

新大正 (002968)

证券研究报告
2023年01月08日

拟 7.9 亿收购沧恒投资 80%股权，首单大型并购有望显著增厚业绩

公司拟以现金 7.9 亿元收购沧恒投资（水电物业）80%的股权，交易完成后沧恒投资成为上市公司控股子公司；其中沧恒投资间接持有的英大保险 0.87%股权（对应出资额 200 万元）以及会泽磷业 41.86%股权（对应出资额 1800 万元）不在本次交易的范围之内。

标的公司 22-24 年承诺净利（与扣非后孰低）分别为 0.84 亿/1.01 亿/1.23 亿，承诺累计 3.1 亿，本次收购作价折合 100%股权为 9.9 亿，对应 2023 年约 9.8xPE。

若标的实际净利累计数超过承诺累计，则标的公司将向届时经营团队给予现金奖励，为超额完成业绩的 40%，且不超过交易标的资产最终交易价格的 20%。

沧恒投资为持股型公司，实际经营由澜沧江实业开展。自 2001 年成立以来，澜沧江实业主要从事水电站等工业园区物管服务，衍生出水利水电工程及检修等服务。

物业服务主要为水电站、火电厂、风电场、光伏发电厂工业园区、企业办公楼物业后勤综合服务，以及部分城市高端写字楼、住宅小区物业服务；建筑工程主要为钢结构工程施工、电力工程及水利水电工程施工等；机电检修主要为水电站、风电场电力设备运行、维护检修等；水情测报主要为澜沧江、金沙江水情中心、水文管理等。

澜沧江实业深耕工业园区物业服务多年，在水电站等工业园区物业板块拥有较强的竞争力。标的公司分、子公司遍布云南省主要地区，是西南地区较大的物业企业之一，在云南省具有较强区域品牌影响力；经过多年运营布局和资源积累，获得过多项荣誉。

澜沧江实业坚持服务重点领域大客户的发展战略，凭借贴心服务、快速响应、过硬技术及丰富资源与电力行业龙头华能集团深度融合，建立了长期的战略合作关系，为其十几座水电站服务多年，经验丰富，同时具备多种水利水电业务资质，能够满足各大型水电站的增值服务需求。

本次收购有望显著扩张公司经营规模、提升盈利能力，增强业内影响力。

标的公司 2020 年、2021 年、22Q1-3 净利率分别为 13.6%、12.6%、12.9%，新大正对应时期净利率分别 10.0%、8.0%、7.8%，并表后或将有效提升公司盈利能力；此外可助力公司发挥产业规模优势，激发各子公司间协同效应，提升业内话语权及议价能力。具体来看本次收购：

- 1、是实现五五战略重要手段，在“内生”活力持续增强同时辅以“外延”齐步快跑；物业企业受限于规模、融资等因素，服务常局限某些区域，行业并购是做强做大必经之路。
- 2、支撑全国化战略持续快速推进，标的公司立足昆明，业务重心长期聚焦于云南省，将为公司布局云南提供良好支持。
- 3、实现细分领域战略发展新突破，公司希望进入门槛较高的能源物业领域，通过重点推进战略部署，实现新业态战略发展新突破。
- 4、有助于从传统物业管理向综合设施管理转型，持续地从传统物业管理向综合设施管理进行升级。

维持盈利预测，维持“买入”评级。公司持续拓展全国市场，质价并举推

投资评级

行业	房地产/房地产服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	229.09
流通 A 股股本(百万股)	221.60
A 股总市值(百万元)	5,612.73
流通 A 股市值(百万元)	5,429.12
每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	29.48
一年内最高/最低(元)	38.80/19.53

作者

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

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

胡孝宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070003
huxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《新大正-半年报点评:收入业绩高质量增长，运营能力持续领跑》 2022-07-27
- 2 《新大正-公司点评:预计 22H1 收入同增 39%~40%延续强劲增长，五五战略首年开局顺利》 2022-07-10
- 3 《新大正-季报点评:22Q1 外拓年化同增 70%，收入同增 44%，延续强劲增长》 2022-04-19

动规划化发展，致力打造城市公司发展支撑体系，实现全国化战略平稳推进。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.5、3.4、4.4 亿，EPS 分别 1.1、1.5、1.9 元/股，对应 PE 分别 22、17、13 倍。若考虑完成收购标的公司，预计 22-24 年备考归母净利分别为 3.1、4.3、5.5 亿元。

风险提示：员工成本不断上涨，募投项目不能按预期实施，收购进展不及预期，业务区域集中度过高，物业管理行业区域差异等风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,318.35	2,088.26	2,896.42	4,016.76	5,189.65
增长率(%)	25.01	58.40	38.70	38.68	29.20
EBITDA(百万元)	147.86	195.43	296.13	409.13	532.88
归属母公司净利润(百万元)	131.21	166.07	252.49	338.79	438.01
增长率(%)	25.61	26.57	52.04	34.18	29.29
EPS(元/股)	0.57	0.72	1.10	1.48	1.91
市盈率(P/E)	42.78	33.80	22.23	16.57	12.81
市净率(P/B)	6.60	5.76	4.71	4.09	3.51
市销率(P/S)	4.26	2.69	1.94	1.40	1.08
EV/EBITDA	30.91	25.54	15.35	10.81	7.92

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	676.51	670.45	987.31	1,110.38	1,307.49
应收票据及应收账款	202.96	321.21	363.29	413.56	590.13
预付账款	5.85	12.54	6.33	23.25	15.58
存货	2.36	6.75	0.61	11.64	1.98
其他	86.21	122.37	180.73	247.22	290.57
流动资产合计	973.89	1,133.32	1,538.27	1,806.05	2,205.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	129.05	138.03	125.90	113.76	101.63
在建工程	6.27	10.85	10.85	10.85	10.85
无形资产	5.17	6.84	4.67	2.49	0.31
其他	118.17	164.67	137.53	140.44	146.04
非流动资产合计	258.67	320.40	278.95	267.54	258.83
资产总计	1,232.56	1,453.71	1,817.22	2,073.60	2,464.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	82.51	96.06	119.36	217.28	200.08
其他	260.61	303.52	474.40	448.60	624.64
流动负债合计	343.12	399.58	593.75	665.88	824.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.05	33.65	17.40	20.37	23.81
非流动负债合计	10.05	33.65	17.40	20.37	23.81
负债合计	379.31	466.32	611.15	686.25	848.53
少数股东权益	2.94	13.31	13.95	14.70	15.52
股本	107.46	162.68	229.09	229.09	229.09
资本公积	461.64	449.34	449.34	449.34	449.34
留存收益	271.21	378.17	515.74	696.94	929.07
其他	9.99	(16.12)	(2.04)	(2.72)	(6.96)
股东权益合计	853.24	987.39	1,206.07	1,387.34	1,616.06
负债和股东权益总计	1,232.56	1,453.71	1,817.22	2,073.60	2,464.58

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	131.98	166.38	252.49	338.79	438.01
折旧摊销	10.93	14.44	14.31	14.31	14.31
财务费用	0.00	1.12	(11.07)	(14.00)	(16.14)
投资损失	(5.97)	(0.39)	(7.82)	(8.00)	(2.00)
营运资金变动	98.92	(117.97)	90.05	(73.55)	(47.29)
其它	(62.53)	8.30	1.17	1.40	1.55
经营活动现金流	173.33	71.89	339.13	258.95	388.44
资本支出	53.80	8.60	16.26	(2.97)	(3.44)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(130.02)	(56.89)	(8.44)	10.97	5.44
投资活动现金流	(76.22)	(48.29)	7.82	8.00	2.00
债权融资	5.26	16.19	4.89	15.03	17.51
股权融资	(49.12)	(64.53)	(34.97)	(158.92)	(210.85)
其他	0.19	14.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(43.67)	(33.50)	(30.08)	(143.89)	(193.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	53.44	(9.90)	316.86	123.07	197.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,318.35	2,088.26	2,896.42	4,016.76	5,189.65
营业成本	1,035.94	1,698.39	2,332.49	3,228.67	4,149.30
营业税金及附加	8.51	12.58	17.38	24.10	36.02
销售费用	23.13	34.99	48.08	66.28	85.86
管理费用	119.78	163.20	224.47	310.90	401.91
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(5.26)	(6.92)	(11.07)	(14.00)	(16.14)
资产/信用减值损失	(4.18)	(7.30)	(4.31)	(5.64)	(6.92)
公允价值变动收益	0.00	2.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.97	0.39	7.82	8.00	2.00
其他	(20.91)	(8.47)	0.00	0.00	0.00
营业利润	155.37	199.13	288.58	403.18	527.78
营业外收入	0.14	0.14	7.31	3.31	0.15
营业外支出	0.58	0.57	0.60	1.50	3.00
利润总额	154.93	198.71	295.29	404.99	524.93
所得税	22.95	32.33	41.64	64.80	85.38
净利润	131.98	166.38	253.65	340.19	439.56
少数股东损益	0.77	0.31	1.17	1.40	1.55
归属于母公司净利润	131.21	166.07	252.49	338.79	438.01
每股收益(元)	0.57	0.72	1.10	1.48	1.91

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	25.01%	58.40%	38.70%	38.68%	29.20%
营业利润	25.62%	28.17%	44.92%	39.71%	30.91%
归属于母公司净利润	25.61%	26.57%	52.04%	34.18%	29.29%
获利能力					
毛利率	21.42%	18.67%	19.47%	19.62%	20.05%
净利率	9.95%	7.95%	8.72%	8.43%	8.44%
ROE	15.43%	17.05%	21.18%	24.68%	27.37%
ROIC	126.54%	168.61%	118.15%	262.52%	236.89%
偿债能力					
资产负债率	30.77%	32.08%	33.63%	33.09%	34.43%
净负债率	-79.29%	-66.96%	-81.61%	-79.74%	-80.57%
流动比率	2.64	2.62	2.59	2.71	2.67
速动比率	2.63	2.60	2.59	2.69	2.67
营运能力					
应收账款周转率	7.71	7.97	8.46	10.34	10.34
存货周转率	887.35	458.71	787.10	655.67	761.89
总资产周转率	1.18	1.55	1.77	2.06	2.29
每股指标(元)					
每股收益	0.57	0.72	1.10	1.48	1.91
每股经营现金流	0.76	0.31	1.48	1.13	1.70
每股净资产	3.71	4.25	5.20	5.99	6.99
估值比率					
市盈率	42.78	33.80	22.23	16.57	12.81
市净率	6.60	5.76	4.71	4.09	3.51
EV/EBITDA	30.91	25.54	15.35	10.81	7.92
EV/EBIT	33.37	27.46	16.13	11.20	8.14

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com