

## 重点城市区域深耕，百城百店持续拓展

### 投资要点

- **营收小幅增长，“三道红线”维持绿档水平。**2021年公司实现营业收入1682亿元(+16%)，实现归母净利润126亿元(-17%)，业绩的下滑主要由于开发业务毛利率的下降。公司地产开发业务营收1581亿元(+15%)，业务毛利率17.7%(-4.1pp)，物业出租及管理营收79.7亿元(+47%)，业务毛利率72.6%(+1.9pp)。2021年末公司的净负债率为48.1%(+4.4pp)，现金短债比为1.07倍，“三道红线”维持绿档，融资成本下降至6.57%。
- **经营保持稳健，坚持区域深耕。**在行业整体销售下滑背景下，2021年公司实现销售金额2,338亿元(-6.9%)，销售面积2,355万方(+0.24%)，位于行业年度销售金额第16位。公司贯彻“市占率超10%做熟、市占率超20%做深、市占率超30%做透”的区域深耕标准，在江苏省和天津市的市占率达到前三位，其中天津市市占率达5%；常州、连云港、宿迁等城市的市占率达当地前五位。
- **土地储备充足，聚焦重点城市群发展。**2021年公司新增土地储备共77幅，新增总建面2158万平方米，平均楼面价为3555元/平方米，土地成本优势明显。公司累计土储共计1.38亿平方米，可满足未来一年运营需求。公司坚持深耕长三角区域，并聚焦其他核心城市群，公司土储中一、二线城市占比37%、长三角三四线城市占比30%。
- **吾悦规模持续扩大，租金规模稳步提升。**截至2021年末公司已在全国135个城市布局188座吾悦广场；已开业及管理输出吾悦广场130座，开业面积超1,248万平方米(+32.8%)。2021年实现含税租金收入86亿元，同比增51.7%，出租率达97.6%，其中26座吾悦广场运营总收入超亿元。吾悦广场与品牌方扩大合作基础，报告期内，30个星光品牌实现总销售额达90亿元，新增拓店475家。“百城百店”的版图正不断延展新的边界，2022年公司计划实现商业总收入105亿元，新开业吾悦广场及委托管理在营项目25座。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润年复合增速为12.5%，考虑到公司通过商业勾地等方式推动拿地成本保持低位，商业运营逆势发展且销售规模持续提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**年度业绩结算不及预期、商业运营拓展不及预期等。

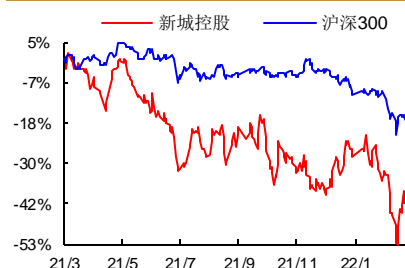
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	168231.68	195137.09	217225.59	235745.49
增长率	15.64%	15.99%	11.32%	8.53%
归属母公司净利润(百万元)	12598.09	14517.83	16283.57	17956.27
增长率	-17.42%	15.24%	12.16%	10.27%
每股收益EPS(元)	5.57	6.41	7.19	7.93
净资产收益率ROE	14.17%	14.76%	14.72%	14.46%
PE	6	4.8	4.3	3.9
PB	0.72	0.64	0.57	0.51

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn  
联系人: 池天惠  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn  
联系人: 刘洋  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	22.64
流通A股(亿股)	22.61
52周内股价区间(元)	21.73-49.9
总市值(亿元)	695.15
总资产(亿元)	5,342.93
每股净资产(元)	26.24

### 相关研究

1. 新城控股(601155): 业绩稳步增长, 吾悦持续发力 (2021-10-29)
2. 新城控股(601155): 吾悦模式量效齐升, 模式创新推动深度运营 (2021-08-28)
3. 新城控股(601155): 商住稀缺成长龙头, 吾悦享受消费红利 (2021-04-30)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1: 2022-2024 年由于公司营收结算节奏影响, 结算金额增速分别为 15%/10%/7%; 毛利率分别为 16.5%/16.0%/15.5%;

假设 2: 2022-2024 年公司物业出租及管理收入增速分别为 40%/35%/30%; 毛利率分别为 70%/68.5%/67.6%;

假设 3: 2022-2024 年其他收入增速为 0%; 毛利率为 30.4%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
物业销售	收入	158118	181836	200019	214021
	增速	14.9%	15.0%	10.0%	7.0%
	毛利率	17.7%	16.5%	16.0%	15.5%
物业出租及管理	收入	7969	11157	15062	19580
	增速	46.6%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	72.6%	70.0%	68.5%	67.6%
其他	收入	2144	2144	2144	2144
	增速	-12.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
合计	收入	168232	195137	217226	235745
	增速	15.6%	16.0%	11.3%	8.5%
	毛利率	20.4%	19.7%	19.8%	20.0%

数据来源：公司公告，西南证券

### 估值与评级：

预计公司 2022-2024 年归母净利润年复合增速为 12.5%，考虑到公司通过商业勾地等方式推动拿地成本保持低位，商业运营逆势发展且销售规模持续提升，维持“买入”评级。

### 风险提示：

年度业绩结算不及预期、商业运营拓展不及预期等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	168231.68	195137.09	217225.59	235745.49	净利润	13759.63	15953.66	17894.03	19732.17
营业成本	133836.29	156673.42	174254.22	188685.03	折旧与摊销	305.21	236.62	245.87	255.84
营业税金及附加	4997.00	7805.48	8689.02	9429.82	财务费用	1090.42	1199.46	1139.49	1082.51
销售费用	5895.57	7805.48	8689.02	9429.82	资产减值损失	-4837.43	-1777.61	-2287.93	-2625.00
管理费用	4169.53	6829.80	7602.90	8251.09	经营营运资本变动	964.56	10251.78	6663.57	-8139.95
财务费用	1090.42	1199.46	1139.49	1082.51	其他	10702.46	172.14	-2351.40	-2125.05
资产减值损失	-4837.43	-1777.61	-2287.93	-2625.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>21984.85</b>	<b>26036.05</b>	<b>21303.63</b>	<b>8180.53</b>
投资收益	2274.96	1910.96	1930.07	2026.58	资本支出	-1596.56	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	2824.06	2694.50	2709.25	2723.47	其他	-20863.13	-6956.78	-7993.34	-9060.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-22459.69</b>	<b>-7056.78</b>	<b>-8123.34</b>	<b>-9190.08</b>
<b>营业利润</b>	<b>18226.88</b>	<b>21206.51</b>	<b>23778.20</b>	<b>26242.27</b>	短期借款	109.20	-73.90	61.00	22.00
其他非经营损益	91.15	133.51	119.39	124.10	长期借款	-630.93	1000.00	1250.00	1152.00
<b>利润总额</b>	<b>18318.03</b>	<b>21340.03</b>	<b>23897.59</b>	<b>26366.37</b>	股权融资	-66.10	3.52	0.00	0.00
所得税	4558.40	5386.37	6003.56	6634.20	支付股利	-3159.54	-3779.43	-4355.35	-4885.07
净利润	13759.63	15953.66	17894.03	19732.17	其他	-7593.39	607.37	2058.54	2269.37
少数股东损益	1161.54	1435.83	1610.46	1775.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-11340.76</b>	<b>-2242.43</b>	<b>-985.81</b>	<b>-1441.69</b>
归属母公司股东净利润	12598.09	14517.83	16283.57	17956.27	<b>现金流量净额</b>	<b>-11836.62</b>	<b>16736.84</b>	<b>12194.48</b>	<b>-2451.25</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	55226.19	71963.03	84157.50	81706.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	57440.97	64737.70	72060.14	78188.41	销售收入增长率	15.64%	15.99%	11.32%	8.53%
存货	250350.69	341681.53	319370.30	317764.55	营业利润增长率	-17.22%	16.35%	12.13%	10.36%
其他流动资产	26257.12	30434.01	33863.11	36738.20	净利润增长率	-16.43%	15.95%	12.16%	10.27%
长期股权投资	26475.40	26475.40	26475.40	26475.40	EBITDA 增长率	-15.84%	15.39%	11.13%	9.61%
投资性房地产	107042.10	117746.31	129520.94	142473.04	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3182.86	3130.60	3091.93	3046.14	毛利率	20.45%	19.71%	19.78%	19.96%
无形资产和开发支出	1016.27	937.83	866.53	792.38	三费率	6.63%	8.11%	8.02%	7.96%
其他非流动资产	7301.52	8153.65	9005.78	9857.91	净利率	8.18%	8.18%	8.24%	8.37%
<b>资产总计</b>	<b>534293.11</b>	<b>665260.06</b>	<b>678411.63</b>	<b>697042.28</b>	ROE	14.17%	14.76%	14.72%	14.46%
短期借款	558.90	485.00	546.00	568.00	ROA	2.58%	2.40%	2.64%	2.83%
应付和预收款项	76301.71	121094.31	131554.77	142573.99	ROIC	193.86%	550.55%	-334.02%	-520.06%
长期借款	42992.33	43992.33	45242.33	46394.33	EBITDA/销售收入	11.66%	11.60%	11.58%	11.70%
其他负债	317316.20	391634.08	379475.51	371065.85	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>437169.13</b>	<b>557205.72</b>	<b>556818.61</b>	<b>560602.16</b>	总资产周转率	0.31	0.33	0.32	0.34
股本	2260.06	2263.59	2263.59	2263.59	固定资产周转率	97.15	108.93	124.41	138.37
资本公积	2263.61	2263.61	2263.61	2263.61	应收账款周转率	420.33	400.27	392.64	387.91
留存收益	53060.70	63799.11	75727.32	88798.53	存货周转率	0.51	0.53	0.52	0.59
归属母公司股东权益	59309.96	68804.49	80732.71	93803.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.04%	—	—	—
少数股东权益	37814.02	39249.85	40860.31	42636.21	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>97123.98</b>	<b>108054.34</b>	<b>121593.02</b>	<b>136440.12</b>	资产负债率	81.82%	83.76%	82.08%	80.43%
负债和股东权益合计	534293.11	665260.06	678411.63	697042.28	带息债务/总负债	14.12%	11.24%	11.49%	11.62%
					流动比率	1.07	1.06	1.06	1.07
					速动比率	0.38	0.35	0.40	0.41
					股利支付率	25.08%	26.03%	26.75%	27.21%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	19622.51	22642.59	25163.56	27580.62	每股收益	5.57	6.41	7.19	7.93
PE	5.52	4.79	4.27	3.87	每股净资产	42.91	47.74	53.72	60.28
PB	0.72	0.64	0.57	0.51	每股经营现金	9.71	11.50	9.41	3.61
PS	0.41	0.36	0.32	0.29	每股股利	1.40	1.67	1.92	2.16
EV/EBITDA	-11.38	-11.92	-12.51	-12.64					
股息率	4.55%	5.44%	6.27%	7.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn