

新大正 (002968)

证券研究报告
2019年12月03日

“基础物业+智慧科技”双擎驱动，助飞“国门”大兴

新大正物业：让城市更美好

重庆新大正物业集团股份有限公司于1998年正式成立，是一家致力于打造智慧城市公共建筑和设施，管理公共、园区、航空机场、政府机关、学校、住宅等城市项目的综合服务提供商。2018年新大正物业在管项目308个（其中222个来自重庆），在管面积5367万平方米（其中3500万平米来自重庆）；2018年签约项目存量为314个，签约面积为6272万平方米。服务地域范围覆盖重庆、北京、天津、浙江、江苏等16个省市。

目前，新大正已经设立设施管理、环境管理、安保服务、餐饮服务、商业服务的专业子公司，负责专业化业务并且独立运营。

财务情况：2016-18年主营业务收入分别为6.21亿、7.67亿、8.85亿，2018年同比增长15.43%。（1）物业管理服务：2016-18年物业管理服务收入分别为5.51亿、6.89亿、8.05亿，2018年同比增长16.75%。（2）物业增值服务：2016-18年物业管理服务收入分别为0.58亿元、0.66亿元、0.71亿元，2018年同比增长6.72%。公司归母净利润分别为5664万、7066万、8808万元，同比+24.66%，18年净利率10%。

深耕公共物业领域，市场化运营能力领先行业

新大正物业集团将在维持自身基础物业管理服务稳步增长的前提下，将未来战略定位于城市公共物业领域，并基于“专注于智慧城市公共建筑与设施管理”的目标，搭建出智慧运营的商业模型“慧服务”，并制定向“智慧运营”转型的完整路径。

新大正物业的公共物业中的机场物业项目，近年来发展迅猛，有望成为拉动公司业绩高速增长、拓展全国布局的引擎。新大正物业承接的北京大兴国际机场的项目极具发展潜力，利于提升服务能力、品牌知名度、营造更广阔的盈利空间。

根据中指院发布的《2019中国物业服务百强企业报告》，新大正物业被评为“2019中国物业管理行业市场化运营领先企业”。

首次覆盖，买入评级。

我们预计公司2019-21年收入分别为11.2亿、14.2亿以及18.0亿元，归母净利润分别为1.1亿元、1.47亿元、2.01亿元。我们给予新大正2020年28-30xPE，对应目标市值42亿-45亿。

风险提示：劳务成本上涨风险、业务外包风险、业务地区集中度过高风险、核心业务人员流失风险、未为全部员工缴纳社保的补缴风险、估值风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	767.54	885.85	1,117.00	1,420.00	1,795.00
增长率(%)	23.49	15.41	26.09	27.13	26.41
EBITDA(百万元)	86.00	106.16	132.14	183.71	244.71
净利润(百万元)	70.66	88.08	110.03	147.25	201.03
增长率(%)	160.45	24.66	24.92	33.83	36.53
EPS(元/股)	0.99	1.23	1.54	2.06	2.81
市盈率(P/E)	39.07	31.34	25.09	18.75	13.73
市净率(P/B)	12.52	10.30	6.97	5.08	3.71
市销率(P/S)	3.60	3.12	2.47	1.94	1.54
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.49	12.69	8.97

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	38.53元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	71.64
流通A股股本(百万股)	17.91
A股总市值(百万元)	2,760.39
流通A股市值(百万元)	690.10
每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	41.63
一年内最高/最低(元)	38.53/32.11

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com	
孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	
陈天诚	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001 chentiancheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 新大正物业：让城市更美好	4
1.1. “基础物业+创新物业” 双轮发展	4
1.2. 业务：专注智慧城市公共建筑及设施管理	6
1.2.1. 物业管理服务+物业增值服务+餐饮服务，综合性覆盖	6
1.2.2. 公共+学校+园区+商业+住宅物业，五大业态协同发展	8
1.2.3. 设立专业化子公司：为各业态提供专项物业服务项目，提高经营效率	12
1.3. 2018 年营收 8.86 亿元，同比增长 15.43%	15
2. 深耕公共物业领域，市场化运营能力领先行业	25
2.1. 专注公共物业领域，“智慧化” + “标准化” 运营	25
2.1.1. 未来战略定位：城市公共物业领域	25
2.1.2. 转型智慧运营，打造“慧服务运营模式	25
2.2. 机场物业服务项目展翅高飞，接手北京大兴国际机场项目	26
2.3. 行业视角：新大正物业集团的市场化运营领先行业	27
3. 盈利预测	28

图表目录

图 1：2018 年新大正物业在管项目 308 个其中 222 个来自重庆	5
图 2：2018 年在管面积 5367 万平方米其中 3500 万平米来自重庆	5
图 3：新大正物业战略规划图	5
图 4：新大正物业的三大服务类型	6
图 5：2018 年签约面积达到 6272 万平方米，同比 4.37%	7
图 6：2018 年单价为 1.44 元/平方米/月，同比 11.63%	7
图 7：2018 年在管面积 5367 万平方米，按项目具体划分如下	8
图 8：新大正物业的业务按照业态划分为五大板块，协同发展	8
图 9：新大正物业的公共物业项目：重庆轨道交通 6 号线	9
图 10：新大正物业的学校物业项目：重庆师范大学	10
图 11：各地区市场进入时间，2018 年新开拓市场数量 4 个	12
图 12：新大正的设施管理子公司：重庆高筹智能工程有限公司	13
图 13：新大正的环境管理子公司：重庆大世界保洁有限公司	13
图 14：新大正的安保服务子公司：重庆大正保安服务有限公司	14
图 15：新大正的餐饮服务子公司：重庆益客精厨餐饮管理有限公司	14
图 16：新大正的商业服务逻辑	14
图 17：2018 年新大正物业实现营业收入 8.86 亿元，同比增长 15.43%	15
图 18：2018 年物业主营业务收入占总营业收入之比为 99.95%	15
图 19：2018 年主营业务收入的地域来源：以重庆为主	16
图 20：新大正物业的主营业务中，物业管理服务收入占比显著，2018 年达 90.88%	16

图 21: 2018 年新大正物业实现物业管理服务收入 8.05 亿元, 同比增长 16.75%.....	17
图 22: 新大正物业的物业管理服务收入主要来自综合物业项目, 2018 年综合物业项目收入占比达 84.24%.....	17
图 23: 综合物业项目的物业管理收入按业态划分.....	17
图 24: 综合物业项目以公共物业和学校物业为重心, 2018 年占比分别达 43.19%和 28.34%.....	17
图 25: 专项业务物业项目的物业管理收入按业态划分.....	18
图 26: 专项物业项目分为保洁业务和保安业务, 2018 年两者分别占比 81.03%和 18.97%.....	18
图 27: 2018 年新大正物业实现物业增值服务收入 0.71 亿元, 同比增长 6.72%.....	19
图 28: 新大正物业的物业增值服务收入主要来自泊位费和维修维护费, 2018 年其占比分别达 32.40%和 46.07%.....	19
图 29: 新大正物业的主营业务成本以人工成本为主, 2018 年人工成本占比 87.63%.....	19
图 30: 新大正物业的毛利率, 按照服务类型拆分.....	20
图 31: 综合物业项目毛利率: 园区物业和学校物业表现最为可观.....	21
图 32: 专项物业项目毛利率: 保安业务毛利率高于保洁业务.....	21
图 33: 2018 年新大正物业的销售费用为 0.134 亿元, 其中销售人员职工薪酬占比 53.06%.....	22
图 34: 2018 年新大正物业的销售费用率为 1.51%, 管理费用率 7.73%, 财务费用率 0.11%.....	23
图 35: 2018 年新大正的归母净利润为 0.88 亿元, 归母净利率 9.94%.....	24
图 36: 2018 年新大正的扣非后归母净利润为 0.83 亿元, 扣非后归母净利率 9.41%.....	24
图 37: 截止 2018 年末, 新大正物业拥有现金及现金等价物 2.46 亿元.....	24
图 38: 新大正物业现金流量净额的具体情况.....	24
图 39: 新大正物业偿债能力较强, 2014-18 年的流动比率和速动比率均大于 1.....	24
图 40: 新大正物业: 向“智慧运营”转型升级的完整路径.....	26
图 41: “慧服务”平台的功能.....	26
图 42: 北京大兴国际机场: 新大正物业员工驾驶全自动洗地吸干机进行清洁作业.....	27
图 43: 新大正物业荣获“2019 中国物业管理行业市场化运营领先企业”.....	28
表 1: 重庆新大正物业发展历史.....	4
表 2: 新大正物业所获荣誉.....	6
表 3: 公共物业的具体服务项目.....	9
表 4: 学校物业的具体服务项目.....	10
表 5: 园区物业的具体服务项目.....	11
表 6: 商业物业的具体服务项目.....	11
表 7: 住宅物业的具体服务项目.....	12
表 8: 物业增值服务毛利率: 按六大具体项目拆分.....	22
表 9: 新大正物业管辖的收入排名前五的项目: 2018 年重庆江北机场项目高首位.....	27
表 10: 预测新大正物业 2019-2021 年营业收入分别为 11.17 亿元、14.20 亿元、17.95 亿元.....	28
表 11: 港股物业板块估值水平.....	29

1. 新大正物业：让城市更美好

1.1. “基础物业+创新物业”双轮发展

重庆新大正物业集团股份有限公司于 1998 年正式成立，是一家致力于打造智慧城市公共建筑和设施，管理公共、园区、航空机场、政府机关、学校、住宅等城市项目的综合服务提供商。

重庆新大正物业的前身是重庆大正物业管理有限公司，在大正物业管理有限公司的基础上以 2016 年 6 月 30 日为基准日整体变更而来。整体改制时，重庆新大正物业继承了大正有限公司的全部资产和业务。

表 1：重庆新大正物业发展历史

年份	公司重大事件
1998 年	其前身重庆大正物业管理有限公司成立； 承接第一个项目——大正商场；
2000 年	承接第二个项目——广璐大厦物业管理； 成为中国物业管理协会会员单位；
2001 年	成立大正融信公司；
2003 年	获取国际质量管理 ISO9001 体系、国际环境管理 ISO14001 体系兼容管理体系认证； 操盘内江黄桷井、达州时代天成批发市场；
2004 年	成立英斯特物业分公司和大世界保洁子公司；
2005 年	获取重庆市第一批国家一级物业管理资质； 成立重庆大学城分公司，开始发展学校物业；
2006 年	正式成为中国物业管理协会理事单位； 成立保安子公司；
2007 年	正式成为重庆市物业管理协会会长单位；
2008 年	获得荣誉称号“2008 年中国物业服务百强企业”； 成立餐饮公司；
2010 年	成为中国物业管理协会第三届常务理事协会； 成立成都分公司；
2011 年	正式颁布《大正物业人力资源条例》； 获得荣誉称号“2011 年中国物业服务企业综合实力百强第 42 位”
2012 年	获得荣誉称号“2012 年重庆物业服务企业综合实力 50 强第 2 名” 成立贵州分公司；
2013 年	聘请罗兰贝格对公司进行战略咨询；
2014 年	实施新战略，进行企业转型升级； 员工超过万人；
2015 年	获得荣誉称号“中国物业管理综合实力 TOP100 企业”； 云南分公司成立；
2016 年	新大正物业集团正式城市； 实行第一次股份改革； 获得荣誉称号“2016 年中国物业服务百强企业第 26 位”； 拓展至湖北、湖南、广西的物业市场；
2017 年	挂牌于新三板，2017 年 5 月进驻新三板创新层；

编制地方标准《高效物业管理服务规范》；
 晋升成为第二节高校物业服务企业轮值主席单位；
 接受江北国际机场物业管理；
 正式推出“慧服务”系统；
 拓展至江苏、河南、陕西的物业市场；
 2018年 与新加坡荣腾达成战略合作；
 筹备上市；

资料来源：公司官网，天风证券研究所

成立 20 余年，新大正物业深耕学校、办公、航空、公共、商住五大物业业务板块，打造出保安、保洁、设施、餐饮、商业顾问五大技术平台。

2018 年，新大正物业在管项目 308 个（其中 222 个来自重庆），在管面积 5367 万平方米（其中 3500 万平方米来自重庆）；2018 年签约项目存量为 314 个，签约面积为 6272 万平方米。服务地域范围覆盖重庆、北京、天津、浙江、江苏等 16 个省市。

图 1：2018 年新大正物业在管项目 308 个其中 222 个来自重庆

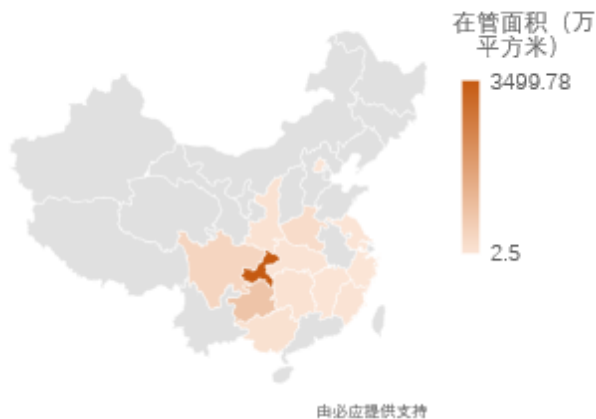
图 2：2018 年在管面积 5367 万平方米其中 3500 万平方米来自重庆

新大正物业在管项目分布（个）



资料来源：招股书，天风证券研究所

新大正物业在管面积分布



资料来源：招股书，天风证券研究所

根据新大正物业近期的战略规划，其计划在 4 年内完成 20 座省级城市的开发（地级市不含期中），计划总投资 6940 万元。

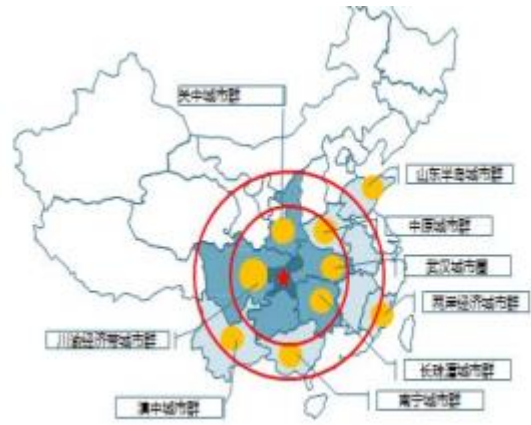
图 3：新大正物业战略规划图

第一阶段 (2016-2017年) : 西南区域深耕布局

第二阶段 (2018年) : 华中和华东

第三阶段 (2019年) : 华东和华南

第四阶段 (2020年) : 华北和东北



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

秉承“让城市更美好”的企业使命, 新大正物业集团不断丰富自身的基础业务, 并在此基础上发展创新业务; 运用电子智能和互联网技术, 不断打造“智慧城市”公共物业服务, 致力于成为城市公共物业行业的领跑者。成立以来, 新大正物业凭借“基础业务+创新业务”的双轮战略, 获得众多荣誉奖项。

表 2: 新大正物业所获荣誉

年份	荣誉奖项
	2016 年全国校园物业服务百强单位第 6 名
2017 年	2017 年中国物业管理 (高校) 特色企业 2017 年中国物业管理影响力品牌企业
2018 年	2018 年中国物业服务百强企业第 17 名 2018 年中国物业服务行业市场化运营领先企业第 4 名
	2019 年中国物业服务百强企业第 19 名; 2019 年中国物业服务行业市场化运营领先企业第 3 名
2019 年	2019 年值得资本市场关注的房地产服务商 2019 年中国转向物业服务优秀企业: 教育物业管理 2019 年重庆市物业服务企业综合实力第 3 名

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

1.2. 业务: 专注智慧城市公共建筑及设施管理

1.2.1. 物业管理服务+物业增值服务+餐饮服务, 综合性覆盖

按照服务类型划分, 新大正物业集团的业务可划分为 (i) 物业管理服务; (2) 物业增值服务; (3) 餐饮服务。

图 4: 新大正物业的三大服务类型



资料来源：招股书，天风证券研究所

● 物业管理服务

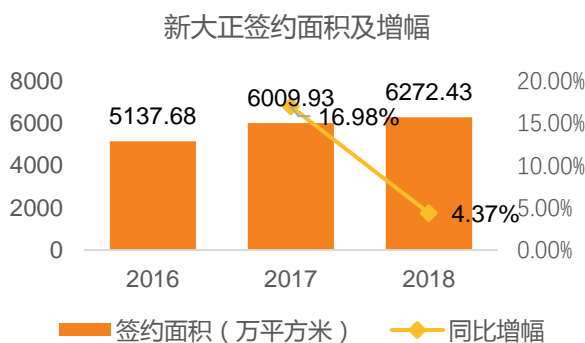
物业管理服务是指根据物业服务合同，为业主和客户提供保安、保洁、日常维修维护、设备设施管理等基础物业服务。

新大正接手的物业管理项目的类型分为：(i) 综合物业项目：仅由单独一家物业公司为目标物业项目提供多项服务，比如同时提供保安、保洁、绿化等多项服务项目；(ii) 专项物业项目：专业服务公司或物业公司仅为目标物业提供特定的单项专业服务。

物业服务管理收入的结算方式而分为包干制和酬金制。包干制：按照合同约定预收或者后收物管收入，对于预收物管收入的项目，款项计入预收款项，每期根据业主的特定信息和服务内容进行收入确认；对于后收物管收入的项目，每期根据系统结算的应收款项或者和业主核对的款项进行暂估确认收入；酬金制：参照和客户订立的物业合同，在物业项目服务完成后，在按照合同约定的比例确认收入。

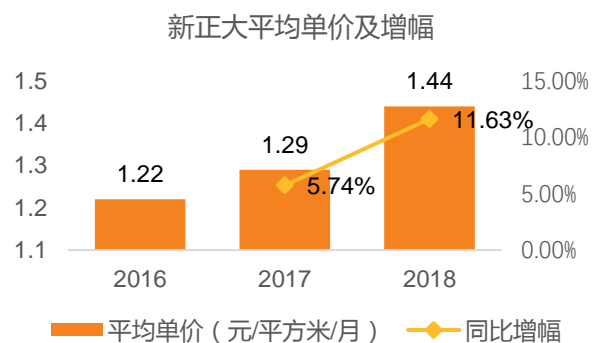
新大正物业管理服务业务规模正高速扩张，截至 2018 年底公司签约项目达到 314 个，面积 6272 万平方米；在管面积 5367 万平方米，在管项目数量 308 个。

图 5：2018 年签约面积达到 6272 万平方米，同比 4.37%



资料来源：新大正招股书，天风证券研究所

图 6：2018 年单价为 1.44 元/平方米/月，同比 11.63%



资料来源：新大正招股书，天风证券研究所

● 物业增值服务

物业增值服务主要包括停车泊位管理、维修维护服务、公共收益、入室保洁和会议服务等业务。

由于增值服务的形式和具体的物业业态密切相关，形式多样，单笔收入金额小，故根据特定增值业务的特点、相关合同和单据确定收入。

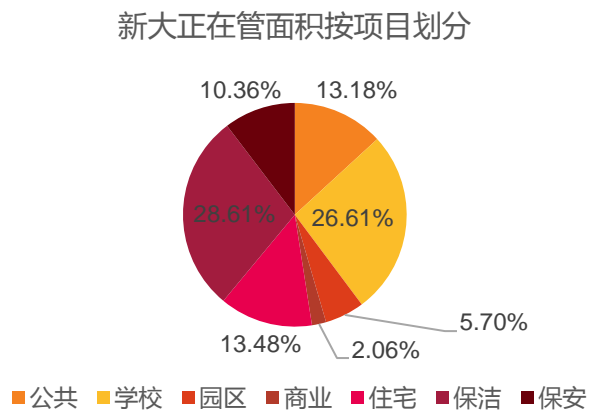
● 餐饮服务

餐饮服务是指为餐饮相关的物业项目提供食堂餐饮服务。按照经营模式划分，餐饮服务可分为受托管理、承包经营、承租经营三种模式。(i) 受托管理：客户免费提供餐饮场地、员工和相关设备，而新大正只需按照要求为客户员工提供用餐服务，而无需承担食堂的经营风险。(ii) 承包经营：客户免费提供餐饮场地、员工和相关设备，新大正需按照要求为客户员工提供用餐服务，并且承担食堂经营所需的食材成本和各类费用，承担经营盈亏风险。(iii) 承租经营：客户将餐厅场地租赁给新大正物业，新大正物业向该物业项目所在地的企业员工提供用餐服务，承担食堂经营所需的食材成本和各类费用，承担经营风险。

1.2.2. 公共+学校+园区+商业+住宅物业，五大业态协同发展

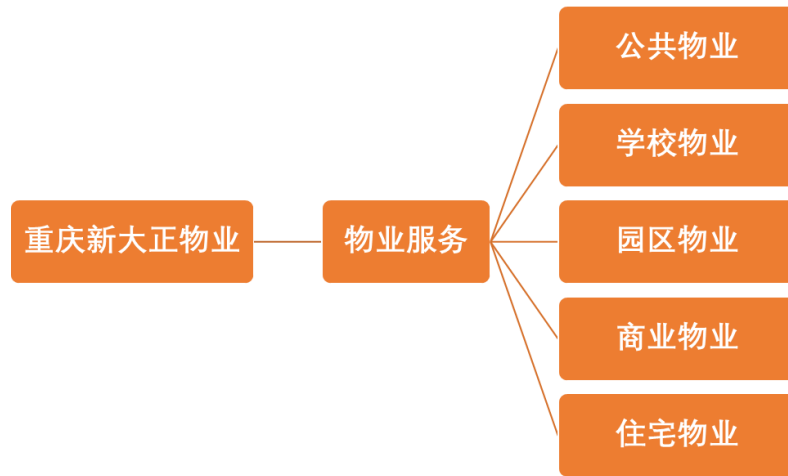
按照业态划分，物业服务可划分为：(1) 公共物业；(2) 学校物业；(3) 园区服务；(4) 商业物业；(5) 住宅物业。此种模式的划分利于将服务进行专业化、标准化和产品化分工。

图 7：2018 年在管面积 5367 万平方米，按项目具体划分如下



资料来源：新大正招股书，天风证券研究所

图 8：新大正物业的业务按照业态划分为五大板块，协同发展



资料来源：招股书，天风证券研究所

● 公共物业

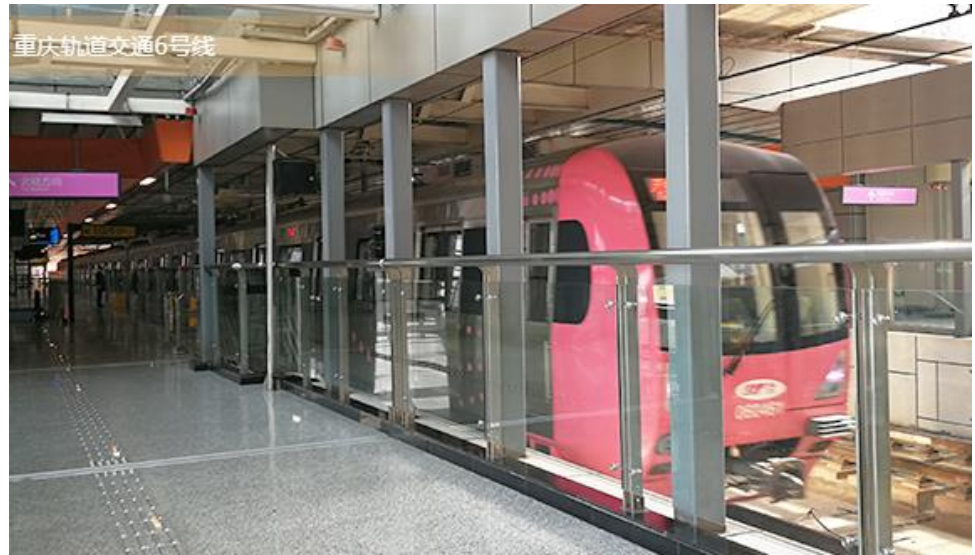
新大正的公共物业涵盖各种城市功能体。包含以文化中心、博物馆、体育馆、会议展览等场馆物业；基于医疗机构、福利院和养老院等的医养物业；基于城市公共实证设施的市政物业；基于公共交通比如公交、铁路、轨道、机场及附属场所的城市公共建筑与设施类物业。公共物业提供的具体服务项目如下表所示：

表 3：公共物业的具体服务项目

	服务项目
1	秩序维护管理
2	环境卫生管理
3	绿化维护及保养
4	设施设备维护保值增值
5	政务、商务接待服务
6	突发事件应急处置服务
7	工程维修快捷服务
8	节能减排管理
9	餐饮管理服务
10	其它后勤保障服务

资料来源：招股书，天风证券研究所

图 9：新大正物业的公共物业项目：重庆轨道交通 6 号线



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 学校物业

新大正物业秉承“管理、服务、环境”的育人理念，基于学校物业的需求特定性、特殊性，面向多类学校，提供综合一体化的后勤服务，具体包括基础物业管理、配套校园的公寓、学习辅助和师生生活的服务。

新大正的学校物业经过 14 年的耕耘，地域范围广阔，已经渗透进云南、贵州、四川、湖南、河南、陕西、广西、江西等省市，服务对象超过 60 所高校。新大正在学校物业方面积累了深厚的实力和口碑，并且曾参与地方标准的定制——已经协助编制并颁布了重庆市《高校物业管理服务标准》，成为第二届高校物业企业联盟主席单位，其接手的学校物业项目多次获得全国优秀项目等荣誉称号。

表 4：学校物业的具体服务项目

服务项目		服务项目	
1	校园秩序维护	9	工程维修维保
2	环境保洁绿化管理	10	设施设备运行维修保养
3	学生公寓管理	11	工程维修快捷服务
4	安全消防管理	12	节能减排管理
5	大型活动服务	13	环境保洁绿化管理
6	会议服务	14	勤工俭学基地、学生实习基地
7	车辆秩序管理	15	小红帽服务
8	突发事件应急处置	16	票流、票务等服务

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 10：新大正物业的学校物业项目：重庆师范大学



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 园区服务

园区服务主要是针对工业园区展开，基于园区的“办公+生产+生活一体化”的特点，新大正为园区客户提供基础物业服务，并且涵盖综合化的园区人员保障服务。

表 5：园区物业的具体服务项目

服务项目		服务项目	
1	公共场所安全秩序维护	7	室内植物绿化服务
2	环境保洁绿化管理	8	车辆秩序管理
3	大型活动服务	9	设施设备维保保值增值
4	厂区公寓宿舍管理服务	10	工程维修快捷服务
5	节能减排管理	11	厂区食堂团餐服务
6	突发事件应急处置服务	12	其他特约特殊服务

资料来源：招股书，天风证券研究所

● 商业物业

商业物业以购物中心、百货商场、商业街等作为服务主体，通过提供高端专业的服务，比如商场管理、资产经营、客户联谊互动活动等，为商家吸引客流量，提升商家收益。

公司的成立是以大正商场的商业物业项目为起点，通过 21 年的深耕挖掘，其在商业物业方面建构了完善的商业运营体系和商业实践整合经验。

表 6：商业物业的具体服务项目

服务项目		服务项目	
1	商业策划服务	8	社区文化活动推广
2	资产经营管理	9	节能减排管理
3	公共场所安全秩序维护	10	设施设备维保保值增值
4	商业招商	11	突发事件应急处置服务

5	环境保洁绿化管理	12	车辆秩序管理
6	业权整合经营服务	13	工程维修快捷服务
7	租赁代理服务	14	物业管理顾问服务

资料来源：招股书，天风证券研究所

● 住宅物业

住宅物业的服务主体为商品住宅、公租房的业主和客户，以“社区化+私密化”为基调，力求提升业主生活的便利性、安全性及舒适性。

新大正的住宅物业板块的具体楼盘类型包含小区、洋房、别墅等，并且不断市场化。

表 7：住宅物业的具体服务项目

服务项目	服务项目
1 小区秩序管理	8 安全消防管理
2 环境保洁绿化管理	9 节能减排管理
3 设施设备维保保值增值服务	10 车辆秩序管理服务
4 房屋租赁代理服务	11 配套商业管理
5 家政服务	12 专项工程维修服务
6 社区文化活动服务	13 特约维修服务
7 物流、票务服务	

资料来源：招股书，天风证券研究所

公司面向全国，积极开拓业务覆盖范围。2018 年新大正物业服务已覆盖 14 个省（直辖市），其中有 7 个是在 2016 年后开拓的。在 2016 年底，公司业务只覆盖我国西部和南部地区。但 2018 年底，公司已将业务范围已经延伸到华北、华东以及东南地区。新大正在积极拓展业务地域覆盖范围的同时，也不忘巩固大本营：2016-18 年重庆地区业务规模不断扩大，在管面积持续上升。这与公司基于重庆，深耕西南，面向全国的战略相符。

图 11：各地区市场进入时间，2018 年新开拓市场数量 4 个



资料来源：新大正招股书，天风证券研究所

1.2.3. 设立专业化子公司：为各业态提供专项物业服务项目，提高经营效率

为提高服务质量和经营效率，新大正从物业服务延伸、将技术专业化，设定专业分公司、子公司，培养专业人员、提高技术储备，为上述五大物业业态提供各类专项服务。

目前，新大正已经设立了设施管理、环境管理、安保服务、餐饮服务、商业服务的专业子公司，负责专业化业务并且独立运营。具体如下：

- **设施管理子公司——重庆高筹智能工程有限公司**

重庆高筹智能工程有限公司是新大正物业集团的全资子公司，专业负责设施设备的维修保养、提供技术支持。

图 12：新大正的设施管理子公司：重庆高筹智能工程有限公司



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **环境管理子公司——重庆大世界保洁有限公司**

重庆大世界保洁有限公司是新大正物业集团旗下、负责清洁保养和环境管理的子公司其专业负责承接商场、机场、商业写字楼等高端保洁项目。

图 13：新大正的环境管理子公司：重庆大世界保洁有限公司



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 安保服务子公司——重庆大正保安服务有限公司

重庆大正保安服务有限公司是新大正物业旗下、专供保安服务的子公司。

图 14：新大正的安保服务子公司：重庆大正保安服务有限公司



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 餐饮服务子公司——重庆益客精榭餐饮管理有限公司

重庆益客精榭餐饮管理有限公司是新大正物业旗下、专业提供餐饮服务的子公司，其承接写字楼和工业园区的餐饮业务，具体服务包括自助餐、商务餐、送餐、团膳餐饮服务等。

图 15：新大正的餐饮服务子公司：重庆益客精榭餐饮管理有限公司



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 商业服务子公司——重庆大疆商业管理有限公司

重庆大疆商业管理有限公司是新大正物业旗下、专业提供商业地产和物业资源商业服务的子公司，其专业化业务包括商业地产投资开发、项目研策定位、商业培训等，致力于实现商业物业的资产保值和增值。

图 16：新大正的商业服务逻辑

<p>物业资源商业开发及运营管理</p>		<p>商业地产项目资讯策划</p> <p>通过调研分析，制定项目评估、业态定位、招商实施等前瞻性思想及可行性方案。</p>	<p>销售代理</p> <p>承接各类商业租售代理，根据项目实情，规划租售总体思路、实施方案、核心策略、租售节点与时机规划。</p>	
<p>通过调研分析，挖掘物业项目商业契机、制定商业项目开发实施策略、制定实施计划、实操商业项目运营管理全程营销策略、为客户的需求提供全面的解决方案。</p>		<p>商业经营管理</p> <p>提供商业顾问咨询、商业品牌开业筹备指导、后期经营管理服务、商业项目营销推广策划、商业代理招商、物业租售代理、商业物业诊断顾问服务。</p>	<p>商业招商及开业筹备服务</p> <p>根据市场调研，提供商业定位、招商策略、招商计划、实施方案、开业筹备指导。</p>	<p>商业培训</p> <p>业界优秀的团队，为客户量身定制商业综合培训计划、专属课件、提供高端商业培训课程。</p>
<p>市场营销策划</p> <p>提供商务信息咨询与市场调研、对企业形象、企业管理咨询、品牌形象制定全程营销策略、并实施营销差异化与定位、管理企业生命周期战略。</p>				

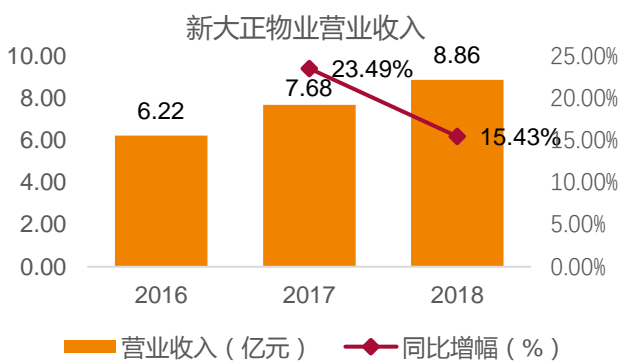
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 2018 年营收 8.86 亿元，同比增长 15.43%

2016-18 年新大正物业营业收入分别为 6.22 亿元、7.68 亿元、8.86 亿元，2018 年同比增长 15.43%。

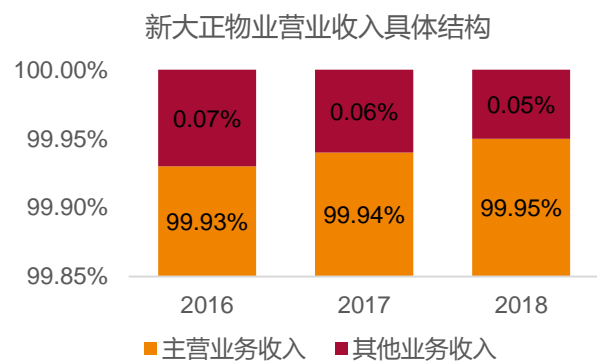
主营业务收入主要包括物业管理服务、物业增值服务和餐饮服务的收入，2016-18 年新大正物业的主营业务收入分别为 6.21 亿元、7.67 亿元、8.85 亿元，占总营业收入的比例分别为 99.93%、99.94%、99.95%，主营业务占比显著。其他业务收入主要来自集团将自有房产向外租赁的收入，占比较小。

图 17: 2018 年新大正物业实现营业收入 8.86 亿元，同比增长 15.43%



资料来源：招股书，天风证券研究所

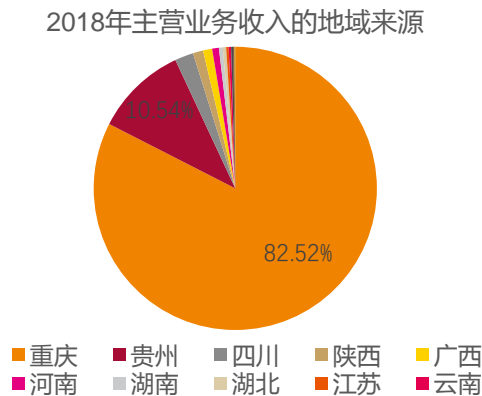
图 18: 2018 年物业主营业务收入占总营业收入之比为 99.95%



资料来源：招股书，天风证券研究所

主营业务收入按照地域划分：主要来自重庆、贵州、云南等西南地区，也有渗透中东部地区。主要来自重庆地区：2016-18 年来自重庆地区的主营业务收入分别为 5.45 亿元、6.53 亿元、7.31 亿元，占全部主营业务收入的比分别为 87.77%、85.09%、82.52%，此比例有下降趋势；同时，西南地区、中东部地区的主营业务收入占比有上升趋势，这一变化体现新大正物业正逐步向全国渗透，契合公司“立足重庆本地、以西南为重点、向中东部和全国拓展”的战略规划。

图 19：2018 年主营业务收入的地域来源：以重庆为主



资料来源：招股书，天风证券研究所

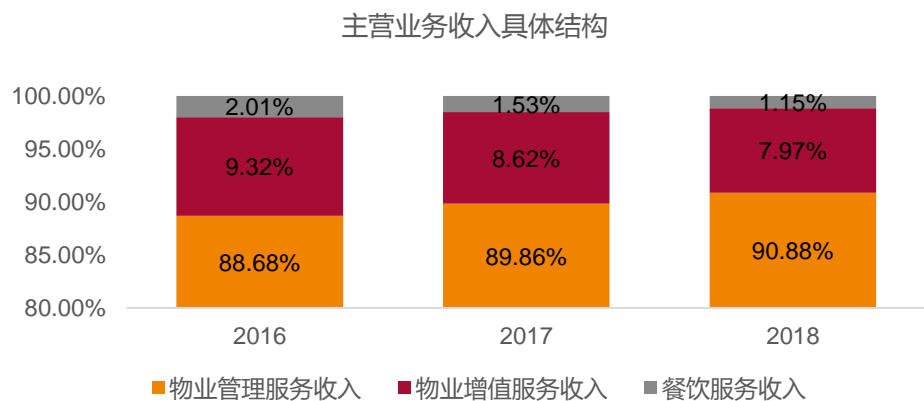
主营业务收入按照三大服务类型划分：

(1) 物业管理服务：2016-18 年物业管理服务收入分别为 5.51 亿元、6.89 亿元、8.05 亿元，2018 年同比增长 16.75%，占主营业务收入的比例分别为 88.68%、89.86%、90.88% (+1.02pct)。

(2) 物业增值服务：2016-18 年物业增值服务收入分别为 0.58 亿元、0.66 亿元、0.71 亿元，2018 年同比增长 6.72%，占主营业务收入的比例分别为 9.32%、8.62%、7.97% (-0.65pct)。

(3) 餐饮服务：2016-18 年餐饮服务收入分别为 0.12 亿元、0.12 亿元、0.10 亿元，2018 年同比减少 13.15%，占主营业务收入的比例分别为 2.01%、1.53%、1.15% (-0.38pct)。

图 20：新大正物业的主营业务中，物业管理服务收入占比显著，2018 年达 90.88%



资料来源：招股书，天风证券研究所

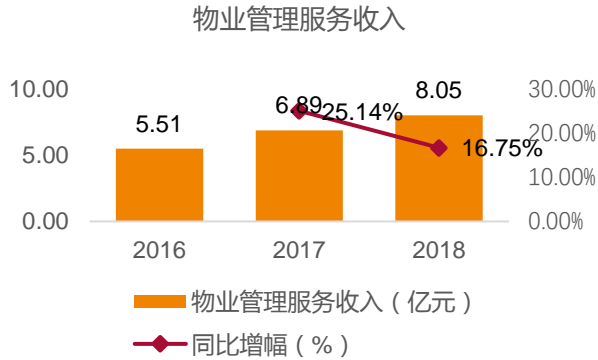
具体来看：

(1) 物业管理服务收入：

新大正物业的物业管理服务收入，主要是根据与客户的合同提供基础物业服务，收取物业管理费。2016-18 年物业管理服务收入分别为 5.51 亿元、6.89 亿元、8.05 亿元，2018 年同比增长 16.75%，2016-18 年其占主营业务收入的比例分别为 88.68%、89.86%、90.88%

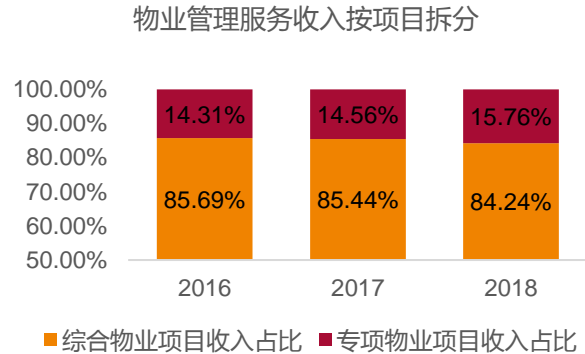
(+1.02pct)。物业管理服务收入的数额和占比增长，主要得益于公司接手的管理项目和在管面积的持续增长。

图 21：2018 年新大正物业实现物业管理服务收入 8.05 亿元，同比增长 16.75%



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 22：新大正物业的物业管理服务收入主要来自综合物业项目，2018 年综合物业项目收入占比达 84.24%



资料来源：招股书，天风证券研究所

物业管理服务收入按项目类型划分为综合物业项目和专项物业项目，物业管理服务收入主要来自于综合物业项目。具体如下：

● **综合物业项目物业管理收入**

综合物业项目是指仅由一家物业公司为项目提供多项服务。2016-18 年新大正物业的综合物业项目实现物管收入 4.72 亿元、5.89 亿元、6.78 亿元，2018 年同比增长 15.12%，2016-18 年占比物业管理服务收入的比例分别为 85.69%、85.44%、84.24%，占比显著并且趋于稳定。

2018 年下半年，新大正新增以酬金制为结算方式的综合物业项目，实现酬金制综合物业管理服务收入 11.82 万元，占整个综合物业项目收入的比例极小。

综合物业项目物业管理收入按照业态划分，可划分为公共物业、学校物业、住宅物业商业物业、园区物业五大板块，以公共物业和学校物业为业务重心，契合公司战略发展规划。

(i) **公共物业**：2016-18 年公共物业综合物业项目物管收入分别为 1.74 亿元、2.29 亿元、2.93 亿元，2018 年同比增长 27.73%，占比综合物业项目物管收入的 43.19% (+4.27pct)，是综合物业项目的主要业态。

(ii) **学校物业**：2016-18 年学校物业物管收入分别为 1.29 亿元、1.65 亿元、1.92 亿元，2018 年同比增长 16.67%，占比综合物业项目物管收入的 28.34% (+0.38pct)。

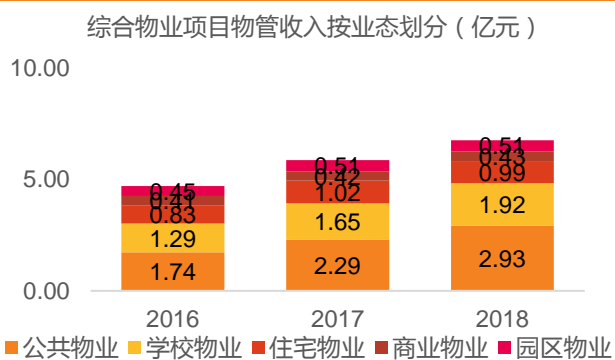
(iii) **园区物业**：2016-18 年园区物业物管收入分别为 0.45 亿元、0.51 亿元、0.51 亿元，2018 年同比减少 0.65%，占比综合物业项目物管收入的 7.46% (-1.19pct)。

(iv) **商业物业**：2016-18 年商业物业物管收入分别为 0.41 亿元、0.42 亿元、0.43 亿元，2018 年同比增长 2.33%，占比综合物业项目物管收入的 6.36% (-0.80pct)。

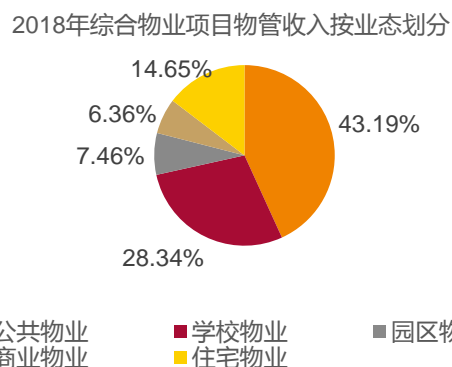
(v) **住宅物业**：2016-18 年住宅物业物管收入分别为 0.83 亿元、1.02 亿元、0.99 亿元，2018 年同比减少 2.58%，占比综合物业项目物管收入的 14.65% (-2.66pct)。

图 23：综合物业项目的物业管理收入按业态划分

图 24：综合物业项目以公共物业和学校物业为重心，2018 年占比分别达 43.19%和 28.34%



资料来源: 招股书, 天风证券研究所



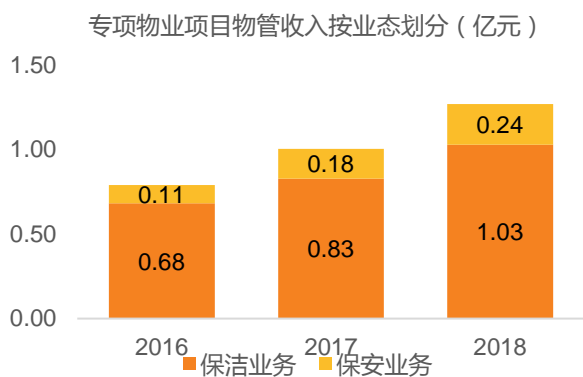
资料来源: 招股书, 天风证券研究所

● 专项业务物业项目物业管理收入

专项物业项目是指专业服务公司或物业公司为目标物业提供特定的单项专业服务。2016-18年新大正物业的专项物业项目实现物管收入0.79亿元、1.00亿元、1.27亿元,2018年同比增长26.33%,2016-18年占比物业管理服务收入的比例分别为14.31%、14.56%、15.76%。

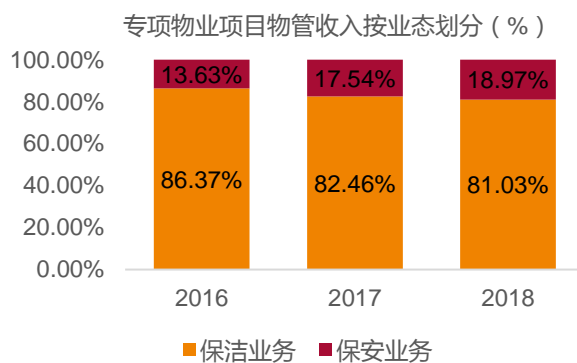
专项业务物业项目的物业管理收入按照业务类型,可划分为保洁业务和保安业务。(i) **保洁业务**:2016-18年保洁专项业务实现收入分别为0.68亿元、0.83亿元、1.03亿元,2018年同比增长24.14%,占比专项物业项物业管理收入的81.03%(-1.43pct)。(ii) **保安业务**:2016-18年保安专项业务实现收入分别为0.11亿元、0.18亿元、0.24亿元,2018年同比增长36.67%,占比专项物业项物业管理收入的18.97%(+1.43pct)。新大正物业的保洁业务和保安业务的增长得益于客户提供的专项项目数量和规模的大幅增长。

图 25: 专项业务物业项目的物业管理收入按业态划分



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

图 26: 专项物业项目分为保洁业务和保安业务, 2018 年两者分别占比 81.03%和 18.97%



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

(2) 物业增值服务收入

新大正物业于2016-18年,物业增值服务收入分别为0.58亿元、0.66亿元、0.71亿元,2018年同比增长6.72%,2016-18年物业增值服务收入占比主营业务收入的比例分别为9.32%、8.62%、7.97%(-0.65pct)。物业增值服务收入的增长得益于在管项目和在管面积的扩张。

物业增值服务收入主要涵盖泊位费、维修维护费、公共收益、入室保洁、会议服务、其他服务收入,以泊位费和维修维护费收入为主。

(i) **泊位费**:泊位费主要是对各业态的停车场收取服务费用,2016-18年泊位费收入

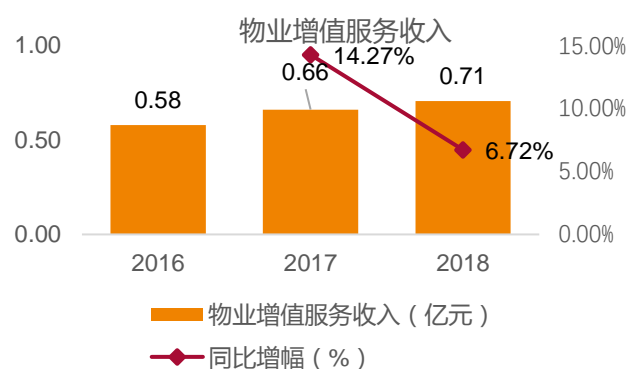
分别为 0.22 亿元、0.23 亿元、0.23 亿元，2018 年同比减少 1.04%，占比物业增值服务收入的 32.40% (-2.54pct)。

(ii) **维修维护费**：主要指针对空调、家用电器等设备的维修维护收取服务费用，2016-18 年维修维护费收入分别为 0.24 亿元、0.29 亿元、0.33 亿元，2018 年同比增长 12.73%，占比物业增值服务收入的 46.07% (+2.46pct)。

(iii) **公共收益**：是指基于物业管理用房、物业共用部位、共用设施设备、共用场地的经营管理收入，2016-18 年公共收益收入分别为 0.01 亿元、0.01 亿元、0.02 亿元，2018 年同比增长 16.60%，占比物业增值服务收入的 2.23% (+0.19pct)。

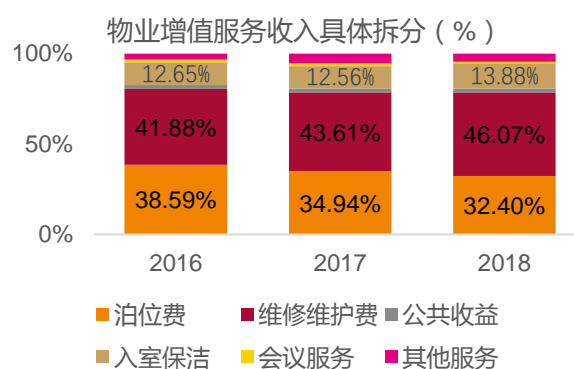
(iv) **入室保洁**：基于室内和店内保洁的服务收入，2016-18 年入室保洁收入分别为 0.07 亿元、0.08 亿元、0.10 亿元，2018 年同比增长 17.94%，占比物业增值服务收入的 13.88% (+1.32pct)。(v) **会议服务**：是指基于会议组织、安排等的服务收入，2018 年会议服务收入占比物业增值服务的 0.90% (-0.63pct)。(vi) **其他服务**：由于特定项目中业主客户的具体需求而产生的零碎服务收入，2016-18 年其他服务收入分别为 0.02 亿元、0.04 亿元、0.03 亿元，2018 年同比减少 9.27%，占比物业增值服务收入的 4.52% (-0.80pct)。

图 27：2018 年新大正物业实现物业增值服务收入 0.71 亿元，同比增长 6.72%



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 28：新大正物业的物业增值服务收入主要来自泊位费和维修维护费，2018 年其占比分别达 32.40%和 46.07%



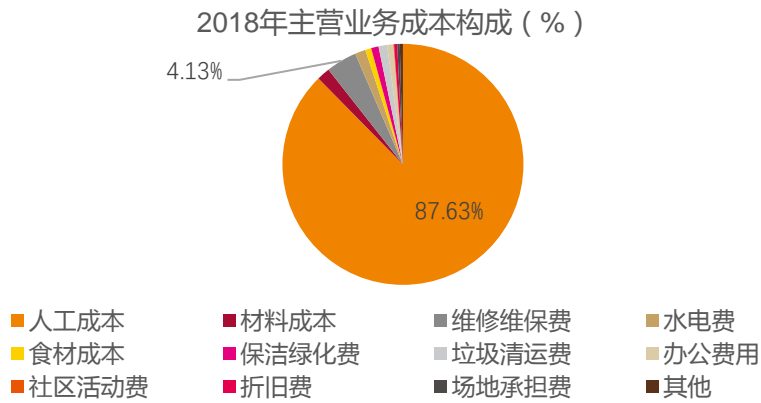
资料来源：招股书，天风证券研究所

(3) 餐饮服务收入

2016-18 年，新大正物业的餐饮服务收入分别为 0.12 亿元、0.12 亿元、0.10 亿元，2018 年同比减少 13.15%。餐饮服务收入有下降趋势，主要源于接手的餐饮项目数量减少。

从主营业务成本来看，2016-18 年主营业务成本分别为 4.77 亿元、6.03 亿元、6.98 亿元，2018 年同比增长 15.67%。主营业务成本主要包括人工成本、材料成本、维修维护费、水电费、食材成本、保洁绿化费等，以人工成本为主(2018 年人工成本占比 87.63%)。2018 年公司主营业务成本的增长主要源于项目增多，相关工作人员也随之增加，使职工薪酬上升。

图 29：新大正物业的主营业务成本以人工成本为主，2018 年人工成本占比 87.63%

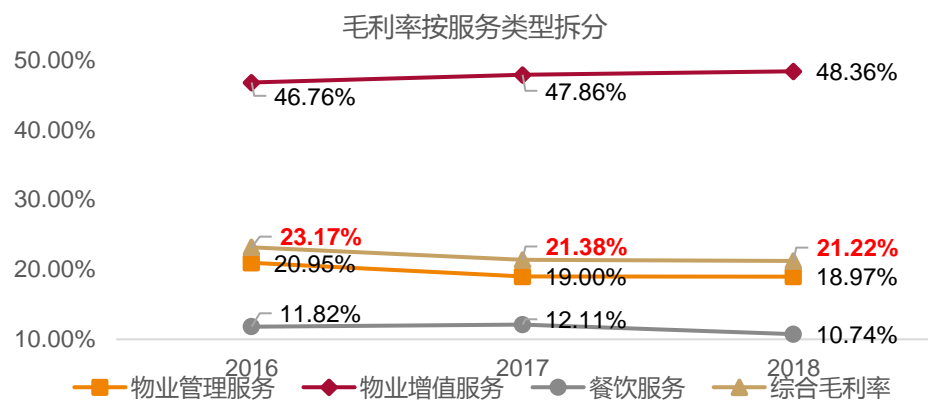


资料来源：招股书，天风证券研究所

2016-18年新大正物业实现的主营业务毛利润分别为1.44亿元、1.64亿元、1.88亿元，2018年同比增长14.89%。按照服务类型划分，2018年，物业管理服务实现毛利润1.53亿元(占比81.26%，+1.42pct)，物业增值服务实现毛利润0.34亿元(占比18.16%，-1.14pct)，餐饮服务实现毛利润0.011亿元(占比0.58%，-0.28pct)。

从主营业务毛利率来看，2016-18年新大正物业综合毛利率分别为23.17%、21.38%、21.22%，有下降趋势。

图 30：新大正物业的毛利率，按照服务类型拆分



资料来源：招股书，天风证券研究所

分服务类型具体来看：

(1) 物业管理服务毛利率

2016-18年，物业管理服务毛利率分别为20.95%、19.00%、18.97%，呈现下降趋势。从2016至2017年，物业管理服务毛利率下跌1.95pct，主要是因为2016年5月的营改增的影响、人员成本上升；从2017至2018年，物业管理服务毛利率变动0.03pct，保持稳定，2018年江北机场、樵坪人家等项目实现盈利，但由于物价上涨及人员成本上升，故毛利率基本持平2017年。

将物业管理服务拆分为综合物业项目和专项物业项目来看：

- 综合物业项目

2016-18 年综合物业项目毛利率分别为 22.56%、20.42%、20.48%。具体划分为五大业态来看，园区物业毛利率较高，2018 年达 28.83%；其次是公共物业的毛利率，2018 年达 21.25%；其次是学校物业的毛利率，2018 年达 20.16%。

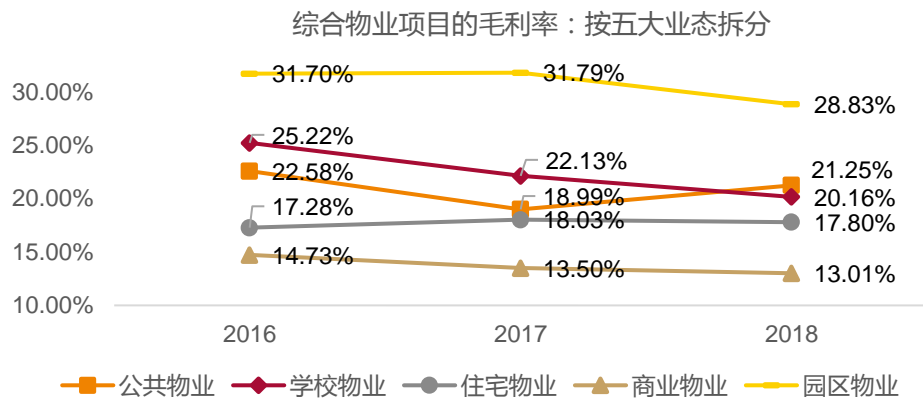
● 专项物业项目

2016-18 年专项物业项目毛利率分别为 11.29%、10.66%、10.92%。具体划分为保洁业务和保安业务两大类来看，保安业务毛利率高于保洁业务毛利率，2018 年保洁业务毛利率为 8.50%，保安业务毛利率为 21.29%。

保洁业务毛利率：由于单项保洁项目门槛低、从事保洁项目的公司较多、竞争激烈、项目承包价格低（无价格优势），所以该专项毛利率较低。

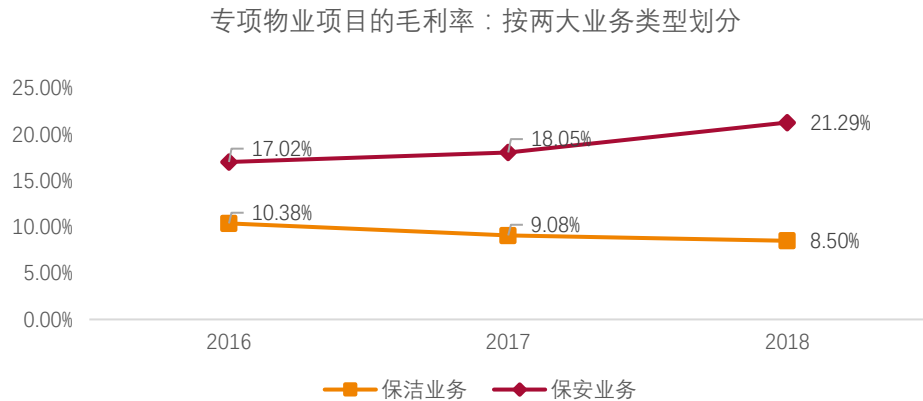
保安业务毛利率：2016-18 年保安业务毛利率呈现上升趋势，这得益于新大正接手的黔灵山公园、景峰制药等项目的毛利率较高，并且业务规模逐步扩大带来规模经济效应，存量项目中对工作人员的管控和对成本的控制更为有效，且与客户协商的定价逐步市场化，拉动了保安业务毛利率的提升。

图 31：综合物业项目毛利率：园区物业和学校物业表现最为可观



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 32：专项物业项目毛利率：保安业务毛利率高于保洁业务



资料来源：招股书，天风证券研究所

(2) 物业增值服务毛利率

物业增服务业毛利率表现亮眼。2016-18 年，物业增值服务毛利率分别为 46.76%、47.86%、48.36%，稳步上升。物业增值服务毛利率表现可观，主要得益于增值服务可直接由基础物业服务人员提供，而无需提供大量的专业人员，且提供服务耗费的材料、易耗品等较少，故物业增值服务整体毛利率较高。2016-18 年物业增值服务毛利率稳步提升，得益于泊位费和维修服务毛利率的上升，并且新大正接手的物业项目数量和规模扩大，其不断优化人员结构、降低成本、提高效率。

按具体项目划分，可分为泊位费、维修维护费、公共收益、入室保洁、会议服务和其他。其中，公共收益和会议服务 2016-18 年的毛利率均为 100%，这是由于相关服务的成本已经被包含在物业管理服务成本中，不能重复计算。泊位费和维修维护费的毛利率在 2016-18 年有上升趋势，这得益于新大正管理的公租房和住宅小区物业项目的入住、换租率升高，提高了泊位费和维修维护费收入，进一步拉动了整个物业增值服务的毛利率提升。

表 8：物业增值服务毛利率：按六大具体项目拆分

增值服务 具体项目的毛利率	2016	2017	2018
泊位费	53.21%	53.75%	54.63%
维修维护费	34.22%	35.69%	38.38%
公共收益	100.00%	100%	100%
入室保洁	52.64%	54.93%	52.53%
会议服务	100.00%	100%	100%
其他	47.79%	57.37%	56.57%

资料来源：招股书，天风证券研究所

(3) 餐饮服务毛利率

2016-18 年餐饮服务毛利率分别为 11.82%、12.11%、10.74%，2018 年较 2017 年下跌 1.37pct，这源于新大正提高餐饮服务工作人员的社保和公积金缴纳的覆盖比例，并且物价上涨，从而餐饮服务员工成本上升，压制了餐饮服务毛利率。

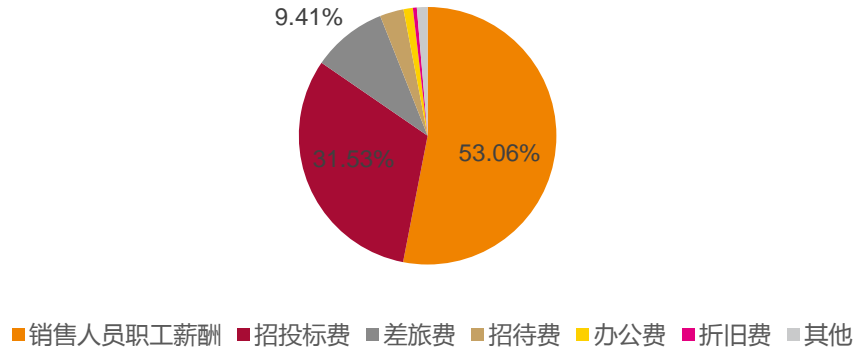
从费用来看：

2016-18 年新大正物业的销售费用分别为 0.053 亿元、0.088 亿元、0.134 亿元，对 2018 年同比增长 51.54%。2016-18 年销售费用率分别为 0.85%、1.15%、1.51%，呈现上升趋势。

销售费用涵盖销售人工薪酬、招投标费用、业务招待费等。新大正物业销售费用的增加和销售费用率的上升是因为业务规模的扩张，所需的销售人员数量上升，故销售人员职工薪酬、差旅费等费用上升，并且业务扩张也会使招投标费用支出增多。

图 33：2018 年新大正物业的销售费用为 0.134 亿元，其中销售人员职工薪酬占比 53.06%

2018年销售费用拆分(%)



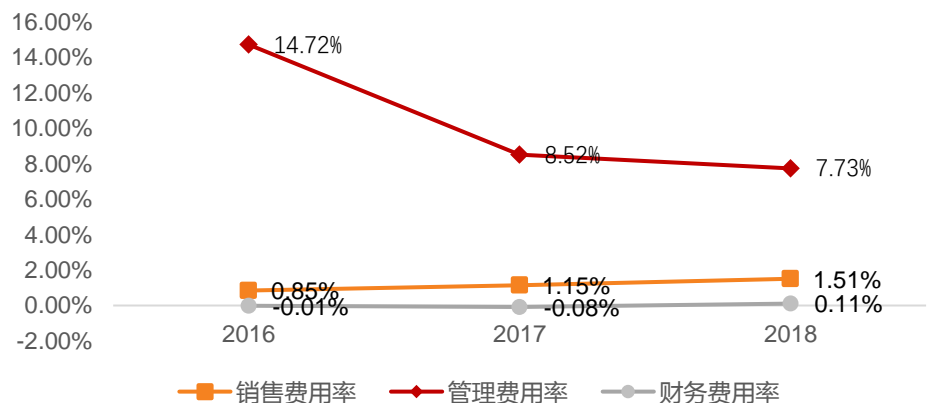
资料来源：招股书，天风证券研究所

2016-18年新大正物业的管理费用分别为0.91亿元、0.65亿元、0.69亿元，2018年同比增长4.84%。2016-18年管理费用率分别为14.72%、8.52%、7.73%，呈现逐步下降的趋势。

管理费用涵盖管理人员职工薪酬、差旅费、车辆使用费、中介机构服务费、管理办公费用、会议费、通讯费、固定资产折旧、无形资产摊销、股权激励费用等，以管理人员职工薪酬为主，2016-18年管理人员职工薪酬分别为0.32亿元、0.36亿元、0.44亿元，分别占比当年管理费用总额的51.26%、55.57%、64.35%。管理人员职工薪酬持续上升，源于公司业务规模增大，需要更多的管理人员以维持公司正常运营。

2016-18年财务费用分别为-5.51万元、-63.17万元、96.17万元，2016-18年财务费用率分别为-0.01%、-0.08%、0.11%。财务费用主要涵盖利息支出、利息收入、手续费及其他。利息支出主要来源于公司为购置新办公楼而产生的借款，手续费及其他包含银行进出账业务、POS机、支付宝支付时产生的手续费等。

图 34：2018年新大正物业的销售费用率为1.51%，管理费用率7.73%，财务费用率0.11%



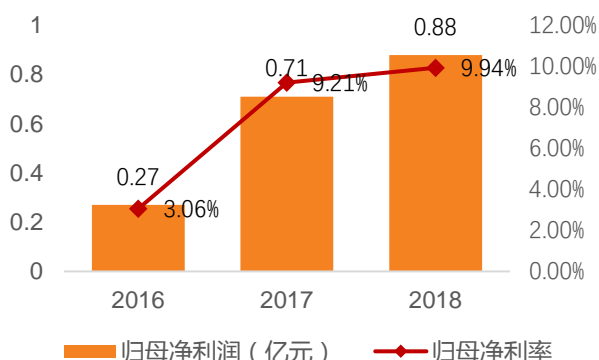
资料来源：招股书，天风证券研究所

2016-18年新大正物业实现的归母净利润分别为0.27亿元、0.71亿元、0.88亿元，2018年同比增长24.66%；2016-18归母净利润率分别为3.06%、9.21%、9.94%，有小幅上升趋势。

从扣非后归母净利润来看，2016-18年新大正物业实现的扣非后归母净利润分别为0.64亿元、0.78亿元、0.83亿元，2018年同比增长6.79%；2016-18年扣非后净利率分别为10.34%、10.18%、9.41%。扣除的非经常性损益包括政府补助、非流动资产处置损益、所

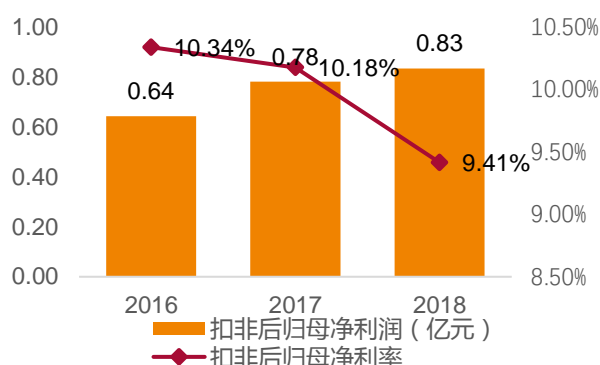
得税影响、少数股东影响额、股权激励费用等。

图 35: 2018 年新大正的归母净利润为 0.88 亿元, 归母净利率 9.94%



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

图 36: 2018 年新大正的扣非后归母净利润为 0.83 亿元, 扣非后归母净利率 9.41%

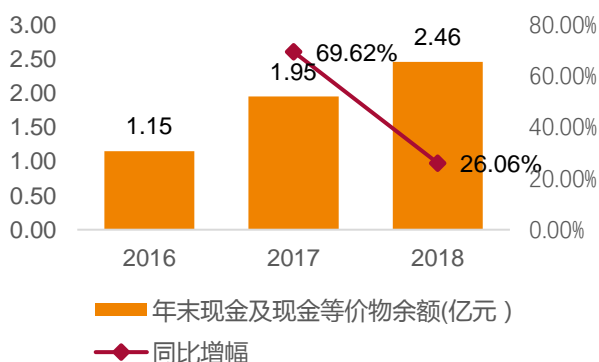


资料来源: 招股书, 天风证券研究所

截止 2016-18 年年末, 新大正物业拥有现金及现金等价物余额分别为 1.15 亿元、1.95 亿元、2.46 亿元, 2018 年同比增长 26.06%。

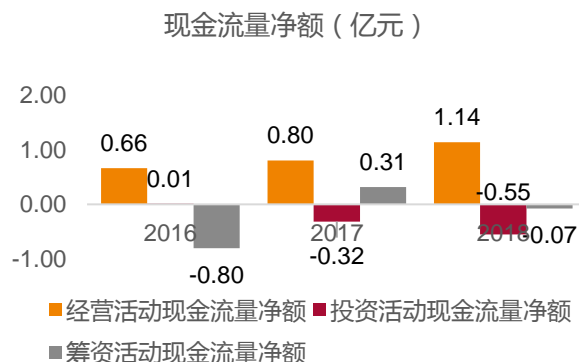
2018 年现金及现金等价物净增加额为 0.51 亿元。具体来看: **经营活动现金流量净额:** 2018 年经营活动现金流量净额为 1.14 亿元, 同比增长 41.19%, 主要得益于公司业务的发展、物业管理服务和物业增值服务收入增加并且快速转换为资金流入。 **投资活动现金流量净额:** 2018 年投资活动现金流量净额为 -0.55 亿元, 其为负值的原因是公司购置固定资产和无形资产等、投资支付现金的数额较多。 **筹资活动现金流量净额:** 2018 年筹资活动现金流量净额为 -0.07 亿元, 筹资活动现金流出数额较大主要是因为分配股利、偿付利息和债务等。

图 37: 截止 2018 年末, 新大正物业拥有现金及现金等价物 2.46 亿元



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

图 38: 新大正物业现金流量净额的具体情况

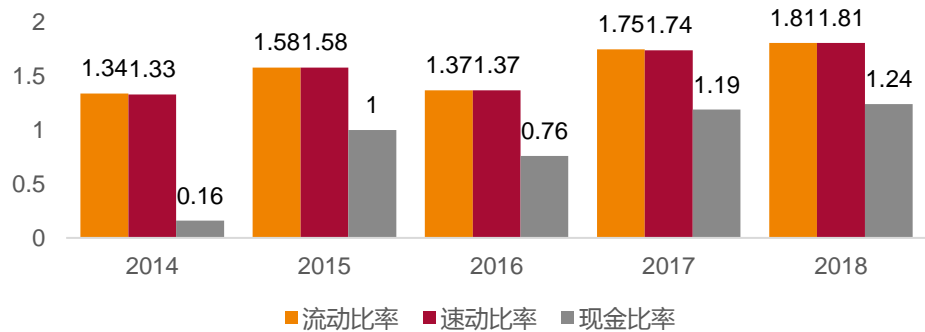


资料来源: 招股书, 天风证券研究所

新大正物业偿债能力较强, 2014-18 年的流动比率和速动比率均大于 1, 2018 年的利息保障倍数为 52.74。

图 39: 新大正物业偿债能力较强, 2014-18 年的流动比率和速动比率均大于 1

新大正物业的偿债能力



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 深耕公共物业领域，市场化运营能力领先行业

2.1. 专注公共物业领域，“智慧化” + “标准化”运营

2.1.1. 未来战略定位：城市公共物业领域

新大正物业的公共物业占据五大业态的主要地位，成为未来增长的重要引擎：2016-18年公共物业项目物业管理收入分别为1.74亿元、2.29亿元、2.93亿元，2018年同比增长27.73%，公共物业在五大业态中占比最大、增长最为强劲。

着眼未来，新大正物业集团将在维持自身基础物业管理服务稳步增长的前提下，将未来战略定位于城市公共物业领域。这是鉴于随着城市化进程加快和物业服务行业自身的演变，物业管理领域逐步从住宅业态转向政府机关、办公楼、医院、学校、机场等城市公共建筑和设施管理领域，这为行业带来了新的增长空间，此时新大正物业及时抓住这个“转变点”，利于挖掘更深更大的盈利空间。另一方面，专注于公共物业领域，在战略上避免了与其他同行公司在住宅物业领域的激烈竞争，利于形成错位经营的格局。

2.1.2. 转型智慧运营，打造“慧服务运营模式”

近年来，物业服务公司一直不断探索创新的、基于大数据和人工智能的智慧服务平台，用“智能化”逐步替代人工，拉动运营效率。为此，新大正物业集团制定“信息平台与创新业务计划”，重点打造信息化智能平台，联动基于互联网和物联网的创新平台，向着“智慧运营”转型。

新大正物业集团基于其“专注于智慧城市公共建筑与设施管理”的目标，搭建出智慧运营的商业模型“慧服务”，并制定向“智慧运营”转型的完整路径。

- 向“智慧运营”转型升级的完整路径

(1) 升级：基础物业智能化

融合移动互联网和物联网科技，对传统的基础物业管理服务进行升级。即使传统的、仅依靠人工的保安、保洁、维修和绿化等服务自动化，提升服务效率和客户满意度，同时也能更高效管控成本，发掘更深的盈利空间。

(2) 延展：公共资源管理服务

在实现基础物业服务的管理自动化、信息化的基础上，进一步拓展创新智能业务。开拓空间规划、资产管理、能源管理等公共资源领域，创新出更多物业延伸服务，利用高的服务附加值拉动收入和利润的增长。

(3) 转型：智慧物业运营平台

通过上述两个阶段，完成人人互联和人物互联，积累物的管理运营数据和人的服务行为数据；充分挖掘和满足业主需求。搭建信息平台，有助于协助实现信息交互，资源共享。

图 40：新大正物业：向“智慧运营”转型升级的完整路径



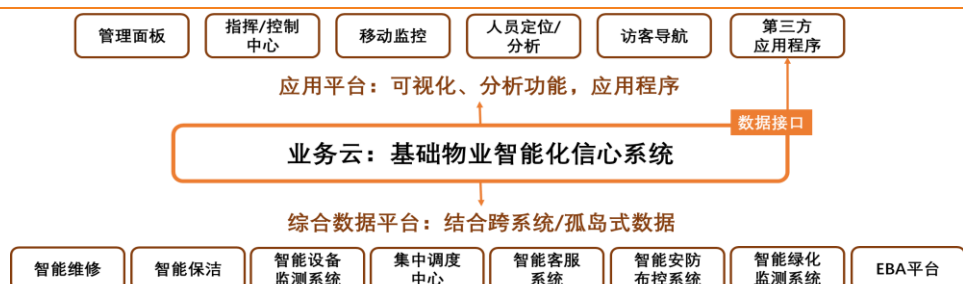
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

● 慧服务

秉承“根植于物的管理，承载对人的服务”，“慧服务”智能平台旨在实现以下功能：

- (i) 将工作项目标准化、移动化；
- (ii) 系统调度，集中分配工单或者抢单；
- (iii) 利用微信公众号，及时响应客户的需求；
- (iv) EBA 平台实时跟踪设备状态信息；
- (v) 在服务中运用智能设备和工作；
- (vi) 运用智能设备（比如摄像头、人脸识别技术等），实时全面监控所管辖的物业；
- (vii) 引入自动预警功能，高效预防与处置意外情况。

图 41：“慧服务”平台的功能



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 机场物业服务项目展翅高飞，接手北京大兴国际机场项目

新大正物业的公共物业中的机场物业项目，近年来发展迅猛，契合新大正物业深耕公共物业的业务布局。机场物业项目有望成为拉动公司业绩高速增长、拓展全国布局的引擎。2018年，在新大正物业所有项目中，重庆江北机场项目的营业收入占比最高，实现营业收入0.43亿元，占营业收入总额的4.87%(+2.06pct)。可见新大正物业的机场项目表现强劲。

表 9：新大正物业管辖的收入排名前五的项目：2018 年重庆江北机场项目高首位

2017 年	项目	项目收入占比营业收入	2018 年	项目	项目收入占比营业收入
1	城南家园	4.98%	1	重庆江北机场	4.87%
2	康居西城	3.55%	2	城南家园	4.26%
3	重庆江北机场	2.81%	3	康居西城	3.16%
4	西永产业园	2.79%	4	重庆大学	2.73%
5	重庆大学	2.54%	5	西永产业园	2.35%

资料来源：招股书，天风证券研究所

近日，新大正物业发布新闻，其已经接手的北京大兴国际机场已于 9 月 25 日举行投运仪式。北京大兴国际机场有着“新世界七大奇迹”的美誉，作为“新国门”迎接海内外旅客，展示中华大国形象。

北京大兴国际机场是迄今为止新大正物业的最大项目，在项目的前期筹备中新大正进行了深入调研；承接项目后，集团副总以及 30 余名管理者到北京项目所在地进行深入考察、实地勘测、招聘与培训员工，本次机场项目凝聚了新大正物业集团的智慧和心血。

北京大兴国际机场的项目极具发展潜力。中国民用航空局局长表示北京大兴国际机场将全面树立全球空港运行管理之新标杆。在众目瞩目和政策支持下，本次项目将提升新大正的服务能力、品牌知名度、营造更广阔的盈利空间。

图 42：北京大兴国际机场：新大正物业员工驾驶全自动洗地吸干机进行清洁作业



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3. 行业视角：新大正物业集团的市场化运营领先行业

- 物业管理行业发展迅猛，利于新大正物业集团成长

近年来，新大正物业集团所在的物业行业有迅速扩张的势头。一方面，国家政策利好

物业管理行业：在我国《产业结构调整指导目录》中，物业管理行业归属于“鼓励类”；并且随着我国城市化进程加快和居民消费能力升级，人们对美好生活、美好居住环境的需求上升，提升了对物业服务的需求，在此背景下国家颁布了多个鼓励物业行业发展的文件。另一方面，物业管理行业的上游行业——房地产行业，其从 2013-17 年每年的竣工面积超 10 亿平方米，为物业管理行业提供巨大的增量市场；并且老旧住宅逐渐更替物业公司，为物业管理行业提供了巨大的存量市场。

● **新大正物业集团的市场化运营领先行业**

根据中指院发布的《2019 中国物业服务百强企业报告》，新大正物业被评为“2019 中国物业管理行业市场化运营领先企业”，这是对新大正物业的充分嘉奖，也体现了新大正物业的竞争优势——市场化运营。

新大正物业通过技术赋能、创新和升级服务模式，提升市场拓展能力；打造“升级基础物业服务+延展公共资源与资产管理+利用大数据创新业务”的运营模式，接手公众、医院、学校等多种服务业态，积极开拓全国市场，在市场化运营方面处于行业领先地位，为未来盈利和服务升级充分赋能，

图 43：新大正物业荣获“2019 中国物业管理行业市场化运营领先企业”

2019中国物业管理行业市场化运营领先企业

序号	企业名称
1	长城物业集团股份有限公司
2	港联不动产服务（中国）股份有限公司
3	重庆新大正物业集团股份有限公司
4	浙江开元物业管理股份有限公司
5	山东省诚信行物业管理有限公司
6	浙江绿升物业服务有限公司
7	北京中水物业管理有限公司
8	南京银城物业服务有限公司
9	北京万通鼎安国际物业服务有限公司
10	乐生活智慧社区服务集团股份有限公司

资料来源：中指院，天风证券研究所

3. 盈利预测

新大正物业是一家致力于打造智慧城市公共建筑和设施，管理公共、园区、航空机场、政府机关、学校、住宅等城市项目的综合服务提供商。根据中指院发布的《2019 中国物业服务百强企业报告》，新大正物业荣获“2019 中国物业管理行业市场化运营领先企业”的荣誉称号。

我们预计公司 2019-21 年收入分别为 11.2 亿、14.2 亿以及 18.0 亿元，归母净利分别为 1.1 亿元、1.47 亿元、2.01 亿元。

表 10：预测新大正物业 2019-2021 年营业收入分别为 11.17 亿元、14.20 亿元、17.95 亿元

收入（亿元）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6.22	7.68	8.86	11.17	14.20	17.95

YOY		23.49%	15.43%	26.09%	27.15%	26.40%
主营业务收入	6.21	7.67	8.85	11.17	14.20	17.94
YOY		23.50%	15.43%	26.10%	27.16%	26.40%
物业管理服务	5.51	6.89	8.05	10.21	13.05	16.57
YOY		25.14%	16.75%	26.84%	27.85%	26.94%
物业增值服务	0.58	0.66	0.71	0.848	1.03	1.25
YOY		14.27%	6.72%	20.14%	21.21%	21.54%
餐饮服务	0.12	0.12	0.10	0.111	0.121	0.133
YOY		-6.06%	-13.15%	8.98%	9.23%	10.00%
其他业务收入	0.0044	0.0046	0.0050	0.0055	0.0061	0.0067
YOY		2.80%	10.04%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前物业资产基本集中在港股，板块 2020 年平均估值水平约为 25xpe，新大正为 A 股上市物业公司，公司专注公共物业领域，“智慧化”+“标准化”运营，考虑到未来成长性及 A 股具备较好的流动性，我们给予新大正 2020 年 28-30xPE，对应目标市值 42 亿-45 亿。

表 11：港股物业板块估值水平

公司名称	代码	市值 (亿人民币)	PE		
			19E	20E	21E
碧桂园服务	6098.HK	655.85	43	31	22
绿城服务	2869.HK	222.02	37	28	20
中海物业	2669.HK	139.87	31	25	20
永升生活服务	1995.HK	66.63	30	20	16
新城悦服务	1755.HK	76.87	28	19	13
雅生活服务	3319.HK	301.17	27	19	13
彩生活服务	1778.HK	58.75	10	8	7
平均			36	25	19

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示：

劳务成本上涨风险：公司主营业务成本主要以人工成本为主，随着公司业务规模不断扩大，员工数量增长的同时，员工平均工资亦有所上涨，外部用工成本也呈现上涨趋势。报告期内，人工成本(包含劳务外包和劳务派遣成本)占主营业务成本的比例分别为 86.00%、86.96%、87.63%、87.12%。虽然公司通过提升物业服务水平，加强管理，开展社区多种经营服务，提升物业类服务产品的附加值，以提升公司的盈利水平，但未来仍存在人工成本上升对公司的盈利水平造成不利影响的可能。

业务外包风险：为提高服务效率，灵活适应市场需求，合理降低人工成本，公司将部分保洁业务委托给该领域的专业外包公司，以提升公司业务的规模与专业性。尽管公司在选择业务外包第三方公司时，在合同中对服务质量等相关条款进行了严格的规定，并制定了相关质量标准和管理规范，且在业务实际执行中对第三方公司进行了严格的监管。但如果该等外包公司的经营出现异常，不能按约定的服务内容和质量标准为物业项目提供外包服务，或将影响公司业务的正常运转。

业务地区集中度过高风险：公司物业管理服务区域主要集中在重庆地区。报告期内，

公司在重庆市主营业务收入分别为 54,512.02 万元、65,268.18 万元、73,065.17 万元、38,549.73 万元，占相应期间主营业务收入的比例分别为 87.77%、85.09%、82.52%、78.73%。公司近年来积极拓展全国市场，但是一旦出现重庆市竞争加剧、业务规模饱和或地区政府政策及经营环境出现不利变化时，将会对公司经营发展产生不利影响。

核心业务人员流失风险：物业管理属于重管理的轻资产行业，核心业务人员对于公司管理、经营尤为重要，因此保持核心业务人员的稳定性是保证公司核心竞争力的关键。公司物业管理服务是以员工为核心开展的，其中包括项目管理人员和物业服务人员等。公司通过建立有效的员工薪酬与激励机制，以及员工持股的方式增加员工的凝聚力与向心力。若相关核心业务人员出现流动，会降低公司的服务质量，使客户的满意度降低，将对公司的声誉和后续业绩表现带来负面影响。

未为全部员工缴纳社保的补缴风险：报告期内公司（含控股子公司）未为全部员工缴纳社会保险。截至 2019 年 6 月 30 日，公司及其子公司员工人数为 18,889 人，其中退休返聘人员 7,075 人，非全日制用工 1,112 人，应缴社会保险人数为 10,702 人，城镇保险缴纳人数 7,979 人，“双农保”缴纳人数 1,982 人，社保覆盖率为 93.08%。报告期内，公司存在应缴社保但未缴员工的主要原因系部分员工基于个人原因自愿放弃缴纳社会保险。经过中介机构的改制辅导，公司和公司管理层已充分意识到社会保险缴纳的重要性，并且积极采取规范措施，向员工详细告知社会保险的政策和功能，促使员工接受缴纳社会保险，社保覆盖率持续提高。针对上述社会保险缴纳情况，公司实际控制人王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇出具书面承诺如下，如因公司报告期内存在的上述违规行为，导致公司被相关政府部门处以罚款等的，公司因此而遭受的经济损失由本人全额补偿给公司。

估值风险：由于公司是 A 股首家上市的物业企业，故选择港股公司作为可比标的，可能存在估值风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	195.29	246.19	272.27	380.01	528.50
应收票据及应收账款	64.87	70.06	88.23	42.12	122.65
预付账款	0.01	1.03	0.33	0.59	0.82
存货	0.51	0.41	0.65	0.74	0.95
其他	27.20	40.03	43.55	64.36	67.91
流动资产合计	287.88	357.72	405.02	487.82	720.83
长期股权投资	0.67	0.37	0.37	0.37	0.37
固定资产	12.51	94.66	120.59	164.91	207.25
在建工程	0.96	9.90	41.94	73.16	73.90
无形资产	1.95	1.44	1.01	0.58	0.15
其他	80.75	34.26	49.61	54.71	46.19
非流动资产合计	96.85	140.64	213.53	293.73	327.86
资产总计	384.73	498.36	618.55	781.55	1,048.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	12.60	10.15	21.95	18.27	30.40
其他	152.09	187.79	198.13	216.30	268.59
流动负债合计	164.69	197.94	220.08	234.57	299.00
长期借款	0.00	31.08	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	31.08	0.00	0.00	0.00
负债合计	164.69	229.03	220.08	234.57	299.00
少数股东权益	(0.37)	1.21	2.40	3.68	5.35
股本	53.73	53.73	71.64	71.64	71.64
资本公积	81.06	80.70	80.70	80.70	80.70
留存收益	166.68	214.39	324.42	471.67	672.70
其他	(81.06)	(80.70)	(80.70)	(80.70)	(80.70)
股东权益合计	220.04	269.33	398.47	546.99	749.69
负债和股东权益总	384.73	498.36	618.55	781.55	1,048.69

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	71.34	88.54	110.03	147.25	201.03
折旧摊销	4.01	6.91	2.45	4.89	7.36
财务费用	0.00	2.02	0.21	(2.28)	(3.17)
投资损失	0.40	0.46	(7.82)	(8.00)	(5.00)
营运资金变动	(30.11)	75.45	(10.27)	33.63	(12.49)
其它	34.77	(59.86)	1.26	1.29	1.71
经营活动现金流	80.40	113.52	95.85	176.79	189.44
资本支出	3.62	97.18	60.00	80.00	50.00
长期投资	(1.67)	(0.30)	0.00	0.00	0.00
其他	(33.57)	(152.08)	(112.18)	(152.00)	(95.00)
投资活动现金流	(31.63)	(55.20)	(52.18)	(72.00)	(45.00)
债权融资	0.00	37.30	2.07	2.76	3.68
股权融资	72.60	(1.32)	17.70	2.28	3.17
其他	(41.23)	(43.40)	(37.36)	(2.09)	(2.80)
筹资活动现金流	31.38	(7.43)	(17.59)	2.95	4.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	80.15	50.89	26.08	107.74	148.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	767.54	885.85	1,117.00	1,420.00	1,795.00
营业成本	603.17	697.65	871.26	1,090.56	1,373.18
营业税金及附加	4.92	5.82	7.82	14.20	17.95
营业费用	8.83	13.38	13.40	15.62	26.93
管理费用	65.36	68.52	79.31	99.40	125.65
研发费用	0.00	0.00	22.34	28.40	17.95
财务费用	(0.63)	0.96	0.21	(2.28)	(3.17)
资产减值损失	2.70	0.76	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.40)	(0.46)	7.82	8.00	5.00
其他	(3.96)	(4.34)	(15.64)	(16.00)	(10.00)
营业利润	87.55	103.55	129.48	181.10	240.52
营业外收入	2.13	0.95	8.00	3.00	1.00
营业外支出	3.66	0.19	5.00	9.34	3.00
利润总额	86.02	104.31	132.48	174.76	238.52
所得税	14.68	15.77	21.20	26.21	35.78
净利润	71.34	88.54	111.29	148.54	202.74
少数股东损益	0.68	0.47	1.26	1.29	1.71
归属于母公司净利润	70.66	88.08	110.03	147.25	201.03
每股收益(元)	0.99	1.23	1.54	2.06	2.81

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	23.49%	15.41%	26.09%	27.13%	26.41%
营业利润	151.30%	18.28%	25.04%	39.86%	32.81%
归属于母公司净利润	160.45%	24.66%	24.92%	33.83%	36.53%
获利能力					
毛利率	21.42%	21.24%	22.00%	23.20%	23.50%
净利率	9.21%	9.94%	9.85%	10.37%	11.20%
ROE	32.06%	32.85%	27.78%	27.10%	27.01%
ROIC	-168.07%	-158.40%	416.07%	193.23%	175.38%
偿债能力					
资产负债率	42.81%	45.96%	35.58%	30.01%	28.51%
净负债率	-88.75%	-77.56%	-67.81%	-68.97%	-70.00%
流动比率	1.75	1.81	1.84	2.08	2.41
速动比率	1.74	1.81	1.84	2.08	2.41
营运能力					
应收账款周转率	13.51	13.13	14.11	21.79	21.79
存货周转率	1,971.12	1,924.96	2,097.01	2,038.14	2,119.08
总资产周转率	2.39	2.01	2.00	2.03	1.96
每股指标(元)					
每股收益	0.99	1.23	1.54	2.06	2.81
每股经营现金流	1.12	1.58	1.34	2.47	2.64
每股净资产	3.08	3.74	5.53	7.58	10.39
估值比率					
市盈率	39.07	31.34	25.09	18.75	13.73
市净率	12.52	10.30	6.97	5.08	3.71
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.49	12.69	8.97
EV/EBIT	0.00	0.00	18.84	13.04	9.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com