

开发商业双轮驱动，财务稳健信用筑底

投资要点

- **业绩短期承压，已售未结资源充裕。**2022年上半年公司实现营业收入428.0亿元，同比下降45.9%；实现归母净利润30.1亿元，同比下降30.1%。报告期内公司整体毛利率为21.9%，同比显著提升2.3pp，其中房地产开发销售业务毛利率降低1.0pp至16.1%，物业出租及管理业务毛利率提升1.6pp至72.2%。2022H1公司营收及归母净利润双降，主要由于公司结转规模持续下滑。截至报告期末，公司已售未结面积达3469万方，为未来公司业绩稳定增长提供基础。
- **销售排名维持前列，土储资源充裕。**2022H1公司销售金额652亿元，同比下降44.6%，行业排名提升2位至第14名；销售面积657万方，同比下降39.5%，销售均价9915元/平，同比下降8.4%，主要受全国疫情多点爆发、市场持续低迷的影响。截至报告期末公司总土地储备1.3亿方，对2021年销售面积的覆盖倍数为5.6倍，可满足未来几年的开发需求；从城市能级来看，一二线城市土储占比37%，长三角三四线城市土储占比29%，土储布局相对合理，为公司未来去化和利润率稳定提供保障。
- **双轮驱动优势显现，商场数量位居前列。**报告期内商业运营总收入47.2亿元，同比增长19.8%。截至报告期末，已开业及委托管理吾悦广场达131座，数量位居行业前列，尽管受到疫情冲击，出租率仍维持在96%的高位。开发+商业双轮驱动、优势互补，为公司业绩上升提供稳定贡献。
- **财务健康稳健，信用显著修复。**“三道红线”稳居“绿档”行列，报告期末公司剔除预收账款的资产负债率67.1%，净负债率同比显著降低12.1pp至48.4%，不受限现金短债比1.06倍；2022年1-8月，公司累计偿还境内外公开市场债券103亿元，占全年债务到期总额的81.7%，负债结构得到进一步优化。报告期内公司完成10亿元中期票据发行，同时在境外发行1亿美元优先绿色票据，为今年以来首笔无增信措施的美元债，公司融资渠道进一步拓宽。截至报告期末，公司在手现金447.8亿元，整体平均融资成本同比下降0.1pp至6.50%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润增速分别为-17.8%/8.3%/8.0%。考虑公司双轮驱动优势明显，信用进一步修复，流动性压力有望缓解，给予“持有”评级。
- **风险提示：**商业勾地过度竞争；公司销售额下滑；低线城市租金水平不稳定。

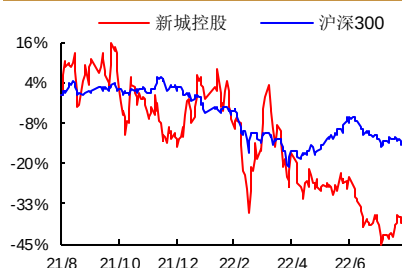
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	168231.68	122788.54	130813.05	142061.20
增长率	15.64%	-27.01%	6.54%	8.60%
归属母公司净利润(百万元)	12598.09	10356.76	11215.50	12115.52
增长率	-17.42%	-17.79%	8.29%	8.02%
每股收益EPS(元)	5.57	4.58	4.96	5.36
净资产收益率ROE	14.17%	11.00%	10.94%	10.86%
PE	4	4.5	4.2	3.9
PB	0.48	0.45	0.42	0.38

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@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)	22.61
流通A股(亿股)	22.61
52周内股价区间(元)	18.59-38.95
总市值(亿元)	470.64
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):重点城市区域深耕,百城百店持续拓展(2022-03-31)
2. 新城控股(601155):业绩稳步增长,吾悦持续发力(2021-10-29)

关键假设:

假设 1: 2022-2024 年公司房地产开发销售收入增速为 -30%/5%/7%, 毛利率分别为 15.0%/14.5%/14.0%;

假设 2: 2022-2024 年公司物业出租及管理收入增速为 25%, 毛利率分别为 68%/65%/62%。

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 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
房地产开发销售	收入	158118	110683	116217	124352
	增速	14.9%	-30.0%	5.0%	7.0%
	毛利率	17.7%	15.0%	14.5%	14.0%
物业出租及管理	收入	7969	9962	12452	15565
	增速	46.6%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	72.6%	68.0%	65.0%	62.0%
合计	收入	168232	122789	130813	142061
	增速	15.6%	-27.0%	6.5%	8.6%
	毛利率	20.4%	19.6%	19.6%	19.5%

数据来源: Wind, 西南证券

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	122788.54	130813.05	142061.20	净利润	13759.63	11381.06	12324.73	13313.76
营业成本	133836.29	98761.39	105216.96	114350.79	折旧与摊销	305.21	331.83	341.09	351.06
营业税金及附加	4997.00	4911.54	5232.52	5682.45	财务费用	1090.42	1199.46	1139.49	1082.51
销售费用	5895.57	4911.54	5232.52	5682.45	资产减值损失	-4837.43	-1777.61	-2287.93	-2625.00
管理费用	4169.53	4297.60	4578.46	4972.14	经营营运资本变动	-4898.44	-7323.25	-8011.74	-1751.74
财务费用	1090.42	1199.46	1139.49	1082.51	其他	16565.46	-4776.88	-1965.19	-1993.32
资产减值损失	-4837.43	-1777.61	-2287.93	-2625.00	经营活动现金流净额	21984.85	-965.39	1540.44	8377.27
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	投资活动现金流净额	-22459.69	-7056.78	-8123.34	-9190.08
营业利润	18226.88	15090.09	16340.36	17665.91	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
利润总额	18318.03	15223.60	16459.75	17790.01	股权融资	-66.10	0.47	0.00	0.00
所得税	4558.40	3842.54	4135.03	4476.25	支付股利	-4633.35	-3779.43	-3107.03	-3364.65
净利润	13759.63	11381.06	12324.73	13313.76	其他	-6119.58	607.37	2058.54	2269.37
少数股东损益	1161.54	1024.30	1109.23	1198.24	筹资活动现金流净额	-11340.76	-2245.48	262.51	78.72
归属母公司股东净利润	12598.09	10356.76	11215.50	12115.52	现金流量净额	-11836.62	-10267.65	-6320.39	-734.09
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	44958.54	38638.16	37904.07	成长能力				
应收和预付款项	57440.97	40658.14	43315.29	47042.94	销售收入增长率	15.64%	-27.01%	6.54%	8.60%
存货	250350.69	233113.34	221916.28	218552.12	营业利润增长率	-17.22%	-17.21%	8.29%	8.11%
其他流动资产	26257.12	19202.37	20448.12	22194.33	净利润增长率	-16.43%	-17.29%	8.29%	8.02%
长期股权投资	26475.40	26475.40	26475.40	26475.40	EBITDA 增长率	-15.84%	-15.29%	7.22%	7.17%
投资性房地产	107042.10	117746.31	129520.94	142473.04	获利能力				
固定资产和在建工程	3182.86	3069.54	2969.82	2862.97	毛利率	20.45%	19.57%	19.57%	19.51%
无形资产和开发支出	1016.27	903.66	798.21	689.90	三费率	6.63%	8.48%	8.37%	8.26%
其他非流动资产	7301.52	8153.65	9005.78	9857.91	净利率	8.18%	9.27%	9.42%	9.37%
资产总计	534293.11	494280.96	493088.00	508052.67	ROE	14.17%	11.00%	10.94%	10.86%
短期借款	558.90	485.00	546.00	568.00	ROA	2.58%	2.30%	2.50%	2.62%
应付和预收款项	76301.71	76306.14	79394.83	86313.78	ROIC	193.86%	114.46%	81.79%	68.85%
长期借款	42992.33	43992.33	45242.33	46394.33	EBITDA/销售收入	11.66%	13.54%	13.62%	13.44%
其他负债	317316.20	270018.80	255208.45	252131.06	营运能力				
负债合计	437169.13	390802.27	380391.61	385407.17	总资产周转率	0.31	0.24	0.26	0.28
股本	2260.06	2260.54	2260.54	2260.54	固定资产周转率	97.15	69.73	79.07	91.59
资本公积	2263.61	2263.61	2263.61	2263.61	应收账款周转率	420.33	352.34	515.82	520.61
留存收益	53060.70	59638.04	67746.51	76497.39	存货周转率	0.51	0.40	0.45	0.51
归属母公司股东权益	59309.96	64640.38	72748.85	81499.72	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	38838.31	39947.54	41145.78	资本结构				
股东权益合计	97123.98	103478.69	112696.39	122645.50	资产负债率	81.82%	79.06%	77.14%	75.86%
负债和股东权益合计	534293.11	494280.96	493088.00	508052.67	带息债务/总负债	14.12%	16.03%	16.81%	16.90%
					流动比率	1.07	1.07	1.07	1.07
					速动比率	0.38	0.33	0.34	0.35
					股利支付率	36.78%	36.49%	27.70%	27.77%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	19622.51	16621.38	17820.94	19099.49	每股收益	5.57	4.58	4.96	5.36
PE	3.74	4.54	4.20	3.88	每股净资产	42.97	45.78	49.85	54.26
PB	0.48	0.45	0.42	0.38	每股经营现金	9.73	-0.43	0.68	3.71
PS	0.28	0.38	0.36	0.33	每股股利	2.05	1.67	1.37	1.49
EV/EBITDA	-12.52	-15.96	-16.37	-17.13					
股息率	9.84%	8.03%	6.60%	7.15%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn