

证券研究报告—动态报告

房地产

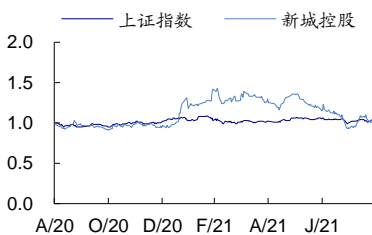
房地产开发 II

新城控股(601155)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,261/2,254
总市值/流通(百万元)	75,640/75,432
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12个月最高/最低(元)	53.28/30.62

相关研究报告:

《新城控股-601155-2020 年报点评: 业绩稳中求进, 坚持双轮驱动》——2021-04-06
 《新城控股-601155-2020 年中报点评: 业绩高增, 双轮驱动》——2020-08-24
 《新城控股-601155-2018 年年报点评: 再创辉煌》——2019-03-11
 《新城控股-601155-2018 年半年报点评: 经营卓越, 持续高增长》——2018-08-27
 《新城控股-601155-2017 年年报点评: 迈向卓越》——2018-03-15

证券分析师: 任鹤

电话: 010-88005315
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

电话: 0755-81981019
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030001

联系人: 王静

电话: 021-60893314
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
双轮驱动增长, 财务保持稳健
● 业绩增长符合预期, 利润率略下行

2021 年上半年, 公司实现营业收入 791 亿元, 同比增长 110%; 归母净利润 43 亿元, 同比增长 34%, 营收、净利双双实现高速增长, 符合预期。归母净利润增幅低于收入增幅的主要原因是毛利率的下降。

● 开发物业销售平稳, 土储充裕结构良好

2021 年上半年, 公司实现销售金额 1177 亿元, 同比上升 21%, 达成年度销售目标的 45%; 实现销售面积 1087 万 m², 同比上升 24%。2021 年上半年, 公司新增土储建面 1832 万 m², 截至 2021 年 6 月末, 公司总土储 1.50 亿 m², 充分保障未来 2-3 年的发展需要。其中, 一二线储备面积占比为 38%, 长三角区域的三四线储备面积占比为 29%。

● 购物中心有序开业, 租金收入稳步上涨

2021 年上半年, 公司新开业 5 座吾悦广场, 截止 6 月末, 已在全国布局 174 座吾悦广场, 目前已开业及管理输出的项目为 105 座, 在营面积达 951 万 m², 同比增长 62%。2021 年上半年, 公司购物中心业务实现租金收入 36.7 亿元, 同比增长 72%。

● 财务保持稳健, 融资成本继续下降

截至 2021 年 6 月末, 公司以监管口径测算的净负债率为 60%, 保持较低水平; 现金短债比为 1.44, 短期偿债能力较好; 剔除预收账款后的资产负债率为 75%, 按“三道红线”公司处于黄档。截至 2021 年 6 月末, 公司平均融资成本为 6.60%, 较 2020 年末下降 0.12 个百分点。

● 双轮驱动增长, 财务保持稳健, 维持“买入”评级

公司双轮驱动增长, 财务保持稳健, 预计公司 2021、2022 年的归母净利润分别为 180、212 亿元, 对应 EPS 为 7.97、9.38 元, 对应最新股价的 PE 为 4.2、3.6 倍, 维持“买入”评级。

● 风险

公司开发物业销售、结算不及预期, 投资物业租金收入不及预期, 或市场调控超预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	85,847	145,475	178,207	213,849	251,272
(+/-%)	58.6%	69.5%	22.5%	20.0%	17.5%
净利润(百万元)	12654	15256	17970	21155	24531
(+/-%)	20.6%	20.6%	17.8%	17.7%	16.0%
摊薄每股收益(元)	5.61	6.76	7.97	9.38	10.87
EBIT Margin	16.6%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
净资产收益率(ROE)	32.9%	30.2%	28.4%	27.1%	25.8%
市盈率(PE)	6.0	4.9	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	32.8	27.6	25.7	23.9	22.5
市净率(PB)	1.97	1.49	1.19	0.97	0.79

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

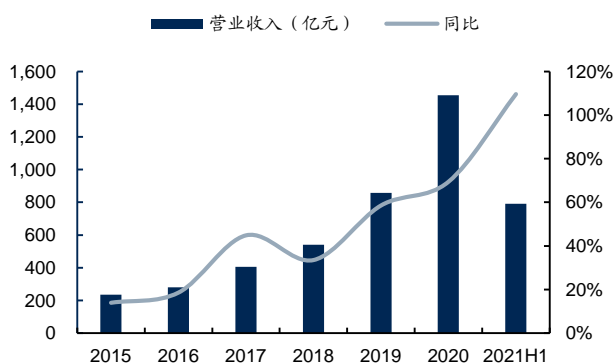
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩增长符合预期，利润率略下行

2021年上半年，公司实现营业收入791亿元，同比增长110%；归母净利润43亿元，同比增长34%，营收、净利双双实现高速增长，符合预期。

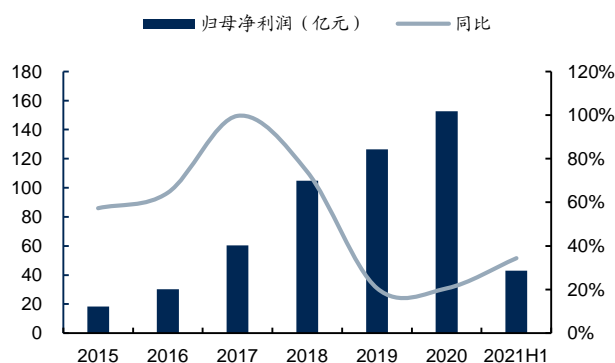
归母净利润增幅低于收入增幅的主要原因是毛利率的下降。其中，收入占比为94%的开发业务毛利率为17.1%，较上年同期下降6.3个百分点；收入占比为4.6%的投资物业毛利率为70.6%，较上年同期下降1.1个百分点。

图1：公司营业收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

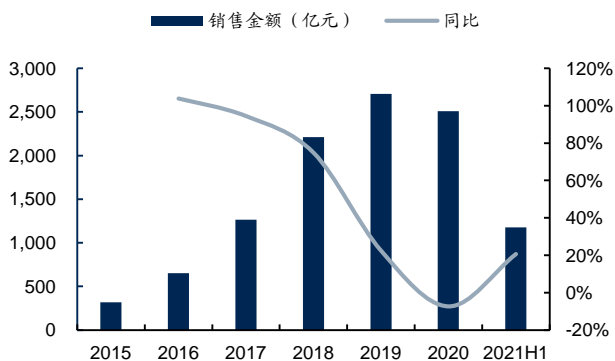
开发物业销售平稳，土储充裕结构良好

2021年上半年，公司实现销售金额1177亿元，同比上升21%，达成年度销售目标的45%；实现销售面积1087万m²，同比上升24%，销售节奏保持稳定。

2021年上半年，公司新增土储建面1832万m²，总地价626亿元，以拿地金额/销售金额计算的拿地强度为53%，拿地较为积极。

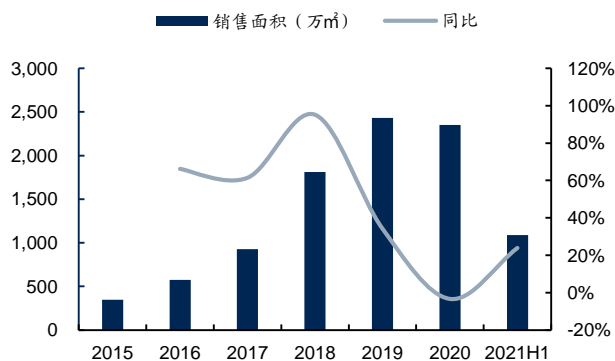
截至2021年6月末，公司拥有总土储1.50亿m²，充分保障未来2-3年的发展需要。其中，一二线储备面积占比为38%，长三角区域的三四线储备面积占比为29%，土储布局结构良好。

图3：公司销售金额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司销售面积及同比（单位：万m²，%）

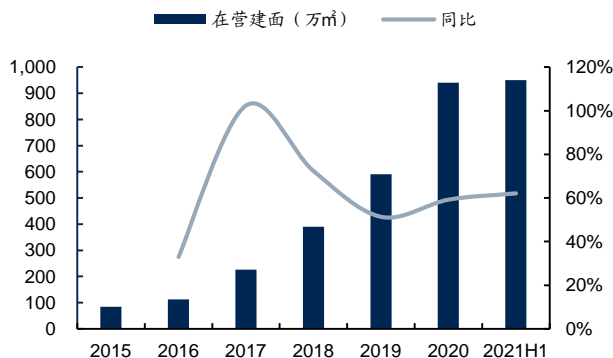


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

购物中心有序开业，租金收入稳步上涨

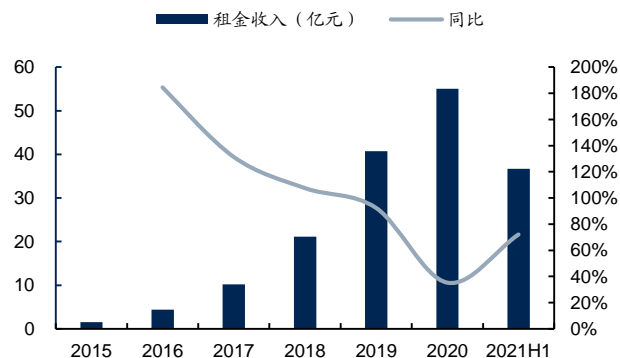
2021 年上半年，公司新开业 5 座吾悦广场，截止 6 月末，已在全国布局 174 座吾悦广场，目前已开业及管理输出的项目为 105 座，在营面积达 951 万 m^2 ，同比增长 62%。2021 年上半年，公司购物中心业务实现租金收入 36.7 亿元，同比增长 72%。

图 5: 公司商业地产在营面积及同比 (单位: 万 m^2 , %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司商业地产租金收入及同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务保持稳健，融资成本继续下降

截至 2021 年 6 月末，公司以监管口径测算的净负债率为 60%，保持较低水平；现金短债比为 1.44，短期偿债能力较好；剔除预收账款后的资产负债率为 75%，按“三道红线”公司处于黄档。截至 2021 年 6 月末，公司平均融资成本为 6.60%，较 2020 年末下降 0.12 个百分点。

双轮驱动增长，财务保持稳健，维持“买入”评级

公司双轮驱动增长，财务保持稳健，预计公司 2021、2022 年的归母净利润分别为 180、212 亿元，对应 EPS 为 7.97、9.38 元，对应最新股价的 PE 为 4.2、3.6 倍，维持“买入”评级。

风险

公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业租金收入不及预期，或市场调控超预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	62424	65000	68000	70000	营业收入	145475	178207	213849	251272
应收款项	46979	57549	69059	81144	营业成本	111292	136328	163594	192223
存货净额	270580	329915	393715	460725	营业税金及附加	5669	6950	8340	9800
其他流动资产	37794	46334	55601	65331	销售费用	5491	6718	8062	9473
流动资产合计	417866	498798	586374	677200	管理费用	4019	4931	5897	6911
固定资产	2226	24416	43884	62181	财务费用	970	944	1042	1098
无形资产及其他	1020	918	816	714	投资收益	3081	2000	2000	2000
投资性房地产	94315	94315	94315	94315	资产减值及公允价值变动	4121	1500	1500	1500
长期股权投资	22326	25826	29826	34326	其他收入	(3218)	0	0	0
资产总计	537753	644273	755215	868736	营业利润	22018	25834	30413	35267
短期借款及交易性金融负债	20732	32631	40321	43801	营业外净收支	218	0	0	0
应付款项	57828	70210	83788	98048	利润总额	22237	25834	30413	35267
其他流动负债	299032	364708	435416	509681	所得税费用	5771	6459	7603	8817
流动负债合计	377592	467549	559524	651530	少数股东损益	1210	1406	1655	1919
长期借款及应付债券	67763	67763	67763	67763	归属于母公司净利润	15256	17970	21155	24531
其他长期负债	10259	13259	16259	19259					
长期负债合计	78022	81022	84022	87022	现金流量表 (百万元)				
负债合计	455614	548571	643547	738552	净利润	15256	17970	21155	24531
少数股东权益	31548	32532	33690	35033	资产减值准备	657	(1597)	0	0
股东权益	50591	63170	77978	95150	折旧摊销	269	1010	2134	3305
负债和股东权益总计	537753	644273	755215	868736	公允价值变动损失	(4121)	(1500)	(1500)	(1500)
					财务费用	970	944	1042	1098
关键财务与估值指标					营运资本变动	(37681)	1015	2710	2700
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	63807	2581	1158	1343
每股收益	6.76	7.97	9.38	10.87	经营活动现金流	38187	19479	25656	30379
每股红利	4.94	2.39	2.81	3.26	资本开支	(5211)	(20000)	(20000)	(20000)
每股净资产	22.43	28.00	34.57	42.18	其它投资现金流	185	90	0	0
ROIC	11%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(8463)	(23410)	(24000)	(24500)
ROE	30%	28%	27%	26%	权益性融资	14138	0	0	0
毛利率	23%	24%	24%	24%	负债净变化	19254	0	0	0
EBIT Margin	13%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(11154)	(5391)	(6346)	(7359)
EBITDA Margin	13%	14%	14%	14%	其它融资现金流	2558	11899	7690	3480
收入增长	69%	23%	20%	18%	融资活动现金流	32897	6508	1344	(3879)
净利润增长率	21%	18%	18%	16%	现金净变动	(1518)	2576	3000	2000
资产负债率	91%	90%	90%	89%	货币资金的期初余额	63941	62424	65000	68000
息率	14.8%	7.1%	8.4%	9.8%	货币资金的期末余额	62424	65000	68000	70000
P/E	4.9	4.2	3.6	3.1	企业自由现金流	(28550)	(516)	5810	10654
P/B	1.5	1.2	1.0	0.8	权益自由现金流	(6737)	10675	12718	13310
EV/EBITDA	27.6	25.7	23.9	22.5					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032