

新城控股 (601155.SH)

结算增量兑现增长, 存量运营“土地”肥沃

核心观点:

- **结算增量兑现增长。**根据公司中报, 21年上半年, 公司实现营业总收入 791.1 亿元, 同比增长 110%, 归母净利润 43.1 亿元, 同比增长 34%, 扣非归母净利润 38.0 亿元, 同比增长 38%。报告期毛利率回落, 表外贡献减少, 主要是非并表项目结算利润率下降(与权益占比有关)。全年竣工目标下调 8%, 仍有 30% 的增长。
- **长三角贡献最大销售增量, 上半年拿地力度 53%。**销售方面, 上半年公司实现销售 1177 亿元, 同比增长 21%, 长三角贡献最大增量(同比多增 161 亿元)。拿地方面, 公司上半年拿地总地价 626 亿元(权益比 64%), 拿地力度 53%, 公司持续持续通过综合体方式获取优质资源, 商开项目平均地价仅 1713 元/平, 为纯住宅项目的 34%。
- **人流量、客单价明显上升, 租金转化率仍有空间。**商业运营方面, 上半年含税租金收入 39.38 亿元, 同比增长 73%, 二季度 20.18 亿元, 同比增长 54%, 租金水平回归正常增长曲线。上半年客流 4.96 亿人次, 同比增长 118%, 客单价提升至 55 元/单, 同比增长 7.5%。租售比 14.4%, 低于 20H1 的 19.6%, 主要是 19-20 年开业的项目, 为应对疫情影响依然给予租金优惠。上半年表现体现出吾悦广场已经进入较好的经营状态, 土地“肥力”很强, 租金后续也具备相应提升空间。
- **盈利预测与投资建议: 预计 21-22 年业绩分别为 8.5 元/股、9.3 元/股。**21 年上半年, 竣工带动结算高增长, 整体可结算资源充足。投资端表现积极, 过去两年公司增长主要依靠增量业务历史上的高增长, 未来更多将依靠收入体量的提质来保证稳定发展。预计 21-22 年业绩 192、210 亿元, 扣非净利润 167、185 亿元, 扣非对应 21 年 4.6xPE、22 年 4.1xPE。我们维持合理价值 59.13 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**地产销售及利润率存在不确定性, 商业表现受疫情影响。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	85847	145475	186219	206636	224183
增长率(%)	58.6%	69.5%	28.0%	11.0%	8.5%
EBITDA(百万元)	14504	19274	25800	29703	32829
归母净利润(百万元)	12654	15256	19203	20990	22906
增长率(%)	21%	21%	26%	9%	9%
EPS(元/股)	5.60	6.75	8.49	9.29	10.13
市盈率(P/E)	6.0	5.0	4.0	3.6	3.3
ROE(%)	33%	30%	28%	23%	20%
EV/EBITDA	6.3	5.4	3.8	3.0	2.5

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	33.46 元
合理价值	59.13 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-30

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-60750604



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001

021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009

021-60750620



xingshen@gf.com.cn

请注意, 乐加栋, 邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

新城控股 (601155.SH): 新增 2 座吾悦, 兼顾核心城市密度及下沉市场机会	2021-08-08
新城控股 (601155.SH): 租金水平回归正常增长曲线, 竣工高增长	2021-07-09
新城控股 (601155.SH): 获取 7 个综合体, 预计全年拿地平稳	2021-06-04

表1: 新城控股经营及财务数据汇总

	18	19	20	21H1	20H1	21Q1	21Q2
一、利润表分析							
营业总收入 (亿元)	541.3	858.5	1454.8	791.1	377.4	176.3	614.7
同比	34%	59%	69%	110%	121%	149%	101%
并表结算金额 (亿元)	508.4	803.2	1375.8	742.7	344.5		
同比	31%	58%	71%	116%	138%		
物业出租收入 (亿元)	22.1	40.5	54.4	36.4	21.7		
同比	117%	83%	34%	68%	27%		
整体毛利率	36.7%	32.6%	23.5%	19.6%	26.1%	20.3%	19.4%
扣税毛利率	30.2%	26.1%	19.6%	16.2%	21.7%	15.8%	16.3%
销售管理费用率 (结算)	8.4%	9.5%	6.5%	6.4%	10.0%	10.7%	5.1%
投资净收益 (亿元)	22.7	26.9	30.8	4.9	11.7	1.6	3.4
同比	321%	19%	15%	-58%	110%	224%	-70%
营业利润 (亿元)	156.4	176.5	220.2	67.8	49.3	7.5	60.3
同比	87%	13%	25%	37%	30%	104%	32%
归母净利润 (亿元)	104.9	126.5	152.6	43.1	32.0	5.4	37.6
同比	74%	21%	21%	34%	24%	98%	28%
扣非归母净利润 (亿元)	76.0	99.8	130.6	38.0	27.5	4.6	33.3
同比	52%	31%	31%	38%	34%	108%	32%
核心归母净利率	14.0%	11.6%	9.0%	4.8%	7.3%	2.6%	5.4%
二、销售分析							
销售金额 (亿元)	2211.0	2708.0	2509.6	1176.6	975.2	496.5	680.2
同比	75%	22%	-7%	21%	-20%	60%	2%
年初目标完成率	123%	100%	100%	45%	39%		
销售面积 (万方)	1812	2432	2349	1087	878	511	576
同比	96%	34%	-3%	24%	-16%	79%	-3%
销售均价 (元/平)	12201	11135	10685	10825	11113	9724	11800
同比	-11%	-9%	-4%	-3%	-5%	-10%	5%
回款率 (预收账款差额法)	54%	59%	64%	63%	90%	64%	62%
三、拿地及工程面积分析							
拿地总价 (亿元)	1112.2	607.4	1254.7	626.4	547.1		
拿地金额/销售金额	50%	22%	50%	53%	56%		
权益比例	68%	68%	66%	64%	76%		
拿地总建面 (万方)	4773	2508	4139	1832	1908		
拿地均价 (元/平)	2330	2421	3031	3420	2868		
住宅项目平均地价	3003	4019	5173	5008	5146		
综合体项目平均地价	1350	1244	1596	1713	1308		
新开工面积 (万方)	4957	3198	2622	1798	1149		
同比	140%	-35%	-18%	57%	-45%		
年初目标完成率	192%	157%	157%	82%	69%		
竣工面积 (万方)	980	1854	3072	1545	661		
同比	35%	89%	66%	134%	64%		
年初目标完成率	107%	99%	85%	36%	18%		
土储面积 (万方, 公告)		12400	14300	15000	13700		
土储面积/销售面积		5.1	6.1				
四、商业运营分析							
含税租金收入 (亿元)		43.5	56.7	39.4	22.8	19.2	20.2
同比			30%	73%		98%	54%
消费总额 (亿元)		265.8	319.0	272.8	116.5		

同比			20%	134%			
租售比		16.3%	17.8%	14.4%	19.6%		
客流总量 (亿人次)	5.80	6.55	4.96	2.28			
客单价 (元/人次)	45.9	48.7	55.0	51.1			
经营口径租金收入 (亿元)	21.6	41.1	53.6	36.8	21.5	18.0	18.8
同比	103%	90%	30%	71%	22%	97%	52%
累计获取数 (座)	96	122	156	174	139		
累计开业数 (座)	42	63	96	102	63	97	102
当期开业数 (座)	19	21	33	6	0	1	5
可出租面积 (万方)	248	359	540	574	357	546	574
平均出租率	98.8%	99.1%	99.5%	97.1%	96.1%	98.0%	97.1%
单项目收入 (亿元)	0.52	0.65	0.56	0.36	0.34		
当年新开项目 (亿元)	0.17	0.22	0.15	0.13	-		
往年开业项目 (亿元)	0.80	0.87	0.77	0.38	0.34		

五、资产负债表分析

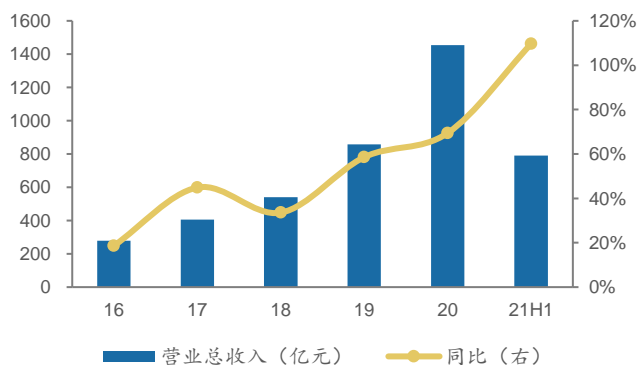
有息负债 (亿元)	704.8	740.8	917.8	1014.5	869.2	995.1	1014.5
相比去年末增长	79%	5%	24%	11%	17%	8%	11%
融资成本	6.47%	6.73%	6.72%	6.60%	6.85%		
扣预资产负债率	75.9%	76.5%	74.1%	75.45%	75.8%	74.7%	75.4%
净负债率	49.2%	16.4%	43.7%	60.48%	35.1%	60.4%	60.5%
现金短债比	226%	209%	168%	144%	173%	179%	144%
分档	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄

数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

一、结算增量兑现增长，全年竣工计划增长 30%

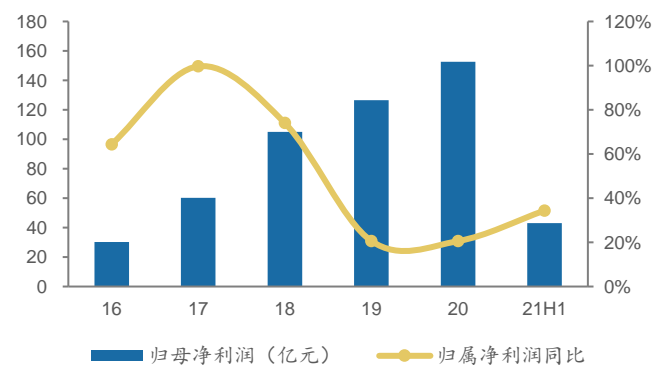
21年上半年，公司实现营业总收入791.1亿元，同比增长110%，营业利润67.8亿元，同比增长37%，归母净利润43.1亿元，同比增长34%，扣非归母净利润38.0亿元，同比增长38%。

图1：新城控股营收及同比



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

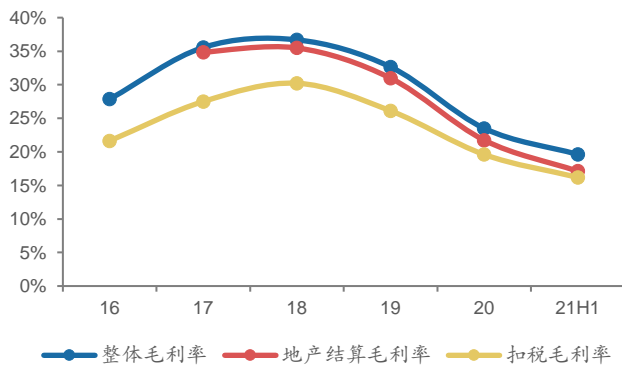
图2：新城控股归母净利润及同比



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

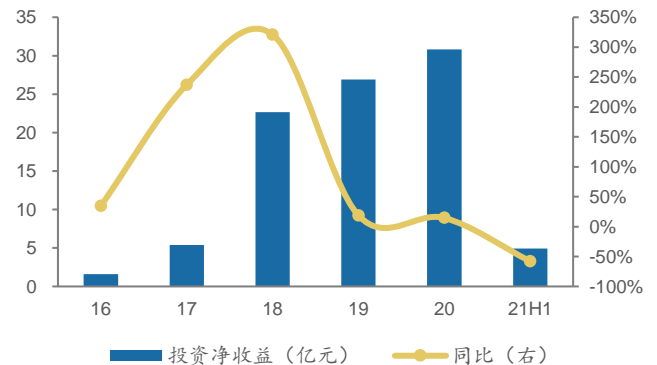
营业利润增速低于营收，主要有两点，一是毛利率跟随行业回落，上半年毛利率、扣非毛利率19.6%、17.1%，较20年分别回落3.9pct、4.6pct，住宅开发和商业综合体的毛利率水平均有回落。二是表外贡献的减少，上半年投资收益4.9亿，同比下降58%，主要是非并表项目结算利润率下降（与权益占比有关）。费用方面，三费费用增速（35%）低于收入，费用率较去年同期有所改善。归母净利润增速略低于营业利润，与所得税同比多增有关。

图3：新城控股毛利率及扣税毛利率



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图4：新城控股投资收益及同比



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

地产业务方面，21年上半年竣工1545万方（同比+134%），完成年初目标（4310万方）的36%，下半年竣工计划叠加上半年完成，总规模较年初计划下调8%，全年依然有30%的竣工增速。上半年结算/竣工面积的比例为74%（回落2pct），结算并表比例67%（上升2pct），结算金额增速同比增长116%（低于竣工）。

