

扩张加速, 成效显著

——2021 年半年报点评

扩张加速带来营收与利润高增长。2021 上半年公司实现营业收入 9.0 亿元, 同比增长 58.0%; 实现归母净利润 7438.6 万元, 同比增长 38.4%, 收入和净利润的增速中枢均有大幅提升。净利润较营收增速低的主要原因是公司加大了拓展力度, 一方面由于大量新项目的进场, 导致公司毛利率较 2020 年略有下降, 另一方面, 由于公司加大了对优秀人才的引进力度以及股权激励摊销费用的增长, 管理费用同比增长 38.0%。

强化航空学校物业优势, 办公和公建物业加速成长。2021 上半年公司在初步完成重点中心城市建设的基础上, 在各个业态的项目拓展上均取得不错的成绩。公司在办公、公建、航空和学校物业上分别实现收入增长 130.8%、52.4%、31.3%和 27.9%。公司在办公和公共物业赛道分别加大军队项目、轨道交通项目等新项目类型的拓展; 而在航空、学校两个公司较为成熟和优势的赛道则进一步拓展了相关增值服务。今年 7 月公司中标的国家体育总局冬季运动管理中心项目承担了 2022 年北京冬奥会的备战参赛任务, 承担国家级场馆的物业项目将帮助公司进一步提升市场影响力。

全国化扩张成效显著。随着公司业务全国化深入推进以及各层级人才的引进, 重点中心城市的建设和打造已初具成效, 公司服务范围也实现进一步扩张: 从主营业务收入构成来看, 非重庆区域收入达到 4.3 亿元, 占比从 2020 上半年的 30.8%提升至 2021 上半年的 47.7%。从增量合同额来看, 2021 上半年公司新拓展项目中标总金额约 8 亿元, 其中 80%以上的拓展量在重庆以外区域市场。

维持盈利预测和买入评级。我们预计公司 2021-2023 年公司 EPS 为 1.15/1.63/2.18 元。根据 FCFE 估值, 目标价为 59.09 元/股, 对应 2021-2023 年 PE 分别为 51/36/27 倍。

风险提示: 1、公司全国布局受阻导致业绩增长不及预期; 2、收购市场竞争激烈, 公司未能找到合适标的导致业绩增长不及预期; 3、扩张期间费用率过高。

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,318	1,942	2,949	4,231
增长率(%)	25.0	47.3	51.9	43.5
净利润(百万元)	131	185	261	349
增长率(%)	25.6	40.9	41.0	34.0
ROE(%)	15.5	18.9	22.3	24.7
EPS(元/股, 摊薄)	0.82	1.15	1.63	2.18
P/E(倍)	55.5	39.4	27.8	20.8

新大正 (002968)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号: S1440519120002

SFC 中央编号: BPU491

发布日期: 2021 年 07 月 22 日

当前股价: 45.40 元

目标价格 6 个月: 59.09 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	1.79/0.85	-2.79/-5.37	-5.09/-12.37
12 月最高/最低价 (元)			75.0/40.23
总股本 (万股)			16,277.55
流通 A 股 (万股)			6,968.39
总市值 (亿元)			73.9
流通市值 (亿元)			31.64
近 3 月日均成交量 (万股)			60.38
主要股东			
王宣			28.64%

股价表现



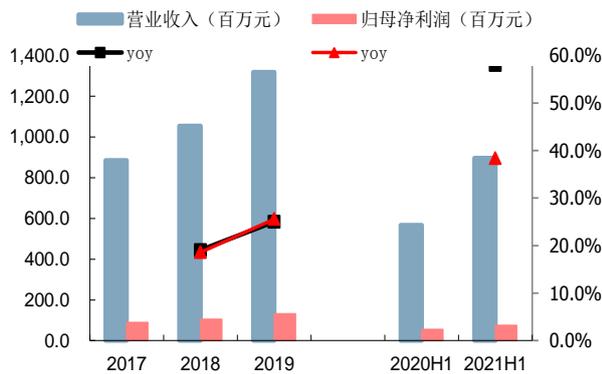
相关研究报告

21.07.07	【中信建投房地产】新大正(002968): 半年报业绩靓丽, 全国化布局成效显著
21.04.20	【中信建投房地产】新大正(002968): 一季报业绩表现强劲, 新签合同额高速增长——2021 一季报点评
21.03.30	【中信建投房地产】新大正(002968): 新签订单高速增长, 持续加码人才储备——2020 年报点评

