

深耕西南地区市场，非住宅 物业细分龙头

公司于 2019 年 11 月 19 日在中小板首次公开发行，发行价 26.76 元/股，发行市盈率 22.99 倍，实际募资金额 47,928 万元，成为继南都物业之后 A 股第二只物业股。

深耕重庆及周边省份市场，非住宅物业服务是主体业务：公司于 1998 年在重庆成立，于 2012 年开启全国布局，目前已进入 16 个省市 28 个城市。公司业务集中西南地区，在重庆地区市场份额仅次于龙湖物业与金科服务。2019H1 重庆市场收入占比 78.6%，在管面积占比 61.1%；非住宅类物业收入及在管面积占比均超 86%，为公司主体业务。公司在机关类、学校类、机场类等非住宅物业板块上市场化拓展能力强，优质重点项目获取能力突出，在西南地区享有口碑，形成明显的业务壁垒。

位于上市物业企业中梯队，近年实力迅速提升：公司在中国物业服务百强企业排行榜中位列第 18，2016-2019H1 公司在管面积规模从 4468 万㎡增至 5838 万㎡。2014-2018 年，公司营收从 3.84 亿元增至 8.86 亿元，归母净利润从 3141 万元增长至 8808 万元，营收及归母净利润四年 CAGR 分别达 23.13% 与 29.40%。

利润空间稳定，未来增长可期：公司在劳动力密集的专项管理业务占比较高的前提下，2014-2018 年毛利率仍水平保持稳定较高水平，2018 年归母净利润率、ROE、ROIC 分别为 9.94%、37.10%、33.78%，均处于可比公司中上游，利润空间稳定。上市后将充分受益资本赋能，人均效能及新业态获利潜力空间将被充分挖掘。公司所处的学校、机关、场馆等物业赛道未来或将接棒住宅及商业物业，成为最具前景的子领域，公司将充分受益于其龙头地位和先发优势。

盈利预测与评级：我们预计公司 2019-2021 年公司 EPS 分别为 1.54 元，1.93 元，2.45 元（考虑新增股本），首次覆盖给予买入评级。

风险提示：全国布局速度不及预期；扩张期间费用率过高。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	886	1,107	1,384	1,731
净利润(百万)	88.1	110.2	138.3	175.5
净利润增长率	24.7%	25.1%	25.5%	26.9%
EPS	1.64	1.54	1.93	2.45

新大正 (002968)

首次评级

买入

江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

发布日期：2019 年 12 月 2 日

当前股价：26.76 元

目标价格 6 个月：52.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
/	/	/

12 月最高/最低价 (元)

总股本 (万股) 7,164.27

流通 A 股 (万股)

总市值 (亿元)

流通市值 (亿元)

近 3 月日均成交量 (万)

主要股东

王宣 38.57%

相关研究报告

单击此处输入文字。

目录

公司介绍：A 股第二家上市物业服务公司.....	1
发展历程：逐步进入非住宅类各项业态，从重庆起步拓展至周边省区.....	1
股权变革：从大正物业走向新大正物业.....	1
高管情况：多为公司老将，业务经验丰富.....	2
物业服务：深耕重庆及周边市场，公共建筑类物业为特色.....	5
区域战略：起步于重庆，逐步向周边地区扩展.....	6
服务业态：传统物业管理服务为主体业态，非住宅类业务占绝对优势.....	7
同业比较：位于中间梯队，未来业绩潜力较大.....	14
规模方面公司处于上市公司中游梯队，成长速度略低于行业平均.....	14
单价与成本方面，公司利润空间不存在收窄压力.....	15
盈利能力方面，公司处于市场中上游水平.....	17
竞争潜力：未来在非住宅类细分市场大有可为.....	18
学校、公共物业市场地区分隔效应较为明显，公司有望成为西南细分龙头.....	18
小而美的独立第三方物业公司将有别样风景.....	20

公司介绍：A 股第二家上市物业服务公司

发展历程：逐步进入非住宅类各项业态，从重庆起步拓展至周边省区

公司于 1998 年 12 月在重庆成立，为公共、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提供一体化综合服务，专注于中国未来智慧城市公共建筑与设施的管理和运营。经过 20 余年的快速发展，公司拥有员工近 20000 人，管理 300 多个物业项目，管理服务面积 6000 多万平，建立了学校物业、办公物业、航空物业、公共物业、商住物业五大业务板块，保安、保洁、设施、餐饮、商业顾问五大技术平台，业务布局全国等 16 个省市 28 个城市。

公司于 2016 年 8 月公司整体变更为股份有限公司，2017 年 2 月于新三板挂牌，并于当年 8 月终止挂牌。2019 年 11 月，公司将于深交所上市，代码 002968.SZ，上市完成后，公司将成为继南都物业后的第二家 A 股上市物业公司。公司未来将以“基础业务+创新业务”双轮驱动，应用智能设备和移动互联网技术，打造创新型物业服务，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



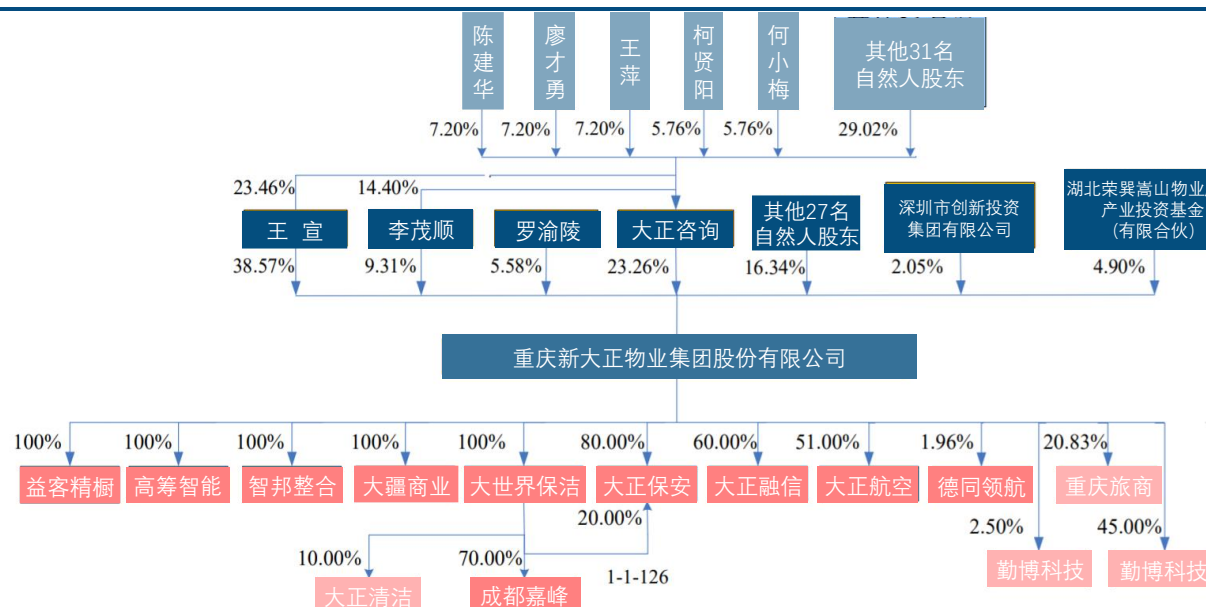
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

股权变革：从大正物业走向新大正物业

公司前身为 1998 年成立的重庆大正物业管理有限公司，股东大正房地产持股 33.33%，大正商场持股 66.67%。2002 年 4 月股权转让后公司股东变更为马当（51%）与王宣（49%）。2002 年 5 月至 2003 年，股东增至 36 人，2015 年 8 月，李茂顺、陈建华通过竞拍方式购买原股东马当持有的大正有限 25% 的股权，2015 年 11 月，原股东马当代持的大正有限 9.055% 股权经工商变更登记至王宣名下，由董事长王宣代持。2016 年 6 月，王宣将其代持职务股全部转让给大正咨询，股东陈建华、李茂顺将其所持名义股转让给王宣等 13 人，公司代持股权关系全面解除。

2016 年 8 月，股份公司新大正物业设立，王宣持股 41.44%，大正咨询持股 25%。2017 年 7 月股份公司第

一次增资, 新增股东湖北荣巽, 持股 5%; 2017 年 10 月第二次增资, 新进深创投, 持股 2.05%, 至此股权结构基本稳定, 董事长王宣持股 38.57%, 为公司最大股东。

图表2: 公司股权结构图


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

高管情况: 多为公司老将, 业务经验丰富

新大正物业四位实际控制人王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇均为公司元老, 促进和见证了新大正的成长。

董事长王宣于 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。

副董事长、总经理李茂顺于 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。

董事、副总经理、学校事业部总经理廖才勇于 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。

监事会主席陈建华于 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。

除此以外, 公司多数董、监、高核心人员均 15-20 年以上集团内工作经历, 或有丰富的管理咨询、法律、

财务等专业技能，核心团队业务经验丰富，管理能力突出。

图表3： 公司其他董、监、高人员简况

董事会其他成员		
姓名	职位	简历
张乐	董事	1996 年至 1997 年，担任上海贝尔阿尔卡特股份有限公司工程师；1999 年至 2004 年，担任 Huawei America, Inc. 高级经理；2006 年至 2008 年，担任高盛高华证券有限责任公司投资银行部高级投资经理；2008 年至 2019 年 3 月，担任德同（北京）投资管理股份有限公司董事；2019 年 3 月至今，担任前海领航星辰（深圳）投资发展有限公司董事长； 2016 年 8 月至今，担任新大正董事。
王荣	董事	2001 年至 2004 年，担任罗兰贝格管理咨询(上海)有限公司高级咨询顾问；2005 年至 2007 年，担任大陆汽车电子（长春）有限公司上海分公司亚太区战略总监；2008 年至 2015 年，担任罗兰贝格管理咨询(上海)有限公司合伙人；2015 年至今，担任北京元发投资管理有限公司执行董事； 2016 年 8 月至今，担任新大正董事。
刘星	独立董事	1983 年至 1987 年，担任重庆大学管理学系助教；1990 年至 1991 年，担任重庆大学工商管理学院助教、讲师；1992 年，担任香港城市大学会计学系研究员；1993 年至 2004 年，先后担任重庆大学工商管理学院副教授、系主任、教授、硕导、博导、副院长；2005 年至 2017 年，担任重庆大学经济与工商管理学院教授、博导、院长；2017 年 8 月至今，担任重庆大学经济与工商管理学院教授、博导； 2017 年 9 月至今，担任新大正独立董事。
徐丽霞	独立董事	1986 年至 1987 年，担任重庆医科大学社科部法学教师；1987 年至 1992 年，担任重庆市第二律师事务所副主任；1992 年至 1999 年，担任重庆市红岩律师事务所副主任；1999 年至今，担任重庆丽达律师事务所主任； 2017 年 9 月至今，担任新大正独立董事。
张洋	独立董事	1999 年至 2002 年，担任埃森哲（中国）有限公司咨询顾问；2002 年至 2004 年，担任德勤咨询（北京）有限公司项目经理；2005 年至 2008 年，担任奥纬企业管理咨询（上海）有限公司执行总监；2009 年至 2011 年，担任科尔尼（上海）企业咨询有限公司董事；2011 年至 2015 年，担任罗兰贝格管理咨询（上海）有限公司合伙人，大中华区副总裁；2015 年至今，担任史宾沙职业顾问（北京）有限公司董事、总经理； 2017 年 9 月至今，担任新大正独立董事。
监事会其他成员		
姓名	职位	简历
彭波	监事	1995 年，担任重庆建设工业（集团）有限责任公司职员；1995 年至 1998 年，先后担任重庆天正物业管理有限公司职员、市场部经理助理、办公室主任助理；1999 年至 2000 年，担任重庆大世界购物中心管理有限公司现场管理部经理； 2001 年至 2005 年，担任新大正有限公司董事会秘书；2005 年至今，先后担任华安财产保险股份有限公司重庆分公司人事行政部经理、总经理助理、副总经理、总经理；2016 年 8 月至今，担任新大正监事。

胡伶 1977 年至 1998 年，先后在重庆川仪十八厂、重庆川仪自控系统事业部担任出纳、会计、财务科长、职工代表监事、务部长；**1998 年至 2000 年，担任在重庆大正商场（集团）有限公司、大世界购物中心担任财务部会计、审计总监**；**2000 年至 2016 年 8 月，先后担任大正有限财务部经理、财务中心总监、审计监察中心总监；2016 年 8 月至今，担任新大正监事、审计总监。**

高级管理人员

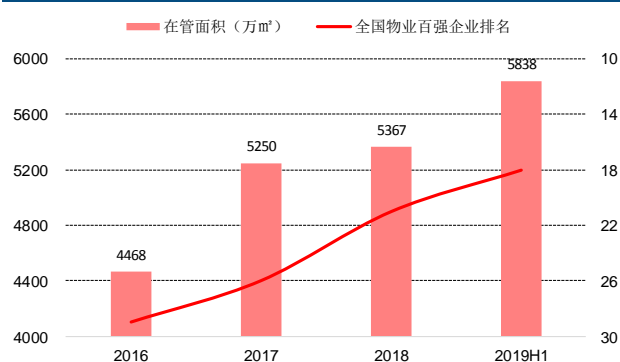
姓名	职位	简历
王萍	副总经理、公共事业部总经理	1993 年至 1996 年，担任重庆群鹰购物中心家电部采购经理；1996 年至 1999 年，担任重庆立丹百货商场家电部经理； 1999 年至 2016 年 8 月，担任大正有限发展部经理、营销总监、总经理助理；2016 年 8 月至 2017 年 1 月，担任新大正总经理助理；2017 年 2 月至今，担任新大正公共事业部总经理、副总经理。
柯贤阳	总经理助理、办公事业部总经理	1991 年至 1995 年，先后担任武警四川省总队二支队战士、卫生员、班长、团委副书记；1995 年至 1998 年，先后担任重庆天正物业管理有限公司保安员、管理员、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。
何小梅	总经理助理、航空事业部总经理	1994 年至 1998 年，担任重庆对外贸易进出口公司必扬公司出口经理； 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。
况川	发行人总经理助理、西南区域公司总经理	1990 年至 1998 年，先后担任川东化学工业公司信控中心技术员、科长、副主任；1999 年至 2002 年，担任重庆长松网络信息有限公司副总经理；2002 年至 2004 年，担任浙大快威股份有限公司华西区副总经理；2004 年至 2006 年，担任神州数码网络股份有限公司西南区总经理；2006 年至 2010 年，担任重庆响靓科技有限公司总经理； 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。
熊淑英	财务负责人	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。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

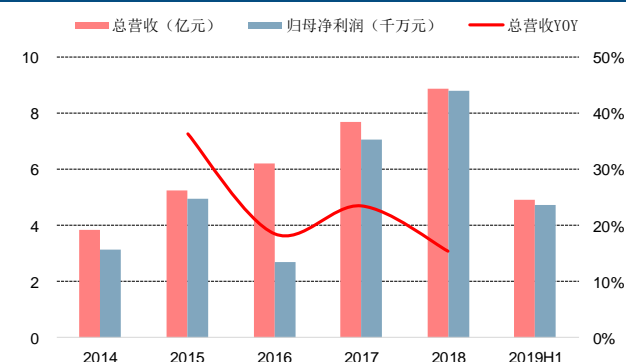
物业服务：深耕重庆及周边市场，公共建筑类物业为特色

公司近年规模迅速增长，实力快速提高。2016-2019H1，公司在中国指数研究院发布的中国物业服务百强企业排行榜中从第 29 名提升至第 18 名，在管面积规模从 4468 万平增长至 5838 万平。2014-2018 年，公司营收从 3.84 亿元增至 8.86 亿元，归母净利润从 3141 万元增长至 8808 万元，营收及归母净利润四年 CAGR 分别达 23.13% 与 29.40%。

公司在行业具有较强影响力，是重庆市物业管理协会副会长单位、中国物业管理协会常务理事单位、国家级服务业标准化试点单位。公司 2008 年成立“企业标准化研究院”，参与制定了多项国家和地方行业标准。

图表4： 公司管理规模与行业排名较快上升


资料来源：公司公告，中指院，中信建投证券研究发展部

图表5： 公司营收、归母净利润保持高速增长


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表6： 公司参与制定的行业标准

时间	地方标准
2008 年	起草、编制《重庆市商务楼宇物业管理服务标准》
2014 年	参与全国首个公租房物业管理服务地方标准《公共租赁住房物业管理服务规范》编制
2015 年	起草编制《高校物业管理服务规范》，成为高校物业管理服务业标准化试点单位，并于 2017 年通过了试点地方标准评审验收。

时间	行业标准
2009 年	中国国家标准化委员会授予“商务楼宇物业管理服务业标准化示范单位”
2013 年	通过了中国国家标准化委员会的服务业标准化试点单位评审验收
2015 年	参与《住宅物业服务规范》(国家标准)编制
2016 年	获中国物业管理协会标准化专家委员会委员单位

2017 年 成为中国物业管理协会《高校物业管理指南》编制单位

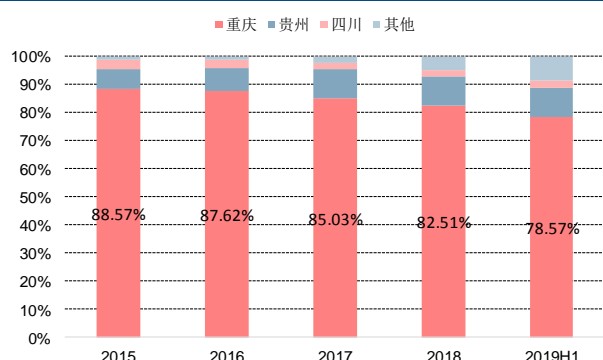
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

区域战略：起步于重庆，逐步向周边地区扩展

公司起步于重庆，为地区性物业龙头。公司不断深耕重庆市场，于重庆本地在管项目从 2016 年的 184 个增至 2019H1 的 216 个，期间进驻管理面积从 2913 万平增至 3567 万平，地区营业收入则从 2015 年的 4.65 亿元增至 2018 年的 7.31 亿元，2018 年公司在重庆地区市场份额仅次于龙湖物业与金科服务（金科服务重庆地区收入占比约 50%，对应收入约 8.67 亿元），根据中指院 2018 年百强物业企业研究报告，百强企业管理面积前二十城市中，重庆市场的管理面积最高，约 3.49 亿平，公司已占有其中超 10% 的在管面积份额。同时，龙湖物业、金科服务均为开发商背景物业管理企业，管理项目以商住类物业为主，与公司业务重叠较少，因而公司在当地非住宅物业服务市场具备绝对优势。

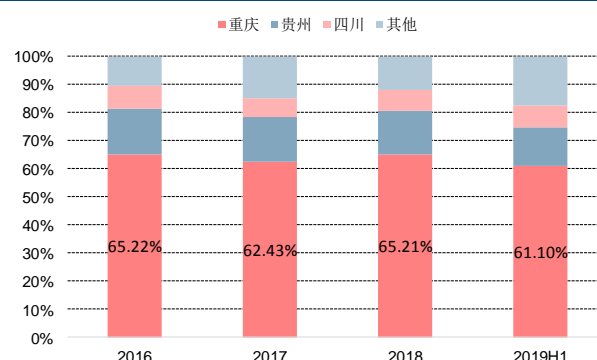
目前公司业务高度集中于重庆，但向周边省市拓展速度在加快。2016 至 2019H1，公司在重庆以外在管项目由 50 个增至 100 个，在管面积由 1554 万平增至 2217 万平。公司重庆本地业务维持高增长的同时，对重庆市场的依赖度也在降低，地区收入比重从 87.62% 降至 78.57%，在管面积比重则从 65.22% 降至 61.10%。周边省市中，贵州、四川、云南、广西等省市的业务比重相对较高。

图表7： 公司营业收入分地区来源情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表8： 公司在管面积分地区分布情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司向省外拓展起步较晚，未来或将加快推进全国布局。与行业内其他公司相比，公司推开全国布局的时间较晚，于 2012 年进入贵州市场，开启全国布局。未来五年公司拟以西南为轴心逐年向周边辐射拓展市场，并在现有的外省城市布局基础上逐年分省增加 3-5 个新项目。前期业务主要拓展方向为华东、华北以及江浙闽等地区，以非住宅类物业服务为切入点，面向北京、上海、广州、成都等全国 20 座重要城市重点布局相关业务。

图表9： 公司近期外省地区拓展计划



图表10： 公司近期计划开发城市

年度	计划开发城市		
	一线	二线	三线
第 1 年	——	南京、郑州、南昌	江阴、襄阳
第 2 年	广州、上海	合肥、西安、长沙、兰州、济南	——

请参阅最后一页的重要声明

第 3 年	北京	天津、大连	——
第 4 年	——	太原、石家庄	青岛、厦门

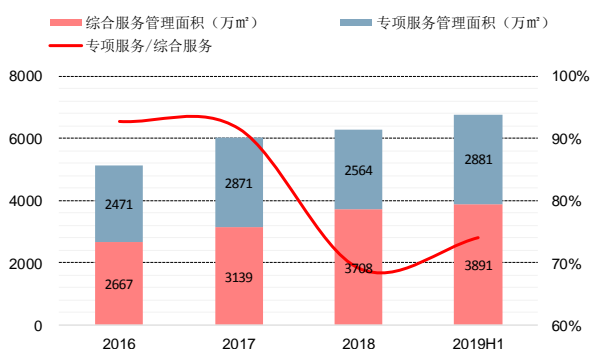
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

服务业态：传统物业管理服务为主体业态，非住宅类业务占绝对优势

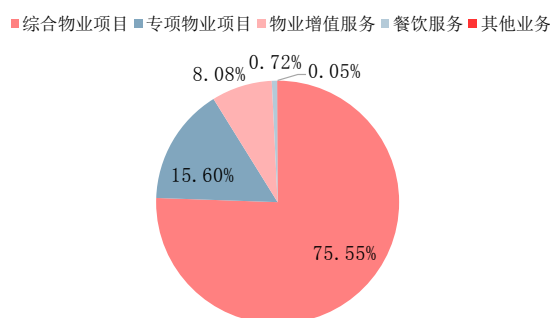
基础服务为公司主体业务，其中综合服务与专项服务平分秋色；增值服务占比相对较低。与行业内多数公司的业务类型划分方式略有不同，公司基础服务可分为综合服务与专项服务，其中综合服务是传统意义上集成保洁、绿化、秩序维护和房屋维修养护等项目的综合性基础服务，专项服务则仅对管理项目提供保洁、保安、设备管理等部分单项服务，单位面积收入较低。按照在管面积口径，公司基础服务中综合服务与专项服务几乎平分秋色，但综合服务营业收入远高于专项服务。19H1 公司增值服务收入占比仅为 8.08%，而同期港股主要上市物业公司增值服务占比均值接近 30%，公司与之相比处于行业内较低水平，未来增值服务比重有较大提高空间。

图表11：19H1 公司综合服务与专项服务在管面积结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

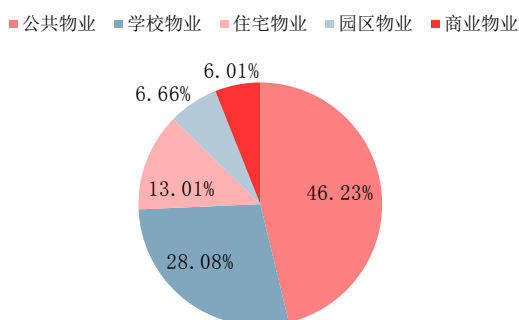
图表12：19H1 各类型物业服务收入比重



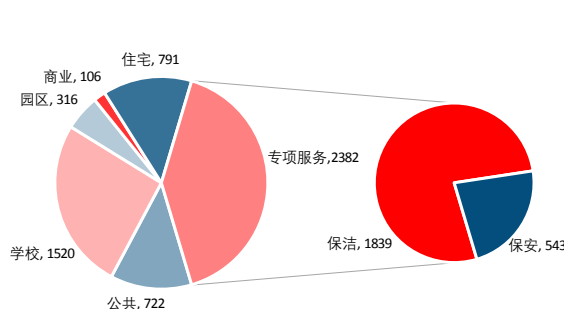
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

基础服务中非住宅类物业服务为主体。公司是业内少有的以非住宅类业务为主体的物业服务商，2019H1 公共物业及学校物业收入占比接近 3/4，住宅物业收入仅占 13%。5838 万平在管面积中，专项服务面积 2382 万平，占比 40.81%，其中保洁专项服务面积约占 75%，保安专项服务面积约占 25%；综合服务面积 3456 万平，学校（1520 万平）、住宅（791 万平）、公共物业（722 万平）是中占比最高的业态。

图表13：19H1 各类型物业收入比重



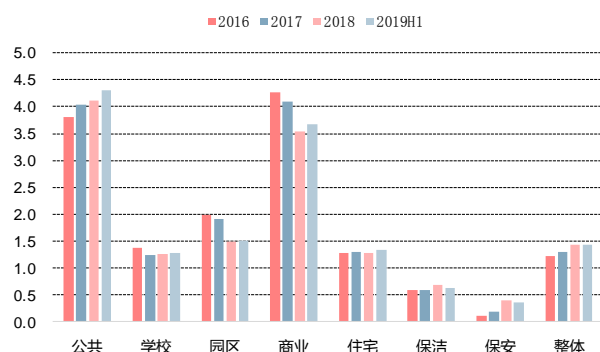
图表14：19H1 各类型物业在管面积 (万平方米)



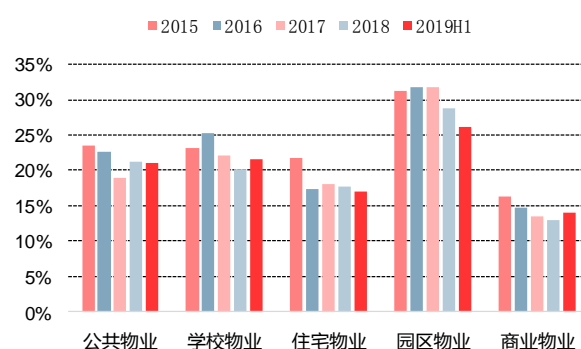
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2016 至 2019H1，公司整体物业费稳定上行，从 1.22 元/月/平提升至 1.43/月/平。至 2019H1，公共建筑类与商业类物业费较高，分别为 4.30 元/月/平和 3.68 元/月/平，而园区、学校、公共物业毛利率水平最高，分别为 26.07%和 21.50%和 21.00%，对公司利润贡献率较大。

图表15： 历年各类型物业收费费率（元/月/平）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表16： 历年各类型物业服务毛利率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司在重庆本地校园物业市场占据绝对优势。公司校园物业覆盖本地最知名高校。截至目前，重庆地区高校合计 65 所，公司在管其中的 19 所，占比 29%，其中公立高校 39 所，公司在管其中的 16 所，占比 41%。公司编制发布了重庆市《高校物业管理服务规范》（地方标准），是第二届高校物业企业联盟主席单位。公司基于“智慧校园”物业管理服务建设，形成学校物业管理的特色品牌。目前公司校园物业业务已进入云、贵、川、湘、鄂、陕、桂、赣等地市场，服务全国 60 余所高等院校，未来公司将重点提高该业态的业务拓展能力。目前该板块 18、19H1 营收分别已达 1.92 亿元和 1.04 亿元。

图表17： 公司于重庆当地的重点校园类物业项目

合同名称	业主（甲方）	合同金额或规模	合同期限
重庆市政府采购合同-重庆工业职业技术学院	重庆工业职业技术学院	1,303.31 万元	2016.5.6-2019.5.5
重庆大学虎溪校区校园物业管理服务合同	重庆大学	4,991.22 万元	2018.1.1-2020.12.31
重庆邮电大学校园物业管理与服务合同	重庆邮电大学	4,263.01 万元	2016.7.20-2019.7.19
重庆市政府采购合同-重庆师范大学	重庆师范大学	4,080.56 万元	2016.8.1-2019.7.31
四川外国语大学物业服务合同	四川外国语大学	2,584.27 万元	2016.8.10-2019.8.9
重庆市政府采购合同-四川美术学院	四川美术学院	851.26 万元	2017.10.18-2020.10.18
重庆市政府采购合同-重庆科技学院大学城校区物业服务	重庆科技学院	2,704.61 万元	2018.10.1-2021.9.30

重庆电子工程职业学院校园物业管理服务委托合同	重庆电子工程职业学院	2,030.98 万元	2016.10.1-2019.9.30
重庆市政府采购合同-重庆工程职业技术学院	重庆工程职业技术学院	1,679.37 万元	2016.8.1-2019.7.31
重庆工商大学南岸校区公寓物业管理委托合同	重庆工商大学	1,437.59 万元	2016.9.1-2019.8.31
重庆市政府采购合同-重庆理工大学两江校区	重庆理工大学	1,590.28 万元	2016.8.1-2019.7.31
重庆市政府采购合同-重庆管理职业学院物业管理	重庆城市管理职业学院	1,965.85 万元	2019.1.1-2022.12.31
重庆市政府采购合同-重庆理工大学花溪校区	重庆理工大学	1,158.98 万元	2017.9.1-2020.8.31
彭水第一中学校物业管理服务合同	重庆市彭水第一中学校	1,312.29 万元	2017.1.16-2021.1.15
重庆护理职业学院物业服务合同	重庆护理职业学院	558.85 万元	2018.3.1-2021.2.28
西南政法大学沙坪坝校区物业服务委托合同	西南政法大学	1,171.97 万元	2018.11.10-2021.11.10
重庆市政府采购合同-重庆大学 ABC 校区校园安保服务外包项目	重庆大学	1,261.13 万元	2017.8.26-2019.8.25

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

受益于良好的政府关系，公司政府机关类物业覆盖较高职级单位。公司在重庆 38 个区、县、自治县中，公司承接了其中 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。重点项目党、政、军机关、企（事）业单位物业为主体，提供物业管理及服务。公司在政务会议服务，礼仪接待，安保应急服务，大型活动的策划及实施方面制定特色服务、管理规范，在重庆、贵州、云南等地区为重庆市委市政协、重庆市刑警总队、贵州省高级人民法院、贵安新区管委会等省市级重点项目提供一体化物业服务。除政府机关外，公共建筑板块管理物业以文化旅游及卫生公共设施为主。场馆类业务覆盖重庆三家一级博物馆中的两家（重庆自然博物馆、重庆三峡博物馆），并覆盖多个 AAAA 级旅游区，同样不乏优质项目。目前机关及公建板块为公司营收贡献最大的业务，18、19H1 营收分别已达 2.93 亿元和 1.71 亿元。

图表18：公司于重庆当地的重点机关类物业项目

服务物业	业主（甲方）	合同金额或规模	合同期限
巴南行政中心办公楼	重庆市巴南区机关事务管理局	1,349.44 万元	2017.1.1-2019.12.31
重庆市璧山区公共服务中心和后勤服务中心物业管理服务合同	重庆市璧山区机关事务管理局	748.64 万元	2019.2.1-2020.1.31
江北区行政服务中心物业管理服务合同	重庆市江北区机关事务管理局	581.29 万元	2019.1.1-2019.12.31

上市 A 股公司深度报告

永川区行政办公区物业服务合同	重庆市永川区机关事务管理局	1,375.39 万元	2018.1.1-2019.12.31
重庆市第一中级人民法院	中国共产党重庆市委员会政法委员会、 重庆市第一中级人民法院	建筑面积约 6.78 万平	2017.1.1-2018.12.31
重庆市公安局 818 项目物业管理服务合同	重庆市公安局	1,345.36 万元	2016.9.8-2019.11.30
重庆警备区机关营区物业服务合同及临时协议	重庆警备区后勤部	558 万元	2016.2.1-2018.1.31
重庆市公安局机场分局物业管理服务合同	重庆市公安局机场分局	608.19 万元	2018.3.1-2021.2.28
渝中区政府办公楼物业服务合同	重庆市渝中区区级机关事务管理局	769.62 万元	2019.5.15-2020.5.14
重庆市环境保护局物业服务合同	重庆市环境保护局	1,390.93 万元	2018.4.21-2021.4.20
重庆市公安局刑侦刑事技术中心物业服务合同	重庆市公安局	408.51 万元/年	2018.1.1-2020.12.31
重庆市公安局渝中区分局物业服务合同	重庆市公安局渝中区分局	322.8 万元/年	2019.1.1-2019.12.31
重庆市公安局直属单位物业服务合同	重庆市公安局	1,092.61 万元	2018.8.1-2020.4.30
沙坪坝区机关事务管理局物业管理服务合同	重庆市沙坪坝区机关事务管理局	511.72 万元	2019.1.1-2020.12.31

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表19： 公司重点公共设施类物业项目

管理项目	合同金额或规模	业务类型	等级
重庆市大足区人民医院	887.77 万元	专项	三级甲等医院
重庆图书馆	1,511.3 万元	综合	国家一级图书馆
重庆中国三峡博物馆	2,154.74 万元	综合	国家一级博物馆
重庆自然博物馆	1,766.06 万元	综合	国家一级博物馆
重庆市第一社会福利院	948.86 万元	综合	国家级示范养老院建设单位

上市 A 股公司深度报告

贵州省博物馆	573.85 万元	专项	国家二级博物馆
重庆科技馆	1,619.88 万元	综合	国家 AAAA 级旅游景区
贵阳市黔灵山公园	941.33 万元	专项	国家 AAAA 级旅游景区
重庆市园博园	898.18 万元	专项	国家 AAAA 级旅游景区
彭水苗族土家族自治县人民医院	783.14 万元	综合	二级甲等医院
贵阳市筑城广场	1,962.36 万元	综合	-
贵阳孔学堂文化传播中心	1,439.62 万元	综合	-
重庆市巴南区文化艺术中心	885.73 万元	综合	-

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司机场类物业板块已覆盖全国多个门户机场。公司已获得北京首都国际机场、北京大兴国际机场、重庆江北国际机场、昆明长水国际机场、杭州萧山国际机场、福州长乐国际机场等大型机场的物业服务项目。除福州机场为 4E 等级机场以外，全为 4F 最高等级。公司重点机场类物业服务类型全为专项服务，保洁、保安、设施维护等为主要服务内容。机场服务由于服务区及机坪面积巨大的特点（如昆明长水机场，280 余万平方米），与公园广场类服务（如南宁市明月湖相思湖公园，437 万平，18 年撤场）构成专项服务面积（保洁+保安，共计 2382 万平）的主体。

公司住宅类物业以公租房物业为主。19H1 公司住宅类收入 4816 万元，对公司营收贡献仅达 13.0%，对对应住宅类在管面积 791 万平，占在管面积总比重 13.6%。公司在管住宅重点项目包含 5 个重庆市公租房楼盘综合服务项目，项目数占到重庆全市 20 个公租房社区的 1/5，对应在管面积 614 万平，物业管理费统一限价为 1.03 元/月/平。公司另有 3 个商品房住宅管理重点项目，对应在管面积 106 万平方米。

图表20：公司于重庆当地的重点住宅类物业项目

合同名称	合同金额或规模	业务类型	物业类型
虎溪花园物业服务合同	建筑面积约 68 万平方米	综合	商品房
丽水菁苑小区物业服务合同	建筑面积约 28.7 万平方米	综合	商品房
正升自由康都大厦物业服务合同	建筑面积约 9.45 万平方米	综合	商品房
重庆市公共租赁住房物业服务合同-城南家园	建筑面积约 197 万平方米	综合	公租房
重庆市公共租赁住房物业服务合同-康居西城	建筑面积约 147 万平方米	综合	公租房

重庆市公共租赁住房物业服务合同-樵坪人家	建筑面积约 86.56 万平方米	综合	公租房
重庆市公共租赁住房物业服务合同-空港佳园	建筑面积约 147 万平方米	综合	公租房
城南家园功能租房小区电梯日常保养与维修包干服务合同	合计 635.09 万元	专项	公租房
重庆市公共租赁住房物业服务合同-龙洲南苑	建筑面积约 36.39 万平方米	综合	公租房

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司从多个细分领域切入，在重庆以外省市初步打开各子市场。从招股说明书披露的重点项目情况来看，公司对外拓展业态集中于校园、机关、交通（含机场）等专长领域，并与重点客户在公司机构办公物业上有较多合作。校园类物业地区拓展广度最大，已拿下南昌、武汉、贵阳等重点城市的多家高校合同；机关类物业集中于贵州，但质量相对较高；公共设施项目同样集中于贵州，以文化公用设施为主。

图表21：公司于外省区的重点项目详情

省区	项目名称	合同金额或规模	物业服务类型	物业类型
陕西	西安交通大学创新港科教版块物业服务二标段	933.47 万元	综合	园区
云南	云南省省级政府采购合同书-云南师范大学	708.25 万元	综合	校园
江西	江西理工大学应用科学学院物业管理合同	789 万元	综合	校园
湖北	中国地质大学（武汉）未来城校区物业管理服务合同	968.56 万元/年	综合	校园
贵州	贵州电子科技职业学院物业服务合同	752.49 万元	综合	校园
贵州	贵州工程应用技术学院物业管理服务合同	1,614.29 万元	综合	校园
贵州	贵州工业职业技术学院清镇、观山湖校区物业管理项目服务合同	760 万元	综合	校园
南京	南京绕越高速公路东南段有限责任公司办公区、宿舍区及所属各收费站	1447.35 万元	综合	交通
贵州	贵州贵安新区临时行政中心办公楼物业服务合同	826.95 万元	综合	机关
贵州	贵阳市公安局物业管理服务合同	1,722.85 万元	综合	机关
浙江	杭州萧山国际机场场区各停车场区域保洁、收费业务外包项目合同	978.08 万元	专项	机场

云南	昆明长水国际机场航站楼地面保洁、卫生间保洁和高空保洁服务项目 (三标段: 航站楼高空保洁) 合同	1,970.88 万元	专项	机场
云南	昆明长水国际机场保洁服务项目合同	309.02 万元/年	专项	机场
福州	福州机场物业服务合同	1,679.07 万元	专项	机场
北京	服务采购合同-北京大兴国际机场航站楼开荒保洁服务项目及日常保洁服务项目 (第一小标段)	7,398.01 万元	专项	机场
天津	天津联通物业服务框架协议	862.13 万元	综合	公司 机构
贵州	中国移动通信集团贵州有限公司 2018-2020 年物业管理及其他服务项目 (第一批)(标段 5(六盘水)) 框架协议	1,877.75 万元	综合	公司 机构
贵州	中国移动通信集团贵州有限公司-2018-2020 年物业管理及其他服务项目 (第一批) 标段 4(黔南)	2,379.99 万元	综合	公司 机构
北京	北京大兴国际机场东航基地(一阶段工程) 地服区物业服务合同	1,202.45 万元	综合	公司 机构
贵州	贵阳市筑城广场物业服务合同	1,962.36 万元	综合	公共 设施
贵州	贵阳孔学堂二期物业服务(公益部分) 项目合同	1,439.62 万元	综合	公共 设施
贵州	贵阳市黔灵山公园保安及部分区域保洁服务合同	941.33 万元	专项	公共 设施
贵州	贵州省博物馆物业安保外包服务合同	573.85 万元	专项	公共 设施

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

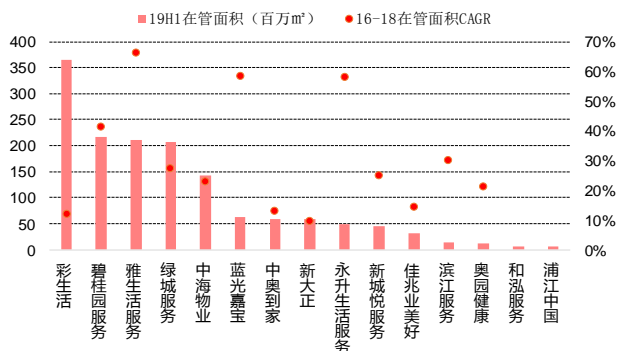
同业比较：位于中间梯队，未来业绩潜力较大

规模方面公司处于上市公司中游梯队，成长速度略低于行业平均

公司规模处于上市公司中游梯队。19H1 公司签约合同管理项目 323 个，合同管理面积 6771 万平，在 16 家港股及 2 家 A 股上市物业公司中排第 12 位；公司进驻管理项目 316 个，对应在管面积 5838 万平方米，在上市公司中排名第 9 位。

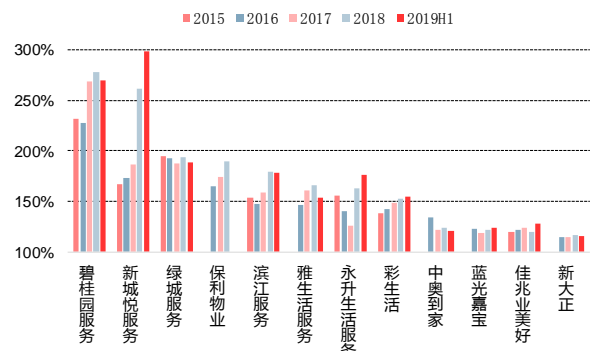
成长性方面，公司是独立第三方类型物业公司，增长较为稳健。公司属于物业公司中少有的无开发商背景的独立第三方物业管理企业，管理项目全部来自外部拓展，新增管理项目获取速度低于具有较强开发商背景的物业公司。16-18 年公司管理面积 CAGR 为 9.6%，低于披露数据的其余 14 家上市及拟上市企业 29.0% 的平均增速。同时，与大型开发商背景的物业公司相比，以合同管理面积/在管面积衡量的管理面积储备比率相对较低，但仍与中小型开发商背景物业公司基本持平。公司营收、归母净利润 15-18CAGR 分别为 19.1% 和 21.1%，在无开发商背景的物业管理企业中位于中上游。与主要上市公司相比，公司业务布局集中，单城管理项目数与管理面积较高，同时单盘面积较大，一定程度上有利实现规模效应。

图表22：行业内主要上市公司在管面积规模及增速



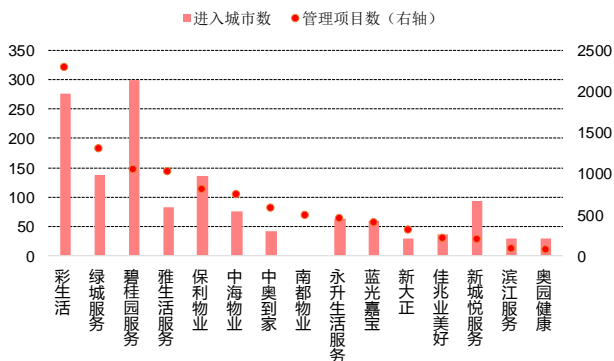
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表23：行业内主要上市公司合同管理面积/在管面积



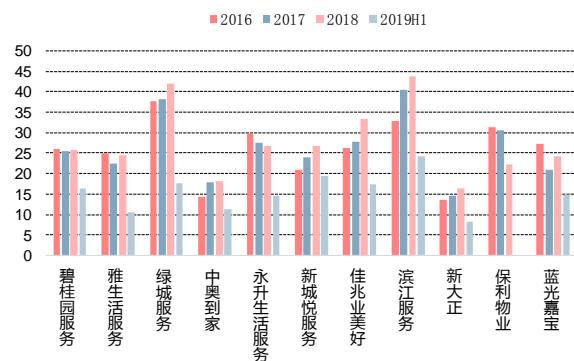
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表24：主要上市公司管理项目布局情况



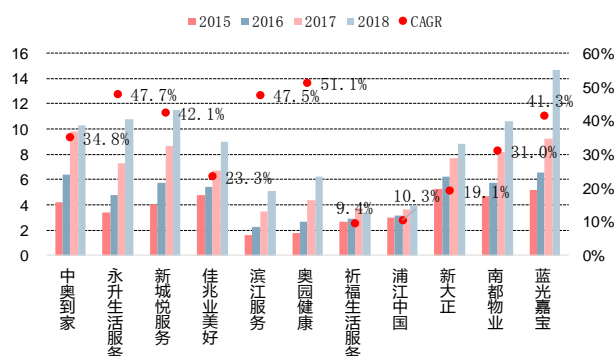
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表25：主要上市公司单位面积营收 (元)



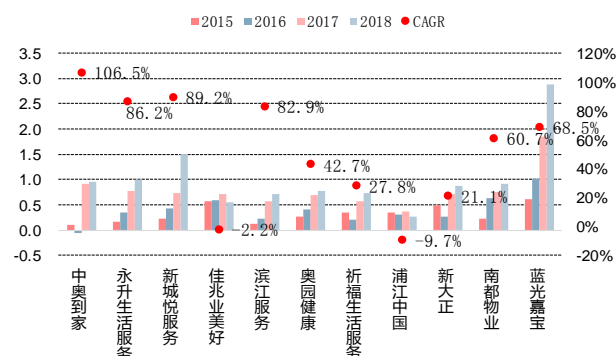
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表26：同梯队公司营收比较（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表27：同梯队公司归母净利润比较（亿元）



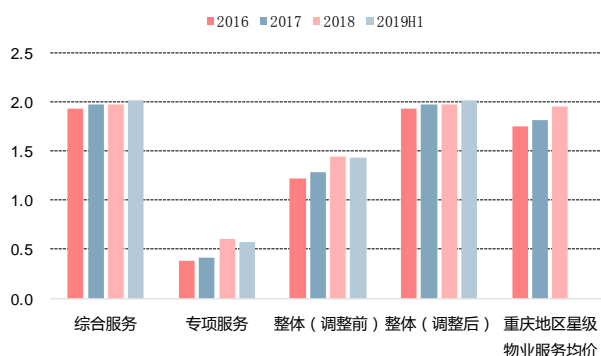
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