表2：新城控股半年度结算及竣工情况

	2016H	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H
结算金额 (亿元, 并表)	87	108	146	145	344	743
同比		25%	35%	-1%	138%	116%
结算金额 (亿元, 全口径)	96	149	221	275	528	1112
同比		55%	48%	25%	92%	111%
结算并表比例	90%	73%	66%	53%	65%	67%
结算面积 (万方, 全口径)	95	147	208	265	505	1140
同比		55%	42%	27%	91%	126%
结算/竣工	92%	70%	98%	65%	76%	74%
竣工面积 (万方, 全口径)	104	210	212	404	661	1545
增速		102%	1%	90%	64%	134%
年初计划 (万方)	469	608	914	1881	3597	4310
年初计划完成率	22%	35%	23%	21%	18%	36%
下半年计划 (万方)	372	532	680	1469	2474	2442
下半年计划完成率	80%	97%	113%	99%	97%	
年度计划调整比例	1%	22%	-2%	0%	-13%	-8%

数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

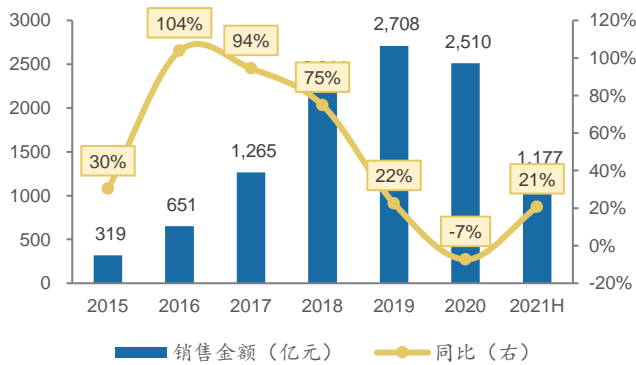
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

二、长三角贡献最大销售增量，回款率稳定

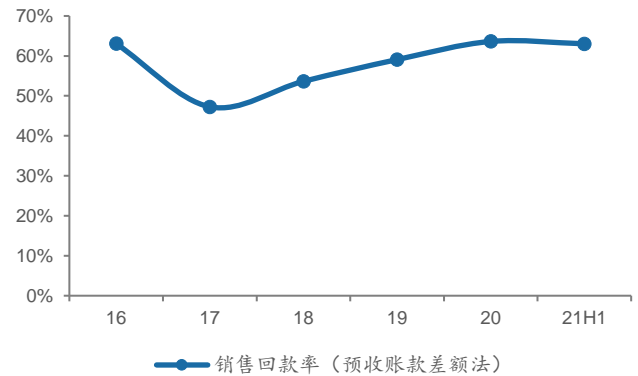
销售方面，上半年公司实现销售1177亿元，同比增长21%，完成年度目标的45%（进度持平19H1，高于20H1）。从全口径分区来看，长三角贡献最大增量（同比多增161亿元），西部贡献最高增速（59%），环渤海同比减少36亿。回款方面，公司上半年并表销售回款率63%，同比有所回落，与20年（64%）基本持平。

图5：新城控股销售金额及同比



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图6：新城控股并表回款率

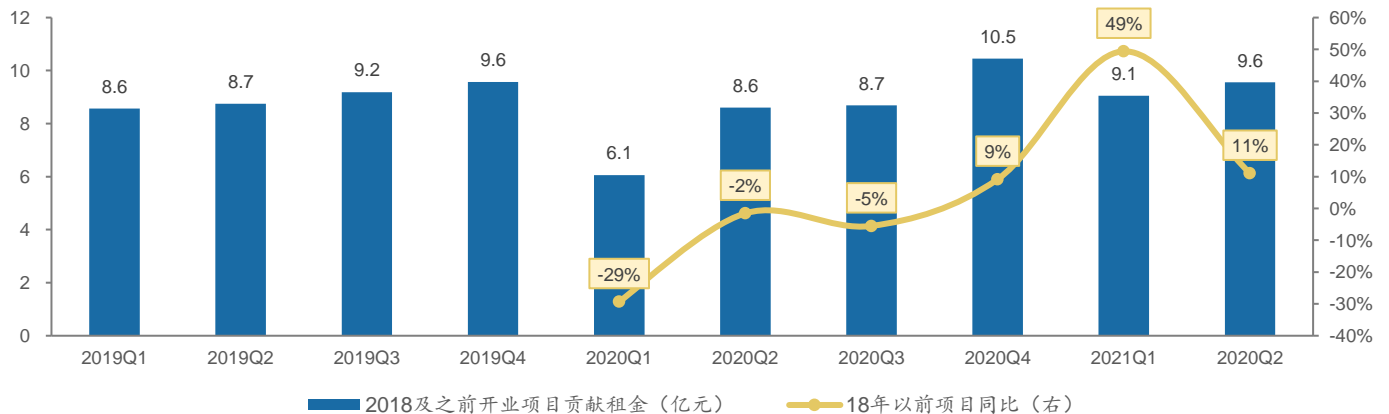


数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

三、人流量、客单价明显上升，租金转化率仍有空间

商业运营方面，截至上半年末，公司累计获取174座吾悦广场，净增18座。上半年含税租金收入39.38亿元，同比增长73%，二季度20.18亿元，同比增长54%，租金水平回归正常增长曲线。若Q3、Q4租金与Q2持平，则全年80亿元，叠加新项目贡献，有望实现年报85亿元的租金目标。从经营口径来看，18年之前开业的项目Q2贡献9.6亿元租金，环比增长6%，同比增长11%，8成以上实现了单季度同比19年正增长，19年以来新项目Q2贡献9.3亿元租金，同比增长152%。

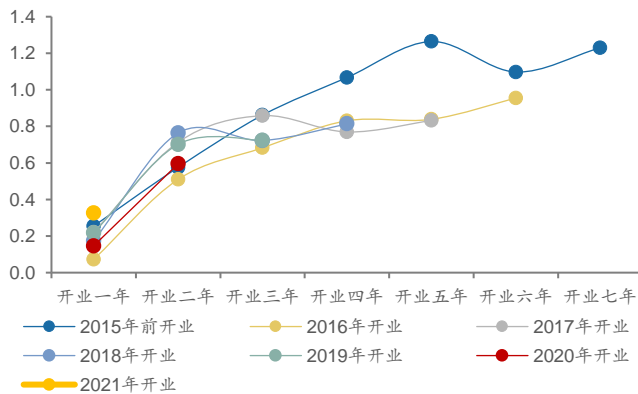
图7：新城18年以前开业项目（可比口径）单季度贡献租金及增速



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心；

注：(1) 21Q2 同比 19Q2 增长 9%，同比 20Q1 增长 11%；(2) 样本为 41 座吾悦+1 座写字楼

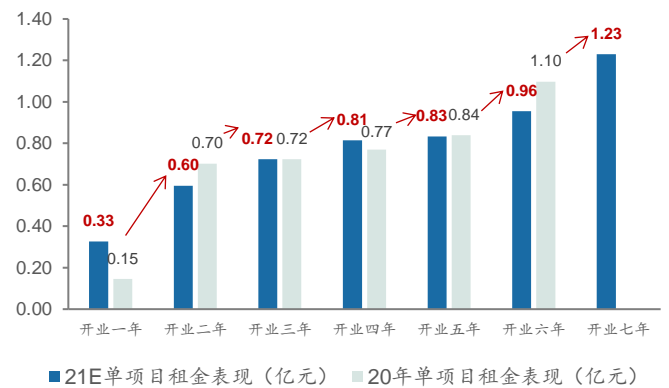
图8：不同年份开业项目平均单个项目租金（亿元）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心；

注：21E租金为21上半年租金+21Q2租金的两倍

图9：按开业年份划分20、21E租金（亿元）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

注：举例说明，20年新开业项目在20年租金平均为0.15亿元，这些项目在21年预计平均贡献0.6亿元，与同期相比（19年项目在20年平均0.7亿元）低0.1亿元，即20年开业项目在爬坡期受到了一定疫情的影响，21年预计影响仍存在

表3：新城商业（吾悦广场）单季度经营情况汇总

	总建筑面积 (万方)	可供出租面积 (万方)	出租率	单季度租金收入 (亿元)	单季度同比	累计租金收入 (亿元)	累计同比	单季度单位面积 租金(万元/月)
17Q1	121.7	68.4	97.66%	1.7	205%	1.7	205%	83.0
17Q2	139.0	80.8	97.07%	1.8	221%	3.4	213%	75.3
17Q3	158.9	93.1	97.63%	2.2	368%	5.6	325%	80.2
17Q4	230.0	145.7	97.70%	4.0	250%	10.7	206%	94.5
18Q1	229.3	144.4	97.62%	4.3	157%	4.3	157%	101.2
18Q2	237.4	149.1	98.32%	4.5	153%	8.8	155%	101.8
18Q3	295.7	184.9	99.05%	5.7	163%	14.5	158%	104.7
18Q4	393.3	248.1	98.81%	7.3	82%	21.6	103%	99.8
19Q1	393.3	243.1	98.02%	8.7	103%	8.7	103%	121.4
19Q2	414.4	254.6	98.45%	8.9	100%	17.6	101%	118.9
19Q3	463.0	283.1	98.06%	10.3	80%	27.9	93%	123.9
19Q4	594.0	359.0	99.13%	13.1	79%	41.1	90%	123.1
20Q1	589.9	356.1	96.08%	9.1	5%	9.1	5%	88.9
20Q2	589.9	356.7	96.10%	12.4	38%	21.5	22%	120.3
20Q3	669.5	404.5	96.58%	12.9	25%	34.4	23%	109.8
20Q4	908.6	540.5	99.53%	19.2	46%	53.6	30%	119.0
21Q1	906.5	546.2	98.01%	18.0	97%	18.0	97%	112.1
21Q2	954.0	574.2	97.12%	18.8	52%	36.8	71%	112.6

数据来源：公司经营公告，公司季度经营公告，广发证券发展研究中心；租金收入为经营口径（非含税租金收入口径）

表4：新城商业（吾悦广场）18年以前开业项目的经营情况汇总

项目名称	开业时间	租金（亿元，经营口径）					租金同比				
		18	19	20	21E	21H1	18	19	20	21E	21H1
武进吾悦广场	2012	1.79	2.07	1.97	2.23	1.10	24%	16%	-5%	13%	25%
常州吾悦国际广场	2012	1.35	1.53	1.36	1.47	0.72	17%	14%	-11%	8%	20%
海口吾悦广场	2016	0.90	1.17	1.16	1.38	0.68	36%	30%	0%	19%	44%
瑞安吾悦广场	2018	0.52	1.22	1.22	1.32	0.65		135%	0%	8%	24%
长沙吾悦广场	2018	0.14	1.03	1.09	1.28	0.63		648%	6%	17%	42%
桐乡吾悦广场	2017	0.75	1.06	1.09	1.17	0.58	74%	40%	4%	7%	22%
丹阳吾悦广场	2015	0.79	1.02	0.97	1.09	0.53	31%	29%	-5%	13%	23%
义乌吾悦广场	2018	0.40	0.92	0.99	1.06	0.53		129%	7%	8%	22%
成都龙泉驿吾悦广场	2016	0.77	0.92	0.91	1.06	0.51	58%	20%	-1%	16%	34%
金坛吾悦广场	2016	0.73	0.94	0.90	1.03	0.51	41%	28%	-4%	15%	29%
安庆吾悦广场	2016	0.58	0.79	0.89	1.03	0.50	27%	37%	13%	16%	32%
青浦吾悦广场	2014	1.21	1.39	0.90	1.01	0.51	19%	15%	-35%	12%	21%
青岛吾悦广场（轻）	2017	0.97	1.14	0.94	0.99	0.48	279%	18%	-17%	5%	14%
如皋吾悦广场	2017	0.61	0.83	0.89	0.96	0.48	402%	35%	7%	9%	27%
嵊州吾悦广场	2017	0.63	0.85	0.88	0.96	0.48	280%	35%	4%	9%	26%
镇江吾悦广场	2017	0.68	0.94	0.86	0.95	0.47	148%	38%	-8%	11%	28%
长春吾悦广场	2017	0.81	0.95	0.87	0.94	0.46	92%	18%	-9%	9%	18%
平湖吾悦广场	2018	0.22	0.75	0.82	0.92	0.46		244%	10%	12%	30%
台州黄岩吾悦广场	2018	0.23	0.83	0.85	0.91	0.45		253%	2%	7%	26%
泰兴吾悦广场	2018	0.13	0.82	0.79	0.88	0.43		551%	-4%	11%	25%
南昌吾悦广场	2016	0.64	0.77	0.69	0.84	0.41	34%	21%	-11%	22%	56%
衢州吾悦广场	2017	0.60	0.80	0.73	0.83	0.41	85%	33%	-8%	13%	27%
启东吾悦广场	2018	0.06	0.69	0.70	0.83	0.41		1026%	2%	18%	45%
扬州吾悦广场	2018	0.22	0.75	0.72	0.81	0.40		247%	-5%	13%	31%
渭南吾悦广场（轻）	2018	0.24	0.70	0.71	0.80	0.40		196%	2%	13%	28%
临沂吾悦广场	2018	0.09	0.78	0.72	0.80	0.40		749%	-7%	12%	30%
玉环吾悦广场	2018	0.09	0.80	0.71	0.80	0.39		774%	-11%	12%	14%
张家港吾悦广场	2015	0.71	0.80	0.72	0.80	0.39	20%	12%	-10%	11%	30%
慈溪吾悦广场	2018	0.05	0.89	0.68	0.80	0.39		1698%	-24%	17%	23%
吴江吾悦广场	2015	0.55	0.77	0.67	0.79	0.39	55%	40%	-13%	18%	30%
昆山吾悦广场	2018	0.21	0.67	0.69	0.69	0.35		220%	4%	-1%	23%
宁波吾悦广场	2017	0.54	0.68	0.63	0.67	0.33	368%	25%	-7%	6%	19%
南宁吾悦广场	2018	0.09	0.65	0.56	0.67	0.34		644%	-13%	20%	36%
渭南吾悦广场	2018	0.21	0.40	0.48	0.66	0.32		90%	21%	37%	65%
昆明吾悦广场	2018	0.14	0.77	0.61	0.66	0.33		437%	-20%	7%	18%
南京吾悦广场	2017	0.60	0.64	0.58	0.64	0.31	1445%	6%	-9%	10%	27%
晋江吾悦广场	2017	0.58	0.61	0.53	0.58	0.29	962%	4%	-12%	10%	15%
句容吾悦广场	2018	0.09	0.67	0.49	0.58	0.29		632%	-26%	17%	37%
台州仙居广场	2018	0.04	0.62	0.46	0.52	0.26		1427%	-25%	11%	8%

