

中信证券研究部



陈聪
 首席基地产业
 分析师
 S1010510120047



张全国
 地产分析师
 S1010517050001



联系人：李金哲

核心观点

公司身处大市场，以低市占率起步，积极引入行业一流人才，应用科技赋能，提高甲方满意度，核心增长潜能指标，即开发新业务合同总金额年同比增长约 50%。我们相信，一个新的全国性品牌公建物业服务商正在养成。

■ **公司业绩稳健。**公司 2019 年实现营业收入 10.6 亿元，同比增长 19%，实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 19%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 1.31%。

■ **公司开发新业务合同总金额同比增长约 50%，创历史新高，预计 20%-30% 的营业收入增速有较强确定性。**公司披露，2019 年新增业务合同总金额超过 6 亿元，合同签约期 1-3 年不等。如果我们假设合同平均期限为两年，这意味着未来两年公司每年的营收增长（不考虑存量合同挖潜，也不考虑 2020 年后还会有当年新签，当年产生收入的合同）能达到 3 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的近 30%。我们因此认为，公司在财务预算报告中提到预计 2020 年 20%-30% 的营业收入增速，是有充分依据的。

■ **从单一类别服务走向综合服务，从多业态并重走向聚焦重点。**公司对大量单一类保洁或保安项目撤场（占撤场项目的 60%），并通过业务板块的拆分、重组，划分了新的五大业态，即学校物业、公共物业、航空物业、办公物业和商住物业，重点发展学校物业、航空物业等具备很强竞争优势的领域。在主要的业务领域，公司努力提供综合性，品牌化服务。我们预计，公司品牌粘性将会持续提高，服务定价能力有望逐渐增强。

■ **运用科技赋能，将效率提升转化为甲方满意，维持合理盈利能力，实践长期主义。**我们注意到，公司将智慧化运用于实地服务场景，提高服务质量和效率。在公司效率提升的情况下，公司毛利率维持高度稳定。公司人工成本占综合物业管理服务，专项物业管理服务和增值服务的总成本占比都在下降，但仍处于 88%、91% 和 45% 的高位。这意味着公司还有巨大的科技赋能，提质增效空间，也意味着公司倾向于将效率提升反哺以推动服务满意度提升，扩大品牌护城河，而不是去在短期推动盈利能力上行。

■ **风险提示：**公司在 2019 年政府补助有大幅增长，其中核心部分是稳岗返还，并形成大笔非经常性损益。在稳就业的背景下，我们预计相关补助的支持力度不会下降。但毕竟这类补贴具备不确定性，在长期来看存在波动的风险。

■ **走向优质服务，走向知名品牌，走向全国布局，建议分享公司成长的红利。**表面来看，公司的业绩增速并不算太高，但衡量公司长期增长潜能的指标，即新业务签约合同金额同比增速达到 50%。而且，公司不仅在业态方面重点更加突出，经营区域也突破重庆一地，重庆以外区域的营收已经占到 2019 年总营收 24%。强增长潜能背后是试图提升品牌竞争力的长期布局，包括业内最优秀人才的引入和持续科技应用。我们认为未来几年公司毛利率仍将保持高度稳定，但服务满意度会持续提高，这将为公司营收增速逐渐加快打下坚实基础。我们给予公司 2020/2021/2022 年 1.78/2.43/3.30 元/股的盈利预测（原预测数据 20/21 为 1.86/2.32 元，2022 年为新增），给予公司 2021 年 35 倍 PE，即 85.05 元/股的目标价格，维持公司“买入”的投资评级。

新大正	002968
评级	买入（维持）
当前价	64.50 元
目标价	85.05 元
总股本	72 百万股
流通股本	18 百万股
52 周最高/最低价	75.09/38.53 元
近 1 月绝对涨幅	7.14%
近 6 月绝对涨幅	141.03%
近 12 月绝对涨幅	141.03%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	885.8	1,054.6	1,339.7	1,754.6	2,368.7
营业收入增长率	15.4%	19.1%	27.0%	31.0%	35.0%
净利润(百万元)	88.1	104.5	127.9	174.3	236.1
净利润增长率	24.7%	18.6%	22.4%	36.3%	35.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.23	1.46	1.78	2.43	3.30
毛利率%	21.24%	21.14%	21.31%	21.51%	21.51%
净资产收益率 ROE%	32.8%	13.9%	15.3%	18.2%	21.1%
每股净资产 (元)	3.74	10.52	11.68	13.36	15.62
PE	52.5	44.2	36.1	26.5	19.6
PB	17.2	6.1	5.5	4.8	4.1

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	886	1,055	1,340	1,755	2,369
营业成本	698	832	1,054	1,377	1,859
毛利率	21.24%	21.14%	21.31%	21.51%	21.51%
营业税金及附加	6	7	8	11	15
销售费用	13	17	23	33	45
营业费用率	1.51%	1.64%	1.71%	1.87%	1.90%
管理费用	69	80	101	130	173
管理费用率	7.73%	7.60%	7.50%	7.40%	7.30%
财务费用	1	1	(6)	(8)	(9)
财务费用率	0.11%	0.09%	-0.47%	-0.46%	-0.39%
投资收益	(0)	1	0	0	0
营业利润	104	124	151	204	277
营业利润率	11.69%	11.73%	11.24%	11.65%	11.71%
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	2	2	1	2
利润总额	104	122	150	204	276
所得税	16	17	21	29	39
所得税率	15.12%	14.05%	14.05%	14.05%	14.05%
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属于母公司股东的净利润	88	104	128	174	236
净利率	9.94%	9.91%	9.54%	9.93%	9.97%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	104	122	150	204	276
所得税支出	-16	-17	-21	-29	-39
折旧和摊销	7	8	10	10	10
营运资金的变化	15	-66	44	-14	-37
其他经营现金流	3	4	-1	-4	-3
经营现金流合计	114	51	182	168	207
资本支出	-56	-27	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
其他投资现金流	1	1	-11	-15	-20
投资现金流合计	-55	-26	-11	-14	-19
发行股票	0	448	0	0	0
负债变化	49	37	0	0	0
股息支出	-54	-44	-44	-54	-74
其他融资现金流	-2	-97	6	8	9
融资现金流合计	-7	344	-38	-46	-65
现金及现金等价物净增加额	51	369	133	107	123

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	246	618	751	858	981
存货	0	1	1	1	1
应收账款	70	139	132	180	263
其他流动资产	41	69	64	92	130
流动资产	358	826	947	1,131	1,375
固定资产	95	123	113	103	93
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1	2	2	2	2
其他长期资产	44	44	55	69	89
非流动资产	141	169	170	175	184
资产总计	498	995	1,117	1,305	1,559
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	10	37	47	61	83
其他流动负债	188	195	223	276	345
流动负债	198	232	270	337	427
长期借款	31	0	0	0	0
其他长期负债	0	8	8	8	8
非流动性负债	31	8	8	8	8
负债合计	229	240	278	345	436
股本	54	72	72	72	72
资本公积	81	497	497	497	497
归属于母公司所有者权益合计	268	754	837	957	1,119
少数股东权益	1	1	2	3	5
股东权益合计	269	755	839	960	1,124
负债股东权益总计	498	995	1,117	1,305	1,559

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.41%	19.05%	27.03%	30.97%	35.00%
营业利润增长率	18.28%	19.44%	21.71%	35.82%	35.63%
净利润增长率	24.66%	18.60%	22.40%	36.29%	35.47%
毛利率	21.24%	21.14%	21.31%	21.51%	21.51%
EBITDA Margin	12.61%	12.46%	11.40%	11.68%	11.64%
净利率	9.94%	9.91%	9.54%	9.93%	9.97%
净资产收益率	32.85%	13.86%	15.28%	18.21%	21.10%
总资产收益率	17.67%	10.49%	11.44%	13.35%	15.14%
资产负债率	45.96%	24.15%	24.89%	26.44%	27.94%
所得税率	15.12%	14.05%	14.05%	14.05%	14.05%
股利支付率	61.01%	42.52%	42.52%	42.52%	42.52%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。