单价与成本方面，公司利润空间不存在收窄压力

与市场上的一些担忧相反，我们认为公司利润空间不存在缩窄压力。

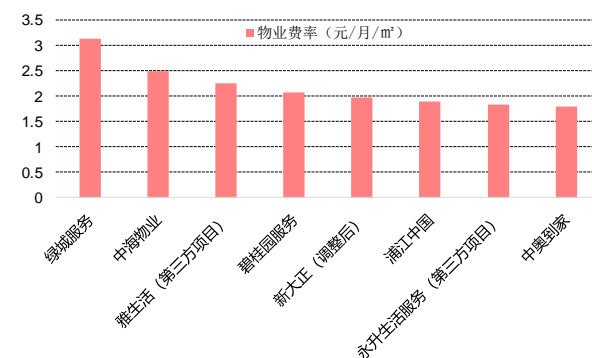
从收入端的价格指标看，受部分单位面积收入较低的专项服务项目拖累，公司单位面积营业低于行业整体水平，16、17、18、19H1 的整体物业费率为 1.22、1.29、1.44、1.43 元/月/平。但剔除专项服务面积中明月湖相思湖公园（437 万平）、昆明长水机场机坪及高空保洁（280 万平）两个超低费率特殊项目后，整体物业费率调整后提升至 1.93、1.98、1.98、2.02 元/月/平，超出重庆地区星级物业服务均价水平，甚至略超重庆物业龙头金科服务整体约 1.9 元/月/平的物业费水平。与主要上市企业相比，公司经调整后的物业费收入亦在行业中上游水平，考虑到高物业费的公司多为定位高端市场（如绿城服务、南都物业）或商办业务占比高（如滨江服务）或能享受关联开发商给出的较高关联价格（大部分开发商背景企业），作为以公共类物业为主的独立第三方物业公司，管理项目几乎全部来自市场化渠道，因此物业费费率实际并不低，优质服务带来市场认可与品牌溢价。

图表28：公司物业费率详情分析（元/月/平方米）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表29：主要上市公司物业费率

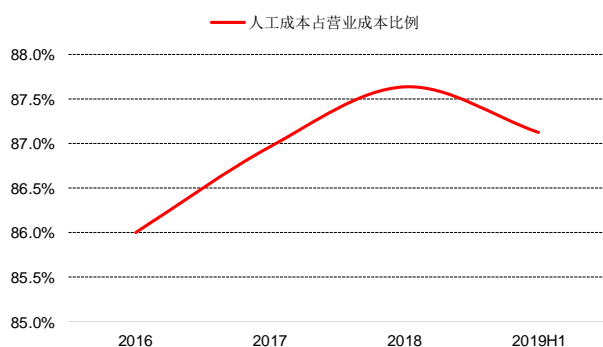


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

受制于较多的员工人数与较高的专项服务面积比重，公司人均效能有较大提升空间。公司人力成本占营业成本比重相比同业为高，2018 年达到 87.63% 的高点，而根据中指院统计数据，百强企业人工成本占总营业成本比重为 57.84%。另一方面，公司员工人数规模显著高于同业，2018 年，公司全部员工人数 17673 人，在同梯队中属于规模较大者，全年人均创收 51024 元，人均创利 4984 元，人均在管面积 3037 平，位于同业可比公司中

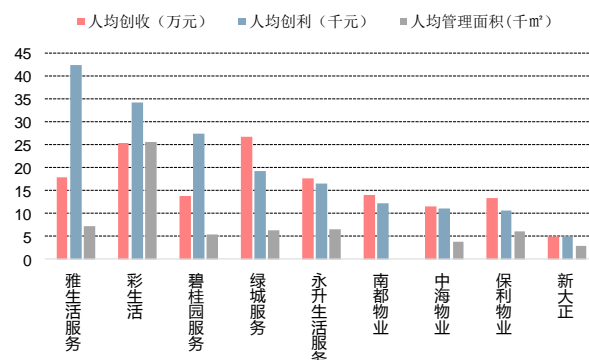
较低水平。

图表30： 公司人力成本占营业成本比重



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

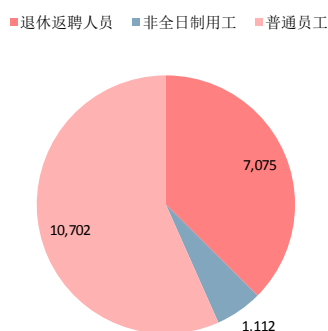
图表31： 主要上市公司人均效能比较



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

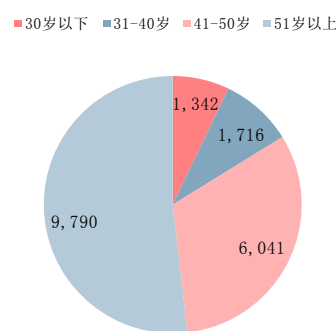
但另一方面，公司人力成本却并不存在显著上行压力。公司员工平均薪酬高于重庆市最低工资标准，低于重庆市在岗职工平均工资，主要是因为秩序维护、环境绿化、客户服务类用工人数较多，薪酬水平偏低，拉低了公司整体薪酬水平，上述几类用工占 19H1 员工总数的 85.28%。公司在用工结构上富有成本弹性：因保洁、保安专项服务面积规模较大，公司采用较大比例非全日制员工与退休返聘人员，实际人力成本并不高，且 19H1 对基层员工工资支付高于重庆市最低工资标准 48.5%，未来不存在维持低成本用工的较大难度，即使人力成本超预期上升，公司也可通过退出低毛利的专项管理业务、提高外包比重、加强管理提升人均效能，甚至动态调节用工规模等措施保证利润空间的稳定与扩大。

图表32： 公司 19H1 各类型员工人数



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

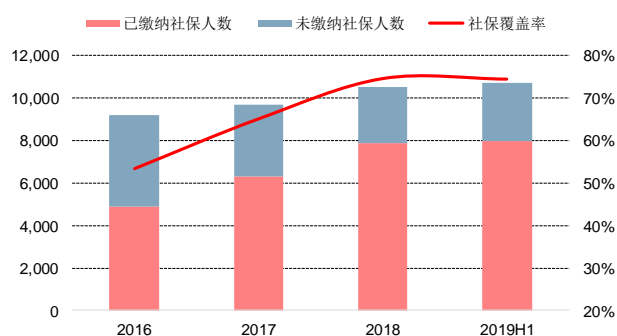
图表33： 公司 19H1 各年龄段员工人数



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

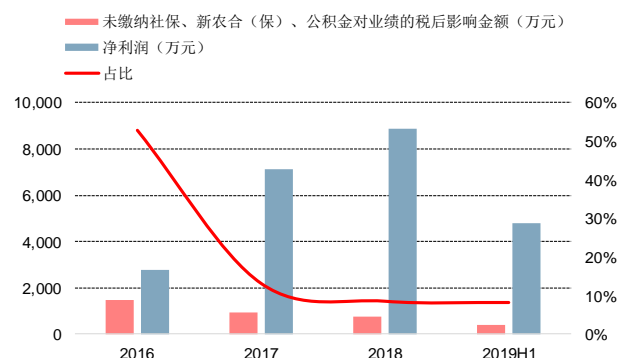
公司近年来社保、公积金覆盖率不断加大，未覆盖缺口对成本影响有限。公司不断提高社保、公积金覆盖率，至 2019H1，未缴社保、新农合、新农保对公司净利润影响下降至 8.18%。

图表34： 公司社保覆盖率上升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表35： 公司未缴员工保险及公积金对净利润影响下降

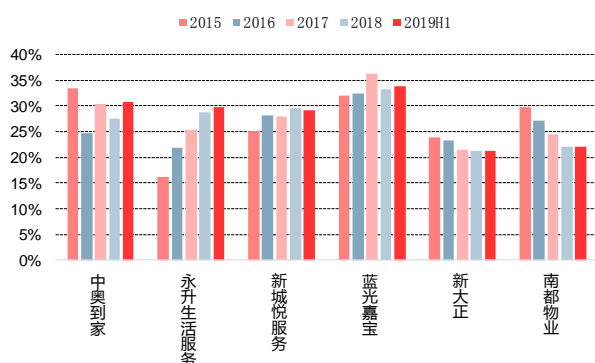


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利能力方面，公司处于市场中上游水平

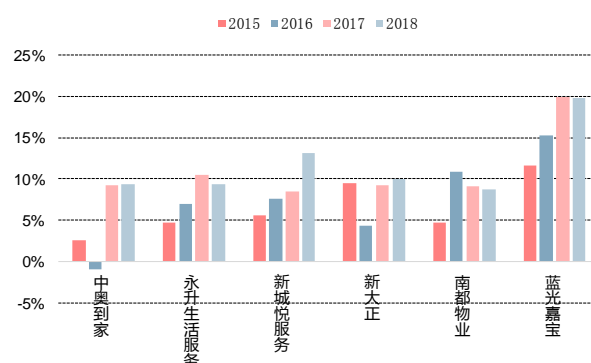
盈利能力方面，公司毛利率处于正常水平，考虑到公司低毛利率的专项服务占比较大，实际综合服务毛利率处于可比公司中的中上游水平。即使公司专项业务为用工密集型服务，面对人力成本上行，毛利率也未存在显著下行趋势。公司归母净利润率、ROE、ROIC均处于可比公司中上游，经营效率相对较高。

图表36： 同梯队公司毛利率情况



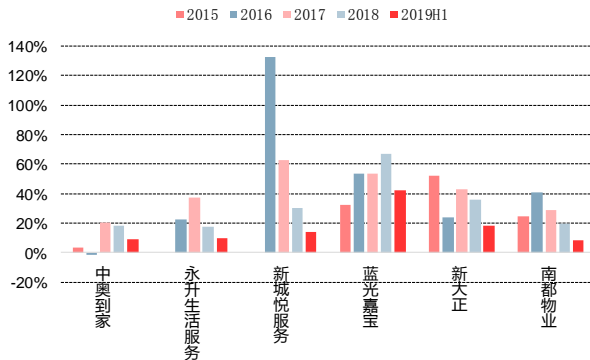
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表37： 同梯队公司归母净利润率情况



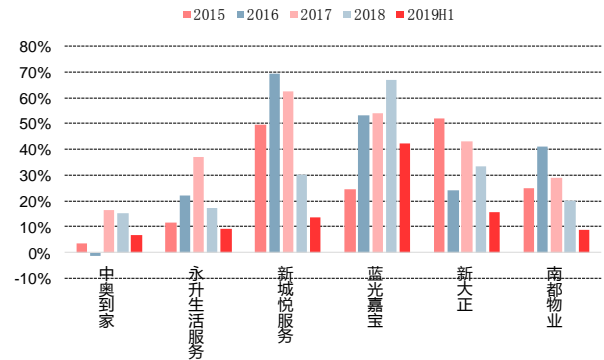
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表38：同梯队公司 ROE



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表39：同梯队公司 ROIC



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

竞争潜力：未来在非住宅类细分市场大有可为

学校、公共物业市场地区分隔效应较为明显，公司有望成为西南细分龙头

根据公司招股说明书数据，全国高校 2,542 所，其中普通高校 1,802 所，民办高校 444 所。全国高校管理面积达到 7.6 亿平，其中外包市场化 2.9 亿平，学校自管 4.7 亿平，未来进一步物业社会化空间巨大。根据公司市场调研数据，各地高校物业、公共物业市场主体仍以本地物业为主，外地物业为辅，地区分隔效应显著。

图表40：2016-2017 公司市场调研结果

城市区域	学校物业		公建物业		备注
	本地物 业	外来物业	本地物 业	外地 物业	
湖北地区（武汉）	60%	40%	85%	15%	全省高校 160 多所，武汉 98 所
陕西地区（西安）	95%	5%	95%	5%	全省高校 160 多所，西安 63 所
河南地区（郑州）	85%	15%	90%	10%	全省高校 80 多所，郑州 30 所
江西地区（南昌）	80%	20%	80%	20%	全省高校 160 多所，南昌 53 所
广西地区（南宁）	90%	10%	90%	10%	本科 26 所、专科 43 所、独立 9 所、民办 15 所（93 所）
云南地区（昆明）	80%	20%	80%	20%	本科 23 所、专科 45 所、独立 7 所、民办 14 所（85 所）
贵州地区（贵阳）	60%	40%	70%	30%	本科 19 所、专科 33 所、独立 8 所、民办 6 所（66 所）
四川地区（成都）	80%	20%	90%	10%	本科 42 所、专科 60 所、独立 12 所、民办 24 所（138 所）

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司在校园物业市场主要竞争公司为山东明德、苏州东吴、丹田物业、保利天创等，除此以外，行业内还有江苏环宇、辽宁龙源等较大公司。上述公司均不与公司产生直接的地区竞争关系。其中，山东明德规模最大，涉足全国 25 个省区，高校物业项目是其突出的业务板块，公司为 2017 年全国校园物业百强单位（企业）第一名，18 年公司为物业百强企业第 15 名，重点布局山东本省及北京、南京等东部核心城市高校物业。苏州东吴与浙大新宇均具备高校起源背景（苏州大学、浙江大学的校园物业管理部），目前专注于长三角地区院校物业管理。保利天创于 2018 年 6 月被保利物业收购，目前在湖南地区高校与机关类物业中占有优势。丹田物业、江苏环宇、辽宁龙源均为地区性公司，规模偏小。

图表41： 公司在校园物业上的主要对手公司一览

竞品公司	重点布局地区	进入省区	管理项目	管理面积量级（万平）
山东明德	山东、北京、南京、东北	25	600 多个	9000
苏州东吴	江苏	19	近 300 个	3000
浙大新宇	杭州、北京、上海、天津	13	近 200 个	-
珠海丹田	珠三角	16	100 多个	2000
辽宁龙源	辽宁、北京	-	近 30 个	1000
江苏环宇	南京、徐州	-	300 多个	3000
保利天创	湖南	-	-	-

资料来源：公司公告、公司官网，中信建投证券研究发展部

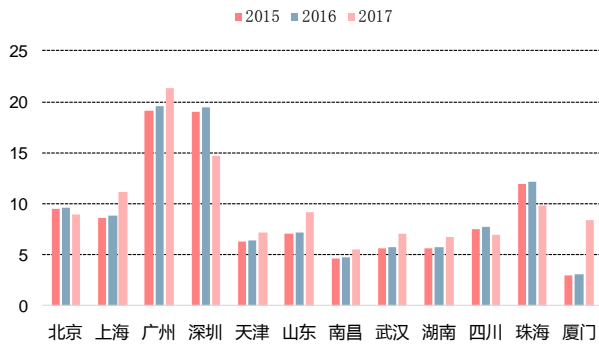
预计未来公司在西南地区校园物业板块护城河将进一步加深加宽。未来国内校园物业或将延续地区间龙头割据、各自为政的竞争格局，仅在核心科教城市可能竞争强化。公司业务重仓的西南板块不是上述几家地区性龙头重点布局的区域，未来公司仍将受益于中西部地区学校物业相对低社会化向高社会化转变带来的市场空间，而规避在东部热点科教城市的激烈竞争。同时，公司坚守重庆校园物业市场阵地，并在西南地区口碑效应明显，能在于外来公司竞争中获得优势。公司在高劳动密度服务项目中成本把控上富有经验，完全可以以价换量获取东部大城市校园保洁、保安等专项服务市场份额。

公司在公共建筑与机构类物业上可以中航物业作为竞争参照。中航物业管理有限公司（以下简称“中航物业”）是 A 股上市公司中航善达的全资子公司，管理项目类型包括政府、学校、金融、公共事业、写字楼及住宅等。截至 2019 年 6 月，管理项目数 613 个，管理面积 7,634 万平。2019 年 1-6 月中航物业实现营业收入 20.65 亿元，净利润为 1.05 亿元。公司专精机构类物业，2018 年公司机构类物业面积占比高达 81.6%，商办类达 6.3%，住宅类仅为 12.1%。

但两者在市场定位上有较大不同。中航物业擅长综合型高档物业项目的经营管理，核心业务聚焦于政府类、公共类及企业总部类物业，服务对象涉及金融、通讯、制造、能源等行业，包括教育、民生、公共服务等政府、

企事业单位，专注东部核心市场，尤其是北上广深一线城市，而与新大正并无相同产品定位细分市场上的直接竞争。新大正聚焦重庆本土及周边二线城市市场，预计未来将进一步利用地缘及品牌优势在周边地区地方级机关与事业单位物业市场开拓业务，与全国细分行业龙头中航物业错位竞争。

图表42： 中航物业收入主要来源于一线城市（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表43： 中航物业部分重点项目

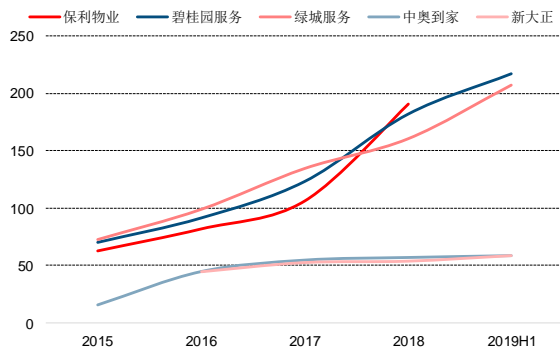
类别	机构物业项目
政府	国家环保部办公楼、国家商务部办公楼、最高检西部办公楼、江西省高院、湖北省公安厅、徐汇区人民法院等
学校	中山大学广州校区、南方科技大学、香港中文大学深圳校区、天津大学、南开大学、东华大学等
金融	中国人民银行总行、湖北银行总行、江西中国银行、交通银行深圳分行、农业银行深圳分行、工商银行深圳分行、民生银行大厦、中国人寿保险湖北省分公司等
公共建筑	广州白云国际机场停车场，中国科学技术馆、国家图书馆、井冈山革命教育基地、济南水务集团等
写字楼	北京金凤科技园区、无锡软件园、中航国际机场等

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

小而美的独立第三方物业公司将有别样风景

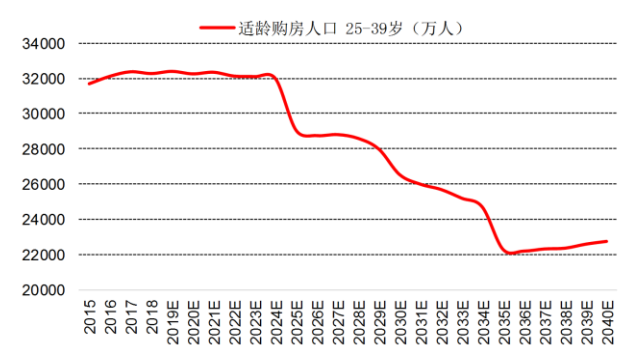
开发商背景物业公司与独立第三方物业公司增长逻辑不同，两者短期内成长及盈利性的比较意义有限。当前港股、A股市场上20只物业股（含中航善达）中，纯粹无房企背景的独立第三方物业公司仅5家。而开发商背景物业公司近年充分受益于关联开发商销售面积、竣工面积的大量输送，推动物业公司签约面积、在管面积迅速上升；且新增管理项目多为新完工楼盘，收费较高，维护成本低，由此这些物业公司经历了一轮普遍的量价齐升推动的业绩释放。回到2016年，开发商背景企业（保利物业、碧桂园服务、绿城服务等）与独立第三方企业（新大正、中奥到家等）在管理规模上尚处于同一量级起跑线，2016年后独立第三方企业则被迅速甩开身位。表面上第三方物业公司已被挤占至市场边缘，但这种差距或只是暂时的。

图表44： 开发商背景与第三方物业公司在管面积（百万平）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表45： 适龄购房人口将在不久后缩减



资料来源：wind，0-14岁人口数据滞后25年得到预测值，中信建投证券研究发展部

物业管理是个好赛道，但全行业的好业绩可能隐藏了部分开发商依赖型物业公司的业绩可持续性。从

边际角度看，在行业上游的地产市场中，未来无论是城镇化、适龄人口规模驱动的刚需，还是以人均居住面积提升驱动的改善性需求，均不存在维持当前销售面积、竣工面积增速“双高”的长期逻辑。当前开发商背景企业多受益于上游推动，实际仍为强周期业务模式企业，且或多或少均为房企的“售后部门”，物业结构以商住为主，同质化严重。若未形成业务差异化优势，或未降低对关联方依赖、大力开拓外部管理项目，面临即将到来的上游供应收缩，这些企业未来业绩增速实际是难以长期维持的，而物业行业典型的抗周期甚至穿越周期的能力更无从谈起。

以新大正为代表的深耕细分领域、专业化、小而美的第三方物业龙头是未来优质标的，其护城河实际已加宽浚深。16-19H1，新大正未能在规模与成长性上跑赢开发商背景的物业公司，但相比其他规模化的物业管理公司，公司成立初期便率先实现了市场化运作，并拥有近二十年的市场化运营经验。公司的机制优势使公司在市场上竞争能力较强，相比同业能够提供更高性价比的服务。公司作为一个完全依托外拓渠道获得管理项目的公司，其在独立第三方公司中的增速并不低，甚至超出部分中小型开发商背景上市公司，限制公司规模增长的不是市场竞争力，而是资金实力。公司上市后，可以预期未来即使行业进入存量市场，公司仍能保证稳健持续增长，而不会面临房企依赖型物业公司“断奶”导致业绩边际失速的局面

同时，公司所处的细分赛道与住宅及商业物业相比，仍然大有可为。公司从事的公共物业管理领域不会受到地产及人口周期波动的冲击，反而还是方兴未艾的朝阳市场。仅以全国市级行政中心物业市场为例，在“产业集聚，结构调整，空间布局优化”的大背景下，行政中心搬迁的城市有成都、青岛、昆明、桂林、深圳等 25 个地级以上城市，正在搬迁的有包头、杭州、南京、兰州，规划中的除北京外，还有沈阳、石家庄、郑州。政府新建的办公楼宇，给机构类行业带来了巨大的合作商机。同时，未来我国基建建设浪潮将经历更新换代、提档加速的过程：从以公路、能源、铁路等为主的传统基础性设施逐步转向文化、教育、医疗、行政等为主的现代化公共服务设施，不断改善人居、办公环境的公共设施建设是未来发展的主旋律。全国各地公建物业市场容量巨大，给公司未来发展带来了无限的良机。

展望公司未来，定位明晰+天时地利+久久为功=细分业务之王。公司 20 余年深耕西南地区公共物业管理市场，积累了丰富的管理经验，形成业务壁垒，同时稳健经营，不断提升品质赢得客户认可，保证了稳定的项目来源。机关、学校、公共设施物业市场业务门槛高、专业性强、龙头玩家稀缺、赛道正在不断加宽，而同时市场地理区隔效应仍然明显，有待进一步开发渗透，完全有培育一个子领域新龙头的空间潜力。公司作为目前该领域的领先者和西南地区一枝独秀的专业服务商，预计在成为 A 股物业第二股后将充分受益资本赋能，并在该细分领域持续深耕发力，获得真正穿越周期的稳健增长。

盈利与评级：2019-2021 年 EPS 为 1.54/1.93/2.45 元

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

公司收入的增长主要来自于物业管理业务，我们预计公司物管业务 2019-2021 年均符合增速将达到 25%左右。公司对外拓展主要来自于第三方物业招投标模式，且公建类机构物业服务更多为成本加成的定价模式，我们认为公司未来对外拓展的利润率将趋于稳定，随着新增项目的不断拓展，我们预计公司 2019-2021 年毛利率将稳定在 23%左右。

图表46： 公司业务预测

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
物业管理(千元)	875282	1093750	1367188	1708984
增长率	16%	25%	25%	25%
毛利率	21%	23%	23%	23%
餐饮及其他业务(千元)	10163	13211	17175	22327
增长率	-13%	30%	30%	30%
毛利率	11%	10%	10%	10%
合计	885445	1106961	1384362	1731312
增长率	15%	25%	25%	25%
综合毛利率	21%	23%	23%	23%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

PE 估值：首次覆盖给予买入评级，目标价 52.36 元。公司处于行业内中部梯队，并以机构公建类物业为主，因此我们选取处于中部梯队的上市企业（永升生活服务、新城悦服务、南都物业）及以机构类物业为主业的公司（中航善达）作为公司的可比公司进行估值。我们预计公司 2019-2021 年公司 EPS 分别为 1.54 元，1.93 元，2.45 元（考虑新增股本），根据可比公司 2019 年 34X 的 PE 估值，给予公司 2019 年 34X 的 PE 估值，首次覆盖给予公司买入评级，目标价 52.36 元。

图表47： 可比公司 PE 估值

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2019/11/26	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
南都物业	603506.SH	23.11	0.89	0.82	1.02	1.27	25	29	23	19
永升生活服务	1995.HK	4.78	0.09	0.13	0.21	0.28	23	32	21	15
新城悦	1755.HK	11.34	0.24	0.28	0.41	0.55	18	37	25	19
中航善达	000043.SZ	20.00	1.28	0.48	0.69	0.86	6	33	22	17
	最大值						23	37	25	19
	最小值						6	32	21	15
	平均数						16	34	23	17

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

风险提示：全国布局速度不及预期：可能带来公司在营收增长不及预期，从而导致市场对于其业务的可扩张性产生质疑；**扩张期间费用率过高：**扩张期间产生的异地拓展成本可能导致费用率过高，从而使得公司的净利润率难以维持在原有水平，导致盈利增长不达预期。

财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	886	1,107	1,384	1,731	货币资金	246	318	386	481
减：					预付账款	1	1	1	1
营业成本	698	859	1,072	1,339	存货	0	0	0	0
毛利率	21.2%	22.4%	22.6%	22.7%	其他流动资产	40	2	27	58
营业税金及附加	6	9	11	14	流动资产	358	409	523	677
营业费用	13	17	21	26	投资性房地产	0	0	0	0
营业费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	递延所得税资产	1	3	5	8
管理费用	69	86	108	135	非流动资产	141	152	163	174
管理费用率	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%	资产总计	498	560	686	851
财务费用	1	2	1	0	短期借款	0	1	1	2
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	应付账款	10	10	10	10
资产减值损失	1	2	7	8	预收款项	21	26	33	41
营业利润	98	132	165	209	应交税费	9	0	(11)	(24)
营业利润率	11.7%	11.9%	11.9%	12.1%	其他流动负债	158	122	119	117
营业外收入	1	0	0	0	流动负债	198	159	153	146
营业外支出	0	0	0	0	长期负债	31	22	15	11
利润总额	104	132	165	209	递延所得税负债	0	0	1	1
所得税费用	16	21	27	33	非流动性负债	31	22	16	12
所得税率	15.1%	16.3%	16.1%	16.0%	负债合计	229	181	168	157
净利润	89	110	138	176	股本	54	54	54	54
少数股东损益	0	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
母公司股东的净利润	88	110	138	176	股东权益合计	269	380	518	693
					负债及权益总计	498	560	686	851
					主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
现金流量表					增长率 (%)				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	营业收入	15.4%	25.0%	25.1%	25.1%
销售商品、提供劳务收入	939	1,070	1,338	1,673	营业利润	18.3%	27.1%	25.3%	26.7%
减：购买商品、接受劳务支出	121	853	1,065	1,332	净利润	24.1%	24.4%	25.5%	26.9%
职工支出	621	23	29	36	利润率 (%)				
税费支出	62	121	151	189	毛利率	21.2%	22.4%	22.6%	22.7%
经营现金流	114	73	93	116	EBIT Margin	11.3%	12.6%	12.4%	12.4%
取得借款	43	1	1	2	EBITDA Margin	11.2%	12.0%	12.0%	12.1%
偿还债务	6	6	10	8	ROE	33.0%	29.1%	26.8%	25.4%
融资现金流	-7	-7	-9	-6	ROA	17.8%	19.7%	20.2%	20.6%
现金及现金等价物净增加额	51	71	68	96					

分析师介绍

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队，曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859