

新大正 (002968)

证券研究报告

2019年12月25日

市场化发展打造口碑式成长，专业化服务尽享需求释放红利

公司成立于1998年，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。截至19年6月30日，服务地域范围覆盖重庆、北京、天津、浙江、江苏等16个省市。

当前非住宅物管市场空间广阔，伴随后勤社会化持续深入、国家基础设施建设大力投入等因素，更多原有公共建筑物业服务需求和新公共建筑群体逐步被释放；头部企业将借助自身实力及资本化手段加速成长整合。

后勤社会化是指将后勤从各类机构中剥离出来，推向市场，以市场为导向，让社会力量为其提供后勤服务。其主要面向高校、机构、医院和军队等，主要目的是通过社会化改造，提升后勤部门的工作效率，通过更有效的资源配置，在提升服务规范性、多样性以满足主体机构发展需求的同时，精简人事，降低成本。

公司市场化能力极强，在机场、学校等细分领域具有较强的专业化优势，顺应后勤社会化改革风向，高效运营基因奠定成长趋势。五大项目分类建立标准化、流程化、可持续创新的管理制度。

以公司通过公开招标方式成功中标北京大兴机场为例，公司市场化竞争力优势凸显具体来看：①20余年的发展过程中累积丰富的行业经验、专业的服务水平，公司进入机场物业后快速总结出“机场物业规范服务标准”，有技术性、针对性提供专项服务；②新大正在2016年底中标重庆江北机场后，在航空物业领域钻研形成了一套航空物业的标准化服务流程，公司所服务机场项目荣获“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”等排名，在相关物业服务中机场测评中也连续优秀测评，形成了良好的业界口碑。在承接大兴机场前，公司陆续承接了七个国内机场物业服务项目，具有一定的市场影响力。

维持盈利预测，给予买入评级

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。我们预测2019-2021年净利润分别为1.10亿元、1.5亿元、2亿元，PE分别为42x、32x、23x。

风险提示：核心人员流失；外拓面积速度不及预期；毛利率承压

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)	65.67	52.68	42.17	31.51	23.08
市净率(P/B)	21.05	17.31	11.72	8.54	6.23
市销率(P/S)	6.05	5.24	4.15	3.27	2.59
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.71	22.93	16.65

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（维持评级）
当前价格	64.77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)	4,640.30
流通A股市值(百万元)	1,160.07
每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	41.63
一年内最高/最低(元)	78.20/32.11

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《新大正-首次覆盖报告：“基础物业+智慧科技”双擎驱动，助飞“国门”大兴》 2019-12-03



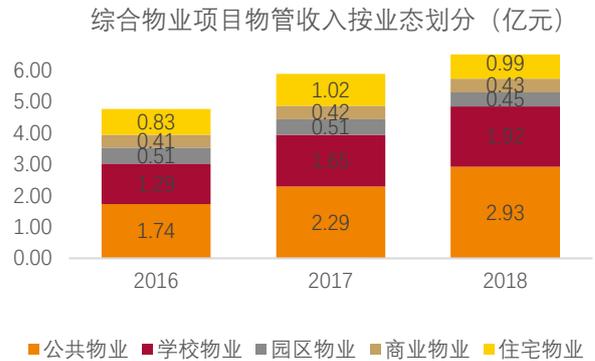
公司成立于 1998 年，是一家致力于打造智慧城市公共建筑和设施，管理公共、园区、航空机场、政府机关、学校、住宅等城市项目的综合服务提供商。2018 年新大正物业在管项目 308 个（其中 222 个来自重庆），在管面积 5367 万平方米（其中 3500 万平米来自重庆）；2018 年签约项目存量为 314 个，签约面积为 6272 万平方米。截至 19 年 6 月 30 日，服务地域范围覆盖重庆、北京、天津、浙江、江苏等 16 个省市。

图 1：2018 年新大正物业服务已覆盖 14 个省（直辖市），其中有 7 个是在 2016 年后开拓的



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 2：综合物业项目可划分为公共物业、学校、住宅、商业、园区五大板块，以公共物业和学校物业为业务重心，



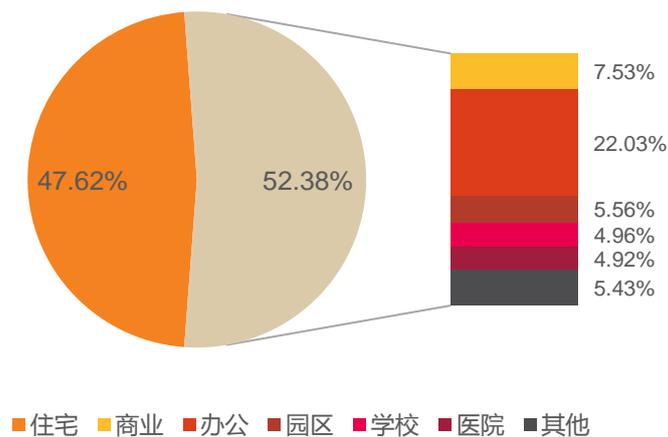
资料来源：招股书，天风证券研究所

当前非住宅物管市场空间广阔，伴随后勤社会化持续深入、国家基础设施建设大力投入等因素，更多原有公共建筑物业服务需求和新公共建筑群体逐步被释放；头部企业将借助自身实力及资本化手段加速成长整合。后勤社会化是指将后勤从各类机构中剥离出来，推向社会，以市场为导向，让社会力量为其提供后勤服务。其主要面向高校、机构、医院和军队等，主要目的是通过社会化改造，提升后勤部门的工作效率，通过更有效的资源配置，在提升服务规范性、多样性以满足主体机构发展需求的同时，精简人事，降低成本。

非住宅物业千亿市场，占据物管半壁江山。2018 年 500 强基础物业管理服务非住宅总营收 1182.50 亿元，中指院预计到 2025 年，非住宅销售面积累计达到 37 亿平方米，按非住宅物业费均值（5.92 元/月/平米）计算，市场规模 2628.48 亿元。我们测算，仅机场+学校业态市场空间约在千亿元左右。2018 年我国民航颁证运输机场共 235 家，假设平均每家每年 1 亿元基础物管费开支（其通常由多个物管公司共同承担），则物管机场物业共有市场约 240 亿元。2018 年我国公民办小初高及高校共 23 万家，其中包含普通高校 2663 家，假设高校平均每年物管费 3000 万元，且全部交予社会化第三方物管公司，则该市场约为 800 亿元。

图 3：18 年 500 强物管企业非住宅基础服务营收占比 52.38%

500强各业态基础服务营收占比



资料来源：中物研协，天风证券研究所

公司市场化能力极强，在机场、学校等细分领域具有较强的专业化优势，顺应后勤社会化改革风向，高效运营基因奠定成长趋势。五大项目分类建立标准化、流程化、可持续发展的管理制度。

以公司通过公开招投标方式成功中标北京大兴机场为例，公司市场化竞争力优势凸显具体来看：①20余年的发展过程中累积丰富的行业经验、专业的服务水平，公司进入机场物业后快速总结出“机场物业规范服务标准”，有技术性、针对性提供专项服务；②新大正在2016年底中标重庆江北机场后，在航空物业领域钻研形成了一套航空物业的标准化服务流程，公司所服务机场项目荣获“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”等排名，在相关物业服务中机场测评中也连续优秀测评，形成了良好的业界口碑。在承接大兴机场前，公司陆续承接了七个国内机场物业服务项目，具有一定的市场影响力。

新大正物业于2008年成立“企业标准化研究院”，致力于深入研究客户需求、引进新技术和新设备、不断制定和规范服务标准，已经制定出企业五大业态物业服务标准、两项地方标准。凭借其良好的服务品质和品牌口碑，多次参与制定地方标准和行业标准。其与2015年参与国家标准《住宅物业服务规范》的编制，2016年成为中国物业管理协会标准化专家委员会委员单位，2017年获得中国物业管理协会《高效物业管理指南》编制单位的资格。

升级智慧运营，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。

图4：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

全球对标：基础物管发展空间大，团餐制服等增值服务空间可期。

欧艾斯 (ISS.CO) 是全球领先的综合设施服务集团，也是业内鲜有的能够在全球范围内提供自主服务的公司之一。目前，欧艾斯拥有近 50 万名员工，2018 年收入超过 700 亿丹麦克朗（约合人民币 727 亿），市值达 294 亿丹麦克朗（合人民币约 308 亿元）。

物业公司为典型人力密集型行业，借鉴全球知名非住宅物管欧艾斯经验，将员工作为公司最重要资产，在“以人为本”与“标准化流程”之间找到恰当平衡点。通过授权员工，提升服务质量推动客户实现其价值，进而持续提升市场份额及规模。

作为物管公司，保洁保安为核心基础业务，其仍占据欧艾斯目前近 7 成营收，具体来看 2016-18 年清洁服务收入占比分别为 50%、48%、47%；物业服务占比分别为 20%、21% 和 20%。传统业务是物管公司提升用户粘性的最重要方式，通过基础服务获取业主信任，进而提升增值服务空间，通过赋能用户打开自身成长天花板。

爱玛客(ARMK.N)为教育，医疗保健，办公场所，文娱设施提供备配餐服务、项目管理服务以及制服服务。爱玛客业务分为团餐和设施管理服务及制服服务，其中团餐与设施管理服务又按地域细分为美国团餐和设施管理服务和海外团餐和设施管理服务两个板块。目前市值 106 亿美金（约合人民币 742 亿）。

FY2019 年爱玛客营收 162.27 亿美元（约合人民币 1134 亿元），其中 FY19 FSS 美国团餐和设施管理服务营收为 98.99 亿美元（占比 61%，约合人民币 693）；FSS 海外团餐和设施管理服务为 37.43 亿美元（占比 23.07%）；FY2019 归母净利润 4.485 亿美元（约合人民币 30.8 亿）。

与住宅物业相比，非住宅物业最大优势在于提价容易且收缴率高，但市场大多认为 2B 增值服务相对较少且拓展空间小。爱玛客为我们提供了新思路及增值服务方式，即深入公建运营，从团餐及员工服饰定制等方面着手，利用与服务机构的粘性口碑，持续深挖价值，进一步提高品牌竞争力与成长空间。

维持盈利预测，给予买入评级，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。我们预测 2019-2021 年净利润分别为 1.10 亿元、1.5 亿元、2 亿元，PE 分别为 42x、32x、23x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	195.29	246.19	272.27	380.01	528.50	营业收入	767.54	885.85	1,117.00	1,420.00	1,795.00
应收票据及应收账款	64.87	70.06	88.23	42.12	122.65	营业成本	603.17	697.65	871.26	1,090.56	1,373.18
预付账款	0.01	1.03	0.33	0.59	0.82	营业税金及附加	4.92	5.82	7.82	14.20	17.95
存货	0.51	0.41	0.65	0.74	0.95	营业费用	8.83	13.38	13.40	15.62	26.93
其他	27.20	40.03	43.55	64.36	67.91	管理费用	65.36	68.52	79.31	99.40	125.65
流动资产合计	287.88	357.72	405.02	487.82	720.83	研发费用	0.00	0.00	22.34	28.40	17.95
长期股权投资	0.67	0.37	0.37	0.37	0.37	财务费用	(0.63)	0.96	0.21	(2.28)	(3.17)
固定资产	12.51	94.66	120.59	164.91	207.25	资产减值损失	2.70	0.76	1.00	1.00	1.00
在建工程	0.96	9.90	41.94	73.16	73.90	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.95	1.44	1.01	0.58	0.15	投资净收益	(0.40)	(0.46)	7.82	8.00	5.00
其他	80.75	34.26	49.61	54.71	46.19	其他	(3.96)	(4.34)	(15.64)	(16.00)	(10.00)
非流动资产合计	96.85	140.64	213.53	293.73	327.86	营业利润	87.55	103.55	129.48	181.10	240.52
资产总计	384.73	498.36	618.55	781.55	1,048.69	营业外收入	2.13	0.95	8.00	3.00	1.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.66	0.19	5.00	9.34	3.00
应付票据及应付账款	12.60	10.15	21.95	18.27	30.40	利润总额	86.02	104.31	132.48	174.76	238.52
其他	152.09	187.79	198.13	216.30	268.59	所得税	14.68	15.77	21.20	26.21	35.78
流动负债合计	164.69	197.94	220.08	234.57	299.00	净利润	71.34	88.54	111.29	148.54	202.74
长期借款	0.00	31.08	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.68	0.47	1.26	1.29	1.71
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	70.66	88.08	110.03	147.25	201.03
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.99	1.23	1.54	2.06	2.81
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

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	65.67	52.68	42.17	31.51	23.08
市净率	21.05	17.31	11.72	8.54	6.23
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.71	22.93	16.65
EV/EBIT	0.00	0.00	33.33	23.55	17.17

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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