

公司研究

业绩如期释放，土地投资谨慎

——新城控股（601155.SH）2021年三季度报点评

要点

事件：公司发布 2021 年三季度业绩公告

2021 年 Q3 公司实现营业收入 300.17 亿元，同比下降 7.22%；实现归属于上市公司股东的净利润 15.78 亿元，同比增长 3.01%。

点评：业绩加速释放，盈利能力小幅改善，土地投资谨慎，吾悦广场稳健扩张

1) 结算加速下业绩释放，盈利能力小幅改善。2021 年 Q3 公司实现营收 300.2 亿元，同比下降 7.2%；实现归母净利润 15.8 亿元，同比增长 3.0%。2021 年前三季度公司实现营收 1091.2 亿元，同比增长 55.7%，主要系本期物业交付收入较上年同期增长较多所致，前三季度累计竣工面积达 2282.7 万方。此外，前三季度公司实现归母净利润 58.8 亿元，同比增长 24.2%；实现扣非归母净利润 53.7 亿元，同比增长 25.7%。当期基本 EPS 录得 2.61 元/股；毛利率录得 19.8%，较年中小幅改善。

2) 销售稳健增长，土地投资谨慎。10 月公司实现合同销售金额约 221.0 亿元，同比下降 20.5%；实现销售面积约 249.0 万方，同比下降 7.4%。1-10 月公司实现累计合同销售金额 1929.1 亿元，同比增长 1.1%，已完成全年 2600 亿元销售目标的 74.2%；累计销售面积 1883.0 万方，同比增长 6.0%；对应销售均价 10244.9 元/平。公司三季度合计新增 11 个项目，对应建面 304.4 万方，投资金额 66.9 亿元，三季度拿地力度（金额角度）约 12.6%，土地投资谨慎。

3) 双轮驱动筑盈利护城河。截至 10 月 25 日，公司在全国开业及在建的吾悦广场城市综合体已达 183 座，进驻上海、天津、重庆、南京、长沙、长春、西安等国内 134 个大中城市。2021 年 1-9 月，公司实现商业运营总收入（含税租金收入）60.9 亿元，同比增长约 65.0%；已完成全年 85 亿元租金目标的 71.7%。

4) 财务结构稳健。报告期末，公司录得剔除预后资产负债率 75.5%，净负债 60.5%，不受限现金短债比 1.4X，财务结构稳健，短期债务违约风险较小。

盈利预测、估值与评级：结算加速下公司业绩如期释放，盈利能力小幅改善；商业地产“吾悦广场”稳健扩张，主要财务指标向好。公司业绩兑现确定性较强，双轮驱动筑盈利护城河，我们维持 2021-2023 年预测归母净利润 184.1 亿元、209.5 亿元、235.3 亿元；当前股价对应 2021-2023 年预测 PE 估值为 3.6/3.2/2.8 倍，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业调控政策严厉程度和持续时间或超预期；销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；项目施工和结算进度或不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	85,847	145,475	177,622	207,111	238,589
营业收入增长率	58.58%	69.46%	22.10%	16.60%	15.20%
归母净利润（百万元）	12,654	15,256	18,406	20,948	23,525
归母净利润增长率	20.61%	20.56%	20.65%	13.81%	12.30%
EPS（元）	5.62	6.79	8.14	9.27	10.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.93%	30.16%	28.59%	26.56%	24.74%
P/E	5.3	4.4	3.6	3.2	2.8
P/B	1.7	1.3	1.0	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为 2021-11-05。

买入（维持）

当前价：29.60 元

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人：周卓君

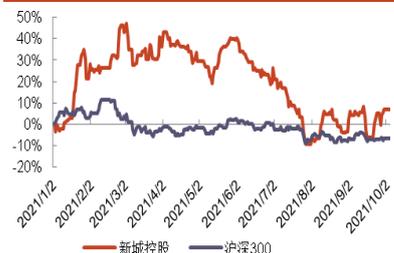
021-52523855

zhouzj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.61
总市值(亿元):	669.26
一年最低/最高(元):	31.58/51.20
近 3 月换手率:	27.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.45	6.09	6.82
绝对	-6.91	8.11	9.67

资料来源：Wind

相关研报

2022：破而后立，晓喻新生——房地产（地产开发）2022 年投资策略（2021-10-12）

借 REITs 之力，存量运营亟待轻装上阵——海外典型商业 REITs 产品及国内品牌商业地产专题报告（2021-08-20）

业绩兑现确定性较强，双轮驱动筑盈利护城河——新城控股（601155.SH）首次覆盖报告（2021-06-08）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	85,847	145,475	177,622	207,111	238,589
营业成本	57,822	111,292	137,721	161,277	187,001
折旧和摊销	277	269	301	379	456
税金及附加	5,605	5,669	6,922	8,071	9,298
销售费用	4,372	5,491	6,704	7,817	9,005
管理费用	3,820	4,019	4,907	5,721	6,591
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	892	970	1,184	1,381	1,591
投资收益	2,690	3,081	3,328	3,727	4,174
营业利润	17,648	22,018	26,149	29,733	33,352
利润总额	17,813	22,237	26,389	30,033	33,727
所得税	4,483	5,771	6,597	7,508	8,432
净利润	13,330	16,466	19,792	22,524	25,295
少数股东损益	676	1,210	1,385	1,577	1,771
归属母公司净利润	12,654	15,256	18,406	20,948	23,525
EPS(元)	5.62	6.79	8.14	9.27	10.41

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	43,580	382	7,221	23,357	26,311
净利润	12,654	15,256	18,406	20,948	23,525
折旧摊销	277	269	301	379	456
净营运资金增加	-16,214	49,608	19,636	4,356	4,422
其他	46,863	-64,751	-31,121	-2,326	-2,093
投资活动产生现金流	-9,027	-15,970	-9,460	-7,898	-6,342
净资本支出	-17,536	-20,400	-1,200	-1,150	-1,100
长期投资变化	-80	-3,438	-11,414	-11,584	-11,774
其他资产变化	8,589	7,868	3,154	4,836	6,532
融资活动现金流	-15,517	14,718	19,745	-821	9,078
股本变化	0	-1	5	0	0
债务净变化	4,510	20,612	25,549	7,002	18,000
无息负债变化	116,304	34,828	55,981	42,212	39,958
净现金流	19,072	-1,036	17,506	14,638	29,046

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.6%	23.5%	22.5%	22.1%	21.6%
EBITDA 率	18.1%	14.5%	12.5%	12.0%	11.3%
EBIT 率	17.7%	14.3%	12.3%	11.9%	11.1%
税前净利润率	20.7%	15.3%	14.9%	14.5%	14.1%
归母净利润率	14.7%	10.5%	10.4%	10.1%	9.9%
ROA	2.9%	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%
ROE (摊薄)	32.9%	30.2%	28.6%	26.6%	24.7%
经营性 ROIC	67.7%	24.5%	19.7%	20.9%	21.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	87%	85%	85%	84%	83%
流动比率	1.04	1.11	1.12	1.14	1.17
速动比率	0.39	0.39	0.39	0.42	0.46
归母权益/有息债务	0.57	0.57	0.56	0.65	0.68
有形资产/有息债务	6.74	6.01	5.51	5.72	5.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按各年末总股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	462,110	537,753	634,455	699,750	775,672
货币资金	63,941	62,424	79,930	94,568	123,615
交易性金融资产	275	90	90	90	90
应收账款	467	349	428	500	577
应收票据	40	33	41	47	55
其他应收款 (合计)	46,505	46,597	56,005	63,232	71,650
存货	231,259	270,580	321,269	344,289	362,751
其他流动资产	23,990	24,428	24,428	24,428	24,428
流动资产合计	367,752	417,866	495,962	543,282	601,865
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	18,889	22,326	33,740	45,324	57,098
固定资产	1,989	1,646	2,314	2,942	3,518
在建工程	0	580	686	760	812
无形资产	514	1,020	1,145	1,214	1,230
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	556	1,095	1,095	1,095	1,095
非流动资产合计	94,358	119,887	138,492	156,468	173,807
总负债	400,175	455,614	537,144	586,357	644,315
短期借款	670	450	9,998	0	0
应付账款	34,775	51,043	63,164	73,968	85,766
应付票据	4,268	6,785	8,397	9,833	11,401
预收账款及合同负债	198,229	202,787	229,826	247,271	260,994
其他流动负债	11,903	20,804	20,804	20,804	20,804
流动负债合计	352,229	377,592	442,561	475,158	516,437
长期借款	24,369	43,623	58,623	73,623	88,623
应付债券	19,105	24,140	25,140	26,140	27,140
其他非流动负债	58	654	654	654	654
非流动负债合计	47,946	78,022	94,583	111,200	127,878
股东权益	61,935	82,138	97,311	113,393	131,357
股本	2,257	2,256	2,261	2,261	2,261
公积金	3,726	3,462	3,464	3,464	3,464
未分配利润	32,628	43,968	57,748	72,253	88,446
归属母公司权益	38,427	50,591	64,378	78,883	95,076
少数股东权益	23,508	31,548	32,933	34,510	36,280

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.09%	3.77%	3.77%	3.77%	3.77%
管理费用率	4.45%	2.76%	2.76%	2.76%	2.76%
财务费用率	1.04%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25%	26%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.70	2.05	2.85	3.24	3.64
每股经营现金流	19.31	0.17	3.19	10.33	11.64
每股净资产	17.03	22.43	28.48	34.89	42.06
每股销售收入	38.04	64.49	78.57	91.62	105.54

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	5.3	4.4	3.6	3.2	2.8
PB	1.7	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.2	6.4	6.4	5.3	4.5
股息率	3.6%	4.4%	6.1%	6.9%	7.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE