

稳中求进、双轮驱动、运营扎实 买入 (维持)

2020 年 03 月 27 日

证券分析师 齐东

执业证号: S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	85,847	111,747	143,416	181,292
同比 (%)	58.6%	30.2%	28.3%	26.4%
归母净利润 (百万元)	12,654	16,751	21,399	25,910
同比 (%)	20.6%	32.4%	27.8%	21.1%
每股收益 (元/股)	5.61	7.42	9.48	11.48
P/E (倍)	5.51	4.18	3.27	2.70

事件

■ **新城控股发布 2019 年年报:** 2019 年全年实现营业收入 858.47 亿元, 同比增长 58.6%; 归母净利润 126.54 亿元, 同比增长 20.6%; 基本每股收益 5.62 元, 每股派发现金红利 1.7 元, 加权平均净资产收益率 36.86%。

点评

■ **业绩平稳增长, 符合预期。** 2019 年新城控股实现营业收入 858.47 亿元, 同比增长 58.6%, 归母净利润 126.54 亿元, 同比增长 20.6%, 其中开发销售收入、物业租金及管理收入分别为 803.22 亿元, 40.55 亿元, 同比分别增长 58.0%、83.2%, 开发项目结转提速、租管费收入增长共同推动公司总营收增速靓丽; 业绩增速低于营收增速, 主要由于: 1) 结算项目毛利率回落至 32.6%, 同比下降 4.0 个百分点; 2) 销售规模提升导致费用前置, 三项费率 10.6%, 同比提升 0.7 个百分点; 3) 公允价值变动损益 26.5 亿元, 同比下降 4.7%; 投资收益 26.9 亿元, 同比小幅增长 18.5%; 4) 计提存货跌价准备 9.77 亿元。2019 年公司扣非归母净利润 99.8 亿元, 同比增长 31.4%。公司股权激励计划业绩考核要求为 19-21 年扣非后归母净利润较 18 年增长不低于 20%、70%、120%, 同比增长高行权条件彰显发展信心。

■ **销售高增, 投资持续布局都市圈, 土储充沛。** 公司 2019 年实现销售金额达 2708.01 亿元, 同比增长 22.48%; 销售面积 2432.00 万平方米, 同比增长 34.21%, 增速位列 2019 年十强房企第二。根据 CRIC, 公司 2019 年销售规模位列行业第 8 位。公司立足长三角, 持续拓展和深耕其他重点城市群, 投资布局更加均衡, 应对周期轮动和市场风险的能力进一步提高。2019 年公司新增拿地 72 幅, 总建面 2508.5 万平方米, 同比减少 47%; 拿地金额 607.4 亿元, 占销售金额的 22%; 楼面地价为 2421.48 元/平米, 地价占售价比例仅为 22%, 未来项目毛利率可期。公司土储十分充沛, 在 105 个城市合计拥有土地储备 1.24 亿平方米, 其中一、二线城市占比 38.3%, 长三角区域三四线城市占比 36.0%。2020 年销售目标 2500 亿元, 公司经营风格趋于稳健。

■ **杠杆水平稳定, 融资成本略有上升。** 公司有效控制自己的杠杆水平, 2019 年资产负债率 86.6%, 剔除预收后资产负债率仅 44%, 同比下降 5 个百分点; 净负债率 16.4%, 同比大幅下降 32.4%; 公司积极拓宽融资渠道, 通过中票、超短融、资产支持票据、公司债等多元化融资, 平均融资成本 6.7%, 同比略有上升。

■ **吾悦出租率维持高位, 新开业数量创新高。** 公司年内新开业新城吾悦广场 21 个, 开业数量创新高, 累计开业新城吾悦广场达 63 个, 已开业面积共计 590.62 万方, 同比增长 51.44%; 吾悦广场实现租金及管理费收入 40.69 亿元, 同比增长 92.28%, 平均出租率达 99.16%。公司 2020 年继续坚定执行“幸福商业”的经营理念, 计划新开业吾悦广场 30 座, 总收入超过 55 亿元, 同比增长 36%。

■ **投资建议:** 新城控股秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式, 销售规模持续扩张, 土地储备充沛; 股权激励方案有效绑定员工利益, 稳定管理团队。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 7.42、9.48、11.48 元, 对应 PE 分别为 4.2、3.3、2.7 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业销售波动; 政策调整导致经营风险 (棚改、调控、税收政策等); 融资环境变动 (按揭、开发贷、利率调整等)。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.99
一年最低/最高价	22.99/44.91
市净率(倍)	1.82
流通 A 股市值(百万元)	69614.55

基础数据

每股净资产(元)	17.03
资产负债率(%)	86.60
总股本(百万股)	2256.72
流通 A 股(百万股)	2246.36

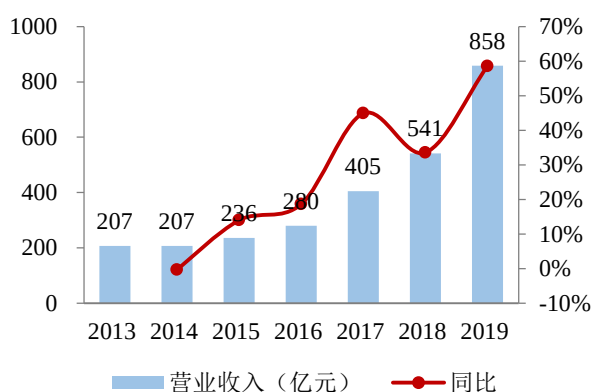
相关研究

- 1、《新城控股 (601155): 销售靓丽, 投资积极》2019-06-06
- 2、《新城控股 (601155): 结算规模下滑影响当期业绩, 销售仍然靓丽》2019-04-28
- 3、《新城控股 (601155): “住宅+商业”齐飞, 业绩破百亿规模》2019-03-10

1. 业绩平稳释放，符合预期。

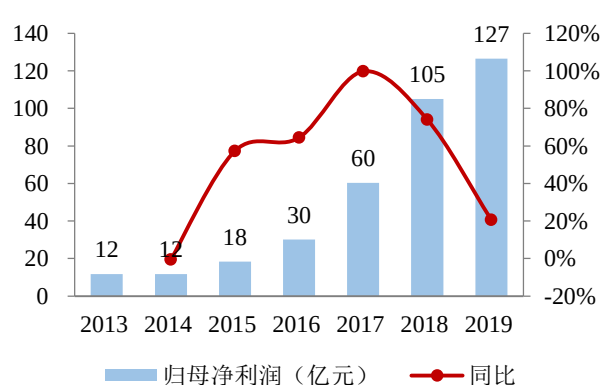
2019 年新城控股实现营业收入 858.47 亿元，同比增长 58.6%，归母净利润 126.54 亿元，同比增长 20.6%，其中开发销售收入、物业租金及管理收入分别为 803.22 亿元，40.55 亿元，同比分别增长 58.0%、83.2%，开发项目结转提速、租管费收入增长共同推动公司总营收增速靓丽；业绩增速低于营收增速，主要由于：1) 结算项目毛利率回落至 32.6%，同比下降 4.0 个百分点；2) 销售规模提升导致费用前置，三项费率 10.6%，同比提升 0.7 个百分点；3) 公允价值变动损益 26.5 亿元，同比下降 4.7%；投资收益 26.9 亿元，同比小幅增长 18.5%；4) 计提存货跌价准备 9.77 亿元。2019 年公司扣非归母净利润 99.8 亿元，同比增长 31.4%。公司股权激励计划业绩考核要求为 19-21 年扣非后归母净利润较 18 年增长不低于 20%、70%、120%，同比增长高行权条件彰显发展信心。

图 1：新城控股营业收入（亿元）及增速



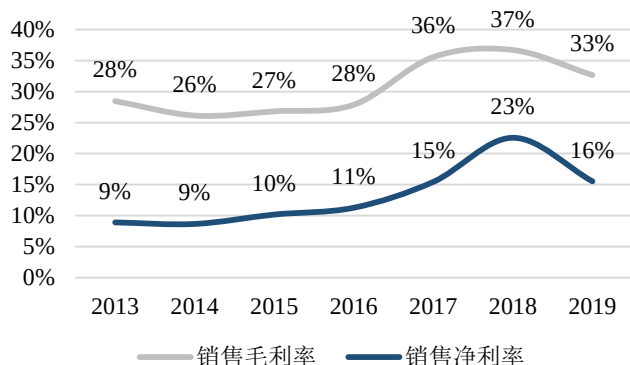
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：新城控股归母净利润（亿元）及增速