南昌新建吾悦广场	2018	0.13	0.57	0.43	0.49	0.24		337%	-25%	13%	32%
成都武侯吾悦广场	2017	0.64	0.52	0.46	0.47	0.23	708%	-18%	-13%	2%	19%
新城控股大厦 B 座	2016	0.48	0.40	0.48	0.39	0.18	4%	-17%	21%	-19%	-1%
42 个项目汇总		21.21	36.08	33.81	37.74	18.62			-6%	12%	23%
其他项目汇总		0.43	5.00	19.56		18.23					
102 个项目汇总		21.64	41.08	53.38		36.85					

数据来源：公司经营公告，公司季度经营公告，广发证券发展研究中心；注：21E 租金为 21 上半年租金+21Q2 租金的两倍

表5：新城商业（吾悦广场）19-21年6月末开业项目的经营情况汇总

项目名称	开业时间	租金（亿元，经营口径）						租金同比		
		19	20	21E	21H1	21Q1	21Q2	20	21E	21H1
上饶吾悦广场	2019年6月	0.47	0.71	0.78	0.38	0.19	0.20	51%	10%	34%
合肥吾悦广场	2019年6月	0.61	0.88	1.00	0.50	0.25	0.25	43%	14%	32%
淮安吾悦广场	2019年7月	0.44	0.76	0.83	0.40	0.19	0.21	71%	9%	19%
钦州吾悦广场	2019年7月	0.35	0.60	0.66	0.34	0.18	0.16	70%	9%	31%
西安西咸吾悦广场	2019年9月	0.40	1.01	1.15	0.56	0.27	0.30	151%	15%	11%
延安吾悦广场	2019年9月	0.21	0.53	0.66	0.32	0.16	0.17	149%	23%	63%
连云港赣榆吾悦广场	2019年9月	0.27	0.71	0.76	0.38	0.19	0.19	164%	7%	22%
常州天宁吾悦广场	2019年10月	0.35	1.17	1.23	0.62	0.31	0.31	234%	5%	11%
宝鸡吾悦广场	2019年10月	0.19	0.63	0.50	0.26	0.13	0.12	241%	-21%	-21%
扬州宝应吾悦广场	2019年10月	0.18	0.62	0.71	0.36	0.18	0.18	237%	14%	31%
天津津南吾悦广场	2019年11月	0.20	0.91	0.99	0.49	0.24	0.25	351%	9%	21%
淮北吾悦广场	2019年11月	0.12	0.38	0.39	0.19	0.10	0.10	215%	0%	13%
汉中吾悦广场	2019年11月	0.16	0.86	0.99	0.49	0.24	0.25	440%	15%	39%
桂林吾悦广场	2019年11月	0.06	0.48	0.48	0.24	0.13	0.12	648%	-1%	31%
连云港海州吾悦广场	2019年12月	0.12	0.79	0.81	0.40	0.19	0.21	578%	3%	22%
溧阳吾悦广场	2019年12月	0.09	0.58	0.53	0.28	0.15	0.13	532%	-10%	3%
盐城吾悦广场	2019年12月	0.08	0.46	0.36	0.19	0.10	0.09	506%	-22%	-20%
高邮吾悦广场	2019年12月	0.07	0.64	0.50	0.26	0.13	0.12	791%	-21%	-19%
蚌埠吾悦广场	2019年12月	0.07	0.62	0.54	0.28	0.14	0.13	794%	-13%	-12%
宿州吾悦广场	2019年12月	0.04	0.66	0.59	0.31	0.16	0.14	1477%	-10%	-7%
长沙高铁吾悦广场	2019年12月	0.07	0.72	0.73	0.36	0.17	0.19	994%	2%	17%
2019 平均		0.22	0.70	0.72	0.36	0.18	0.18	223%	3%	14%
西安沣西吾悦广场	2020年9月		0.30	0.67	0.34	0.17	0.17		121%	
长春北湖吾悦广场	2020年9月		0.23	0.48	0.23	0.10	0.13		107%	
阜阳颍州吾悦广场	2020年9月		0.25	0.77	0.38	0.19	0.19		201%	
嘉兴海盐吾悦广场	2020年9月		0.26	0.66	0.34	0.18	0.16		148%	
昆明呈贡吾悦广场	2020年9月		0.24	0.51	0.27	0.15	0.12		116%	
兴化吾悦广场	2020年9月		0.28	0.71	0.35	0.17	0.18		150%	
昭通吾悦广场	2020年9月		0.23	0.53	0.28	0.15	0.13		136%	
包头昆区吾悦广场	2020年9月		0.24	0.64	0.32	0.16	0.16		170%	
贵港吾悦广场	2020年10月		0.12	0.40	0.20	0.11	0.10		235%	
六安吾悦广场	2020年10月		0.16	0.49	0.24	0.12	0.12		203%	

