



601155.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.13

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	12.3	14.5	13.8	(33.7)
相对上证指数	6.8	10.7	13.9	(7.0)

发行股数(百万)	2,257
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	60,934
3个月日均交易额(人民币 百万)	291
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
富域发展集团有限公司	61

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年1月28日收市价为标准

相关研究报告

《新城控股: 销售与业绩持续高增, 住宅与商业共成长》20180828

《新城控股: 住宅商业共成长, 千亿龙头再出发》20180319

《新城控股: 住宅商业齐发力, 见证千亿龙头腾飞》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

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

新城控股

业绩持续释放, 行业成长典范

新城控股发布 2018 年业绩预增公告: 实现归属于上市公司股东的净利润 90-105 亿元, 同比增长 49-74%。同时, 公司 2018 年实现销售金额约 2,210.98 亿元, 同比增长 74.82%, 销售面积约 1,812.06 万平方米, 同比增长 95.21%。考虑到公司销售持续高增, 可结算资源充足, 结转力度加大, 融资优势显著以及商业开发及管理业务积极推进, 我们上调公司 2018-20 年 EPS 预测分别至 4.47/5.55/7.23 元, 对应 18 年 PE6.1 倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩增速超市场预期, 住宅商业齐发力。**2018 年公司预计实现归母净利润 90-105 亿元, 同比增长 49-74%, 略超市场预期。业绩高增主要因为 1) 2016-17 年高价项目进入结转期, 结算均价及规模提升带动结算金额大幅增长; 2) 报告期内公司实现物业出租及管理费收入 21.6 亿, 同比大幅增长 103%; 3) 投资性房地产公允价值变动收益增加。考虑到公司预收账款充足, 18 年三季度末合同负债达 999.3 亿元, 并伴随 16-17 年高价项目陆续结算, 未来业绩持续高增可期。
- **销售全年目标完成率 123%, 可售货值充足。**2018 年公司实现销售金额 2211 亿, 同比增长 74.8%, 完成全年销售目标 1,800 亿的 123%, 克尔瑞行业销售排名 Top8; 销售面积 1812 万方, 同比增长 95.2%; 销售均价 12,202 元/平方米, 较 17 年下降 10.4%。2018 年公司预计新开工面积 3988 万方, 同比增长 93%, 为未来提供充足可售资源, 销售高增或将延续。
- **拿地节奏略微放缓, 结构均衡加仓一二线城市。**下半年楼市降温明显, 公司拿地节奏相应放缓, 公司 18 年新增土地储总建面 2,535.1 万方, 同比下降 19%; 对应总地价 765.1 亿元, 同比下降 10%; 拿地均价 3018 元/平方米, 地价房价比 24.7%, 成本控制得当, 保障盈利水平。18 年公司加仓一二线城市, 并首次进入北京, 全国布局更加均衡。
- **商业开发及管理积极推进, 或将成为业绩新增长点。**2018 年公司新开业吾悦广场 19 家, 已累计开业 43 家, 平均出租率 98.8%; 已开业出租面积共计 245.1 万方, 实现租金及商业管理费收入 21.64 亿元, 同比增长 103%, 超额完成年初设定的 20 亿收入目标; 目前在建及开业的新城吾悦广场超 100 个, 高毛利或将带动商管业务成为业绩增长新的驱动力。

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

- 我们上调对于公司 2018-20 年 EPS 的预测至分别为 4.47/5.55/7.23 元, 对应 18 年 PE6.1 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	62,317	89,312	120,863
变动(%)	19	46	53	43	35
净利润(人民币 百万)	3,019	6,332	10,086	12,539	16,326
全面摊薄每股收益(人民币)	1.337	2.803	4.465	5.551	7.227
变动(%)	64.4	109.7	59.3	24.3	30.2
原先预测每股收益(人民币)			4.055	4.677	6.515
变动(%)			10	19	11
全面摊薄市盈率(倍)	20.3	9.7	6.1	4.9	3.8
价格/每股现金流量(倍)	7.6	(5.8)	15.4	5.5	5.2
每股现金流量(人民币)	3.58	(4.64)	1.76	4.96	5.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.8	9.9	5.6	3.9	2.3
每股股息(人民币)	0.330	0.810	1.116	1.387	1.806
股息率(%)	1.2	3.0	4.1	5.1	6.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	62,317	89,312	120,863
销售成本	(21,916)	(29,381)	(43,882)	(65,649)	(89,651)
经营费用	(2,142)	(3,579)	(5,585)	(8,069)	(10,972)
息税折旧前利润	3,911	7,871	12,849	15,594	20,240
折旧及摊销	(160)	(181)	(152)	(154)	(156)
经营利润(息税前利润)	3,750	7,691	12,697	15,440	20,084
净利息收入/(费用)	(79)	(178)	262	418	620
其他收益/(损失)	763	1,316	1,279	1,889	2,420
税前利润	4,290	8,674	14,002	17,407	22,665
所得税	(1,134)	(2,110)	(3,529)	(4,387)	(5,712)
少数股东权益	(137)	(231)	(387)	(481)	(626)
净利润	3,019	6,332	10,086	12,539	16,326
核心净利润	3,019	6,332	10,086	12,539	16,326
每股收益(人民币)	1.337	2.803	4.465	5.551	7.227
核心每股收益(人民币)	1.337	2.803	4.465	5.551	7.227
每股股息(人民币)	0.330	0.810	1.116	1.387	1.806
收入增长(%)	19	46	53	43	35
息税前利润增长(%)	38	105	65	22	30
息税折旧前利润增长(%)	39	101	63	21	30
每股收益增长(%)	64	110	59	24	30
核心每股收益增长(%)	64	110	59	24	30

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	33,749	48,368	65,455
应收帐款	17,204	28,593	43,639	62,543	84,638
库存	39,493	76,379	117,449	168,326	227,792
其他流动资产	10,076	14,734	15,287	22,993	31,434
流动资产总计	80,174	141,653	210,123	302,230	409,319
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	39,406	39,532	39,926
长期资产总计	22,996	41,873	41,826	42,091	42,626
总资产	103,171	183,527	251,948	344,321	451,945
应付帐款	29,717	58,039	86,447	130,024	177,759
短期债务	7,312	12,946	19,425	21,816	26,132
其他流动负债	34,044	59,491	85,172	121,814	164,674
流动负债总计	71,072	130,476	191,045	273,654	368,565
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	25,926	35,326	47,565
股东权益	14,854	20,624	28,185	37,584	49,823
少数股东权益	1,514	5,358	5,648	6,009	6,479
总负债及权益	103,171	183,527	251,948	344,321	451,945
每股帐面价值(人民币)	6.58	9.13	12.48	16.64	22.06
每股有形资产(人民币)	6.53	9.09	12.43	16.58	21.99
每股净负债/(现金)(人民币)	3.79	7.28	4.92	(0.49)	(6.14)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	14,002	17,407	22,665
折旧与摊销	160	181	152	154	156
净利息费用	223	333	(25)	(78)	(160)
运营资本变动	5,414	(15,448)	(5,408)	(63)	(2,705)
税金	(1,134)	(2,110)	(3,529)	(4,387)	(5,712)
其他经营现金流	(857)	(2,110)	(1,205)	(1,818)	(2,352)
经营活动产生的现金流	8,097	(10,481)	3,987	11,215	11,891
购买固定资产净值	(2,951)	(4,787)	(2)	(3)	(4)
投资减少/增加	(946)	(6,965)	237	340	460
其他投资现金流	(4,810)	11,994	2,642	1,902	2,248
投资活动产生的现金流	(8,707)	242	2,877	2,239	2,704
净增权益	266	2,595	0	0	0
净增债务	9,835	17,789	6,481	2,394	4,320
支付股息	(1,142)	(2,961)	(2,520)	(3,133)	(4,080)
其他融资现金流	(2,320)	1,545	2,642	1,902	2,248
融资活动产生的现金流	6,639	18,968	6,602	1,163	2,489
现金变动	6,029	8,729	13,466	14,617	17,083
期初现金	6,469	13,401	21,947	33,749	48,368
公司自由现金流	(610)	(10,239)	6,863	13,454	14,595
权益自由现金流	9,225	7,550	13,344	15,848	18,915

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.0	19.3	20.6	17.5	16.7
息税前利润率(%)	13.4	18.8	20.4	17.3	16.6
税前利润率(%)	15.3	21.2	22.5	19.5	18.8
净利率(%)	10.8	15.5	16.2	14.0	13.5
流动性					
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	59.9	59.0	67.0
净权益负债率(%)	52.3	63.3	32.9	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	20.3	9.7	6.1	4.9	3.8
核心业务市盈率(倍)	20.3	9.7	6.1	4.9	3.8
市净率(倍)	4.1	3.0	2.2	1.6	1.2
价格/现金流(倍)	7.6	(5.8)	15.4	5.5	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.8	9.9	5.6	3.9	2.3
周转率					
存货周转天数	601.4	719.7	806.1	794.4	806.4
应收帐款周转天数	137.5	204.7	211.5	217.0	222.2
应付帐款周转天数	346.3	392.2	423.1	442.3	464.7
回报率					
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	41.3	38.1	37.4
资产收益率(%)	3.2	4.1	4.4	3.9	3.8
已运用资本收益率(%)	12.1	15.3	18.1	18.6	20.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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。

本报告期内含保密信息，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，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。所有本报告期内使用的商标、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