1. 营收和归母净利润增速明显提升

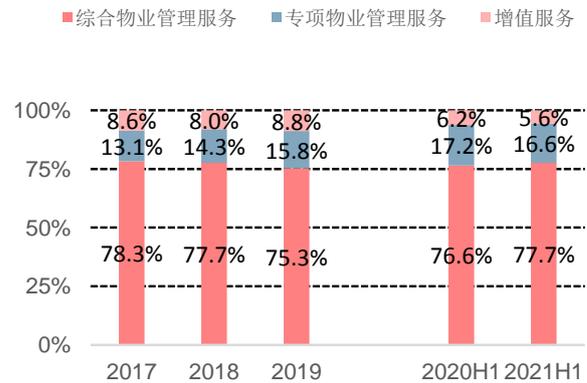
2021 上半年公司实现营业收入 9.0 亿元, 同比增长 58.0%, ; 实现归母净利润 7438.6 万元, 同比增长 38.4%, 收入和净利润的增速中枢均有大幅提升。公司收入结构基本维持稳定: 其中综合物管服务收入占比从 2020 年上半年的 76.6% 小幅上升至 77.7%, 增值服务占比从 6.2% 小幅下降至 5.6%, 专业物业管理服务板块收入占比维持在 17.2% 微降至 16.6%。

图1: 公司营业收入、归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中信建投

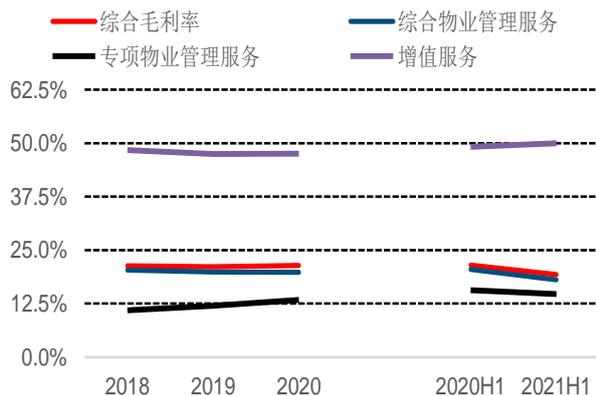
图2: 公司业务收入结构



资料来源: 公司公告, 中信建投

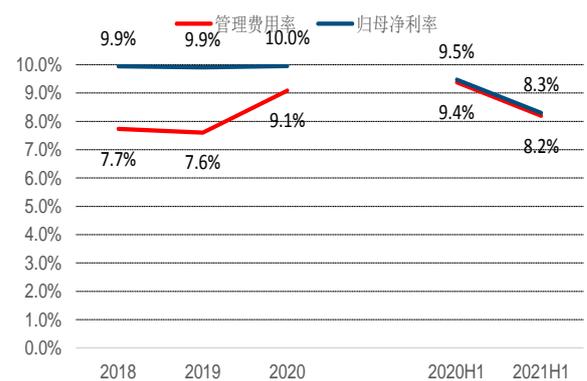
公司归母净利率为 8.3%, 较去年上半年的 9.5% 和去年全年的 10.0% 略低。主要原因是: 公司毛利率由 2020 年上半年的 21.5% 下滑 2.2 个百分点至 19.3%, 另一方面由于公司加大了对优秀人才的引进力度以及股权激励摊销费用的增长, 产生管理费用 7346 万元, 同比增长 38.0%。

图3: 公司各板块业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中信建投

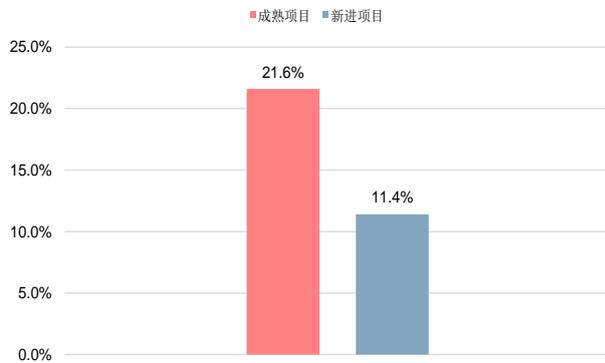
图4: 公司管理费用率及净利率



资料来源: 公司公告, 中信建投

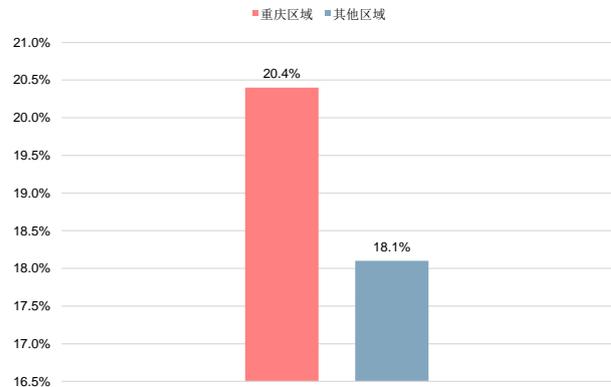
公司上半年毛利率的下滑主要有两方面的原因: 1) 一方面由于公司加速业务扩张, 新进项目 (1 年以内项目) 数量大幅增长。新进项目由于前期必需的项目员工培训支出、固定资产投入原因导致前期成本较高, 毛利率远低于成熟项目; 随着单个项目未来订单叠加和增值服务开展, 毛利率会逐步回升; 2) 另一方面由于公司加大异地拓展力度, 新建城市公司数量增多。新建城市公司在团队搭建、市场项目探寻上需要有一定的初期投入, 并且新进入城市往往项目密度较低, 毛利率水平也远低于公司大本营重庆。

图表5： 公司成熟项目 vs. 新进项目毛利率



资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 公司重庆区域 vs. 其他区域毛利率



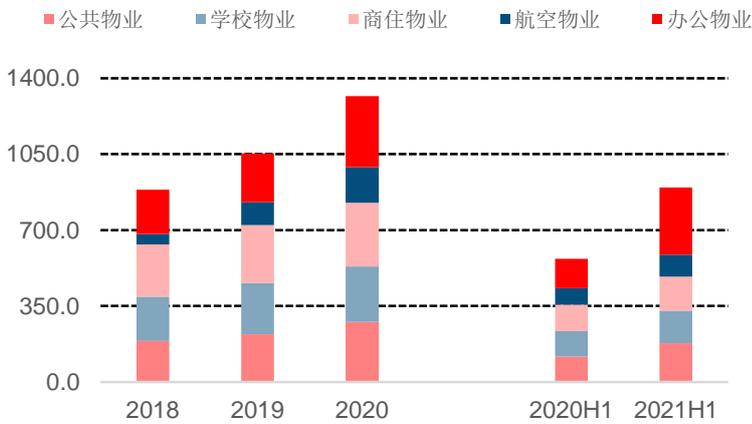
资料来源：公司公告，中信建投

2. 强化航空学校物业优势，办公和公建物业加速成长

2021 年上半年公司在初步完成重点中心城市建设的基础上，在各个业态的项目拓展上均取得不错的成绩。公司在办公和公建物业上由于增速最快：办公物业受益于民兴物业的并表（2020 年 10 月份收购）以及军队类项目的快速增长实现收入 3.1 亿元，同比增长达到 130.8%。公共物业受益于公司医养物业、交通物业项目的增长实现收入 1.8 亿元，同比增长 52.4%。报告期内，公司中标包神铁路和贵阳、洛阳、合肥等地轨道交通项目，强化了自身在交通物业领域的优势。今年二季度公司中标的国家体育总局冬季运动管理中心项目承担了 2022 年北京冬奥会的备战参赛任务，承担国家级场馆的物业项目将帮助公司进一步提升市场影响力，增厚公司在北京区域的项目密度。

同时，公司在原有优势赛道——航空物业和学校物业也继续保持领先优势，在维持项目数量增长的基础上深化增值服务种类。2020 年上半年公司新增 4 个机场项目，其中包括深圳宝安国际机场；截至目前公司已经进入 19 个机场项目，2021 年上半年实现收入 1.79 亿元，同比增长 31.3%，占主营业务收入的比重为 11.4%。同时公司也在上半年新开发了安保服务、行李打包服务等多项增长服务。在学校物业上，公司上半年实现营收 1.5 亿元，同比增长 27.9%，期间公司深挖传统增值服务深度，积极开发高营收创新增值服务产品，潮宝平台覆盖率提升，并推出了诸如暑期寝室清洁、暑期培训保障、迎新物资销售等多种创新业务。

图表7： 公司主营业务收入（百万元）-按业态分

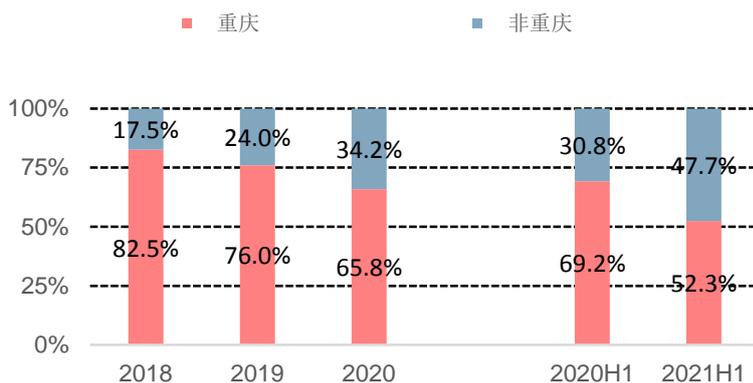


资料来源：公司公告，中信建投

3.异地扩张成效显著 持续引入管理人才

随着公司业务全国化深入推进以及各层级人才的引进，重点中心城市的建设和打造已初具成效，公司服务范围也实现进一步扩张：截至目前公司已覆盖全国 23 个省市 62 座城市，经营触角遍布至华北、华南、华东、西南等全国大部分地区。从主营业务收入构成来看，非重庆区域收入达到 4.3 亿元，占比从 2020 年上半年的 30.8% 提升至 2021 年上半年的 47.7%。从增量合同额来看，2021 年上半年公司新拓展项目中标总金额约 8 亿元，其中 80% 以上的拓展量在重庆以外区域市场。