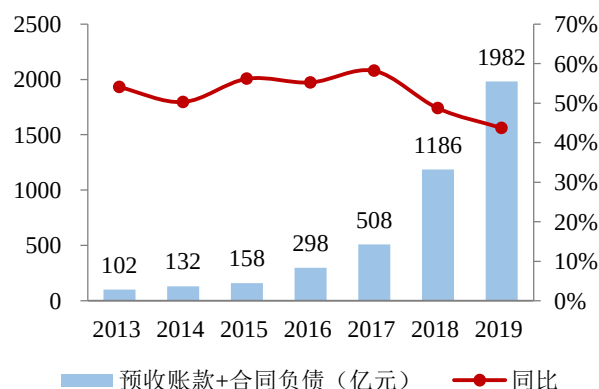
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：新城控股销售毛利率和销售净利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：新城控股预收账款、合同负债及增速

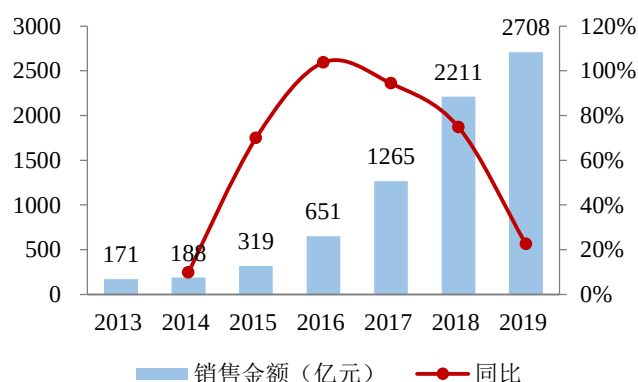


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售高增，投资持续布局都市圈，土储充沛。

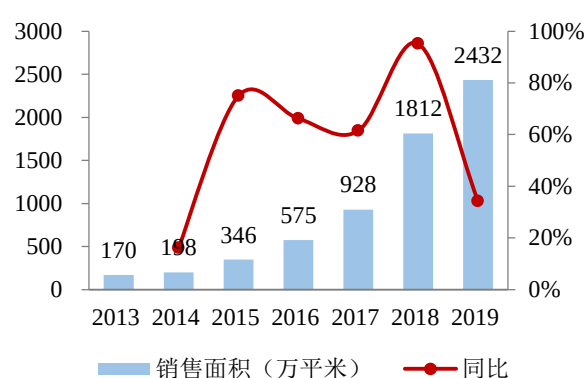
公司 2019 年实现销售金额达 2708.01 亿元，同比增长 22.48%；销售面积 2432.00 万平方米，同比增长 34.21%，增速位列 2019 年十强房企第二。根据 CRIC，公司 2019 年销售规模位列行业第 8 位。公司立足长三角，持续拓展和深耕其他重点城市群，投资布局更加均衡，应对周期轮动和市场风险的能力进一步提高。2019 年公司新增拿地 72 幅，总建面 2508.5 万平方米，同比减少 47%；拿地金额 607.4 亿元，占销售金额的 22%；楼面地价为 2421.48 元/平方米，地价占售价比例仅为 22%，未来项目毛利率可期。公司土储十分充沛，在 105 个城市合计拥有土地储备 1.24 亿平方米，其中一、二线城市占比 38.3%，长三角区域三四线城市占比 36.0%。2020 年销售目标 2500 亿元，公司经营风格趋于稳健。

图 5：新城控股销售金额（亿元）及增速



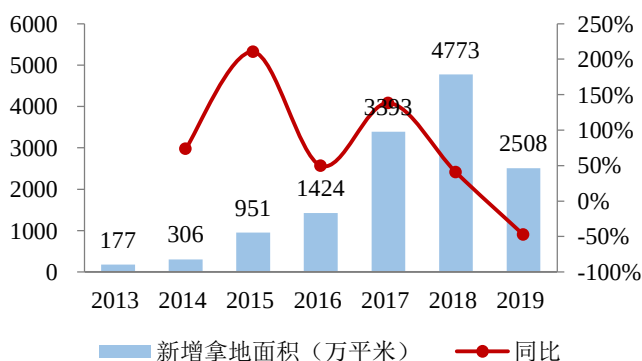
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：新城控股销售面积（万平方米）及增速