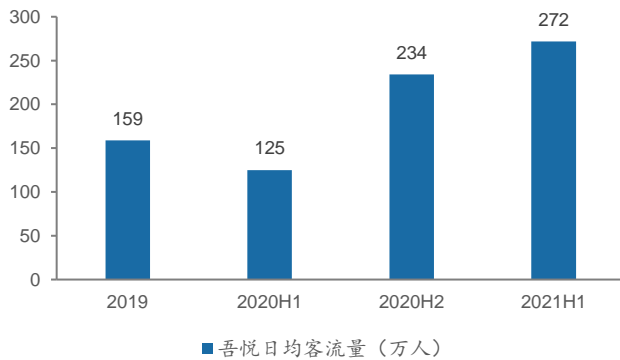
徐州贾汪吾悦广场	2020年10月		0.13	0.45	0.24	0.13	0.11		252%	
湖州吾悦广场	2020年10月		0.17	0.59	0.29	0.15	0.15		247%	
唐山吾悦广场	2020年10月		0.24	0.90	0.44	0.21	0.23		277%	
盐城射阳吾悦广场	2020年10月		0.15	0.52	0.26	0.13	0.13		250%	
苏州高铁新城吾悦广场	2020年11月		0.24	0.95	0.47	0.23	0.24		294%	
盐城大丰吾悦广场	2020年11月		0.17	0.67	0.33	0.16	0.17		307%	
荆州吾悦广场	2020年11月		0.15	0.63	0.33	0.17	0.15		333%	
滁州吾悦广场	2020年11月		0.09	0.40	0.20	0.10	0.10		361%	
西新城东吾悦广场	2020年11月		0.17	0.84	0.41	0.20	0.21		381%	
襄阳吾悦广场	2020年11月		0.13	0.62	0.31	0.15	0.16		388%	
南京雨花吾悦广场	2020年11月		0.17	0.99	0.48	0.23	0.25		472%	
贵阳清镇吾悦广场	2020年11月		0.08	0.39	0.19	0.09	0.10		419%	
遵义吾悦广场	2020年12月		0.07	0.44	0.21	0.10	0.11		564%	
随州吾悦广场	2020年12月		0.07	0.54	0.27	0.14	0.13		660%	
盐城东台吾悦广场	2020年12月		0.08	0.65	0.34	0.18	0.16		698%	
淮安涟水吾悦广场	2020年12月		0.08	0.54	0.27	0.14	0.13		583%	
北海吾悦广场	2020年12月		0.05	0.33	0.17	0.09	0.08		623%	
安宁吾悦广场	2020年12月		0.05	0.44	0.22	0.11	0.11		817%	
温州吾悦广场	2020年12月		0.12	1.53	0.77	0.39	0.38		1185%	
德阳吾悦广场	2020年12月		0.03	0.26	0.14	0.08	0.06		939%	
天长吾悦广场	2020年12月		0.05	0.55	0.28	0.15	0.14		1128%	
铜陵吾悦广场	2020年12月		0.05	0.34	0.18	0.10	0.08		640%	
长沙望城吾悦生活广场	2020年12月		0.02	0.24	0.12	0.06	0.06		1153%	
2020 平均			0.15	0.60	0.30	0.15	0.15		307%	
靖江泰和吾悦广场	2021年1月			0.60	0.30	0.15	0.15			
泰安泰山吾悦广场	2021年5月			0.42	0.14		0.14			
孝感吾悦广场	2021年5月			0.29	0.10		0.10			
长沙宁乡吾悦广场	2021年6月			0.30	0.10		0.10			
湖州南浔吾悦广场	2021年6月			0.29	0.10		0.10			
扬中吾悦广场	2021年6月			0.07	0.02		0.02			
2021 平均				0.33	0.13	0.15	0.10			

数据来源：公司经营公告，公司季度经营公告，广发证券发展研究中心；注：21E 租金为 21 上半年租金+21Q2 租金的两倍

从更详细的数据来看，上半年客流4.96亿人次，同比增长118%（日均客流272万，较19、20年分别增长71%、51%），消费总额273亿元，同比增长134%（21年营业额增速最高的商业运营企业），客单价提升至55元/单，同比增长7.5%，为历史新高。

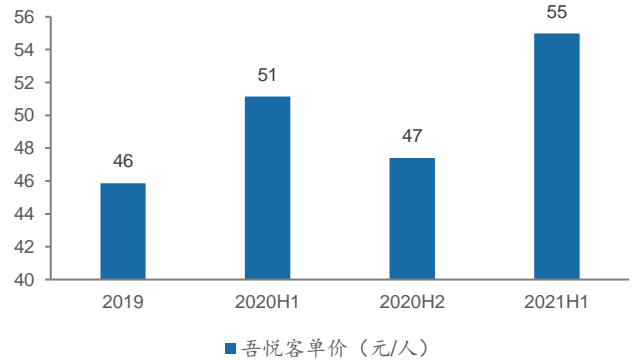
21H1租售比14.4%，低于同期19.6%，低于19-20年平均17.1%，其主要原因为公司很多19、20年开业的项目，依然处于租金优惠的状态，为了减少疫情对商户的影响，公司在收益分配的过程中，降低了自身分配比例。在营业额、人流量和客单价均有明显上升的情况下，体现出吾悦广场已经进入较好的经营状态，土地“肥力”很强，租金后续也具备相应提升空间。

图10: 吾悦日均客流量 (万人)



数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图 11: 吾悦客单价 (元/人)

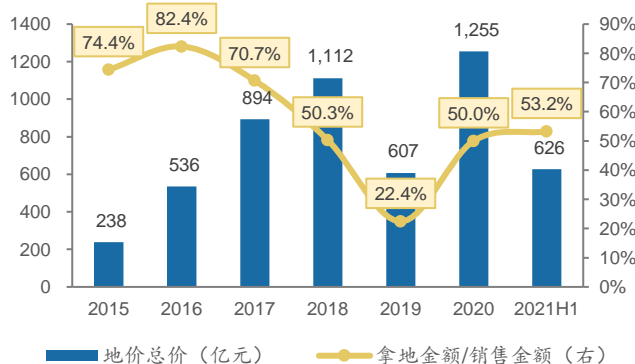


数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

四、上半年拿地力度 53%，长三角资源占比提升

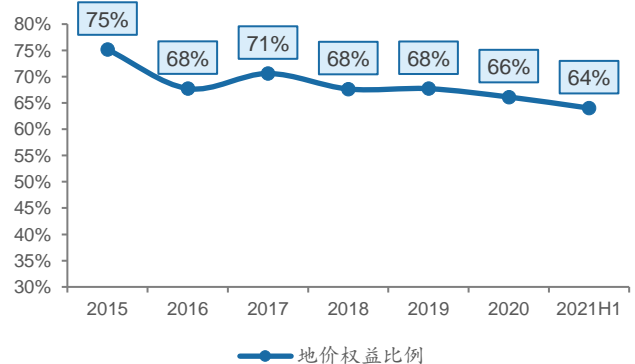
拓展方面, 公司上半年新增61个项目, 总地价626亿元 (地价权益比64%), 总建面1832万方, 金额及面积口径拿地力度分别为53%、169%, 上半年激烈的两集中供地并未影响公司拿地节奏, 持续通过综合体方式获取优质资源, 拿地力度高于20年 (50%)。商开项目 (综合体) 平均地价1713元/平, 为当期宅地均价 (5008元/平) 的34%。增量拓展保障未来结算与商开体量的增长, 长三角资源占比提升至57%, 进一步巩固公司优势区域。

图12: 新城拿地总金额及拿地力度



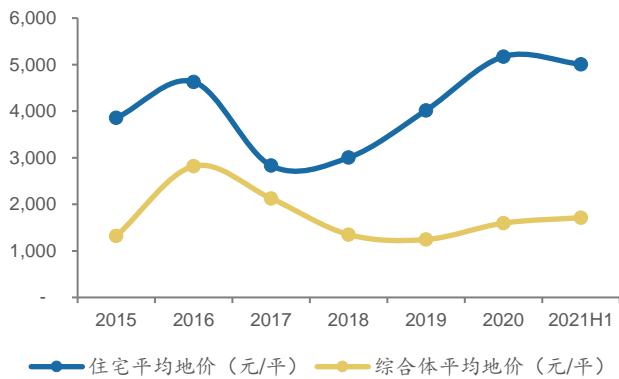
数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图 13: 地价权益比例



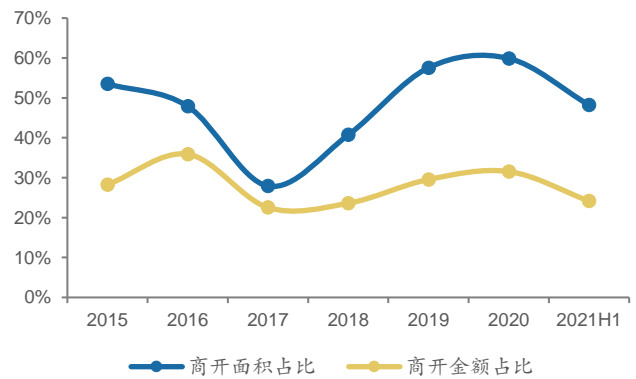
数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图14: 商开及住开项目平均地价



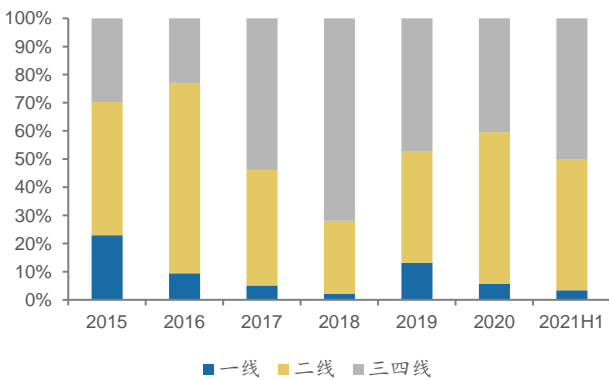
数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图15: 商开拿地金额及面积占比



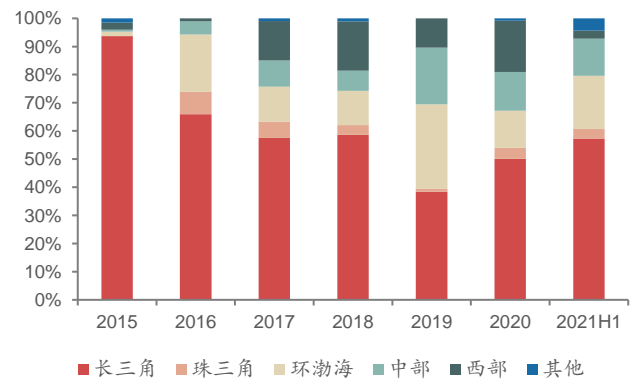
数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图16: 新城控股年报拿地区域占比 (分线)



数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图17: 新城控股年报拿地区域占比 (分区域)

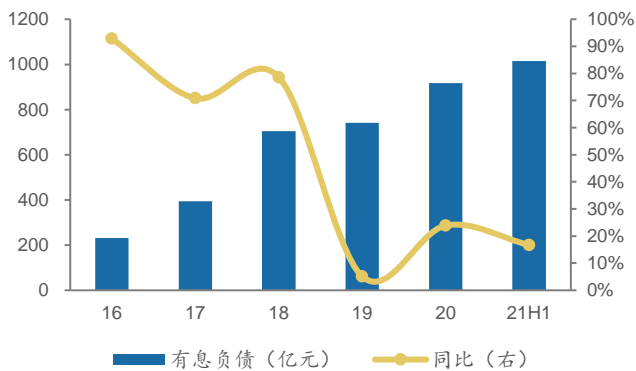


数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

五、有息负债增长，融资成本下降

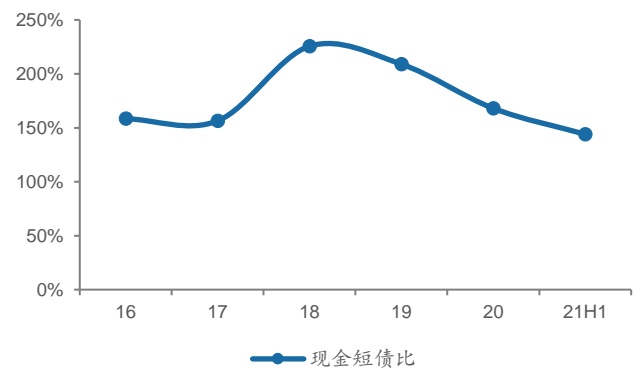
资产负债方面, 报告期末, 公司有息负债1013.6亿元, 同比增长16.6%, 较20年末增长10.4% (考虑股东借款则未超过10%)。三道红线为黄档: 现金短债比1.44x、净负债率60.48%、扣预资产负债率75.45%。有息负债增长的同时, 成本持续下降, 综合融资成本6.60%, 较20年末下降12bps。

图18: 新城有息负债及增速



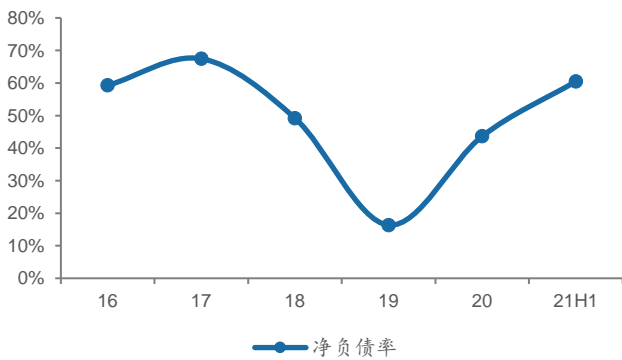
数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图19: 新城控股现金短债比



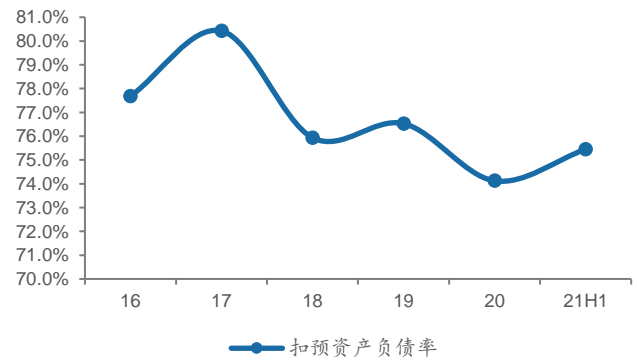
数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图20: 新城控股净负债率



数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

图21: 新城控股扣预资产负债率



数据来源: 公司年报, 公司中报, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测与投资评级

21年上半年, 竣工带动结算高增长, 整体可结算资源充足。投资端表现积极, 高地货比与快周转的“裂变开发模式”帮助公司兼顾住开、商开同步高增长。21年商业客流、客单价增长较快, 公司租金转化率仍有提升空间。过去两年公司增长主要依靠增量业务历史上的高增长, 未来更多将依靠收入体量的提质来保证稳定发展。预计21-22年业绩192、210亿, 同比分别增长26%、9%, 扣非净利润167、185亿, 同比分别增长28%、11%, 扣非净利润对应4.6xPE、4.1xPE。

合理价值方面, 参考可比公司, 以21年扣非归母净利润对应8xPE估值给予合理价值, 我们维持合理价值59.13元/股, 维持“买入”评级。

七、风险提示

地产销售及利润率存在不确定性，商业表现受疫情影响。

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	367,752	417,866	495,610	567,291	646,520
货币资金	63,941	62,424	81,000	90,000	99,000
应收及预付	48,287	60,345	72,213	78,769	89,581
存货	231,259	270,580	317,969	374,095	433,511
其他流动资产	24,265	24,517	24,428	24,428	24,428
非流动资产	94,358	119,887	169,367	226,146	289,715
长期股权投资	18,889	22,326	28,466	36,294	46,228
固定资产	1,989	1,646	1,728	1,832	1,942
在建工程	0	580	868	1,147	1,421
无形资产	603	1,074	1,074	1,074	1,074
其他长期资产	72,877	94,260	137,231	185,799	239,051
资产总计	462,110	537,753	664,977	793,437	936,235
流动负债	352,229	377,592	472,403	574,667	689,279
短期借款	670	450	10,617	7,497	7,387
应付及预收	118,249	336,057	427,896	529,774	644,226
其他流动负债	233,310	41,086	33,891	37,396	37,666
非流动负债	47,946	78,022	89,725	91,371	92,609
长期借款	24,369	43,623	55,308	56,208	56,582
应付债券	19,105	24,140	24,140	24,140	24,140
其他非流动负债	4,473	10,259	10,277	11,023	11,887
负债合计	400,175	455,614	562,128	666,038	781,888
股本	2,257	2,256	2,261	2,261	2,261
资本公积	2,678	2,334	6,175	10,373	14,954
留存收益	33,676	45,096	60,453	77,245	95,570
归属母公司股东权益	38,427	50,591	69,048	90,039	112,945
少数股东权益	23,508	31,548	33,800	37,360	41,402
负债和股东权益	462,110	537,753	664,977	793,437	936,235

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	85,847	145,475	186,219	206,636	224,183
营业成本	57,822	111,292	143,921	158,375	170,899
营业税金及附加	5,605	5,669	7,044	7,857	8,554
销售费用	4,372	5,491	5,503	6,221	6,913
管理费用	3,820	4,019	3,369	3,804	4,224
研发费用	946	1,067	842	951	1,056
财务费用	892	970	1,452	1,738	1,643
资产减值损失	-940	-1,597	0	0	0
公允价值变动收益	2,647	2,524	3,029	3,029	3,029
投资净收益	2,690	3,081	2,233	2,847	3,629
营业利润	17,648	22,018	29,350	33,566	37,552
营业外收支	165	218	0	0	0
利润总额	17,813	22,237	29,350	33,566	37,552
所得税	4,483	5,771	7,894	9,016	10,604
净利润	13,330	16,466	21,455	24,550	26,948
少数股东损益	676	1,210	2,253	3,560	4,042
归属母公司净利润	12,654	15,256	19,203	20,990	22,906
EBITDA	14,504	19,274	25,800	29,703	32,829
EPS (元)	5.60	6.75	8.49	9.29	10.13

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	43,580	382	15,286	21,451	23,893
净利润	13,330	16,466	21,455	24,550	26,948
折旧摊销	277	269	259	275	291
营运资金变动	-38,697	166,429	32,582	39,197	44,224
其它	68,671	-182,781	-39,011	-42,570	-47,570
投资活动现金流	-9,027	-15,970	-4,622	-6,351	-7,934
资本支出	-17,548	-20,442	-174	-676	-694
投资变动	94,110	88,874	-4,448	-5,675	-7,239
其他	-85,589	-84,403	0	0	0
筹资活动现金流	-15,517	14,718	7,913	-6,100	-6,959
银行借款	29,045	49,745	35,388	24,989	24,623
股权融资	9,452	14,138	0	0	0
其他	-20,474	-17,190	-6,744	-7,386	-7,493
现金净增加额	19,072	-1,036	18,576	9,000	9,000
期初现金余额	40,009	59,081	58,045	76,621	85,621
期末现金余额	59,081	58,045	76,621	85,621	94,621

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	58.6%	69.5%	28.0%	11.0%	8.5%
营业利润增长	12.8%	24.8%	33.3%	14.4%	11.9%
归母净利润增长	20.6%	20.6%	25.9%	9.3%	9.1%
获利能力					
毛利率	32.6%	23.5%	22.7%	23.4%	23.8%
净利率	15.5%	11.3%	11.5%	11.9%	12.0%
ROE	32.9%	30.2%	27.8%	23.3%	20.3%
ROIC	20.7%	15.4%	18.2%	19.1%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	86.6%	84.7%	84.5%	83.9%	83.5%
净负债比率	6.4%	31.7%	21.5%	11.3%	3.9%
流动比率	1.04	1.11	1.05	0.99	0.94
速动比率	0.38	0.35	0.33	0.29	0.26
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.29	0.31	0.28	0.26
应收账款周转率	251.14	356.65	109.60	48.63	33.12
存货周转率	0.31	0.44	0.49	0.46	0.42
每股指标 (元)					
每股收益	5.60	6.75	8.49	9.29	10.13
每股经营现金流	19.31	0.17	6.76	9.49	10.57
每股净资产	17.03	22.43	30.54	39.83	49.96
估值比率					
P/E	6.0	5.0	4.0	3.6	3.3
P/B	1.97	1.50	1.10	0.84	0.67
EV/EBITDA	6.30	5.43	3.80	3.04	2.50

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。