

公司研究/首次覆盖

2019年12月06日

房地产/房地产中介服务II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 46.62  
合理价格区间(元): 54.52~59.97

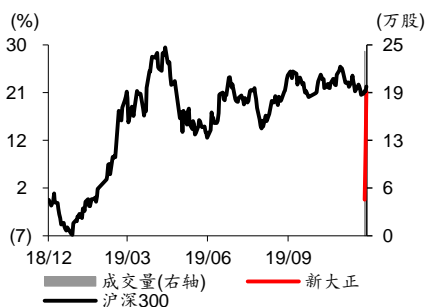
**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**刘璐** 执业证书编号: S0570519070001  
研究员 liulu015507@htsc.com

**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 01056793959  
hanxiao012792@htsc.com

**林正衡** 021-28972087  
联系人 linzhengheng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 渝派第三方新秀, 启航非住宅蓝海 新大正(002968)

### 核心观点

公司作为第三方物管企业, 拓展能力优秀: 精准定位公共、学校、航空领域, 搭乘后勤服务社会化东风; 口碑优势凸显, 助力异地拓展; 非住宅空间广阔市场分散, 资本助力市占率提升。此外公司盈利能力并不逊色, 主要受益非住宅成本加成定价及良好的服务口碑, 未来通过人效优化和增加增值服务有望抵消异地扩张的影响。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.43、1.82、2.32 元, 目标价 54.52-59.97 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 新大正: 走出重庆、布局全国的非住宅第三方物管公司

公司是以非住宅为主的第三方物管公司, 1998 年成立于重庆, 2012 年开始全国扩张, 截至 2019H1 已覆盖 16 省 28 市, 在管项目 316 个, 在管面积 5838 万平, 合约面积 6771 万平, 在管和合约面积过去三年 CAGR 均为 10%。公司位列 2019 年中国物业服务百强企业第 18 名, 重庆第 3 名, 在非住宅领域竞争力突出。四位实控人均为公司元老, 高管团队经验丰富。

### 物业管理: 公共、学校、航空业态为特色, 口碑助力全国拓展

公司 2015-2018 年营收和业绩 CAGR 为 19%、29%。2019H1 非住宅占综合物管面积和营收 77%、93%, 以公共和学校为主; 保洁占专项物管面积和营收 77%、84%, 以航空为主。非住宅成本加成定价模式下物业费稳健上涨, 累计收缴率较高。增值服务占营收 8%。2019H1 重庆在管面积和物管营收占比下降至 61%、77%, 凭借深耕重庆, 以及公共、学校、航空业态积累的口碑优势, 有望助力异地拓展。

### 财务表现: 盈利能力表现不俗, 现金流充裕, 轻资产属性清晰

公司前三季度毛利率 21%, 净利率 10%, 非住宅成本加成定价及服务口碑使得公司盈利能力同非住宅面积或营收占比较高的中航、招商、保利物业等相比并不逊色, 未来通过人效优化和增加增值服务有望抵消异地扩张的影响。充裕现金流支撑下, 公司有息负债规模很低, 轻资产属性清晰。

### 非住宅物管行业空间广阔, 品牌口碑铸就机遇

国内非住宅物管市场 2025 年有望超过 8000 亿元。多种业态百花齐放, 覆盖度和集中度提升空间广阔, 后勤服务社会化为具有口碑的品牌物管公司铸就机遇。行业将产生多元延伸增值服务的机会, 服务模式将从基础服务升维到高附加值, 是一片亟待挖掘的新蓝海。

### 蓝海赛道添新兵, 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.43、1.82、2.32 元。选取 A 股非住宅物管公司中航善达、南都物业, 以及港股非住宅面积或营收占比较高的主流物管公司雅生活服务、绿城服务、永升生活服务、佳兆业美好作为可比公司, 2020 年平均 PE 估值 24 倍。考虑到公司聚焦空间广阔的非住宅物管赛道, 资本助力下扩张有望提速, 我们认为公司 2020 年合理 PE 估值水平为 30-33 倍, 目标价 54.52-59.97 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 规模拓展不符预期, 人工成本上涨风险, 重庆区域市场风险。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	71.64
流通 A 股 (百万股)	17.91
52 周内股价区间 (元)	38.53-46.62
总市值 (百万元)	3,340
总资产 (百万元)	502.74
每股净资产 (元)	4.08

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	767.54	885.85	1,065	1,358	1,742
+/-%	23.49	15.41	20.17	27.58	28.23
归属母公司净利润 (百万元)	70.66	88.08	102.74	130.31	166.39
+/-%	160.45	24.66	16.64	26.84	27.69
EPS (元, 最新摊薄)	1.32	1.64	1.91	2.43	3.10
PE (倍)	35.45	28.44	24.38	19.22	15.06

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

报告核心逻辑 .....	3
新大正：走出重庆、布局全国的非住宅第三方物管公司 .....	4
1998 年始于重庆，2012 年开启全国扩张 .....	4
股权结构：高管团队经验丰富，与公司共成长 .....	5
募投情况：A 股第三只物管标的启航，募资 4.8 亿元 .....	6
行业地位：跻身全国前 20 强，重庆区域优势突出 .....	7
物业管理：公共、学校、航空业态为特色，口碑助力全国拓展 .....	8
业绩增速：2014-2018 年营收和业绩 CAGR 分别为 19%、29% .....	8
管理规模：2019H1 在管面积 5838 万平，保持平稳增长 .....	8
业态结构：精准选取公共、学校、航空，借力后勤服务社会化 .....	9
服务指标：单一业主成本加成定价，物业费稳健上涨，收缴率较高 .....	10
增值服务：2019H1 营收占比 8%，拓展空间较大 .....	12
异地扩张：重庆占比持续下降，口碑助力全国拓展 .....	12
财务表现：盈利能力表现不俗，现金流充裕，轻资产属性清晰 .....	14
盈利能力：成本加成定价下存量平稳，人效优化和增值服务抵消扩张影响 .....	14
现金流量：物管模式特点和非住宅高收缴率，带来充裕现金流 .....	15
负债率：现金流支撑低负债，轻资产属性清晰 .....	16
非住宅物管行业空间广阔，品牌口碑铸就机遇 .....	17
业态空间广阔，将成为物管领域新赛道 .....	17
后勤服务社会化驱动拓展加速 .....	18
从单一到集成，从基础服务到高附加值 .....	19
基础赋能到价值创造，三路径谋多元发展 .....	20
投资建议 .....	21
PE/PB – Bands .....	23
风险提示 .....	23

## 报告核心逻辑

我们在 2019 年 10 月 30 日发布的非住宅物业管理深度报告《升维新模式，掘金新蓝海》中指出，国内非住宅物管市场 2025 年有望超过 8000 亿元，多种业态百花齐放，覆盖度和集中度提升空间广阔，且将产生多元延伸增值服务的机会，服务模式将从基础服务升维到高附加值，是一片亟待挖掘的新蓝海。新大正的上市，使得 A 股市场上又多了一个非住宅物管标的。我们认为新大正优势在于：

拓展能力方面：

第一，精准定位公共、学校、航空领域扬长避短，搭乘后勤服务社会化东风。我们认为对第三方物管企业而言，住宅和商办领域拓展空间有限，而在城市公共建筑和公共空间领域，随着后勤服务社会化的提速，第三方物管企业面临发展机遇。公司更多聚焦公共、学校、航空物业，精准选取对于第三方物管企业而言拓展阻力最小的方向。

第二，口碑优势凸显，助力异地拓展。我们认为非住宅项目口碑的重要性更加凸显，公司凭借深耕重庆，以及在公共、学校、航空类业态中积累的口碑优势，有望助力未来异地拓展，今年中标北京大兴国际机场（公司迄今为止最大项目）就是明证。

第三，非住宅空间广阔市场分散，资本助力市占率提升。我们在《升维新模式，掘金新蓝海》中指出，国内非住宅物管空间广阔，目前行业竞争格局非常分散，各类业态之间存在一定壁垒，尚未出现横跨多业态的龙头企业。公司 A 股上市后资本和品牌实力大大增强，无论是在物管规模庞大、市场化程度高的重庆，还是在异地，都有望加速项目拓展。

盈利能力方面：

同非住宅面积占比较高的中航物业、招商物业、保利物业相比，公司盈利能力并不逊色。我们认为非住宅面对单一业主提价难度低、成本加成定价模式以及公司的良好服务口碑使得公司存量项目盈利能力至少有望保持稳定。随着公司逐步加大异地拓展，部分项目早期盈利可能有所承压，但公司在人效优化和增值服务方面还有提升盈利能力的空间，有望抵消异地扩张的影响。

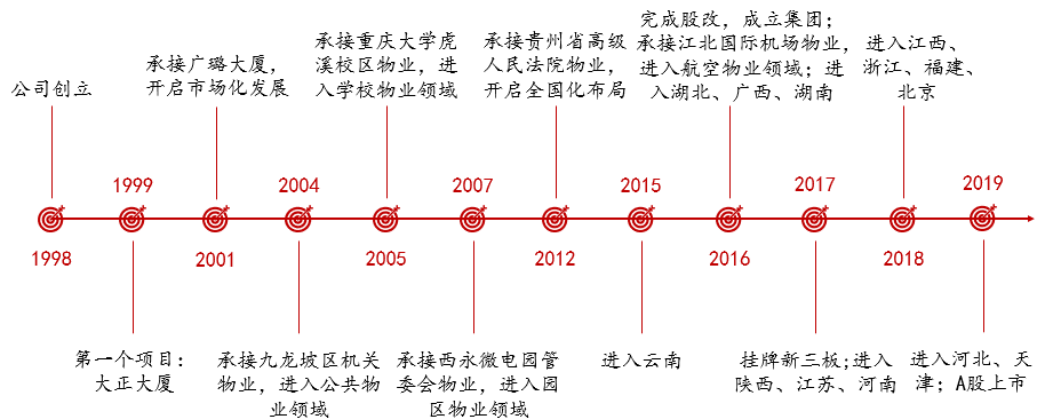
我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.43、1.82、2.32 元。选取 A 股以非住宅为主的物管公司中航善达、南都物业，以及港股非住宅面积或营收占比较高的主流物管公司雅生活服务、绿城服务、永升生活服务、佳兆业美好作为可比公司，2020 年平均 PE 估值 24 倍。考虑到公司聚焦空间广阔的非住宅物管赛道，资本助力下扩张有望提速，我们认为公司 2020 年合理 PE 估值水平为 30-33 倍，目标价 54.52-59.97 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 新大正：走出重庆、布局全国的非住宅第三方物管公司

### 1998年始于重庆，2012年开启全国扩张

重庆新大正物业集团股份有限公司是一家以非住宅业态为主的第三方物业管理公司。根据招股说明书和公司官网，自1998年于重庆成立以来，公司一直从事物业管理相关服务。业态布局快速多元化，从最初的大正大厦项目出发，扩展至公共、园区、医养、公园、场馆、地铁、航空机场、政府机关、企事业单位办公楼、学校、住宅、商场等多种类型的城市项目。区域布局逐步全国化，2012年首次走出重庆，截至2019H1已覆盖重庆、云南、贵州、四川、广西、湖北、湖南、江苏、河南、陕西、江西、浙江、北京、福建、天津、河北等16省28市，拥有员工18889人，在管项目316个，在管面积5838万平。公司未来将侧重于公共、学校、航空等业态的拓展，立足重庆，以西南地区为重点，向中东部地区和全国辐射，立志成为中国智慧城市公共物业服务的领跑者。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司主营业务包括物业管理、增值服务和餐饮服务三部分，2019H1营收占比分别为91%、8%、1%。物业管理可以进一步分为综合物业管理和专项物业管理两部分。其中，综合物业管理通常由公司总包，为业主提供多项服务，包含保安、保洁、绿化、工程维修、客户服务等内容，服务对象包括公共、学校、园区、商业、住宅五大业态。专项物业管理是由公司为业主提供专一的单项服务，可能是承接总包单位的外包项目，服务内容包括保洁和保安两类。