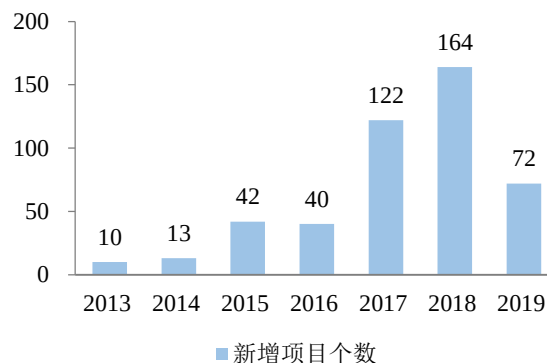
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：新城控股新增项目建筑面积（万平方米）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：新城控股新增项目个数

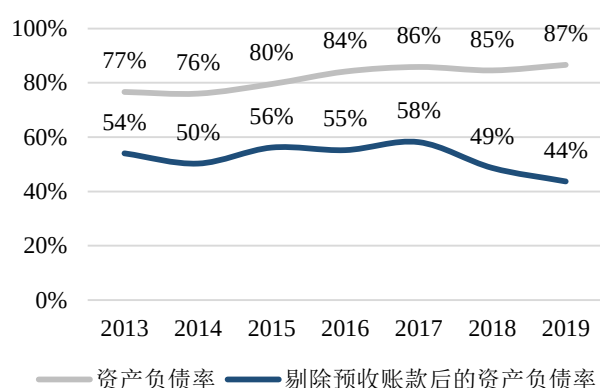


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 杠杆水平稳定，融资成本略有提升。

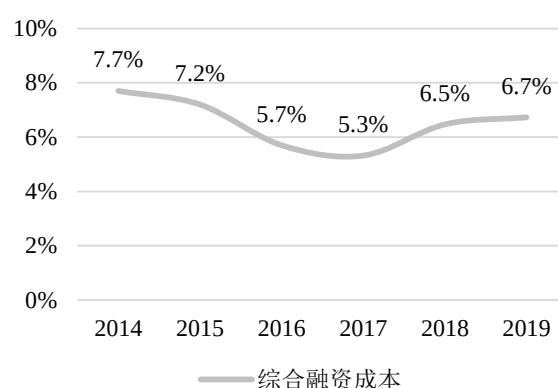
公司有效控制自己的杠杆水平，2019 年资产负债率 86.6%，剔除预收后资产负债率仅 44%，同比下降 5 个百分点；净负债率 16.4%，同比大幅下降 32.4%；公司积极拓宽融资渠道，通过中票、超短融、资产支持票据、公司债等多元化融资，平均融资成本 6.7%，同比略有上升。

图 9：新城控股资产负债表及剔除预收后资产负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：剔除预收后资产负债率指剔除预收及合同负债后的资产负债率）

图 10：新城控股综合融资成本走势

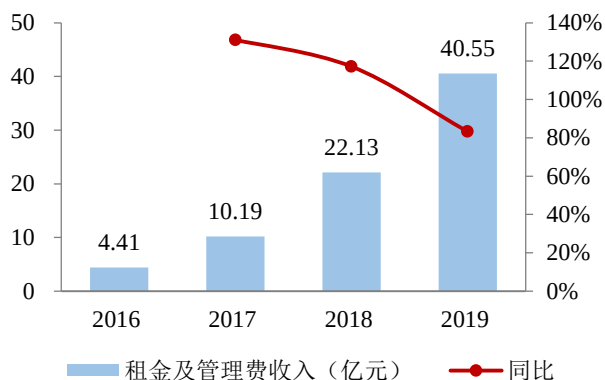


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 吾悦出租率维持高位，全国布局均衡拓展

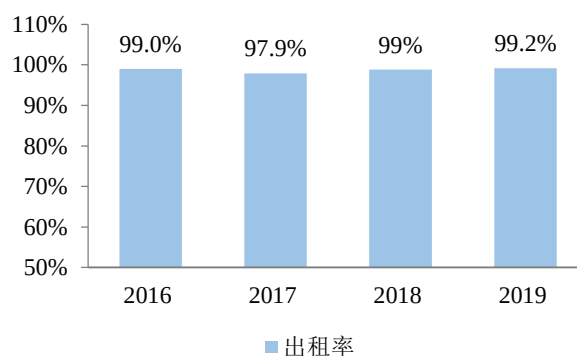
公司年内新开业新城吾悦广场 21 个，开业数量创新高，累计开业新城吾悦广场达 63 个，已开业面积共计 590.62 万方，同比增长 51.44%；吾悦广场实现租金及管理费收入 40.69 亿元，同比增长 92.28%，平均出租率达 99.16%。公司 2020 年继续坚定执行“幸福商业”的经营理念，计划新开业吾悦广场 30 座，总收入超过 55 亿元，同比增长 36%。

图 11：新城控股租金及管理费收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：新城控股出租率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

新城控股秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，销售规模持续扩张，土地储备充沛；股权激励方案有效绑定员工利益，稳定管理团队。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 7.42、9.48、11.48 元，对应 PE 分别为 4.2、3.3、2.7 倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

新城控股三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	367,752	460,531	525,564	619,484	营业收入	85,847	111,747	143,416	181,292
现金	63,941	91,428	108,911	145,436	减:营业成本	57,822	75,306	96,347	121,629
应收账款	467	423	719	725	营业税金及附加	5,605	7,261	9,341	11,794
存货	231,259	270,784	313,138	344,317	营业费用	4,372	5,691	7,027	9,065
其他流动资产	72,085	97,896	102,797	129,006	管理费用	3,820	4,972	6,381	8,883
非流动资产	94,358	113,165	127,467	143,646	财务费用	892	1,206	1,688	2,133
长期股权投资	18,889	21,127	23,690	26,625	资产减值损失	-940	111	-125	-189
固定资产	1,989	2,606	3,474	4,553	加:投资净收益	2,690	3,134	3,653	4,260
在建工程	0	940	1,776	2,531	其他收益	2,647	3,044	3,501	4,026
无形资产	514	546	579	618	营业利润	17,648	23,435	29,969	36,324
其他非流动资产	72,966	87,945	97,948	109,319	加:营业外净收支	165	145	155	150
资产总计	462,110	573,696	653,032	763,130	利润总额	17,813	23,580	30,124	36,474
流动负债	352,229	442,347	496,424	576,756	减:所得税费用	4,483	5,934	7,581	9,180
短期借款	670	704	844	886	少数股东损益	676	895	1,143	1,384
应付账款	34,775	40,531	39,758	53,803	归属母公司净利润	12,654	16,751	21,399	25,910
其他流动负债	316,783	401,113	455,821	522,067	EBIT	19,071	23,445	30,090	36,069
非流动负债	47,946	51,768	55,974	60,122	EBITDA	19,394	23,804	30,482	36,599
长期借款	43,473	47,354	51,559	55,707					
其他非流动负债	4,473	4,415	4,415	4,415	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	400,175	494,115	552,398	636,877	每股收益(元)	5.62	7.42	9.48	11.48
少数股东权益	23,508	24,403	25,546	26,929	每股净资产(元)	17.03	24.45	33.27	44.01
					发行在外股份(百万股)	2257	2257	2257	2257
归属母公司股东权益	38,427	55,178	75,088	99,323	ROIC(%)	13.4%	15.2%	15.7%	15.3%
负债和股东权益	462,110	573,696	653,032	763,130	ROE(%)	21.5%	22.2%	22.4%	21.6%
					毛利率(%)	32.6%	32.6%	32.8%	32.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.7%	15.0%	14.9%	14.3%
经营活动现金流	43,580	48,450	18,431	37,609	资产负债率(%)	86.6%	86.1%	84.6%	83.5%
投资活动现金流	-9,027	-11,711	-6,129	-6,465	收入增长率(%)	58.6%	30.2%	28.3%	26.4%
筹资活动现金流	-15,517	-9,252	5,181	5,381	净利润增长率(%)	20.6%	32.4%	27.8%	21.1%
现金净增加额	19,072	27,487	17,482	36,525	P/E	5.51	4.18	3.27	2.70
折旧和摊销	324	359	392	531	P/B	1.82	1.27	0.93	0.70
资本开支	17,548	1,581	1,740	1,876	EV/EBITDA	5.01	2.63	1.79	0.78
营运资本变动	33,293	36,557	2,443	17,861					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>