

新大正 (002968)

证券研究报告

2019年12月31日

产业对比再看新大正：依靠外拓成长，经营效率制胜

新大正所处非住宅物业千亿市场规模，占据物管半壁江山

非住宅物业主要包括商业物业、办公物业、园区物业和公建物业。城市公建物业又可进一步细分为学校物业、医院物业、公共交通物业等。非住宅物业覆盖范围广，是物管行业的重要组成部分。非住宅领域市场空间广阔。中指院数据显示，2018年全国产业园区物业在管面积8.9亿平方米；医院数量2.9万个，其中三级医院2267个，二级医院8081个；全国普通高等学校数量2663所（含独立学院265所）。

2018年500强物管企业非住宅营收占比超50%。中物研协数据显示，2018年500强物管企业非住宅管理面积占比36.52%，非住宅基础物业管理服务营收占比52.38%。具体来看：商业、办公、园区、学校、医院在管面积分别为6.94亿平方米，10.98亿平方米，7.39亿平方米，6.29亿平方米，2.04亿平方米，非住宅总管理面积43.41亿平方米。

产业对比视角再看新大正：依靠外拓成长，经营效率较高

目前物业行业公司大多均有涉足非住宅物业，其中港股上市物管公司大多依靠地产母公司，近几年经营重心侧重住宅物业及业主增值服务；A股新大正为纯正非住宅物业；招商积余中中航物业定位高端机构物业，业务聚焦政府类、公众类以及企业总部类；同时招商物业也有涉足非住宅物业；港股保利物业目前在管面积中非住宅占比过半，本文以产业视角，横向对比三家公司经营财务数据。

新大正：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。

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、2.1亿元，PE分别为46.43x、34.69x、25.41x。

风险提示：核心人才流失，地产发展不及预期，外拓面积不及预期

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)	72.30	58.00	46.43	34.69	25.41
市净率(P/B)	23.18	19.05	12.90	9.40	6.86
市销率(P/S)	6.66	5.77	4.57	3.60	2.85
EV/EBITDA	0.00	0.00	36.26	25.48	18.57

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	71.31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)	5,108.84
流通A股市值(百万元)	1,277.21
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

- 《新大正-公司点评: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》 2019-12-25
- 《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



内容目录

1. 新大正所处非住宅物业千亿市场规模，占据物管半壁江山	4
2. 产业对比视角再看新大正：依靠外拓成长，经营效率较高	5
2.1. 经营	5
2.1.1. 保利物业在管面积最高达 2.6 亿方，近两年快速增长	5
2.1.2. 市场化程度持续加深，保利物业、招商物业外拓在管占提升	6
2.1.3. 新大正以公建类非住宅为主，招商积余住宅+商办均衡发展，保利非住宅占过半	7
2.1.4. 2018 年各司非住宅增速优势显著，住宅相对平稳	8
2.1.5. 非住宅业态单价显著较高，通常为住宅 2 倍以上	10
2.2. 财务	11
2.2.1. 18 年招商物业、中航物业、新大正营收增长，增速均超 15%	11
2.2.2. 18 年新大正营收主要来自公共和学校物业，招商物业营收主要来自住宅和商办物业	12
2.2.3. 保利非住宅物业收入、社区增值服务占持续提升	13
2.2.4. 18 年新大正营收集中度更高，主要来自渝、黔；中航善达营收来自广东、湖南	14
2.2.5. 保利外拓项目收入占持续提升，华南区收入占最高	15
2.2.6. 新大正毛利率稳定，保利物业快速增长	16
2.2.7. 保利物业净利及增速优势明显	16
2.2.8. 净利率：新大正最高，保利物业提升速度较快	17
3. 新大正：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	18
4. 维持盈利预测，给予买入评级	19

图表目录

图 1：18 年 500 强物管企业非住宅在管面积占比 36.52%	4
图 2：18 年 500 强物管企业非住宅基础服务营收占比 52.38%	4
图 3：16-18 年新大正在管面积分别为 4468 万方、5250 万方（+17.50%YoY）、5367 万方（+2.24%YoY）	5
图 4：保利物业近两年快速增长	5
图 5：招商物业 19H1 集团内项目在管面积为 5607 万方，集团外项目为 1685 万方	6
图 6：招商物业 19H1 集团内项目在管面积为 11213 万方，集团外项目为 14820 万方	6
图 7：19H1 集团外项目在管面积占比，招商物业为 23.1%，保利物业为 56.9%	7
图 8：18 年底新大正在管面积分类	7
图 9：19H1 招商物业在管面积分类	8
图 10：19H1 保利物业各业态在管面积	8
图 11：18 年新大正各业态在管面积增速	9
图 12：18 年招商物业住宅、商业办公、其他业态在管面积同比增速分别为 21.3%、40.8%、32.1%	9

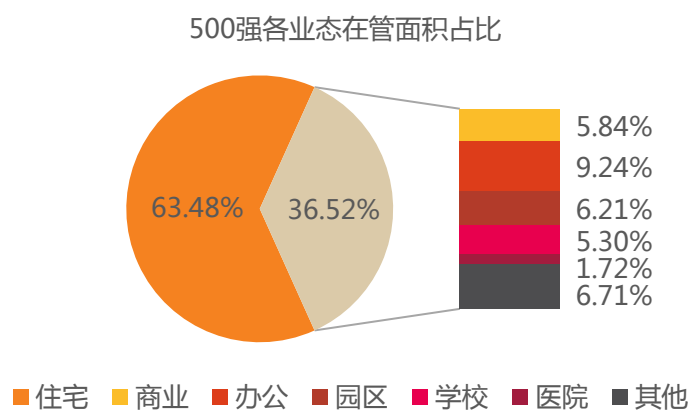
图 13: 18 年保利物业各业态在管面积增速	9
图 14: 2018 年 (下同) 新大正各业态平均单价 1.44 元/平方米/月 (+11.6%YoY)	10
图 15: 18 年招商物业住宅、商业办公、其他业态平均单价分别为 3.45 元 (+8.5%YoY)、11.37 元 (+9.9%YoY)、3.72 元 (-28%YoY)	10
图 16: 保利物业 18 年住宅单价 2.14 元 (+0.5%YoY); 商写单价 6.71 元 (+6.0%YoY) ...	10
图 17: 18 年招商物业营收 31.3 亿, 中航物业营收 37.18 亿, 新大正营收 8.86 亿, 保利物业营收 42.29 亿	11
图 18: 18 年招商物业、中航物业、新大正、保利物业营收增幅分别为 21.27%、29.68%、15.36%、30.52%	11
图 19: 新大正 2018 年综合物业营收 6.78 亿, 占物业管理服务收入 84.22%; 专项物业营收 1.27 亿, 占物业管理服务收入 15.78%。	12
图 20: 18 年招商物业住宅、商办、其他物业营收分别为 10.9 亿、8.8 亿、2.8 亿	12
图 21: 保利物业 18 年物业服务、非业主增值以及社区增值收入占分别为 68.8%、16.5%、14.7%, 收入分别为 29.1 亿元、7 亿元、6.2 亿元	13
图 22: 保利物业 18 年来自住宅物管收入 23.06 亿, 占 79.2%, 来自非住宅物管收入 6.04 亿, 占 20.8%。	13
图 23: 中航善达 18 年营收主要来自于广东、湖南、江苏、江西四地, 占达 71.02%	14
图 24: 新大正 18 年营收主要来自于重庆、贵州两地, 占达 92.4%	14
图 25: 保利物业在华南地区的收入占总收入比例较大, 所有地区收入均在持续上升	15
图 26: 保利物业近年来外拓项目营收占比持续提升	15
图 27: 新大正毛利率稳定, 保利物业快速增长	16
图 28: 18 年招商物业、中航善达、新大正、保利物业归母净利分别为 1.5 亿、8.5 亿、0.9 亿、3.4 亿	17
图 29: 保利物业净利增速明显, 18 年增速达 49%	17
图 30: 2018 招商物业、中航善达、新大正、保利物业净利率分别为 4.66%、12.38%、10.00%、7.95%	18
图 31: 新大正物业: 向“智慧运营”转型升级的完整路径	18

1. 新大正所处非住宅物业千亿市场规模，占据物管半壁江山

非住宅物业主要包括商业物业、办公物业、园区物业和公建物业。城市公建物业又可进一步细分为学校物业、医院物业、公共交通物业等。非住宅物业覆盖范围广，是物管行业的重要组成部分。非住宅领域市场空间广阔。中指院数据显示，2018年全国产业园区物业在管面积 8.9 亿平方米；医院数量 2.9 万个，其中三级医院 2267 个，二级医院 8081 个；全国普通高等学校数量 2663 所（含独立学院 265 所）。

2018 年 500 强物管企业非住宅营收占比超 50%。中物研协数据显示，2018 年 500 强物管企业非住宅管理面积占比 36.52%，非住宅基础物业管理服务营收占比 52.38%。具体来看：商业、办公、园区、学校、医院在管面积分别为 6.94 亿平方米，10.98 亿平方米，7.39 亿平方米，6.29 亿平方米，2.04 亿平方米，非住宅总管理面积 43.41 亿平方米。

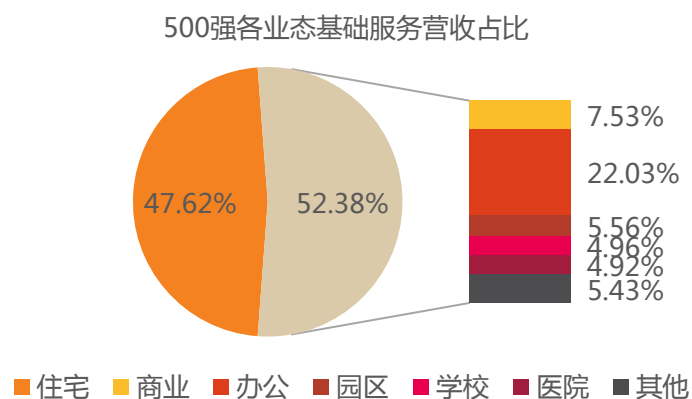
图 1：18 年 500 强物管企业非住宅在管面积占比 36.52%



资料来源：中物研协，天风证券研究所

2018 年 500 强基础物业管理服务商业、办公、园区、学校、医院营收分别为 169.86 亿元，497.19 亿元，125.40 亿元，112.03 亿元，111.17 亿元，非住宅总营收 1182.50 亿元。

图 2：18 年 500 强物管企业非住宅基础服务营收占比 52.38%



资料来源：中物研协，天风证券研究所

预计 2025 年非住宅物业市场规模 2628.48 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/平方米）计算，市场规模 2628.48 亿元。商品住宅销售面积累计 238 亿平方米，按照百强企业住宅物业费（2.25 元/月/平方米）计算，市场规模 6426 亿元；整体市场规模 9054.48 亿元，非住宅市场规模占比 29.03%。

2. 产业对比视角再看新大正：依靠外拓成长，经营效率较高

目前物业行业公司大多均有涉足非住宅物业，其中港股上市物管公司大多依靠地产母公司，近几年经营重心侧重住宅物业及业主增值服务。

A 股新大正为纯正非住宅物业；中航物业（原中航善达物业业务，现重组招商物业后更名招商积余）定位高端机构物业，业务聚焦政府类、公众类以及企业总部类、同时招商物业也有涉足非住宅物业；港股保利物业目前在管面积中非住宅占比过半，本文以产业视角，横向对比三家公司经营财务数据。

2.1. 经营

2.1.1. 保利物业在管面积最高达 2.6 亿方，近两年快速增长

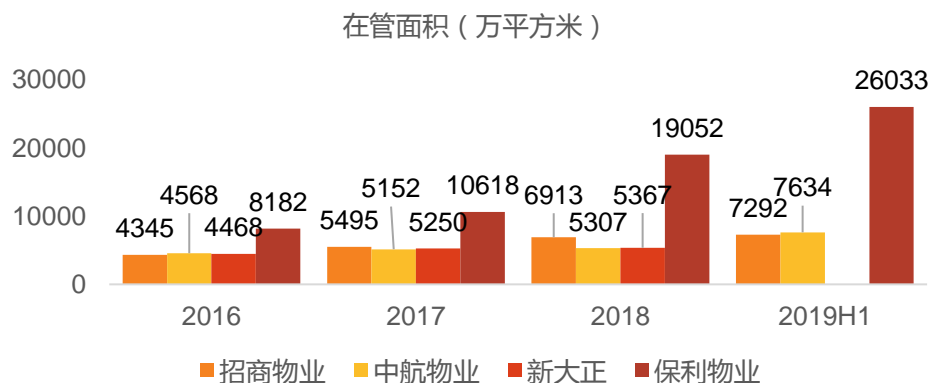
16-18 年（下同）新大正在管面积分别为 4468 万方、5250 万方（+17.50%YoY）、5367 万方（+2.24%YoY）。

招商物业在管面积分别为 4345 万方、5495 万方（+26.5%YoY）、6913 万方（+25.8%YoY），截至 19H1 在管 7292 万方。

中航物业在管面积分别为 4568 万方、5152 万方（+12.78%YoY）、5307 万方（+3.01%YoY），截至 19H1 在管 7634 万方，招商积余（中航物业+招商物业）19H1 合计在管 1.5 亿方。

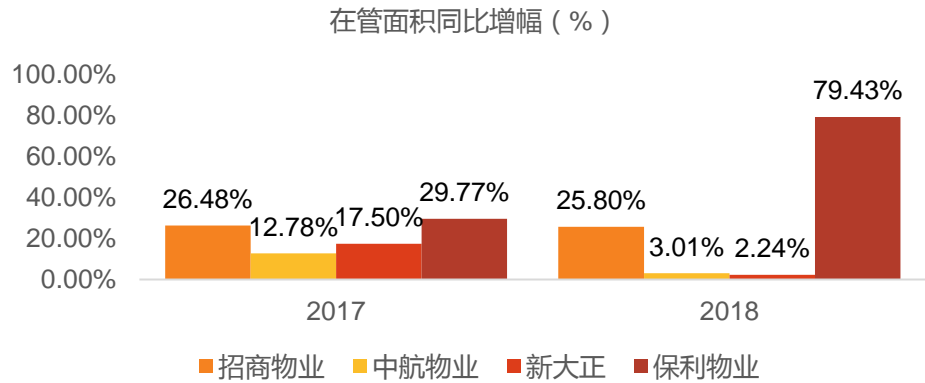
保利物业在管面积分别为 8182 万方、1.1 亿方（+29.8%YoY）、1.9 亿方（+79.4%YoY），截至 19H1 在管 2.6 亿方。

