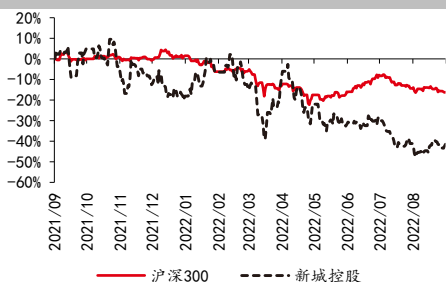


公司投资评级

推荐|首次覆盖

相对指数表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

基本数据 (2022.08.31)

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 总市值 (百万元)        | 47,064.35   |
| 流通市值 (百万元)       | 47,064.35   |
| 52 周最高/最低 (元)    | 40.32/18.56 |
| 52 周最高/最低 PE (倍) | 6.22/3.00   |
| 52 周最高/最低 PB (倍) | 1.74/0.70   |
| 52 周涨幅 (%)       | -38.05      |
| 52 周换手率 (%)      | 207.43      |

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

新城控股 (601155.SH):

商业地产稳定发展，发债获得增信支持

● 事件

新城控股(601155)发布 2022 年中报，主要内容如下：

2022 年上半年公司实现营业收入 428.03 亿元，同比下降 45.89%，归母净利润 30.10 亿元，同比下降 30.11%，EPS 1.33 元。其中第二季度单季实现营业收入 241.25 亿元，同比下降 60.75%，归母净利润 25.00 亿元，同比下降 33.59%，EPS 1.10 元。

● 核心观点

**业绩承压，收入结算下降是主要原因。**公司上半年归母净利润同比下降 30.11%，业绩显著回落。公司业绩负增长的主要包括：1) 营业收入同比下降 45.89%，是拖累业绩的最主要因素；2) 收入下降幅度超过期间费用，导致三费率上升；3) 投资收益由去年同期的 4.91 亿元下降至 0.64 亿元。不过，公司 2022 年上半年毛利率从去年同期的 19.61% 上升至 21.90%。资产减值损失从 9.99 亿元收窄至 1.63 亿元。

**销售下滑，但回款表现良好。**2022 年上半年，受行业下行趋势影响，公司销售表现下滑，实现合同销售金额 651.60 亿元同比下降 44.62%，销售面积 657.20 万平方米，同比下降 39.54%。公司践行企业社会责任，响应“保交楼”政策，在报告期内一共组织交付了近 4 万套物业。公司紧抓销售和资金回笼，实现 760.30 亿元的全口径资金回笼，全口径资金回笼率为 117% (按全口径回笼/全口径签约计算)。

**商业收入持续增长，出租率保持高位。**公司商业地产业务发展良好，上半年租金同比增长 16.57%，出租率达到 96.01%。截至报告期末，公司商业广场布局 135 个大中城市、189 个综合体项目，开业面积达 1189.06 万平方米，出租率达 96.01%，实现租金收入 43.96 亿元，同比增长 16.57%，对公司业绩贡献逐步提高。

**三道红线继续达标，发债获得增信支持，融资成本下降。**公司积极响应三道红线政策，报告期末公司全部指标均达标，剔除预收账款后的资产负债率为 67.06%，净负债率为 48.37%，现金短债比为 1.06。2022 年上半年，公司发债获得增信支持，中债信用增进公司和上海银行联合为公司 10 亿元中期票据发行创设了银行间首单房企信用风险缓释凭证 (CRMW)。同时，公司在境外新发优先绿色美元票据，募集资金 1 亿美元，成为今年 4 月份以来第一笔民企地产境外新发，也是

2 月份以来第一笔纯公司信用高级无抵押普通美元债。截至报告期末，公司整体平均融资成本为 6.50%，相比去年年末下降 7BP。

### ● 投资建议

预计 2022-2024 年营业收入为 1397.96 亿元、1494.68 亿元、1671.01 亿元，归母净利润为 116.53 亿元、125.04 亿元、131.14 亿元，EPS 为 5.15 元、5.53 元、5.80 元，对应 PE 为 4.04 倍、3.76 倍、3.59 倍，公司虽属民营房企，但长期以来财务稳健、经营良好，“商业+住宅”双轮驱动具备竞争力，首次覆盖给予“推荐”评级。

#### 主要财务摘要

| 项 目          | 2021    | 2022E  | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|--------|-------|-------|
| 摊薄每股盈利（元）    | 5.57    | 5.15   | 5.53  | 5.80  |
| 净利润增长率       | -17.42% | -7.50% | 7.30% | 4.89% |
| 市盈率（倍）       | 3.74    | 4.04   | 3.76  | 3.59  |
| EV/EBITDA（倍） | 5.71    | 1.43   | 3.22  | 2.39  |
| EV/销售收入（倍）   | 0.49    | 0.15   | 0.31  | 0.21  |
| PE/G（倍）      | —       | —      | 0.52  | 0.73  |
| 市净率（倍）       | 0.79    | 0.66   | 0.56  | 0.48  |

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 8 月 31 日收盘价

### ● 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

## 目录

|              |   |
|--------------|---|
| 1.事件 .....   | 5 |
| 2.核心观点 ..... | 5 |
| 3.投资建议 ..... | 8 |
| 4.风险提示 ..... | 8 |

## 图表目录

|                                             |   |
|---------------------------------------------|---|
| 图表 1 公司 2022 上半年营业收入同比下降 45.89% .....       | 5 |
| 图表 2 公司 2022 上半年归母净利润同比下降 30.11% .....      | 5 |
| 图表 3 公司 2022 上半年毛利率为 20.46%，三费率为 4.9% ..... | 6 |
| 图表 4 公司 2022 上半年三项费用率均同比上升 .....            | 6 |
| 图表 5 公司 2022 上半年投资净收益为 0.64 亿元 .....        | 6 |
| 图表 6 公司 2022 上半年资产减值损失同比收窄 .....            | 6 |
| 图表 7 公司 2022 年上半年商业地产运行情况 .....             | 7 |
| 图表 8 公司近年来融资成本持续下降 .....                    | 7 |
| 图表 9 公司剔除预收款项的资产负债率情况 .....                 | 7 |
| 图表 10 公司净负债率情况 .....                        | 8 |
| 图表 11 公司现金短债比情况 .....                       | 8 |

## 1. 事件

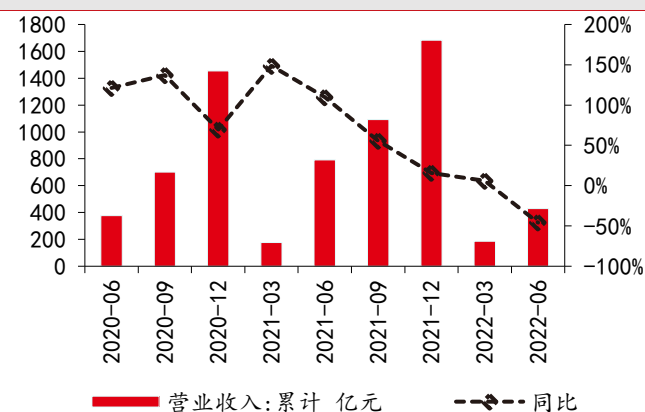
新城控股(601155)发布 2022 年中报，主要内容如下：

2022 年上半年公司实现营业收入 428.03 亿元，同比下降 45.89%，归母净利润 30.10 亿元，同比下降 30.11%，EPS 1.33 元。其中第二季度单季实现营业收入 241.25 亿元，同比下降 60.75%，归母净利润 25.00 亿元，同比下降 33.59%，EPS 1.10 元。

## 2. 核心观点

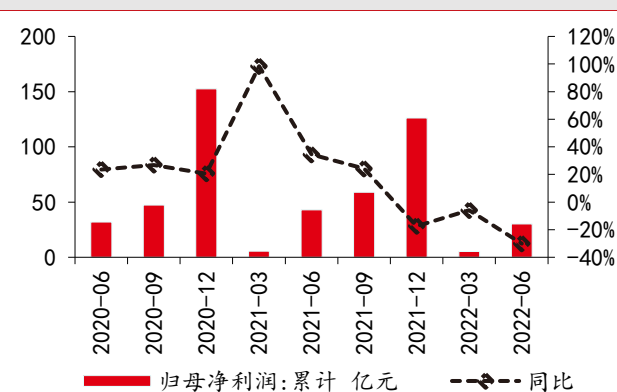
**业绩承压，收入结算下降是主要原因。**公司上半年归母净利润同比下降 30.11%，业绩显著回落。公司业绩负增长的主要包括：1) 营业收入同比下降 45.89%，是拖累业绩的最主要因素；2) 收入下降幅度超过期间费用，导致三费率上升；3) 投资收益由去年同期的 4.91 亿下降至 0.64 亿元。不过，公司 2022 年上半年毛利率从去年同期的 19.61% 上升至 21.90%。资产减值损失从 9.99 亿元收窄至 1.63 亿元。

