



601155.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 25.90

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.6)	(7.5)	(11.9)	51.7
相对上证指数	8.5	(4.1)	(0.5)	69.1

发行股数(百万)	2,257
流通股(%)	32
流通股市值(人民币 百万)	18,634
3个月日均交易额(人民币 百万)	502
净负债比率(%) (2018E)	31
主要股东(%)	
富城发展集团有限公司	61

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年8月28日收市价为标准

相关研究报告

《新城控股》 20180319

《新城控股》 20180131

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚

(8610)66229394

jjinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

# 新城控股

## 销售与业绩持续高增, 住宅与商业共成长

2018年上半年, 新城控股实现营业收入157.58亿元, 同比增长39.1%; 实现归属于上市公司股东的净利润25.38亿元, 同比增长122.8%; 销售收入953.1亿元, 同比增长94.2%。考虑到公司可售货值充足, 结转力度加大, 融资优势显著以及多元化布局推进, 我们调整公司2018-20年EPS预测分别至4.06/4.67/6.52元, 对应18年PE6.4倍, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **业绩高增123%创近年新高, 全年结转量价齐升可期。**2018H1公司实现营业收入157.58亿元, 同比增长39.1%; 实现归母净利润25.38亿元, 同比增长122.8%。结算毛利率与净利率分别为38.4%及16.1%, 分别较上年同比提高2.1及6.1个百分点。业绩增速高于营收增速主要源于1) 在新会计准则下预收账款确认收入加快, 结转面积和均价分别同比上涨41.8%及4.3%, 推升结算毛利率; 2) 合联营项目收益释放, 投资性收益6.9亿元, 同比增长1,335.3%; 3) 投资性房地产公允价值变动收益6.5亿元, 同比增长256.4%。考虑到公司下半年计划竣工面积680.2万方, 较上半年竣工面积212.2万方大幅增长220.5%, 并伴随16-17年高价项目进入结转期, 预计下半年结转力度加大, 量价齐升。
- **销售全年目标完成过半, 加仓拿地土储稳增。**2018H1公司实现销售金额953.1亿, 同比增长94.2%, 完成全年销售目标1,800亿的53%, 公司操盘项目资金回笼率达86.8%; 销售面积774.6万方, 同比增长118.2%; 销售均价12,305元/平米, 较17年下降11%。公司于上半年新增土地储备建面2,073.9万方, 同比增长32%。截至2018H1, 公司总土储8,644万方, 长三角、中西部、环渤海及珠三角分别占比53%、28%、14%及5%。
- **商业开发及管理积极推进, 或将成为业绩新增长点。**2018H1公司新开业吾悦广场3家, 已累计开业23家, 平均出租率98.3%; 已开业面积共计252.08万方, 同比增长70.8%, 实现租金及商业管理费收入8.76亿元, 同比增长153.9%; 下半年公司计划开业吾悦广场15家, 租金及商业管理费收入或将超过20亿。目前在建及拟建的新城吾悦广场达到54个。物业出租及管理毛利率高达73.9%, 或将成为业绩增长新的驱动力。
- **财务结构稳健, 多元化融资优势显著。**2018年公司金融机构借款平均成本为5.75%, 并借助内外双融资平台、多渠道融资并行, 发行PPN、ABS、美元债, 融资成本6.3-7.5%; 授信未使用额度682亿, 在流动性趋紧环境下多元融资优势明显。2018H1公司资产负债率及净负债率分别为88.3%及100.4%, 属快速扩张期可控负债水平。2018年公司境内机构信用评级上调至AAA级, 穆迪等海外机构也上调评级, 融资成本下行可期。

### 评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 利率大幅上行。

### 估值

- 我们调整对于公司2018-20年EPS的预测至分别为4.06/4.67/6.52元, 对应18年PE6.4倍, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	27,969	40,831	59,825	82,570	107,431
变动(%)	19	46	47	38	30
净利润(人民币 百万)	3,019	6,332	9,159	10,542	14,716
全面摊薄每股收益(人民币)	1.337	2.803	4.055	4.667	6.515
变动(%)	64.4	109.7	44.6	15.1	39.6
市场预期每股收益(人民币)			3.841	5.081	6.678
原先预测摊薄每股收益(人民币)			3.790	5.351	7.436
调整幅度(%)			7.0	(12.8)	(12.4)
全面摊薄市盈率(倍)	19.4	9.2	6.4	5.6	4.0
价格/每股现金流量(倍)	7.2	(5.6)	12.2	5.3	7.3
每股现金流量(人民币)	3.58	(4.64)	2.13	4.91	3.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.1	9.5	5.9	4.4	2.6
每股股息(人民币)	0.330	0.810	1.013	1.166	1.628
股息率(%)	1.3	3.1	3.9	4.5	6.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 新城控股 2018H1 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2017H1	2018H1	同比变动 (%)
<b>营业收入</b>	<b>11,328</b>	<b>15,758</b>	<b>39.1</b>
营业成本	(7,224)	(9,714)	34.5
营业税	(955)	(1,477)	54.6
<b>毛利润</b>	<b>3,148</b>	<b>4,566</b>	<b>45.0</b>
其他收入	0	(13)	NA
销售费用	(485)	(596)	23.0
管理费用	(980)	(1,076)	9.8
<b>营业利润</b>	<b>1,684</b>	<b>2,715</b>	<b>61.2</b>
投资收益	227	1,342	491.9
财务费用	(270)	(584)	116.1
营业外收支	5	0	(93.5)
<b>税前利润</b>	<b>1,645</b>	<b>3,474</b>	<b>111.2</b>
所得税	(498)	(877)	75.9
少数股东权益	(7)	(59)	713.5
<b>归属上市公司股东净利润</b>	<b>1,139</b>	<b>2,538</b>	<b>122.8</b>
<b>主要比率(%)</b>			<b>百分点增减</b>
毛利率	36.2	38.4	2.1
经营利润率	14.9	17.2	2.4
净利率	10.1	16.1	6.0

资料来源: 公司公告, 中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	27,969	40,831	59,825	82,570	107,431
销售成本	(21,916)	(29,381)	(42,854)	(62,268)	(79,663)
经营费用	(2,142)	(3,579)	(5,356)	(7,448)	(9,735)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>3,911</b>	<b>7,871</b>	<b>11,616</b>	<b>12,853</b>	<b>18,033</b>
折旧及摊销	(160)	(181)	(152)	(154)	(156)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>3,750</b>	<b>7,691</b>	<b>11,464</b>	<b>12,699</b>	<b>17,877</b>
净利息收入/(费用)	(79)	(178)	256	406	571
其他收益/(损失)	763	1,316	1,223	1,843	2,390
<b>税前利润</b>	<b>4,290</b>	<b>8,674</b>	<b>12,715</b>	<b>14,634</b>	<b>20,429</b>
所得税	(1,134)	(2,110)	(3,205)	(3,688)	(5,148)
少数股东权益	(137)	(231)	(351)	(404)	(565)
<b>净利润</b>	<b>3,019</b>	<b>6,332</b>	<b>9,159</b>	<b>10,542</b>	<b>14,716</b>
<b>核心净利润</b>	<b>3,019</b>	<b>6,332</b>	<b>9,159</b>	<b>10,542</b>	<b>14,716</b>
每股收益(人民币)	1.337	2.803	4.055	4.667	6.515
核心每股收益(人民币)	1.337	2.803	4.055	4.667	6.515
每股股息(人民币)	0.330	0.810	1.013	1.166	1.628
收入增长(%)	19	46	47	38	30
息税前利润增长(%)	38	105	49	11	41
息税折旧前利润增长(%)	39	101	48	11	40
每股收益增长(%)	64	110	45	15	40
核心每股收益增长(%)	64	110	45	15	40

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	4,290	8,674	12,715	14,634	20,429
折旧与摊销	160	181	152	154	156
净利息费用	223	333	(29)	(92)	(162)
运营资本变动	5,414	(15,448)	(3,609)	1,915	(4,910)
税金	(1,134)	(2,110)	(3,205)	(3,688)	(5,148)
其他经营现金流	(857)	(2,110)	(1,211)	(1,834)	(2,384)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>8,097</b>	<b>(10,481)</b>	<b>4,814</b>	<b>11,089</b>	<b>7,981</b>
购买固定资产净值	(2,951)	(4,787)	(2)	(3)	(4)
投资减少/增加	(946)	(6,965)	228	314	409
其他投资现金流	(4,810)	11,994	2,578	1,822	2,156
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(8,707)</b>	<b>242</b>	<b>2,803</b>	<b>2,133</b>	<b>2,561</b>
净增权益	266	2,595	0	0	0
净增债务	9,835	17,789	4,210	(95)	4,439
支付股息	(1,142)	(2,961)	(2,289)	(2,634)	(3,677)
其他融资现金流	(2,320)	1,545	2,578	1,822	2,156
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>6,639</b>	<b>18,968</b>	<b>4,499</b>	<b>(907)</b>	<b>2,918</b>
现金变动	6,029	8,729	12,116	12,314	13,460
期初现金	6,469	13,401	21,947	32,399	44,717
公司自由现金流	(610)	(10,239)	7,618	13,221	10,542
权益自由现金流	9,225	7,550	11,828	13,127	14,981

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	13,401	21,947	32,399	44,717	58,181
应收帐款	17,204	28,593	41,894	57,821	75,231
库存	39,493	76,379	112,753	155,620	202,476
其他流动资产	10,076	14,734	14,961	21,876	27,931
<b>流动资产总计</b>	<b>80,174</b>	<b>141,653</b>	<b>202,008</b>	<b>280,034</b>	<b>363,819</b>
固定资产	1,889	2,187	2,329	2,473	2,618
无形资产	93	95	90	86	82
其他长期资产	21,014	39,591	39,260	39,136	39,138
<b>长期资产总计</b>	<b>22,996</b>	<b>41,873</b>	<b>41,679</b>	<b>41,696</b>	<b>41,837</b>
<b>总资产</b>	<b>103,171</b>	<b>183,527</b>	<b>243,687</b>	<b>321,730</b>	<b>405,656</b>
应付帐款	29,717	58,039	84,604	123,709	157,948
短期债务	7,312	12,946	17,154	17,057	21,492
其他流动负债	34,044	59,491	81,746	112,573	146,367
<b>流动负债总计</b>	<b>71,072</b>	<b>130,476</b>	<b>183,505</b>	<b>253,339</b>	<b>325,807</b>
长期借款	14,643	25,438	25,440	25,443	25,447
其他长期负债	1,087	1,630	1,630	1,630	1,630
股本	2,259	2,258	2,258	2,258	2,258
储备	12,595	18,365	25,232	33,133	44,165
<b>股东权益</b>	<b>14,854</b>	<b>20,624</b>	<b>27,490</b>	<b>35,392</b>	<b>46,423</b>
少数股东权益	1,514	5,358	5,622	5,925	6,349
<b>总负债及权益</b>	<b>103,171</b>	<b>183,527</b>	<b>243,687</b>	<b>321,730</b>	<b>405,656</b>
每股帐面价值(人民币)	6.58	9.13	12.17	15.67	20.55
每股有形资产(人民币)	6.53	9.09	12.12	15.61	20.48
每股净负债/(现金)(人民币)	3.79	7.28	4.51	(0.98)	(4.98)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.0	19.3	19.4	15.6	16.8
息税前利润率(%)	13.4	18.8	19.2	15.4	16.6
税前利润率(%)	15.3	21.2	21.3	17.7	19.0
净利率(%)	10.8	15.5	15.3	12.8	13.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	10.2	15.8	57.6	57.1	72.5
净权益负债率(%)	52.3	63.3	30.8	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	19.4	9.2	6.4	5.6	4.0
核心业务市盈率(倍)	19.4	9.2	6.4	5.6	4.0
市净率(倍)	3.9	2.8	2.1	1.7	1.3
价格/现金流(倍)	7.2	(5.6)	12.2	5.3	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.1	9.5	5.9	4.4	2.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	601.4	719.7	805.5	786.6	820.4
应收帐款周转天数	137.5	204.7	215.0	220.4	226.0
应付帐款周转天数	346.3	392.2	435.1	460.4	478.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	33.6	38.2	33.4	33.4	33.4
净资产收益率(%)	22.4	35.7	38.1	33.5	36.0
资产收益率(%)	3.2	4.1	4.0	3.4	3.7
已运用资本收益率(%)	12.1	15.3	16.7	16.3	19.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371