图 3：16-18 年新大正在管面积分别为 4468 万方、5250 万方（+17.50%YoY）、5367 万方（+2.24%YoY）



资料来源：中航善达公告、年报，新大正、保利物业招股书，天风证券研究所

图 4：保利物业近两年快速增长



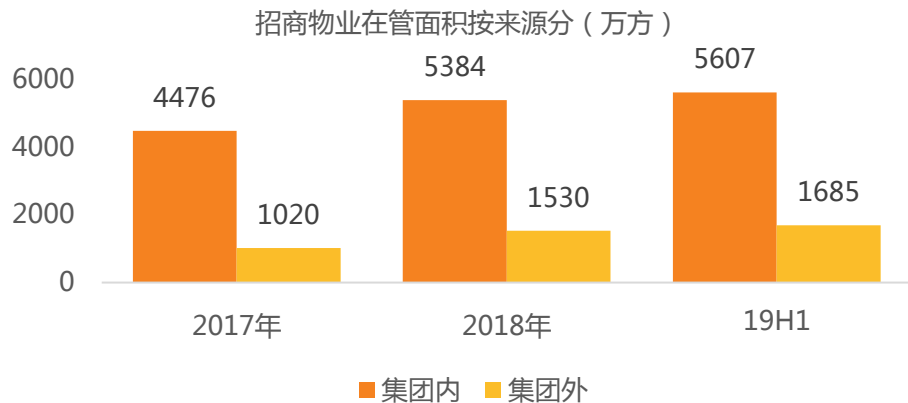
资料来源：中航善达公告、年报、新大正、保利物业招股书，天风证券研究所

2.1.2. 市场化程度持续加深，保利物业、招商物业外拓在管占提升

17-19H1 招商物业集团内项目在管面积分别为 4476 万方、5384 万方 (+20.3%YoY)、5607 万方；集团外项目在管面积分别为 1020 万方、1530 万方 (+50.0%YoY)、1685 万方；招商物业集团外项目在管面积占分别为 18.6%、22.1%、23.1%。

17-19H1 保利物业来源于保利集团项目的在管面积分别为 9138 万方 (+21.5%YoY)、10937 万方 (+19.7%YoY)、11213 万方；外拓项目在管面积分别为 1480 万方 (+124.2%YoY)、8115 万方 (+448.3%YoY)、14820 万方；保利物业外拓项目在管面积占分别为 13.9%、42.6%、56.9%。

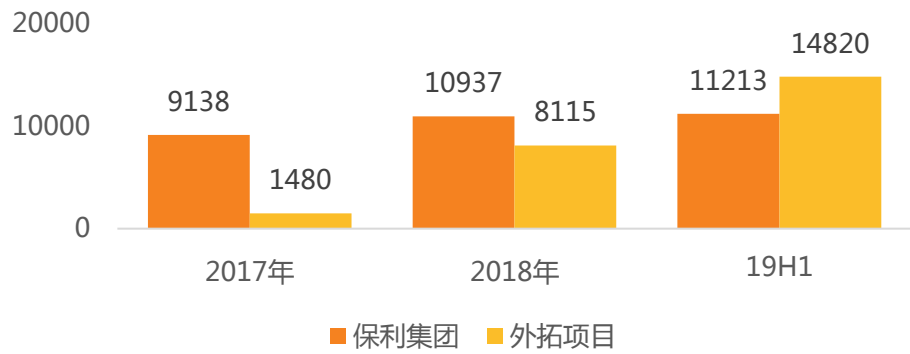
图 5：招商物业 19H1 集团内项目在管面积为 5607 万方，集团外项目为 1685 万方



资料来源：中航善达公告，天风证券研究所

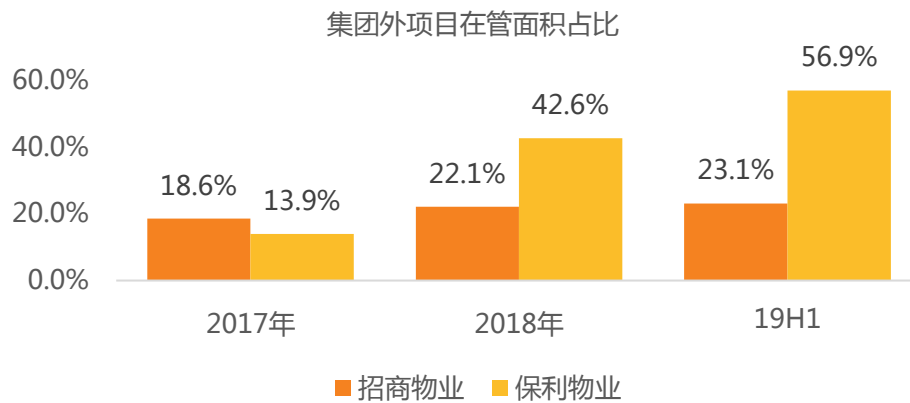
图 6：招商物业 19H1 集团内项目在管面积为 11213 万方，集团外项目为 14820 万方

保利物业在管面积按来源分（万方）



资料来源：保利物业招股书，天风证券研究所

图 7：19H1 集团外项目在管面积占比，招商物业为 23.1%，保利物业为 56.9%



资料来源：中航善达公告、保利物业招股书，天风证券研究所

2.1.3. 新大正以公建类非住宅为主，招商积余住宅+商办均衡发展，保利非住宅占过半

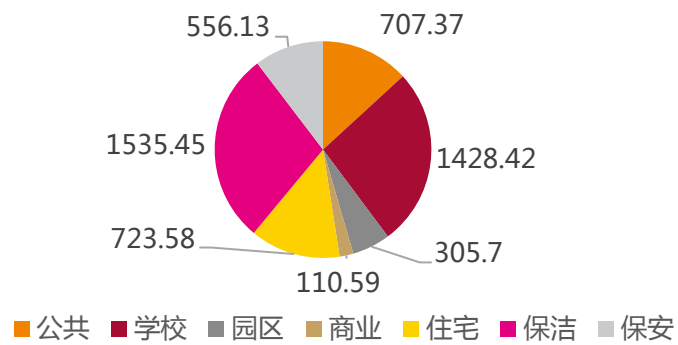
18 年新大正综合物业在管面积 3275 万方，占 61.0%，其中公共/学校/园区/商业/住宅在管分别为 707 万（占 13.2%）/1428 万（占 26.6%）/306 万（占 5.7%）/111 万（占 2.1%）/724 万（占 13.5%）。专项物业在管 2092 万方，占 39%，其中保洁/保安分别为 1535 万方（占 28.6%）/556 万（占 10.4%）；

截至 19H1（下同）招商物业在管合计 7292 方，其中住宅 4988.7 万，占 68.4%；商办 1021.5 万方，占 14.0%；其他物业 1281.9 万方，占 17.6%；

保利物业在管合计 2.6 亿方，其中住宅 1.2 亿方，占 46.5%；商写 697 万方，占 2.7%；公共及其他 1.3 亿方，占 50.8%。

图 8：18 年底新大正在管面积分类

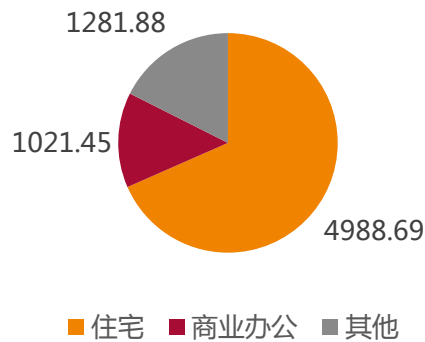
18年底新大正在管面积分类 (万方)



资料来源: 新大正招股书, 天风证券研究所

图 9: 19H1 招商物业在管面积分类

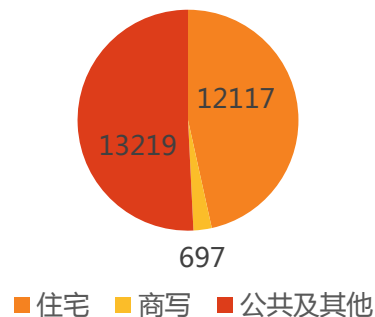
19H1招商物业在管面积分类 (万方)



资料来源: 中航善达公告, 天风证券研究所

图 10: 19H1 保利物业各业态在管面积

19H1保利物业各业态在管面积 (万方)



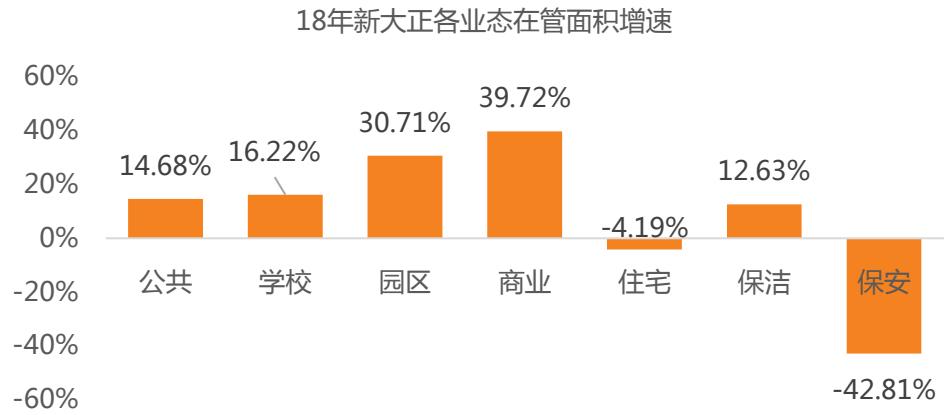
资料来源: 保利物业招股书, 天风证券研究所

2.1.4. 2018 年各司非住宅增速优势显著, 住宅相对平稳

2018 年 (下同) 新大正综合物业在管面积同比增 12.4%, 其中公共/学校/园区/商业/住宅在管面积同比增速分别为 14.7%、16.2%、30.7%、39.7%、-4.2%; 专项物业在管面积同比减 10.5%, 其中保洁、保安同比增速分别为 12.6%、-42.8%。18 年保安业务在管面积大减少主要是撤场大面积低单价的南宁市明月相思湖公园保安项目所致。

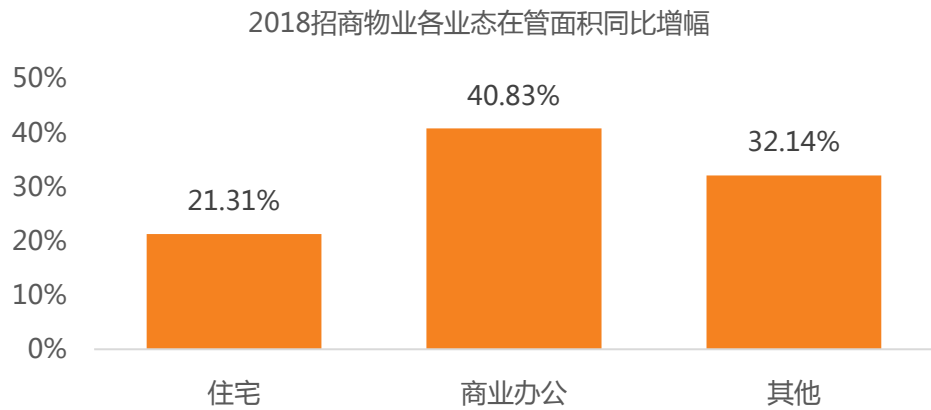
招商物业住宅、商业办公、其他业态在管面积同比增速分别为 21.3%、40.8%、32.1%。
 保利物业住宅、商写、公共及其他物业在管面积同比增速分别为 25.38%、2.57%、796.07%。

图 11：18 年新大正各业态在管面积增速



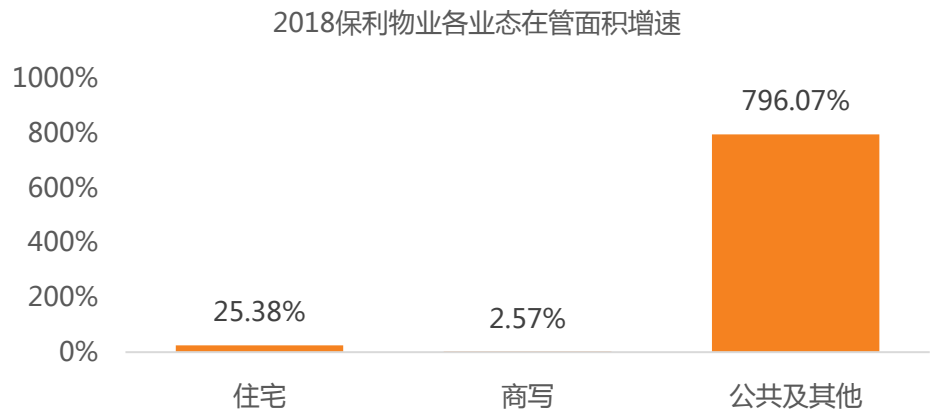
资料来源：新大正招股书，天风证券研究所

图 12：18 年招商物业住宅、商业办公、其他业态在管面积同比增速分别为 21.3%、40.8%、32.1%



资料来源：中航善达公告，天风证券研究所

图 13：18 年保利物业各业态在管面积增速



资料来源：保利物业招股书，天风证券研究所

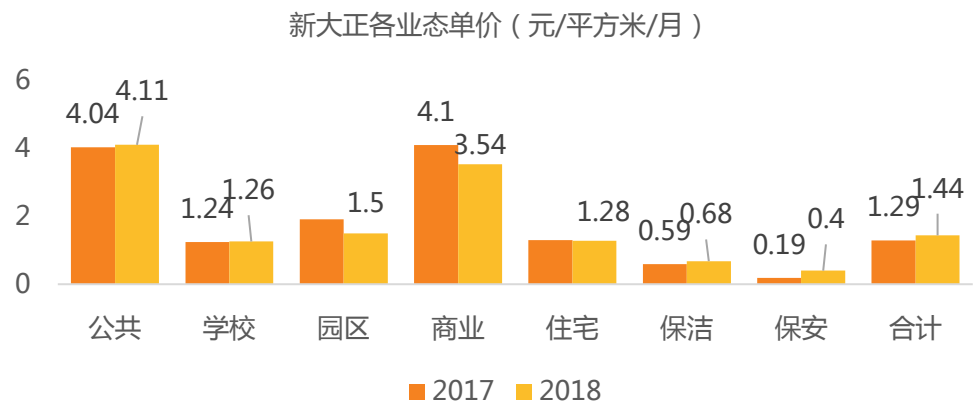
2.1.5. 非住宅业态单价显著较高，通常为住宅 2 倍以上

2018 年（下同）新大正各业态平均单价 1.44 元/平方米/月（下同）（+11.6%YoY），其中公共业态单价 4.11 元（+1.7%YoY）；学校物业 1.26 元（+1.6%YoY）；园区物业 1.5 元（-21.5%YoY）；商业物业 3.54 元（-13.7%）；住宅物业 1.28 元（-1.5%YoY）；保洁业务 0.68 元（-15.3%YoY）；保安业务 0.4 元（+110.5%YoY）。

招商物业住宅、商业办公、其他业态平均单价分别为 3.45 元（+8.5%YoY）、11.37 元（+9.9%YoY）、3.72 元（-28%YoY）；其他类业务单价降低主要系开拓部分市政项目、物流园项目服务内容较少，单价较低所致。

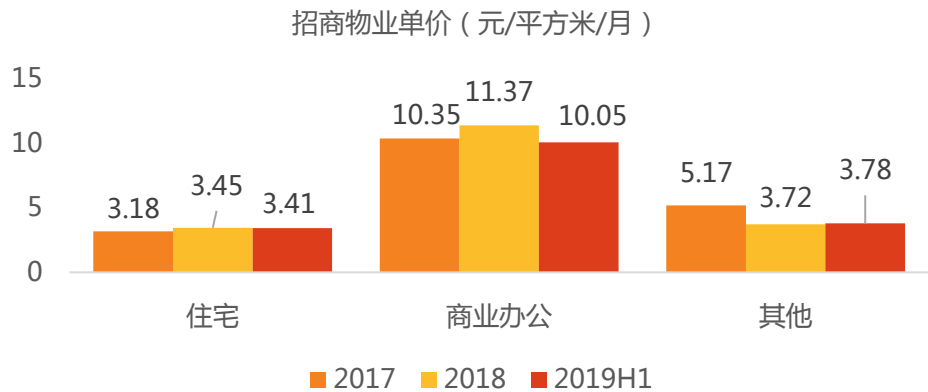
保利物业 18 年住宅单价 2.14 元（+0.5%YoY）；商写单价 6.71 元（+6.0%YoY）。

图 14：2018 年（下同）新大正各业态平均单价 1.44 元/平方米/月（+11.6%YoY）



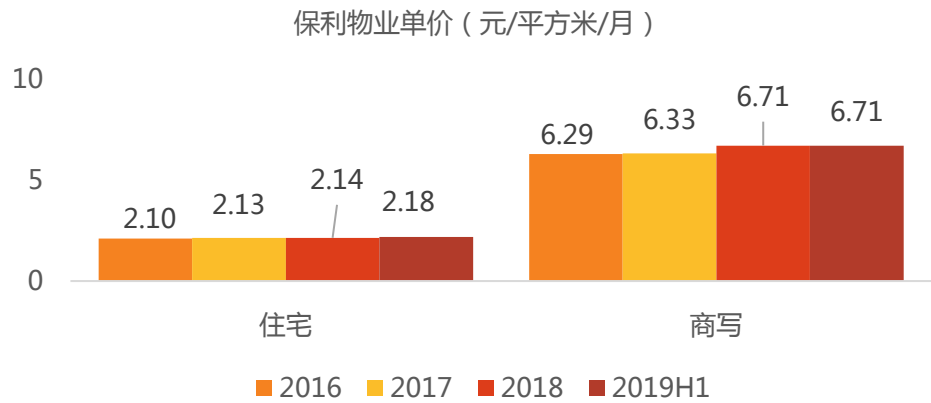
资料来源：新大正招股书，天风证券研究所

图 15：18 年招商物业住宅、商业办公、其他业态平均单价分别为 3.45 元（+8.5%YoY）、11.37 元（+9.9%YoY）、3.72 元（-28%YoY）



资料来源：中航善达公告，天风证券研究所

图 16：保利物业 18 年住宅单价 2.14 元（+0.5%YoY）；商写单价 6.71 元（+6.0%YoY）



资料来源: 保利物业招股书, 天风证券研究所

2.2. 财务

2.2.1. 18 年招商物业、中航物业、新大正营收增长, 增速均超 15%

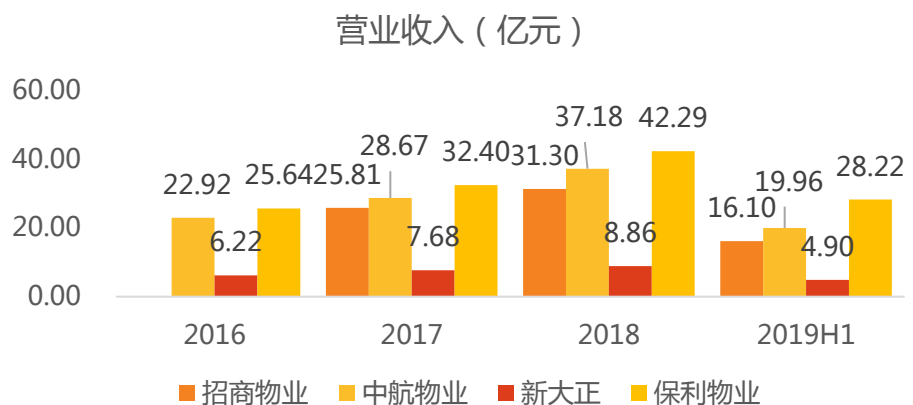
16-18 年 (下同) 新大正营收分别为 6.22 亿、7.68 亿 (+23.47%YoY)、8.86 亿 (+15.36%YoY), 19H1 营收 4.90 亿。

中航物业营收分别为 22.92 亿、28.67 亿 (+25.1%YoY)、37.18 亿 (+29.7%YoY), 19H1 营收 19.96 亿。

保利物业营收分别为 25.64 亿、32.4 亿 (+26.37%YoY)、42.29 亿 (+30.52%YoY), 19H1 营收 28.22 亿。

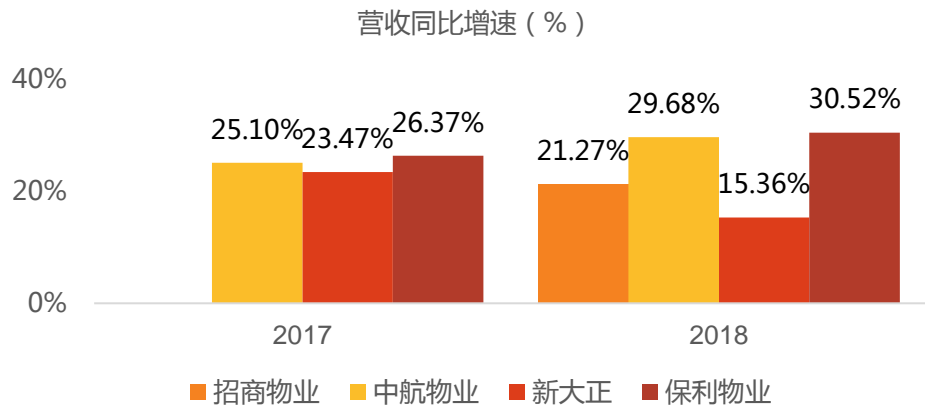
17-18 年招商物业营收分别为 25.81 亿、31.30 亿 (+21.27%YoY), 19H1 营收 16.10 亿。

图 17: 18 年招商物业营收 31.3 亿, 中航物业营收 37.18 亿, 新大正营收 8.86 亿, 保利物业营收 42.29 亿



资料来源: 中航善达公告、年报, 新大正、保利物业招股书, 天风证券研究所

图 18: 18 年招商物业、中航物业、新大正、保利物业营收增幅分别为 21.27%、29.68%、15.36%、30.52%



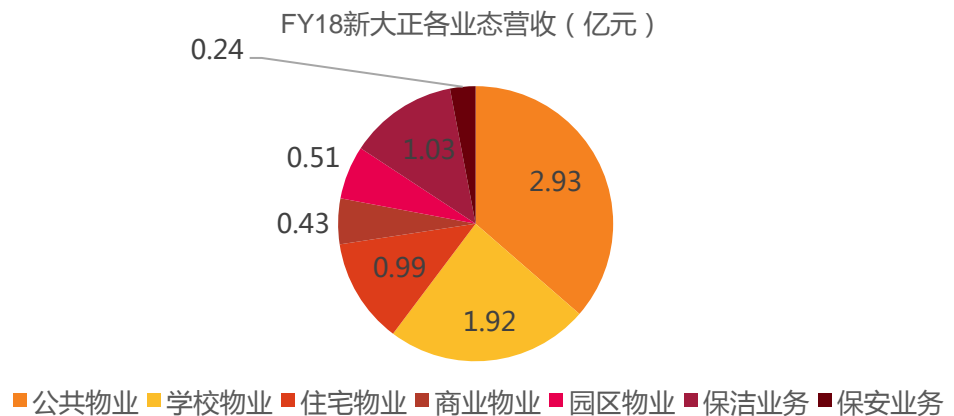
资料来源：中航善达公告、年报，新大正、保利物业招股书，天风证券研究所

2.2.2. 18年新大正营收主要来自公共和学校物业，招商物业营收主要来自住宅和商办物业

新大正 2018 年综合物业营收 6.78 亿（同比增 15.1%），占物业管理服务收入 84.22%；专项物业营收 1.27 亿（同比增 26.3%），占物业管理服务收入 15.78%。具体来看：

2018 年公共、学校、住宅、商业、园区；保洁、保安营收分别为 2.93 亿（同比增 27.73%，占 36.38%）、1.92 亿（同比增 16.67%，占 23.87%）、0.99 亿（同比减 2.58%，占 12.34%）、0.43 亿（同比增 2.33%，占 5.36%）、0.51 亿（同比减 0.65%，占 6.28%）、1.03 亿（同比增 24.14%，占 12.77%）、0.24 亿（同比增 36.67%，占 2.99%）。

图 19：新大正 2018 年综合物业营收 6.78 亿，占物业管理服务收入 84.22%；专项物业营收 1.27 亿，占物业管理服务收入 15.78%。

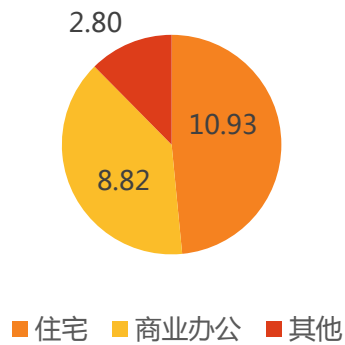


资料来源：新大正招股书，天风证券研究所

招商物业 2018 年住宅物业营收 10.9 亿（同比增 27.6%），占基础物业服务 48.5%；商办物业营收 8.8 亿（同比增 10.2%），占基础物业服务 39.1%；其他物业营收 2.80 亿（同比增 10.86%），占基础物业服务 12.4%。

图 20：18 年招商物业住宅、商办、其他物业营收分别为 10.9 亿、8.8 亿、2.8 亿

FY18招商物业各业态基础物管服务营收（亿元）



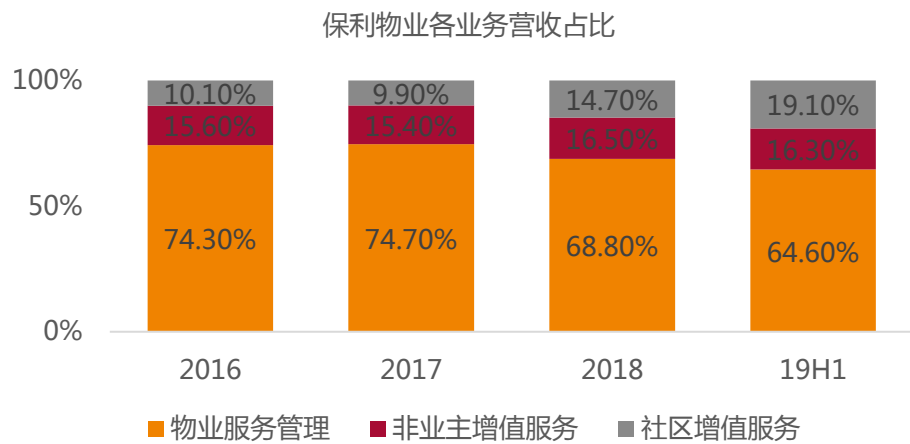
资料来源：中航善达公告，天风证券研究所

2.2.3. 保利非住宅物业收入、社区增值服务占持续提升

保利物业 2018 年物业服务、非业主增值以及社区增值收入占分别为 68.8%、16.5%、14.7%，收入分别为 29.1 亿元、7 亿元、6.2 亿元。就物业服务来看：2018 年来自住宅物管收入 23.06 亿元，占 79.2%，来自非住宅物管收入 6.04 亿元，占 20.8%。

2017-2018 年住宅物业收入占主导，但非住宅物业占上升，19H1 达 25.1%；同时社区增值服务收入占持续快速提升，19H1 达 19.1%，17-18 年其占分别为 9.9%、14.7%。

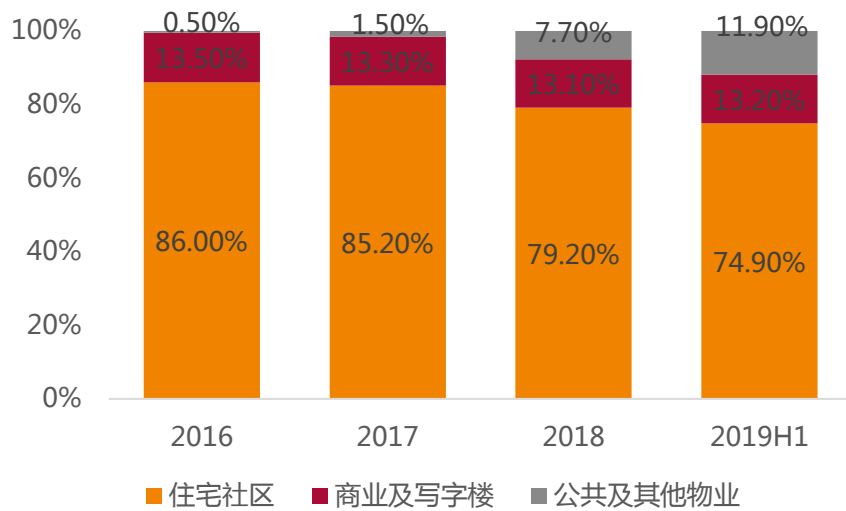
图 21：保利物业 18 年物业服务、非业主增值以及社区增值收入占分别为 68.8%、16.5%、14.7%，收入分别为 29.1 亿元、7 亿元、6.2 亿元



资料来源：保利物业招股书，天风证券研究所

图 22：保利物业 18 年来自住宅物管收入 23.06 亿，占 79.2%，来自非住宅物管收入 6.04 亿，占 20.8%。

保利物业各业态营收占比



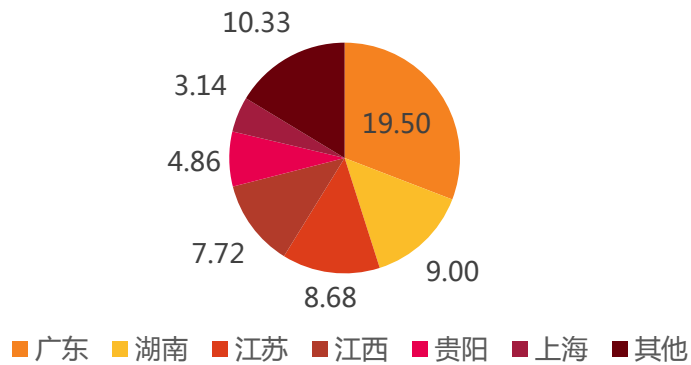
资料来源：保利物业招股书，天风证券研究所

2.2.4. 18年新大正营收集中度更高，主要来自渝、黔；中航善达营收来自广东、湖南

中航善达 18 年营收主要来自于广东、湖南、江苏、江西四地，占达 71.02%，具体来看：18 年广东营收 19.5 亿，占 30.85%；湖南营收 9.0 亿，占 14.23%；江苏营收 8.68 亿，占 13.73%；江西营收 7.72 亿，占 12.21%；贵阳营收 4.86 亿，占 7.68%；上海营收 3.14 亿，占 4.96%；其他地区营收 10.33 亿，占 16.34%。

图 23：中航善达 18 年营收主要来自于广东、湖南、江苏、江西四地，占达 71.02%

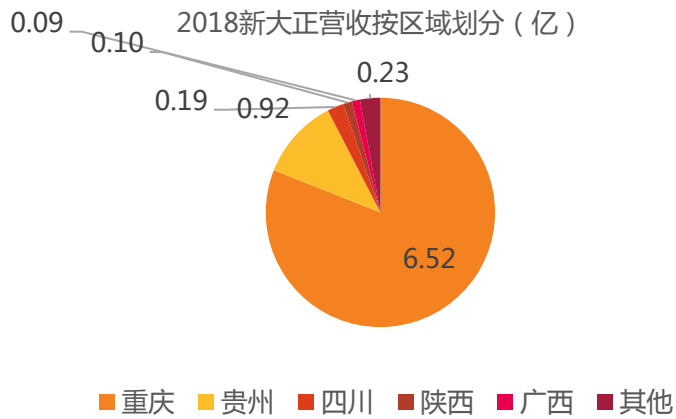
2018中航善达营收按区域划分（亿元）



资料来源：中航善达年报，天风证券研究所

新大正 18 年营收主要来自于重庆、贵州两地，占达 92.4%。具体来看：18 年重庆营收 6.52 亿，占 81.00%；贵州营收 0.92 亿，占 11.4%；四川 0.19 亿，占 2.3%；陕西 0.10 亿，占 1.2%；广西 0.09 亿，占 1.1%；其他地区 0.23 亿，占 2.9%

图 24：新大正 18 年营收主要来自于重庆、贵州两地，占达 92.4%

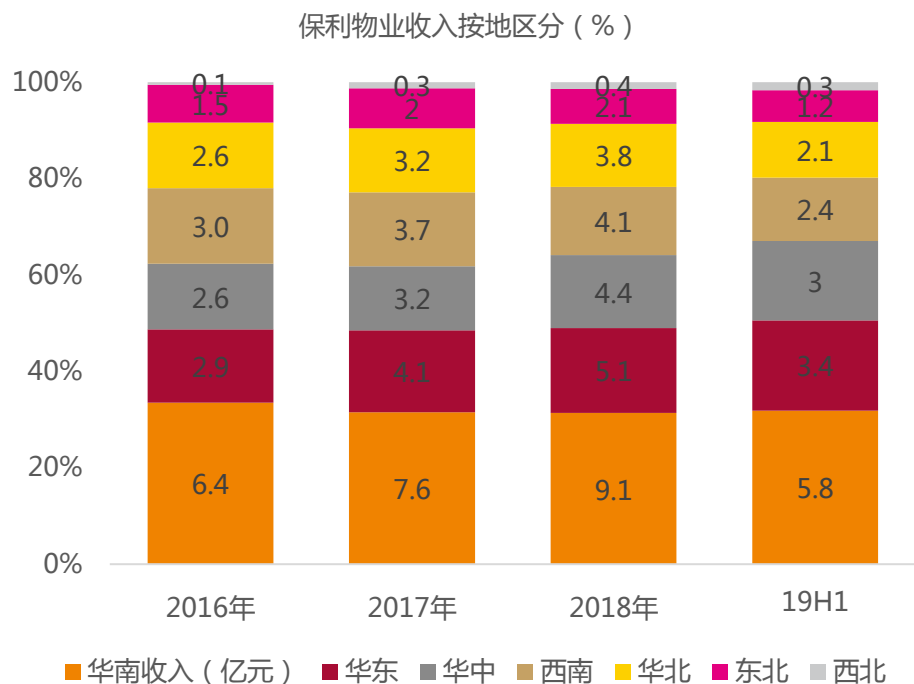


资料来源：新大正招股书，天风证券研究所

2.2.5. 保利外拓项目收入占持续提升，华南区收入占最高

保利物业在华南地区的收入占总收入比例较大，所有地区收入均在持续上升。2018年保利物业华南区物管收入（下同）9.1亿元，占31.3%，华东地区5.1亿元，华中区4.4亿元，西南区4.1亿元，华北区3.8亿元，东北区2.1亿元，西北地区物管收入0.4亿元。

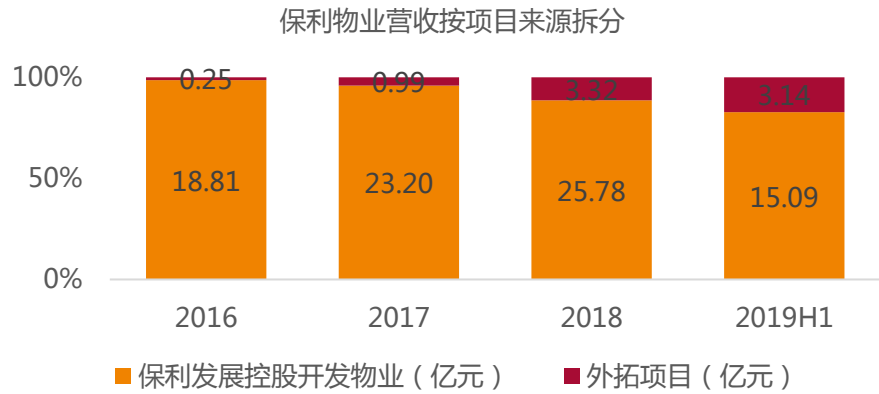
图 25：保利物业在华南地区的收入占总收入比例较大，所有地区收入均在持续上升



资料来源：保利物业招股书，天风证券研究所

2018年保利物业管理收入中25.78亿元来自保利发展控股集团提供的物业管理项目（占88.6%），3.32亿元来自外拓项目（占11.4%），近几年外拓项目占比持续提升。

图 26：保利物业近年来外拓项目营收占比持续提升



资料来源：保利物业招股书，天风证券研究所

2.2.6. 新大正毛利率稳定，保利物业快速增长

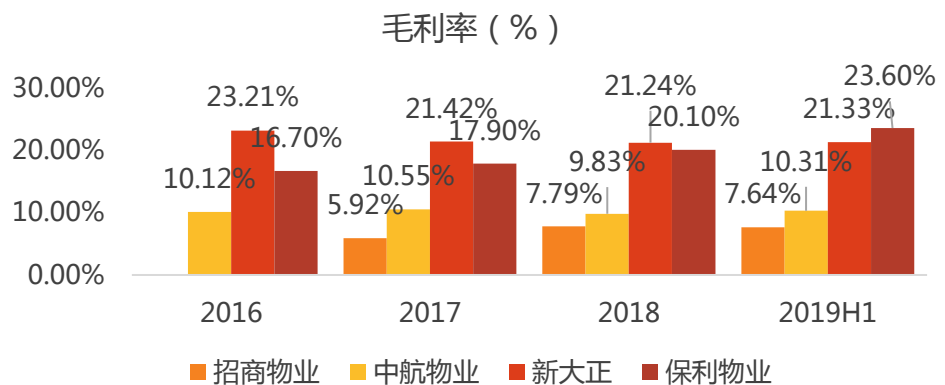
17-18 年招商物业毛利率分别为 5.9%、7.8%（同比增 1.87pct），19H1 毛利率 7.6%。

16-18 年（下同）中航物业毛利率分别为 10.1%、10.6%（同比增 0.43pct）、9.83%（同比减少 0.72pct），19H1 毛利率 10.3%。

新大正毛利率分别为 23.2%、21.4%（同比减少 1.79pct）、21.2%（同比减少 0.18pct），19H1 毛利率 21.3%。

保利物业毛利率分别为 16.7%、17.9%（同比增 1.2pct）、20.1%（同比增 2.2pct），19H1 毛利率 23.6%。

图 27：新大正毛利率稳定，保利物业快速增长



资料来源：中航善达公告、年报，新大正、保利物业招股书，天风证券研究所

2.2.7. 保利物业净利及增速优势明显

17-18 年招商物业归母净利分别为 0.68 亿、1.50 亿 (+120.6%YoY)，19H1 归母净利 0.80 亿。

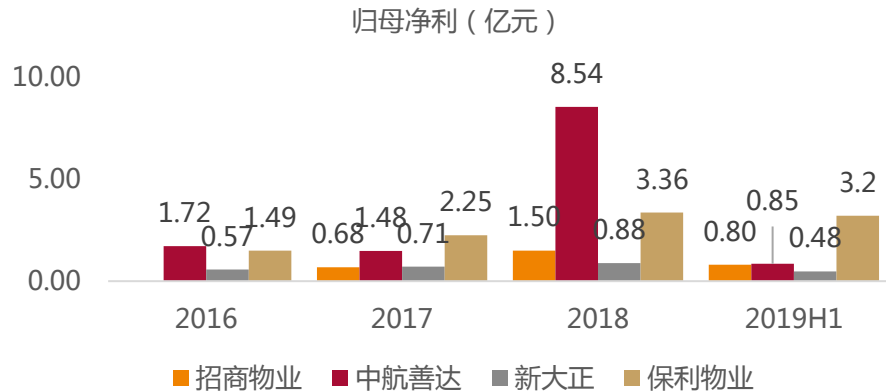
16-18 年（下同）中航善达归母净利分别为 1.72 亿、1.48 亿 (-13.9%YoY)、8.54 亿 (+477.0%YoY，包含 9.92 亿非经常性损益)，19H1 归母净利 0.85 亿。

新大正归母净利分别 0.57 亿、0.71 亿 (+24.6%YoY)、0.88 亿 (+23.9%YoY)，19H1

归母净利 0.48 亿。

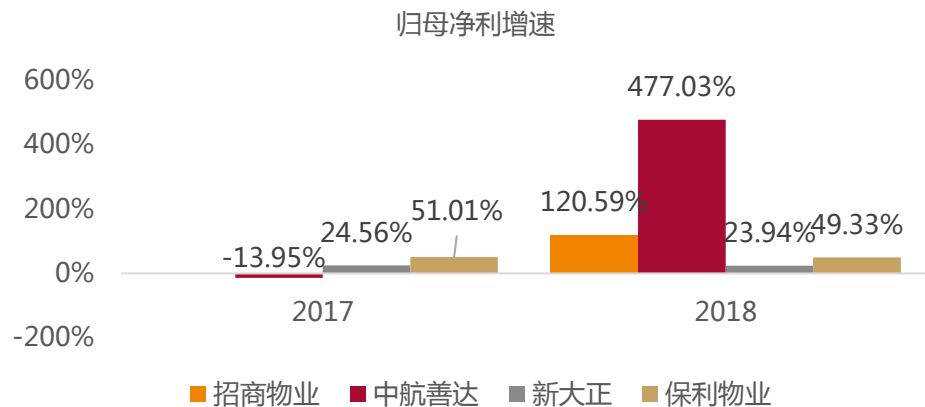
保利物业归母净利分别 1.49 亿、2.25 亿 (+51.0%YoY)、3.36 亿 (+49.3%YoY)，19H1 归母净利 3.2 亿。

图 28：18 年招商物业、中航善达、新大正、保利物业归母净利分别为 1.5 亿、8.5 亿、0.9 亿、3.4 亿



资料来源：中航善达公告、年报，新大正、保利物业招股书，天风证券研究所

图 29：保利物业净利增速明显，18 年增速达 49%



资料来源：中航善达公告、年报，新大正、保利物业招股书，天风证券研究所

2.2.8. 净利率：新大正最高，保利物业提升速度较快

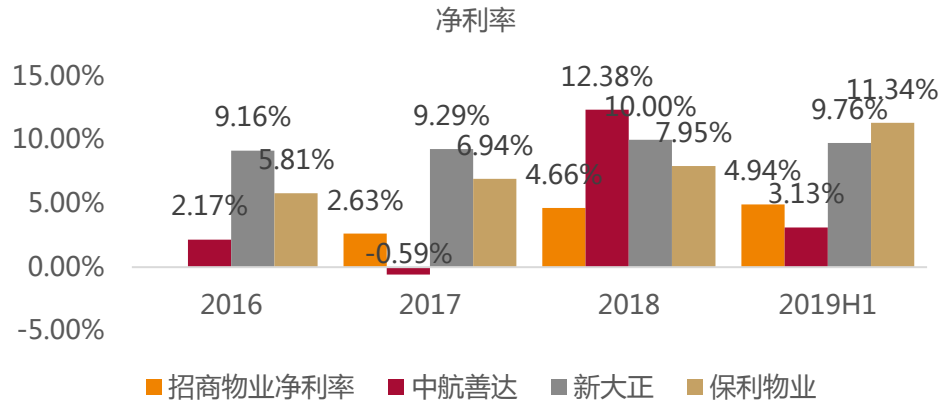
17-18 年招商物业净利率分别为 2.63%、4.66% (同比增长 2.03pct)，19H1 净利率为 4.94%。

16-18 年 (下同) 中航善达净利率分别为 2.17%、-0.59% (同比减少 2.76pct)、12.38% (同比增长 12.97pct)，19H1 净利率 3.13%。2018 年扣除 10.10 亿终止经营净利后，净利率为 -2.80%，同比减少 2.21pct。

新大正净利率分别为 9.16%、9.29% (同比增长 0.13pct)、10.00% (同比增长 0.71pct)，19H1 净利率为 9.76%。

保利物业净利率分别为 5.81%、6.94% (同比增长 1.13pct)、7.95% (同比增长 1.01pct)，19H1 净利率为 11.34%。

图 30：2018 招商物业、中航善达、新大正、保利物业净利率分别为 4.66%、12.38%、10.00%、7.95%



资料来源：中航善达公告、年报，新大正、保利物业招股书，天风证券研究所

3. 新大正：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

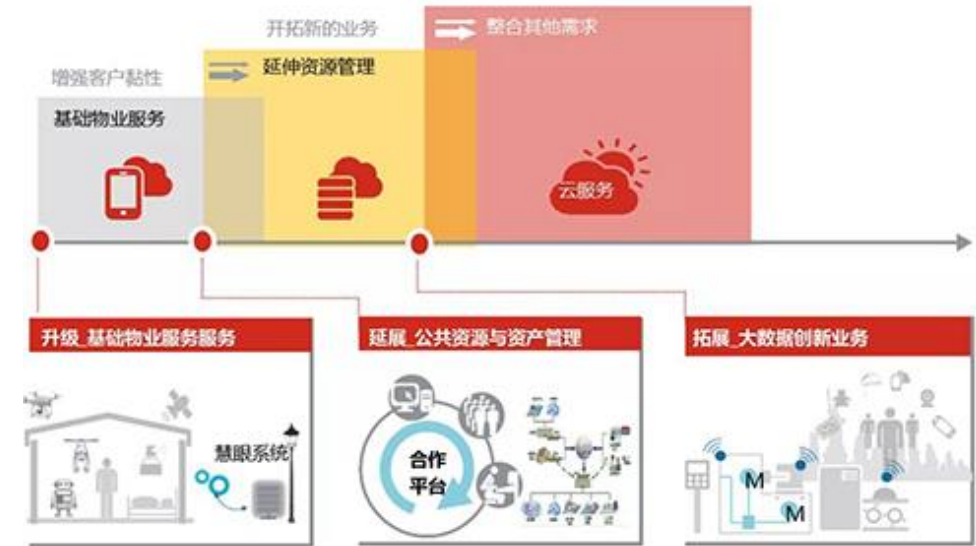
公司市场化能力极强，在机场、学校等细分领域具有较强的专业化优势，顺应后勤社会化改革风向，高效运营基因奠定成长趋势。五大项目分类建立标准化、流程化、可持续发展的管理制度。

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 31：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

4. 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、2.1 亿元，PE 分别为 46.43x、34.69x、25.41x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	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	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	53.73	53.73	71.64	71.64	71.64	成长能力					
资本公积	81.06	80.70	80.70	80.70	80.70	营业收入	23.49%	15.41%	26.09%	27.13%	26.41%
留存收益	166.68	214.39	324.42	471.67	672.70	营业利润	151.30%	18.28%	25.04%	39.86%	32.81%
其他	(81.06)	(80.70)	(80.70)	(80.70)	(80.70)	归属于母公司净利润	160.45%	24.66%	24.92%	33.83%	36.53%
股东权益合计	220.04	269.33	398.47	546.99	749.69	获利能力					
负债和股东权益总计	384.73	498.36	618.55	781.55	1,048.69	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	72.30	58.00	46.43	34.69	25.41
						市净率	23.18	19.05	12.90	9.40	6.86
						EV/EBITDA	0.00	0.00	36.26	25.48	18.57
						EV/EBIT	0.00	0.00	36.94	26.17	19.14

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