

新城控股 (601155.SH) 财务稳健，投资积极，吾悦进入“百店”时代

2021年03月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

陈鹏（分析师）

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

证书编号：S0790520100001

日期	2021/3/29
当前股价(元)	46.04
一年最高最低(元)	53.28/29.72
总市值(亿元)	1,040.78
流通市值(亿元)	1,037.92
总股本(亿股)	22.61
流通股本(亿股)	22.54
近3个月换手率(%)	32.25

● “住宅+商业”双轮驱动，规模成长，运营优先，维持“买入”评级

公司秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，以长三角为核心，完成全国重点城市群的布局。介于行业逐渐进入存量时代，房企销售增速下行确定性大。我们调整2021-2022年盈利预测，新增2023年盈利预测，预计2021-2023年归母净利润183.1、216.6、255.1亿元（2021-2022年前值198.3、241.3亿元），EPS分别为8.1、9.6、11.3元，当前股价对应PE分别为5.7、4.8、4.1倍，维持买入评级。

● 销售稳健，拿地重回积极态势

2020年实现销售金额2509.63亿元，同比减少7.33%，顺利完成全年2500亿元销售目标；销售面积2348.85万平方米，同比减少3.42%。公司设定2021年销售目标2600亿元，同比增长3.60%。投资端表现更为积极，公司2020年全年新增土地储备共120幅，总建筑面积4139万平方米，同比增长65%，其中综合体拿地2479万平方米；拿地金额1255亿元，同比增长107%，占同期销售金额的50%；平均楼面地价仅3031元/平方米，占同期销售均价的28%。公司目前土储充沛，在建面积7798万平方米，未开发建面4216万平方米。

● 商业加速布局，“吾悦”迎来百店规模

2020年新开业新城吾悦广场38个，累计开业吾悦广场达100个，已开业面积940万方，同比增长59.15%；销售总额达319亿元，同比增长20%；全年实现租金及管理费收入56.70亿元，同比增长39.83%，平均出租率达99.54%。目前公司开业、在建及拟建吾悦广场总数量已达到156座，进驻全国118个城市，初步完成全国化布局；2021年公司预计新开业吾悦广场30座，商业总收入85亿元，同比增长49.91%。

● 杠杆水平可控，融资成本稳中有降

2020年末公司剔除预收后资产负债率、净负债率、现金短债比分别为74.12%、43.65%、1.68。公司积极拓宽融资渠道，多元化融资，融资成本有所回落，平均融资成本达6.72%，同比下降1BP。

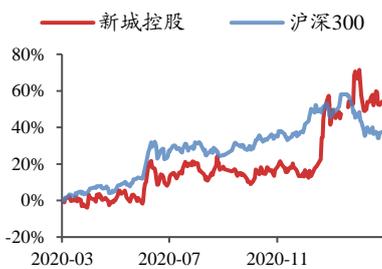
● **风险提示：**行业销售规模大幅下滑；按揭贷款利率大幅上行。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	85,847	145,475	173,192	202,469	234,779
YOY(%)	58.6	69.5	19.1	16.9	16.0
归母净利润(百万元)	12,654	15,256	18,314	21,662	25,506
YOY(%)	20.6	20.6	20.0	18.3	17.7
毛利率(%)	32.6	23.5	23.4	23.5	23.7
净利率(%)	14.7	10.5	10.6	10.7	10.9
ROE(%)	21.5	20.0	20.3	19.9	19.5
EPS(摊薄/元)	5.60	6.75	8.10	9.58	11.28
P/E(倍)	8.2	6.8	5.7	4.8	4.1
P/B(倍)	2.7	2.1	1.6	1.3	1.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-规模成长，双轮驱动，运营能力持续提升》-2020.12.16

目 录

1、 业绩平稳增长，竣工增长靓丽	3
2、 销售稳健，拿地重回积极态势	4
3、 商业加速布局，“吾悦”迎来百店规模	5
4、 杠杆水平可控，融资成本稳中有降	5
5、 盈利预测与投资建议	6
6、 风险提示	6
附： 财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 公司 2020 年营收增速 69.46%	3
图 2： 公司 2020 年归母净利润增速 20.56%	3
图 3： 公司 2020 年公允价值变动收益增速-4.65%	3
图 4： 公司 2020 年合同负债增速 2.30%	3
图 5： 公司 2020 年毛利率、净利率有所回落	4
图 6： 公司 2020 年住宅销售收入占比 56%	4
图 7： 公司 2020 年销售金额突破 2500 亿元	4
图 8： 公司 2020 年销售面积达 2349 万平米	4
图 9： 公司 2020 年拿地金额占销售金额比例为 50.0%	5
图 10： 公司 2020 年待开发、在建面积超 1.2 亿平米	5
图 11： 公司 2020 年吾悦广场突破 100 个	5
图 12： 公司 2020 年租金及管理费收入增速 39.83%	5
图 13： 公司 2020 年净负债率 43.65%	6
图 14： 公司 2020 年综合融资成本 6.72%	6

1、业绩平稳增长，竣工增长靓眼

新城控股发布 2020 年年报：2020 年全年实现营业收入 1454.75 亿元，同比增长 69.46%；归母净利润 152.56 亿元，同比增长 20.56%。地产结算规模提升，推动收入增速可观；业绩增速低于收入增速，主要源于：（1）公司综合毛利率 23.50%，同比下降 9.15 个百分点；其中住宅销售、综合体销售毛利率分别为 14.91%、31.58%，较 2019 年分别下滑 10.69、5.38 个百分点；（2）投资物业的公允价值变动净收益 25.24 亿元，同比减少 4.65%；（3）资产减值损失 15.97 亿元，同比增长 69.96%。（4）少数股东损益 12.10 亿元，同比增长 79.02%。2021 年计划竣工面积 4310 万平米，同比提升 40.30%，竣工节奏有所提速。

图1：公司 2020 年营收增速 69.46%



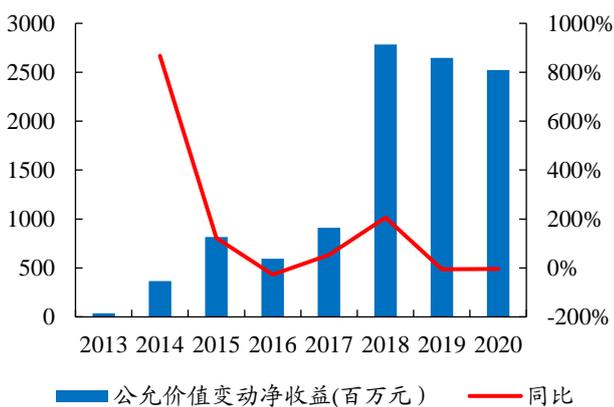
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司 2020 年归母净利润增速 20.56%



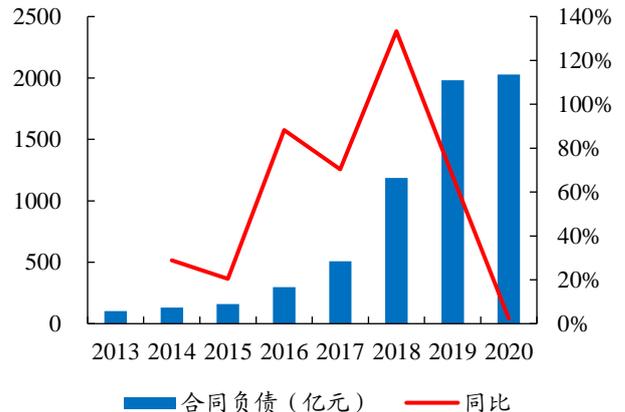
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司 2020 年公允价值变动收益增速-4.65%

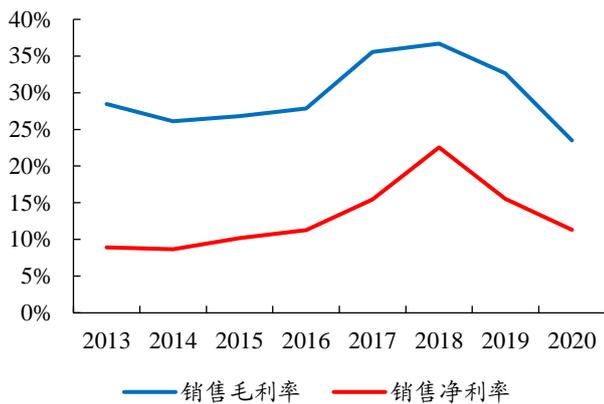


数据来源：公司公告、开源证券研究所

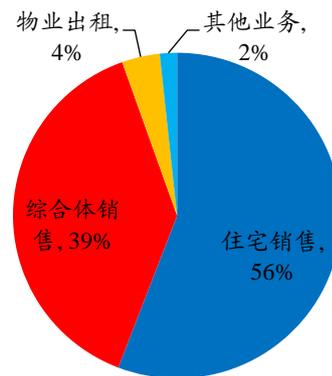
图4：公司 2020 年合同负债增速 2.30%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司 2020 年毛利率、净利率有所回落


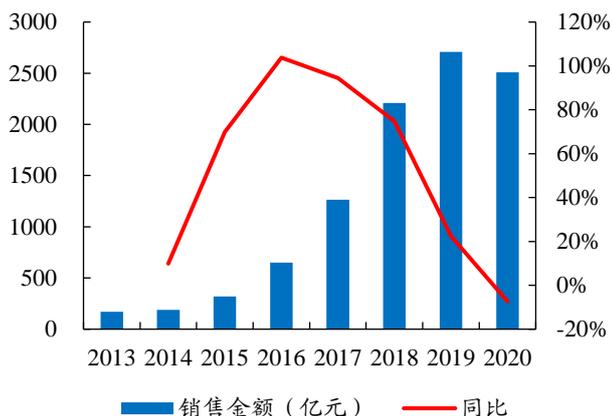
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司 2020 年住宅销售收入占比 56%


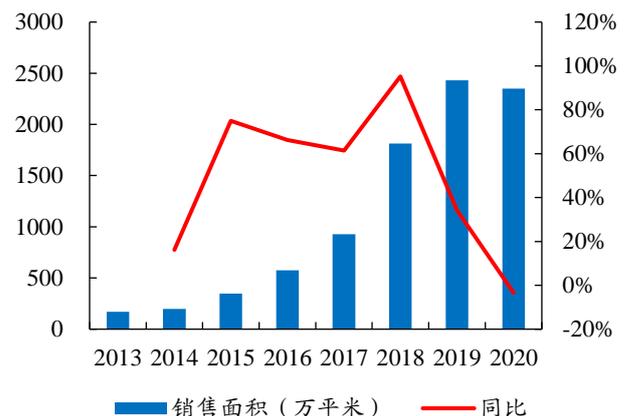
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、销售稳健，拿地重回积极态势

公司 2020 年实现销售金额 2509.63 亿元，同比减少 7.33%，顺利完成全年 2500 亿元销售目标；销售面积 2348.85 万平方米，同比减少 3.42%。公司预计 2021 年销售目标 2600 亿元，同比增长 3.60%。投资端表现更为积极，公司全年新增土地储备共 120 幅，总建筑面积 4139 万平方米，同比增长 65%，其中综合体拿地 2479 万平方米；拿地金额 1255 亿元，同比增长 107%，占同期销售金额的 50%；平均楼面地价仅 3031 元/平方米，占同期销售均价的 28%。公司目前土储充沛，在建面积 7798 万平方米，未开发建面 4216 万平方米。

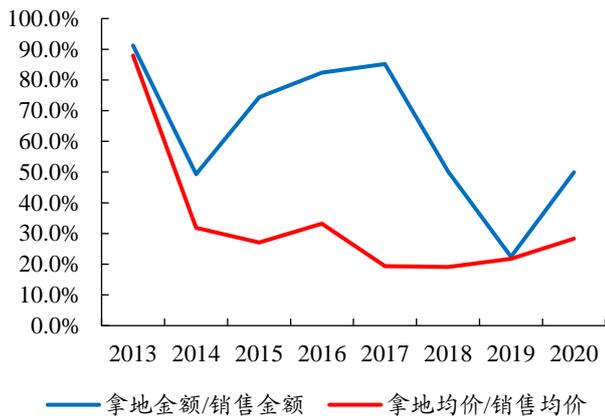
图7：公司 2020 年销售金额突破 2500 亿元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司 2020 年销售面积达 2349 万平米


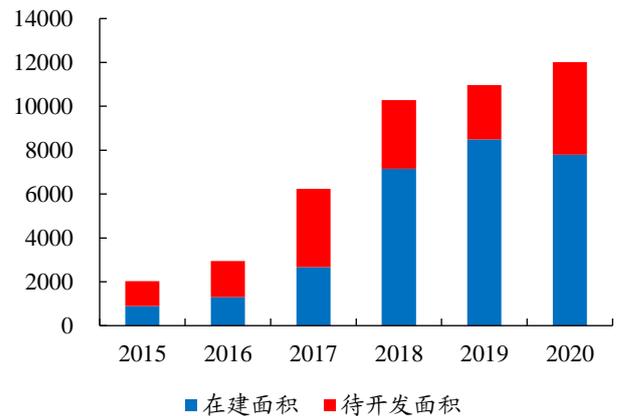
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9: 公司 2020 年拿地金额占销售金额比例为 50.0%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 公司 2020 年待开发、在建面积超 1.2 亿平米

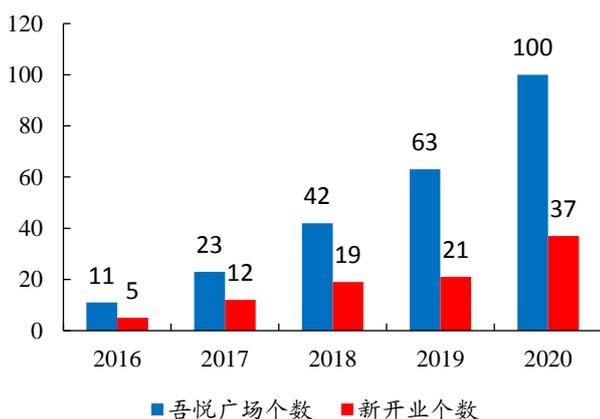


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、商业加速布局，“吾悦”迎来百店规模

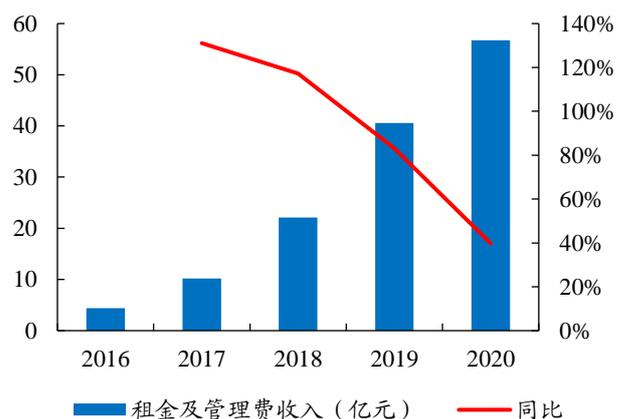
公司 2020 年新开业新城吾悦广场 38 个，累计开业吾悦广场达 100 个，已开业面积 940 万方，同比增长 59.15%；销售总额达 319 亿元，同比增长 20%；全年实现租金及管理费收入 56.70 亿元，同比增长 39.83%，平均出租率达 99.54%。目前公司开业、在建及拟建吾悦广场总数量已达到 156 座，进驻全国 118 个城市，初步完成全国化布局；2021 年公司预计新开业吾悦广场 30 座，商业总收入 85 亿元，同比增长 49.91%。

图11: 公司 2020 年吾悦广场突破 100 个



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

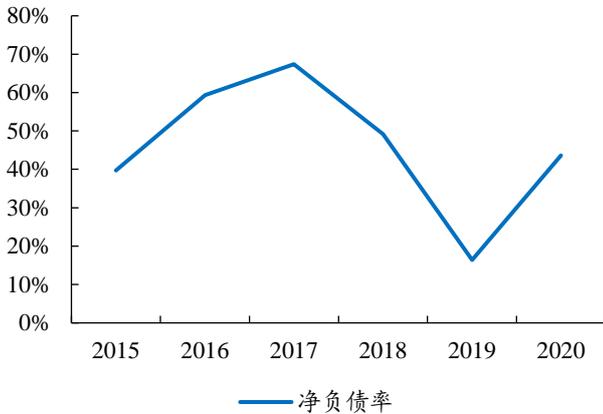
图12: 公司 2020 年租金及管理费收入增速 39.83%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、杠杆水平可控，融资成本稳中有降

公司有效控制自己的杠杆水平，2020 年公司剔除预收后资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 74.12%、43.65%、1.68，位列三道红线“黄档”。公司积极拓宽融资渠道，多元化融资，融资成本有所回落，平均融资成本达 6.72%，同比下降 1BP。

图13: 公司 2020 年净负债率 43.65%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 公司 2020 年综合融资成本 6.72%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

新城控股秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，公司以长三角为核心，完成了全国重点城市群的布局。公司销售持续扩张，土地储备充沛；股权激励方案有效绑定员工利益。鉴于行业逐渐进入存量时代，房企销售增速下行确定性大。我们调整公司 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 183.1、216.6、255.1 亿元（2021-2022 年前值为 198.3、241.3 亿元），EPS 分别为 8.1、9.6、11.3 元，当前股价对应 PE 分别为 5.7、4.8、4.1 倍，维持买入评级。

6、风险提示

- (1) 行业销售规模大幅下滑：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- (2) 按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。
- (3) 房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- (4) 房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	367752	417866	490024	531942	615982
现金	63941	62424	77456	90385	100559
应收票据及应收账款	507	382	484	529	645
其他应收款	46505	46597	52370	57072	60317
预付账款	1276	13366	15499	18246	20884
存货	231259	270580	318965	339705	406794
其他流动资产	24265	24517	25250	26005	26783
非流动资产	94358	119887	141945	167283	195864
长期投资	18889	22326	28109	34855	42165
固定资产	1989	1646	2390	3252	4334
无形资产	514	1020	1088	1169	1268
其他非流动资产	72966	94895	110357	128006	148097
资产总计	462110	537753	631969	699225	811846
流动负债	352229	377592	447042	487420	574519
短期借款	670	450	560	505	532
应付票据及应付账款	39043	57828	68503	72213	83578
其他流动负债	312515	319314	377979	414702	490409
非流动负债	47946	78022	87642	94564	96381
长期借款	43473	67763	77120	83277	84490
其他非流动负债	4473	10259	10522	11288	11891
负债合计	400175	455614	534684	581984	670900
少数股东权益	23508	31548	33000	34718	36741
股本	2257	2256	2261	2261	2261
资本公积	2678	2334	2334	2334	2334
留存收益	33676	45096	58871	75164	94348
归属母公司股东权益	38427	50591	64285	82523	104205
负债和股东权益	462110	537753	631969	699225	811846

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	43580	382	27225	21581	25786
净利润	13330	16466	19766	23380	27528
折旧摊销	324	326	314	362	475
财务费用	892	970	1151	1271	1332
投资损失	-2690	-3081	-3697	-4326	-5061
营运资金变动	33293	-14497	13216	5085	6493
其他经营现金流	-1568	198	-3525	-4191	-4981
投资活动现金流	-9027	-15970	-14589	-16567	-18335
资本支出	17548	20442	1277	1314	1358
长期投资	-1519	-4732	-5783	-2609	-7310
其他投资现金流	7002	-261	-19096	-17862	-24287
筹资活动现金流	-15517	14718	2397	7914	2724
短期借款	-1600	-220	110	-55	28
长期借款	-6881	24290	9357	6157	1213
普通股增加	0	-1	5	0	0
资本公积增加	39	-344	0	0	0
其他筹资现金流	-7075	-9006	-7075	1812	1483
现金净增加额	19072	-1036	15033	12928	10175

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	85847	145475	173192	202469	234779
营业成本	57822	111292	132648	154787	179160
营业税金及附加	5605	5669	6749	7890	9149
营业费用	4372	5491	6537	7642	8862
管理费用	3820	4019	4784	5593	6486
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	892	970	1151	1271	1332
资产减值损失	940	1597	1901	2223	2577
其他收益	55	132	159	186	217
公允价值变动收益	2647	2524	3155	3691	4319
投资净收益	2690	3081	3697	4326	5061
资产处置收益	1	-0	0	-0	0
营业利润	17648	22018	26432	31265	36810
营业外收入	257	290	348	418	502
营业外支出	92	72	87	108	135
利润总额	17813	22237	26694	31575	37177
所得税	4483	5771	6928	8194	9648
净利润	13330	16466	19766	23380	27528
少数股东损益	676	1210	1452	1718	2023
归母净利润	12654	15256	18314	21662	25506
EBITDA	19160	25257	28332	33208	38749
EPS(元)	5.60	6.75	8.10	9.58	11.28

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	58.6	69.5	19.1	16.9	16.0
营业利润(%)	12.8	24.8	20.0	18.3	17.7
归属于母公司净利润(%)	20.6	20.6	20.0	18.3	17.7
获利能力					
毛利率(%)	32.6	23.5	23.4	23.5	23.7
净利率(%)	14.7	10.5	10.6	10.7	10.9
ROE(%)	21.5	20.0	20.3	19.9	19.5
ROIC(%)	13.3	12.8	12.5	12.4	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	86.6	84.7	84.6	83.2	82.6
净负债比率(%)	16.4	43.6	43.6	56.0	66.3
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	211.1	327.3	400.0	400.0	400.0
应付账款周转率	1.8	2.3	2.1	2.2	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.60	6.75	8.10	9.58	11.28
每股经营现金流(最新摊薄)	19.28	0.17	12.04	9.55	11.41
每股净资产(最新摊薄)	17.00	22.38	28.43	36.50	46.09
估值比率					
P/E	8.2	6.8	5.7	4.8	4.1
P/B	2.7	2.1	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	6.9	6.6	5.7	4.9	4.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn