投资评级 优于大市 首次覆盖

领先的综合性物管公司，成长空间广阔

发行价格及数量

发行价格	26.76 元
发行数量	1791 万股

股本结构

总股本（百万股）	72
流通 A 股（百万股）	18
B 股/H 股（百万股）	0/0

分析师:涂力磊
Tel:(021)23219747
Email:tll5535@htsec.com
证书:S0850510120001
分析师:谢盐
Tel:(021)23219436
Email:xiey@htsec.com
证书:S0850511010019

投资要点:

- **领先的综合性物业专业公司。**公司主要经营学校物业、办公物业、航空物业、公共物业、商住物业五大业务，综合实力位于中国物业服务百强企业第 18 名。上市后（按发行 1791.07 万股），王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇为实际控制人，其中董事长王宣合计直接和间接持有 33.01%股份。

- **物业管理业市场规模逐年递增，未来成长空间广阔。**近年来全国物业管理行业市场规模及行业集中度逐年递增，据中国指数研究院《2018-2019 中国物业服务百强企业研究报告》显示，2015-2018 年全国百强物业管理面积均值由 2361.5 万平米增至 3718.1 万平米，实现逐年高速递增，而国家政府相继颁布了一系列重要法律法规和产业政策，鼓励物业管理市场化、多元化、智能化。

- **公司归母净利润震荡攀升，负债水平缓降，短期偿债能力有所回升。**2018 年和 2019 年上半年，公司分别实现营业收入 8.86 亿元和 4.90 亿元，同比分别增加 15.41%和 15.48%。2018 年，公司实现归母净利润 8808 万元，同比增加 24.65%。2019 年上半年，公司实现归母净利润 4751 万元。公司扣除预收款后的资产负债率为 40.8%，呈震荡下行趋势。

- **募资用于企业建设和业务拓展，打造基础物业管理及创新一体化的服务提供商。**公司本次募集资金主要用于企业信息化建设、物业业务拓展、人力资源企业文化建设、市政环卫业务拓展、停车场及投资建设和偿还银行贷款。该项目的顺利实施，将有利于提高公司的整体综合实力，促进公司未来业务的快速发展。

- **合理价值区间为 32.13 元-36.72 元，“优于大市”评级。**按照本次公司发行后的总股本 7164 万股计算，2019-2021 年公司 EPS 预计分别为 1.53 元、1.84 元、2.23 元，此次公司 IPO 发行价为 26.76 元，对应 2019 年动态 PE 约 17.53 倍。参考同类可比公司并考虑公司属于新股，给予公司 2019 年 21-24 倍的动态市盈率，对应合理价值区间为 32.13 元-36.72 元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

- **风险提示。**人工成本上升风险；区域过度集中风险；增值业务拓展不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	768	886	1075	1312	1610
(+/-)YoY(%)	23.5%	15.4%	21.3%	22.1%	22.7%
净利润(百万元)	71	88	109	132	160
(+/-)YoY(%)	160.5%	24.7%	24.2%	20.6%	21.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.99	1.23	1.53	1.84	2.23
毛利率(%)	21.4%	21.2%	21.6%	21.5%	21.4%
净资产收益率(%)	32.1%	32.8%	27.7%	25.0%	23.3%

资料来源：公司招股书，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润；EPS 按最新股本摊薄

目 录

1. 领先的综合性物业专业公司 5
1.1 业务全面发展，综合实力全国百强 5
1.2 公司的发展历程 5
1.3 公司的股权结构及实际控制人 6
1.4 公司的主营业务基础情况 7
2. 物业管理业市场规模逐年递增，未来成长空间广阔 7
2.1 全国物业管理企业基本类型及现状 7
2.2 政策发展促进物业管理行业市场化、多元化、智能化 8
2.3 物业管理行业市场规模及行业发展 9
3. 公司财务特点分析 12
3.1 近年来公司归母净利润震荡攀升，业务以物业管理服务为主 12
3.2 公司毛利率稳定，负债水平缓降，短期偿债能力有所回升 13
4. 本次主要募投项目分析 14
5. 公司业绩预测和估值建议 15
6. 公司投资建议 17
7. 风险提示 17
财务报表分析和预测 18

图目录

图 1　新大正物业集团部分代表性项目 5
图 2　新大正物业集团发展历程 6
图 3　新大正物业股权结构图 6
图 4　公司收入及利润增长情况 7
图 5　公司资产构成情况 7
图 6　公司主营业务收入构成情况 7
图 7　2019H1 公司收入地区分布情况 7
图 8　百强物业企业管理面积均值及环比增长率 10
图 9　百强物业企业营收均值及环比增长率 10
图 10　百强物业企业市场份额及环比增长率 10
图 11　百强物业企业管理项目均值及环比增长率 10
图 12　新大正物业行业排名 10
图 13　近年来公司营收震荡上行 12
图 14　近年来公司归母净利润总体上行 12
图 15　2019 年上半年公司主营业务收入构成 13
图 16　2019 年上半年公司物管服务中综合物业项目收入构成 13
图 17　近年来公司毛利率和净利率保持稳定 13
图 18　近年来公司三项费用率保持基本稳定 13
图 19　近年来公司资产负债率稳中趋降 13
图 20　近年来扣除预收款后的资产负债率震荡下行 13
图 21　近年来公司短期偿债能力有所回升 14
图 22　近年来公司 ROE 和 ROA 有所回落 14

表目录

表 1 全国三类物业服务企业 8
表 2 物业管理行业相关政策发展 9
表 3 公司主要竞争优势 11
表 4 智慧城市公共建筑与设施的物业管理趋势 12
表 5 本次募集资金投资项目 14
表 6 2019-2021 年公司各业务收入增速假设表 15
表 7 2019-2021 年公司各业务毛利率假设表 15
表 8 2019-2021 年公司各业务收入预测表（百万元） 16
表 9 公司盈利预测表（百万元） 16
表 10 公司 RNAV 估值表（百万元） 17
表 11 相关上市地产公司估值表（收盘价日期为 2019.11.29） 17

1. 领先的综合性物业专业公司

1.1 业务全面发展，综合实力全国百强

重庆新大正物业集团股份有限公司是一家综合性的物业专业公司。具有国家一级资质，集团综合实力位于重庆物业管理行业第三名、中国物业服务百强企业第 18 名。公司建立了学校物业、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。新大正物业怀抱“让城市更美好”的使命，坚持以客户为本、以员工为本、以可持续发展为本，以“基础业务+创新业务”双轮驱动，整合各类需求，不断应用智能设备和移动互联网技术，打造创新型物业服务，助推智慧城市的建设，协助实现信息交互，资源共享，立志成为中国智慧城市公共物业服务的领跑者。公司 2019 上半年资产总计 4.68 亿元，营业收入 4.90 亿元。

图1 新大正物业集团部分代表性项目

重庆轨道交通 6 号线　重庆市警备区　北京大兴国际机场　重庆大学　上海城购物中心

资料来源：新大正物业集团官网、海通证券研究所

1.2 公司的发展历程

新大正物业集团经历了四个发展阶段:

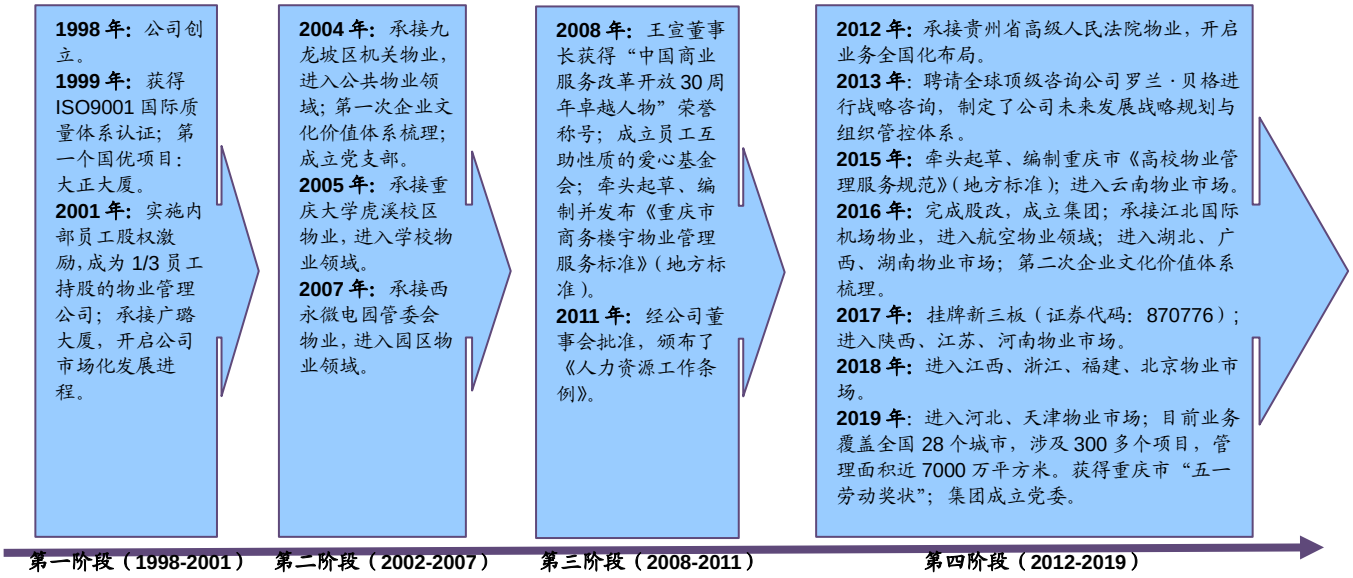
第一阶段（1998-2001）: 公司创立组建。1998 年，公司创立。1999 年，获得 ISO9001 国际质量体系认证；接手第一个国优项目：大正大厦。2001 年，实施内部员工股权激励，成为 1/3 员工持股的物业管理公司；承接广璐大厦，开启公司市场化发展进程。

第二阶段（2002-2007）: 扩大业务范围。2004 年，承接九龙坡区机关物业，进入公共物业领域；第一次企业文化价值体系梳理；成立党支部。2005 年，承接重庆大学虎溪校区物业，进入学校物业领域。2007 年，承接西永微电园管委会物业，进入园区物业领域。

第三阶段（2008-2011）: 强化内部管理。2008 年，王宣董事长获得“中国商业服务改革开放 30 周年卓越人物”荣誉称号；成立员工互助性质的爱心基金会；牵头起草、编制并发布《重庆市商务楼宇物业管理服务标准》（地方标准）。2011 年，经公司董事会批准，颁布了《人力资源工作条例》。

第四阶段（2012-2019）: 开拓全国市场。2012 年，承接贵州省高级人民法院物业，开启业务全国化布局。2013 年，聘请全球顶级咨询公司罗兰·贝格进行战略咨询，制定了公司未来发展战略规划与组织管控体系。2015 年，牵头起草、编制重庆市《高校物业管理服务规范》（地方标准）；进入云南物业市场。2016 年，完成股改，成立集团；承接江北国际机场物业，进入航空物业领域；进入湖北、广西、湖南物业市场；第二次企业文化价值体系梳理。2017 年，挂牌新三板（证券代码：870776）；进入陕西、江苏、河南物业市场。2018 年，进入江西、浙江、福建、北京物业市场。2019 年，进入河北、天津物业市场，目前业务覆盖全国 28 个城市，涉及 300 多个项目，管理面积近 7000 万平方米；获得重庆市“五一劳动奖状”；集团成立党委。

图2 新大正物业集团发展历程

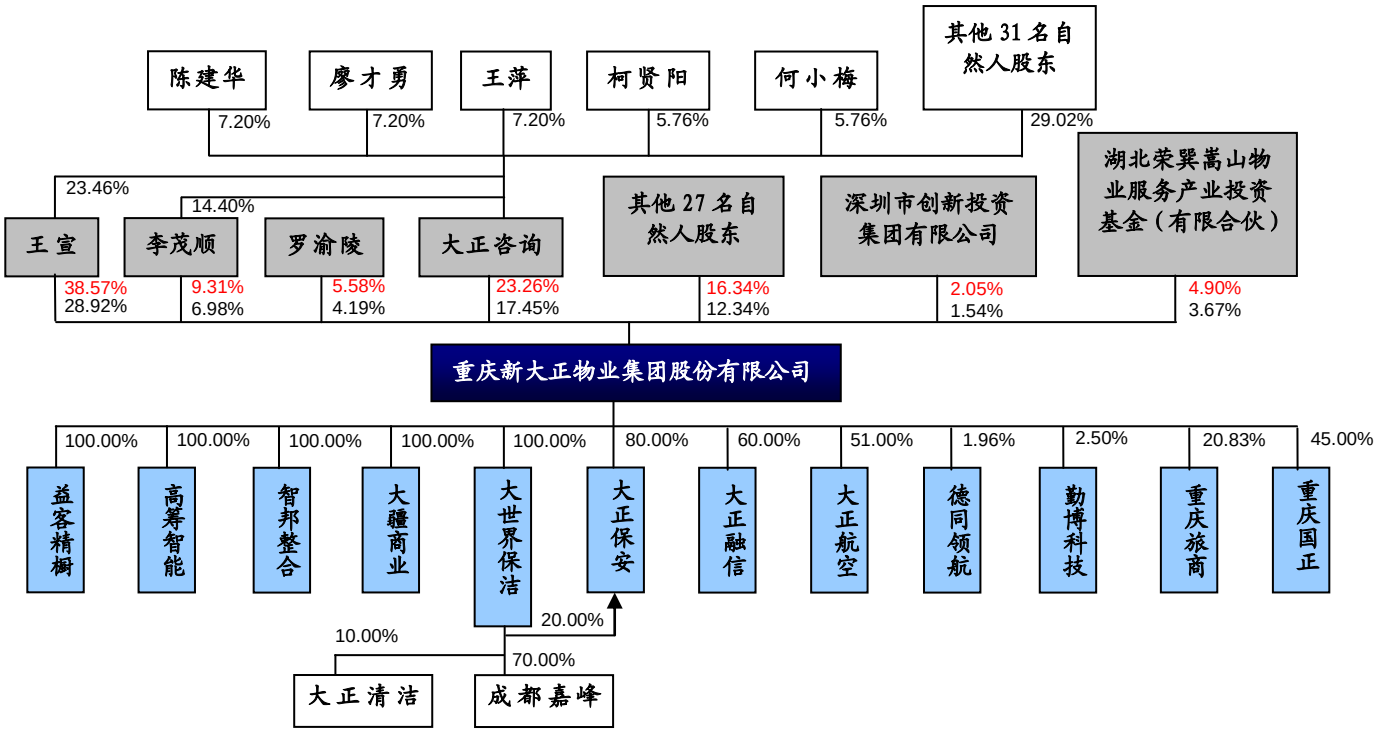


资料来源：新大正物业集团官网、海通证券研究所

1.3 公司的股权结构及实际控制人

上市后（按发行 1791.07 万股），公司的总股本将增加至 7164.27 万股，王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇为实际控制人。上市后王宣持有 28.92%股份，担任公司董事长；李茂顺持股 6.98%，担任副董事长、总经理；陈建华持股 1.74%，担任监事会主席；廖才勇持股 1.67%，担任董事和副总经理。四人分别通过子公司大正咨询（持股 17.45%）间接持股 4.09%、2.51%、1.26%、1.26%。董事长王宣合计直接和间接持有 33.01%股份。

图3 新大正物业股权结构图



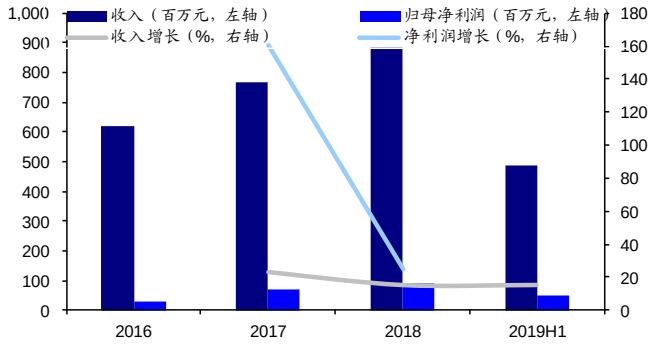
资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所。
备注：标红的为上市前持股占比

1.4 公司的主营业务基础情况

公司业绩稳定增长， 2017-2018 年公司营业收入分别为 7.68 亿元、8.86 亿元，同比增长 23.49%、15.41%; 归母净利润分别为 0.71 亿元、0.88 亿元，同比增长 160.45%、24.65%。2019 年上半年公司收入，归母净利润分别为 4.90 亿元，4750.98 万元。公司营业收入持续增长，主要归因于公司业务规模不断扩大，项目数量和管理面积持续增长。

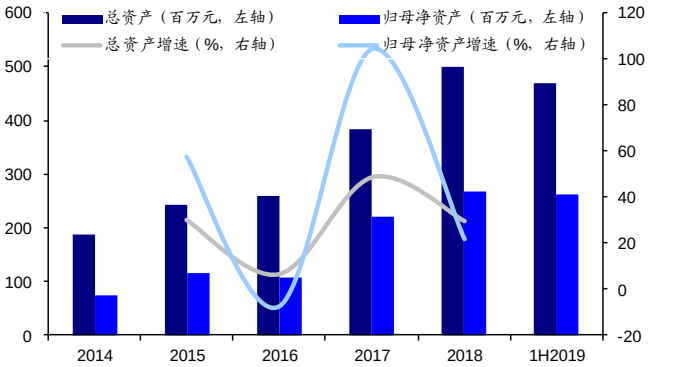
公司总资产呈上升趋势，2016-2019H1 年公司持有资产总计分别为 2.59 亿元、3.85 亿元、4.98 亿元、4.68 亿元。流动资产和非流动资产金额稳步增长、占比保持稳定。2016-2019H1 流动资产总计分别为 2.08 亿元、2.88 亿元、3.58 亿元、3.18 亿元；非流动资产总计分别为 0.51 亿元、0.97 亿元、1.41 亿元、1.51 亿元。

图4 公司收入及利润增长情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图5 公司资产构成情况

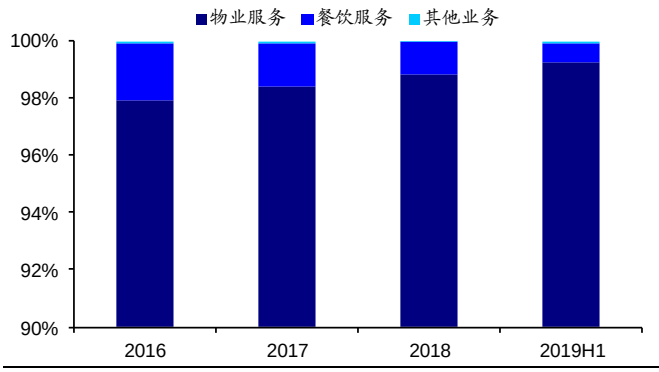


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

物业服务为公司利润的主要来源。2016-2018 年物业服务收入金额分别为 6.09 亿元、7.55 亿元、8.75 亿元，占当期营业收入的比例分别为 97.92%、98.42%、98.81%，2019 年上半年物业服务收入金额 4.86 亿元，占当期主营业务收入的比例为 99.23%。

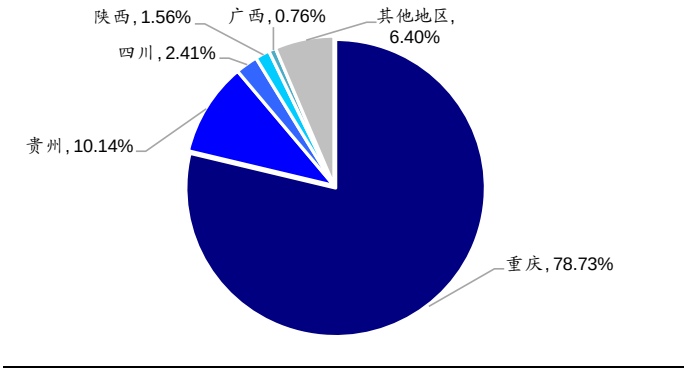
公司立足重庆本地，以西南地区为重点。2019 年上半年公司重庆实现主营业务收入 3.85 亿元，占比 78.73%，在西南地区，贵州、四川、陕西分别实现主营业务收入 0.50 亿元、0.12 亿元、0.08 亿元，分别占比 10.14%、2.41%、1.56%。公司逐步进行业务扩张，西南地区和中东部地区收入占比逐步上升。在 2016-2019H1 年，重庆地区营业收入占全部主营业务收入的比例分别为 87.77%、85.09%、82.52%、78.73%，呈现逐步下降趋势。

图6 公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图7 2019H1 公司收入地区分布情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2. 物业管理业市场规模逐年递增，未来成长空间广阔

2.1 全国物业管理企业基本类型及现状

我国物业管理行业主要包含以下三类物业服务企业：

表 1 全国三类物业服务企业

类型	属性	优势	劣势
开发商下属物业企业	多为隶属于地产开发商公司或集团旗下的物业子公司，其运营并非完全市场化	集团母公司资本实力强，开发商背景为其直接创造项目机会	受集团控制较多，战略不够灵活
独立第三方物业企业	无开发商背景，独立进行市场化运作	战略灵活，独立决策，市场化竞争实力强，项目业态分布广泛	资本实力较弱，项目营销压力较大
其他物业企业	包括政府部门下属物业公司、建设单位旗下对其物业进行自管的物业公司等	基本不参与市场竞争	

资料来源： 新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书，海通证券研究所

开发商下属物业企业目前仍占据我国物业管理行业主要市场。根据中国指数研究院《2019 中国物业服务百强企业研究报告》显示，2018 年，百强企业中有开发背景的企业数量占比 76%，这些企业管理面积中约五成来自兄弟开发企业，较 2017 年下降一成，但依然是扩规模的基础手段。而物业管理的市场化拓展和房地产市场的分工细化也为独立第三方物业企业提供了良好的发展空间，第三方物业企业的发展成为现代物业管理发展的主流趋势。

新大正物业作为以公共、学校物业为优势项目的第三方物业企业，在中国指数研究院《2019 中国物业服务百强企业研究报告》中被评选为 2019 中国主要城市物业服务优秀企业重庆地区第 3 名，2019 中国物业管理行业市场化运营领先企业第 3 名，2019 中国专项物业服务优秀企业教育物业管理第 3 名，2019 中国物业服务百强企业第 18 名。排名处于行业中上游，具有良好的发展空间。

公司物业管理服务盈利模式主要包含两类：包干制和酬金制。据《新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书》描述，包干制物业项目是指公司根据与业主签订的物业服务合同，按照约定的标准收取物业服务费用，并承担物业服务过程中发生的相关成本费用，毛利率受其收入和成本的变动而变动。而酬金制物业项目是公司根据与业主签订的物业服务合同，在向业主收取的物业服务款项中，按照约定的比例或约定的数额，提取酬金支付给公司，其余全部用于物业服务合同约定的支出，结余或者不足均由业主享有或者承担。公司发生的相关支出由业主共同承担，因此没有成本，毛利率为 100%。

2.2 政策发展促进物业管理行业市场化、多元化、智能化

我国对物业管理的探索和尝试起源于 1981 年，历经三十七载岁月，国家和地方政府等部门出台一系列的法律法规、管理办法等，为我国物业管理服务行业确定了发展方向。从 2010 年国家初步制定高校物业管理市场化战略目标至 2018 年《物业管理条例》更新取消物业管理行业资质，我国物业管理及相关行业的重要法律法规和产业政策正迈向鼓励物业管理市场化、多元化、智能化的发展。

表 2 物业管理行业相关政策发展

条例	时间	内容
《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》	2010 年 7 月	确定“到 2020 年，基本实现教育现代化”的战略目标；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。纲要的发布，使得市场化物业管理企业高校物业服务的业务开展迎来了契机。
《关于放开部分服务价格意见的通知》(发改价格〔2014〕2755 号)	2014 年 12 月	提出放开部分地方实行定价管理的服务价格，对非保障性住房物业服务价格放开定价管理，大大减小了物业服务价格的限制，为行业引入了市场机制，提高差异化、更高质量服务的住宅小区能够收取与其服务相匹配的市场价格，有助于资源的有效配置和行业的健康发展。
《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》(国发〔2015〕32 号) 及《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》(国发〔2015〕40 号)	2015 年 6、7 月	提出要发展“互联网+”创业服务；加快发展“互联网+”创业网络体系，促进创业与创新、创业与就业、线上与线下相结合。 提出要充分发挥互联网的高效、便捷优势，提高资源利用效率，降低服务消费成本；大力发展以互联网为载体、线上线下互动的新兴消费；要发展社区经济，培育线上线下结合的社区服务新模式；要依托现有互联网资源和社会力量，以社区为基础，搭建养老信息服务网络平台。上述文件的颁布，标志着物业管理的多元化、互联网化，有了重要的政策依据。
《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》(国办发〔2015〕85 号)	2015 年 11 月	提出要增加服务有效供给;鼓励各类市场主体根据居民收入水平、人口结构和消费升级等发展趋势，创新服务业态和商业模式，优化服务供给，增加短缺服务，开发新型服务;要进一步拓展网络消费领域，加快线上线下融合;要积极运用互联网等现代信息技术，改进服务流程，扩大消费选择。
《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	2016 年 2 月	优化街区路网结构，加强街区的规划和建设，分梯级明确新建街区面积，推动发展开放便捷、尺度适宜、配套完善、邻里和谐的生活街区。新建住宅要推广街区制，原则上不再建设封闭住宅小区。已建成的住宅小区和单位大院要逐步打开，实现内部道路公共化，解决交通路网布局问题，促进土地节约利用。
关于印发《城乡社区服务体系建设规划(2016-2020 年)》的通知(民发〔2016〕191 号)	2016 年 10 月	明确提出要推进城乡社区综合服务设施建设，力争到 2020 年，实现城市社区综合服务设施全覆盖，农村社区综合服务设施覆盖率达到 50%。推进智慧社区建设，推动“互联网+”与城乡社区服务的深度融合。推进智慧社区信息系统建设，广泛吸纳社区社会组织、社区服务企业信息资源，逐步实现社区公共服务、志愿服务、便民利民服务等社区服务信息资源集成。推动社区养老、社区家政、社区医疗、社区消防等安保服务和社区物业设备设施的智能化改造升级，强化社区治安技防能力。
《物业管理条例》的更新（国务院令第 379 号 ）	2018 年 3 月	国务院发布《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定》，删去《物业管理条例》中关于资质的规定，增加行业诚信管理条款。

资料来源：新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书，海通证券研究所

2.3 物业管理行业市场规模及行业发展

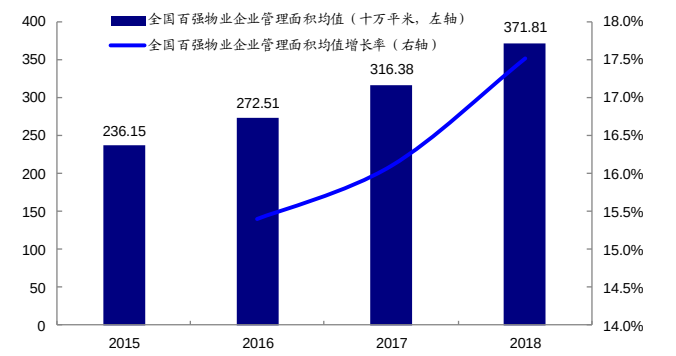
（一）物业管理行业市场规模及行业集中度逐年增长

近年来，全国物业管理行业市场规模及行业集中度逐年递增。据中国指数研究院《2018-2019 中国物业服务百强企业研究报告》显示，2015-2018 年全国百强物业管理面积均值由 2361.5 万平米增至 3718.1 万平米，实现逐年高速递增，2018 年增速高达 17.5%。

同样的，百强企业在营收水平及市场份额方面均实现了逐年高速增长。其中，百强物业企业营收均值由 2016 年的 6.28 亿元增至 2018 年的 8.86 亿元，2018 年营收增速达 19.4%。百强物业企业市场份额由 2015 年的 28.4%增至 2018 年的 38.9%，标志着行业集中度的提升。随着资本市场的介入，物业管理行业掀起收购兼并的浪潮，优质企业积极寻找合适的中小物业服务企业，以扩大自身的管理规模，进军目标区域市场，丰富物业建筑类型。

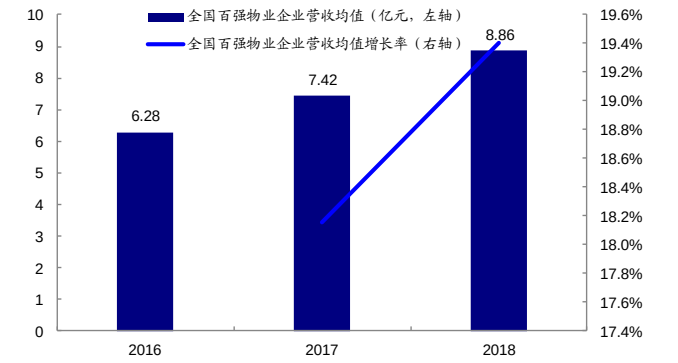
在管理规模上，百强企业物业管理项目均值也实现了逐年增长，管理项目均值由 2015 年 154 个增至 2018 年 192 个，其增速稳定在 7.62%左右。

图8 百强物业企业管理面积均值及环比增长率



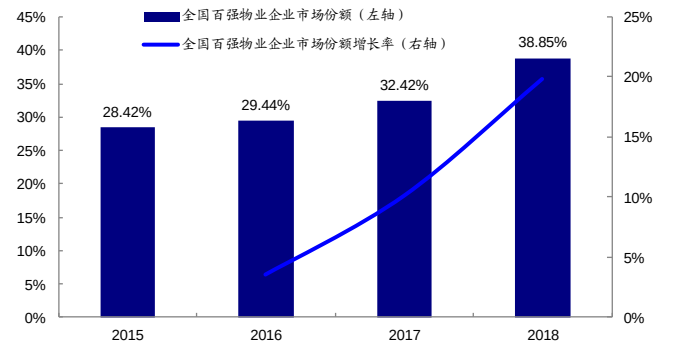
资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，海通证券研究所

图9 百强物业企业营收均值及环比增长率



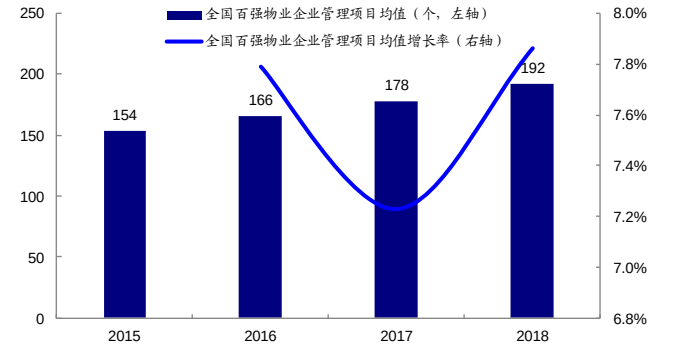
资料来源：2018-2019 中国物业服务百强企业研究报告，海通证券研究所

图10 百强物业企业市场份额及环比增长率



资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，海通证券研究所

图11 百强物业企业管理项目均值及环比增长率

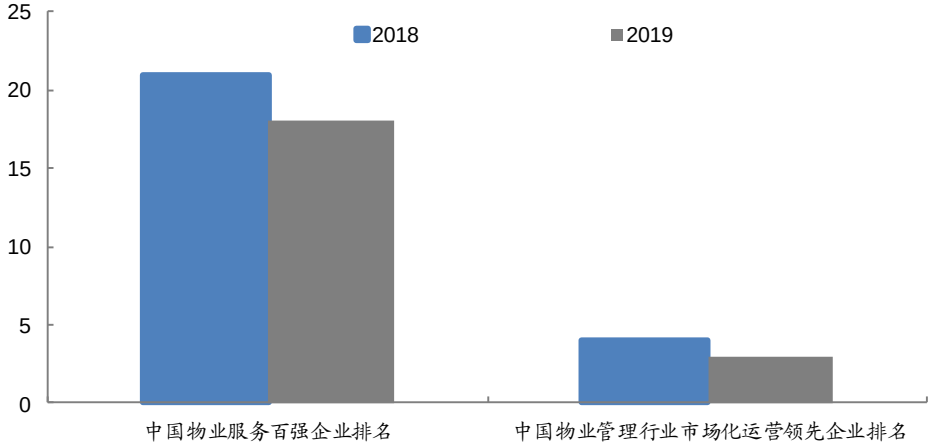


资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，海通证券研究所

（二）稳健营收及竞争优势巩固公司中上游行业地位

公司营收能力在百强物业企业中处于中上游水平，在百强独立第三方物业公司中居于前列。据《新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书》数据显示，公司实现了营业收入自 2016 到 2018 年度的稳健增长，2016 至 2018 年度营收分别为 6.22、7.68 和 8.86 亿元，2019 年上半年营收 4.9 亿元。其营收增速在 2017 年和 2018 年分别实现 23.5% 和 15.4%，2019 年上半年同比增长 15.4%，总体呈快速上升趋势。公司在行业排名上处于中上游水平，并且有逐年上升趋势。

图12 新大正物业行业排名



资料来源：2018-2019 中国物业服务百强企业研究报告，海通证券研究所

公司执行立足重庆本地，以西南地区为重点，并向中东部地区和全国辐射的业务拓展战略。根据中国指数研究院《2018-2019 中国物业服务百强企业研究报告》，公司实现从 2018 到 2019 年中国主要城市物业服务优秀企业重庆 TOP10 企业第 4 名到第 3 名的排名提升。在独立市场化运营物业企业中（即没有房地产开发商背景的物业企业）始

终排名第一。排名前列的龙湖物业、金科物业、天骄股份等公司均依托房地产开发商背景，在住宅、商办物业等领域占据市场优势。而公司作为独立开发业务的第三方物业管理公司，专注于公共、学校、航空等业态类型的物业项目，与前述物业公司形成错位经营，在自身优势业态中具有较强的竞争实力。根据《新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书》，截至目前，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; 自 2017 年起，公司承接了重庆江北国际机场、重庆轨道交通等重大物业管理项目。公司的优势业态在重庆地区拥有很高的市场占有率，从而积累了项目管理经验并打响了企业品牌，使得公司近年来在重庆以外地区承接了诸多高校、公建、航空类业态的物业项目。

多方位竞争优势巩固公司市场竞争地位。公司在管理机制、人员组织、管理能力、品牌形象及项目资源方面集合了多方位的竞争优势，我们认为，这有利于巩固并加强其在物业管理行业的竞争优势及长远发展地位。

表 3 公司主要竞争优势

优势	内容
机制优势	公司是重庆市最早一批成立的物业企业之一，是一家运行机制灵活的民营企业。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， 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动力充足，竞争能力较强，相比同业能够提供更高性价比的服务。独立决策的机制使得公司的管理层能够发挥最大的能动性，使得公司的战略规划得到贯彻与延续，避免了高级管理层波动的风险。
人员与组织优势	公司拥有完整的梯队化管理团队，高级管理人员主要集中在 60-70 后年龄段，项目与行业经验较为丰富，中级管理人员主要集中在 80 后，具有充足的活力与动力，具备良好的创新精神与奋斗精神。公司历来重视组织架构的作用，持续进行组织架构的调整与优化。最新的组织架构将公司的业务职能部门按区域进行划分，使得公司职能部门扁平化，预算绩效独立核算，权力得到充分下放。公司还建立了有效的员工薪酬与激励机制，制订了各项员工关怀制度来增强员工的归属感与满意度。公司自 2002 年起，通过员工持股的方式有效增加了员工的凝聚力与向心力。此外，公司建立了完善的培训体系，拥有大正经理班、储备项目经理机制，为员工创造职后再教育的机会，鼓励员工自学提升学历。
管理能力优势	公司作为国家一级资质的专业化物业管理企业和中国物业管理协会常务理事单位，已通过多项管理体系认证，具有较完整的管理运行体系和丰富的管理经验。公司依靠长期积累的项目管理经验，建立了一套行之有效的服务标准，并向社会进行推广。公司作为首要起草单位，协助主管部门起草了重庆市地方标准《高校物业管理服务规范(DB50/T797-2017)》、《重庆市商务楼宇物业管理服务标准 (DB50/T307-2008)》。2011 年 12 月，公司被国家标准化管理委员会评为商务楼宇物业管理国家级服务业标准化试点单位。
品牌优势	公司获得了 2016 年度中国物业服务百强企业、中国物业管理高校服务标杆企业、中国房地产服务优秀品牌企业、中国物业服务特色品牌企业——智慧城市公共物业服务、2018 年度及 2019 年度中国物业服务百强企业、2019 中国物业服务行业市场化运营领先企业第 3 名、2018 年物业服务企业综合实力 TOP100 第 17 名等荣誉称号，在公司业务分布的主要区域，形成了良好的口碑效应，具有较强的品牌影响力。
项目资源优势	公司自 1998 年成立至今，通过提供不断更新与优化的服务，积累了一大批优质且稳定的客户资源。尤其在川渝黔地区，公司获得了多个公共类及学校类物业项目，在该等类型项目上深耕积累管理经验，形成了一定的业务壁垒。公司获得多个项目的同时，提升服务品质，赢得了客户的认可，保证了稳定的项目来源。公司在运营各类学校及公共类型物业项目的同时，与相关客户保持了良好的合作关系，增强了品牌知名度。通过校企合作等方式，拓展了业务发展的可行性，为公司未来项目的稳定性与拓展性打下了坚实的基础。

资料来源： 新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书，海通证券研究所

（三）智慧城市建设奠定物业管理行业未来发展方向

错位经营、智慧城市物业创新管理的发展方针是公司未来发展主要方向。根据《新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书》,公司的战略定位是专注于智慧城市公共建筑与设施的基础物业管理及其创新利用一体化的综合服务提供商。作为第三方独立物业企业，公司在保持自身基础物业管理服务稳步发展的前提下，将未来发展战略定位在城市公共物业领域，以此区别于绝大多数物业公司在住宅物业领域的激烈竞争，在战略定位上与业内同行形成错位经营。政府职能的转变，机关后勤的社会化改革及城市化发展为公共物业提供了广阔的市场空间。

另一方面，现代信息科技的发展为城市化进程加快、城市规模扩大而造成的城市管理难题提供了解决方法，智慧城市的建设成为物业管理行业发展的大势所趋。

表 4 智慧城市公共建筑与设施的物业管理趋势

趋势	内容
设备智能化	随着通信技术、计算机网络技术的飞速发展，数字化、网络化和信息化正日益融入人们的生活之中。未来建筑设施的智能化水平将会大幅度提高，而随着机器人、人工智能等一系列技术的不断突破和应用，对设施设备的管理将逐步转为“无人化”方式。
管理数字化	随着建筑与设施设备的智能化，企业管理活动的实现开始基于网络，用量化管理技术来解决企业的管理问题。物业管理也将相应转型为“技术密集型”。伴随城市智慧化的进程，物业管理必将实现信息化、网络化，而物业管理信息化程度的提升也将进一步促进城市信息化数字化的建设。
运营互联化	移动互联网实现了更全面的互联互通。人与人、人与物和物与物之间都可以无障碍地互联互通。物业行业本身注重时效性，未来物业管理将通过互联网以及物联网的无障碍沟通，实现更及时、准确的管理信息传输，提高管理品质。
服务平台化	新兴的互联网思维为物业管理行业引来创新机遇，平台化可以将企业服务价值最大化，并且将其从“传统物业服务企业”转为“综合服务提 供商”，通过搭建信息平台，整合用户需求，对接专业的第三方资源，打造便捷高效的城市生活环境。

资料来源： 新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书，海通证券研究所

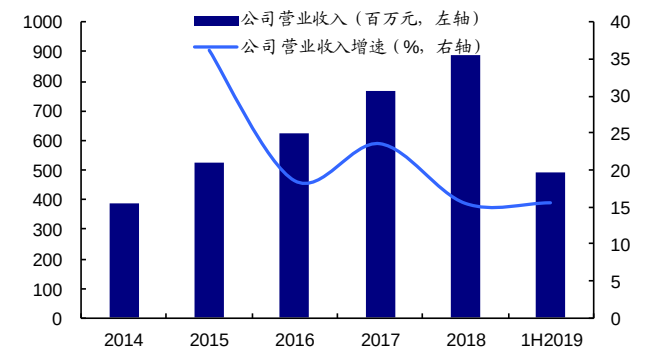
根据《新大正物业集团首次公开发行股票招股说明书》，公司在“专注于智慧城市公共建筑与设施的基础物业管理与创新利用一体化的综合服务提供商”战略定位之下，当前及未来 3 年的总体业务发展计划是：在保持主体业务发展不变的情况下，通过加大市场开发投入，继续调整产品结构，重点发展与战略定位匹配的城市公共建筑与设施的基础物业管理，快速实现全国化并扩大基础物业管理规模。在此基础上，通过移动互联网技术和物联网技术改造传统的基础物业管理，构建线上基础物业管理业务平台，物业空间管理与资产管理延伸与升级，通过物业管理实现人与物的联接，产生大数据，衍生新业务，从而实现公司由传统的基础物业服务提供商向智慧城市公共建筑与设施的基础物业管理与创新利用一体化综合服务提供商的转型升级。

3. 公司财务特点分析

3.1 近年来公司归母净利润震荡攀升，业务以物业管理服务为主

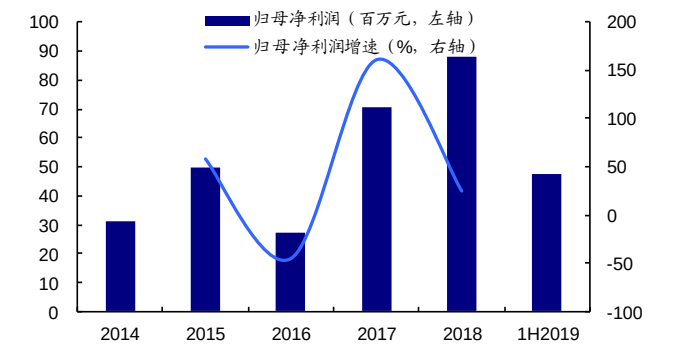
近年来，公司营业收入和归母净利润震荡上行。2018 年和 2019 年上半年，公司分别实现营业收入 8.86 亿元和 4.90 亿元，同比分别增加 15.41%和 15.48%。2018 年，公司实现归母净利润 8808 万元，同比增加 24.65%。2019 年上半年，公司实现归母净利润 4751 万元。

图13 近年来公司营收震荡上行



资料来源：Wind，海通证券研究所

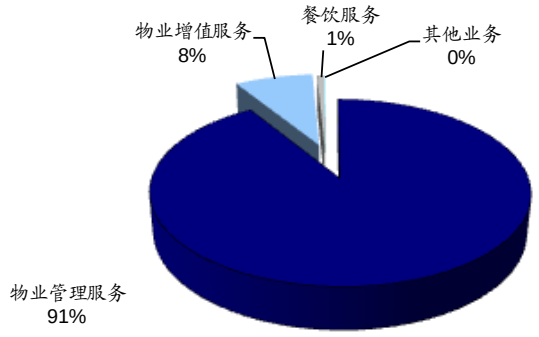
图14 近年来公司归母净利润总体上行



资料来源：Wind，海通证券研究所

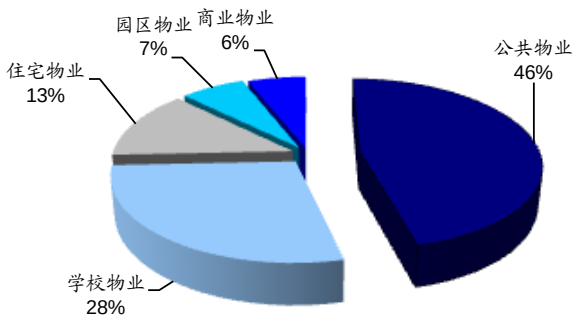
目前，公司主营业务收入以物业管理服务为主，辅以物业增值服务、餐饮服务、其他业务。2019 年上半年，公司分别实现上述分项主营业务收入为 4.47 亿元、3957 万元、353 万元、25 万元，占比分别为 91%、8%、1%、0.05%。2019 年上半年，公司物业管理服务中的综合物业项目收入分别为公共物业、学校物业、住宅物业、园区物业、商业物业，占比分别为 46%、28%、13%、7%、6%。

图15 2019 年上半年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 2019 年上半年公司物管服务中综合物业项目收入构成

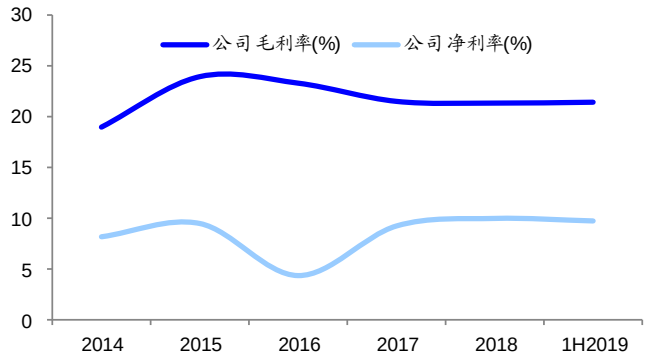


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 公司毛利率稳定，负债水平缓降，短期偿债能力有所回升

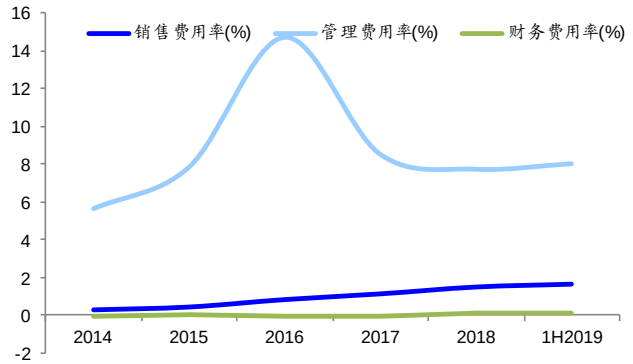
近年来公司主营业务毛利率和净利率保持稳定。2019 年上半年，公司主营业务毛利率和净利率分别为 21.33%和 9.70%。近年来公司三项费用率保持基本稳定。2019 年上半年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.66%、8.02%、0.14%，三项费用率为 9.82%。

图17 近年来公司毛利率和净利率保持稳定



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

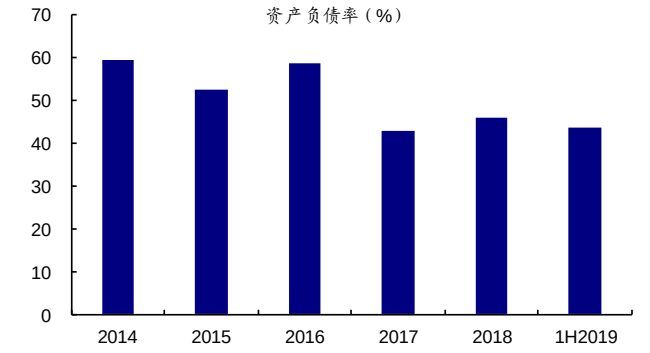
图18 近年来公司三项费用率保持基本稳定



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

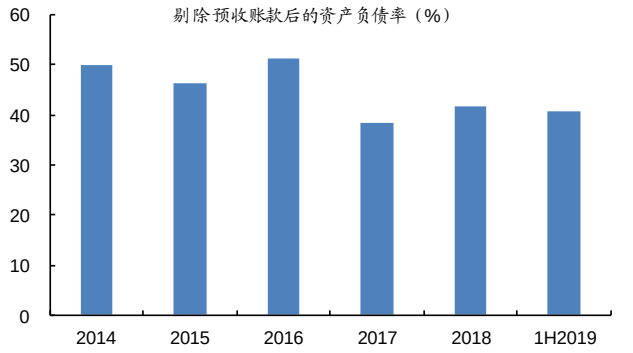
近年来公司负债水平稳中趋降。2019 年上半年，公司资产负债率为 43.82%，缓步回落。2019 年上半年，公司扣除预收款后的资产负债率为 40.8%，呈震荡下行趋势。

图19 近年来公司资产负债率稳中趋降



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

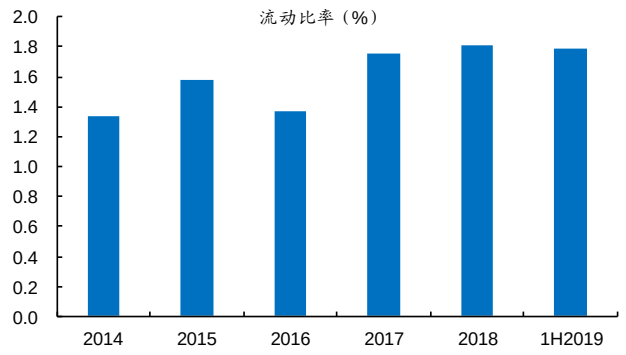
图20 近年来扣除预收款后的资产负债率震荡下行



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

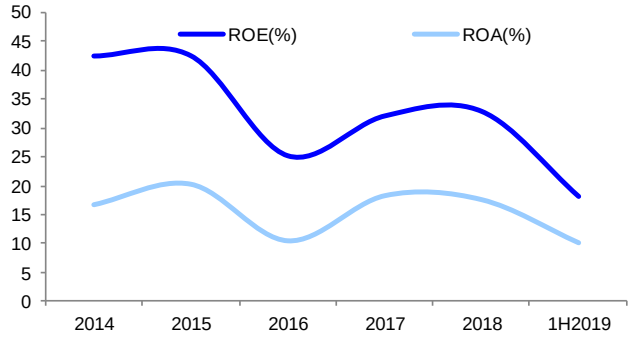
近年来公司短期偿债能力有所回升。2019 年上半年，公司流动比率为 1.79 倍。近年来公司资产回报率高位回落，仍保持较高水平。2019 年上半年，公司实现 ROE 和 ROA 分别为 18.14 %和 10.15%。

图21 近年来公司短期偿债能力有所回升



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图22 近年来公司 ROE 和 ROA 有所回落



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

4. 本次主要募投项目分析

募集资金投资项目与公司的主营业务密切相关。本次所募集资金在扣除发行费用后将按轻重缓急顺序投资于以下项目：1）企业信息化建设；2）物业业务拓展；3）人力资源企业文化建设；4）市政环卫业务拓展；5）停车场及投资建设；6）偿还银行贷款。

首先，企业信息化建设方面：①对公司层面的管理实现企业信息化，完成系统总体部署；②完成公司基础物业管理的技术升级，实现物业管智能化；③实施具体的基于 BIM 的 FM 运营建设项目。

第二，物业业务拓展方面：根据公司发展方向，物业业务拓展项目拟分五年以西南地区为轴心，逐年向西南地区周边城市进行圆心辐射方式予以市场拓展。

第三，人力资源企业文化建设方面：公司必须通过引入新的技术、设施设备、管理方法等，提高单位劳动生产效率，降低人力成本。

第四，市政环卫业务拓展方面：根据市政环卫项目的基础设施情况，结合项目运行需要及客户需求，投入机具设备或开展基础设施升级维护，以确保项目正常运行，满足客户需求。

第五，停车场及投资建设方面：①对现管理的 40 个停车场项目基础设施和智能设备进行改造升级；②改建 4 个垂直升降性机械停车场；③新建设市政扶持的 4 个公共机械停车场。

第六，偿还银行贷款方面：（1）偿还银行贷款有助于财务状况的优化；（2）偿还银行贷款有助于保障公司营运资金充沛，满足日常经营所需。

表 5 本次募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用集资金投资金额（万元）	项目审批情况
1	企业信息化建设	10271.04	9271.04	备案证项目编码：2017-500103-70-03-009113
2	物业业务拓展	6940.00	5940.00	——
3	人力资源及企业文化建设	5116.68	3643.29	——
4	市政环卫业务拓展	12364.00	10364.00	备案证项目编码：2017-500103-70-03-009111
5	停车场改造及投资建设	12248.97	11248.97	备案证项目编码：2017-500103-70-03-009114
6	偿还银行贷款	3000.00	3000.00	——
	合计	49940.69	43467.30	——

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

我们认为，该项目的顺利实施，将有利于提高公司的整体综合实力，提升公司的品牌形象，促进公司未来业务的快速发展，为公司实现成为专注于智慧城市公共建筑与设施的基础物业管理及其创新利用一体化的服务提供商的未来愿景打下坚实的基础。

本次发行后，公司股本将从 5373.20 万股增加至 7164.2667 万股，有益于优化公司治理结构和股本结构。募集资金到位后，公司净资产、每股净资产也将得到相应提高，公司的偿债能力也随之增强，将有效降低财务风险，从而增强公司的持续融资能力。预计募集资金投资项目建成投产后，公司的营业收入与利润水平将得到显著增长，盈利能力将得到提升。

5. 公司业绩预测和估值建议

我们假设 2019-2021 年公司各项业务收入增速为过去三年对应业务收入增速的均值（其中会议服务、餐饮服务、其他业务收入增速过去三年均值为负，2019-2021 年对应业务收入增速假设为 0%）。

表 6 2019-2021 年公司各业务收入增速假设表

收入增速假设	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公共物业	32.22%	32.07%	27.73%	30.68%	30.68%	30.68%
学校物业	20.62%	27.59%	16.67%	21.63%	21.63%	21.63%
住宅物业	2.66%	23.48%	-2.58%	7.85%	7.85%	7.85%
园区物业	28.72%	12.39%	-0.65%	13.49%	13.49%	13.49%
商业物业	4.23%	1.62%	2.33%	2.73%	2.73%	2.73%
保洁业务	29.87%	21.55%	24.14%	25.18%	25.18%	25.18%
保安业务	-12.64%	63.77%	36.67%	29.26%	29.26%	29.26%
维修维护费	-8.58%	19.00%	12.73%	7.71%	7.71%	7.71%
泊位费	45.35%	3.48%	-1.04%	15.93%	15.93%	15.93%
入室保洁	28.87%	13.42%	17.94%	20.08%	20.08%	20.08%
公共收益	8.12%	9.05%	16.60%	11.26%	11.26%	11.26%
会议服务	5.62%	9.20%	-37.05%	0.00%	0.00%	0.00%
其他服务	-23.07%	93.66%	-9.27%	20.44%	20.44%	20.44%
餐饮服务	-8.09%	-6.06%	-13.15%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	-39.84%	2.79%	-11.92%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

同时，我们假设 2019-2021 年公司各项业务毛利率为过去三年对应业务毛利率的均值。

表 7 2019-2021 年公司各业务毛利率假设表

毛利率假设	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公共物业	22.58%	18.99%	21.25%	20.94%	20.94%	20.94%
学校物业	25.22%	22.13%	20.16%	22.51%	22.51%	22.51%
住宅物业	17.28%	18.03%	17.80%	17.70%	17.70%	17.70%
园区物业	31.70%	31.79%	28.83%	30.78%	30.78%	30.78%
商业物业	14.73%	13.50%	13.01%	13.74%	13.74%	13.74%
保洁业务	10.38%	9.08%	8.50%	9.32%	9.32%	9.32%
保安业务	17.02%	18.05%	21.29%	18.79%	18.79%	18.79%
维修维护费	34.22%	35.69%	38.38%	36.10%	36.10%	36.10%
泊位费	53.21%	53.75%	54.63%	53.86%	53.86%	53.86%
入室保洁	52.64%	54.93%	52.53%	53.37%	53.37%	53.37%
公共收益	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
会议服务	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他服务	47.79%	57.37%	56.56%	53.91%	53.91%	53.91%
餐饮服务	11.82%	12.11%	10.74%	11.56%	11.56%	11.56%
其他业务	83.39%	83.84%	80.66%	82.63%	82.63%	82.63%

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

由此，我们预计 2019-2021 年公司合计营业总收入分别为 10.75 亿元、13.12 亿元、16.10 亿元。

表 8 2019-2021 年公司各业务收入预测表（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	524.62	621.55	767.54	885.85	1074.86	1311.87	1609.90
物业费	510.33	608.65	755.38	875.28	1064.29	1301.30	1599.34
物业管理服务	458.41	550.80	689.26	804.72	984.79	1211.53	1497.76
综合物业项目	393.68	471.96	588.90	677.94	825.09	1010.35	1244.27
公共物业	131.26	173.56	229.23	292.79	382.60	499.97	653.33
学校物业	106.99	129.05	164.65	192.10	233.65	284.18	345.64
住宅物业	80.43	82.57	101.95	99.33	107.13	115.54	124.61
园区物业	35.19	45.29	50.90	50.57	57.39	65.13	73.91
商业物业	39.81	41.49	42.17	43.15	44.33	45.53	46.78
专项物业项目	64.73	78.83	100.36	126.79	159.70	201.19	253.49
保洁业务	52.43	68.09	82.76	102.73	128.60	160.99	201.53
保安业务	12.30	10.75	17.60	24.06	31.10	40.19	51.96
物业增值服务	51.93	57.86	66.12	70.56	79.50	89.77	101.57
维修维护费	26.51	24.23	28.84	32.51	35.01	37.72	40.63
泊位费	15.36	22.33	23.10	22.86	26.50	30.73	35.62
入室保洁	5.68	7.32	8.30	9.79	11.76	14.12	16.96
公共收益	1.14	1.24	1.35	1.57	1.75	1.95	2.16
会议服务	0.88	0.93	1.01	0.64	0.64	0.64	0.64
其他服务	2.36	1.82	3.51	3.19	3.84	4.63	5.57
餐饮服务	13.55	12.46	11.70	10.16	10.16	10.16	10.16
其他业务	0.74	0.44	0.46	0.40	0.40	0.40	0.40

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

综上，我们预计 2019-2021 年公司将分别实现归母净利润 1.09 亿元、1.32 亿元、1.60 亿元，则公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.53 元、1.84 元、2.23 元。

表 9 公司盈利预测表（百万元）

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	621.55	767.54	885.85	1074.86	1311.87	1609.90
二、营业总成本	589.15	684.35	787.10	952.15	1163.18	1428.70
三、营业利润	34.84	87.55	103.55	128.50	155.06	188.20
四、利润总额	41.00	86.02	104.31	129.33	155.97	189.21
减：所得税	13.34	14.68	15.77	19.40	23.40	28.38
五、净利润	27.66	71.34	88.54	109.93	132.58	160.83
减：少数股东损益	0.53	0.68	0.47	0.55	0.66	0.80
六、归属母公司所有者净利润	27.13	70.66	88.08	109.38	131.91	160.03
总股本	71.64	71.64	71.64	71.64	71.64	71.64
全面摊薄每股收益（元/股）	0.38	0.99	1.23	1.53	1.84	2.23

注：2016-2021 年全面摊薄每股收益按照公司最新总股本 7164 万股测算。
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

我们测算公司对应 RNAV 是 32.44 元。

表 10　公司 RNAV 估值表（百万元）

物业管理服务净权益增加值（百万元）	1709.35
物业增值服务净权益增加值（百万元）	332.99
餐饮服务净权益增加值（百万元）	10.39
其他业务净权益增加值（百万元）	2.93
2018 年净资产账面价值（百万元）	268.13
NAV（百万元）	2323.79
股本（百万股）	71.64
RNAV（元/股）	32.44

资料来源：海通证券研究所

6. 公司投资建议

合理价值区间为 32.13 元-36.72 元，“优于大市”评级。按照本次公司发行后的总股本 7164 万股计算，2019-2021 年公司 EPS 预计分别为 1.53 元、1.84 元、2.23 元，此次公司 IPO 发行价为 26.76 元，对应 2019 年动态 PE 约 17.53 倍。参考同类可比公司并考虑公司属于新股，给予公司 2019 年 21-24 倍的动态市盈率，对应合理价值区间为 32.13 元-36.72 元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

表 11　相关上市地产公司估值表（收盘价日期为 2019.11.29）

序号	项目	2019 年 EPS 预测（元/股）	2020 年 EPS 预测(元/股）	2019 年 PE（倍）	2020 年 PE（倍）
01778.HK	彩生活	0.40	0.47	9.76	8.34
02869.HK	绿城服务	0.19	0.25	40.02	30.78
02669.HK	中海物业	0.14	0.17	30.86	24.76
03319.HK	雅生活服务	0.85	1.16	26.82	19.64
06098.HK	碧桂园服务	0.54	0.71	41.91	31.84
01755.HK	新城悦	0.28	0.41	36.11	24.57
01995.Hk	永升生活服务	0.13	0.21	30.93	20.03
	均值			30.92	22.85

注：表中的 EPS 预测来自 wind 一致预期，港币汇率中间价为 1 港元=0.89852 人民币。
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

7. 风险提示

人工成本上升风险；区域过度集中风险；增值业务拓展不及预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	1.23	1.53	1.84	2.23
每股净资产	3.74	5.52	7.36	9.59
每股经营现金流	1.58	1.93	2.35	2.89
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	21.77	17.53	14.53	11.98
P/B	7.15	4.85	3.64	2.79
P/S	1.62	1.78	1.46	1.19
EV/EBITDA	11.45	12.73	9.70	7.15
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	21.2%	21.6%	21.5%	21.4%
净利润率	9.9%	10.2%	10.1%	9.9%
净资产收益率	32.8%	27.7%	25.0%	23.3%
资产回报率	17.7%	16.4%	15.5%	14.9%
投资回报率	309.8%	179.0%	152.3%	156.5%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	15.4%	21.3%	22.1%	22.7%
EBIT 增长率	17.8%	23.6%	20.9%	21.5%
净利润增长率	24.7%	24.2%	20.6%	21.3%
偿债能力指标				
资产负债率	46.0%	40.6%	37.8%	35.6%
流动比率	1.8	2.0	2.1	2.3
速动比率	1.8	2.0	2.1	2.3
现金比率	1.2	1.5	1.6	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	27.8	26.4	23.8	21.4
存货周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2
总资产周转率	2.0	1.8	1.7	1.7
固定资产周转率	16.5	9.1	8.0	7.7

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	88	109	132	160
少数股东损益	0	1	1	1
非现金支出	8	3	5	8
非经营收益	2	2	2	2
营运资金变动	15	24	29	37
经营活动现金流	**114**	**138**	**168**	**207**
资产	-56	-57	-58	-59
投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	**-55**	**-57**	**-58**	**-59**
债权募资	37	5	4	2
股权募资	0	18	0	0
其他	-45	-2	-3	-3
融资活动现金流	**-7**	**21**	**1**	**-1**
现金净流量	**51**	**101**	**112**	**148**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**886**	**1075**	**1312**	**1610**
营业成本	698	842	1030	1265
毛利率%	21.2%	21.6%	21.5%	21.4%
营业税金及附加	6	6	8	10
营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	13	16	20	24
营业费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	69	86	105	128
管理费用率%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%
EBIT	100	124	150	182
财务费用	1	1	1	1
财务费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**104**	**128**	**155**	**188**
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	**104**	**129**	**156**	**189**
EBITDA	107	127	155	190
所得税	16	19	23	28
有效所得税率%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司所有者净利润	**88**	**109**	**132**	**160**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	246	348	459	607
应收账款及应收票据	70	78	85	94
存货	0	1	1	1
其它流动资产	41	47	57	69
流动资产合计	358	473	602	771
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	95	142	187	230
在建工程	10	18	27	36
无形资产	1	1	1	1
非流动资产合计	141	196	250	302
资产总计	**498**	**669**	**852**	**1073**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	10	12	14	15
预收账款	21	23	25	28
其它流动负债	167	200	243	297
流动负债合计	198	235	282	340
长期借款	31	36	40	42
其它长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	31	36	40	42
负债总计	**229**	**272**	**322**	**382**
实收资本	54	72	72	72
普通股股东权益	268	395	527	687
少数股东权益	1	2	2	3
负债和所有者权益合计	**498**	**669**	**852**	**1073**

备注：价值评估中的股票价格取发行价。
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊　　房地产行业
谢盐　　房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　浦东金桥,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,我爱我家,中国恒大,华侨城 A,新湖中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,中华企业,绿城服务,光明地产,天健集团,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,金融街,华发股份,招商蛇口,金地集团,蓝光发展,电子城,融信中国,外高桥

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
李　波(021)23154484　lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com
李　凡　lf12596@htsec.com

中小市值团队
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
吴佳栓 0755-82900465　wjs11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾 075523617756　zl12742@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
鲁　立(021)23154138　ll11383@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(021)23154388　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
联系人
李　丹(021)23154401　ld11766@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
联系人
吉　晟(021)23154145　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164　cxl9730@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133　wyq10541@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com