

新城控股 (601155.SH)

开发销售保持韧性，投资物业强劲增长

买入

核心观点

公司营收稳健增长，归母净利受开发毛利率下行拖累：2021 年公司实现营业收入 1682 亿元，同比增长 15.6%；实现归母净利润 126 亿元，同比下降 17.4%。归母净利率为 7.5%，较上年下降了 3.0 个百分点，主要由于综合毛利率下降 3.1 个百分点至 20.4%。通过细拆各业务类型，可以发现开发物业结算毛利率下降 4.1 个百分点至 17.7%，而投资物业租金毛利率则增加 1.9 个百分点至 72.6%。

开发销售保持韧性，土储结构合理：2021 年公司实现销售面积 2355 万^m，同比增长 0.2%，而销售金额 2338 亿元，同比下降 6.9%，主要受到销售均价同比下降 7.1% 的影响。公司当前土储仍可满足未来 2-3 年的开发运营所需，且结构合理。截止 2021 年末，公司总土地储备 1.38 亿^m，其中一二线城市占比约 37%，长三角区域三四线城市占比约 30%。2021 年公司新增土储建面 2158 万^m，其中商业综合体项目占比 48%。

投资物业强劲增长，助力公司穿越周期：2021 年公司实现物业出租及管理收入 80 亿元，同比增长 46.6%，主要受益于开业商场数量增加、在管面积同比增长 33% 至 1248 万^m。2021 年，公司新开业 30 座吾悦广场（含 4 座在营委托管理项目）。截至 2021 年末，公司已在 135 个城市布局 188 座吾悦广场，已开业及委托管理在营数量共 130 座，平均出租率达 98%，其中 26 座吾悦广场运营总收入超 1 亿元。预期 2022 年新开业 25 座吾悦广场，商业运营收入目标 105 亿元。

财务稳健，迈入“绿档”：截至 2021 年末，公司监管口径净负债率为 48%，保持较低水平；现金短债比为 1.07，短期偿债能力较好；剔除预收账款后的资产负债率为 69.95%，按“三道红线”公司全部指标均达绿档要求。公司经营稳健，资信情况良好。2021 年公司经营现金流量净额 220 亿元，连续 4 年为正；平均融资成本为 6.57%，较上年下降 0.15 个百分点。

投资建议：公司开发销售保持韧性，投资物业强劲增长。预计公司 2022 年、2023 年归母净利分别为 131.3、138.7 亿元，对应最新股本的 EPS 分别为 5.81、6.14 元，对应最新股价的 PE 分别为 5.3、5.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：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，盈利水平进一步下行超预期，或市场环境恶化超预期。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	145,475	168,232	198,513	223,328	245,660
(+/-%)	69.5%	15.6%	18.0%	12.5%	10.0%
净利润(百万元)	15256	12598	13133	13869	14455
(+/-%)	20.6%	-17.4%	4.2%	5.6%	4.2%
每股收益(元)	6.76	5.57	5.81	6.14	6.40
EBIT Margin	13.1%	11.5%	9.0%	9.0%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	30.2%	21.2%	19.2%	17.7%	16.4%
市盈率 (PE)	4.5	5.5	5.3	5.0	4.8
EV/EBITDA	27.2	25.9	30.1	28.1	26.6
市净率 (PB)	1.37	1.17	1.01	0.89	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

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	32.17 元
总市值/流通市值	72833/72736 百万元
52 周最高价/最低价	50.48/20.09 元
近 3 个月日均成交额	637.23 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《新城控股-601155-2021 年三季报点评：业绩平稳增长，双轮驱动发展》——2021-10-31

《新城控股-601155-2021 年中报点评：双轮驱动增长，财务保持稳健》——2021-09-01

《新城控股-601155-2020 年年报点评：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

公司营收稳健增长，归母净利受开发毛利率下行拖累。2021 年公司实现营业收入 1682 亿元，同比增长 15.6%；实现归母净利润 126 亿元，同比下降 17.4%。归母净利率为 7.5%，较上年下降了 3.0 个百分点，主要由于综合毛利率下降 3.1 个百分点至 20.4%。通过细拆各业务类型，可以发现开发物业结算毛利率下降 4.1 个百分点至 17.7%，而投资物业租金毛利率则增加 1.9 个百分点至 72.6%。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利率及毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务类型毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

开发销售保持韧性，土储结构合理。2021 年公司实现销售面积 2355 万 m^2 ，同比增长 0.2%，而销售金额 2338 亿元，同比下降 6.9%，主要受到销售均价同比下降 7.1% 的影响。公司当前土储仍可满足未来 2-3 年的开发运营所需，且结构合理。截止 2021 年末，公司总土地储备 1.38 亿 m^2 ，其中一二线城市占比约 37%，长三角区域三四线城市占比约 30%。2021 年公司新增土储建面 2158 万 m^2 ，其中商业综合体项目占比 48%。

图5：公司销售金额及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司销售面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资物业强劲增长，助力公司穿越周期。2021 年公司实现物业出租及管理收入 80 亿元，同比增长 46.6%，主要受益于开业商场数量增加、在管面积同比增长 33% 至 1248 万㎡。2021 年，公司新开业 30 座吾悦广场（含 4 座在营委托管理项目）。截至 2021 年末，公司已在 135 个城市布局 188 座吾悦广场，已开业及委托管理在营数量共 130 座，平均出租率达 98%，其中 26 座吾悦广场运营总收入超 1 亿元。预期 2022 年新开业 25 座吾悦广场，商业运营收入目标 105 亿元。

图7：公司投资物业租金收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司购物中心新开业数量及在营存量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务稳健，迈入“绿档”。截至 2021 年末，公司监管口径净负债率为 48%，保持较低水平；现金短债比为 1.07，短期偿债能力较好；剔除预收账款后的资产负债率为 69.95%，按“三道红线”公司全部指标均达绿档要求。公司经营稳健，资信情况良好。2021 年公司经营现金流量净额 220 亿元，连续 4 年为正；平均融资成本为 6.57%，较上年下降 0.15 个百分点。

投资建议：公司开发销售保持韧性，投资物业强劲增长，助力穿越周期。预计公司 2022 年、2023 年归母净利分别为 131.3、138.7 亿元，对应最新股本的 EPS 分别为 5.81、6.14 元，对应最新股价的 PE 分别为 5.3、5.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：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，盈利水平进一步下行超预期，或市场环境恶化超预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	62424	55226	59219	61129	65473	营业收入	145475	168232	198513	223328	245660
应收款项	46979	52621	62093	69854	76840	营业成本	111292	133836	158811	178662	196528
存货净额	270580	250351	302568	338962	371512	营业税金及附加	5669	4997	9926	11166	12283
其他流动资产	37794	30937	36506	41069	45176	销售费用	5491	5896	6957	7826	8609
流动资产合计	417866	389275	460526	511154	559140	管理费用	4019	4170	4860	5462	6004
固定资产	2226	3183	8900	15158	19388	研发费用	0	33	0	0	0
无形资产及其他	1020	1016	977	937	897	财务费用	970	1090	2832	2760	2682
投资性房地产	94315	114344	114344	114344	114344	投资收益	3081	2275	1000	750	500
长期股权投资	22326	26475	30625	34774	38923	资产减值及公允价值变动	4121	7661	3000	2000	1000
资产总计	537753	534293	615371	676366	732693	其他收入	(3218)	(9952)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	20732	29905	30000	30000	30000	营业利润	22018	18227	19129	20200	21054
应付款项	57828	59928	72427	81139	88930	营业外净收支	218	91	0	0	0
其他流动负债	299032	274125	330775	370664	406356	利润总额	22237	18318	19129	20200	21054
流动负债合计	377592	363957	433202	481803	525286	所得税费用	5771	4558	4782	5050	5263
长期借款及应付债券	67763	61163	61163	61163	61163	少数股东损益	1210	1162	1213	1281	1335
其他长期负债	10259	12049	13839	15629	17419	归属于母公司净利润	15256	12598	13133	13869	14455
长期负债合计	78022	73212	75002	76792	78582	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	455614	437169	508204	558595	603868	净利润	15256	12598	13133	13869	14455
少数股东权益	31548	37814	38663	39560	40494	资产减值准备	657	3240	12071	9596	9668
股东权益	50591	59310	68503	78212	88331	折旧摊销	269	261	1198	2134	3088
负债和股东权益总计	537753	534293	615371	676366	732693	公允价值变动损失	(4121)	(7661)	(3000)	(2000)	(1000)
						财务费用	970	1090	2832	2760	2682
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(37681)	(16362)	15753	11268	11299
每股收益	6.76	5.57	5.81	6.14	6.40	其它	(332)	(3072)	(11222)	(8699)	(8734)
每股红利	4.94	4.77	1.74	1.84	1.92	经营活动现金流	382	21985	27934	26167	28777
每股净资产	22.43	26.24	30.31	34.61	39.08	资本开支	0	(12034)	(15947)	(15947)	(15947)
ROIC	11%	9%	8%	9%	10%	其它投资现金流	185	(51)	0	0	0
ROE	30%	21%	19%	18%	16%	投资活动现金流	(3252)	(16234)	(20097)	(20097)	(20097)
毛利率	23%	20%	20%	20%	20%	权益性融资	(165)	10563	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	9%	9%	9%	负债净变化	19254	(631)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(11154)	(10770)	(3940)	(4161)	(4337)
收入增长	69%	16%	18%	12%	10%	其它融资现金流	11651	32272	95	0	0
净利润增长率	21%	-17%	4%	6%	4%	融资活动现金流	27686	20033	(3845)	(4161)	(4337)
资产负债率	91%	89%	89%	88%	88%	现金净变动	(1518)	(7197)	3993	1910	4344
息率	16.1%	15.5%	5.7%	6.0%	6.2%	货币资金的期初余额	63941	62424	55226	59219	61129
P/E	4.5	5.5	5.3	5.0	4.8	货币资金的期末余额	62424	55226	59219	61129	65473
P/B	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(13638)	14475	12612	15117
EV/EBITDA	27.2	25.9	30.1	28.1	26.6	权益自由现金流	0	18003	12446	10542	13105

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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