图表8： 公司主营业务收入（百万元）-按区域分



资料来源：公司公告，中信建投

异地项目的大量拓展也离不开公司持续的人才补充的支持。公司近日也公告了新的高管引入名单：公司聘任陈传宇、杨谭先生为公司副总裁。两位均有大型全国化物业公司多年的从业经验：陈传宇先生自 2001 年起任职于中航物业，曾担任公司战略与投资管理部经理、厦门区域公司总经理、公司副总经理；杨谭先生在 2015-2021 年间任职于重庆中科控股有限公司投资部总经理、董事局办公室主任、副总裁。持续的人才输入有助于公司在全国化布局的基础上实现快速扩张。

4 盈利预测与投资建议：维持买入评级，维持目标价 59.09 元

我们持续看好公司在公建物业的稀缺性和扩张能力。我们维持 2021-2023 年 EPS 为 1.15/1.63/2.18 元。根据 FCFE 估值，目标价为 59.09 元/股，对应 2021-2023 年 PE 分别为 51/36/27 倍。

图表9：FCFF 估值模型

参数名称	预测值	预测项目	结果
无风险利率	3.0%	2021-2032 年 FCFE 现值（百万）	3486
市场收益率	22.0%	永续期 FCFE 现值（百万）	5330
Beta	1.15	合计	8816
股权成本	24.9%	加：金融资产	33
债务成本	0.0%	加：净现金	677
税率	14.8%	总股本价值（百万）	9526
税后债务成本	0.0%	总股本（百万股）	161.2
债务/总资本	50%	每股价值（元）	59.09
权益/总资本	50%		
WACC	12.5%		

资料来源：wind，中信建投

5 风险提示

- 1、公司全国布局受阻导致业绩增长不及预期；
- 2、收并购市场竞争激烈，公司未能找到合适标的导致业绩增长不及预期；
- 3、扩张期间费用率过高。

报表预测

利润表				资产负债表					
指标名称	2020A	2021E	2022E	2023E	指标名称	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1318	1942	2949	4231	现金	677	787	962	1234.0
营业成本	-1036	-1530	-2323	-3333	应收票据及应收账款合计	203	299	454	651.4
营业税金及附加	-9	-13	-19	-27	预付款及其他应收款	92.1	135.6	205.9	295.5
营业费用	-23	-31	-52	-82	存货	2	3	5	8
管理费用	-120	-176	-275	-406	流动资产总计	974	1225	1627	2188
研发费用	1	2	3	4	长期投资	0	0	0	0
财务费用	5	13	17	23	固定资产	135	200	247	289
资产减值损失	-4	-6	-11	-14	无形资产及商誉	42	58	67	72
公允价值变动收益	0	0	0	0	投资性房地产	44	44	44	44
其他收益	17	14	16	15	其他非流动资产	37	38	42	45
投资净收益	6	6	6	6	资产总计	1233	1565	2028	2639
营业利润	155	219	308	413	短期借款	0	0	0	0
营业外收支	-0	-0	-1	-1	应付票据及应付账款合计	83	122	194	278
利润总额	155	218	307	413	其他流动负债	287	392	593	874
所得税	-23	-33	-46	-62	流动负债总计	369	514	787	1152
净利润	132	186	261	351	长期借款	10	10	10	10
少数股东损益	1	1	2	2	其他非流动负债	0	0	0	0
归属母公司净利润	131	185	261	349	负债合计	379	524	797	1163
					少数股东权益	3	4	4	5
					股本	107	163	163	163
现金流量表					资本公积	497	497	497	497
指标名称	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	245	377	566	811
经营活动所得现金净额	173	209	339	468	归属母公司股东权益	850	1038	1227	1471
投资活动所得现金净额	-76	-100	-86	-84	负债和股东权益	1233	1565	2028	2639
融资活动所得现金净额	-44	1	-77	-113					
现金及等价物净增加	53	110	175	272					

单位：百万元

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

竺劲：房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

研究助理

丁希璞 18317013679 dingxipu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk