

新大正 (002968)

出西南谋全国布局已定，守非住推激励积极扩张

买入 (首次)

2023年05月03日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,598	3,590	4,805	5,859
同比	24%	38%	34%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	186	267	364	467
同比	12%	44%	36%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.81	1.17	1.59	2.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.44	16.28	11.97	9.33

关键词: #股权激励#市占率上升

投资要点

- **坚守非住物业，启动股权激励，积极推动全国化布局：**新大正作为一家独立第三方物业管理企业，始终专注于非住物业。2022年，公司在管面积突破1.3亿平方米，覆盖全国29省116座城市。全年新拓展项目中标总金额19.1亿元，饱和年化合同收入金额10.1亿元。公司设立两期股权激励计划促进企业发展。此外，公司通过引进中航物业、招商积余等龙头物管企业管理层充实管理力量。2022年公司实现26.0亿元营收，5年CAGR为30.9%。
- **全国化布局初现雏形，航空学校业态引领公司发展：**公司从2012年开始进行全国化布局，2022年重庆以外地区营收占比已提升至60.0%，重庆地区及重庆以外地区新签合同金额分别为7.7及2.4亿元。打造重点中心城市，北京、南京及深圳分公司2022年营收突破1亿元。公司2023年将重点发展学校及航空业态。学校方面：我们预计2025年仅高校及中小学物业管理市场规模将达到732亿元。学校物管行业集中度将进一步提升，公司作为2020年全国学校物业服务企业50强第4名已具备先发优势。航空方面：2022年受疫情影响大量机场物管项目招投标延后，2023年公司有望于该业态实现快速增长。据测算全国机场年物业服务采购合同金额为106.3亿元，市场规模仍然广阔。
- **涉足能源物管行业，广阔市场成就公司新兴增长极：**公司于2023年1月3日发布公告将收购沧恒投资80%的股权，后者主要服务于华能水电旗下水电、风光电站物管项目。公司与沧恒投资签订未来三年8400、10100及12260万元的净利润业绩承诺，增速分别为9.1%、20.2%及21.4%。澜沧江实业作为原华能水电员工持股会全资持股公司，与华能深度融合，在手订单稳定。此外，公司与沧恒投资签订了完善的交易协议，较好控制了并购风险。据测算华能水电所在的澜沧江水电基地投产装机容量及总规划装机容量分别位于13大基地中第三及第二位，水电资源丰富。华能水电预计未来建设1000万千瓦水电、1000万千瓦光伏电站的新能源基地，澜沧江实业未来市场广阔。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为独立第三方非住物管龙头企业，航空、学校业态处于行业龙头地位。我们认为公司全国化布局完善后整体利润水平将会企稳回升。我们预计公司2023/2024/2025年营收为35.9/48.1/58.6亿元；归母净利润为2.7/3.6/4.7亿元；对应的EPS分别为1.17/1.59/2.04元/股。鉴于公司在完成对沧恒投资的并购后将踏入能源物管行业，构建较高技术壁垒，每年获得可观现金回报，我们给予公司2023年20.5倍PE估值，对应目标价为24.0元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**收并购进程、投后管理不及预期；外拓规模不及预期；新拓项目利润率水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.00
一年最低/最高价	17.88/35.14
市净率(倍)	3.73
流通A股市值(百万元)	3,947.51
总市值(百万元)	4,352.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.09
资产负债率(% ,LF)	30.64
总股本(百万股)	229.09
流通A股(百万股)	207.76

相关研究

内容目录

1. 坚守非住物业，启动股权激励，积极推动全国化布局	5
1.1. 公司概况及发展历程	5
1.2. 股权结构集中稳定，股权激励力促企业发展	6
1.3. 管理层物管经验丰富，多位物管领域专家加盟	8
1.4. 营收增速、利润率水平趋于稳定，降本增效效果明显	10
2. 全国化布局初现雏形，航空学校业态引领公司发展	14
2.1. 重点发展中心城市公司，全国化布局初现雏形	14
2.2. 保持基础物业服务为主体，五大业态助力公司稳健发展	16
2.3. 学校物业市场广阔，较强创收能力助力公司稳健发展	18
2.4. 疫情退去，航空业态有望触底反弹	20
2.5. 办公业态发展迅猛，公共业态聚焦交通、医养	23
3. 涉足能源物管行业，广阔市场成就公司新兴增长极	25
3.1. 收购标的基本情况	25
3.2. 澜沧江实业财务状况及业绩承诺	26
3.3. 分期支付缓解资金压力，对赌协议控制并购风险	27
3.4. 区位优势带来广阔市场，并购完成有望实现快速拓展	29
4. 盈利预测与投资建议	32
4.1. 盈利预测与估值	32
4.2. 投资建议	34
5. 风险提示	35

图表目录

图 1: 新大正发展历程.....	5
图 2: 截止 2023 年 3 月 28 日新大正股权结构.....	6
图 3: 新大正营收水平及增速 (百万元).....	10
图 4: 新大正毛利润水平及增速 (百万元).....	10
图 5: 西南地区主要上市物业管理企业营收增速对比 (百万元).....	11
图 6: 西南地区主要上市物业管理企业毛利润增速对比 (百万元).....	11
图 7: 新大正归母净利润及增速 (百万元).....	12
图 8: 新大正整体毛利率及归母净利率.....	12
图 9: 新大正项目毛利率水平分时间分区域分析.....	12
图 10: 行业内主要公司毛利率比较.....	13
图 11: 行业内主要公司净利率比较.....	13
图 12: 新大正资产负债率详情.....	13
图 13: 新大正管理费用率及销售费用率.....	13
图 14: 新大正各地区营收占比变化情况.....	14
图 15: 新大正 2022 年重庆以外地区营收占比详情.....	14
图 16: 新大正重庆以外地区营收变化情况 (万元).....	14
图 17: 新大正各地区新签合同年金额变化情况 (亿元).....	14
图 18: 新大正各地区营收及增速变化情况 (万元).....	15
图 19: 部分重点中心城市公司营收增长情况 (亿元).....	15
图 20: 新大正各主要产品营收情况 (百万元).....	16
图 21: 新大正各主要产品毛利率情况.....	16
图 22: 新大正在管项目数量及增速.....	16
图 23: 新大正分业态在管项目数量.....	16
图 24: 新大正各业态代表性中标项目.....	17
图 25: 新大正各业态营收变化情况 (百万元).....	17
图 26: 新大正各业态营收占比变化情况.....	17
图 27: 中小学教育校舍建筑面积及增速 (亿平方米).....	18
图 28: 高等教育校舍建筑面积及增速 (亿平方米).....	18
图 29: 2020 年百强学校物管企业在 500 强中的在管面积占比.....	19
图 30: 2020 年学校物管企业各收入层级企业数量.....	19
图 31: 2020 年 500 强学校物企不同收费模式物业费水平.....	19
图 32: 2020 年 500 强物企收费形式按项目分布.....	19
图 33: 百强学校物管企业与新大正单位项目营收对比情况.....	20
图 34: 百强学校物管企业与新大正学校营收对比情况.....	20
图 35: 各年民用航空机场数.....	20
图 36: 新大正航空业态营收及增速 (万元).....	22
图 37: 新大正航空业态在管项目数.....	22
图 38: 新大正办公业态营收及增速 (百万元).....	23
图 39: 新大正办公业态在管项目数.....	23
图 40: 2020 年 500 强办公物管企业各营收区间分布.....	24
图 41: 新大正公共业态营收及增速 (百万元).....	24
图 42: 新大正公共业态在管项目数.....	24
图 43: 拟收购完成后沧恒投资股东及子公司详情.....	25

图 44: 澜沧江实业近三年营业收入及净利率 (万元)	26
图 45: 澜沧江实业净利润承诺及其增速 (万元)	26
图 46: 澜沧江实业近三年净利率详情.....	27
图 47: 我国 13 大水电基地已投产装机容量及总规划装机容量.....	29
图 48: 中国 13 大水电基地分布图.....	30
图 49: 2022 年全国前八大水电上市公司装机容量及发电量详情.....	30
表 1: 新大正 2021 年限制性股票激励计划授予详情 (2021 年 5 月 20 日调整后计划)	7
表 2: 2021 年限制性股权激励计划解除限制安排及业绩要求.....	7
表 3: 新大正 2022 年限制性股票激励计划授予详情 (2022 年 6 月 2 日调整后计划)	8
表 4: 2022 年限制性股权激励计划解除限制安排及业绩要求.....	8
表 5: 董事会成员概况.....	9
表 6: 高级管理人员概况.....	10
表 7: 2025 年高校及中小学物业管理市场规模测算.....	19
表 8: 重庆江北国际机场部分物业服务合同 (万元)	21
表 9: 航空物业市场规模测算.....	21
表 10: 新大正部分中标项目及当前在管机场.....	23
表 11: 澜沧江实业各业务板块内容及具备资质.....	26
表 12: 分期支付细节及付款要求.....	28
表 13: 新大正与标的公司交易协议中约束及激励详情.....	28
表 14: 华能水电各在管水电站详情.....	31
表 15: 新大正营收及毛利预测.....	33
表 16: 可比公司估值.....	34

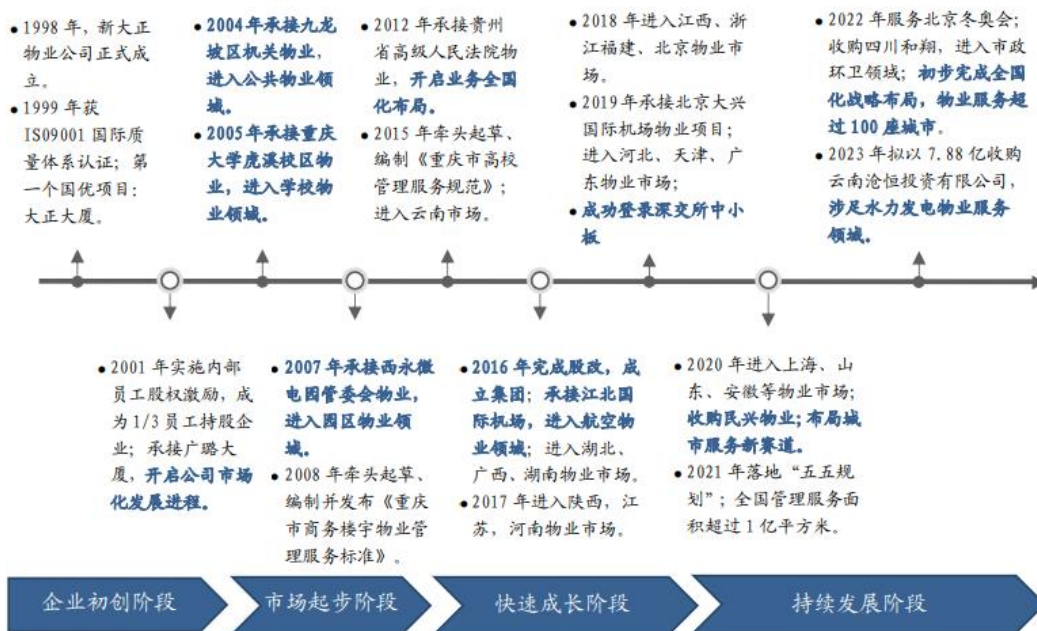
1. 坚守非住物业，启动股权激励，积极推动全国化布局

1.1. 公司概况及发展历程

新大正物业集团股份有限公司（以下简称“新大正”或“公司”）是一家专注城市公共服务与设施管理的全国性综合公建服务商。公司根据“五五”战略规划，形成了以基础物业服务为支撑，快速发展城市服务、孵化发展创新业务的业务版图。公司荣誉“2021中国物业服务企业综合实力500强”第23名。截至2022年12月，公司在管面积突破1.3亿平方米，覆盖全国29省116座城市。全年新拓展项目中标总金额19.1亿元，饱和年化合同收入金额10.1亿元。

新大正物业深耕重庆，坚持发展公建物业20余年，近年来积极探索城市服务以及创新业务，并积极推动业务全国化布局。1998年新大正物业公司正式成立。次年，公司获ISO9001国际质量体系认证并获得第一个国优项目：大正大厦。2001年公司承接广路大厦，由此开启公司市场化发展进程。2004年公司承接九龙坡区机关物业进入公共物业领域。2005年公司承接重庆大学虎溪校区物业进入学校物业领域。2007年公司承接西永微电园管委会物业进入园区物业领域。2012年公司承接贵州省高级人民法院物业开启业务全国化布局。2016年公司完成股改，成立集团；同年承接江北国际机场，进入航空物业领域。随后公司不断进行全国化布局并于2019年成功登陆深交所中小板。2021年全国管理服务面积超过1亿平方米。2022年初步完成全国化战略布局，物业服务超过100座城市。2023年拟以7.88亿收购云南沧恒投资有限公司，涉足水力发电物业服务领域。

图1：新大正发展历程

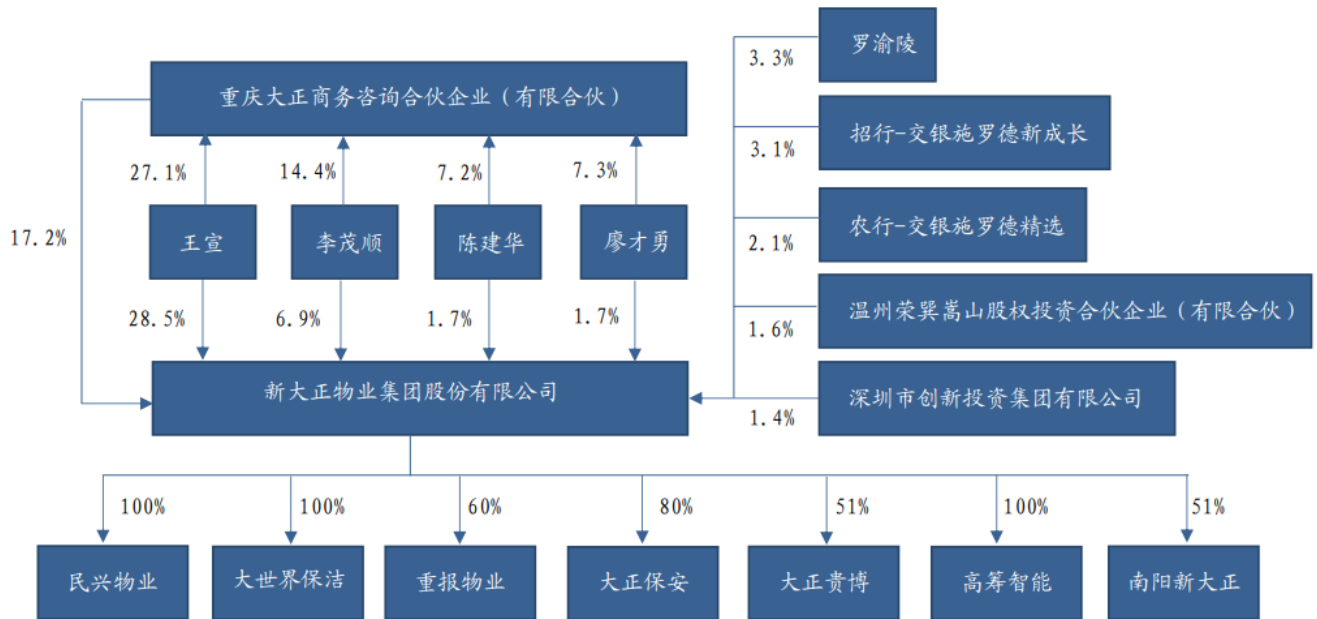


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中稳定，股权激励力促企业发展

管理层股权集中稳定。截至 2022 年 12 月 31 日，公司总股本 2.291 亿股。其中，王宣直接持有 28.5%，李茂顺、陈建华及廖才勇分别直接持有 6.9%、1.7%以及 1.7%。四位一致行动人组成的核心团队还通过控股重庆大正商务信息咨询合伙企业持有公司 17.2%的股份。因此，公司实际控制人为李宣及其一致行动人李茂顺、陈建华及廖才勇。稳固的股权结构使得管理层对公司有较强的掌控能力。

图2: 截止 2023 年 3 月 28 日新大正股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励力促企业发展。公司自 2021 年起连续两年推出限制性股票激励计划。2021 年限制性股票激励计划已于 2021 年 5 月 19 日向激励对象授予 158.0 万股限制性股票，价格为 17.6 元/股。公司制定了长达五年的解除限售业绩考核目标，展现了公司对未来业绩较强的信心。2022 年 6 月 2 日，由于 2021 年激励计划第一个解除限售条件已经达成，公司解除了 15 名激励对象共 60.3 万股限制性股票限售。2022 年限制性股票激励计划也已于同日向激励对象授予 131.6 万股限制性股票，价格为 11.6 元/股。同时以 11.8 元/股的价格向一名激励对象授予 8.4 万预留限制性股票中的 4.2 万股限制性股票。

表1: 新大正 2021 年限制性股票激励计划授予详情 (2021 年 5 月 20 日调整后计划)

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
刘文波	董事、总裁、分管财务负责人	45.0	23.9%	0.3%
高文田	副总裁	16.5	8.8%	0.1%
吴云	副总裁	13.5	7.2%	0.1%
田维正	助理总裁	15.0	8.0%	0.1%
翁家林	助理总裁、董事会秘书	7.5	4.0%	0.1%
罗东秋	审计内控中心总经理	5.3	2.8%	0.03%
	预留部分	30.0	16.0%	0.2%
	董事会认为需要激励的其他人员 (共 11 人)	55.2	29.4%	0.3%
	合计 (17 人)	188.0	100%	1.2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 2021 年限制性股权激励计划解除限制安排及业绩要求

解除限售安排	对应考核年度	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	2021 年	自首次授予限制性股票上市之日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	营业收入同比 2020 年增长不低于 45%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 35%
第二个解除限售期	2022 年	自首次授予限制性股票上市之日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	营业收入同比 2020 年增长不低于 110%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 90%
第三个解除限售期	2023 年	自首次授予限制性股票上市之日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	20%	营业收入同比 2020 年增长不低于 200%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 150%
第四个解除限售期	2024 年	自首次授予限制性股票上市之日起 48 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	10%	营业收入同比 2020 年增长不低于 280%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 210%
第五个解除限售期	2025 年	自首次授予限制性股票上市之日起 60 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 72 个月内的最后一个交易日当日止	10%	营业收入同比 2020 年增长不低于 360%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 280%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 注: 净利润指归属上市公司股东的净利润并剔除股份支付费用的影响。

表3: 新大正 2022 年限制性股票激励计划授予详情 (2022 年 6 月 2 日调整后计划)

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
刘文波	董事、总裁	35.0	25.0%	0.2%
高文田	副总裁	9.8	7.0%	0.04%
吴云	副总裁	8.4	6.0%	0.04%
陈传宇	副总裁	11.2	8.0%	0.1%
杨谭	副总裁	14.0	10.0%	0.1%
翁家林	助理总裁、董事会秘书	5.6	4.0%	0.02%
田维正	助理总裁	12.6	9.0%	0.1%
罗东秋	审计内控中心总经理	4.2	3.0%	0.02%
	预留部分	8.4	6.0%	0.04%
	董事会认为需要激励的其他人员 (共 7 人)	30.8	22.0%	0.1%
	合计 (15 人)	140.0	100.0%	0.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 2022 年限制性股权激励计划解除限制安排及业绩要求

解除限售安排	对应考核年度	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022 年	自首次授予限制性股票上市之日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	营业收入同比 2020 年增长不低于 110%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 90%
第二个解除限售期	2023 年	自首次授予限制性股票上市之日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	营业收入同比 2020 年增长不低于 200%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 150%
第三个解除限售期	2024 年	自首次授予限制性股票上市之日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	20%	营业收入同比 2020 年增长不低于 280%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 210%
第四个解除限售期	2025 年	自首次授予限制性股票上市之日起 48 个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	20%	营业收入同比 2020 年增长不低于 360%; 并且公司净利润同比 2020 年增长不低于 280%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 注: 净利润指归属上市公司股东的净利润并剔除股份支付费用的影响。

1.3. 管理层物管经验丰富, 多位物管领域专家加盟

公司管理层长期深耕重庆物业管理领域, 经验丰富。公司创始人, 终身名誉董事长王宣自 1998 年起担任重庆大正有限董事长, 物业管理领域从业时间超过 20 年。公司现任董事长李茂顺自 1999 年起担任重庆大正房地产开发有限公司总经理, 同样有着超过 20 年的从业经验。

表5: 董事会成员概况

姓名	职位	简历	派系
王宣	终身名誉董事长	1970年至1977年,担任河南省信阳市生化制药厂技术组长; 1977年至1980年,河南信阳师范学院学习。 1981年至1993年,担任重钢公司三厂职培科科长、子弟一中老师; 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2020年4月20日,担任新大正法定代表人、董事长。	创始人
李茂顺	董事长; 董事会成员	1989年至1997年,先后担任永荣矿务局秘书、科长、副处长; 1997年至1998年,担任重庆煤炭工业管理局秘书; 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2020年4月,担任新大正副董事长、总经理; 2020年4月至今,担任新大正董事长。	创始人,王宣一致行动人
刘文波	董事、总裁; 董事会成员	1998年至2008年,先后担任中航物业管理有限公司财务部会计、财务部经理、副总会计师兼广州分公司总经理; 2008年至2012年,担任中航物业管理有限公司副总经理兼总会计师; 2013年至2019年,担任中航物业管理有限公司担任董事、总经理。其中: 2015年至2019年,兼任中航善达股份有限公司(2019年底更名“招商局积余产业运营服务股份有限公司”)副总经理; 2020年4月至今,担任新大正董事、总裁。	中航物业引进人才
廖才勇	副总经理; 董事会成员	1988年至1996年,先后担任重庆电机厂生产处调度、副处长,其间1991年至1992年,担任重庆市江津县河坝乡人民政府副乡长; 1996年至1997年,担任重庆派度助力车有限公司生产部部长; 1998年至2016年8月,先后担任重庆大正物业管理有限公司副部长、部长、总经理助理、副总经理、轮值总经理、董事; 2016年8月至今,先后兼任新大正商住物业事业部总经理、学校事业部总经理、新大正副总经理、民兴物业总经理、董事、副总裁。	创始人,王宣一致行动人
王荣	董事; 董事会成员	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,担任西门子威迪欧汽车电子(长春)有限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。	罗兰贝格引进人才
张乐	董事; 董事会成员	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、前海领航(重庆)股权投资基金管理有限公司执行董事; 2016年8月至今,担任新大正董事。	德同投资管理引进人才

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

公司积极吸引业内优秀人才加盟管理层，充实管理力量。公司引入了多位来自中航物业以及招商积余的高管，加强公司管理力量的同时学习领域内优秀业态。同时公司还引入了多位来自不同领域的高管，拓宽公司视野，为公司多元化发展奠定基础。

表6: 高级管理人员概况

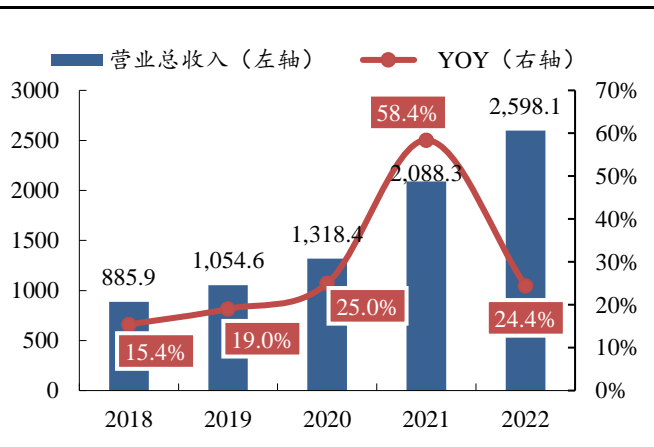
姓名	职务	加入公司时间	入职前主要经历
王萍	副总裁	2016/08	大正有限总经理助理
吴云	副总裁	2019/03	蒙牛乳业人力资源总监
柯贤阳	副总裁	2016/08	大正有限总经理助理
何小梅	副总裁	2016/08	大正有限总经理助理
高文田	副总裁	2021/02	中航物业副总经理
徐杏东	副总裁	2021/03	中航物业副总经理
王江江	副总裁	2021/03	任恒物业总裁；华润物业副总经理
陈传宇	副总裁	2021/07	招商积余物业事业群副总经理
杨谭	副总裁、财务负责人	2021/07	中信建投客户经理、营业部副经理
古希印	副总裁	2022/03	招商积余产业运营副总经理
田维正	助理总裁	2017	大正物业项目经理；金科物业重庆分公司区域副总监
翁家林	助理总裁、董事会秘书	2017/05	四川汇源光通信董事会秘书
罗东秋	审计内控中心总经理	2019/01	重庆春风地产财务总监；重庆世纪金马实业财务总监
熊淑英	财务管理中心副总经理	2016/08	大正有限财务负责人

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 营收增速、利润率水平趋于稳定，降本增效效果明显

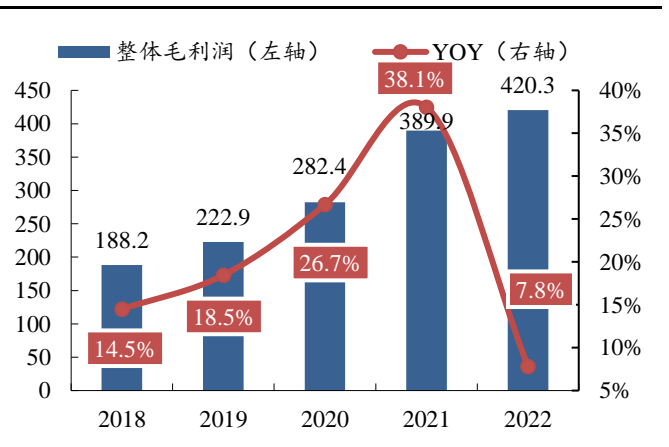
营收增速趋于稳定，毛利润增速近期受挫。公司营业总收入由 2018 年的 8.9 亿元增长至 2022 年的 26.0 亿元，营收 5 年 CAGR 为 30.9%。公司整体毛利润由 2018 年的 1.9 亿元增长至 2022 年的 4.2 亿元，毛利润 5 年 CAGR 为 22.2%。营收及毛利润增速于 2021 年出现显著提升主要是由于公司于 2021 年 4 月完成对四川民兴物业的并购。

图3: 新大正营收水平及增速 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

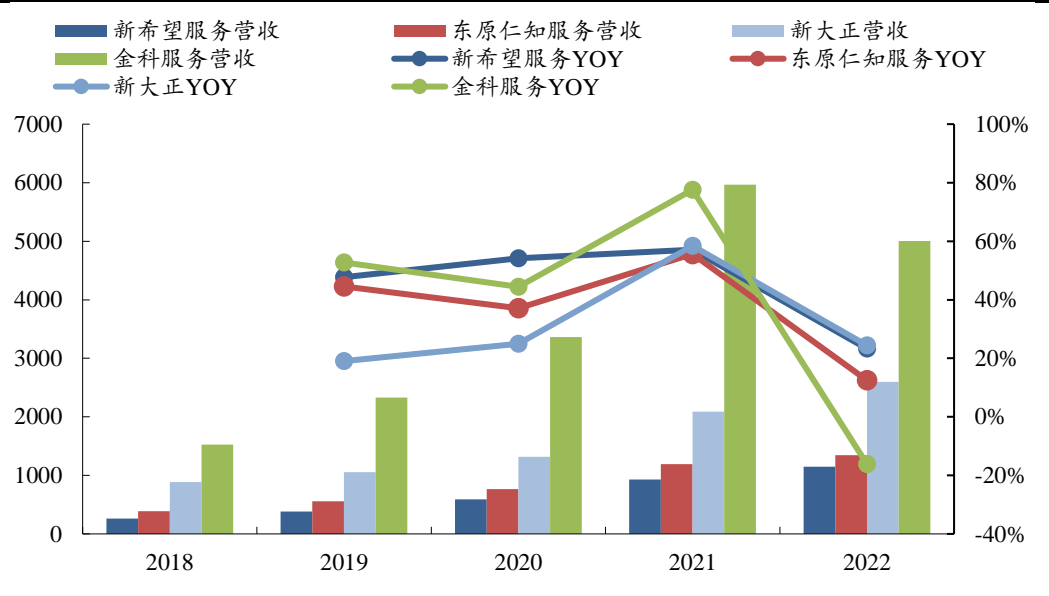
图4: 新大正毛利润水平及增速 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

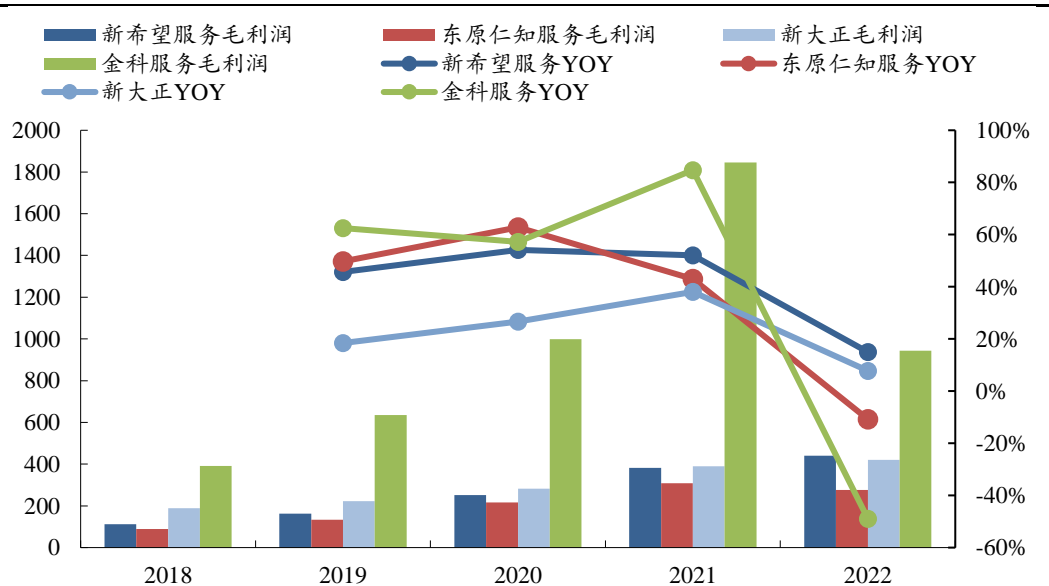
西南地区物管企业受疫情影响较大。公司 2022 年营收及毛利润增速同比分别下滑 34、30.25 个百分点，主要是由于 2022 年，特别是 2022 年年末，受疫情影响较大，回款及正常业务开展受到较大影响。由下图可见，主营业务位于西南地区的各上市物业管理企业都遭遇了不同程度的营收及毛利润增速下滑。2022 年新希望服务、东原仁知服务、金科服务营收增速同比分别下滑 33.81、43.15、93.72 个百分点；毛利润增速同比分别下滑 37.06、53.80、133.66 个百分点。

图5: 西南地区主要上市物业管理企业营收增速对比 (百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

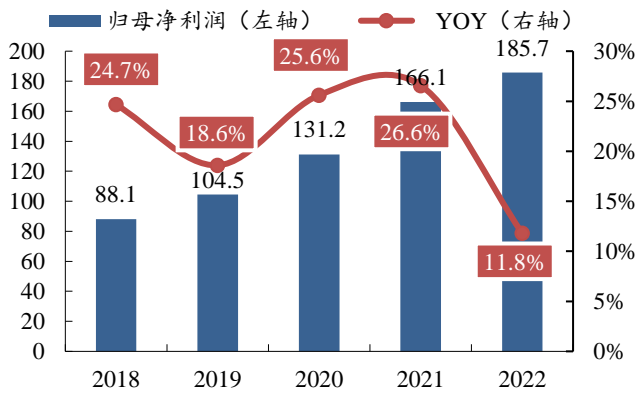
图6: 西南地区主要上市物业管理企业毛利润增速对比 (百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

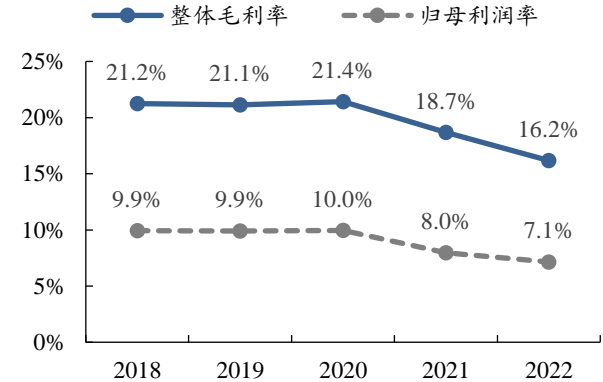
公司大规模扩张等因素使利润水平承压。2021年起，公司基于极速扩张的规模及未来发展需要，全年引进中高层34人，领导班子5人。设立各细分事业部及完成10大重点中心城市公司团队组建。短期内人才引进，新项目员工培训影响盈利水平；2021年起，公司设立股权激励制度，年内股票激励计划首次授予员工持股平台及新合伙人吸纳产生股权激励费用摊销减低当年净利润1513万元。剔除该费用归母净利润同比增长38.10%；此外，重庆三年社保基数快速提升，从1800元/月提升至3957元/月。公司40%员工位于重庆，2022年成本增加2700万元，对利润率产生较大影响。

图7：新大正归母净利润及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

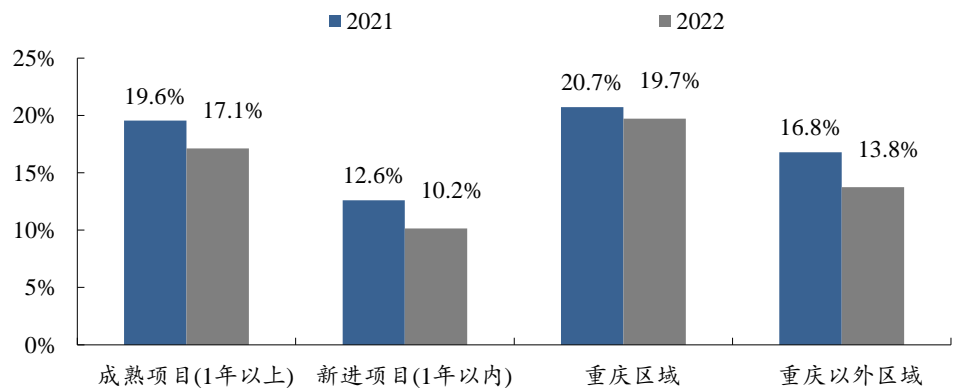
图8：新大正整体毛利率及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

成熟期项目和重庆区域项目毛利率水平较高，未来利润率有一定趋稳回升空间。成熟期项目盈利较为稳定，但新进项目由于有员工培训，机器设备耗材等投入前期成本较高。2021年以来，公司外拓进展迅速，屡破纪录。大量新进项目使得毛利率阶段性下降，但这已为公司长期发展奠定坚实基础。重庆地区成熟期项目占比较大，新进项目也能够快速获得区域密度提升后的边际收益，毛利率水平良好。重庆以外项目由于新进期项目较多，此外有着在新进城市搭建团队，项目拓展等销管费用，毛利率水平较低。在可预见的未来，公司利润率水平存在较大回升空间。

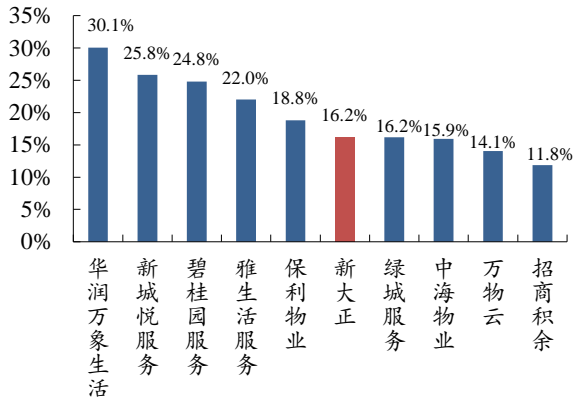
图9：新大正项目毛利率水平分时间分区域分析



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

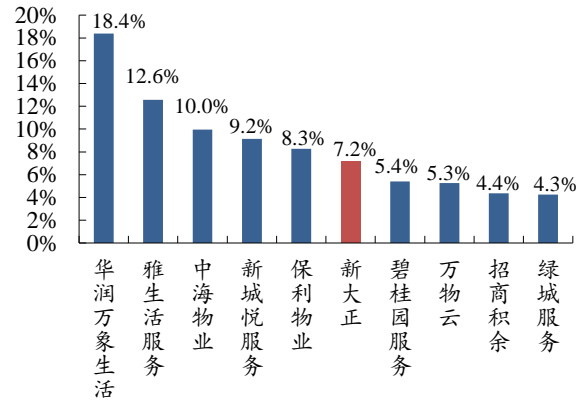
公司利润率水平处于行业内平均水平。公司 2022 年毛利率、净利率分别为 16.2%、7.2%，均处于行业内平均水平，有较大增长空间。可以预计公司成功完成沧恒投资并购及项目逐渐进入成熟期后，利润率水平将会有较大提升。

图10: 行业内主要公司毛利率比较



数据来源: wind, 东吴证券研究所

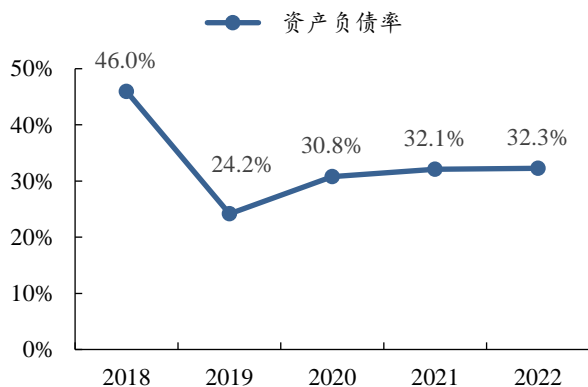
图11: 行业内主要公司净利率比较



数据来源: wind, 东吴证券研究所

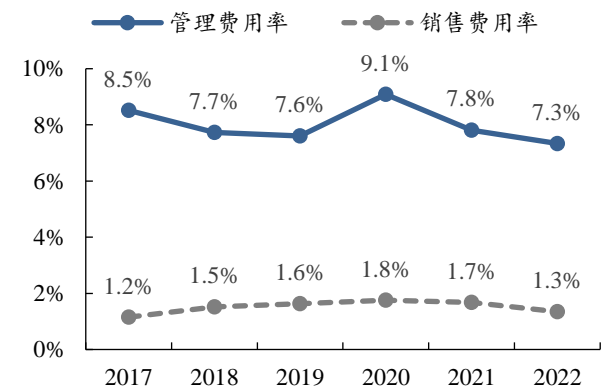
公司疫情间负债率保持稳定，提质增效效果显著。公司资产负债率总体呈波动后维持稳定的趋势。2019 年公司完成 A 股上市，年末货币资金同比增长近 4 亿元，资产负债率显著降低。2020 年公司年末负债增加近 1.4 亿元，主要是公司应付职工薪酬增加约 5000 万元，应付账款增加约 4500 万元。其中应付职工薪酬增加主要是由于公司大规模扩张所致使的新中高层管理人员加盟及中心城市公司组建完成。之后疫情期间资产负债率始终保持稳定。公司践行降本增效的宗旨，运营成本减少显著。2022 年疫情期间管理费用率已低于至疫情之前水准。

图12: 新大正资产负债率详情



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 新大正管理费用率及销售费用率



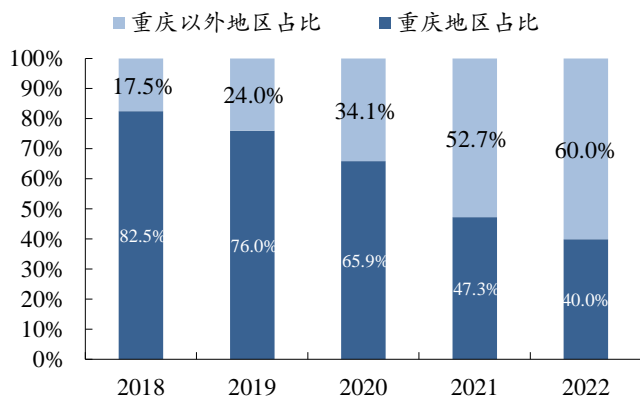
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 全国化布局初现雏形，航空学校业态引领公司发展

2.1. 重点发展中心城市公司，全国化布局初现雏形

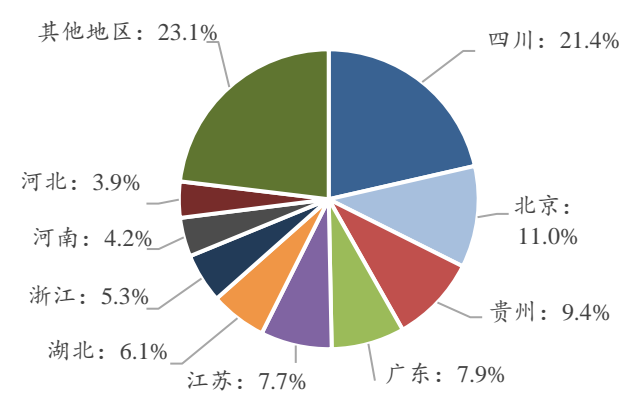
外拓效果显著，全国化布局已初现雏形。2012 年公司开始全国化业务布局，目前业务布局从上市前的以重庆为核心的 10 余个城市扩展到 28 个省 116 个城市。截至 2022 年末，重庆以外地区营收占比已提升至 60.0%。重庆以外地区中，营收排名前五的省份分别为四川、北京、贵州、广东及江苏，占比分别为 21.4%、11.0%、9.4%、7.9%及 7.7%。

图14: 新大正各地区营收占比变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

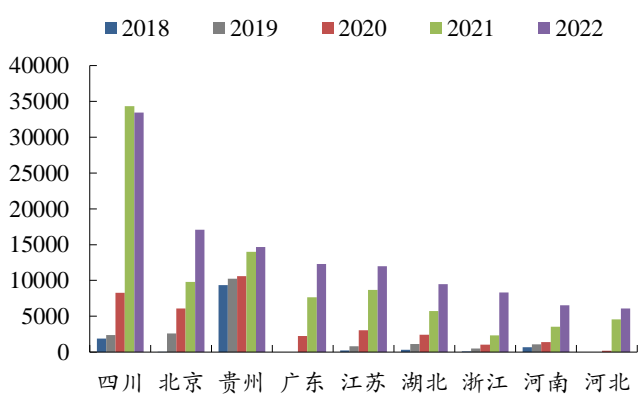
图15: 新大正 2022 年重庆以外地区营收占比详情



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

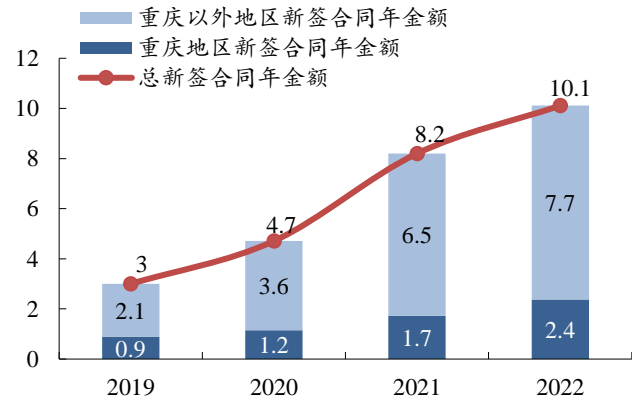
深耕重庆市场，重庆以外地区营收快速增长。近五年，公司不断发力市场拓展，其中四川、北京、贵州及广东等地营收增长较快。公司通过调整营销体系，强化渠道建设，市拓屡创新高。2022 年，重庆以外地区新签约年合同金额较 2021 年同比增长 19.6%，占比 76.5%。近三年新签合同总额超过 45 亿元。从各细分地区来看，重庆地区营收依然保持稳健增长，非重庆西南地区及非西南地区保持较高营收增速，2022 年受疫情影响有所放缓。

图16: 新大正重庆以外地区营收变化情况 (万元)



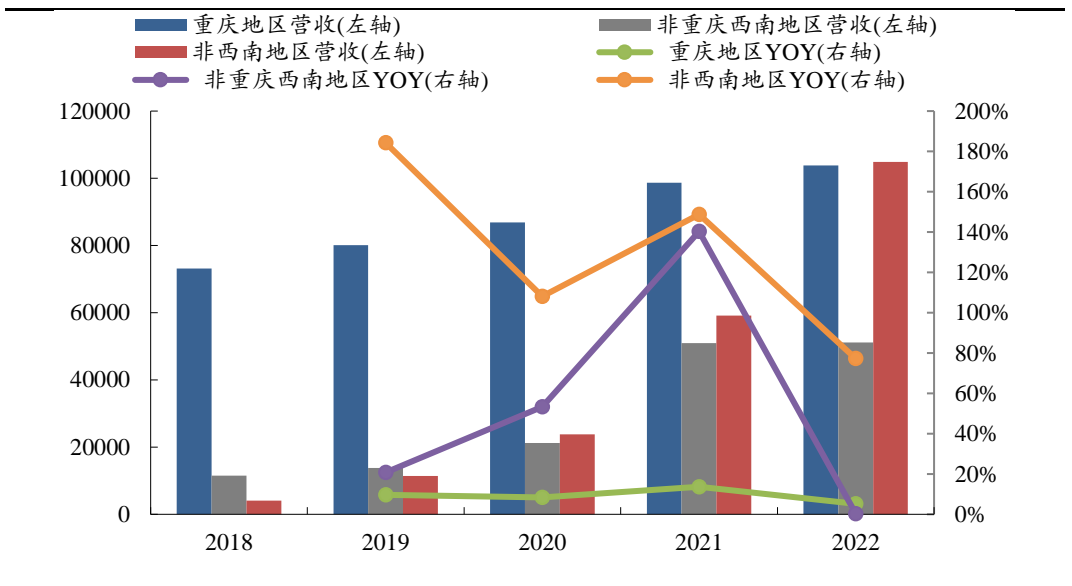
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17: 新大正各地区新签合同年金额变化情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

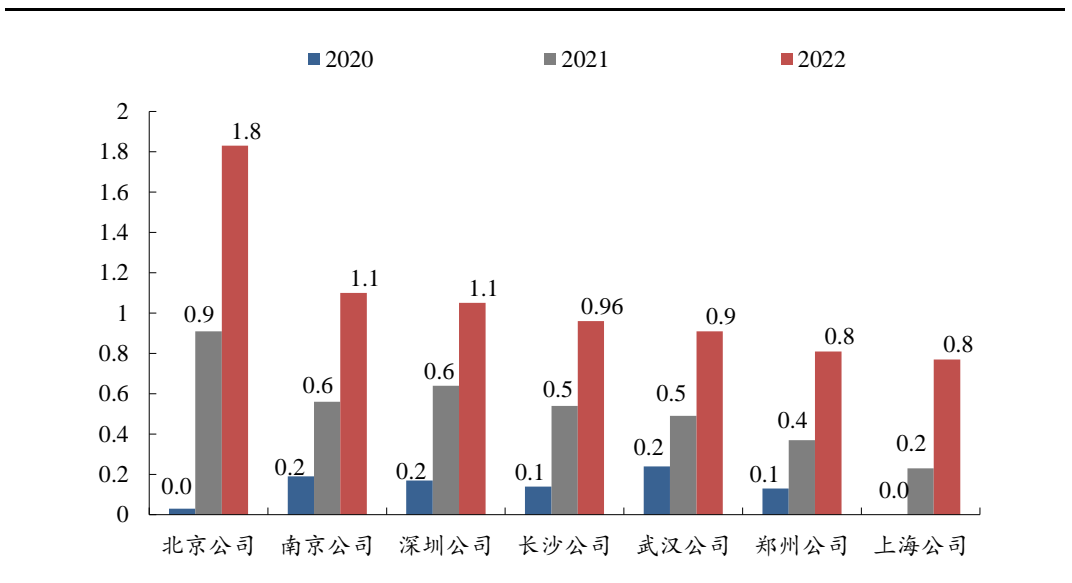
图18: 新大正各地区营收及增速变化情况 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

以 10 个重点中心城市为核心, 拉动辐射周边省市全国化布局。公司自 2021 年起重点打造北上深等 10 个重点中心城市, 从原有五大区域公司变革为十大重点中心城市, 从而实现向周边省市快速发展覆盖。2022 年, 北京、南京及深圳公司营收分别达到 1.8、1.1 及 1.1 亿元。此外, 深圳公司新签合同金额突破 1 亿元, 北京公司、郑州公司、南京公司超过 8000 万元, 上海公司超过 7000 万元。

图19: 部分重点中心城市公司营收增长情况 (亿元)

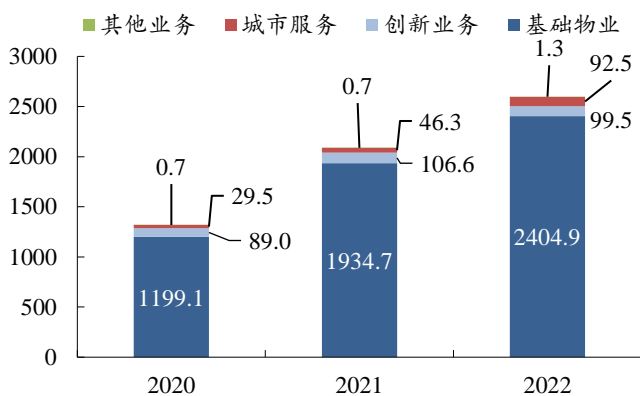


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 保持基础物业服务为主体，五大业态助力公司稳健发展

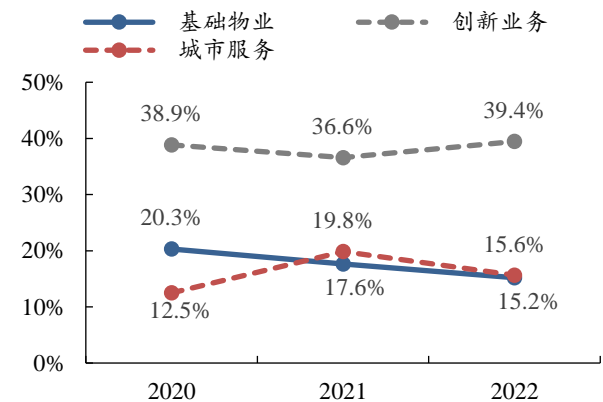
坚持以基础物业为主体，积极拓展新兴赛道。公司基础物业服务主要指传统物业服务，包括五大核心业态。是目前公司发展的根基，收入的核心来源。近三年毛利率水平有所下滑，主要系公司大规模外拓所致。公司创新业务主要指传统、创新类增值服务与数字化产品，是公司未来的利润核心来源。毛利率一直稳定在较高水平。公司城市服务主要指以城市空间运营为主要方向的业务，在中长期规划中将成为公司新兴增长极。2022年毛利率水平受疫情影响有所回落。

图20: 新大正各主要产品营收情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

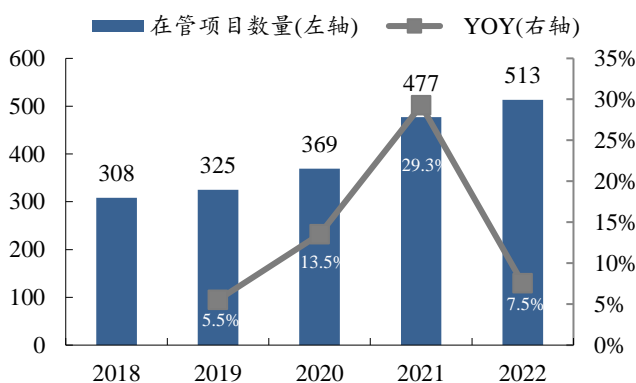
图21: 新大正各主要产品毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

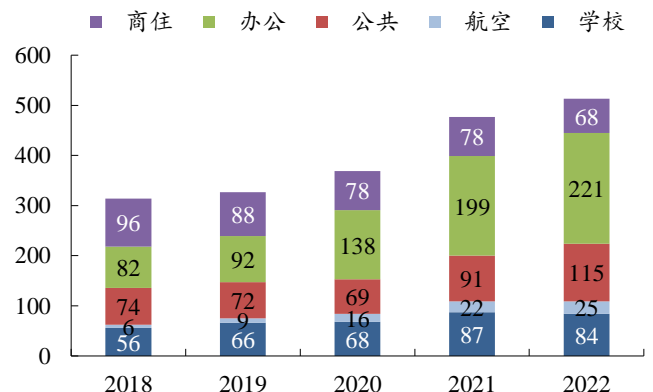
外拓成果显著，五大业态共同发力。公司自2019年起持续发力市场拓展，在管项目增速不断飙升，成果显著。2022年公司受到年底大范围疫情封控影响，大量招投标项目延后，外拓增速放缓。接下来外拓方面公司将聚焦重点中心城市，以做大密度为出发点。截至2022年底，公司商住、办公、公共、航空及学校业态在管项目数量分别为68、221、115、25、84个，其中办公业态在管项目数量占比显著。

图22: 新大正在管项目数量及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 新大正分业态在管项目数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

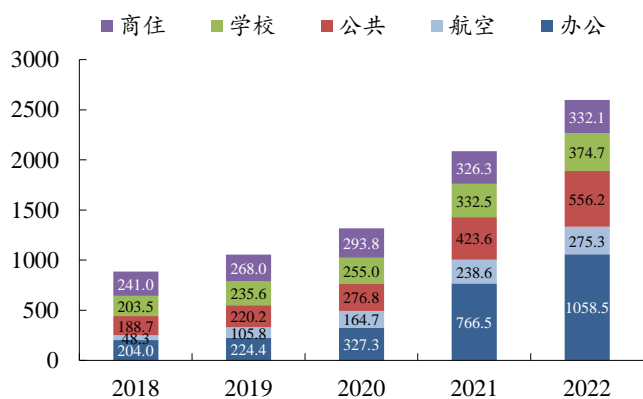
图24: 新大正各业态代表性中标项目

业态	代表性中标项目			
航空物业	 北京大兴国际机场	 深圳宝安国际机场	 成都天府国际机场	 天津滨海国际机场
学校物业	 中共天津市委党校	 西安交通大学	 山东大学	 重庆大学
办公物业	 深创投广场	 国银金融中心	 湖南省烟草公司长沙公司	 南京新媒体大厦
办公物业 中党政军机关	 中国银保监会	 中国地震局	 国家机关事务管理局	 中共重庆市委委员会
公共物业	 广交会展馆	 国家体育总局冬季运动管理中心	 包神铁路运输	 北京金风科技园区
商住物业	 来福士广场	 国金中心	 上海百联	 空港家园

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

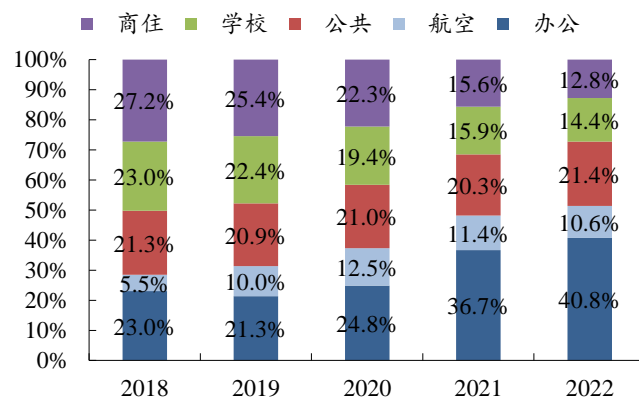
五大业态先后发力, 航空办公业态发展势头正盛。2022年, 公司商住、学校、公共、航空及办公业态营收分别为 3.3 亿元、3.8 亿元、5.6 亿元、2.8 亿元及 10.6 亿元, 营收占比分别为 12.8%、14.4%、21.4%、10.6%及 40.8%。各业态 5 年 CAGR 分别为 8.4%、16.5%、31.03%、54.5%及 50.9%。可见航空业态及办公业态发展势头正盛。

图25: 新大正各业态营收变化情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 新大正各业态营收占比变化情况

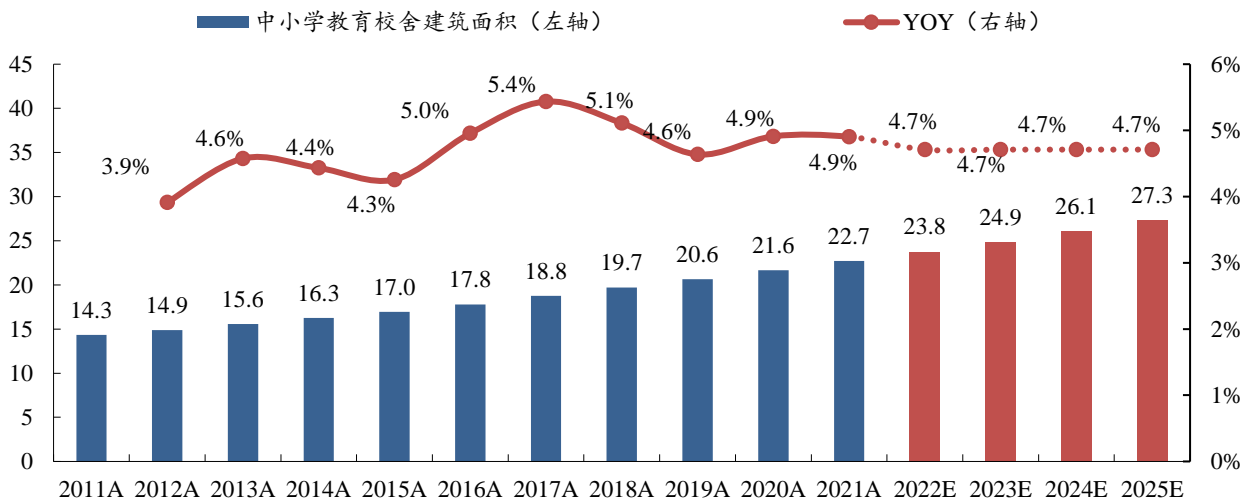


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 学校物业市场广阔，较强创收能力助力公司稳健发展

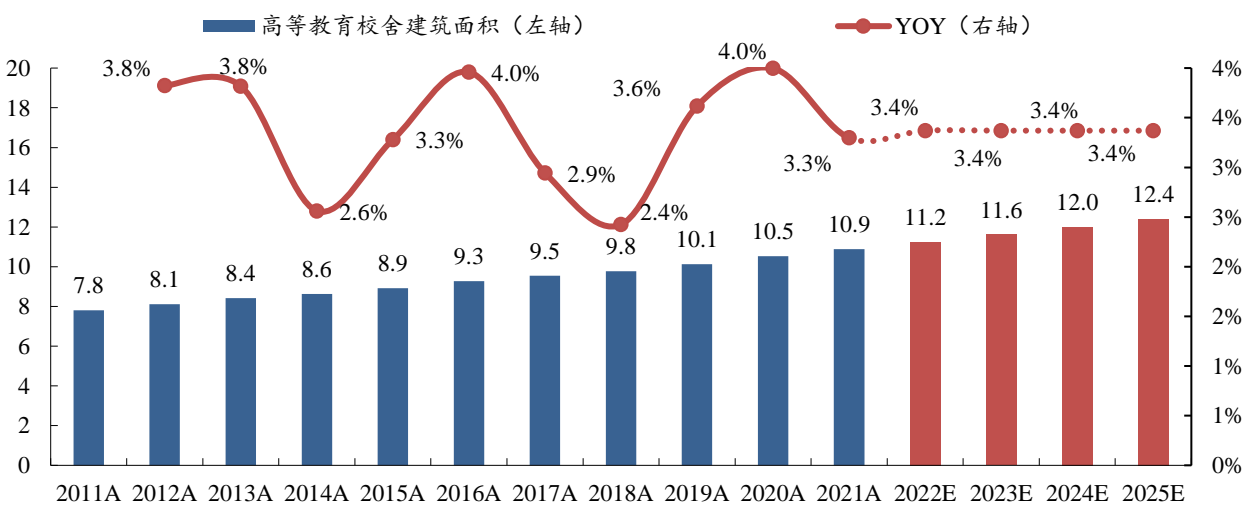
学校业态市场空间广阔，发展前景可观。自我国实施学校后勤社会化改革以来，学校物业管理市场正不断扩大。截至2021年，中小学教育校舍建筑面积已达22.7亿平方米，高等教育校舍建筑面积已达10.9亿平方米。根据中物研协统计的2020年500强学校物管企业总管理面积为8.9亿平方米，学校物业费总收入为166.2亿元，可得当年平均物业费单价为18.6元/平方米。如按照18.6元/平方米的物业费保守估计，2025年仅高校及中小学物业管理市场规模将达到732亿元。

图27: 中小学教育校舍建筑面积及增速 (亿平方米)



数据来源: 教育局, 东吴证券研究所

图28: 高等教育校舍建筑面积及增速 (亿平方米)



数据来源: 教育局, 东吴证券研究所

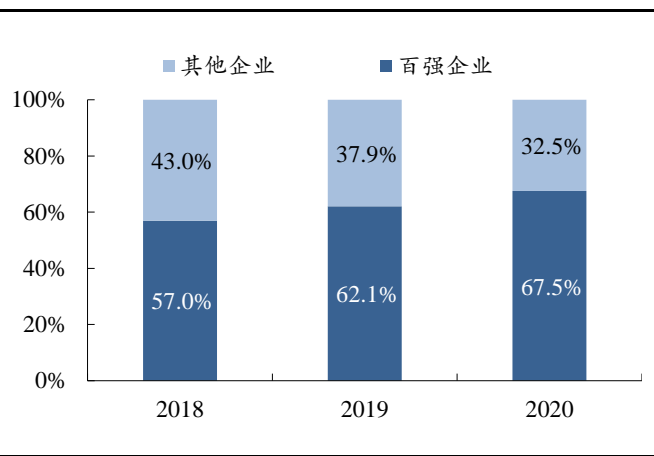
表7: 2025年高校及中小学物业管理市场规模测算

2020年500强学校物管企业总管理面积	学校物业费总收入	2020年平均物业费单价	预计2025年高校及中小学教育校舍建筑面积	预计2025年高校及中小学物业管理市场规模
8.9亿平方米	166.2亿元	166.2/8.9=18.6元/平方米	27.3+12.4=39.7亿平方米	39.7*18.6=732亿元

数据来源: 中物研协, 东吴证券研究所

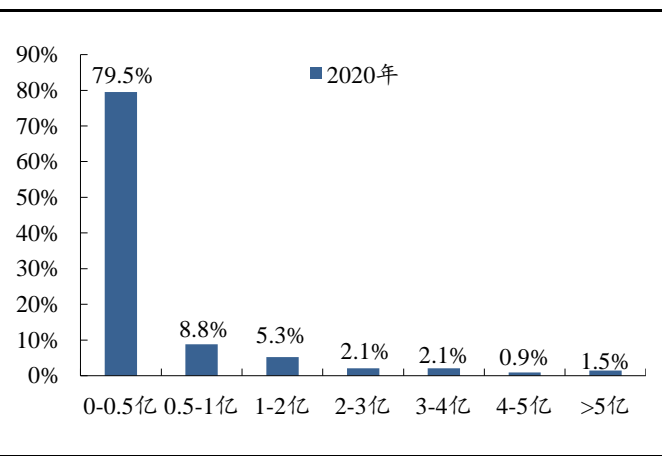
学校物管百强企业优势聚集, 行业集中度提升。截至2020年, 学校物管百强企业在管面积占500强企业总在管面积的比例进一步提升至67.5%, 行业集中程度提升明显。公司作为中国教育后勤协会评选的2020年全国学校物业服务企业50强第4名已具备先发优势。此外, 公司2022年学校业态营收为3.8亿元, 已处于行业领先水平。

图29: 2020年百强学校物管企业在500强中的在管面积占比



数据来源: 中物研协, 东吴证券研究所

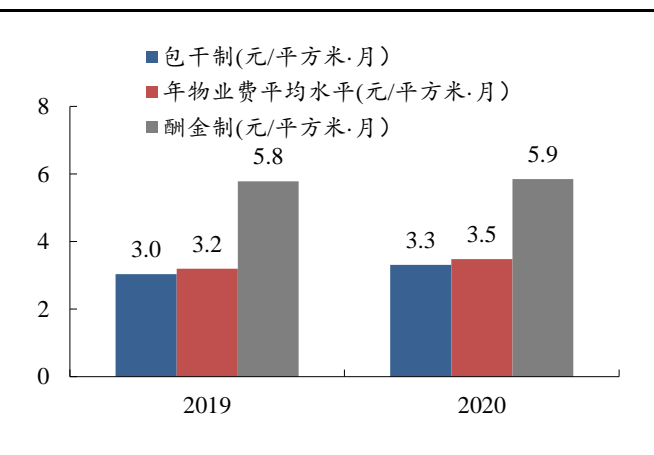
图30: 2020年学校物管企业各收入层级企业数量



数据来源: 中物研协, 东吴证券研究所

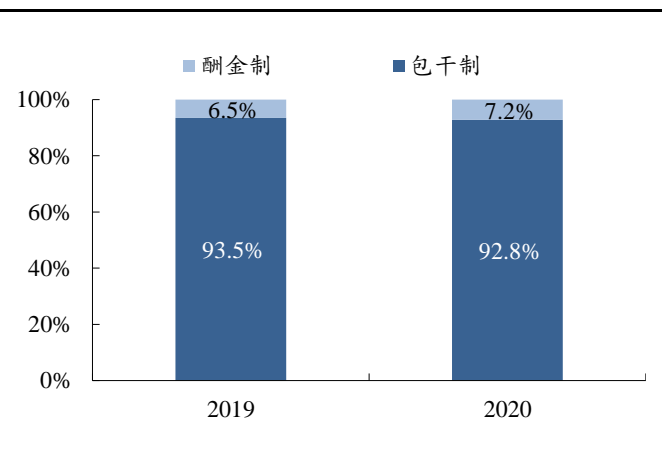
包干制仍为主流收费形式, 行业利润增长空间广阔。2020年, 500强学校物管企业92.8%的项目仍旧以包干制进行收费, 仅有7.2%的项目以酬金制收费。2020年500强学校物管企业包干制平均物业费仅为3.3元/(平方米·月), 酬金制平均物业费高达5.9元/(平方米·月), 可见行业利润增长空间较为广阔。

图31: 2020年500强学校物企不同收费模式物业费水平



数据来源: 中物研协, 东吴证券研究所

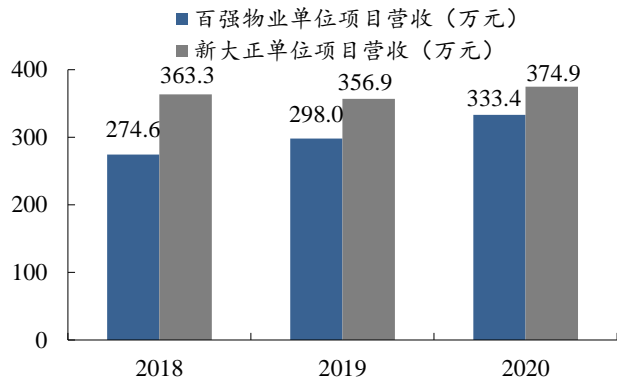
图32: 2020年500强物企收费形式按项目分布



数据来源: 中物研协, 东吴证券研究所

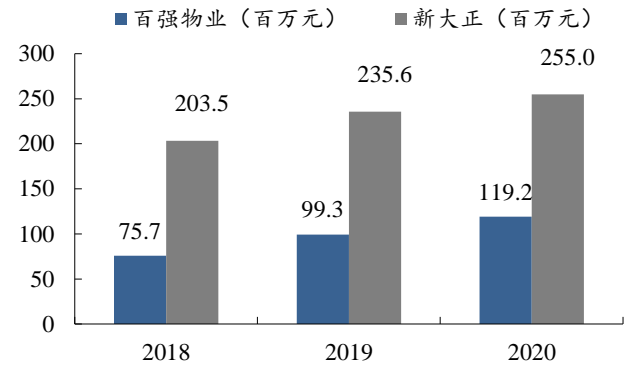
公司学校业态营收高于业内平均，单位项目创收能力强。截至 2020 年公司学校业态营收为 2.6 亿元，远高于百强物业 1.2 亿元的均值。公司单位项目营收从 2018 年的 274.6 万元增至 2020 年的 374.9 万元，大于百强企业 333.4 万元的均值，展现出较强的运营效率。

图33: 百强学校物管企业与新大正单位项目营收对比情况



数据来源: 中物研协, 东吴证券研究所

图34: 百强学校物管企业与新大正学校营收对比情况

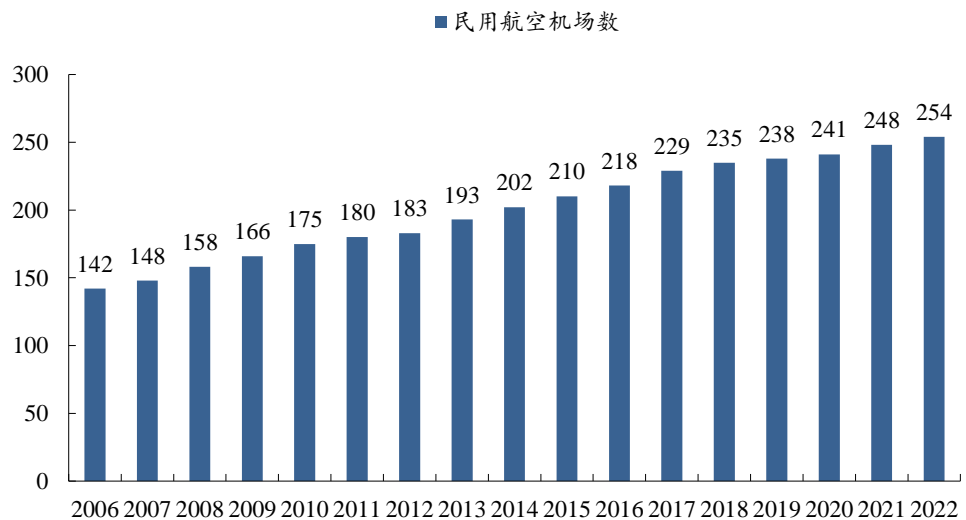


数据来源: 中物研协, 东吴证券研究所

2.4. 疫情退去，航空业态有望触底反弹

民航经济逐渐复苏。根据中国民用航空局发布的 2022 年全国民用运输机场生产统计公报，2022 年我国境内运输机场共有 254 个。根据中国民航局发布的各月份主要运输生产指标统计，2023 年 1 月我国民用运输机场完成旅客吞吐量 3977.5 万人次，恢复到 2019 年的 74.5%。其中国内航线完成 3933.2 万人次，恢复到 2019 年的 83.1%。2023 年 2 月我国民用运输机场完成旅客吞吐量 4320.0 万人次，恢复到 2019 年 2 月的 80.3%。其中国内航线完成 4249.5 万人次，恢复到 2019 年的 88.8%。

图35: 各年民用航空机场数



数据来源: 民航局, 东吴证券研究所

航空物业潜在市场规模仍然广阔。以重庆江北国际机场为例，公司于2020年6月成功中标该机场最高金额物业合同，即6144.5万元的T3A航站楼保洁一标段及旅客手推车服务外包项目。T3A航站楼二标段及T2航站楼的同类项目合同金额同样达到了5860.0万元，5394.0万元。值得一提的是以上三个同类项目一家公司只能同时中标一个，这也是国内大部分机场对于同种类大金额物业合同中标的安排。这使更多物业公司有参与招投标的机会，但更加激烈的竞争使得唯有实力过硬的企业才能获得最高金额标的。结合合同金额分别为1860.3万元、1088.1万元的外场保洁项目及机坪保洁项目来看，重庆江北国际机场每年仅保洁服务采购合同金额就达到了7273.6万元。

表8：重庆江北国际机场部分物业服务合同（万元）

合同名称	中标方	合同期限	合同起始日期	合同金额
外场保洁服务外包项目	广东丰润环境管理服务有限公司	2年	2019.12.06	1860.0
机坪保洁服务外包项目	重庆新万帮商业管理（集团）有限公司	2年	2021.12.16	1088.1
T3A航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务外包项目	重庆新大正物业集团股份有限公司	3年	2020.06.02	6144.5
T3A航站楼保洁二标段及综合交通枢纽保洁服务外包项目	广州市升辉清洁服务有限公司	3年	2020.06.02	5860.0
T2航站楼保洁及旅客行李手推车服务外包项目	广州奥德航空服务有限公司	3年	2020.06.02	5394.0
年度物业合同金额				7273.557924

数据来源：重庆市公共资源交易网、东吴证券研究所

航空物业市场规模测算。根据国家统计局发布的一二三四线城市划分，4个一线城市共6个机场，31个二线城市共31个机场，35个三线城市共35个机场，剩下182个通航四线城市共182个机场。对于一线城市机场年物业服务采购合同金额，我们根据上海机场集团官网披露的上海浦东国际机场年物业服务采购合同金额9466.2万元为准。对于二线城市以江北国际机场年物业服务采购合同金额7273.6万元为准。我们假设三线、四线城市年物业服务采购合同金额为5273万元及3273万元。由此测算得到的全国机场年物业服务采购合同金额为106.3亿元。

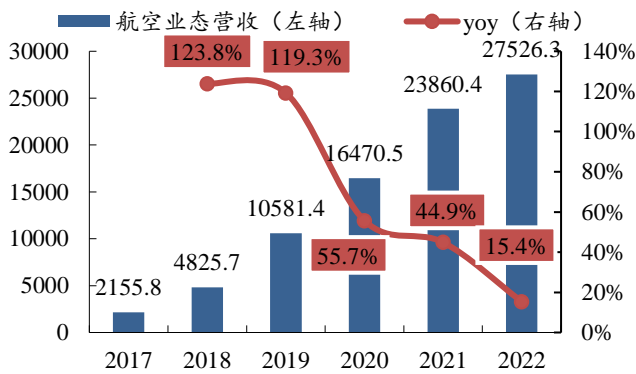
表9：航空物业市场规模测算

	4个一线城市共6个机场	31个二线城市共31个机场	35个三线城市共35个机场	182个四线城市共182个机场
参考机场	以上海浦东国际机场年物业服务采购合同金额为参考	以重庆江北国际机场年物业服务采购合同金额为参考	以重庆江北国际机场年合同额减去2000万元为参考	以重庆江北国际机场年合同额减去4000万元为参考
假设年合同金额	9466.2万元	7273.6万元	5273万元	3273万元
总计全国机场年物业服务采购合同金额				
$9466.2*6 + 7273.6*31 + 5273*35 + 3273*182 = 106.3$ 亿元				

数据来源：上海机场集团官网，重庆市公共资源交易网，东吴证券研究所

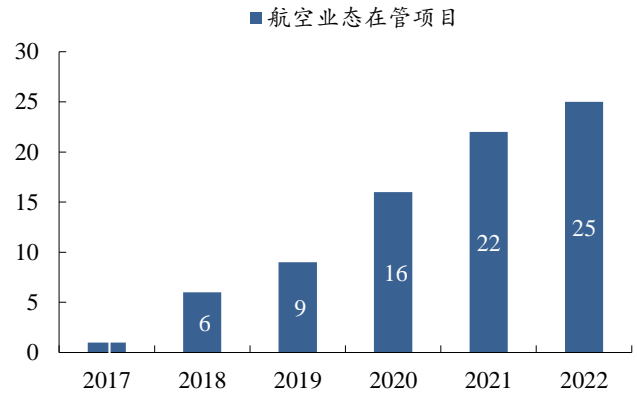
公司航空业态招投标受疫情影响较大，2023年有望触底反弹。公司从2017年承接重庆江北国际机场物业项目开始进入航空物管领域，至今已有25个在管项目，2022年营业收入达2.8亿元。2017至今CAGR为66.4%。虽受疫情影响2020年开始公司航空业态营收增速逐渐放缓，但大量在疫情期间招投标延后的项目将在2023年完成招投标，公司航空业态有望触底反弹。

图36: 新大正航空业态营收及增速 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图37: 新大正航空业态在管项目数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

积累多年航空物管经验，行业龙头之势尽显。截至2022年底，公司在管机场项目数量达到25个，其中包括保洁、维修、行李手推车及停车场管理等多方面业务。2020年获中国物业管理协会同意对《机场航站楼物业服务规范》团体标准立项；2021年在管的北京大兴国际机场项目获评“2021物业管理卓越标杆项目”，充分彰显公司行业影响力。此外，公司通过长期高质量服务以及积极沟通，对存量管理项目实现了原地长胖。拓展了航司基地、飞行区、客舱消杀及摆渡等业务，提升了项目效益和品牌竞争力，促进航空业态后勤市场进一步开放。

表10: 新大正部分中标项目及当前在管机场

中标时间	中标项目	中标金额 (万元)
2018/10/22	福州机场物业服务	1754.1
2020/03/20	南京禄口国际机场 T2 航站楼、P2 停车楼、交通中心, T1 航站楼、P1 停车场等区域大行李手推车服务与管理项目	2340.5
2020/04/09	青岛胶东机场东航基地物业服务项目	1222.2
2020/12/29	石家庄国际机场 1、2 号航站楼和高铁候机楼卫生保洁	889.2
2021/03/30	长沙机场保洁及手推车服务外包项目二标段 T1T2 航站楼隔离区项目	1196.0
2021/06/15	深圳机场 T3 保洁服务商招选项目 (标段一: 洗手间保洁)	1583.6
2021/07/13	美兰机场二期航站楼隔离区外综合保洁服务项目	1185.1
2021/10/26	昆明长水国际机场行李手推车服务项目	953.0
2022/01/20	大兴机场公务机区域保洁、工程维修服务采购项目	612.0
2022/05/16	福州机场物业服务项目	2080.3
2023/03/08	郑州机场 2 号航站楼、GTC 及东工作区物业保洁服务项目 (二标段)	1435.0

公司目前 26 个在管机场

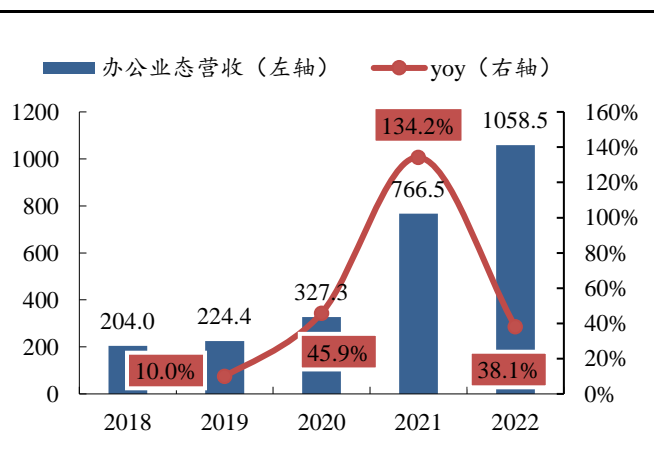
重庆江北国际机场、北京大兴国际机场、北京首都国际机场、上海虹桥国际机场、广州白云国际机场、深圳宝安国际机场、南京禄口国际机场、青岛胶东国际机场、南昌昌北国际机场、昆明长水国际机场、海口美兰国际机场、南宁吴圩国际机场、福州长乐国际机场、郑州新郑国际机场、苏南硕放国际机场、天津滨海国际机场、成都天府国际机场、珠海金湾国际机场、长沙黄花国际机场、宁波栎社国际机场、杭州萧山国际机场、温州龙湾国际机场、南通兴东国际机场、贵阳龙洞堡国际机场、石家庄正定国际机场、黑龙江牡丹江海浪机场、

数据来源: 中国招标投标公共服务平台、东吴证券研究所

2.5. 办公业态发展迅猛、公共业态聚焦交通、医养

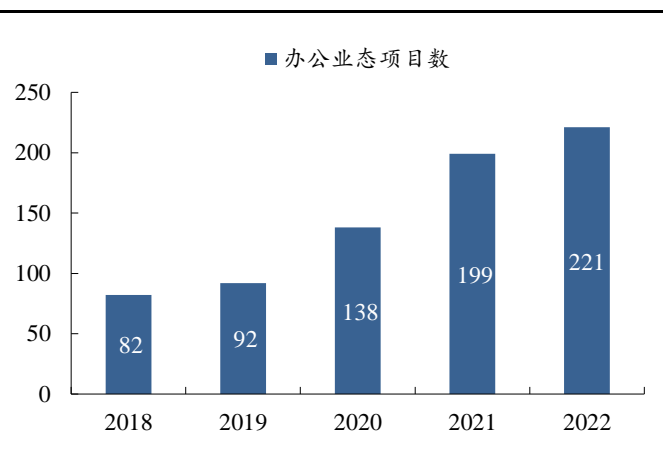
办公业态发展迅猛, 已为公司主力营收业务。2022 年, 公司办公业态营收 10.6 亿元, 在管项目 221 个。办公营收占总营业收入的比例已达 40.8%, 办公业态已成为公司营收主力来源。此外, 公司在 2021 年收购了以办公为主的四川民兴物业, 在当年带来较大的营收增长。2022 年, 该公司实现 2.7 亿元的营业收入及 1526 万元的净利润。

图38: 新大正办公业态营收及增速 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

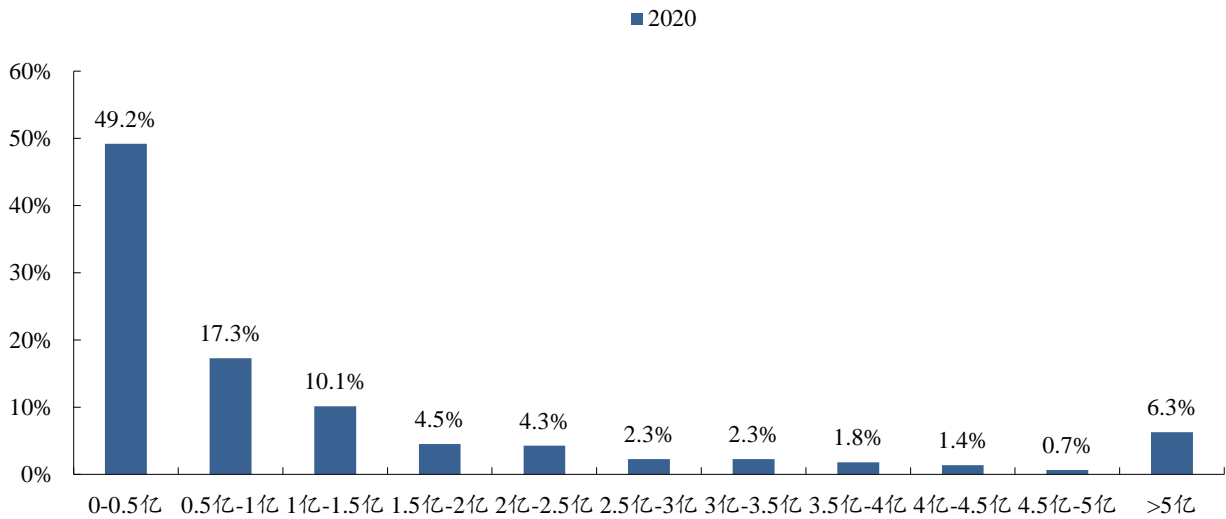
图39: 新大正办公业态在管项目数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

多年外拓取得先发优势，横向发力军队业态。2020 年公司办公业态营收达 3.3 亿元，2022 年达 10.6 亿元。根据中物研协发布的 2020 年 500 强办公物管企业营收区间分布，公司近三年的快速发展使其已位列行业领先地位。此外，公司持续发力军队业态。2020 年进入军队后勤领域；2020 年拓展 8 个军队业态项目；2021 年拓展 39 个；2022 年拓展 49 个，年合同金额 2.8 亿元。

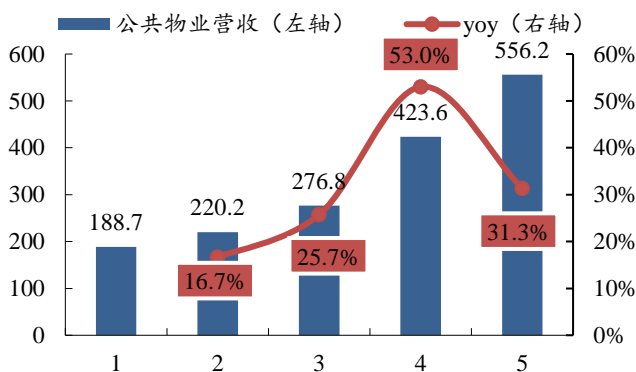
图40：2020 年 500 强办公物管企业各营收区间分布



数据来源：中物研协，东吴证券研究所

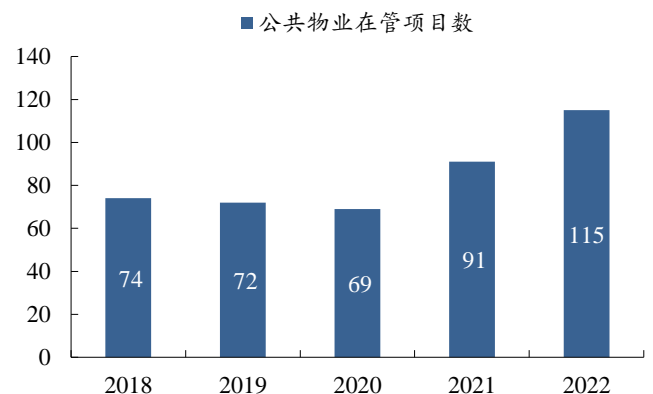
公共业态稳定增长，未来聚焦交通、医养。2022 年公司公共业态营收达到 5.6 亿元，占总营收的 21.4%。在管项目数量达到 115 个。公司前三年在管项目数量小幅下降主要是由于对项目品质持续改善，大中型优质项目数量增加，整体营收保持稳定增长。2023 年公司确定公共业态中交通、医养业态将是未来五年主要孵化的产品。2022 年公司与医养业态取得突破，全年中标 18 个医养项目，年合同额达 1.2 亿元。

图41：新大正公共业态营收及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：新大正公共业态在管项目数



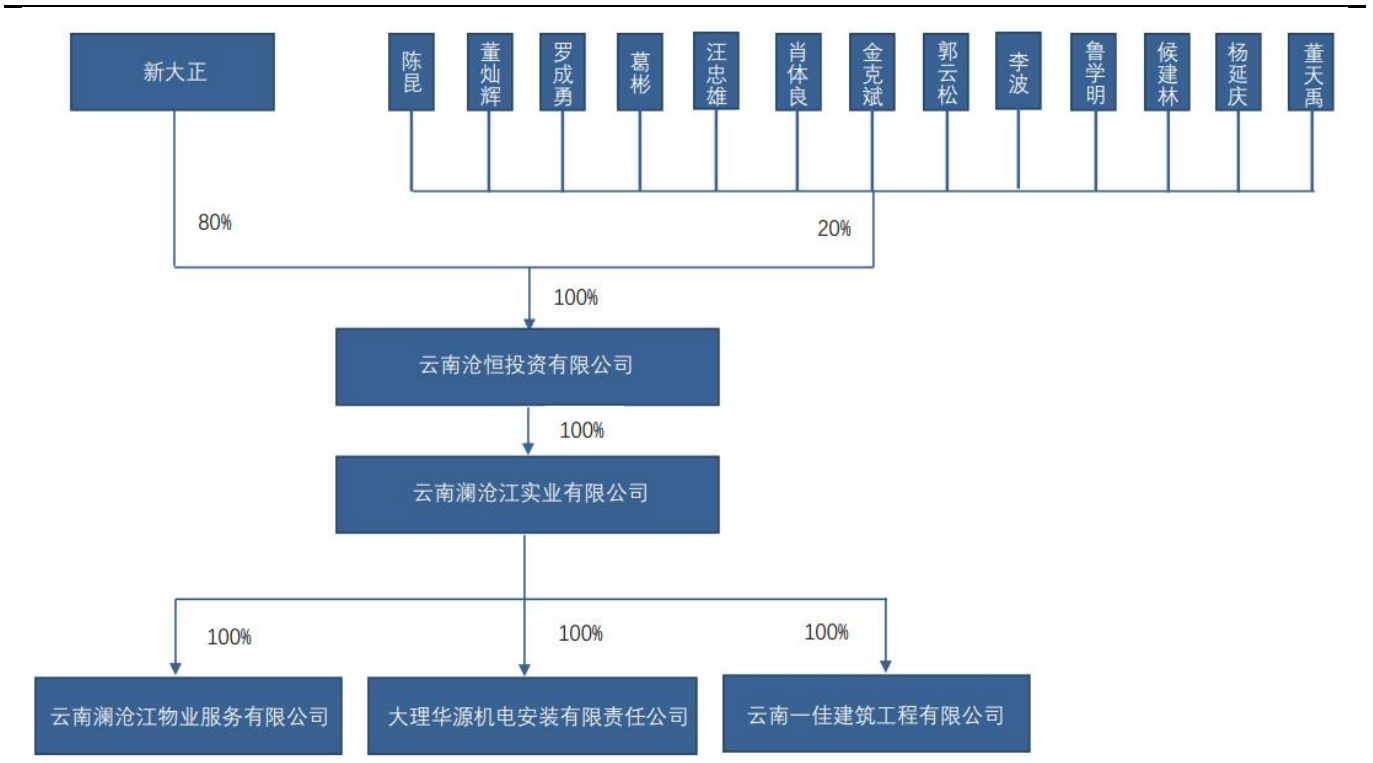
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 涉足能源物管行业，广阔市场成就公司新兴增长极

3.1. 收购标的基本情况

收购基本情况：2023年1月3日公司发布重大资产购买预案，宣布将以暂定为7.88亿元的交易作价从陈昆、董灿辉等13名自然人手中收购沧恒投资80%的股权，正式进军能源物管行业。其中，根据《资产购买协议》的约定，沧恒投资间接持有的英大保险0.9%股权以及会泽磷业41.9%股权不在本次交易的范围之内。沧恒投资全资持有云南澜沧江实业有限公司，云南澜沧江物业有限公司，云南一佳建筑工程有限公司及大理华源机电安装有限公司。以上几家子公司是沧恒投资主要承接华能水电物业服务的公司。

图43: 拟收购完成后沧恒投资股东及子公司详情



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

标的公司业务情况简介。作为主要承接业务的澜沧江实业及其子公司业务范围主要包括物业后勤，建安工程，机电检修及水情测报。除下表列示资质以外，标的公司还具备70万千瓦水轮发电机组A级检修能力，顺利完成过4台70万千瓦水轮发电机组C级检修工作，1台机组C+级检修、2台机组的扩大性B级检修工作。此外，标的公司还获得了2022中国特色物业服务领先企业——大型水电站物业服务优秀企业、2020产业园区服务领先企业等荣誉，在能源物管这一细分赛道上已形成规模效应，具备先发优势。

表11: 澜沧江实业各业务板块内容及具备资质

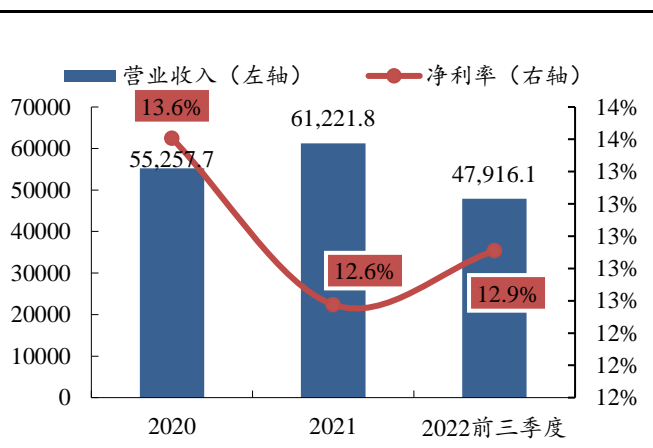
业务领域	详细业务内容	公司资质
物业后勤	水电站、火电厂、风电场、光伏发电厂工业园区、企业综合办公区物业后勤综合服务, 包括会务、就餐、安保、绿化、保洁服务, 以及职工食堂、招待所(酒店)、员工公寓运营管理	国家物业管理一级资质 中国物业管理协会理事单位 《中国物业管理》杂志协办单位
建安工程	钢结构工程施工, 房屋拆迁工程、电力工程、消防设施工程施工, 机电设备安装, 公路、园林绿化设计、施工、养护管理, 境内外水利水电工程施工	水利水电工程施工总承包二级资质 电子与智能化工程专业承包二级资质 建筑工程施工总承包三级资质 市政公用工程施工总承包三级资质 建筑机电安装工程专业承包三级资质
机电检修	水电站、风电场电力设备运行、维护检修、安装调试、计量检测、大修, 送配电设备安装、调试, 输电线路架设、维护检修, 金属结构制作安装	云南省电力承装修试行业协会理事单位 电力承修类二级、承试类三级资质 水利水电机组承修类四级资质、承试类四级资质 水工金属结构制作与安装工程专业承包三级资质 水利水电机电安装工程专业承包三级资质
水情测报	澜沧江、金沙江、瑞丽江流域水情中心、水文站、水位站、遥测雨量站运行管理, 水情测报系统施工、运行维护, 船舶修理服务	水文水资源调查评价乙级资质 信息系统集成及服务四级资质

数据来源: 澜沧江实业官网, 东吴证券研究所

3.2. 澜沧江实业财务状况及业绩承诺

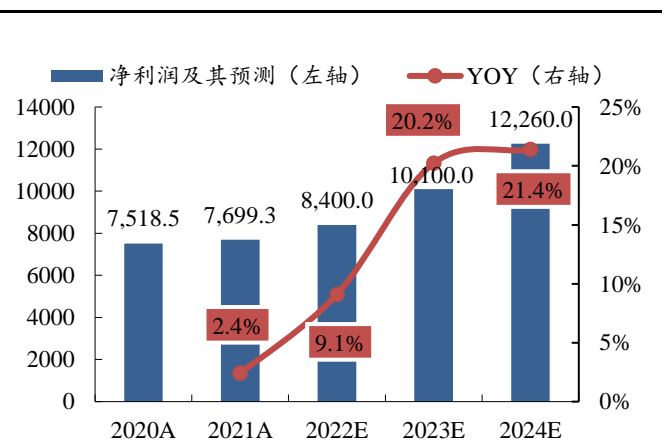
业绩补偿协议降低并购整体风险。标的公司 2021 年实现营收 6.1 亿元, 净利润 7699 万元, 净利率达 12.58%。2022 年前三季度实现营收 4.8 亿元, 净利润 6186 万元, 净利率达 12.9%。根据公司与沧恒投资管理层签订的业绩补偿协议, 标的公司从 2022 年起的三年内每年净利润不低于 8400 万元、10100 万元及 12260 万元, 增速分别为 9.1%、20.2%及 21.4%。该业绩补偿协议较好的降低了此次并购的整体风险。

图44: 澜沧江实业近三年营业收入及净利率(万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

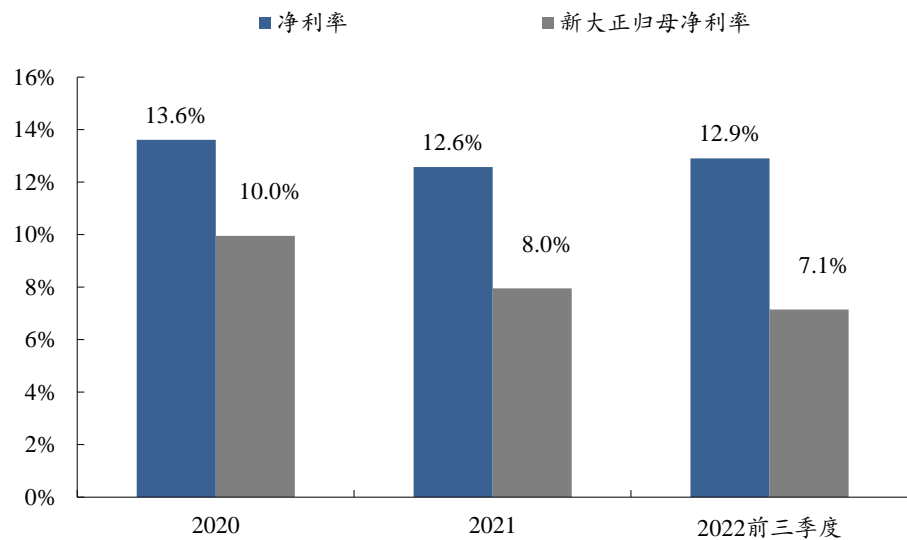
图45: 澜沧江实业净利润承诺及其增速(万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

稳定业务收入助力集团高质量发展。据华能水电的招股说明书显示，澜沧江实业成立于 2001 年，原由华能水电员工持股会全资持股。后根据相关文件以及主辅业分离的要求，澜沧江实业 100% 股权在 2014 年被转让给了沧恒投资，转让价格为 1.082 亿元。而后标的公司坚持服务重点领域大客户的发展战略，与华能集团深度融合，建立了长期稳固的战略合作关系。标的公司目前为华能水电 17 个水电站及各类光伏、风电新能源电站提供服务，在管面积稳定。标的公司近三年净利率分别为 13.61%、12.58% 及 12.91%，显著高于尚处于扩张阶段的新大正的净利率。在并购完成后标的公司将给新大正带来稳定的现金流入及净利率的增长。

图46：澜沧江实业近三年净利率详情



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 分期支付缓解资金压力，对赌协议控制并购风险

分期支付收购费用缓解资金压力。公司重大资产收购预案中披露了 5 期分期付款的详细内容。前两期分期付款金额总计 3.56 亿元，而公司截至 2022 年末持有货币资金 6 亿元，对于公司现金流压力较小。随后三期进度款皆于协议内对标的公司的法律及运营状况提出了要求，我们合理预计后三期进度款可以由公司非公开发行股票发行募集资金或标的公司归属于母公司净利润覆盖。

表12: 分期支付细节及付款要求

期数	款项金额 (万元)	占总支付 金额比例	支付时间	支付要求
首期进度款	5596	7.1%	资产购买协议生效后, 标的资产变更登记至新大正名下前	
第二期进度款	30000	38.1%	在本次交易的标的资产变更登记至新大正名下后的5个工作日内	
第三期进度款	9708	12.3%	在非公开发行股票发行募集资金到账后的5个工作日内或于交割日后第5个月的月末	根据公司诉讼案件宣判结果决定是否需要将款项转至共同开立的银行监管账户内
业绩承诺期进度款	6472*3期	8.2%*3	在每个业绩承诺年度的次年4月30日, 或于会计师事务所对标的公司进行审计并出具标准无保留意见的各年度审计报告后10个工作日内	根据标的公司是否完成业绩承诺及应收款回款承诺决定是否按时支付每期款项
尾款	14080	17.9%	在新大正指定的会计师事务所对标的公司2024年度进行审计并出具标准无保留意见的审计报告后10个工作日内	根据协议约定的综合续约率决定尾款支付的比例

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

完善的约束及激励条约力促并购后标的公司达到预期。 根据公司披露的重大资产购买预案, 公司与标的公司管理层签订了极为详细的约束及激励条约, 较好的保证了并购后标的公司的稳健发展。其中关于综合续约率的要求较好的保证了标的公司在被收购后能够长期稳定的继续获得华能水电旗下水电站物管业务。

表13: 新大正与标的公司交易协议中约束及激励详情

约束/激励	各约束及激励措施内容	惩罚及激励方式
净利润要求	业绩承诺期内三年归属于标的公司股东的净利润分别不低于8,400万元、10,100万元、12,260万元。承诺净利润累计数为30,760万元	业绩承诺人当期应补偿金额=(截至当期期末承诺净利润累计数-截至当期期末实际净利润累计数)÷承诺净利润累计数×交易对价-已补偿金额
应收账款回款率要求	业绩承诺期内三年已到账期的应收款的回款率应达到93%	业绩承诺期内任意一年回款率未达到93%, 新大正有权暂扣与已到帐期末收回应收款等额的第四期业绩承诺期进度款
综合续约率要求	分期支付最后一期尾款对综合续约率, 即2025年年度合同金额除以2024年年度合同金额的百分比, 提出了要求	若标的公司综合续约率大于或等于80%, 则尾款支付比例为100%; 若标的公司综合续约率小于80%且大于或等于70%, 则尾款支付比例为50%; 若标的公司综合续约率小于70%, 则尾款支付比例为0
核心管理层竞业协议要求	标的公司与确认的核心经营管理人员签订在劳动合同期间以及离职后两年内不竞争的《竞业禁止协议》。 在竞业禁止期间, 前述人员应严格按照法律规定及诚实信用的原则, 严格履行禁止同业竞争及竞业禁止的义务, 未经公司同意, 不得通过任何形式自营或者为他人经营与标的公司及其子公司相同或类似的业务; 不得通过直接或间接控制的其他经营主体从事该等业务; 不得在其他与标的公司及其子公司存在相同或类似主营业务的公司任职或兼职(包括担任任何形式的顾问)。	因从事或开展该等业务所得的利润, 应由交易对方全部补偿给上市公司, 且应向标的公司承担违约责任。

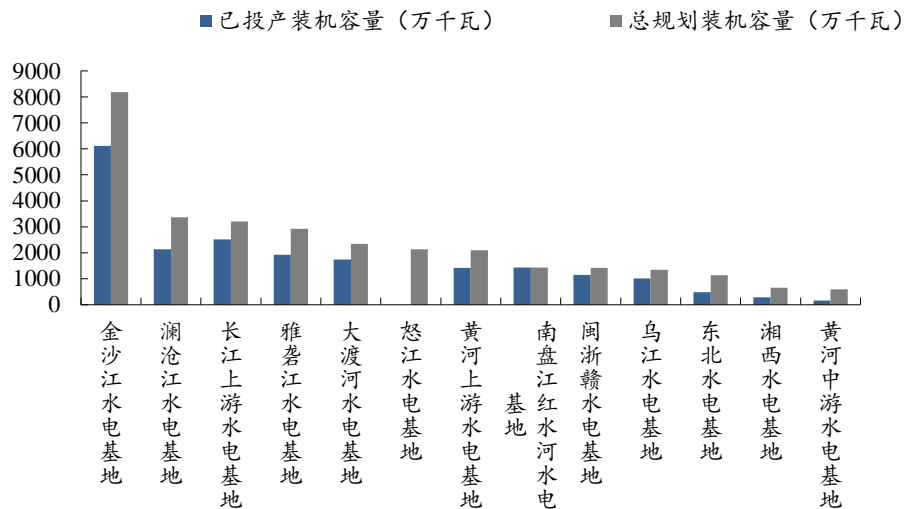
超额业绩回报奖励 标的公司实现的实际净利润累计数超过承诺净利润累计数，则标的公司将向标的公司届时的经营管理团队给予一定的现金奖励或新大正直接对标的公司自行提出的核心员工名单实施股权激励 以上两种方式标的公司管理层有权择一行使 新大正将向标的公司届时的经营管理团队给予一定的现金奖励，奖励金额为超额完成业绩的 40%，且不超过本次交易标的资产最终交易价格的 20%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 区位优势带来广阔市场，并购完成有望实现快速拓展

澜沧江水电基地水电资源富集程度名列全国前茅。根据国家能源局披露的 2022 年全国电力工业统计数据，全国水力发电装机容量共 41350 万千瓦。其中我国水资源最富集的 13 大水电基地已投产装机容量共 20371.6 万千瓦，占比 49.3%。13 大水电基地中澜沧江实业主要服务的华能水电享有澜沧江全流域干流水电开发权。澜沧江水电基地截至 2022 年末已投产装机容量 2135 万千瓦，位列 13 大基地中第三；总规划装机容量 3370.6 万千瓦，位列第二。由此可见澜沧江流域较为富集的水电资源给与澜沧江实业较大的能源物管市场，这也是澜沧江实业能够成为国内为数不多的规模能源物管企业的首要原因。其余规模能源物管企业有服务金沙江水电基地及长江上游水电基地的长江三峡实业等。

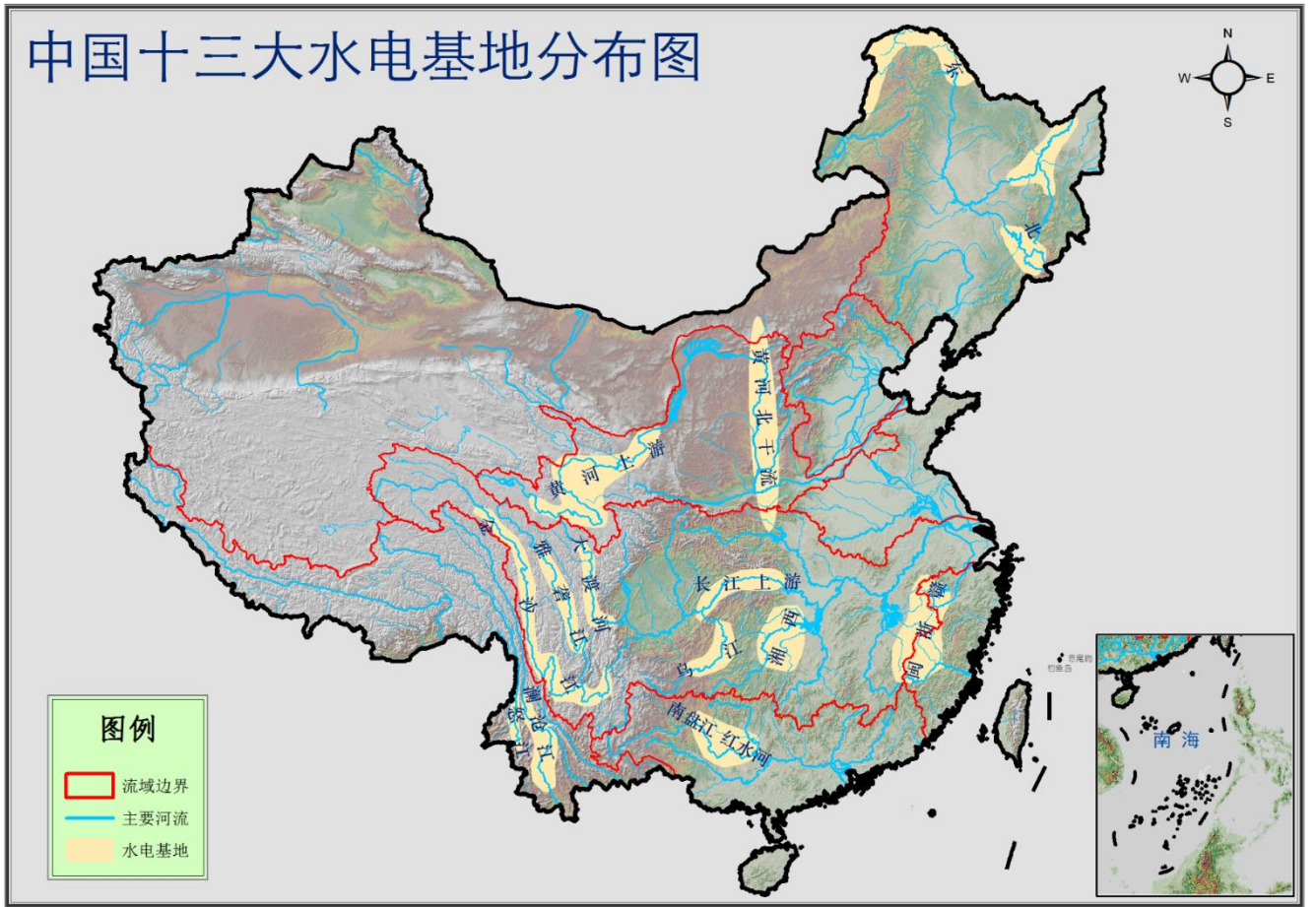
图47：我国 13 大水电基地已投产装机容量及总规划装机容量



数据来源：水利部，国家发展和改革委员会，北极星电力网，东吴证券研究所

西南地区水力资源优秀，公司有望实现能源物管市场拓展。西南地区水电资源十分丰富，除澜沧江水电基地主要位于云南省外，怒江水电基地同样位于云南省。金沙江水电基地部分位于云南省，雅砻江水电基地位于四川省，南盘江红水河位于贵州省。以上五个主要位于西南地区的水电基地规划装机容量占总规划装机容量的 58.5%。新大正完成收购后，标的公司有望凭借已存在的先发优势，上市公司带来的品牌、资金优势快速向周边水电基地进行拓展。

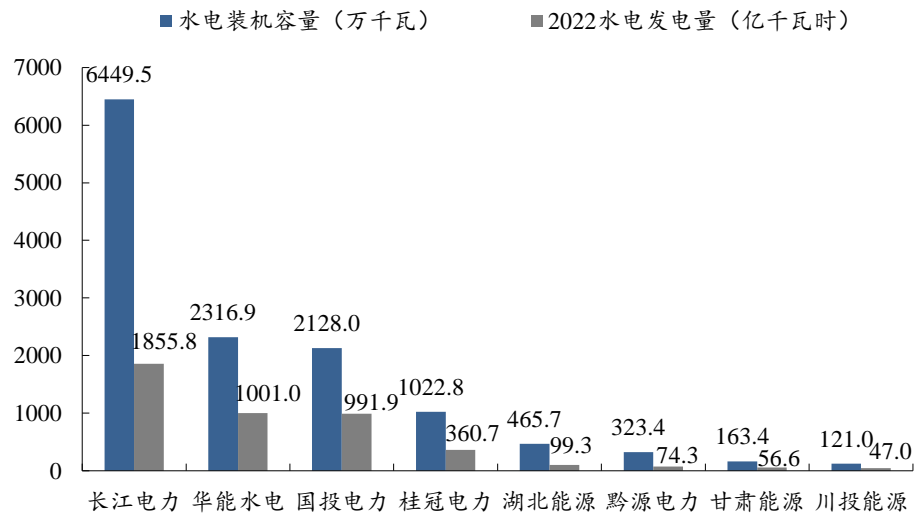
图48: 中国 13 大水电基地分布图



数据来源: 水利部, 国家发展和改革委员会, 东吴证券研究所

服务上市公司具备体量优势。2022 年华能水电装机容量及发电量分别为 2316.9 万千瓦、1001 亿千瓦时, 规模位于全国水电上市公司第二。

图49: 2022 年全国前八大水电上市公司装机容量及发电量详情



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

华能水电积极建设新能源基地，标的公司市场广阔。根据华能水电 2021 年披露的关于开展澜沧江上游西藏段项目前期工作的公告，公司计划在澜沧江上游西藏段打造水光互补大型清洁能源基地。计划打造装机容量共 975.6 万千瓦水电站，装机容量共 1000 万千瓦光伏电站，预计至 2035 年全部投产。此外，位于澜沧江上游段及中下游段的托巴水电站及橄榄坝水电站分别将于 2025 年、2028 年投产，装机容量分别为 140、19.5 万千瓦。

再造一条澜沧江。根据华能水电公开披露的资料，“十五五”末，澜沧江流域一体化基地总装机规模将超过 5500 万千瓦，其中水电装机超 3300 万千瓦，新能源装机约 2200 万千瓦。华能澜沧江水电股份有限公司党委书记、董事长袁湘华介绍：“后续我们计划充分发挥糯扎渡、小湾水电站多年调节库容和如美水电站年调节库容，结合流域存量水电扩机、抽水蓄能电站建设，配套再开发流域新能源 3800 万千瓦，最终形成超过 4000 万千瓦水电装机、6000 万千瓦新能源装机，实现再造一条澜沧江。”对于与华能水电长期合作的澜沧江实业来说，未来发展空间十分广阔。

表14：华能水电各在管水电站详情

水电站	装机容量（万千瓦）	梯级	目前状态	投产/预计投产时间	项目持股比例（%）
侧格水电站	12.9		规划	预计 2035 投产	100
约龙水电站	12.9		规划	预计 2035 投产	100
卡贡水电站	24		规划	预计 2035 投产	100
班达水电站	150	澜沧江	规划	预计 2035 投产	100
如美水电站	260	上游西	筹建	预计 2035 投产	100
邦多水电站	72	藏段	规划	预计 2035 投产	100
古学水电站	210	（一库	规划	预计 2035 投产	100
曲孜卡水电站	40.5	八级）	规划	预计 2035 投产	100
向达水电站（支流）	6.6		暂停		
林场水电站（支流）	7.2		暂停		
古水水电站	220		筹建		100
乌弄龙水电站	99	澜沧江	投产	2019.07	100
里底水电站	42	上游云	投产	2019.05	100
托巴水电站	140	南段	在建	预计 2025 投产	100
黄登水电站	190	（一库	投产	2019.01	100
大华桥水电站	92	七级）	投产	2019.01	100
苗尾水电站	140		投产	2018.06	100
功果桥水电站	90	澜沧江	投产	2017.06.30 及以前	100
小湾水电站	420	中下游	投产	2017.06.30 及以前	100
漫湾水电站	167	段（两	投产	2017.06.30 及以前	100
大朝山水电站	135	库八	投产	2017.06.30 及以前	10
糯扎渡水电站	585	级）	投产	2017.06.30 及以前	100

景洪水电站	175	投产	2017.06.30 及以前	100
橄榄坝水电站	19.5	筹建	预计 2028 投产	100
勐松水电站	60	预备		100
龙开口水电站	180	投产	2017.06.30 及以前	95
瑞丽江一级水电站	60	投产	2017.06.30 及以前	40
徐村水电站	8.58	投产	2017.06.30 及以前	100
南果河水电站	1.6	投产	2017.06.30 及以前	90
老王庄水电站	0.96	投产	2017.06.30 及以前	100
牛栏沟水电站	2.48	投产	2017.06.30 及以前	51
丰甸河水电站	1.26	投产	2017.06.30 及以前	100
妥洛河水电站	3	投产	2017.06.30 及以前	100
觉巴水电站	3	投产	2017.06.30 及以前	100
果多水电站	16	投产	2017.06.30 及以前	66
金沙江中游	558.92	投产	2017.06.30 及以前	23
桑河二级水电站	40	投产	2018.10	100
野猫山风电站	4.95	投产	2017.06.30 及以前	100
杨家房风电站	3.6	投产	2017.06.30 及以前	100
白鹤厂风电站	4.95	投产	2017.06.30 及以前	100
石林光伏	1	投产	2017.06.30 及以前	70
石林光伏二期	9	投产	2017.06.30 及以前	70
澜沧江上游西藏段光伏项目	1000	规划	2035 年投产	100

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测与估值

预测假设：公司各业态营收等于各业态项目数乘以平均项目单价；公司对沧恒投资收购顺利进行，总营收等于五大业态营收加水电站物管营收；航空及学校业态作为公司重点发展业态项目数增速及平均项目单价增速较快。

办公业态：办公业态营收作为公司营收最高的业态，2022 年占总营收 40.8%。2022 年公司重点发力军队业态，我们预计未来三年项目数量分别为 248、270 及 294 个；未来三年项目单价分别为 535.9、589.5 及 648.5 万元。因此办公业态营收分别为 13.3、15.9 及 19.1 亿元，三年增速分别为 25.6%、19.8%及 19.8%。

航空业态：公司计划今年重点发展航空业态，由于2022年特别是2022年下半年航空受疫情影响大量招投标项目发生延后，我们预计今年将有较大反弹。我们预计未来三年项目数量分别为29、34及41个；未来三年项目单价分别为1197.9、1317.7及1491.7万元。因此航空业态营收分别为3.5、4.5及6.1亿元，三年增速分别为26.2%、29.0%及36.5%。

公共业态：作为公司营收第二高的业态，我们预计公司今年在摆脱疫情影响后公共业态能够保持稳定增长。我们预计未来三年项目数量分别为139、163及192个；未来三年项目单价分别为508.4、532.2及557.3万元。因此公共业态营收分别为7.1、8.7及10.7亿元，三年增速分别为27.0%、22.8%及23.3%。

学校业态：公司计划今年重点发展学校业态，我们预计疫情退去后公司学校业态将获得较快增长。我们预计未来三年项目数量分别为95、110及131个；未来三年项目单价分别为496.5、546.2及600.8万元。因此学校业态营收分别为4.7、6.0及7.9亿元，三年增速分别为25.9%、27.4%及31.0%。

商住业态：公司商住业态之前5年一直在经历项目整合，项目数量有所减少，项目单价得到提升。我们预计2023年这一趋势得以保持，未来三年项目数量分别为62、58及56个；未来三年项目单价分别为558.8、622.8及688.1万元。因此商住业态营收分别为3.5、3.6及3.9亿元，三年增速分别为4.3%、4.3%及6.7%。

水电站业态：根据沧恒投资管理层做出的未来三年8400、10100及12260万元的净利润承诺以及预计标的公司净利率保持在13.1%左右，我们预计水电站业态未来三年营收分别为7.8、9.4及11.0亿元，三年增速分别为19.3%、20.5%及17.4%。

综上所述我们可以得到公司未来三年的总营收分别为35.9、48.1及58.6亿元，三年增速分别为38.2%、33.9%及21.9%。我们预测未来三年营业成本分别为29.4、39.2及47.6亿元，因此未来三年毛利率分别为18.1%、18.5%及18.8%。

表15：新大正营收及毛利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
办公营收	766.5	1058.5	1329.1	1591.7	1906.5
YOY	134.2%	38.1%	25.6%	19.8%	19.8%
航空营收	238.6	275.3	347.4	448.0	611.6
YOY	44.9%	15.4%	26.2%	29.0%	36.5%
公共营收	423.6	556.2	706.6	867.6	1069.9
YOY	53.0%	31.3%	27.0%	22.8%	23.3%
学校营收	332.5	374.7	471.7	600.8	787.0
YOY	30.4%	12.7%	25.9%	27.4%	31.0%
商住营收	326.3	332.1	346.4	361.2	385.4
YOY	11.0%	1.8%	4.3%	4.3%	6.7%
水电站营收	612.2	651.2	776.9	935.9	1098.5

YOY	10.8%	6.4%	19.3%	20.5%	17.4%
总营收	2087.5	2596.8	3589.7	4805.2	5858.9
YOY	58.4%	24.4%	38.2%	33.9%	21.9%
营业成本	1698.4	2177.8	2941.1	3918.6	4757.4
YOY	63.9%	28.2%	35.0%	33.2%	21.4%
毛利润	389.1	419.0	648.6	886.6	1101.5
YOY	38.1%	7.7%	54.8%	36.7%	24.2%
毛利率	18.6%	16.1%	18.1%	18.5%	18.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

由于新大正专注于非住物业，我们选取业务范围囊括较多非住业态且非住业态规模于业内领先的5家上市公司作为可比公司进行比较。新大正2023年PE仅为16.3倍，较可比公司20.5倍的均值偏低，鉴于公司在完成对沧恒投资的并购后将踏入能源物管行业，构建较高技术壁垒，每年获得可观现金回报，我们认为可以给予其20.5倍PE估值，对应股价为24.0元/股。

表16: 可比公司估值

代码	公司名称	收盘价截止 2023/4/28 (元/股)	EPS				PE				EPS 3年 CAGR
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
2896.HK	绿城服务	4.2	0.17	0.22	0.27	0.33	27.5	19.2	15.7	12.8	24.7%
2669.HK	中海物业	7.6	0.39	0.50	0.64	0.81	21.0	15.3	11.9	9.4	27.6%
2602.HK	万物云	31.0	1.40	1.77	2.28	2.66	34.2	17.5	13.6	11.7	23.9%
001914.SZ	招商积余	15.5	0.56	0.73	0.90	1.09	27.5	21.3	17.3	14.2	24.9%
1209.HK	华润万象生活	36.5	0.97	1.25	1.57	1.92	36.6	29.2	23.2	19.0	25.6%
	平均值						29.4	20.5	16.3	13.4	
002968.SZ	新大正	19.0	0.81	1.17	1.59	2.04	23.4	16.3	12.0	9.3	36.1%

备注：除新大正外，其余可比公司均使用2023年4月28日Wind一致预测（180天数据）。收盘价及相关数据的货币单位均为人民币，港币兑人民币汇率为0.88。

数据来源：东吴证券研究所

4.2. 投资建议

公司作为独立第三方非住物管龙头企业，航空、学校业态处于行业龙头地位。我们预计公司全国化布局逐渐完善后整体利润水平将会企稳回升。我们预计2023/2024/2025年营收为35.9/48.1/58.6亿元；归母净利润为2.7/3.6/4.7亿元；对应的EPS分别为1.17/1.59/2.04元/股。我们选取业内典型物管企业作为可比公司进行估值，2023年平均PE为20.5倍。鉴于公司在完成对沧恒投资的并购后将踏入能源物管行业，构建较高技术壁垒，每年获得可观现金回报，我们给予公司2023年20.5倍PE估值，对应目标价为24.0元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

收并购进程、投后管理不及预期。公司对于沧恒投资的并购仍在推进过程中，并购是否成功仍不确定。完成并购后也可能存在沧恒投资高管离职、华能水电项目在管面积不及预期、华能水电自身发展不及预期的情况。

市场竞争激烈，外拓不及预期。公司计划今年重点发展航空及学校业态，但公司已为航空物管龙头，学校物管市场竞争激烈，外拓可能不及预期。

新拓项目数量较多，利润率水平不及预期。公司仍处于全国化布局的过程中，新拓项目毛利率水平较低可能导致整体利润率水平不及预期。

新大正三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,236	867	1,124	1,305	营业总收入	2,598	3,590	4,805	5,859
货币资金及交易性金融资产	600	100	82	155	营业成本(含金融类)	2,178	2,941	3,919	4,757
经营性应收款项	495	620	864	969	税金及附加	16	23	31	38
存货	3	5	2	7	销售费用	35	61	82	99
合同资产	0	0	0	0	管理费用	191	273	370	451
其他流动资产	137	142	176	174	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	434	1,024	1,171	1,472	财务费用	-6	-8	-1	0
长期股权投资	16	534	599	804	加:其他收益	24	33	45	62
固定资产及使用权资产	193	216	238	266	投资净收益	-1	1	1	1
在建工程	22	27	37	44	公允价值变动	3	1	3	3
无形资产	6	6	5	7	减值损失	10	5	6	9
商誉	70	102	135	170	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	222	340	459	589
其他非流动资产	124	135	153	177	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,670	1,891	2,295	2,777	利润总额	222	339	459	588
流动负债	506	514	598	642	减:所得税	36	55	75	96
短期借款及一年内到期的非流动负债	22	24	25	27	净利润	186	284	384	492
经营性应付款项	129	139	188	197	减:少数股东损益	0	17	20	26
合同负债	35	36	38	43	归属母公司净利润	186	267	364	467
其他流动负债	320	316	347	375	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	1.17	1.59	2.04
非流动负债	33	30	29	26	EBIT	214	320	442	567
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	240	350	479	608
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.18	18.07	18.45	18.80
租赁负债	19	15	14	11	归母净利率(%)	7.15	7.45	7.57	7.96
其他非流动负债	14	14	14	14	收入增长率(%)	24.41	38.17	33.86	21.93
负债合计	539	544	626	668	归母净利润增长率(%)	11.80	44.00	36.03	28.32
归属母公司股东权益	1,117	1,316	1,618	2,032					
少数股东权益	14	31	51	77					
所有者权益合计	1,131	1,347	1,669	2,109					
负债和股东权益	1,670	1,891	2,295	2,777					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	90	190	224	467	每股净资产(元)	4.87	5.74	7.06	8.87
投资活动现金流	-81	-619	-180	-338	最新发行在外股份(百万股)	229	229	229	229
筹资活动现金流	-78	-71	-63	-55	ROIC(%)	16.35	20.92	23.93	24.60
现金净增加额	-70	-500	-18	74	ROE-摊薄(%)	16.63	20.32	22.48	22.97
折旧和摊销	26	31	36	41	资产负债率(%)	32.28	28.78	27.29	24.06
资本开支	-41	-92	-101	-113	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.44	16.28	11.97	9.33
营运资本变动	-116	-119	-187	-55	P/B(现价)	3.90	3.31	2.69	2.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

