司物业服务收入按类型占比.....	14
图表 24、公司主营业务收入重庆区域占比持续下降.....	14
图表 25、公司 19H1 主营业务收入分区域占比.....	14
图表 26、公司毛利率及归母净利率.....	15
图表 27、公司物业服务业务毛利率情况.....	15
图表 28、公司综合物业项目各业态毛利率.....	15
图表 29、公司专项物业项目各类型毛利率.....	15
图表 30、公司人工成本及占比情况.....	16
图表 31、公司三项费用率.....	16
图表 32、主流物业管理公司 2018 年毛利率及净利率对比.....	16
图表 33、公司物业增值服务.....	17

图表 34、主流物业公司增值服务收入占比.....	17
图表 35、公司综合物业收入住宅占比持续下降.....	17
图表 36、公司综合物业收入分业态占比.....	17
图表 37、全国普通高等学校在校学生数.....	18
图表 38、全国普通高等学校数.....	18
图表 39、我国民用航空机场数量.....	18
图表 40、我国机场旅客吞吐量.....	18
图表 41、公司应收账款及占比流动资产情况.....	19
图表 42、公司回款情况良好.....	19
图表 43、公司应收账款按期限占比情况.....	19
图表 44、公司应收账款按信用期占比情况.....	19
图表 45、公司资产负债率及财务费用率.....	20
图表 46、公司加权平均 ROE 情况.....	20
图表 47、2015-2030 年全国物业管理面积及基础物业收入预测汇总.....	20
图表 48、主流 AH 物管公司非住宅在管面积占比情况.....	21
图表 49、非住宅物业毛利率影响因素.....	22
图表 50、百强企业分业态物业费单价.....	23
图表 51、机构类物业细分领域及代表项目.....	24
图表 52、我国后勤服务社会化相关政策.....	24
图表 53、公司分业务收入及毛利率预测汇总.....	26
图表 54、公司营业收入预测情况.....	26
图表 55、公司毛利率及归母净利率预测情况.....	26
图表 56、公司三项费用率预测情况.....	27
图表 57、公司归母净利润预测情况.....	27
图表 58、AH 物业公司与海外物业公司 PEG 估值对比.....	27
图表 59、主流物业管理公司估值表.....	28



## 一、公司概况：启征重庆、拓展全国，聚焦非住宅物管，具备 20 年丰富经验

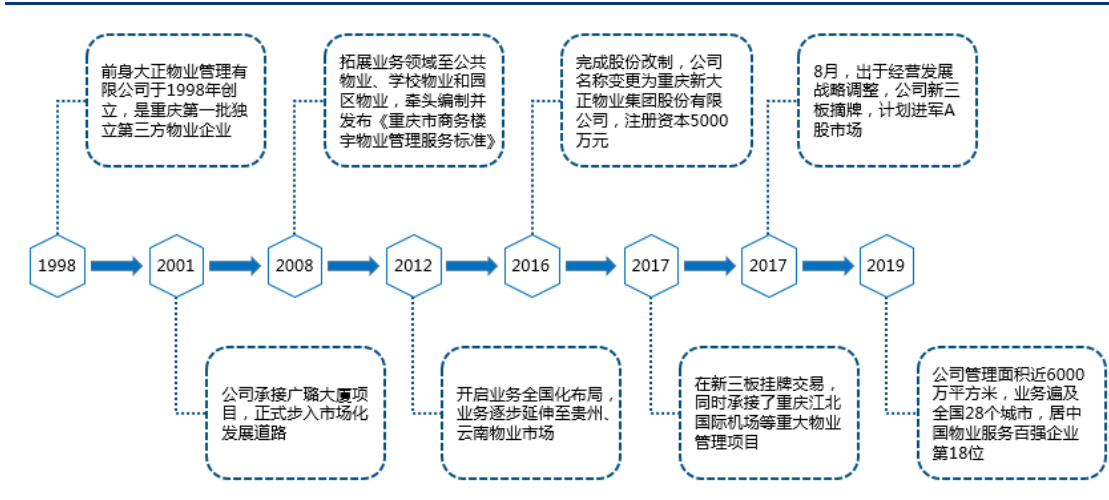
### （一）历史沿革：98 年启征重庆，由西南延伸至全国，战略聚焦非住宅业态

公司前身重庆大正物业管理有限公司于 1998 年创立，最初从事商业物业管理服务，是重庆第一批独立第三方物业企业。2001 年承接广璐大厦项目，公司正式步入市场化发展道路。2004 年至 2008 年期间，公司逐步拓展业务领域至公共物业、学校物业和园区物业。2008 年，公司牵头起草、编制并发布《重庆市商务楼宇物业管理服务标准》（地方标准）。2012 年起，公司承接贵州省高级人民法院物业，开启业务全国化布局。2013 年，公司聘请全球顶级咨询公司罗兰·贝格进行战略咨询，制定了公司未来发展战略规划与组织管控体系。

2016 年，公司股改完成，正式成立新大正集团，承接江北国际机场物业，进入航空物业领域，业务布局延伸至湖北、广西、湖南。2017 年 2 月，公司于新三板挂牌交易（证券代码：870776），同时战略聚焦于公共、学校、航空等类型的物业项目，并进入陕西、江苏、河南物业市场；同年 8 月，出于经营发展战略调整，公司新三板摘牌，计划进军 A 股市场。2018-2019 年，陆续进入江西、浙江、福建、北京、河北、天津物业市场。

一直以来，公司以“基础业务+创新业务”双轮驱动，以“成为中国智慧城市公共物业服务的领跑者”为企业目标。截至 2019H1 末，公司管理物业项目 316 个，管理面积 5,838 万平方米，业务布局全国 28 个城市，居中国物业服务百强企业第 18 位，重庆地区排名第 3 位，独立市场化运营物业企业中排名第一。

图表 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

截至 2018 年底，公司实现营业收入 8.9 亿，同比+15.4%，其中来自公共物业、学校物业的占比分别达到 33.1%、21.7%；实现净利润 0.88 亿，同比+24.7%；在管面积 5,367 万平米，同比+2.2%，其中重庆、四川地区分别占比 65.2%、7.4%，公司在主要经营区域的管理面积稳定增长，在川渝以外地区积极拓展业务。目前，公司主营业务主要包括物业管理服务、物业增值服务；其中，物业管理服务包括综合物业项目和专项物业项目。

### 1) 物业管理服务

连续三年保持稳定增长，2018 年公司物业管理服务实现营收 8.05 亿元，同比增长 16.8%，占公司总营收 90.8%，是公司的主要收入来源；实现毛利 1.53 亿元，同比增长 16.6%。公司追求与打造智慧城市公共建筑与设施的管理和运营，通过向客户提供相应服务，并按合同的约定收取服务费的形式获取盈利，项目以包干制为主。物业管理服务

下分为综合物业管理和专项物业管理板块。

综合物业管理板块包括公共物业、学校物业、园区物业、商业物业、住宅物业五大业态，其中，公司重点聚焦于公共物业和学校物业。公共物业涵盖的物业服务类型丰富，涉及城市多种功能体，包括场馆、医疗机构、交通轨道、景区等公共设施，重大物业管理项目有重庆江北国际机场、重庆轨道交通等。学校物业目前涵盖全国 60 余所中高等院校，提供基础物业管理及与校园生活配套的公寓、安全、学习辅助及师生生活服务等，公司作为地区标杆，参与编制并发布了重庆市《高校物业管理服务规范》（地方标准），并相继获得全国物业管理示范校区、全国优秀标杆项目等荣誉，主要项目有重庆大学、重庆邮电大学等。

专项物业管理服务板块 2018 年实现营收 0.71 亿元，同比增长 26.3%，实现毛利 0.14 亿元，同比增长 29.5%。公司设立专业服务子公司，除为业主提供基础物业服务以外，通过专业人员及技术储备，为业主进一步提供各类专项服务，满足业主的专业化需求。专项物业管理服务包括专项保洁、安保服务、环境管理等，服务对象包括商场、酒店、写字楼、公共场馆、住宅小区等。

## 2) 物业增值服务

2018 年，公司物业增值服务实现营收 0.71 亿元，同比+6.7%，占公司总营收 8.0%，实现毛利 0.34 亿元，同比+7.8%。公司物业增值服务包括停车泊位管理、公共收益、维修维护、入室保洁、会议服务等业务，根据合同约定与开发商或产权人采用分成方式结算。公司致力于提供多元化的增值服务，随着公司业务规模的扩展和项目数量、管理面积增长，物业增值服务收入占比将逐步扩大，或成为公司未来的利润增长点。

图表 2、公司主营业务布局



资料来源：公司官网，华创证券

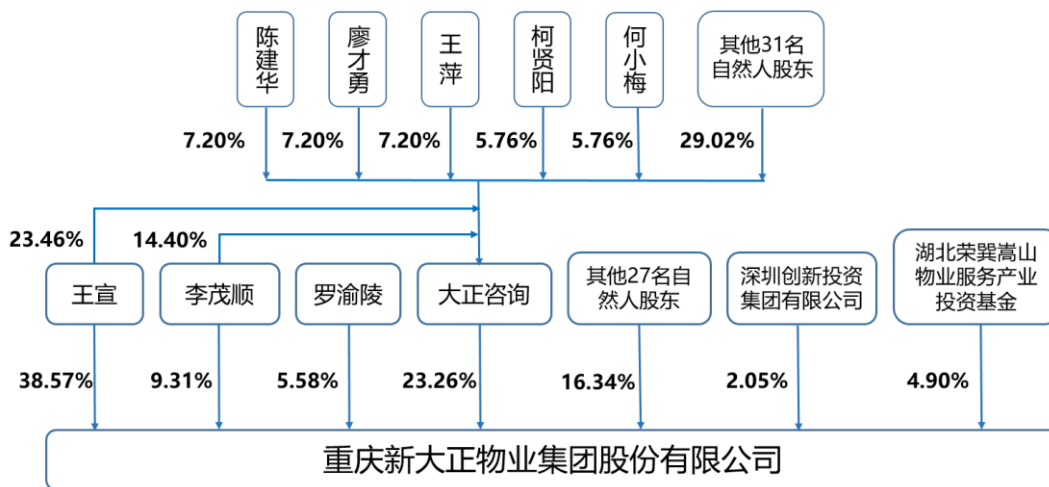
## (二) 股权结构：股权结构稳定，员工持股公司股份

公司的主要发起人为王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇和大正咨询。2016 年 8 月，公司由有限责任公司整体变更设立为股份有限公司，注册资本 5,000 万元人民币。2017 年，公司累计进行了两次增资，合计增发 373.2 万股股份。截至招股书日期，董事长王宣直接持有公司 38.57% 的股权，通过大正咨询间接持有公司 5.46% 的股权，合计持有公

司 44.02%股份，为公司的控股股东。总经理李茂顺直接持有公司 9.31%的股权，通过大正咨询间接持有公司 3.35%的股权，合计持有公司 12.66%股份。大正咨询持有公司 23.26%的股权，由执行事务合伙人王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇间接支配。

王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇签署了《一致行动协议》，发行前合计持股比例达 60.04%，发行后合计持股比例达 45.03%。而大正咨询为公司股东王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇、王萍、柯贤阳、何小梅、况川、胡伶、王梦钊、周智、杨茵及公司部分员工投资的企业，包括主要管理层及公司核心员工，彰显了公司管理层及核心员工对未来公司发展的信心和积极性。

图表 3、公司上市前股权结构



资料来源：公司招股书，华创证券

### （三）管理团队：管理层行业经验丰富，团队稳定

新大正物业的董事会、监事会成员组成的高级管理团队多数具有长期的物业管理经验，对物业管理行业具有深刻理解。现任公司董事长王宣，先后担任大正有限法定代表人、执行董事、总经理、董事长，具备逾 21 年的物业公司管理经验。现任公司副董事长兼总经理李茂顺，硕士研究生学历，曾任重庆大正商场有限公司总裁助理，大正有限董事、副总经理、总经理，拥有逾 20 年行业经验。现任公司董事兼副总经理兼学校事业部总经理廖才勇，负责业务运营，曾先后担任大正有限副总经理、董事，拥有逾 20 年物业管理经验。现任公司董事张乐，硕士研究生学历，曾任德同投资董事，拥有逾 13 年的投融资、资本市场及企业管理经验，兼任前海领航星辰投资董事长。现任公司董事王荣，博士研究生学历，曾任罗兰贝格合伙人，具备丰富的项目管理经验，兼任北京元发投资执行董事。

**图表 4、公司管理层人员简介**

<b>王宣</b> 董事长 现任本公司董事长，曾任担任重庆大正房地产副总经理，先后担任大正有限法定代表人、执行董事、总经理、董事长，具备逾21年的物业公司管理经验。	<b>李茂顺</b> 副董事长兼总经理 硕士研究生学历，现任公司副董事长兼总经理，拥有逾20年的行业经验。曾任重庆大正商场有限公司总裁助理，大正有限董事、副总经理、总经理。	<b>廖才勇</b> 董事兼副总经理 现任公司董事兼副总经理兼学校事业部总经理，负责业务运营。曾先后担任大正有限副总经理、董事，拥有逾20年物业管理经验。	<b>张乐</b> 董事 硕士研究生，现任公司董事。曾任德同投资董事，拥有逾13年的投融资、资本市场及企业管理经验，兼任前海领航星辰投资董事长。
<b>王荣</b> 董事 博士研究生，现任公司董事。曾任罗兰贝格咨询公司合伙人，具备丰富的项目管理经验，兼任北京元发投资执行董事。	<b>王萍</b> 副总经理 现任公司副总经理兼公共事业部总经理，负责公共物业板块业务。曾先后担任大正有限发展部经理、营销总监、总经理助理。	<b>熊淑英</b> 财务总监 现任本公司财务总监。曾任天津狮生物发展有限公司欧洲区财务总监、美洲区副总裁，大正有限财务总监。在财务管理、资金运营方面经验丰富。	<b>翁家林</b> 董事会秘书 现任公司董事会秘书，曾先后担任四川鑫通公司证券事务代表，四川汇源光通信公司证券事务代表、董事会秘书。

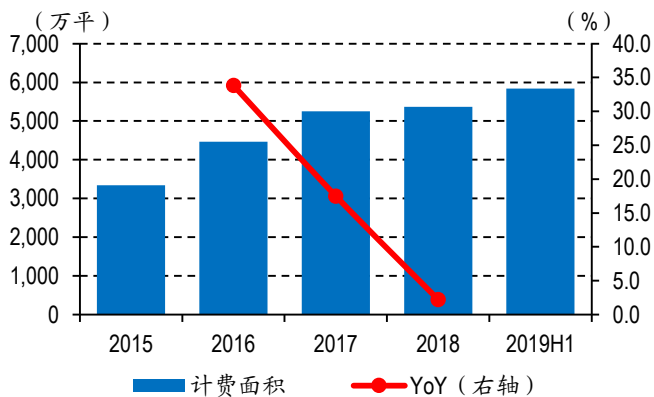
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

## 二、经营情况：错位布局非住宅业态，受益后勤社会化，打造非住宅物管巨头

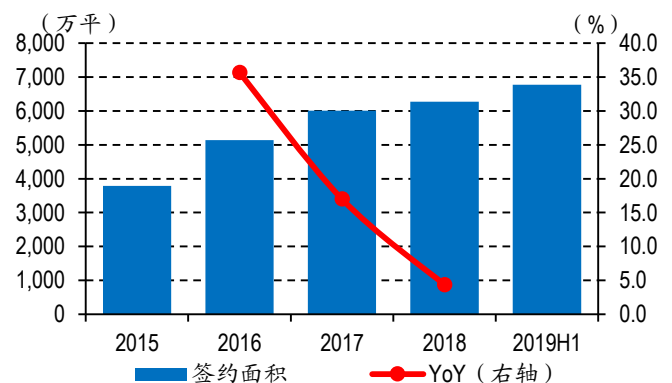
### (一) 规模扩张：计费面积 5,838 万方，15-18 年 CAGR17%，错位布局非住宅业态，受益后勤社会化

#### 1、规模：19H1 末计费面积 5,838 万方，较 18 年末+8.8%，15-18CAGR 达 17.1%

截至 2019H1 末，新大正计费面积 5,838 万方，较 2018 年末+8.8%；管理项目个数 316 个，较 2018 年末+2.6%；签约面积 6,771 万方，较 2018 年末+8.0%。其中，综合物业项目计费面积达 3,456 万方，较 2018 年末+5.5%；专项物业项目计费面积达 2,382 万方，较 2018 年末+13.9%。2015-2018 年，公司计费面积 CAGR 达 17.1%，签约面积 CAGR 达 18.3%。其中，综合物业项目、专项物业项目计费面积 2015-2018 年 CAGR 分别为 18.0%、16.3%。

**图表 5、公司历年计费面积及增速**


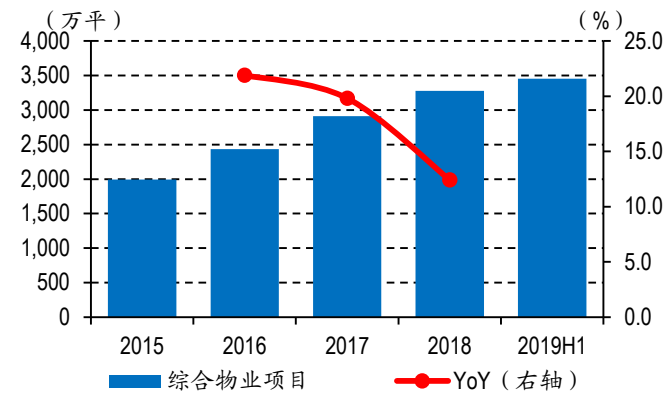
资料来源：公司招股书，华创证券

**图表 6、公司历年签约面积及增速**


资料来源：公司招股书，华创证券

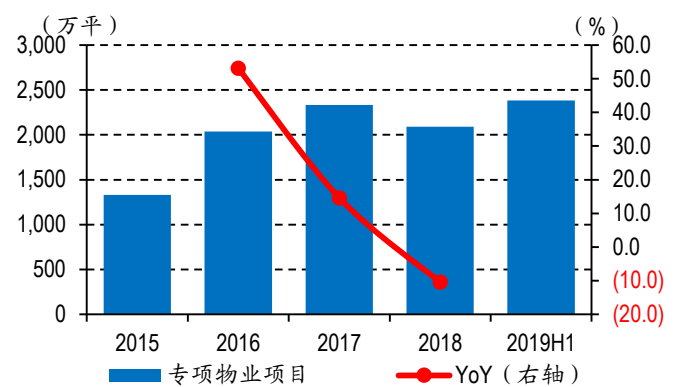


图表 7、公司综合物业项目计费面积及增速



资料来源：公司招股书，华创证券

图表 8、公司专项物业项目计费面积及增速



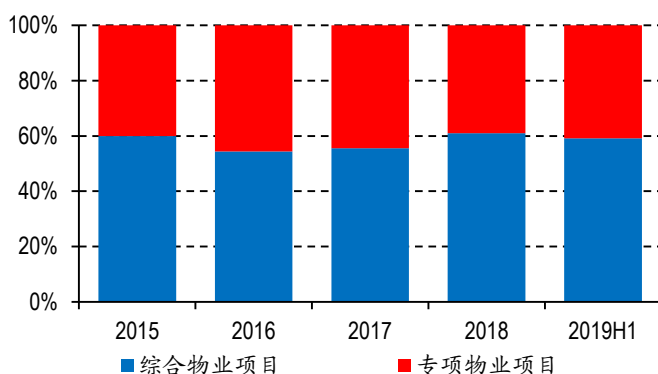
资料来源：公司招股书，华创证券

## 2、业态：非住宅占比 77%，聚焦学校、航空、政府机关类业态，服务区域逐步扩大

从业态结构来看，公司的物业管理类型可划分为综合物业项目、专项物业项目。截至 2019H1 末，综合物业项目中，住宅、学校、园区、商业、公共计费面积分别占比 22.9%、44.0%、9.1%、3.1%、20.9%，分别较 2018 年末 +0.8、+0.4、-0.2、-0.3、-0.7pct，非住宅合计占比 77.1%，较 2018 年末 -0.8pct；专项物业项目中，保洁、保安物业计费面积分别占比 77.2%、22.8%，分别较 2018 年末 +3.8、-3.8pct。公司战略聚焦非住宅业态，并在学校、航空、政府机关等门槛较高的物业细分领域占据市场领先地位。

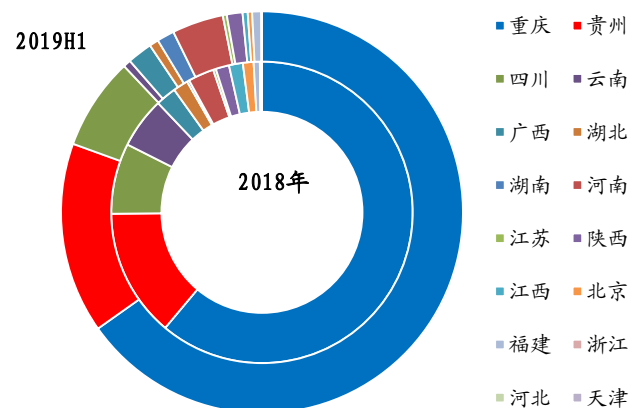
从区域分布来看，截至 2019H1 末，重庆区域计费面积占比 61.1%，较 2018 年末 -4.1pct。公司服务区域逐步扩大，服务区域从过去立足重庆，以西南区域为主，逐步扩大至西北、华东、华中及华北等区域，后续随着我国后勤社会化的推进，公司服务区域有望进一步扩张。

图表 9、公司计费面积综合及专项物业占比

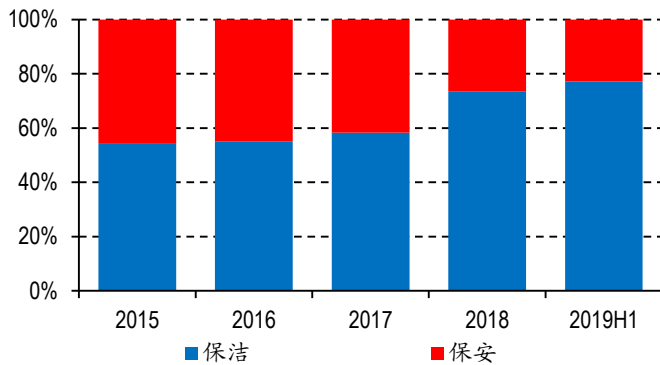


资料来源：公司招股书，华创证券

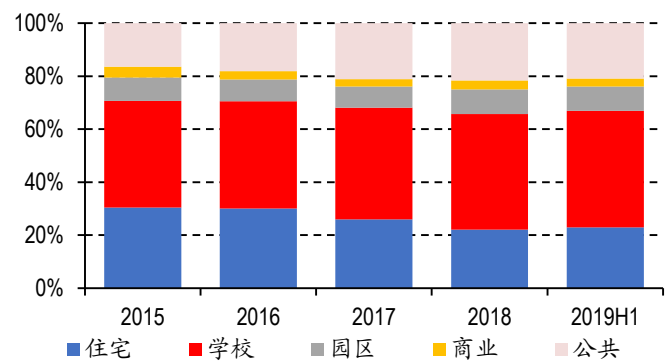
图表 10、公司计费面积分区域占比



资料来源：公司招股书，华创证券

**图表 11、公司计费面积专项物业分业务占比**


资料来源：公司招股书，华创证券

**图表 12、公司计费面积综合物业分业态占比**


资料来源：公司招股书，华创证券

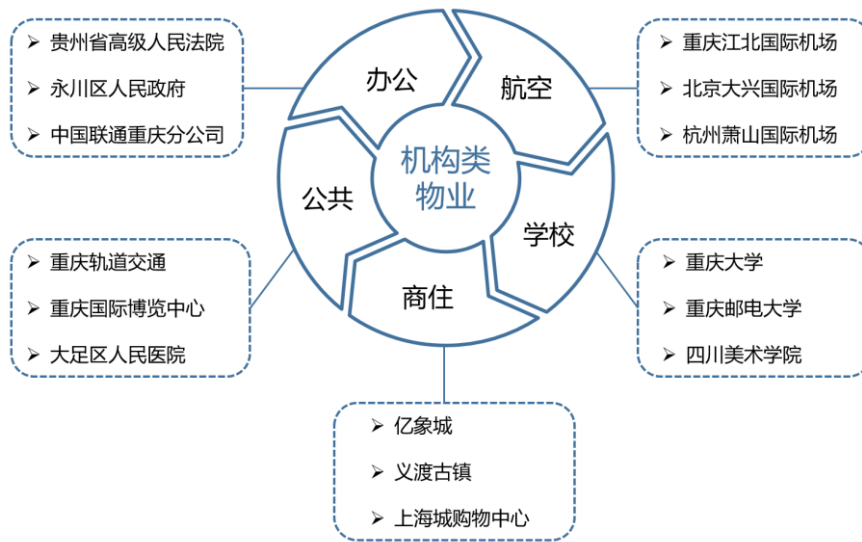
### 3、市场化拓展：错位布局非住宅业态，后勤社会化推动业务扩张，非住业态大量潜在业务可渗透

公司作为非住宅主导型物业服务企业，核心业务聚焦于政府机关、公众物业（包括航空业态）及企业总部物业，并在学校、航空、政府机关等物业细分领域占据市场领先地位。公司具体在管非住宅项目包括，贵州省高级人民法院、中国联通重庆分公司等政府及办公物业；重庆江北机场、北京大兴机场等航空物业；重庆大学、重庆邮电大学等高等院校；重庆轨道交通、重庆国际博览中心等公众类物业。

公司作为完全独立第三方的物业公司，在没有开发商背景下，其规模扩张相对较稳定。我们认为，对于第三方物业公司来说，住宅一定程度上是一个伪市场，因为大部分房企都有自己的物业公司，因而住宅的市场化拓展相对较难。公司战略性地将更多的业务拓展聚焦到非住宅业态，而早期非住宅业态的市场尚不成熟，市场化物业管理企业相对较少，公司积极投入研究、拓展项目资源，形成错位经营，并在重庆市场做出一定的品牌效应后，建立业务壁垒，在西南地区项目招投标占据一定优势，帮助其更快速的获取政府机关等机构类项目。

展望后续，我们认为，一方面随着我国后勤社会化的推进，公司非住宅物管业务有望逐步由西南地区扩张至全国；另一方面，目前非住宅业态的服务内容渗透并不深，以航空业态为例，目前公司与重庆机场集团签订的合同服务内容主要包括停车场服务、T2 航站楼保洁及旅客手推车服务、部分区域保洁等服务，2019 年新增了飞行区安全哨巡场业务，后续仍有大量潜在区域的服务内容可开放；而公司来自重庆机场集团的营收逐年提升也是一大印证，2017 年、2018 年、2019H1 分别为 2,125、4,143、2,220 万元。

图表 13、公司物业管理各业态代表项目



资料来源：公司官网，华创证券

## （二）服务能力：16-19H1 单价逐年提升，面对单一大业主，重定价能力更强、收缴率稳定

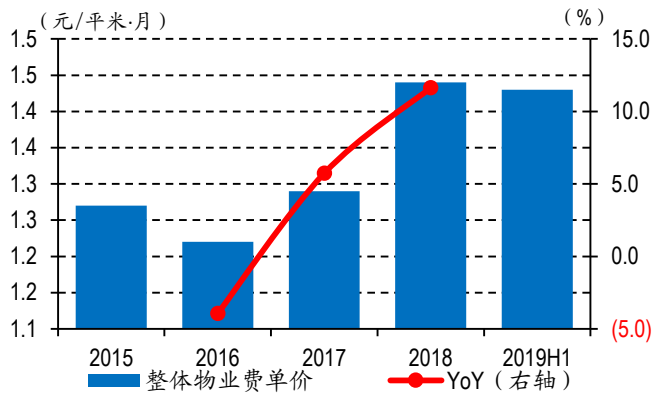
### 1、单价：16-19H1 单价逐年提升，面对单一大业主，重定价能力更强

单价方面，公司 2016-2018 年整体物业费单价呈上升趋势，2019H1 整体物业费单价 1.43 元/平方米·月，较 2018 年下降 0.01 元/平方米·月。公司单价波动主要受专项保安项目南宁市明月湖相思湖公园（特殊的超大型公园项目，项目单价仅 0.03 元/平方米·月）及专项保洁项目昆明长水机场（服务面积超 280 万平米，机坪保洁具有人均服务面积巨大的特点，项目单价仅 0.28 元/平方米·月）的影响，剔除上述两个项目后，公司 2016-2019H1 单价分别为 1.35、1.40、1.44、1.48 元/平方米·月，呈逐年上升趋势。

公司的综合物业项目分业态来看，2019H1，公共、学校、园区、商业、住宅物业费单价分别为 4.30、1.28、1.51、3.68、1.34 元/平方米·月，分别较 18 年+5%、+2%、+1%、+4%、+5%。考虑到非住宅物业由于面对单一业主或大业主，通常不需要成立业委会等较繁琐流程，重定价能力更强，因而在成本刚性上涨情况下，物管公司提价相比住宅可能会更容易。

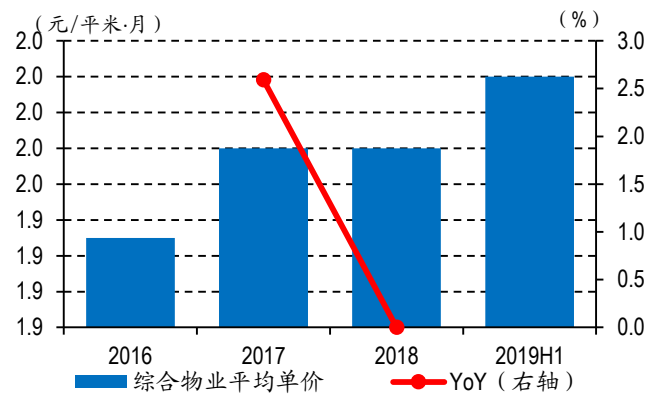
总体来看，公司单价相对较低，主要源于部分非住宅业态签约面积较大，例如昆明长水机场的机坪及高空保洁服务面积高达 280 余万方，但考虑到非住宅业态定价模式通常按照成本加成方式计算，虽然按收入/面积折算成单价较低，但远期在同等面积规模下通过服务内容的新增可能产生的收费项目较多，收入弹性或较大。

图表 14、公司整体物业费单价及增速



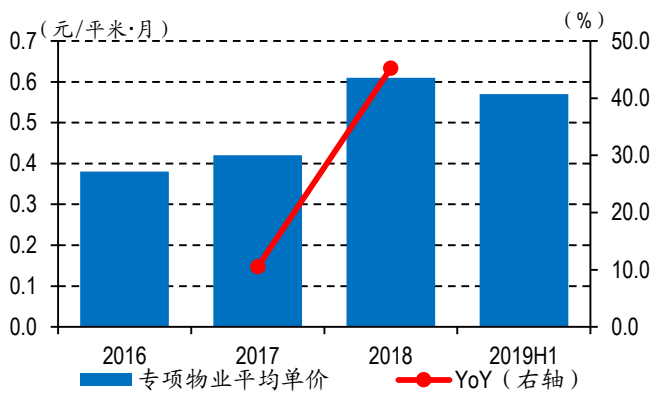
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 15、公司综合物业平均单价及增速



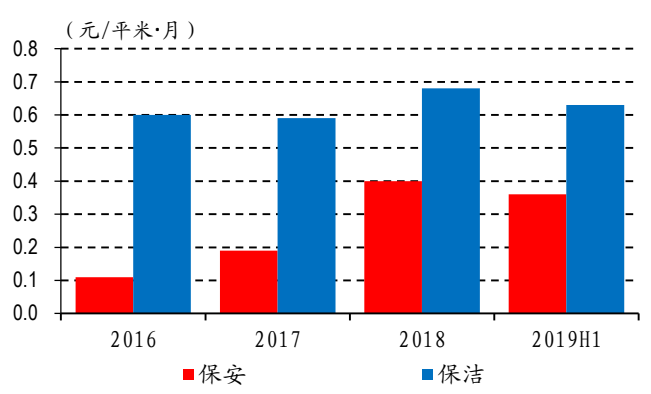
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 16、公司专项物业平均单价及增速



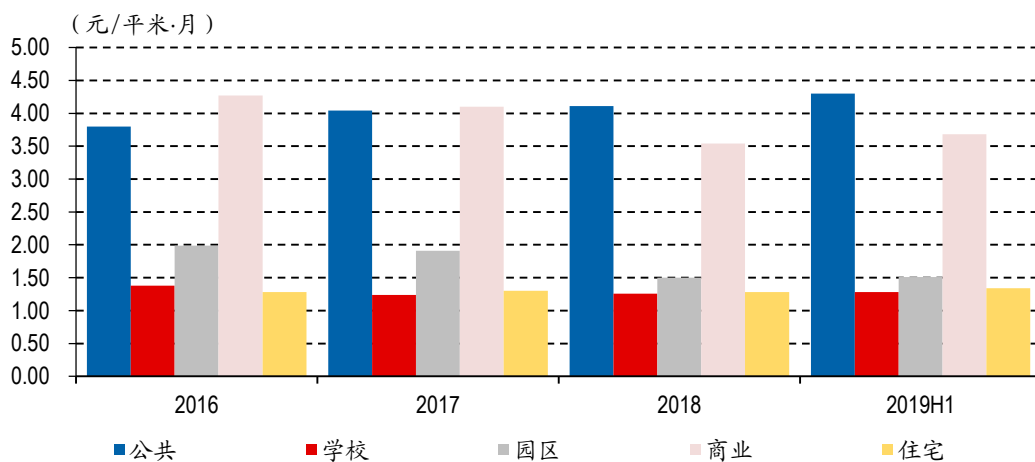
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 17、公司保安及保洁业务单价



资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 18、公司综合物业项目分业态单价情况



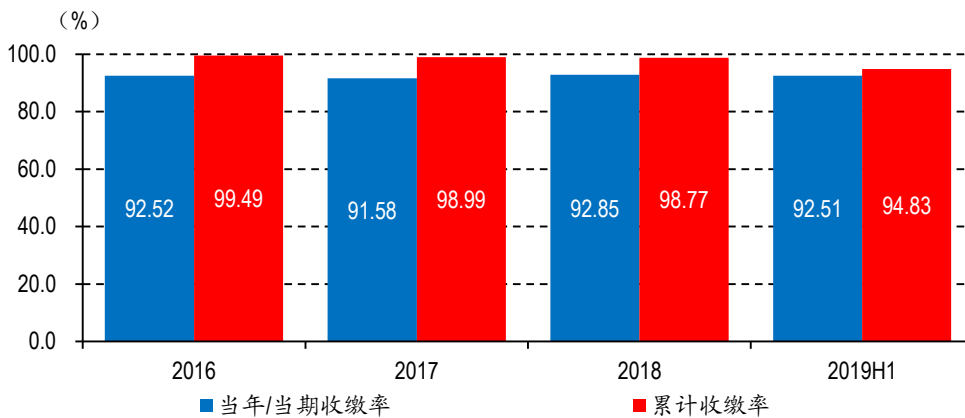
资料来源: 公司招股书, 华创证券



## 2、收缴率：16-19H1 收缴率稳定在 92%上下，16-18 年平均累计收缴率超 99%

收缴率方面，公司 2016-2019H1 当年收缴率稳定在 92%左右，由于物业项目存在一定的合理催收期，首年收缴率相对较低，而累计收缴率则随着时间的推移，通过不断收取历史欠缴的物业费，使得往年的收缴率逐步提升，从而更真实反映了项目回款的比例，且更早期的物业项目由于后续物业费回款累计期较长，因此其收缴率会高于近期年份的收缴率。综合来看，我们认为，物业面对单一业主或大业主，并且大多以招投标方式进行项目获取，收缴率相对更有保障。

图表 19、公司收缴率情况



资料来源：公司招股书，华创证券

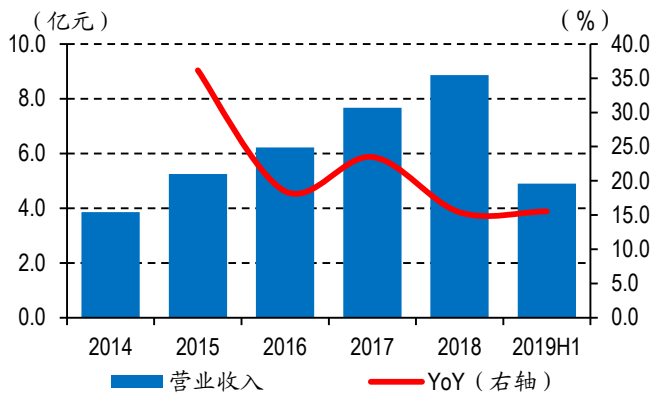
## 三、财务状况：14-18CAGR 营收 23%、业绩 29%，利润率保持近 10%，非住宅占比提升

### （一）营收&业绩：14-18CAGR 营收 23%、业绩 29%，重庆占比持续下降，业务范围由西南辐射全国

财务方面，2018 年，公司实现营业收入 8.9 亿元，同比+15.4%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比+24.7%。2014-2018 年，公司营收 CAGR 达 23.1%，归母净利润 CAGR 达 29.4%。从主营业务结构来看，2015-2019H1，公司物业服务收入占比主营收入 95%以上，并占比持续提升，2019H1 占比 99.2%，较 18 年+0.4pct。

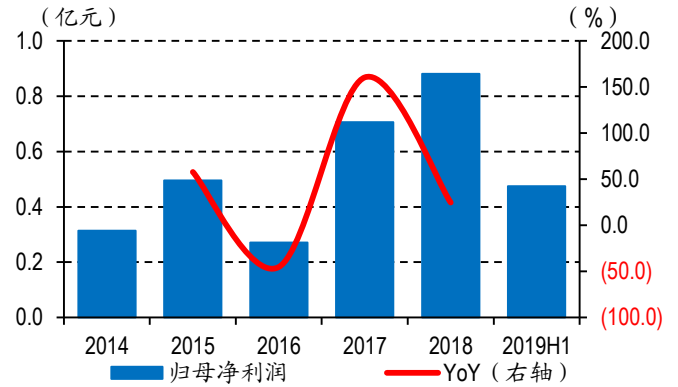
区域结构来看，2016-2019H1，重庆地区营业收入占主营业务收入的比例分别为 87.8%、85.1%、82.5%、78.7%，呈现逐步下降趋势，而贵州、四川、云南、广西等西南地区和中东部地区收入占比逐步上升，符合公司立足重庆本地，以西南地区为重点，并向中东部地区和全国辐射的业务拓展战略。

图表 20、公司营业收入及增速



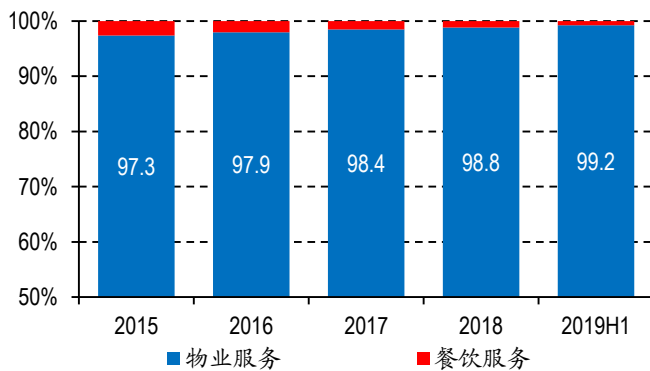
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 21、公司归母净利润及增速



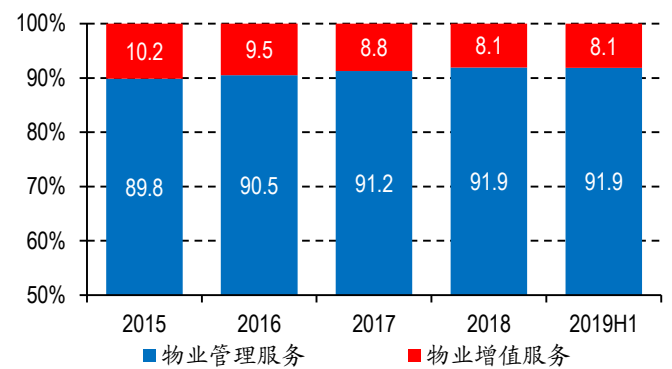
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 22、公司主营业务收入按类型占比



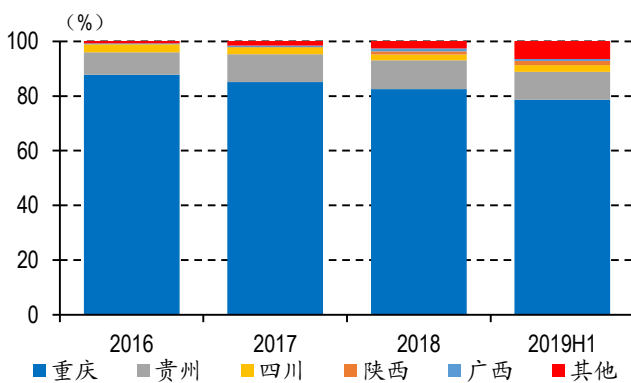
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 23、公司物业服务收入按类型占比



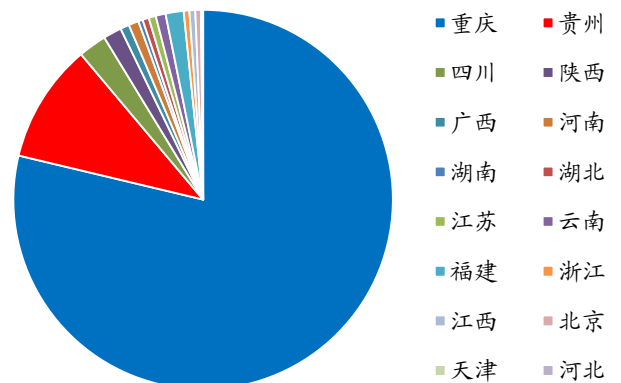
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 24、公司主营业务收入重庆区域占比持续下降



资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 25、公司 19H1 主营业务收入分区域占比



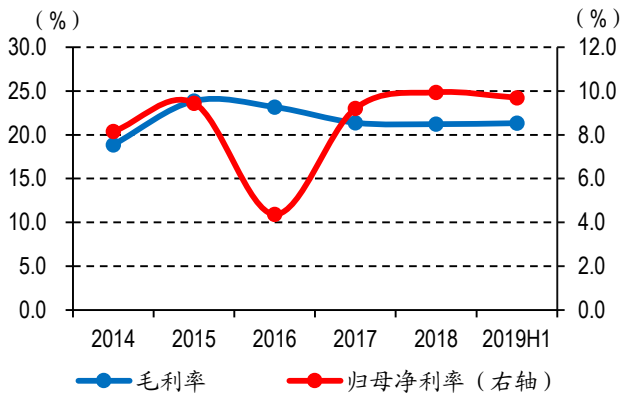
资料来源: 公司招股书, 华创证券

**(二) 利润率: 19H1 毛利率 21.3%、净利率 9.7%，非住宅重定价能力赋予中长期稳定利润率**

2019H1, 公司毛利率和净利率分别为 21.3%、9.7%，分别较 2018 年+0.1、-0.2pct；其中，物业管理服务、物业增值服务毛利率分别为 19.0%、48.9%。2014-2018 年，公司毛利率平均为 21.6%，归母净利率平均为 8.5%。公司为纯第三方市场化物管公司，在没有开发商背景、关联交易较低的情况下，依靠优质的服务同样能够实现行业百强平均 8% 的净利率水平。

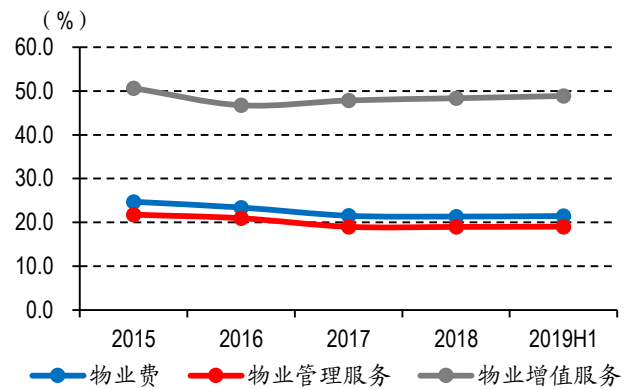
综合物业项目分业态来看，2019H1，公共、学校、住宅、园区、商业毛利率分别为 21.0%、21.5%、16.9%、26.1%、14.1%；专项物业项目中，2019H1，保洁、保安业务毛利率分别为 10.1%、20.6%，分别较 2018 年+1.6、-0.7pct。从成本端来看，2016-2019H1，公司人工成本占比总成本平均为 87%，高于行业平均 50-60%，主要源于公司人员外包比例较低，但非住宅业态由于其较强的重定价能力，其毛利率受人工成本刚性上升的影响不大，中长期来看毛利率或较住宅业态更为稳定。

**图表 26、公司毛利率及归母净利率**



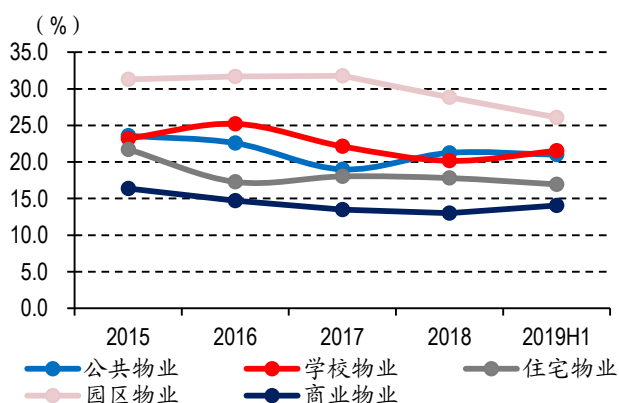
资料来源: 公司招股书, 华创证券

**图表 27、公司物业服务业务毛利率情况**



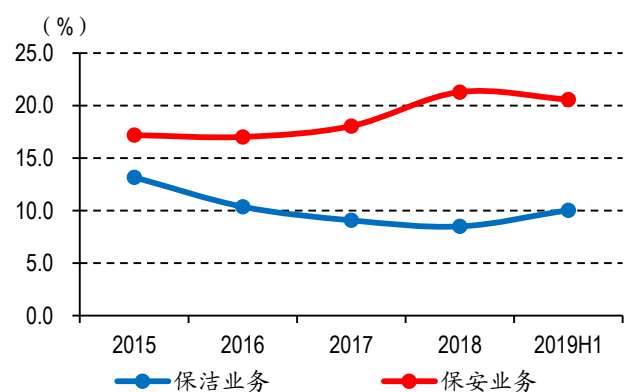
资料来源: 公司招股书, 华创证券

**图表 28、公司综合物业项目各业态毛利率**



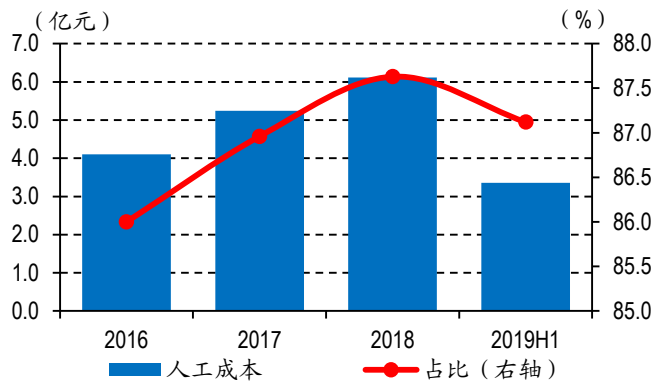
资料来源: 公司招股书, 华创证券

**图表 29、公司专项物业项目各类型毛利率**



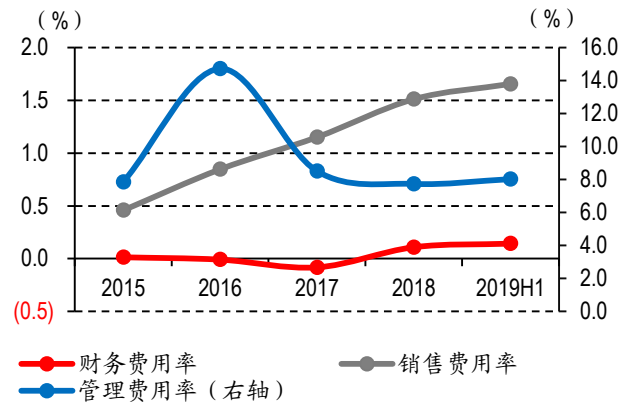
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 30、公司人工成本及占比情况



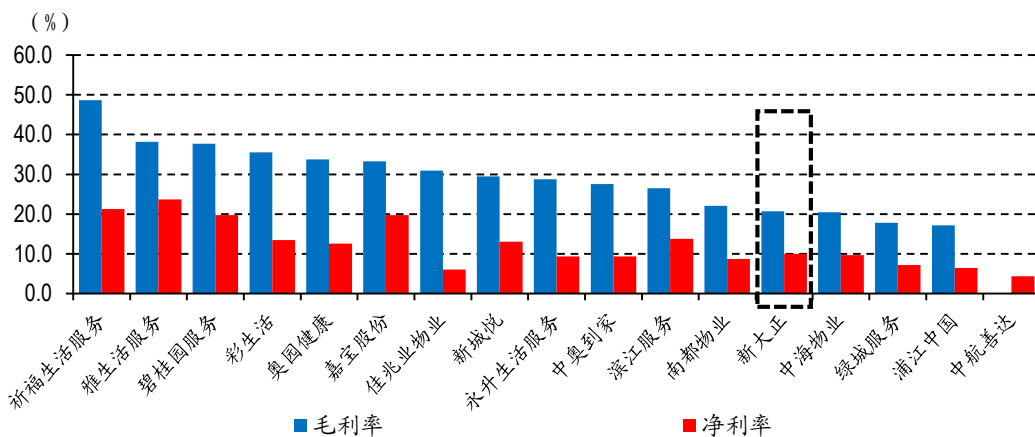
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 31、公司三项费用率



资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 32、主流物业管理公司 2018 年毛利率及净利率对比



资料来源: 各公司公告, 华创证券

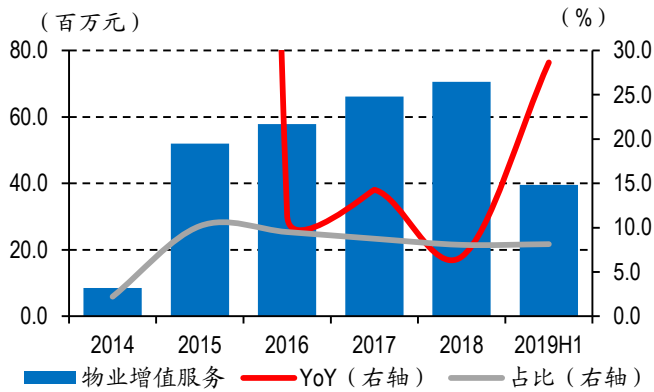
### (三) 增值服务: 15-18CAGR11%, 占比 7-10%, 相比主流物管公司较低, 潜在提升空间较大

公司目前的物业增值服务主要包括停车泊位管理、设备设施维修维护、公共收益管理、入室保洁、会议服务等。2019H1, 公司物业增值服务收入 3,957 万元, 同比+28.6%, 2014-2018 年 CAGR 达 69.6%, 剔除 2014 年基数过低影响, 2015-2018 年 CAGR 达 10.8%。2015-2019H1, 公司增值服务占比物业服务收入在 7%-10%左右, 2019H1 占比 8.1%, 远低于目前主流上市物业公司 2019H1 增值服务收入占比平均 17%-54%。

我们认为, 一方面, 非住宅业态和住宅业态的增值服务定义有所不同, 住宅的基础服务和增值服务的界限相对明确, 而非住宅通常在招投标过程中会选择具体细分服务项目从而相应报价, 因此非住宅的基础/增值服务的界限相对更模糊, 直接对标的意义并不大; 另一方面, 公司聚焦的非住宅业态同样具备丰富的增值服务应用场景, 尤其学校、机场等人流密集的业态, 随着非住宅业态的后勤社会化、增值服务逐步扩张, 后续公司潜在收入空间巨大。

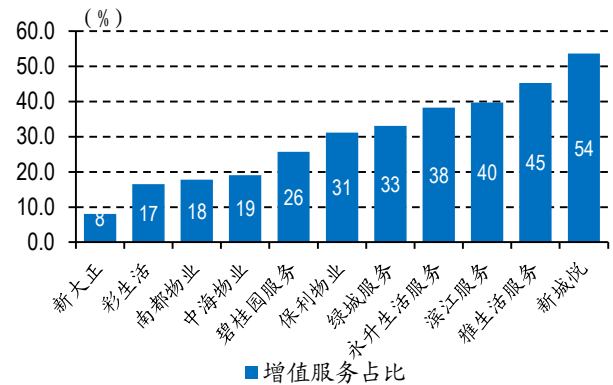


图表 33、公司物业增值服务



资料来源：公司招股书，华创证券

图表 34、主流物业公司增值服务收入占比



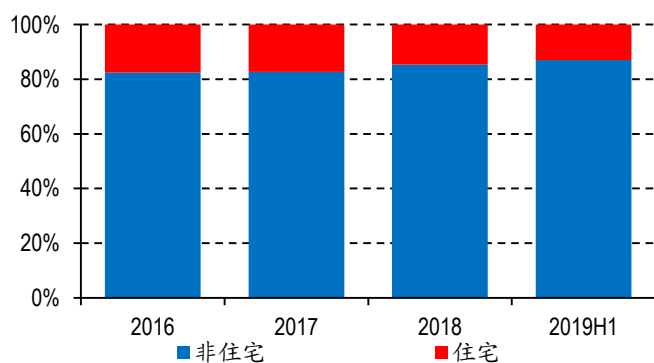
资料来源：各公司公告，华创证券

注：为统一口径，增值服务包括案场服务等非业主增值服务、业主增值服务；保利物业为18年数据，其他公司为19H1数据。

**(四) 业态结构：19H1 非住宅收入占比 87%，公共、学校占比较高，航空业态潜在空间巨大**

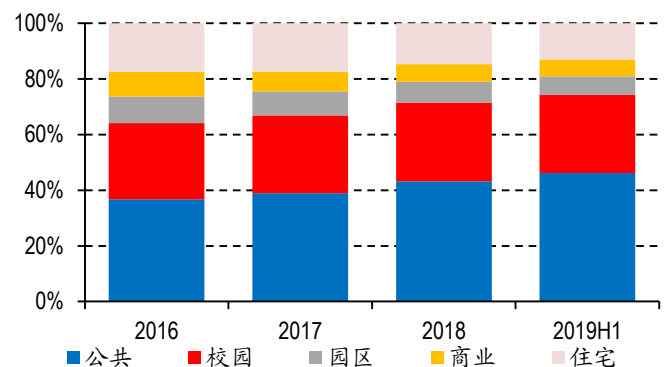
从业态结构来看，2019H1，公司非住宅收入占比 87.0%，较 2018 年+1.7pct，住宅占比持续下降；其中，公共、学校、园区、商业、住宅收入占比分别为 46.2%、28.1%、6.7%、6.0%、13.0%，分别较 2018 年+3.0%、-0.3%、-0.8%、-0.4%、-1.6pct。公司公共物业包括各地党政机关、大型企事业单位等办公楼宇、会议中心、公共场馆、机场等，为其提供基础物业管理 and 后勤保障一体化服务。

图表 35、公司综合物业收入住宅占比持续下降



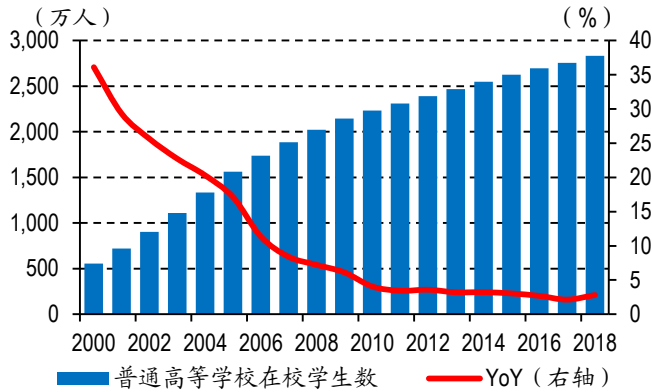
资料来源：公司招股书，华创证券

图表 36、公司综合物业收入分业态占比



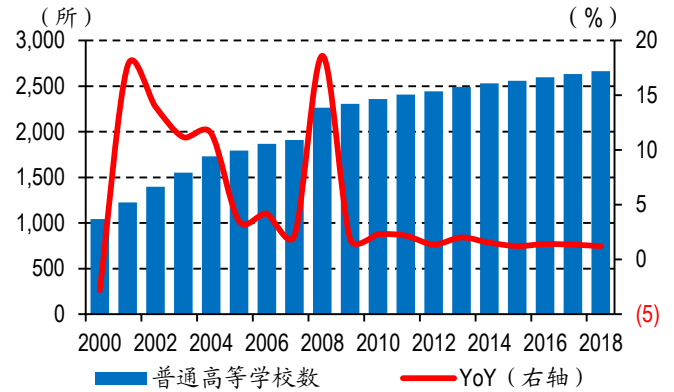
资料来源：公司招股书，华创证券

图表 37、全国普通高等学校在校学生数



资料来源: Wind, 华创证券

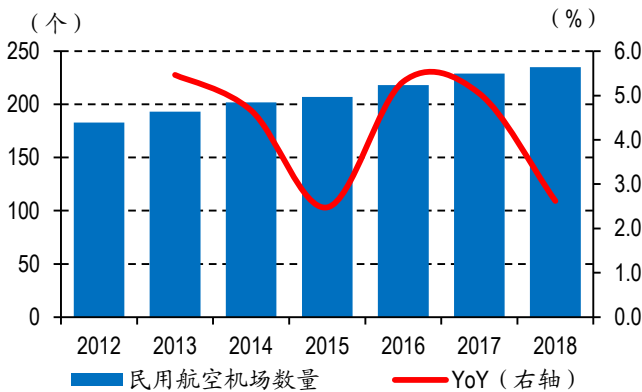
图表 38、全国普通高等学校数



资料来源: Wind, 华创证券

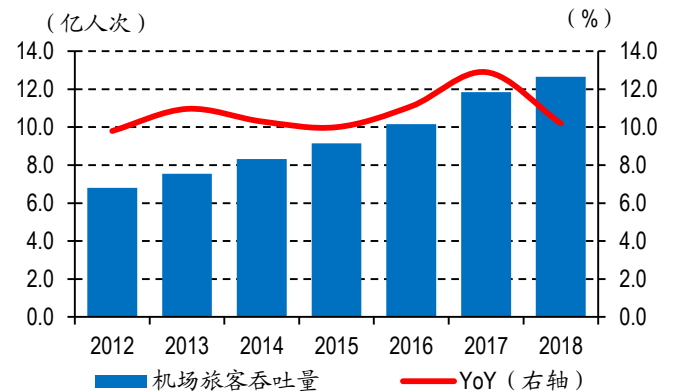
航空业态方面,近年来,国内部分机场单位(例如广州白云机场、榆林榆阳机场)通过自己设立或由其上级单位设立物业公司,并全权委托该物业公司将物业服务进行对外公开招标。公司目前服务机场达8个,包括重庆江北、北京首都、北京大兴、昆明长水、杭州萧山、郑州新郑、南宁吴圩、福州长乐机场。公司服务的重庆江北国际机场项目荣获“全球旅客吞吐量2500万-4000万层级最佳机场第一名”、“总干事机场卓越服务质量奖”等奖项。截至2018年,全国民用机场数量达235个,同比+2.6%,我国机场旅客吞吐量12.65亿人次,同比+10.2%,公司在航空业态的管理经验及优质服务有望助力公司扩张航空业态物管业务,并机场超密集人流量有助于物管公司渗透更多服务项目,实现收入规模的跨越式提升。

图表 39、我国民用航空机场数量



资料来源: 中国民用航空局, 华创证券

图表 40、我国机场旅客吞吐量



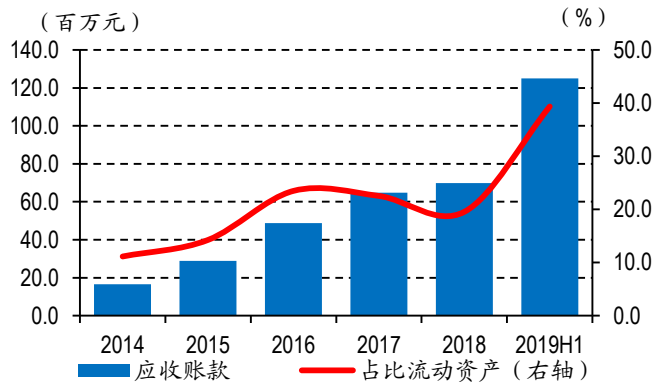
资料来源: 中国民用航空局, 华创证券

**(五) 回款分析: 18、19H1 回款率分别为 106%、93%, 应收账款结构持续优化, 回款情况良好**

截至2019H1末,公司应收账款1.25亿元,占比流动资产39.4%,较2018年末+19.8pct;2019H1,公司销售商品、提供劳务收到的现金占比营收92.5%,较2018年-13.4pct。主要源于2019H1为年中时点,应收账款催收较为宽松,因而回款有所延后,导致物业服务收入部分未能在当期实现现金流入。从应收账款结构来看,2019H1末,公司信用期内应收账款占比85.5%,较2018年末+2.5pct;1年内应收账款占比97.2%,较2018年末+2.1pct,应收账款结

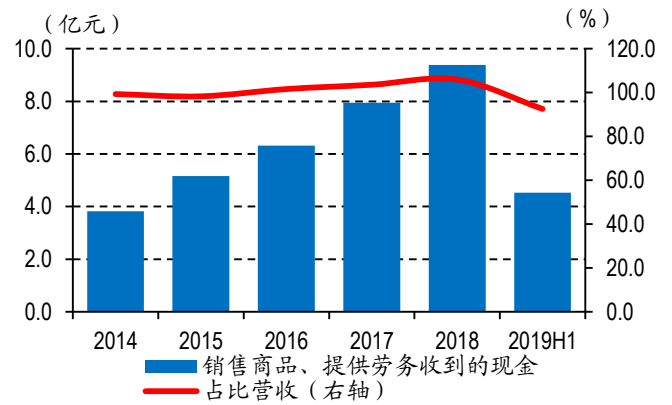
构持续优化。此外, 2014-2018 年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金占比营收呈持续上升趋势, 18 年末达 106%。综合来看, 公司回款情况良好。

图表 41、公司应收账款及占比流动资产情况



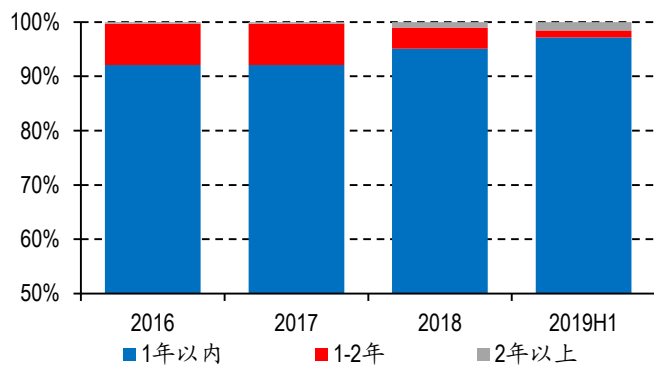
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 42、公司回款情况良好



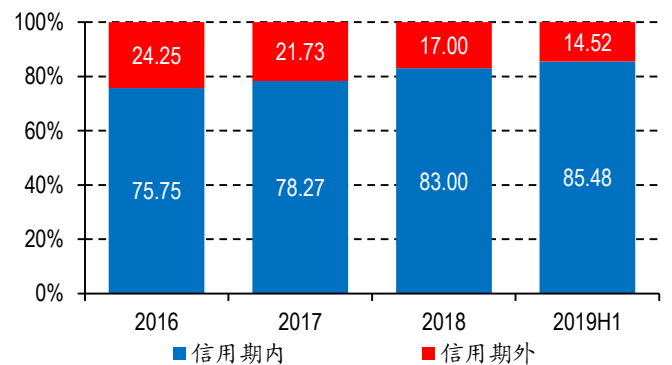
资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 43、公司应收账款按期限占比情况



资料来源: 公司招股书, 华创证券

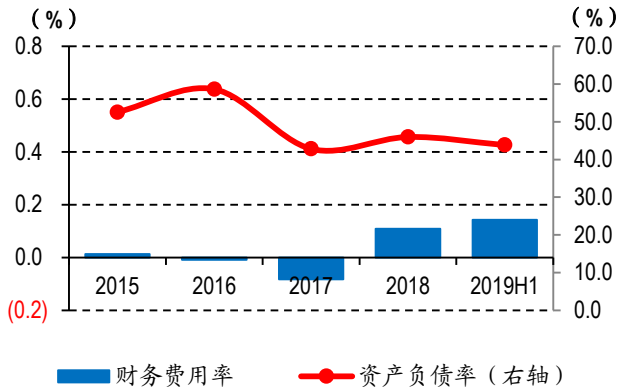
图表 44、公司应收账款按信用期占比情况



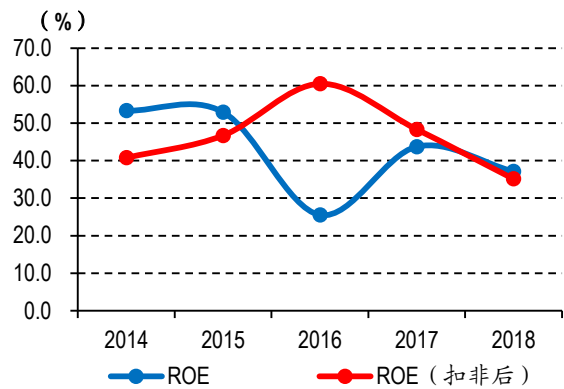
资料来源: 公司招股书, 华创证券

### (六) 负债情况&ROE: 19H1 末资产负债率 43.8%, 有息负债低, ROE 较高

截至 2019H1 末, 公司资产负债率达 43.8%, 较 2018 年末-2.1pct。2019H1 末长期借款 2,798 万元, 较 2018 年末-10%。2018、2019H1 公司新增银行借款利息支出分别为 201.6、97.0 万元, 利息保障倍数达 52.7、57.6 倍, 流动比率、速动比率均为 1.79, 偿债能力较强。2018 年, 公司加权平均 ROE 为 37.1%, 同比-6.6pct, 主要源于公司资产规模增厚致周转有所下降、杠杆略有下降等因素, 但公司 ROE 仍处于较高水平, 盈利能力较强。

**图表 45、公司资产负债率及财务费用率**


资料来源：公司招股书，华创证券

**图表 46、公司加权平均 ROE 情况**


资料来源：公司招股书，华创证券

#### 四、非住宅物管行业概况：非住宅物管空间巨大，单一业主致提价更易，业态扩围疆域无边

##### (一) 行业空间：非住宅物管空间巨大、增速较高、并格局分散

2015 年，全国住宅存量 228 亿平米，物业管理面积 175 亿平米，并按 2014-2018 年住宅物业管理面积占比平均约 71.4%，我们估算 2018 年全国物管面积为 219 亿平、对应基础服务收入规模为 0.94 万亿元，预计 2030 年将分别达 395 亿平、2.2 万亿元，较 2018 年分别+81%、+129%，CAGR 分别为+5.1%、+7.2%；其中，住宅、非住宅管理面积将分别为 282、113 亿平，分别较 2018 年+81%、+81%，CAGR 分别为+5.1%、+5.1%，对应基础服务收入规模将分别为 1.0、1.1 万亿元，分别较 2018 年+129%、+129%，CAGR 分别为+7.2%、+7.2%。值得注意的是，在上述估算中我们并未将非住宅物业较强的重定价能力因素考虑进去，因此，预计中长期非住宅物管的空间将更为广阔，并且我们在后文中也将对此进行详细分析。

**图表 47、2015-2030 年全国物业管理面积及基础物业收入预测汇总**

年份	住宅管理面积 (亿平米)	非住宅管理面积 (亿平米)	全国物业管理面积 (亿平米)	收入规模 (亿元)	住宅 (亿元)	商业 (亿元)	办公 (亿元)	其他 (亿元)
2015	124.5	50.0	174.5	7,087	3,364	910	1,395	1,417
2016	135.0	54.2	189.2	7,837	3,720	1,006	1,543	1,567
2017	145.5	58.4	203.9	8,614	4,089	1,106	1,696	1,723
2018	156.0	62.6	218.6	9,419	4,471	1,210	1,855	1,884
2019E	166.5	66.8	233.2	10,253	4,867	1,317	2,019	2,051
2020E	176.9	71.0	247.9	11,117	5,277	1,428	2,189	2,223
2021E	187.4	75.2	262.6	12,011	5,701	1,542	2,365	2,402
2022E	197.9	79.4	277.3	12,936	6,141	1,661	2,547	2,587
2023E	208.4	83.6	292.0	13,894	6,595	1,784	2,736	2,779
2024E	218.9	87.8	306.7	14,884	7,065	1,911	2,931	2,977
2025E	229.4	92.0	321.4	15,909	7,552	2,043	3,133	3,182
2026E	239.8	96.2	336.0	16,969	8,055	2,179	3,341	3,394



年份	住宅管理面积 (亿平米)	非住宅管理面积 (亿平米)	全国物业管理面积 (亿平米)	收入规模 (亿元)	住宅 (亿元)	商业 (亿元)	办公 (亿元)	其他 (亿元)
2027E	250.3	100.4	350.7	18,065	8,575	2,320	3,557	3,613
2028E	260.8	104.6	365.4	19,197	9,113	2,465	3,780	3,839
2029E	271.3	108.8	380.1	20,368	9,668	2,616	4,011	4,074
2030E	281.8	113.0	394.8	21,578	10,243	2,771	4,249	4,316

资料来源: 国家统计局、中国指数研究院, 华创证券预测

注: 1) 由 2015 年全国住宅存量 228 亿平米、物业管理面积 175 亿平米及住宅物业管理面积占比 71% 得出 2015 年全国存量物业覆盖率约 55%; 2) 假设自 2015 年起住宅增量部分 (新交付) 物业覆盖率为 100%, 住宅存量部分 (15 年之前存量) 物业覆盖率保守预计维持在 55%; 3) 假设各业态新交付物业单价年均涨幅 2% (人工成本年均涨幅 3% \* 人工成本占比 60% 的刚性上涨, 另考虑其他成本小幅提升), 存量老物业保守假设不涨价; 4) 2014-2018 年住宅物业管理占比平均为 71.4%, 我们假设住宅与非住宅占比相对稳定, 并按平均占比 6.2%、8.5%、13.9% 分别估算商业、办公、公众及其他业态的管理面积。

过去物业本身格局较分散, 2018 年, 全国物业管理面积 CR10 达 11.35%, 较 2017 年 +0.29pct, 但仍处于较低水平, 而商办物业的行业格局则显得更为分散。以目前行业内非住宅体量较大的物管公司为例, 中航善达 2019H1 在管面积 7,634 万方, 参考其 2018 年物业收入中非住宅物业占比 85%, 由于非住宅单价较高, 我们按 70% 估算中航善达非住宅物业约 5,300 万方, 招商物业非住宅管理面积 2,303 万方, 合计约 7,603 万方; 截至 2019 年 4 月 30 日, 保利物业在管面积 19,788 万方, 其中非住宅 7,763 万方 (其中商业及写字楼 697 万方, 公共及其他物业 7,066 万方); 截至 2019H1 末, 新大正在管面积 5,838 万方, 其中非住宅 5,047 万方 (其中包括专项物业项目, 保安、保洁合计 2,382 万方)。按 2018 年全国非住宅 (商办+公众等其他类型) 物业合计 62.5 亿平米、机构 (公众等其他类型) 物业 30.4 亿平米分别估算, 中航善达、保利物业、新大正非住宅市占率分别为 1.2%、1.2%、0.8%, 而机构物业市占率分别为 2.5%、2.3%、1.7%, 目前非住宅物管龙头市占率较低, 行业格局处于较分散状态。

我们认为, 随着国家大力提倡后勤社会化, 推动高校、医院、航空、政府机关等多种业态逐步打开后勤物业管理市场化招投标道路, 并且由于国家对地方审计的加强监管等措施, 促使地方政府机关后勤服务的进一步市场化, 推动了机构类物管业务的快速发展, 并有望为市场化物业管理公司带来巨大的发展空间。

图表 48、主流 AH 物管公司非住宅在管面积占比情况

公司	在管面积 (万方)	非住宅在管面积 (万方)	非住宅占比 (%)
新大正	5,838	5,047	86.5%
浦江中国	557	412	74.1%
新中航善达*	14,926	7,603	50.9%
雅生活服务	21,120	8,723	41.3%
保利物业	19,778	7,763	39.3%
祈福生活服务	962	297	30.9%
绿城服务	18,420	3,960	21.5%
永升生活服务	4,902	796	16.2%
滨江服务	1,310	169	12.9%
佳兆业物业	3,634	462	12.7%
中奥到家	5,850	647	11.1%

蓝光嘉宝	6,331	335	5.3%
新城悦	4,443	NA	NA
碧桂园服务	21,681	NA	NA
南都物业	6,002	NA	NA
中海物业	14,220	NA	NA
彩生活	56,350	NA	NA

资料来源：各公司公告，华创证券

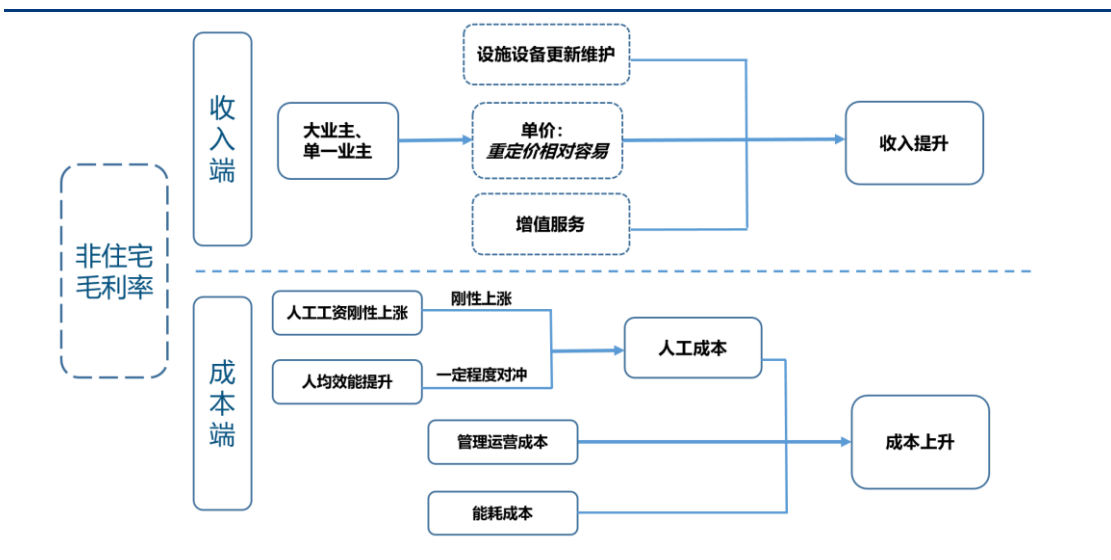
注：新中航善达为中航善达与招商物业合并后数据。

## (二) 盈利能力：单一大业主提价相对容易，核心在于重定价能力较强，毛利率或更为稳定

我们认为，商办物业和机构类物业由于面对单一业主或大业主，通常不需要成立业委会等较繁琐流程，重定价能力更强，因而在成本刚性上涨情况下，物管公司提价相比住宅可能会更容易，从而非住宅物业的毛利率更为稳定，同时收缴率方面也有更强保障；另一方面，设施设备的更新维护也会带来增收的效果；并且未来增值服务的拓展不仅针对住宅物业，对于非住宅物业同样适用。综合来看，由于较强的重定价能力、智能化赋能提升管理效率、高毛利率的增值服务等因素，非住宅物业的毛利率或更为稳定。

2019H1，新大正综合物业平均单价 2.02 元/平米/月，其中，公共、学校、园区、商业、住宅单价分别为 4.30、1.28、1.51、3.68、1.34 元/平米/月；新大正毛利率和净利率分别为 21.3%、9.7%，而考虑到新大正为纯第三方市场化物管公司，证明机构物业在没有开发商背景、关联交易较低情况下，依靠优质的服务同样能够实现 10% 的净利率水平。

图表 49、非住宅物业毛利率影响因素

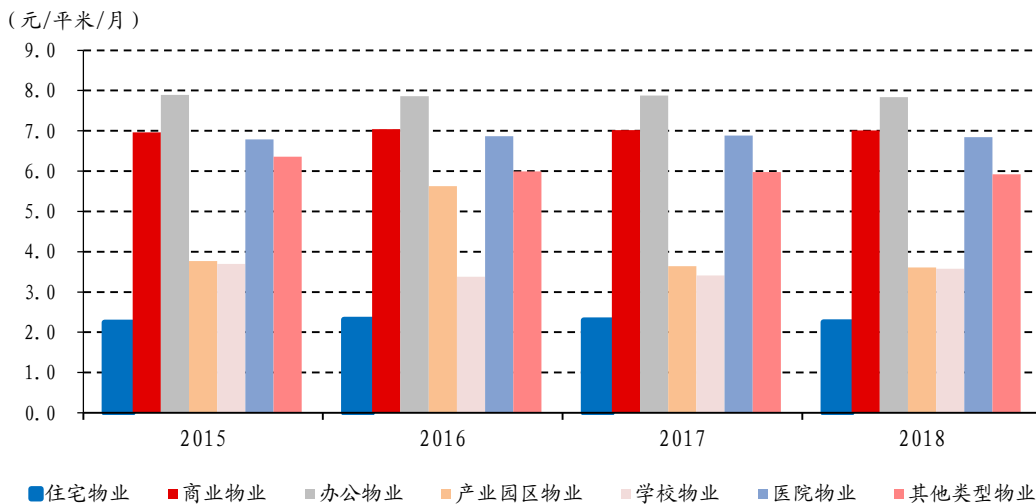


资料来源：华创证券整理

单价方面，2018 年，百强企业全国平均物业费单价为 4.22 元/平米/月；其中，办公物业、商业物业服务费分别

达 7.84 元/平米/月、7.01 元/平米/月；住宅物业服务费为 2.25 元/平米/月；机构类物业方面，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。分业态来看，商办、机构类物业费单价较住宅更高，隐含其盈利能力或更强。

**图表 50、百强企业分业态物业费单价**



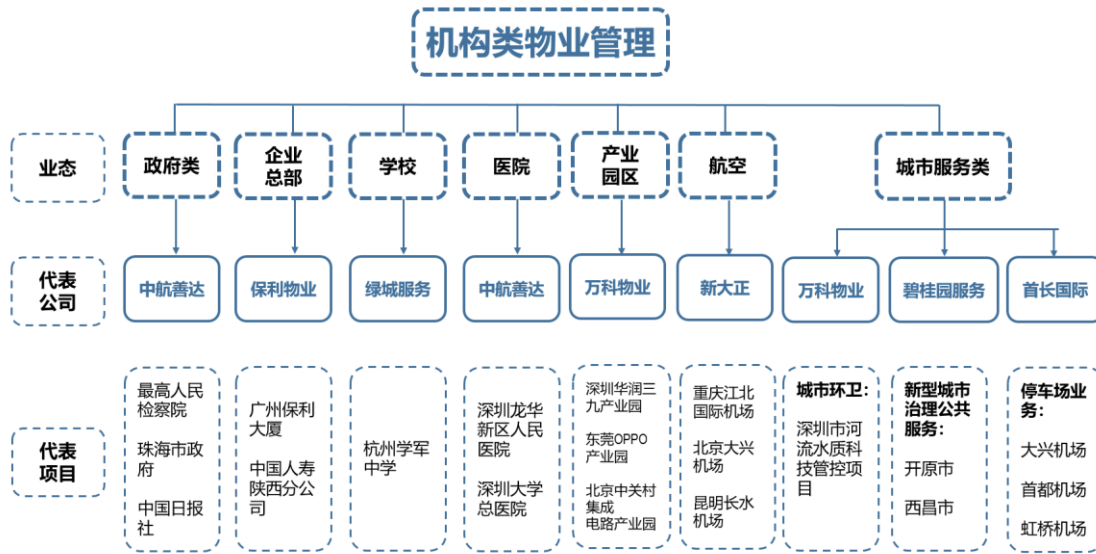
资料来源：中国指数研究院、华创证券

### （三）业态扩围：后勤社会化推动物管发展业态延伸，服务范围望逐步由小区扩围至社区乃至城市

除了住宅、商业中心和办公楼之外，政府、企业总部、学校、医院等机构类物业同样委托专业化、市场化的物管公司进行物业管理，截至 2018 年末，公众及其他类型（机构类）物业占比行业管理面积 13.4%，对应管理面积 28.3 亿平米。近期发改委《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》中，把物业管理作为鼓励行业放入目录；同时，国家大力提倡后勤社会化，并且由于国家对地方审计的加强监管等措施，促使地方政府机关后勤服务的进一步市场化，为市场化物业管理公司带来巨大的发展空间。

随着物管行业发展，甚至部分城市服务功能都将交由物业管理公司进行运营，例如碧桂园服务目前已与开原市、西昌市、辽宁交投等客户签订战略框架协议，承接新型城市治理公共服务；万科物业近期中标“深圳市河流水质科技管控项目”，项目的主要内容包括建设 122 个微型水质自动监测站点(简称微站)、布设 132 台摄像头、对深圳市五大干流及一级支流、重要入海河流、黑臭水体等开展一日一巡一监测，并对数据进行分析。此外，万科物业成为珠海市横琴新区城市空间与资源的全流程管理、服务于运营方，并有望参与雄安新区的城市物业管理服务当中，将物业管理的边界从小区拓展至社区，甚至逐步拓展至城市。我们认为，随着物管公司运营服务能力的提升，机构类物业的定义有望逐步由政府办公楼、学校、医院等业态再进一步扩围至城市市政服务等更为广义的概念，机构类物业的潜在空间同样值得期待。

图表 51、机构类物业细分领域及代表项目



资料来源: 各公司官网, 华创证券整理

图表 52、我国后勤服务社会化相关政策

时间	政策文件	主要内容
1985	《中共中央关于教育体制改革的决定》	高等学校后勤服务工作的改革, 对于保证教育改革的顺利进行, 极为重要。改革的方向是实行社会化。
1992	《中共中央国务院关于加快发展第三产业的决定》	鼓励社会服务组织承揽机关和企事业单位的后勤服务、退休人员管理和其他事务性工作。打破“大而全”、“小而全”的封闭式自我服务体系, 使上述工作逐步实现社会化。
1999	《中共中央国务院关于深化教育改革全面推进素质教育的决定》	加大学校后勤改革力度, 逐步剥离学校后勤系统, 推动后勤工作社会化, 鼓励社会力量为学校提供后勤服务, 发展教育产业。
2000	《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》	实行医院后勤服务社会化, 凡社会能有效提供的后勤保障, 都应逐步交由社会去办, 也可通过医院联合, 组建社会化的后勤服务集团。
2002	《关于医疗卫生机构后勤服务社会化改革的指导意见(试行)》	各地区结合实际情况, 把后勤服务社会化与卫生事业改革和发展相结合, 与加强国有资产管理相联系。
2008	《关于 2007 年深化经济体制改革工作的意见》	加快推进政府机关后勤服务社会化改革(中央编办、国管局牵头)。
2008	《国务院办公厅关于加快发展服务业若干政策措施的实施意见》	推进生产经营性事业单位转企改制和政府机关、事业单位后勤服务社会化改革
2009	《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》	深化政府机关和事业单位后勤服务社会化改革(中央编办、财政部、国管局负责)。
2010	《国务院关于加强和改进新形势下国家行政学院工作的若干意见》	抓好教学管理、行政党务和后勤服务人员队伍建设。要推进后勤社会化改革, 建设一支懂经营、善管理、会服务的后勤人员队伍。
2010	《国务院办公厅关于加强和规范各地政府驻京办事机构管理的意见》	驻京办事机构要适应经济社会发展要求, 强化公共服务和社会管理, 积极推进公务接待和后勤服务社会化改革, 努力为本地区基层组织、社会组织和群众在京活动提供相关服务。



时间	政策文件	主要内容
2010	《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》	研究推进中央国家机关公务用车制度改革。研究提出深化政府机关后勤服务社会化改革的意见。（发展改革委、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国管局负责）
2010	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》	在建设现代学校制度、完善中国特色现代大学制度方面，重申“推进高校后勤社会化改革”意见。
2011	《关于 2011 年深化经济体制改革重点工作的意见》	研究推进公务用车制度、机关后勤服务社会化等政府机关事务管理体制改革，提高机关后勤服务运行效率，降低成本。（财政部、发展改革委、国管局、中央编办等负责）
2011	《社区服务体系规划建设规划（2011-2015 年）》	大力发展便民利民服务，积极推动驻区单位后勤服务社会化。
2012	《机关事务管理条例》	各级人民政府应当推进机关后勤服务、公务用车和公务接待服务等工作的社会化改革，建立健全相关管理制度。
2012	《服务业发展“十二五”规划》	继续推进国家机关、事业单位后勤服务社会化和国有企业后勤服务社会化、市场化改革，分类制定改革指导意见，推动由内部自我服务为主向主要由社会提供服务转变。
2014	《关于全面推进公务用车制度改革的指导意见》	全面推进公务用车制度改革，是转变政府职能、推进后勤服务社会化改革的重要内容。
2015	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	强化公立医院精细化管理，推进公立医院后勤服务社会化。
2016	《“十五”期间加快发展服务业若干政策举措的意见》	学校、医院和企业、事业单位以及有条件的机关后勤服务设施都要面向社会开放。鼓励民间投资兴办面向机关和企事业单位的后勤服务，推广“大学生公寓”等社会化服务的各种组织形式。
2017	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	建立科学有效的现代医院管理制度，继续推进公立医院后勤服务社会化。
2017	《国务院办公厅关于建立现代医院管理制度的指导意见》	健全后勤管理制度，探索医院“后勤一站式”服务模式，推进医院后勤服务社会化。

资料来源：中国高校网，法律教育网，法律图书馆，中国政府网，华创证券

## 五、盈利预测&估值情况：预计 19 年业绩+22%，合理 PE30-35 倍，对应市值 32-38 亿元

### （一）盈利预测：预计 19-21 年业绩同比+22%、+23%、+23%

1) 综合物业项目，考虑到后勤社会化推动非住宅物管市场空间逐步释放，且公司上市后资本赋能，平台优势进一步强化，有望实现公共、学校等非住宅业态规模加速扩张，尤其航空业态潜在空间巨大。综合之下，我们预计 19-21 年公司综合物业项目收入规模同比+22%、+24%、+24%，考虑到非住宅业态较强的重定价能力，预计综合物业项目毛利率维持在 20.5%。

2) 专项物业项目，保安和保洁业务规模有望随着非住宅业态的扩围相应加速提升，我们预计 19-21 年公司专项物业项目收入规模同比+22%、+24%、+24%，预计毛利率维持在 10.9%。

3) 增值服务及餐饮服务，随着公司管理面积逐步扩大，以及航空、学校等人流密集业态占比提升，增值服务潜力较大，预计 19-21 年公司增值服务及餐饮服务收入规模同比+15%、+20%、+20%，毛利率稳定在 43.8%。

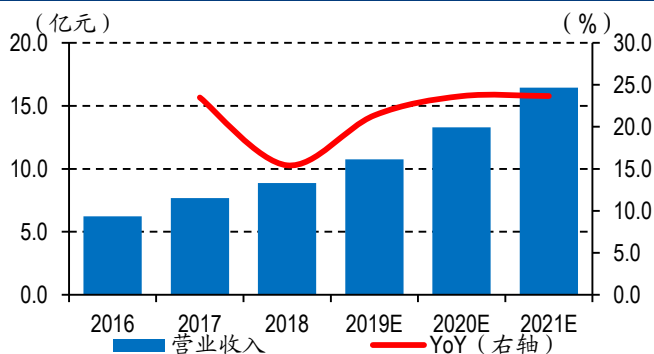
综合之下，我们预计公司 19-21 年收入同比+21%、24%、24%，毛利率维持在 21%。

**图表 53、公司分业务收入及毛利率预测汇总**

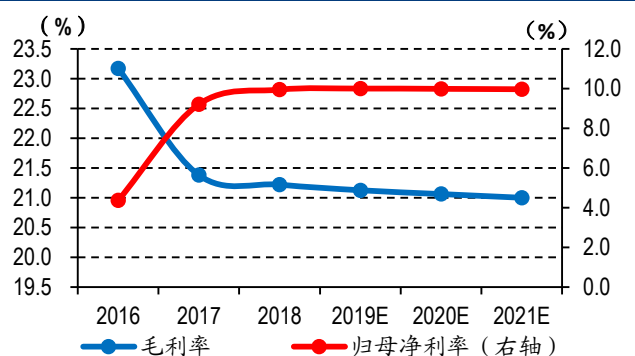
科目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>综合物业项目</b>					
收入 (亿元)	5.9	6.8	8.3	10.3	12.7
YoY (%)	25%	15%	22%	24%	24%
毛利率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
<b>专项物业项目</b>					
收入 (亿元)	1.0	1.3	1.5	1.9	2.4
YoY (%)	11%	26%	22%	24%	24%
毛利率 (%)	11%	11%	11%	11%	11%
<b>增值服务及餐饮业务</b>					
收入 (亿元)	0.8	0.8	0.9	1.1	1.3
YoY (%)	32%	4%	15%	20%	20%
毛利率 (%)	43%	44%	44%	44%	44%
<b>主营业务合计</b>					
收入 (亿元)	7.7	8.9	10.8	13.3	16.4
YoY (%)	32%	4%	15%	20%	20%
毛利率 (%)	43%	44%	44%	44%	44%

资料来源: 公司招股书, Wind, 华创证券预测

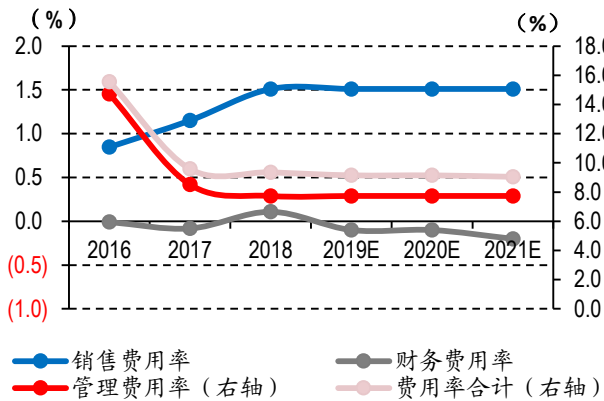
2014-2018 年, 公司毛利率平均为 21.6%, 归母净利率平均为 8.5%, 非住宅业态由于较强的重定价能力, 受人工成本刚性上升的影响不大, 盈利能力稳定, 预计 2019-2021 公司毛利率维持在 21%, 三项费用率维持在 9%。此外, 2019 年前三季度公司实现归母净利润 7,767 万元, 三季度单季度实现了 3,016 万元, 假设第四季度业绩与第三季度持平, 则 2019 年全年业绩预计达 1.078 亿元。综合之下, 我们预计 2019-2021 年, 公司归母净利润分别为 1.07、1.33、1.64 亿元, 分别同比 22%、23%、23%。

**图表 54、公司营业收入预测情况**


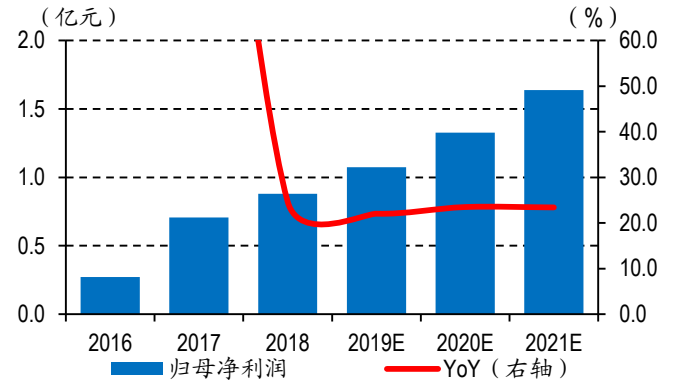
资料来源: 公司招股书, 华创证券预测

**图表 55、公司毛利率及归母净利率预测情况**


资料来源: 公司招股书, 华创证券预测

**图表 56、公司三项费用率预测情况**


资料来源: 公司招股书, 华创证券预测

**图表 57、公司归母净利润预测情况**


资料来源: 公司招股书, 华创证券预测

## (二) 估值情况: 参考海外及 AH 主流物管公司, 公司 19 年合理 PE30-35 倍, 对应市值 32-38 亿元

考虑到后勤社会化推动非住宅业态物管空间逐步打开, 以及后续业态重定义、增值服务提升带来的二次空间, 参考 3 家海外物管公司 (CBRE、高力国际、First Service) 2016 年平均 PE30 倍, 4 家 AH 股主流物管公司 (中航善达、碧桂园服务、绿城服务、中海物业) 2019 年平均 PE38 倍, 我们认为具备较强开发背景的高成长物管公司或聚焦非住宅业态的稀缺物管公司 2019 年合理 PE 区间 25-40 倍, 考虑到公司聚焦非住宅业态优质赛道、A 股物管公司的稀缺性, 我们认为公司 2019 年合理 PE 区间 30-35 倍, 对应公司目标市值区间 32.2-37.6 亿元。

**图表 58、AH 物业公司与海外物业公司 PEG 估值对比**

行业	公司	PE (16 年)	15 年归母净利润 (百万美元)	18 年归母净利润 (百万美元)	15-18 年业绩 CAGR (%)	PEG
海外物业管理	世邦魏理仕	20.2	547	1,063	25	0.8
	高力国际	23.3	23	98	61	0.4
	First Service	66.7	21	115	76	0.9
	平均	30.4				0.7
行业	公司	PE (19 年)	18 年归母净利润 (百万元)	21 年预期归母净利润 (百万元)	19-21 年业绩 CAGR (%)	PEG
AH 物业管理	绿城服务	40.2	483	920	24	1.3
	碧桂园服务	43.1	923	2,549	40	0.8
	中海物业	31.2	352	711	26	0.9
	中航善达	39.4	310	884	42	0.7
	平均	38.5			33	0.9

资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

注: 中航善达为中航物业与招商物业合并后的物业管理业务业绩。

**图表 59、主流物业管理公司估值表**

公司	代码	股价 (元/港元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市值 (亿元)	PE-19	PE-20
新大正	002968.SZ	26.76	21.2	9.9	19.2	17.8	14.4
中航善达*	000043.SZ	19.36	NA	4.5	171.7	39.4	27.4
永升生活服务	1995.HK	4.69	28.7	9.3	64.7	31.2	20.2
新城悦	1755.HK	11.40	29.5	13.1	83.7	36.7	25.0
碧桂园服务	6098.HK	26.05	37.7	19.7	633.9	43.1	32.8
绿城服务	2869.HK	8.62	17.8	7.2	215.6	40.2	30.9
南都物业	603506.SH	23.33	22.1	8.7	31.3	28.5	22.8
中海物业	2669.HK	4.88	20.4	9.7	144.0	31.2	25.1
蓝光嘉宝服务	2606.HK	49.35	33.2	19.7	78.9	18.3	12.2
雅生活服务	3319.HK	25.60	38.2	23.7	306.4	27.2	19.9
彩生活	1778.HK	4.35	35.5	13.4	55.6	9.8	8.3
中奥到家	1538.HK	0.62	27.6	9.3	4.6	4.3	NA
佳兆业物业	2168.HK	20.25	30.9	6.0	25.4	17.5	12.7
滨江服务	3316.HK	6.96	26.5	13.8	17.3	NA	NA
祈福生活服务	3686.HK	0.58	48.7	21.3	5.3	NA	NA
浦江中国	1417.HK	1.96	17.2	6.5	7.1	NA	NA
奥园健康	3662.HK	6.04	33.7	12.6	39.4	25.1	15.3

资料来源：各公司公告，Wind，华创证券预测

注：中航善达数据仅考虑物业管理业务部分，增发股份后市值约 205 亿元，剔除我们估算其他业务对应市值 34 亿元，物业管理业务对应市值 172 亿元。

## 六、投资建议：聚焦非住宅优质赛道，资本赋能扬帆起航，首覆、并给予“强推”评级

新大正作为独立第三方物管公司，早期战略聚焦非住宅物业管理优质赛道，计费面积达 5,838 万方，非住宅占比高达 77%，在学校、公共等业态领域具备长期的管理经验和口碑，并前瞻性进入航空业态，服务北京大兴、重庆江北等全国性机场。考虑到后勤服务社会化、地方审计加强等推动非住宅物管行业发展，有望推动公司规模加速提升，并成为非住宅物管巨头，我们预测公司 2019-21 年每股收益分别为 1.50、1.85、2.29 元，我们按照 19 年目标 PE32 倍，给予目标价 48.00 元，首次覆盖，并给予“强推”评级。

## 七、风险提示：业务拓展不及预期、人工成本上升致利润率下行风险

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	246	422	568	746
应收票据	0	0	0	0
应收账款	70	85	105	130
预付账款	1	1	2	2
存货	0	1	1	1
其他流动资产	40	0	0	0
流动资产合计	358	509	675	878
其他长期投资	33	36	40	44
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	104	95	88	81
在建工程	3	3	3	3
无形资产	1	1	1	1
其他非流动资产	(1)	(0)	0	1
非流动资产合计	141	136	133	130
<b>资产合计</b>	<b>498</b>	<b>645</b>	<b>808</b>	<b>1,009</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	10	12	15	19
预收款项	21	25	32	39
其他应付款	9	11	13	16
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6
其他流动负债	152	184	228	282
流动负债合计	198	239	294	363
长期借款	31	31	31	31
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债				
非流动负债合计	31	31	31	31
<b>负债合计</b>	<b>229</b>	<b>270</b>	<b>326</b>	<b>394</b>
归属母公司所有者权益	268	373	480	612
少数股东权益	1	2	2	3
<b>所有者权益合计</b>	<b>269</b>	<b>375</b>	<b>482</b>	<b>615</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>498</b>	<b>645</b>	<b>808</b>	<b>1,009</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>114</b>	<b>147</b>	<b>181</b>	<b>220</b>
现金收益	51	126	155	189
存货影响	0	(0)	(0)	(0)
经营性应收影响	(21)	(15)	(20)	(25)
经营性应付影响	36	39	53	65
其他影响	48	(3)	(7)	(9)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(55)</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
资本支出	56	0	0	0
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	(111)	3	4	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>(7)</b>	<b>(24)</b>	<b>(29)</b>	<b>(36)</b>
借款增加	37	0	0	0
财务费用	42	24	29	36
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	(87)	(47)	(58)	(72)

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
<b>营业收入</b>	<b>886</b>	<b>1,075</b>	<b>1,329</b>	<b>1,644</b>
营业成本	698	848	1,049	1,299
税金及附加	6	7	9	11
销售费用	13	16	20	25
管理费用	69	83	103	127
财务费用	1	(1)	(2)	(3)
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>104</b>	<b>126</b>	<b>156</b>	<b>193</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>104</b>	<b>127</b>	<b>157</b>	<b>194</b>
所得税	16	19	24	29
<b>净利润</b>	<b>89</b>	<b>108</b>	<b>133</b>	<b>164</b>
少数股东损益	0	0	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>88</b>	<b>107</b>	<b>133</b>	<b>164</b>
NOPLAT	84	101	125	153
EPS(摊薄)(元)	1.64	1.50	1.85	2.29

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	15%	21%	24%	24%
EBIT 增长率	18%	20%	23%	23%
归母净利润增长率	25%	22%	23%	23%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21%	21%	21%	21%
净利率	10%	10%	10%	10%
ROE	33%	29%	28%	27%
ROIC	948%	-1036%	-185%	-136%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46%	42%	40%	39%
债务权益比	0.9	0.7	0.7	0.6
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.4
速动比率	1.8	2.1	2.3	2.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	201%	188%	183%	181%
应收帐款周转天数	28	26	26	26
应付帐款周转天数	62	61	60	60
存货周转天数	0	0	0	0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.6	1.50	1.85	2.29
每股经营现金流	2.1	2.1	2.5	3.1
每股净资产	5.0	5.2	6.7	8.5
<b>估值比率</b>				
P/E	16.3	17.8	14.4	11.7
P/B	5.4	5.1	4.0	3.1
EV/EBITDA	13.2	13.1	10.2	7.9



## 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。

### 分析师：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	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@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
	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
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@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