增值服务主要包括维修维护费、泊位费、入室保洁、公共收益、会议服务等，单笔业务金额较小、形式多样。餐饮服务为全资子公司重庆益客精厨餐饮管理有限公司经营的物业项目食堂餐饮业务。

**图表2：公司综合物业管理服务范围**

物业业态	服务内容	具体服务项目
公共物业	面向政府机关、企事业单位、会展场馆、机场、广场、公园、医疗机构、银行单位等物业项目，为该等物业提供基础物业管理和后勤保障一体化服务	秩序维护管理、环境卫生管理、绿化维护及保养、设施设备维保保值增值、政务商务接待服务、突发事件应急处置服务、工程维修快捷服务、节能减排管理、餐饮管理服务、其他后勤保障服务
学校物业	根据校园物业的特殊性，面向各类高校、专科学校及中小学，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	校园秩序维护、环境保洁绿化管理、学生公寓管理、安全消防管理、大型活动服务、会议服务、车辆秩序管理、突发事件应急处置、工程维修维保、设施设备运行维修保养、工程维修快捷服务、节能减排管理、环境保洁绿化管理、勤工俭学基地、学生实训基地、小红帽服务、物流票务等服务
园区物业	服务具有办公、生产、生活一体化特点，在为工业园区业主提供基础物业服务的同时，为整体园区人员提供全方位的保障服务	公共场所安全秩序维护、环境保洁绿化管理、大型活动服务、厂区公寓宿舍管理服务、节能减排管理、突发事件应急处置服务、室内植物绿化服务、车辆秩序管理、设施设备维保保值增值、工程维修快捷服务、厂区食堂团餐服务、其他特约特殊服务
商业物业	为商场商厦、购物中心、商业综合体提供运营与物业管理一体化的服务，通过优质的服务品质，可为商家带来丰富的客流，增加商业物业的价值，为客户创造良好收益	商业策划服务、资产经营管理、公共场所安全秩序维护、商业招商、环境保洁绿化管理、业权整合经营服务、租赁代理服务、社区文化活动推广组织服务、节能减排管理、设施设备维保保值增值、突发事件应急处置服务、车辆秩序管理、工程维修快捷服务、物业管理顾问服务
住宅物业	为公租房、商品住宅提供社区化、私密化的基础物业服务及各类增值服务，旨在提高住宅类物业业主的生活便利性、安全性及舒适性，同时提升居住品质	小区秩序管理、环境保洁绿化管理、设施设备维保保值增值、房屋租赁代理业务、家政服务、社区文化活动服务、物流票务服务、安全消防管理、节能减排管理、车辆秩序管理服务、配套商业管理、专项工程维修服务、特约维修服务

资料来源：招股说明书，公司官网，华泰证券研究所

**图表3：公司专项物业管理服务范围**

物业业态	服务内容
专业保洁服务	商场、酒店、写字楼、公共场馆、住宅小区等常年保洁；大楼外墙和玻璃清洗；花岗石、大理石、晶面处理；地面打蜡、抛光、石材翻新；地毯、布艺、真皮沙发的清洗和保养；新建大楼开荒式清洁等
专业保安服务	为高端商场、明星演出、特殊安保等物业及活动提供专业的安保服务

资料来源：招股说明书，公司官网，华泰证券研究所

**图表4：公司增值服务范围**

物业业态	服务内容
泊位费	各业态物业项目停车场、地面停车位管理服务
维修维护费	为业主提供的空调、家用电器等设备设施维修维护、简易工程维修等服务
公共收益	利用物业管理用房、物业共用部位、共用设施设备、业主共用场地产生的经营管理收入
入室保洁	为业主提供室内保洁、店面保洁等服务
会议服务	为业主提供会议组织、安排、清洁等服务
其他收入	公司在物业管理过程中根据业主特殊需求产生的其他零星服务

资料来源：招股说明书，公司官网，华泰证券研究所

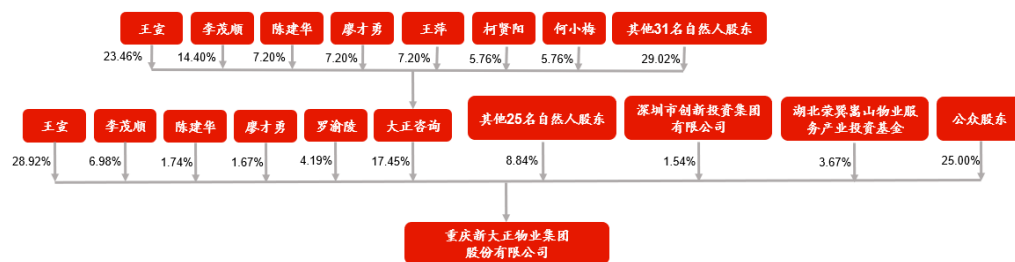
### 股权结构：高管团队经验丰富，与公司共成长

公司控股股东为董事长王宣，上市后直接持有公司 28.92% 股份。王宣与李茂顺（副董事长兼总经理，直接持股 6.98%）、陈建华（监事会主席，直接持股 1.74%）、廖才勇（董事兼副总经理直接持股 1.67%）签署了《一致行动协议》，约定在公司日常经营及其他重大事宜决策等方面保持一致行动，因此为公司的实际控制人。此外，大正咨询为公司管理层及核心员工出资设立的合伙企业，直接持有公司 17.45% 股份，并由王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇担任执行事务合伙人，间接支配大正咨询所持公司股份。

公司 4 位实控人均亲身见证了公司从无到有的成长过程。此外，公司 8 人的高管团队中，有 6 人是在公司供职超过十年的老兵，其余 2 人也具有丰富的财务、法务和管理经验，是一支熟悉公司运作、行业经验丰富、人员构成稳定的专业部队。



图表5： 公司上市后股权结构图（截至2019年12月5日）



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表6： 公司实控人和高管团队简历

姓名	现任职位	简历
王宣	董事长	1993年至1996年担任重庆大正房地产开发有限公司副总经理；1998年至2016年8月，先后担任大正有限法定代表人、执行董事、总经理、董事长；2016年8月至今，担任新大正法定代表人、董事长
李茂顺	副董事长、总经理	1998年至1999年担任重庆大正商场(集团)有限公司办公室主任；1999年，进入重庆大正房地产开发有限公司；2000年至2001年，担任重庆大正房地产开发有限公司总经理；2001年至2007年，担任重庆大正商场(集团)有限公司总裁助理；2007年至2016年8月，先后担任大正有限董事、副总经理、总经理；2016年8月至今，担任新大正副董事长、总经理。
廖才勇	董事、副总经理、学校事业部总经理	1998年至2016年8月先后担任大正有限副部长、部长、总经理助理、副总经理、董事；2016年8月至今，先后担任新大正商住物业事业部总经理、学校事业部总经理、副总经理、董事
陈建华	监事会主席	1996年至1998年，担任重庆天正物业管理有限公司市场管理部部长、总经理助理；2001年至2016年，先后担任大正有限项目总经理、副总经理、董事；2016年8月至今，担任新大正监事会主席
王萍	副总经理、公共事业部总经理	1999年至2016年8月，担任大正有限发展部经理，营销总监，总经理助理；2016年8月至2017年1月，担任新大正总经理助理；2017年2月至今，担任新大正公共事业部总经理，副总经理
熊淑英	财务总监	1997年至2003年，担任四川长虹电器股份有限公司会计；2004年至2014年，担任天津天狮生物发展有限公司欧洲区域财务总监，美洲区域副总裁；2014年至2016年8月，担任大正有限财务负责人；2016年8月至2017年8月，担任新大正财务负责人，董事会秘书；2017年8月至今，担任新大正财务负责人
翁家林	董事会秘书、总经理助理	2008年至2011年，担任吉峰农机连锁股份有限公司证券事务代表；2011年至2012年，担任四川鑫通股份有限公司证券事务代表；2012年至2017年，先后担任四川汇源光通信股份有限公司证券事务代表，董事会秘书；2017年5月进入新大正，2017年8月至今，先后担任新大正董事会秘书，总经理助理
何小梅	总经理助理，航空事业部总经理	1998年至2003年，担任重庆大正商场(集团)有限公司总裁办公室秘书；2003年至2016年8月，先后担任大正有限行政总监，总经理助理；2016年8月至今，先后担任新大正公共物业事业部总经理，航空事业部总经理，总经理助理
柯贤阳	总经理助理，办公事业部总经理	1995年至1998年，先后担任重庆天正物业管理有限公司保安员，管理员，班长，主管，部长助理，部长，部门经理；1998年至2016年8月，先后担任大正有限分公司总经理，部门总经理，事业部总经理，总监，总经理助理；2016年8月至今，先后担任新大正西南区域公司总经理，办公事业部总经理，总经理助理
况川	总经理助理，西南区域公司总经理	2010年至2016年8月，担任大正有限学校事业部总经理；2016年8月至2017年1月，担任新大正学校事业部总经理；2017年2月至今，担任新大正学校物业事业部总经理，西南区域公司总经理，总经理助理

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

### 募投情况：A股第三只物管标的启航，募资4.8亿元

根据公司公告,2019年11月19日公司在中小板首次公开发行1791万股人民币普通股,占发行后总股本的25%,发行价格为26.76元/股,对应2018年扣除非经常性损益前后孰低的净利润摊薄后市盈率为22.99倍。公司首次发行股票已于12月3日起上市交易,成为A股继南都物业、中航善达后的第三个物业管理公司。

根据招股说明书,公司上市募集资金总额4.79亿元,扣除发行费用后为4.35亿元,将用于停车场改造及投资建设、市政环卫业务拓展、企业信息化建设、物业业务拓展、人力资源及企业文化建设和偿还银行贷款。

图表7：公司募集资金投资项目

项目名称	项目概况	总投资额（亿元）	拟使用募集资金投资金额（亿元）
停车场改造及投资建设	对现管理的40个停车场项目基础设施和智能设备改造升级；改建4个垂直升降性机械停车场；新建设市政扶持的4个公共机械停车场	1.22	1.12
市政环卫业务拓展	为13个市政环卫项目投入机具设备或开展基础设施升级维护	1.24	1.04
企业信息化建设	企业管理信息化项目、基础物业管理智能化项目、基于BIM的FM运营建设项目	1.03	0.93
物业业务拓展	前三年主要向华东、华北部分地区、广浙闽等物业市场延伸，包括但不限于北京、上海、广州、成都、郑州、苏州、合肥、武汉、长沙、济南、重庆、南京、太原、南昌、昆明、青岛、西安、南宁、贵阳、大连等全国20座重要城市	0.69	0.59
人力资源及企业文化建设	人才选育、人才激励与约束、人力资源信息系统的改善和升级	0.51	0.36
偿还银行贷款	偿还银行贷款3000万元	0.30	0.30
合计		4.99	4.35

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

### 行业地位：跻身全国前20强，重庆区域优势突出

公司综合实力排名跻身全国前20强，公众场馆和学校细分业态全国领先。根据中指院的榜单，公司在中国物业服务百强企业中，由2016年的第29名提升至2019年的第18名。根据物协和易居的榜单，公司2019年还被评为公众场馆和学校两个细分业态物业服务领先企业。

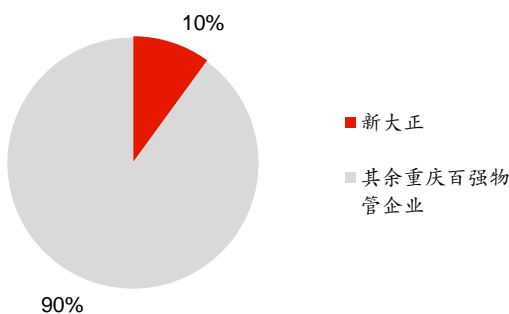
具体到物管企业竞争激烈的重庆，公司的竞争力更为突出。根据中指院的数据，2018年末重庆在百强企业管理面积中占到3.49亿平，全国最高，且在百强企业榜单中占据23席，数量位居全国前列、西部第一，竞争较为激烈。而公司2018年末重庆在管面积为3500万平，占比达到10%，若不考虑住宅项目占比将更高。公司综合实力位居重庆物业管理行业第3名，仅次于龙湖物业和金科物业，而后两者均是具有开发商背景、以住宅为主的物管公司。根据招股说明书，截至2018年末重庆地区合计65所高校，公司在管其中的19所，占比29%，而其中公立高校39所，公司在管其中的16所，占比41%；在重庆38个区、县、自治县中，公司承接其中11个行政区域（主要集中在城市核心区域）的政府机关物业项目。

图表8：2019年中国物业服务百强企业中的重庆物管企业TOP5

全国排名	公司	背景	主要业态
9	龙湖物业服务集团有限公司	开发商背景	住宅、商办
10	金科物业服务集团有限公司	开发商背景	住宅、商办
18	重庆新大正物业集团股份有限公司	第三方物管企业	公共、学校、航空
21	重庆天骄爱生活服务股份有限公司	开发商背景	住宅、商办
27	重庆海泰管理服务有限公司	第三方物管企业	工业园区

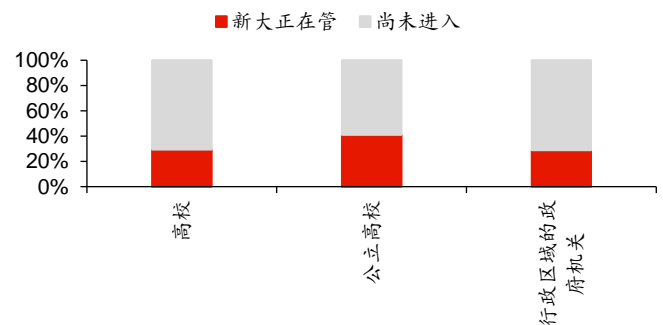
资料来源：中指院，招股说明书，华泰证券研究所

图表9：2018年末公司占百强物管企业重庆在管面积的比例



资料来源：中指院，招股说明书，华泰证券研究所

图表10：2018年末公司在重庆部分业态的覆盖情况



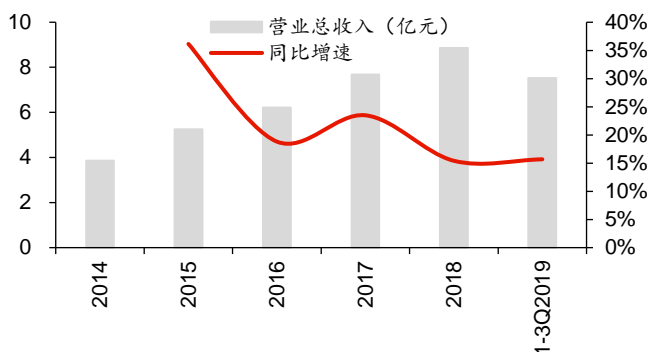
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

## 物业管理：公共、学校、航空业态为特色，口碑助力全国拓展 业绩增速：2014-2018年营收和业绩 CAGR 分别为 19%、29%

公司 2014 年以来营收持续平稳增长，2015-2018 年 CAGR 为 19.4%。归母净利润 2015-2018 年 CAGR 为 29.4%，增速高于营收。其中 2016、2017 年业绩有所波动，主要因为公司分别确认了股权激励费用 0.44、0.10 亿元，若剔除股权激励影响，则 2014 年以来归母净利润亦是持续增长。

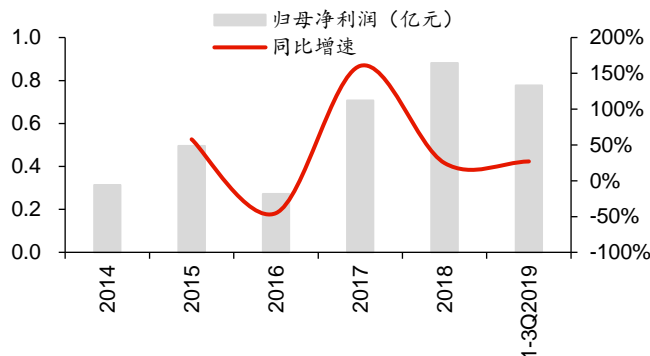
2019 前三季度公司实现营收 7.53 亿元，同比增长 15.7%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 26.9%。公司预计 2019 全年营收区间为 10-11 亿元，同比+12.9%-24.2%，归母净利润区间为 0.95-1.00 亿元，同比+7.3%-13.5%。2019 年业绩增速有所放缓主要由于公司近两年异地拓展和获取大项目带来的成本投入，未来随着项目收入的逐步提升以及 IPO 募集资金投入使用，公司拓展速度和业绩释放有望自 2020 年起重新提速。

图表11： 公司营收和同比增速



资料来源：招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

图表12： 公司归母净利润和同比增速



资料来源：招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

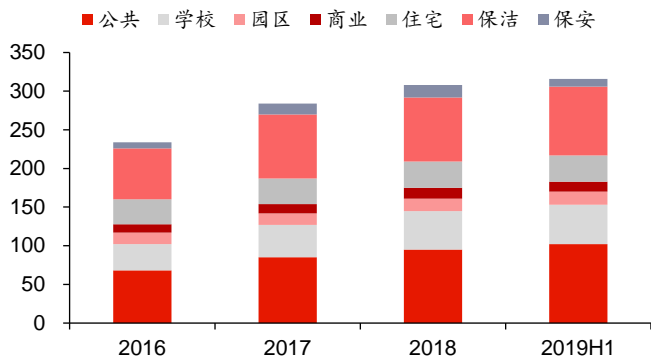
## 管理规模：2019H1 在管面积 5838 万平，保持平稳增长

2016 年以来公司在管项目数量、在管面积实现平稳增长。2017-2018 年公司年均新增 37 个在管项目，在管面积 CAGR 为 10%。值得注意的是，公司 2018 年在管面积增速只有 2%，根据招股说明书，这主要因为当年主动退出了盈利能力一般的南宁市明月湖相思湖专项保安服务，该项目属于特殊的超大型公园项目，面积高达 437 万平，若不考虑该项目影响，当年在管面积增速可达 11%。截至 2019H1，公司在管项目数量 316 个，较 2018 年末增加 8 个；在管面积 5838 万平，较 2018 年末增长 9%；签约面积 6771 万平，较 2018 年末增长 8%，即公司尚有 933 万平已签约但服务时间尚未开始的项目，后续将逐步转化为在管面积，包括北京大兴国际机场、重庆邮电大学、中国地质大学等重点项目。

公司合约面积/在管面积的比例较低，但我们认为合约面积的概念更多适用于住宅物业管理，对非住宅物管公司而言参考意义不大。根据公司披露的 2019 年 12 月 3 日投资者关系活动记录表，住宅项目通常在开发商取得预售证后便可成为合约项目，若干年之后交付才会转化为在管项目。而非住宅项目大多通过招投标取得（公司 2019H1 超过 90% 新项目通过招投标取得），项目招标方通常在新招聘或更换物管公司前 3-6 个月开始准备招标，部分紧急项目甚至会在一个月内完成招标、评标、物管公司入场的的所有工作，因此对于非住宅物管公司而言，合约面积/在管面积通常较低。

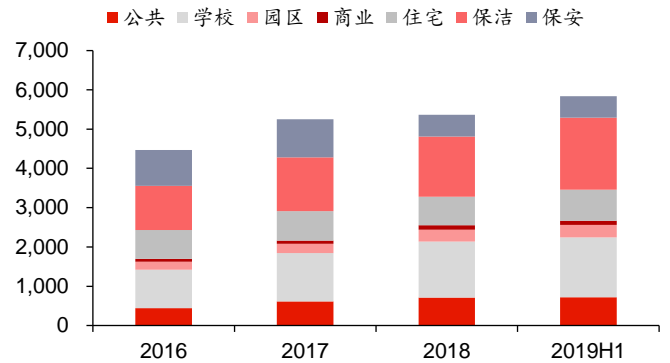


图表13: 公司在管项目数量(个)



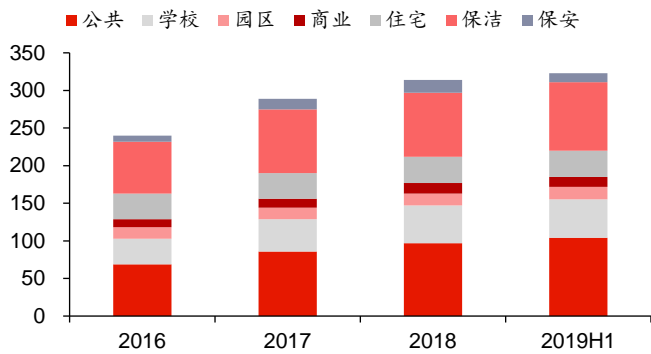
资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表14: 公司在管面积(万平)



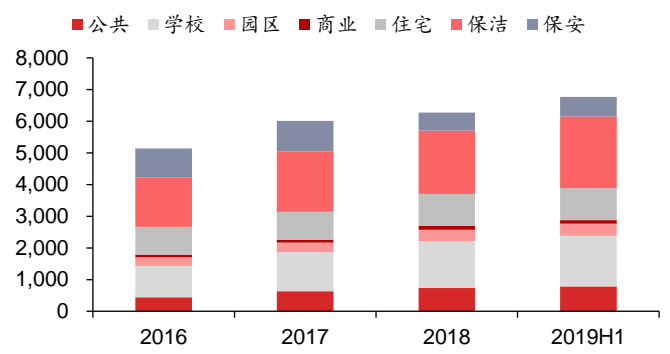
资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表15: 公司签约项目数量(个)



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表16: 公司签约面积(万平)

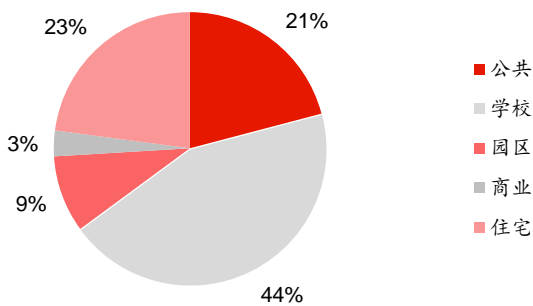


资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

**业态结构: 精准选取公共、学校、航空, 借力后勤服务社会化**

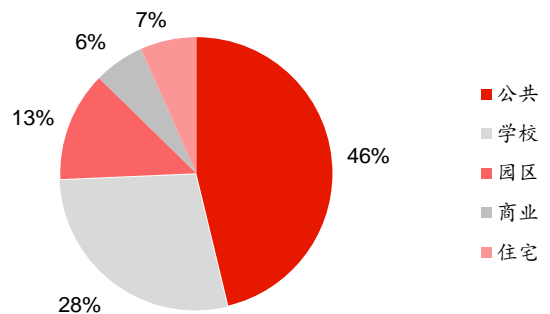
根据招股说明书, 截至2019H1, 公司综合物业管理占在管面积的59%, 占物管营收的83%。其中, 非住宅占综合物管在管面积和营收的77%、93%, 公共和学校业态是公司布局重点。专项物业管理占在管面积的41%, 占物管营收的17%。其中, 保洁占专项物管在管面积和营收的77%、84%, 以航空业态为主。

图表17: 2019H1 公司综合物业管理面积占比



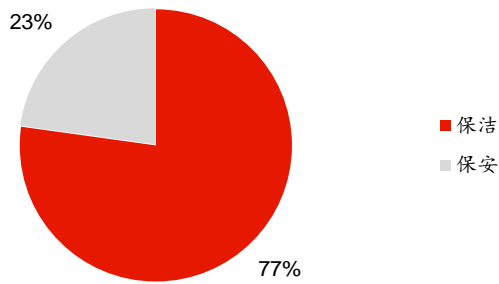
资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表18: 2019H1 公司综合物业管理营收占比



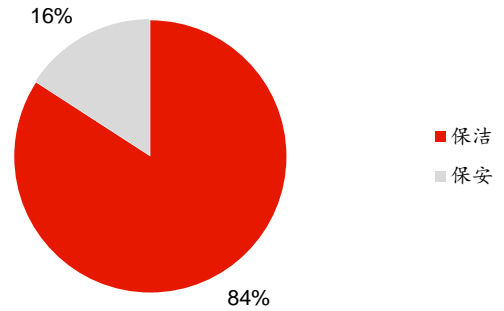
资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表19: 2019H1 公司专项物业管理面积占比



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表20: 2019H1 公司专项物业管理营收占比



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

我们认为对第三方物管企业而言,住宅和商办领域拓展空间有限。在住宅物管领域,具有开发商背景的物管企业短期能够承接大量竣工项目、长期能够凭借项目口碑承接第三方项目,相对第三方物管企业具有明显的拓展优势。在商办领域,一方面规模房企仍能掌控大量资源,另一方面五大行(世邦魏理仕、戴德梁行、高力国际、仲量联行、第一太平戴维斯)具有较强竞争力。

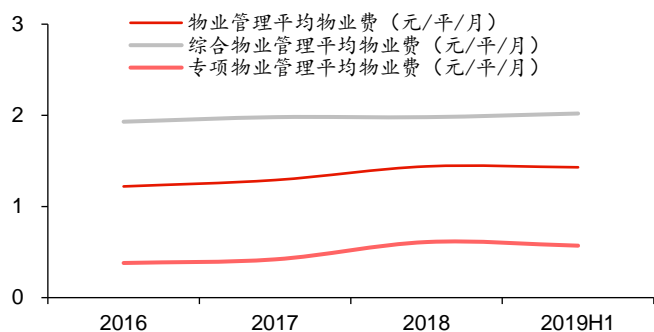
而在城市公共建筑和公共空间领域,随着后勤服务社会化的提速,第三方物管企业面临发展机遇。后勤服务社会化的项目在面向市场公开招标时,主要考察投标企业的报价、资质、规模、同类项目经验、设计方案等因素,第三方物管企业凭借服务口碑、特定业态服务经验和灵活的市场化营销能力,有机会克服资源上的竞争劣势,争夺市场份额。

**公司精准选取公共、学校、航空赛道,扬长避短。**根据招股说明书,公司未来将进一步调整发展方向与资源配置,更多的聚焦于公共、学校、航空等城市公共建筑与设施类项目,维持和稳健发展商业与住宅物业。目前非住宅物管行业竞争格局非常分散,各类业态之间存在一定壁垒,尚未出现横跨多业态的龙头企业。我们认为公司精准选取对于第三方物管企业而言,拓展阻力相对较小的业态方向作为重点拓展领域,有望形成错位竞争、扬长避短。尤其在公司A股上市后,资本实力大大增强,有望扩大在这些领域的领先优势。

### 服务指标: 单一业主成本加成定价, 物业费稳健上涨, 收缴率较高

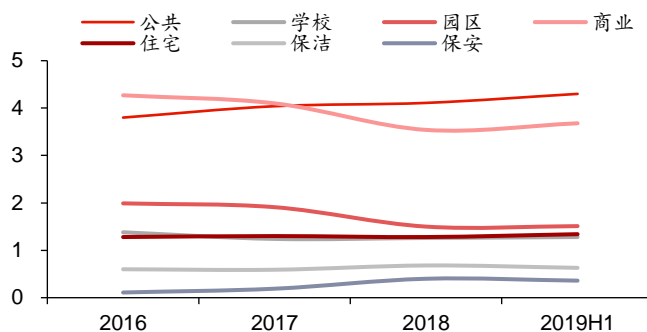
根据招股说明书,物业费方面,公司物业管理平均物业费由2016年的1.22元/平/月,上涨至2019H1的1.43元/平/月。但公司物业管理平均物业费受专项保安项目南宁市明月湖相思湖公园(超大型公园项目,2016年进场,2018年撤场,面积437万平,项目单价0.03元/平/月)及专项保洁项目昆明长水机场(机坪及高空保洁服务,2019年进场,面积280余万平,项目单价0.28元/平/月)影响较大,剔除这两个项目后,2016-2019H1分别为1.35、1.40、1.44、1.48元/平/月,逐年上升。物业费平稳上涨的原因在于非住宅项目主要面对单一业主,提价难度较业主权分散、决策机制繁琐的住宅项目低。公司主要采用成本加成定价模式,通常会在合同中约定涨价幅度和频率,确保公司保持合理、稳定的利润率水平。

图表21: 公司物业管理平均物业费



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表22: 公司分业态平均物业费 (元/平/月)

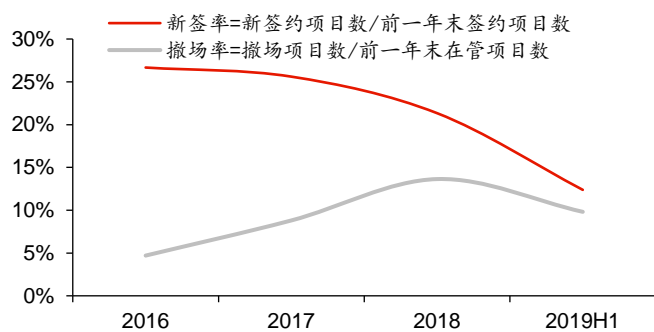


资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

新签率和撤场率方面, 2016-2019H1 公司新签率持续高于撤场率, 确保在管规模的平稳增长。根据招股说明书, 2018 年起公司撤场项目有所增加, 主要集中在单价较低且盈利能力较弱的专项物业项目, 综合物管项目撤场率保持在较低的水平。2018 年起公司在提高新签项目标准的同时, 对已有的在管项目进行梳理, 主动清理一些规模较小且盈利能力较弱的项目, 优化了公司的项目结构。2018 年 42 个撤场项目中, 26 个为单项保洁或保安项目, 2019 年 1-6 月 31 个撤场项目中, 18 个为单项保洁或保安项目。

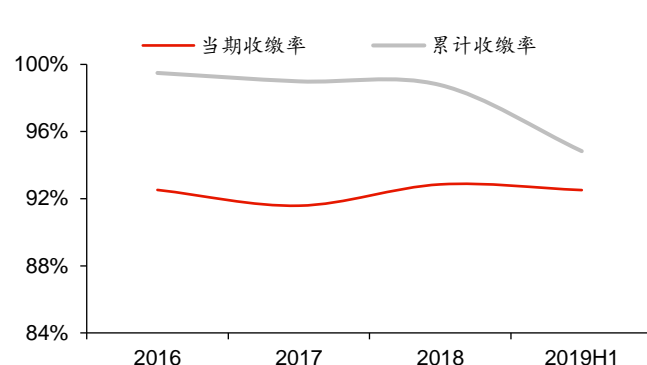
收缴率方面, 由于公司物业费收缴对象通常为单一业主, 收缴纠纷概率较小, 因此当期收缴率较稳定, 2016-2019H1 基本维持在 92%。根据招股说明书, 由于物业项目存在一定的合理催收期, 当期收缴率相对较低, 而随着时间的推移, 公司通过不断收取历史欠缴的物业费, 使得往年项目的累计收缴率逐步提升, 从而更真实反映了项目回款的比例。截至 2019H1, 公司 2018 年项目的累计收缴率已达到 98.8%, 基本不存在长期的欠缴问题。

图表23: 公司新签率和撤场率



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表24: 公司当期收缴率和累计收缴率

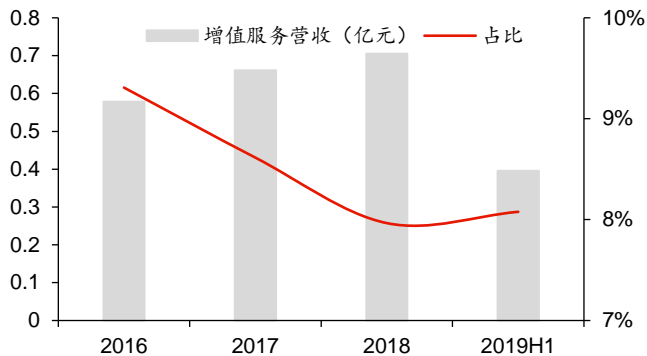


资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

### 增值服务：2019H1 营收占比 8%，拓展空间较大

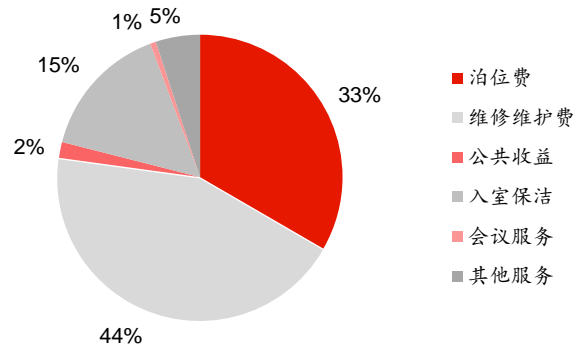
公司 2019H1 实现增值服务营业收入 3957.15 万元，占比 8%，2016 年以来占比变化不大。从营收结构来看，2019H1 维修维护费、泊位费、入室保洁三者合并占到增值服务营收的 92%，公共收益和会议服务占比较小。公司增值服务营收占比较小，主要因为一些常规性的增值服务在续签合同的时候，可能被纳入基础服务范畴之内，使得余下的多为碎片化的、预测度低的增值服务。我们在《升维新模式，掘金新蓝海》中提出，非住宅物管将产生多元延伸增值服务的机会，服务模式将从基础服务升维到高附加值，我们认为公司未来增值服务拓展空间较大。

图表25：公司增值服务营收和占比



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表26：2019H1 公司增值服务营收结构



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

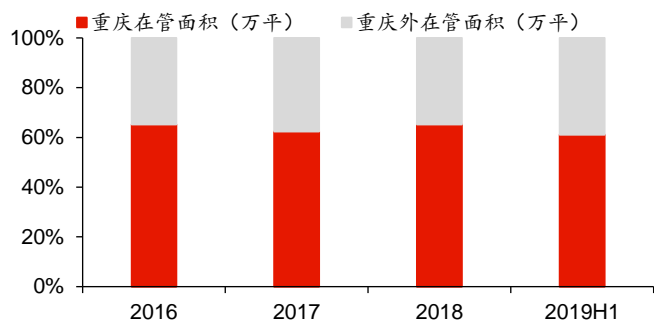
### 异地扩张：重庆占比持续下降，口碑助力全国拓展

公司异地拓展进程平稳。2019H1 公司重庆在管面积占比 61%，较 2016 年末下降 4 个百分点；重庆物管营收占比 77%，较 2016 年末下降 9 个百分点，且是逐年下降。公司全国化拓展较为平稳，主要因为重庆物管市场规模足够大，市场足够开放。如前所述，根据中指院的数据，2018 年末重庆在百强企业管理面积中占到 3.49 亿平，全国最高。

但这并不意味着公司异地拓展能力不强。根据公司披露的 2019 年 12 月 3 日投资者关系活动记录表，在非住宅领域，尤其是公共建筑和城市公共空间业态中，一方面往往通过招投标取得合同，合同周期普遍 2-3 年，并且可能约定半年左右考核期、一年的不满意不续约条款等；另一方面通常会在招标文件中要求提供类似服务的项目经验证明，口碑的重要性更加凸显。公司凭借深耕重庆，以及在公共、学校、航空类业态中积累的口碑优势，有望助力未来异地拓展。根据公司官网，公司今年中标北京大兴国际机场保洁项目，创下公司迄今为止最大合同金额，便是公司异地拓展能力的明证。

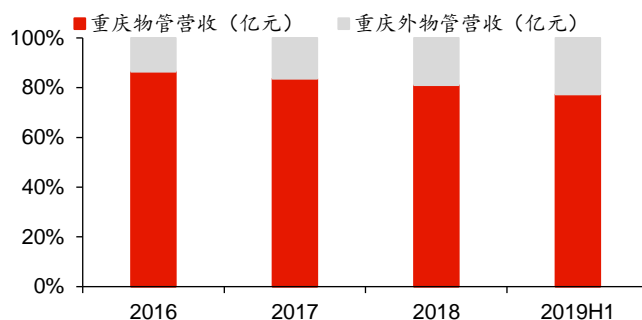


图表27: 公司在管面积区域分布



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

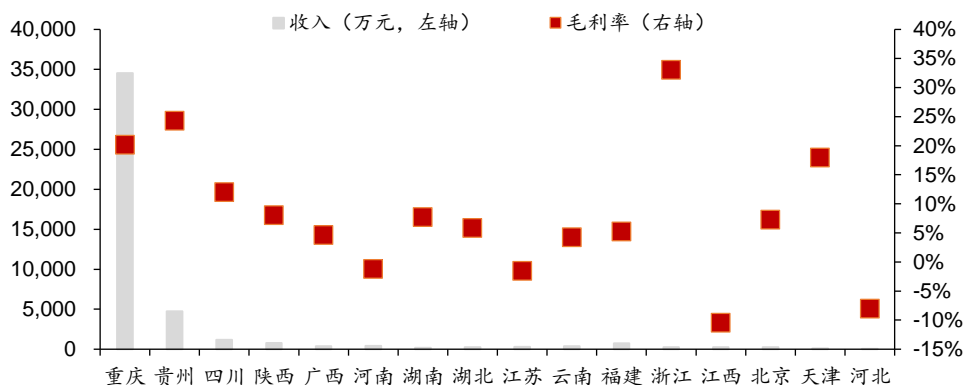
图表28: 公司物管营收区域分布



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

根据招股说明书, 为开拓新区域、新市场、新业务类型, 公司在承接项目时会适当采用相对低价的竞争策略, 以提高成功率。再加上前期市场开拓人员费用、区域公司建立、新项目资产购买、人员招聘等各项费用支出较高, 使得公司在部分新进入区域出现负毛利率, 以及毛利率波动较大的情况。我们认为公司凭借优良的服务口碑, 在新进入区域有望逐步退出低价竞争策略, 此外随着项目数量的增长, 能够有效分摊固定成本, 从而逐步提升毛利率水平。2016年以来, 公司在陕西、湖南、湖北、北京均经历了毛利率由负转正、持续提升的过程。

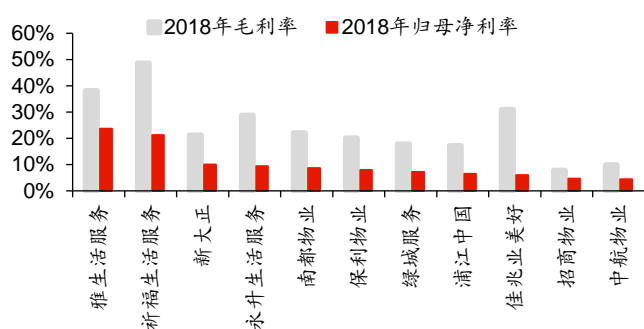
图表29: 2019H1 公司物管营收和毛利率区域分布



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

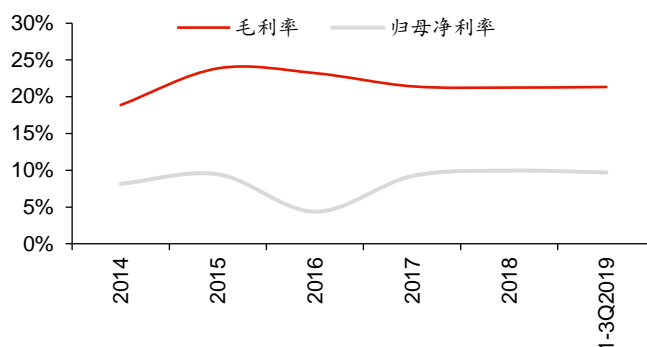
**财务表现：盈利能力表现不俗，现金流充裕，轻资产属性清晰**  
**盈利能力：成本加成定价下存量平稳，人效优化和增值服务抵消扩张影响**  
 同非住宅面积或营收占比较高的物管企业相比，公司盈利能力并不逊色。我们将公司2018年毛利率和归母净利率，与中航物业、招商物业、保利物业、雅生活服务、绿城服务、永升生活服务、佳兆业美好、浦江中国、祈福生活服务等非住宅面积或营收占比超过20%的物管企业进行对比，公司毛利率排名6/11，归母净利率排名3/11，盈利能力高于中航、招商、保利物业等头部企业。2019前三季度公司毛利率为21%，归母净利率为10%，2017年以来基本保持平稳。期间费用率为9.5%，其中销售、管理、财务费用率分别为1.5%、7.8%、0.2%，2017年以来同样保持平稳。2016-2017年管理费用率波动至14.7%、8.5%，主要受股权激励影响，扣除后则只有7.6%、7.2%。2018年公司加权平均ROE为37%，盈利能力保持平稳水平。

图表30：2018年非住宅面积或营收占比较高的物管公司盈利能力对比



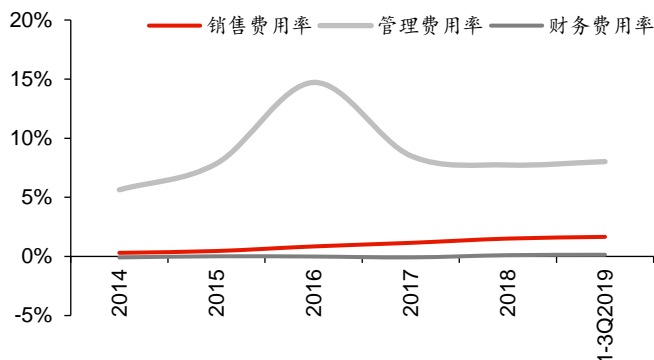
资料来源：招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

图表31：公司毛利率和归母净利率



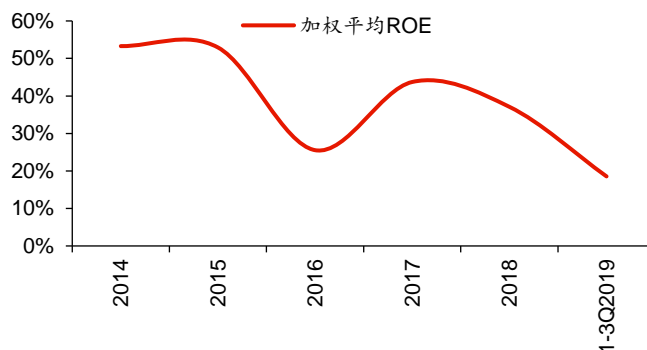
资料来源：招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

图表32：公司期间费用率



资料来源：招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

图表33：公司加权平均ROE



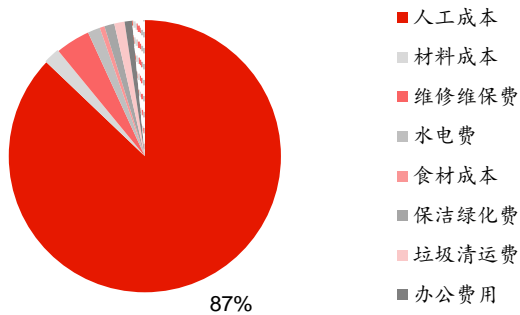
资料来源：招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

我们认为非住宅面对单一业主提价难度低、成本加成定价模式以及公司的良好服务口碑使得公司存量项目盈利能力至少有望保持稳定。随着公司逐步加大异地拓展，部分项目早期盈利能力可能有所承压。但公司在两方面还有提升空间，有望抵消异地扩张的影响：

**其一，人效优化。**根据招股说明书，2019H1公司人工成本占主营业务成本的87%，即便去掉外包人工成本以统一口径，占比仍然达到84%，销售费用和管理费用中职工薪酬占比也达到54%、74%。而根据物协 and 易居的数据，500强物管企业2018年人工成本占比仅为52%。我们认为未来随着机械化程度提升、企业信息化建设（拟投入募集资金0.93亿元）、人力外包的适当运用，公司存在较大的人效优化空间。

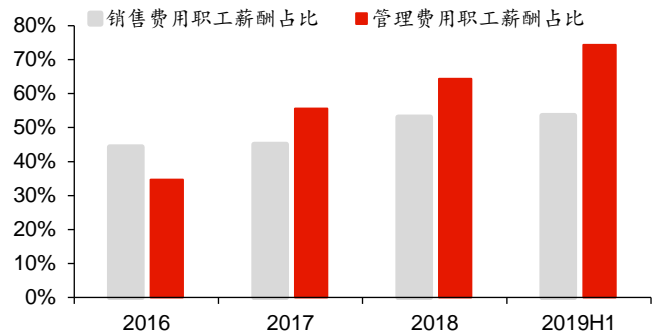
**其二，增值服务发力。**由于增值服务大多由基础物业服务人员提供，仅需要补充少量专门人员，以及耗费相应的维修材料、易耗品材料等，因此物业增值服务毛利率处于较高水平。根据招股说明书，2019H1 公司增值服务毛利率为 49%，而综合物管和专项物管毛利率分别只有 21%、12%。分业务来看，增值服务各类业务毛利率均在 38%以上，而物管业务中毛利率最高的业态也仅有 26%。公司 2019H1 增值服务占营收的比例仅有 8%，未来有望抓住非住宅物管多元延伸增值服务的机会，提高增值服务的业绩占比，进而提升整体盈利能力。

**图表34： 2019H1 公司主营业务成本构成**



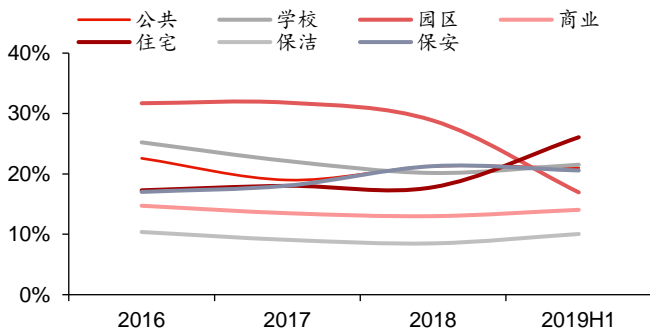
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

**图表35： 公司销售和管理费用中职工薪酬占比**



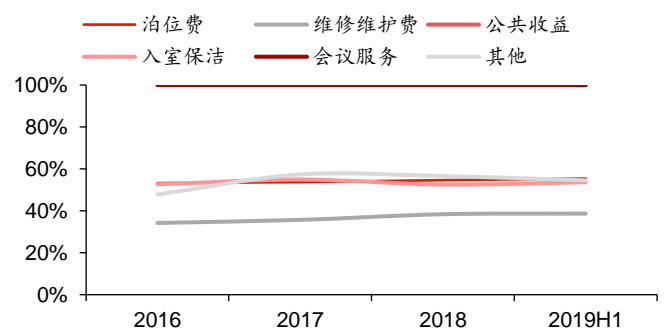
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

**图表36： 公司物管业务分业态毛利率**



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

**图表37： 公司增值服务分业态毛利率**

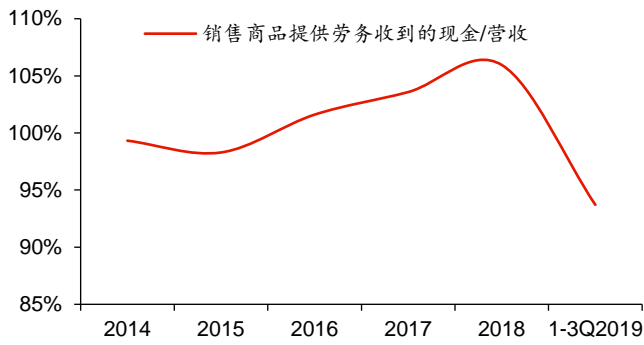


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

**现金流量：物管模式特点和非住宅高收缴率，带来充裕现金流**

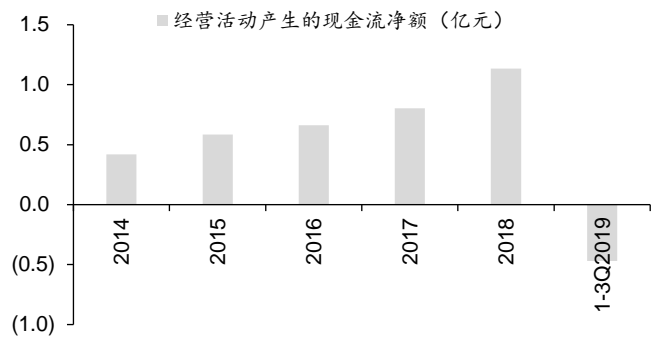
受益于物业费定期结算的模式特点和非住宅业态较高的收缴率，公司盈利质量较高。2015-2018 年销售商品提供劳务收到的现金占营收的比例呈上升态势，2018 年达到 106%；经营性现金流净额 CAGR 为 39%，增速远高于营收。2019 前三季度两项指标波动明显，与 2018 前三季度情况类似，根据招股说明书，主要因为部分政府机关客户、学校客户因资金预算安排等原因付款延迟，回款有所延后，导致物业服务收入部分未能在当期实现现金流入，同时公司现金支出正常进行，甚至因为规模扩张而有所扩大，造成经营活动现金流净额为负。我们认为这是季节性的正常现象，预计全年会有所修复。

图表38: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营收



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰证券研究所

图表39: 公司经营活动产生的现金流净额

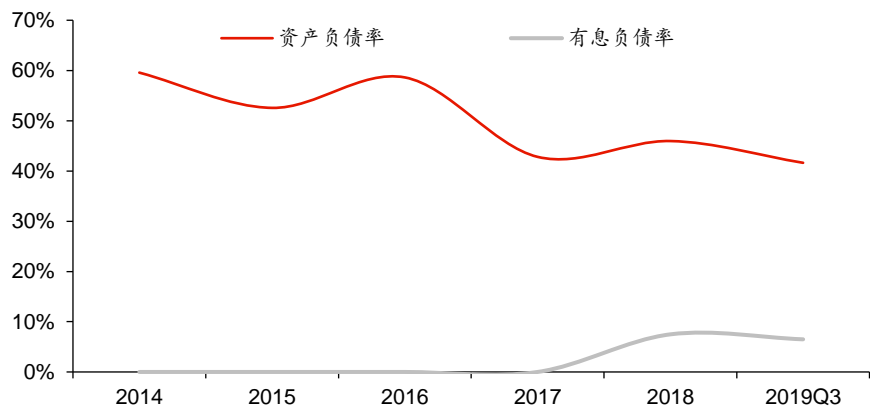


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰证券研究所

### 负债率: 现金流支撑低负债, 轻资产属性清晰

充裕现金流支撑下, 公司有息负债规模很低, 轻资产属性清晰。截至 2019Q3, 公司资产负债率为 42%, 2014 年以来总体下行, 其中有息负债率仅为 6%, 其余主要为应付职工薪酬、其他应付款 (代收业主经营收入、押金及保证金等) 等经营性负债。

图表40: 公司资产负债率和有息负债率



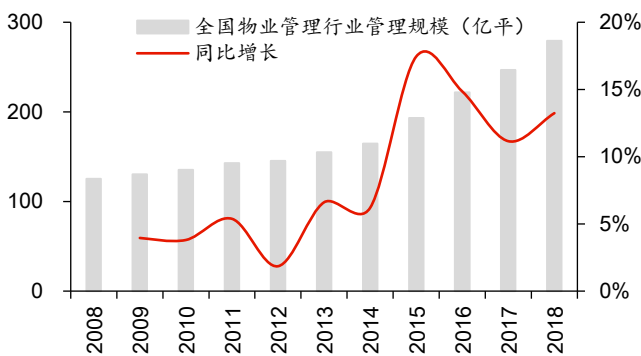
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰证券研究所



## 非住宅物管行业空间广阔，品牌口碑铸就机遇 业态空间广阔，将成为物管领域新赛道

根据我们在2019年10月30日发布的非住宅物业管理深度报告《升维新模式，掘金新蓝海》，非住宅物业主要包括商办物业、公共建筑和城市公共空间三大类。根据物协和易居的数据，2018年我国非住宅物管市场规模2941亿元，占据基础物业服务半壁江山。相较住宅物业，行业竞争格局分散复杂，进入门槛、物业费、收缴率更高，盈利能力存提升空间，将成为国内物管公司拓展的重要方向，今年以来证券化也在提速。我们测算2025年非住宅物管市场规模有望超8000亿元，后勤服务社会化提速和城市公共空间的模式拓展可能进一步拓宽行业规模。商办物业、产业园区、学校、医院、公共场馆等业态百花齐放，产业园区、学校、医院等业态500强企业覆盖度不足30%，覆盖度和集中度提升空间广阔。

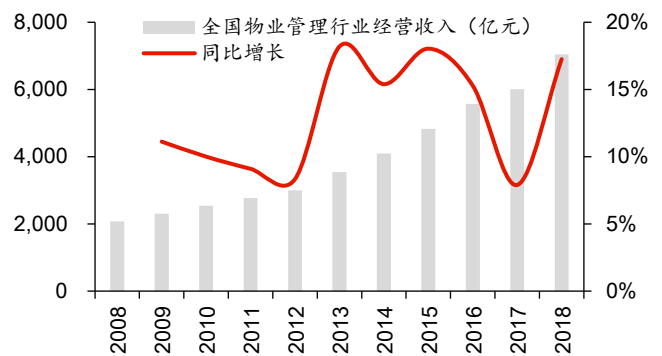
图表41：全国物业管理行业管理规模和同比增速



注：2008、2014年数据源于全国经济普查，2012、2017、2018年数据为中国物业管理协会调查数据

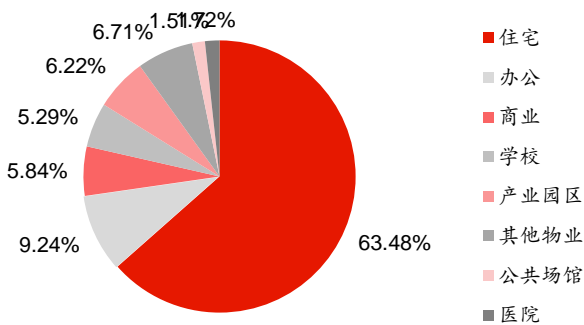
资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰证券研究所

图表42：全国物业管理行业经营收入和同比增速



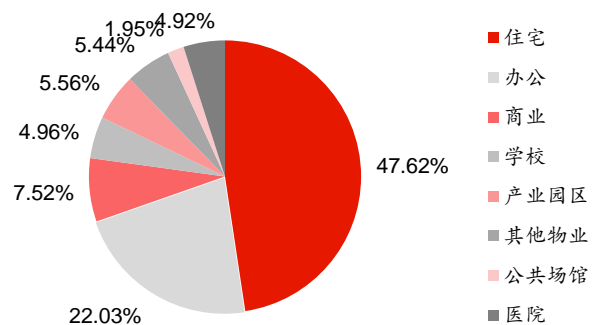
资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰证券研究所

图表43：2018年500强物管企业管理面积业态分布



资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰证券研究所

图表44：2018年500强物管企业基础物业服务营收业态分布



资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰证券研究所

图表45: 非住宅物业管理细分业态概况

业态	管理空间	管理特点	500强业态结构				一二三线城市					
			布局数量 (家)	平均管理面积 (万平)	平均项目数量 (个)	收入<5000万元 企业占比	平均物业费 (元/平/月)					
商办物业	1999-2018年累计新开工写字楼7亿平, 商业营业用房27亿平	To B+To C, 服务深化空间大, 智慧物业场景多	写字楼	376	写字楼	236	写字楼	35	写字楼	56%	写字楼	商业
			商业	370	商业	187	商业	16	商业	79%	11.27	11.64
											4.95	6.84
产业园区	2008-2018年工业用地成交总建面116亿平	从物管到园区运营, 产业链条向运营管理、资产管理、企业孵化等后期延伸		272		272		12		76%		4.59
												3.01
												3.40
学校	2018年末仅公办小学/初中/高中/高等学校校舍建面29亿平	后勤服务社会化推动发展, 公益属性突出, 倒逼参与者加强延伸服务		314		201		15		84%		4.19
												2.66
												2.24
医院	2017年末医疗卫生机构房屋建面8亿平	后勤服务社会化推动发展, 专业化塑造高门槛, 多元化服务空间大		208		154		11		85%		7.62
												6.44
												5.47
公共场馆	范围广, 面积大: 体院馆、展览馆、图书馆、机场、火车站、邮轮码头等	安全严要求, 不同场馆对应特色延伸服务, 城市公共空间物管的切入点		236		309		6		90%		5.37
												3.49
												3.02

注: 500强业态结构中的数据时间均为2018年

资料来源: 中国物业管理协会, 上海易居房地产研究院, 国家统计局, 华泰证券研究所

### 后勤服务社会化驱动拓展加速

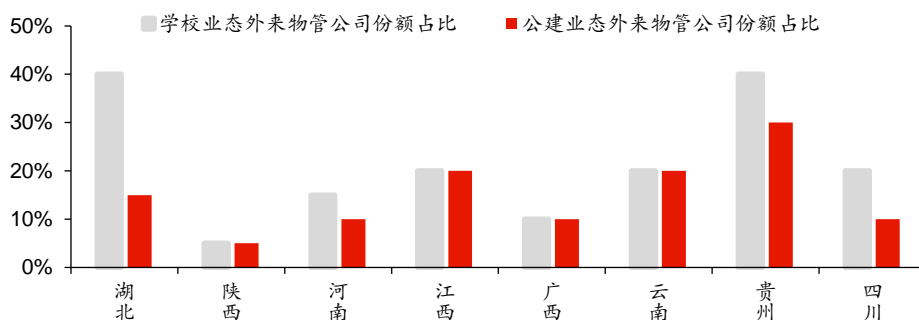
后勤服务社会化有望加速非住宅物管面积和市场规模的扩张。后勤服务社会化是指学校、医院、政府机关、交通枢纽等城市公共建筑和公共空间转变后勤服务模式, 从原先自己成立后勤部门或公司, 转变为外包给市场化运作的公司, 从而发挥专业化分工降本增效、转移运营风险的作用。我国早在1992年便提出后勤服务社会化的概念, 此后在学校、医院领域出台了较多支持政策。根据物协和易居的数据, 2018年全国60%-70%的高校已将后勤服务外包, 其中30%-40%将所有后勤服务外包; 全国一二线城市的医院已基本全部将后勤服务外包, 三四线城市仍有30%-40%的医院尚未外包。近年来改革提速, 并开始向更多公共业态延展, 但根据新大正招股说明书, 不同省份后勤服务社会化的程度差别较大, 西北、东北、华北等地区开放程度仍有较大提升空间。我们预计随着后勤服务社会化的持续推进, 非住宅物管的在管面积和市场规模将加速扩张, 央企、国企背景的物管公司在项目获取方面确实具备一定资源优势, 但品牌物管公司也能凭借服务口碑和特定业态服务经验争夺市场份额。

图表46: 后勤服务社会化的主要政策文件

时间	政策文件	主要内容
1985年	《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年	《中共中央国务院关于加快发展第三产业的决定》	首次明确提出后勤服务社会化的课题
1999年	《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》	“要扩大高等教育规模”, 之后国务院办公厅连续四年召开全国高校后勤社会化改革推进会
2000年	《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》	开始了公立医院后勤服务社会化改革进程
2002年	《关于医疗卫生机构后勤服务社会化改革的指导意见(试为我国公立医院后勤服务社会化改革提供了切实有效和科学可行的实施办法, 行)》	并指出医疗机构后勤改革主要内容是将医院行政管理职能与服务职能相分离
2010年	《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
2015年	《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
2018年	《关于开展建立健全现代医院管理制度试点的通知》	健全完善后勤管理, 探索医院“后勤一站式”服务模式, 推进后勤服务社会化

资料来源: 中国政府网, 华泰证券研究所

图表47：新大正布局区域省外物管公司份额占比



注：根据新大正招股说明书，图中数据来自公司于2016-2017年组织的市场调研  
资料来源：新大正招股说明书，华泰证券研究所

### 从单一到集成，从基础服务到高附加值

海外经验来看，海外非住宅物管以“设施管理”为核心，从非核心业务外包的思路出发，三十余年来出现了从单一到集成服务、从本地到全球、从低附加值到高附加值的进化过程。相比之下，国内非住宅物业存量广阔，但存在着管理粗放、服务少且品质弱等问题，蕴含着专业服务供需错配带来的较大发展机会。我们认为未来国内非住宅物管的发展路线将与住宅物管呈现明显差异，在丰富的物业业态、迥异的增值服务需求驱动下，将产生更为专业化、多元化的延伸服务机会。

图表48：设施管理行业的发展历程

	20世纪80年代	20世纪90年代	21世纪初期	当前
外包比例	很小，10%左右	逐渐扩大	持续扩大	持续扩大
服务范畴	保安、保洁、团餐、设备管理等建筑运营和维护、支持服务	扩大至不动产管理领域	扩大至业务流程外包领域	切入战略规划层级的外包服务
业务模式	与多家专业外包公司签署外包合同	总包-分包模式出现	集成设施管理模式出现	集成设施管理市场份额逐渐提升
地理布局	区域型	区域型，全国型	区域型，全国型，全球型	区域型，全国型，全球型

资料来源：欧艾斯官网，华泰证券研究所

回溯海外非住宅物管龙头的发展路径，以世邦魏理仕为代表的五大行模式，一方面利用租售经纪和交易衍生服务等资产管理业务的优势，为设施管理业务赢得更多获客机会；另一方面设施管理也为资产管理的开展创造了更多基础数据和客户粘性，全产业链得以紧密协同。爱玛客和欧艾斯则是另一种模式，两者分别从团餐和保洁业务起步，逐渐叠加保安、保养、办公支持、商品零售、公司制服等多元化业务，最终目标是承接物业所有者的各类非核心业务，成长为集成设施管理龙头。

图表49：世邦魏理仕基于全产业链的业务组合



资料来源：世邦魏理仕，华泰证券研究所

**图表50：爱玛客团餐与设施管理服务业务概况**

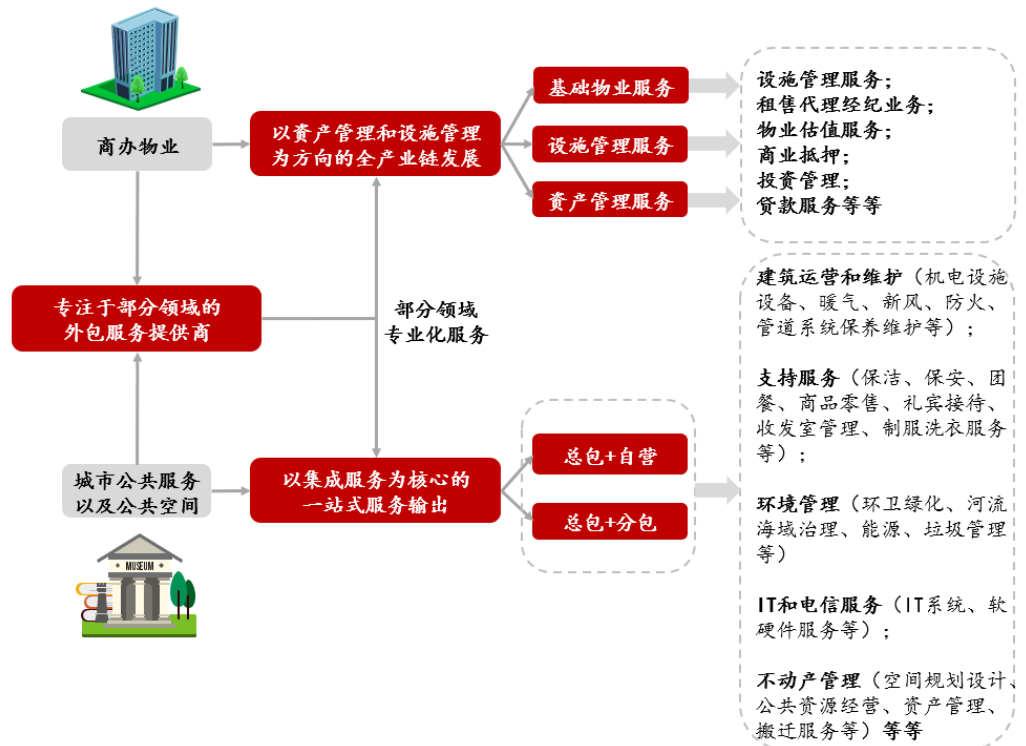
领域	客户类型	团餐服务	设施管理服务
教育	高等教育；K12教育	学生团餐解决方案；咖啡厅；果汁吧/水吧；茶歇和会议服务；便利店；餐厅设计	行政支持服务；环境清洁服务；安保服务；设施设备管理
医疗康养	医院；养老院	患者团餐解决方案；和住院及门诊病人分享营养信息	设施运行管理；环境服务；安保服务；中央运送服务；其他临床支持服务
办公场所	工商企业；政府部门	员工团餐解决方案；咖啡厅；果汁吧/水吧；茶歇和会议服务；便利店；餐厅设计	行政支持服务；环境清洁服务；安保服务；设施设备管理
文娱设施和其他	体育馆；会展场馆；公园、风景名胜；惩戒设施	宴会和餐饮；零售和商品销售；营养食品服务；高级餐厅	娱乐和住宿服务；小卖部服务；洗衣和配送服务；物业管理服务；家政服务；设施管理服务

资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

### 基础赋能到价值创造，三路径谋多元发展

我们认为非住宅物管龙头的发展路径，是通过产业链上的某项强势业务为切入点，形成自己的优势、壁垒或粘性，再借力资本市场进行横向或者纵向收购，拓展多元化业务和服务区域，最终形成对物业所有者的集成产业链服务或者集成设施管理服务，自身定位从物业所有者的“外包业务执行者”升级为“战略合作伙伴”，从一开始帮助物业所有者进行基础管理、降费增效，到最终反哺核心业务、创造更高附加值。国内公司可以沿三条发展思路布局非住宅物管：一、商办物业管理，以资产管理和设施管理为方向的全产业链发展；二、公共服务物业管理，以集成服务为核心的一站式服务输出；三、专注于部分领域的外包服务提供商，在部分服务领域成为标杆。我们认为新大正的发展思路更加符合第二种思路，通过公共服务业态大展拳脚。

**图表51：非住宅物管公司的三条发展思路**



资料来源：华泰证券研究所



## 投资建议

营收预测方面，我们对 2019 和 2020-2021 年运用两组不同假设。

2019 年，公司预计全年营收增速为 13%-24%。面积方面，我们预计下半年各业态正常拓展，全年综合物管、专项物管在管面积增速分别为 14%、22%。单位面积营收方面，若项目结构不发生太大变化，预计各业态平均物业费相比 2019H1 将保持平稳，那么全年单位面积营收预计会是 2019H1 的 2 倍，汇总后综合物管、专项物管单位面积营收同比分别增长 5%、6%。

2020-2021 年，随着 IPO 成功落地，我们预计公司拓展将会提速。面积方面，我们预计公司重点拓展的公共、学校、保洁（主要为航空）业态增速将高于其他业态，汇总后 2020-2021 年综合物管在管面积增速分别为 23%、24%，专项物管在管面积增速分别为 26%、26%。单位面积营收方面，根据过去十年 CPI 平均水平，预计各业态每年增长 2.23%，但由于不同业态比例变化，汇总后 2020-2021 年综合物管单位面积营收增速均为 4%，专项物管单位面积营收增速均为 3%。

盈利能力方面，如前所述，我们认为公司模式特性导致存量项目盈利水平大概率至少能够维持稳定，加强拓展确实可能导致盈利能力承压，但人效优化、增值服务占比提升有可能抵消其影响。2019H1 毛利率（21.3%）和期间费用率（9.8%）和 2018 年相比，也确实较为稳定。因此，我们预计各业态毛利率、公司总体期间费用率维持 2019H1 的水平，但因业态结构变化，总体毛利率略有波动。

综上，我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 10.65、13.58、17.42 亿元，归母净利润分别为 1.03、1.30、1.66 亿元，同比增速分别为 16.67%、26.85%、27.68%。

图表52： 公司物管业务关键假设表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合物管在管面积（万平）	2432	2914	3276	3731	4599	5701
yoy		20%	12%	14%	23%	24%
专项物管在管面积（万平）	2037	2336	2092	2552	3207	4046
yoy		15%	-10%	22%	26%	26%
综合物管单位面积营收（元/平/月）	1.62	1.68	1.72	1.81	1.88	1.94
yoy		4%	2%	5%	4%	4%
专项物管单位面积营收（元/平/月）	0.32	0.36	0.51	0.54	0.55	0.57
yoy		11%	41%	6%	3%	3%
综合物管营收（亿元）	4.72	5.89	6.78	8.09	10.35	13.30
yoy		25%	15%	19%	28%	29%
专项物管营收（亿元）	0.79	1.00	1.27	1.64	2.13	2.78
yoy		27%	26%	30%	30%	30%
综合物管毛利率	22.56%	20.42%	20.48%	20.57%	20.65%	20.71%
专项物管毛利率	11.29%	10.66%	10.92%	11.64%	11.43%	11.24%

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表53: 公司盈利预测 (单位: 亿元, 特殊注明除外)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收	6.22	7.68	8.86	10.65	13.58	17.42
yoy	18.82%	23.49%	15.41%	20.17%	27.58%	28.23%
综合物管	4.72	5.89	6.78	8.09	10.35	13.30
专项物管	0.79	1.00	1.27	1.64	2.13	2.78
增值服务	0.58	0.66	0.71	0.80	0.99	1.23
餐饮服务	0.12	0.12	0.10	0.10	0.10	0.10
其他业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	23.21%	21.42%	21.24%	21.26%	21.20%	21.15%
综合物管	22.56%	20.42%	20.48%	20.57%	20.65%	20.71%
专项物管	11.29%	10.66%	10.92%	11.64%	11.43%	11.24%
增值服务	46.76%	47.86%	48.36%	48.88%	48.88%	48.88%
餐饮服务	11.82%	12.11%	10.74%	10.74%	10.74%	10.74%
其他业务	83.40%	83.83%	80.65%	85.23%	85.23%	85.23%
销售费用率	0.85%	1.15%	1.51%	1.66%	1.66%	1.66%
管理费用率	14.72%	8.52%	7.73%	8.02%	8.02%	8.02%
财务费用率	-0.01%	-0.08%	0.11%	0.14%	0.14%	0.14%
归母净利率	4.36%	9.21%	9.94%	9.64%	9.59%	9.54%
归母净利润	0.27	0.71	0.88	1.03	1.30	1.66
yoy	-45.22%	160.45%	24.66%	16.67%	26.85%	27.68%

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

公司作为第三方物管企业, 拓展能力优秀: 一是精准定位公共、学校、航空领域, 搭乘后勤服务社会化东风; 二是口碑优势凸显, 助力异地拓展; 三是非住宅空间广阔市场分散, 资本助力市占率提升。此外公司盈利能力并不逊色, 主要受益于非住宅成本加成定价及良好的服务口碑, 未来通过人效优化和增加增值服务有望抵消异地扩张的影响。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.43、1.82、2.32 元。我们选取 A 股以非住宅为主的物管公司中航善达、南都物业, 以及港股非住宅占比较高的主流物管公司雅生活服务、绿城服务、永升生活服务、佳兆业美好作为可比公司, 2020 年平均 PE 估值为 24 倍。考虑到公司聚焦空间广阔的非住宅物管赛道, 资本助力下扩张有望提速, 我们认为公司 2020 年合理 PE 估值水平为 30-33 倍, 目标价 54.52-59.97 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表54: 可比公司估值水平

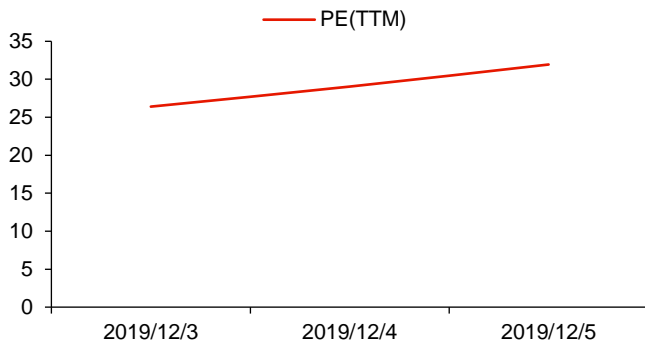
股票名称	总市值	收盘价	EPS				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
南都物业	30.54	22.77	0.68	0.84	1.07	1.35	33.26	27.03	21.19	16.90
中航善达	212.71	20.06	0.29	0.39	0.58	0.82	58.14	43.25	29.33	20.69
雅生活服务	315.86	26.30	0.62	0.83	1.13	1.46	42.42	31.55	23.26	18.04
绿城服务	214.57	8.55	0.17	0.20	0.26	0.33	50.29	43.42	33.09	25.78
永升生活服务	64.35	4.65	0.09	0.13	0.21	0.29	52.54	34.52	22.53	16.27
佳兆业美好	24.36	19.32	0.50	1.04	1.43	0.00	38.64	18.58	13.47	-
平均							45.88	33.06	23.81	19.54

注: 中航善达盈利预测为我们预测值, 且为考虑收购后的物业管理分部利润, 相应的 PE 也为考虑收购后物业管理分部的估值水平; 其余盈利预测来自 Wind 一致预期, 统计时间为 2019 年 12 月 5 日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

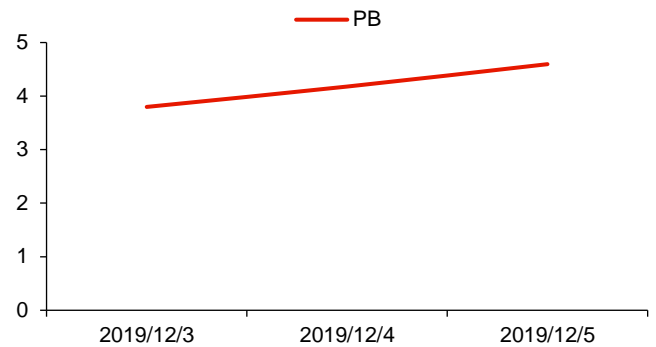
## PE/PB – Bands

图表55: 新大正历史 PE (TTM)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表56: 新大正历史 PB



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

**规模拓展不符预期。**非住宅物管领域项目的异质性较大,公司物管业务子业态较多,新项目的拓展、部分老项目的撤场将对子业态的面积、单位面积营收、毛利率等数据产生较大影响,有可能导致我们的盈利预测,尤其是对子业态的预测出现一些偏差。此外,随着公司 IPO 后拓展力度的加大,若公司管理水平及人力资源不能及时适应公司未来经营规模的快速扩大,可能影响公司的拓展速度和盈利能力。

**人工成本上涨风险。**公司物管业务属于劳动密集型企业,利润受人工成本上涨影响较大。根据有关政策,2019 年起社保缴费监管将趋于严格,但具体执行力度和进度存在不确定性,增加了人工成本的不确定性。

**重庆区域市场风险。**公司物管业务主要集中在重庆地区,若重庆市场竞争加剧、区域政策出现突然变化、服务不力导致口碑恶化,可能对公司经营发展产生不利影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	287.88	357.72	435.71	569.02	727.00
现金	195.29	246.19	302.31	399.46	510.19
应收账款	64.87	69.91	84.01	107.18	137.44
其他应收账款	27.20	38.19	45.90	58.56	75.09
预付账款	0.01	1.03	1.24	1.58	2.03
存货	0.51	0.41	0.41	0.41	0.41
其他流动资产	0.00	1.99	1.84	1.84	1.84
非流动资产	96.85	140.64	184.02	224.72	262.83
长期投资	0.67	0.37	0.37	0.37	0.37
固定投资	12.51	94.66	143.50	187.18	227.04
无形资产	1.95	1.44	0.94	0.43	(0.07)
其他非流动资产	81.71	44.16	39.21	36.74	35.50
资产总计	384.73	498.36	619.73	793.75	989.83
流动负债	164.69	197.94	216.05	237.09	260.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	12.60	10.15	12.20	15.57	19.98
其他流动负债	152.09	187.79	203.85	221.52	240.95
非流动负债	0.00	31.08	31.08	53.08	58.08
长期借款	0.00	31.08	31.08	53.08	58.08
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	164.69	229.03	247.13	290.17	319.01
少数股东权益	(0.37)	1.21	1.74	2.41	3.26
股本	53.73	53.73	53.73	53.73	53.73
资本公积	81.06	80.70	80.70	80.70	80.70
留存公积	85.61	133.69	236.43	366.74	533.13
归属母公司股东权益	220.41	268.13	370.86	501.17	667.56
负债和股东权益	384.73	498.36	619.73	793.75	989.83

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	80.40	113.52	107.08	126.56	157.67
净利润	71.34	88.54	103.27	130.98	167.24
折旧摊销	0.00	0.00	6.11	8.79	11.39
财务费用	(0.63)	0.96	1.47	1.92	2.43
投资损失	0.40	0.46	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	0.00	0.00	(3.76)	(15.13)	(23.40)
其他经营现金	9.30	23.55	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(31.63)	(55.20)	(49.49)	(49.49)	(49.49)
资本支出	51.71	55.54	50.00	50.00	50.00
长期投资	(19.71)	(0.09)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.37	0.25	0.51	0.51	0.51
筹资活动现金	31.38	(7.43)	(1.47)	20.08	2.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	31.08	0.00	22.00	5.00
普通股增加	3.73	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	68.24	(0.36)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(40.59)	(38.15)	(1.47)	(1.92)	(2.43)
现金净增加额	80.15	50.89	56.12	97.15	110.74

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	767.54	885.85	1,065	1,358	1,742
营业成本	603.17	697.65	838.21	1,070	1,373
营业税金及附加	4.92	5.82	6.99	8.92	11.44
营业费用	8.83	13.38	17.67	22.54	28.91
管理费用	65.36	68.52	85.37	108.92	139.67
财务费用	(0.63)	0.96	1.47	1.92	2.43
资产减值损失	(2.70)	(0.76)	0.00	0.00	0.00
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)	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.55	103.55	114.80	145.64	185.79
营业外收入	2.13	0.95	4.00	5.00	6.50
营业外支出	3.66	0.19	0.19	0.19	0.19
利润总额	86.02	104.31	118.61	150.45	192.10
所得税	14.68	15.77	15.35	19.47	24.86
净利润	71.34	88.54	103.27	130.98	167.24
少数股东损益	0.68	0.47	0.53	0.67	0.86
归属母公司净利润	70.66	88.08	102.74	130.31	166.39
EBITDA	86.92	104.51	122.38	156.35	199.61
EPS (元, 基本)	1.32	1.64	1.91	2.43	3.10

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	23.49	15.41	20.17	27.58	28.23
营业利润	151.30	18.28	10.87	26.86	27.57
归属母公司净利润	160.45	24.66	16.64	26.84	27.69
获利能力 (%)					
毛利率	21.42	21.24	21.26	21.20	21.15
净利率	9.21	9.94	9.65	9.60	9.55
ROE	32.06	32.85	27.70	26.00	24.92
ROIC	(127.18)	343.69	138.74	99.74	86.11
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.81	45.96	39.88	36.56	32.23
净负债比率 (%)	0	16.29	15.09	20.44	20.16
流动比率	1.75	1.81	2.02	2.40	2.79
速动比率	1.74	1.81	2.01	2.40	2.78
营运能力					
总资产周转率	2.39	2.01	1.90	1.92	1.95
应收账款周转率	13.51	13.14	13.83	14.21	14.24
应付账款周转率	48.56	61.34	75.02	77.09	77.26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.64	1.91	2.43	3.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	2.11	1.99	2.36	2.93
每股净资产(最新摊薄)	4.10	4.99	6.90	9.33	12.42
估值比率					
PE (倍)	35.45	28.44	24.38	19.22	15.06
PB (倍)	11.37	9.34	6.75	5.00	3.75
EV_EBITDA (倍)	35.66	29.65	25.32	19.82	15.53



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com