

新城控股 (601155) 公告点评

商业规模快速成长，新激励方案增进信心

❖ 3Q19 业绩同比+20%，竣工积极、充裕预收款、新激励方案保障业绩稳增长

3Q2019 营业收入 295.6 亿，同比+19.2%，归母净利润 37.3 亿，同比+19.6%；扣非净利润 30.7 亿元，同比+18.9%；对应每股收益 1.67 元，同比+19.3%；毛利率和归母净利率分别为 36.6% 和 12.6%，较上年-2.0pct 和+0.04pct；三费占比 15.3%，较上年+1.6pct。19Q3 单季度中公司取得借款收到的现金新增 25.1 亿，融资略有恢复，而同时公司原计划转让项目 40 个（交易对价 150 亿），到目前为止仅转让项目 21 个（交易对价 102 亿），也显示出公司资金压力有所缓解。19Q3 末资产负债率 88.0%、同比-0.5pct，净负债率 61.6%，同比-33.9pct、环比-3.9%，公司抛售项目资金回流以及减少拿地后杠杆率明显改善。考虑到公司 19 年计划竣工同比+91.2%、19Q3 末预收款 2,094 亿（覆盖 18 年营收 3.9 倍）以及新激励方案的高业绩承诺，将共同保障未来业绩稳定增长。

❖ 销售稳增长，拿地放缓、但土储仍充裕，19-21 年承诺租管费 40、60、90 亿

销售方面，10M2019 销售额 2,223.7 亿，同比+22.6%；销售面积 1,959.6 万方，同比+35.5%；已完成年初计划 2,700 亿的 82%，全年销售计划完成无虞。拿地方面，10M2019 新增建面 2,656.3 万方，同比-7.6%，拿地额 750.0 亿，同比+7.9%，拿地额占比销售额 33.7%，较 18 年-16.6pct，虽然 Q3 开始拿地谨慎、但拿地面积仍高于同期销售面积，并且考虑到出售项目之后，19Q3 末公司可售货值仍高达 7,000 多亿，土储依然充裕。商业地产方面，19Q3 末已出租面积 277.6 万方，同比+51.6%，对应租金收入 27.9 亿元，同比+92.6%，完成 19 年计划租管费 40 亿的 70%，并且延伸承诺 20、21 年投资性房地产租管费收入不低于 60、90 亿元，对应 19-21 年增速高达 81%/50%/50%，商业地产发展迅猛。

❖ 再推新激励，要求 19/20/21 扣非归母业绩增速 20%/42%/29%，彰显信心

9 月底，公司推出 19 年股票期权与限制性股票激励方案，合计授予权益 2,723 万份（股票期权 1,557 万份、限制性股票 1,166 万份），占目前总股本的 1.21%，其中首次授予 2,454 万份，约占股本总额的 1.09%，占本激励计划授予总数的 90.1%。其中股票期权的行权价为 27.4 元，限制性股票授予价为 13.7 元，激励覆盖中高层及骨干 105 人，分三年行权，行权比率分别为 40%、30%、30%。行权考核条件为 19-21 年扣非归母净利润增速较 18 年分别不低于 20%、70%、120%，对应三年业绩增速分别为 20%、42%、29%；公司在 16 年 8 月推出 4,200 万股股权激励方案后，进一步深化并扩大激励范围，将员工和公司深度绑定，同时设置了较高行权条件，显示出对未来发展的强大信心。

❖ 投资建议：商业规模快速成长，新激励方案增进信心，维持“强推”评级

2019 年，住宅开发方面，公司销售保持稳增长，全年完成 2,700 亿计划料将无虞，近期拿地有所放缓、但土储依然丰富；商业地产方面，公司更加聚焦并发展迅猛，进一步承诺 19/20/21 年投资性房地产租管费收入不低于 40/60/90 亿元；此外，公司近期推出新激励方案，要求 19/20/21 扣非归母业绩增速 20%/42%/29%，绑定员工利益、强化团队稳定性、并彰显强大信心。考虑到公司实际控制人刑拘的负面影响，我们将公司 19-21 年每股盈利预测分别下调至 5.58、7.94、10.25（原值 6.52、8.78、11.46）元，对应 19/20 年 PE 分别仅 5.8/4.1 倍，按照 20 年目标 PE5 倍（对应 20 年扣非 PE6.9 倍），下调目标价至 39.7 元，但鉴于公司商业地产的先发优势和新激励的高业绩承诺，维持“强推”评级。

❖ 风险提示：调控政策和融资政策超预期收紧，三四线市场超预期下行

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	54133	68830	100873	127857
同比增速(%)	34	27	47	27
归母净利润(百万)	10491	12609	17940	23150
同比增速(%)	74	20	42	29
每股盈利(元)	4.64	5.58	7.94	10.25
市盈率(倍)	7.0	5.8	4.1	3.2
市净率(倍)	2.4	1.9	1.4	1.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 18 日收盘价

强推 (维持)

目标价：39.70 元

当前价：32.50 元

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

联系人：鲁星泽

电话：021-20572575

邮箱：luxingze@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	225,672
已上市流通股(万股)	224,598
总市值(亿元)	733.44
流通市值(亿元)	729.94
资产负债率(%)	88.0
每股净资产(元)	13.4
12 个月内最高/最低价	44.9/22.04

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《新城控股 (601155) 2019 年一季报点评：销售稳增长、业绩暂降，毛利率走高、净负债率下降》
2019-04-28

《新城控股 (601155) 2019 年 4 月销售数据点评：销售靓丽，拿地额创新高》
2019-05-10

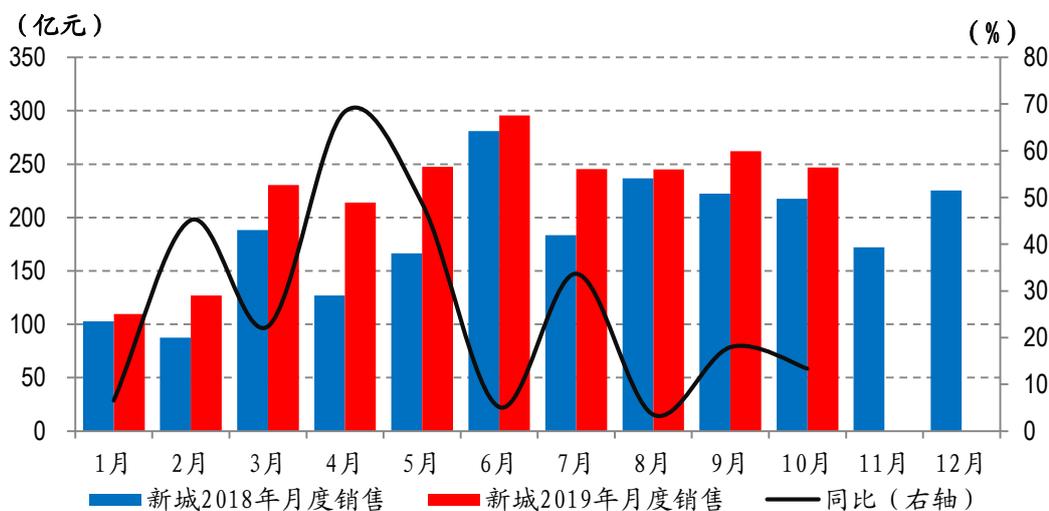
《新城控股 (601155) 2019 年 5 月销售数据点评：销售继续高增，拿地保持积极》
2019-06-06

图表 1、新城控股 2019 年 1-9 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2018 年 1-9 月	2019 年 1-9 月	同比变动 (%)
营业收入	24,794	29,560	19.2
营业成本	(15,228)	(18,744)	23.1
营业税	(2,063)	(2,470)	19.7
毛利润	9,567	10,816	13.1
其他收入	(13)	(179)	1259.1
销售费用	(918)	(1,782)	94.1
管理费用	(1,478)	(2,213)	49.7
营业利润	5,327	5,361	0.6
投资收益	1,356	1,860	37.1
财务费用	(992)	(513)	(48.2)
营业外收支	6	54	888.0
税前利润	5,333	5,416	1.6
所得税	(1,205)	(1,236)	2.6
少数股东权益	(1,007)	(447)	(55.6)
归属上市公司股东净利润	3,121	3,732	19.6
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	38.6	36.6	(2.0)
经营利润率	21.5	18.1	(3.4)
净利率	12.6	12.6	0.0

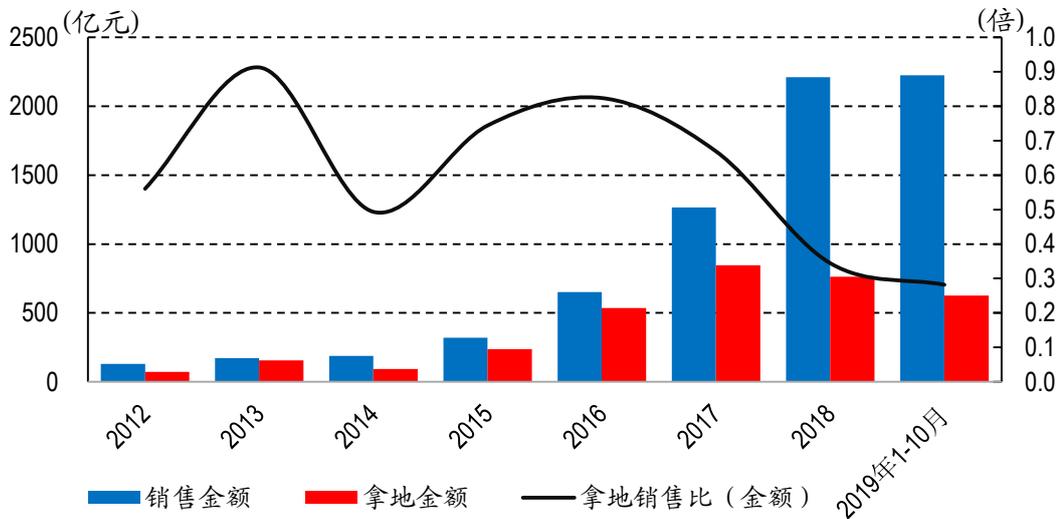
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 2、新城控股销售金额及同比增速



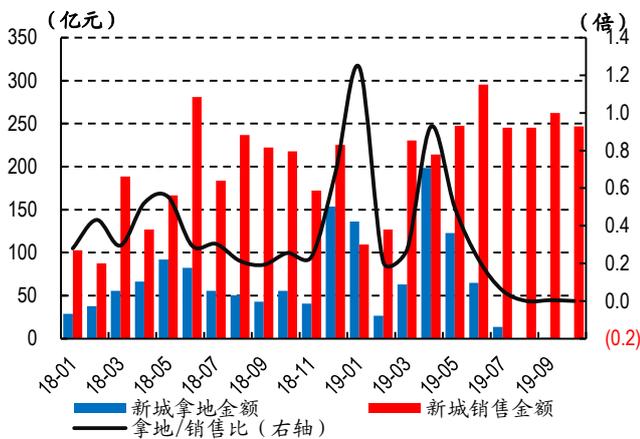
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 3、公司历年拿地金额占比销售金额



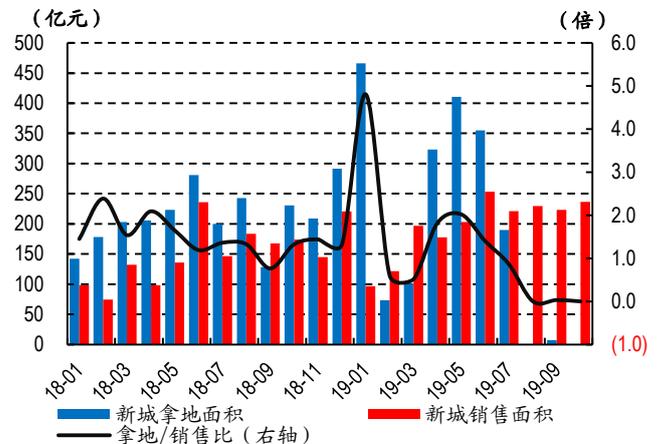
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4、公司月度拿地销售金额比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 5、公司月度拿地销售面积比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6、公司股票期权激励和限制性股票激励计划

激励类型	授予权益总计 (万股)	首次授予权益 (万股)	预留权益 (万股)	行权价/授予价 (元/股)	激励人员
股票期权	1,556.88	1,417.20	139.68	27.4	首次授予的激励对象总人数为 105 人，包括董事和高级管理人员、中层管理人员、核心骨干等
限制性股票	1,166.36	1,036.90	129.46	13.7	

资料来源：公司公告，华创证券

图表 7、公司股票期权和限制性股票的授予对象及授予份额

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占公司目前股本总额的比例	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占公司目前股本总额的比例
梁志诚	董事、联席总裁	32.8	2.11%	0.01%	60	5.14%	0.03%
陈德力	董事、联席总裁	32.8	2.11%	0.01%	60	5.14%	0.03%
袁伯银	董事、联席总裁	32.8	2.11%	0.01%	60	5.14%	0.03%
管有冬	财务负责人	25.4	1.63%	0.01%	45	3.86%	0.02%
陈鹏	董事会秘书	12.1	0.78%	0.01%	17.8	1.53%	0.01%
中层和核心骨干 103 人		1,281.30	82.30%	0.57%	794.1	68.08%	0.35%
预留		139.68	8.97%	0.06%	129.46	11.1%	0.06%
合计		1,556.88	100.00%	0.69%	1,166.36	100.00%	0.52%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 8、股票期权和限制性股票行权安排

行权安排	行权时间	行权比例
第一个行权期	自授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个行权期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 9、股票期权和限制性股票行权条件

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2019 年扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润较 2018 年增长不低于 20%
第二个行权期	2020 年扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润较 2018 年增长不低于 70%
第三个行权期	2021 年扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润较 2018 年增长不低于 120%

资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	45,409	57,737	84,617	107,251
应收票据	90	0	0	0
应收账款	45,632	58,021	85,033	107,779
预付账款	14,634	18,548	27,422	35,024
存货	145,573	161,750	247,140	326,035
其他流动资产	12,888	0	0	0
流动资产合计	264,227	296,057	444,211	576,088
其他长期投资	40,758	38,720	36,682	34,644
长期股权投资	18,809	18,809	18,809	18,809
固定资产	2,121	1,965	1,810	1,654
在建工程	3	3	3	3
无形资产	576	548	520	494
其他非流动资产	3,824	4,863	7,128	9,036
非流动资产合计	66,091	64,907	64,952	64,640
资产合计	330,318	360,964	509,163	640,729
短期借款	2,270	2,877	4,254	5,433
应付票据	1,680	2,129	3,148	4,021
应付账款	24,784	31,413	46,441	59,315
预收款项	118,562	110,128	161,397	204,571
其他应付款	8,405	10,766	15,771	19,980
一年内到期的非流动负债	10,749	10,749	10,749	10,749
其他流动负债	59,046	78,031	138,236	189,047
流动负债合计	225,496	246,093	379,996	493,114
长期借款	23,669	23,669	23,669	23,669
应付债券	26,685	26,685	26,685	26,685
其他非流动负债				
非流动负债合计	53,866	53,866	53,866	53,866
负债合计	279,362	299,959	433,863	546,980
归属母公司所有者权益	30,493	39,034	51,186	66,866
少数股东权益	20,464	21,971	24,115	26,882
所有者权益合计	50,957	61,005	75,301	93,749
负债和股东权益	330,318	360,964	509,163	640,729

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,817	(10,408)	(9,761)	(9,155)
现金收益	19,728	3,544	17,282	10,886
存货影响	(65,425)	(16,177)	(85,389)	(78,895)
经营性应收影响	(29,958)	(16,303)	(35,886)	(30,347)
经营性应付影响	90,737	11,492	96,448	81,873
其他影响	(11,264)	7,036	(2,216)	7,328
投资活动现金流	(20,013)	237	348	441
资本支出	10,367	0	0	0
股权投资	(5,520)	0	0	0
其他长期资产变化	(24,860)	237	348	441
融资活动现金流	35,891	13,682	26,662	19,568
借款增加	12,079	17,750	32,450	27,037
财务费用	5,164	4,069	5,788	7,470
股东融资	13,499	0	0	0
其他长期负债变化	5,149	(8,137)	(11,577)	(14,939)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	54,133	68,830	100,873	127,857
营业成本	34,273	43,440	64,223	82,025
税金及附加	3,500	4,416	6,416	8,145
销售费用	2,267	2,883	4,225	5,356
管理费用	2,266	2,882	4,223	5,353
财务费用	842	1,182	1,573	2,075
资产减值损失	264	0	0	0
公允价值变动收益	2,785	2,000	2,000	2,000
投资收益	2,267	3,628	5,804	9,287
其他收益	0	0	0	0
营业利润	15,643	19,656	28,017	36,190
营业外收入	172	172	172	172
营业外支出	48	48	48	48
利润总额	15,767	19,779	28,141	36,314
所得税	3,558	4,945	7,035	9,078
净利润	12,209	14,835	21,106	27,235
少数股东损益	1,718	2,225	3,166	4,085
归属母公司净利润	10,491	12,609	17,940	23,150
NOPLAT	9,179	11,408	16,340	20,234
EPS(摊薄) (元)	4.64	5.58	7.94	10.25

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	34%	27%	47%	27%
EBIT 增长率	60%	29%	43%	24%
归母净利润增长率	74%	20%	42%	29%
获利能力				
毛利率	37%	37%	36%	36%
净利率	19%	18%	18%	18%
ROE	34%	32%	35%	35%
ROIC	93%	53%	40%	31%
偿债能力				
资产负债率	85%	83%	85%	85%
债务权益比	5.5	4.9	5.8	5.8
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	21%	20%	23%	22%
应收帐款周转天数	250	275	259	275
应付帐款周转天数	447	448	423	454
存货周转天数	1,072	1,172	1,056	1,160
每股指标(元)				
每股收益	4.6	5.58	7.94	10.25
每股经营现金流	1.7	(4.6)	(4.3)	(4.1)
每股净资产	13.5	17.3	22.7	29.6
估值比率				
P/E	7.0	5.8	4.1	3.2
P/B	2.4	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA	25.4	20.5	19.2	18.9

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500