

新大正 (002968.SZ) / 房地产行业

证券研究报告/公司点评

2023年4月2日

评级：买入（维持）

市场价格：22.66元

分析师：于子沛

执业证书编号：S0740523020005

Email: youzpz@zts.com.cn

分析师：陈立

执业证书编号：S0740520080008

Email: chenli02@zts.com.cn

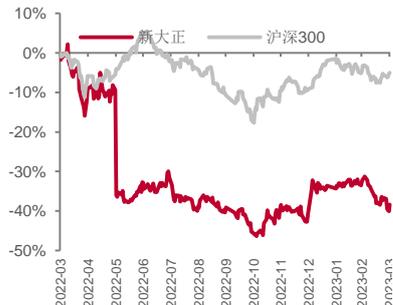
分析师：李鑫

执业证书编号：S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	229
流通股本(百万股)	208
市价(元)	22.66
市值(百万元)	5,191
流通市值(百万元)	4,708

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,088	2,598	3,897	5,066	6,080
增长率 yoy%	58%	24%	50%	30%	20%
净利润(百万元)	166	186	310	412	492
增长率 yoy%	27%	12%	67%	33%	19%
每股收益(元)	0.72	0.81	1.35	1.80	2.15
每股现金流量	0.31	0.39	0.71	2.37	1.81
净资产收益率	17%	16%	23%	24%	23%
P/E	31.3	28.0	16.7	12.6	10.5
P/B	5.3	4.6	3.8	3.0	2.4

备注：股价以3月31日收盘价为基准。

投资要点

■ 3月28日，新大正发布2022年年报，公司2022年全年实现营收25.98亿，同比+24.41%；归母净利润1.86亿，同比+11.80%。

■ 业绩增速阶段性低于收入，销管费用率优化

报告期内，公司实现营业收入25.98亿，同比+24.41%，收入高增源自良好的市场拓展、并购项目及合资合作项目、延伸服务及创新业务的发展；从收入结构看，公司聚焦的五大业态办公物业、航空物业、公共物业、学校物业、商住物业的营业收入同比增长分别为38.09%、15.30%、31.33%、12.67%、1.81%，办公与公共物业收入保持较高的增长，航空和学校业态受疫情影响较大，但也依然实现了小幅增长，商住物业也取得正增长。

报告期内，公司实现归母净利润1.86亿，同比+11.80%，利润增速不如收入主要因毛利率的阶段性下滑，由2021年末下降2.51个百分点至报告期末的16.14%。毛利率下行的原因主要有三点：受疫情影响开支短期增加、公司处在业务扩张期规模化快速发展中新进场项目毛利率通常低于成熟项目拖累综合毛利率、及报告期内公司重要业务区域重庆的社保基数上调带来项目成本的增加。但公司在扩张的同时也在加强精益化管理，销售管理费用率由2021年末的9.48%降至报告期末的8.70%。

■ 外拓成绩亮眼，城市公司逐渐独立成熟

截至报告期末，公司项目管理部数量达到513个，同比+7.55%，服务面积增至约1.3亿平方米。重庆以外区域项目占比提升至60.23%，数量同比+29.83%。外拓方面，全年新拓展项目中标总金额19.10亿，饱和年化合同收入金额10.11亿，同比增长约23.59%，其中重庆以外区域新市场拓展已达到总量的76.51%，具体来看，2022年公司的城市公司逐渐独立成熟，深圳公司新签年合同金额突破一亿，北京公司、郑州公司、南京公司超过八千万，上海公司超过七千万，这印证公司走出重庆全国化布局的成功逻辑。

■ 合资合作与收并购提速

2022年，公司开启合资合作与收并购之路，公司于2022年7月与收购重庆保税港区港佳综合服务有限公司40%股权，依托智慧经营管理平台输出园区经营与运营服务；2022年10月底，公司完成收购四川和翔100%股权并向其增资1.03亿，用于拓展市政环卫市场；2022年12月，公司与云南沧恒投资有限公司达成收购意向，其下属的云南澜沧江物业服务服务有限公司多年来深耕电力能源园区的综合物业服务，具备鲜明的电力能源后勤服务的特色及专业竞争优势。

投资建议：新大正是国内第三方机构物业标杆，2022年在多因素影响下业绩和外拓增速有所放缓，但公司外拓增长依旧强劲，重庆之外的区域贡献占大部分，全国化扩张战略快速推进，短期客观因素影响业绩，不会改变我们看好公司持续凭借强大的外拓能力获得长期业绩增长的逻辑。考虑到拟收购的澜沧江物业项目对业绩带来的可能增厚，我们小幅上调公司2023-2024盈利预测，预计公司2023-2024年净利润3.10、4.12亿（前值3.08亿、4.09亿），引入2025年预测4.92亿，维持公司“买入”评级。

风险提示：项目外拓不及预期；收并购进度不及预期；成本上升压力持续增大。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	600	1,169	1,520	1,824	营业收入	2,598	3,897	5,066	6,080
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,178	3,207	4,154	4,985
应收账款	481	733	752	963	税金及附加	16	24	31	37
预付账款	14	32	42	50	销售费用	35	47	61	73
存货	3	5	6	8	管理费用	191	277	360	432
合同资产	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0
其他流动资产	137	253	329	395	财务费用	-6	-11	-14	-18
流动资产合计	1,236	2,193	2,650	3,240	信用减值损失	10	-10	-10	-10
其他长期投资	87	87	87	87	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	16	16	16	16	公允价值变动收益	3	2	2	2
固定资产	165	171	188	212	投资收益	-1	2	1	1
在建工程	22	25	29	34	其他收益	24	24	24	24
无形资产	6	9	11	12	营业利润	222	371	492	588
其他非流动资产	138	138	139	140	营业外收入	1	0	0	0
非流动资产合计	434	447	470	502	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,670	2,640	3,119	3,741	利润总额	222	370	491	587
短期借款	2	468	342	305	所得税	36	59	79	94
应付票据	0	0	0	0	净利润	186	311	412	493
应付账款	129	225	303	379	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	22	51	67	归属母公司净利润	186	311	412	493
合同负债	35	70	91	109	NOPLAT	181	302	400	478
其他应付款	110	130	150	170	EPS (按最新股本摊薄)	0.81	1.35	1.80	2.15
一年内到期的非流动负债	21	21	21	21					
其他流动负债	209	300	390	473	主要财务比率				
流动负债合计	506	1,235	1,348	1,524	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	24.4%	50.0%	30.0%	20.0%
其他非流动负债	33	33	33	33	EBIT增长率	12.4%	67.0%	32.6%	19.4%
非流动负债合计	33	33	33	33	归母公司净利润增长率	11.8%	67.2%	32.7%	19.5%
负债合计	539	1,269	1,382	1,557	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,117	1,356	1,722	2,169	毛利率	16.2%	17.7%	18.0%	18.0%
少数股东权益	14	14	15	15	净利率	7.2%	8.0%	8.1%	8.1%
所有者权益合计	1,131	1,371	1,737	2,184	ROE	16.4%	22.6%	23.7%	22.5%
负债和股东权益	1,670	2,640	3,119	3,741	ROIC	22.8%	21.8%	25.2%	24.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	32.3%	48.1%	44.3%	41.6%
					债务权益比	4.9%	38.1%	22.8%	16.4%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	2.4	1.8	2.0	2.1
经营活动现金流	90	162	544	416	速动比率	2.4	1.8	2.0	2.1
现金收益	196	315	413	492	营运能力				
存货影响	3	-2	-1	-1	总资产周转率	1.6	1.5	1.6	1.6
经营性应收影响	-162	-270	-28	-219	应收账款周转天数	56	56	53	51
经营性应付影响	66	138	128	112	应付账款周转天数	19	20	23	25
其他影响	-14	-19	33	32	存货周转天数	1	0	0	1
投资活动现金流	-81	-24	-36	-47	每股指标 (元)				
资本支出	-53	-27	-37	-48	每股收益	0.81	1.35	1.80	2.15
股权投资	-16	0	0	0	每股经营现金流	0.39	0.71	2.37	1.82
其他长期资产变化	-12	3	1	1	每股净资产	4.87	5.92	7.52	9.47
融资活动现金流	-78	431	-157	-65	估值比率				
借款增加	13	467	-126	-37	P/E	28	17	13	11
股利及利息支付	-82	-77	-102	-122	P/B	5	4	3	2
股东融资	17	0	0	0					
其他影响	-26	41	71	94					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。