图表 1 公司 2022 上半年营业收入同比下降 45.89%



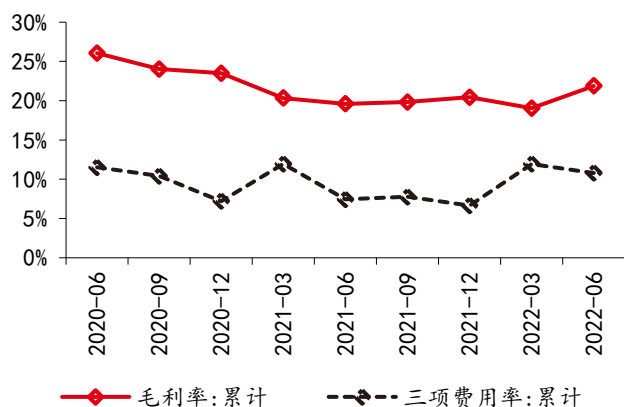
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 2 公司 2022 上半年归母净利润同比下降 30.11%



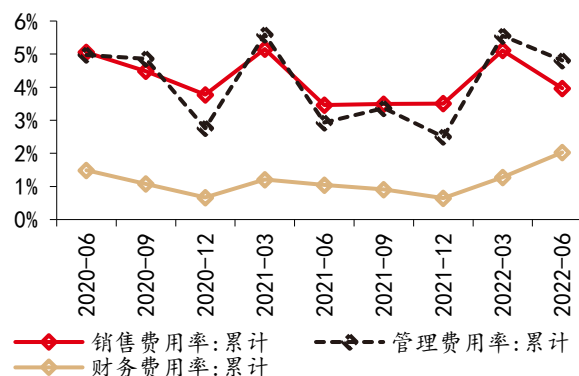
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 公司 2022 上半年毛利率为 20.46%，三费率为 4.9%



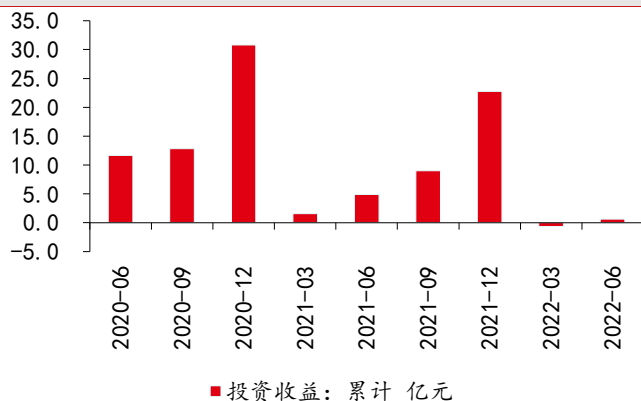
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 4 公司 2022 上半年三项费用率均同比上升



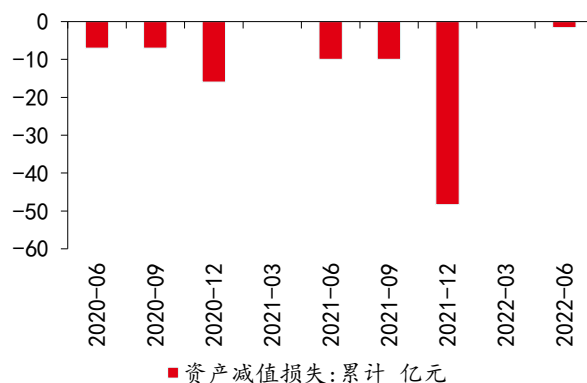
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 5 公司 2022 上半年投资净收益为 0.64 亿元



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 6 公司 2022 上半年资产减值损失同比收窄

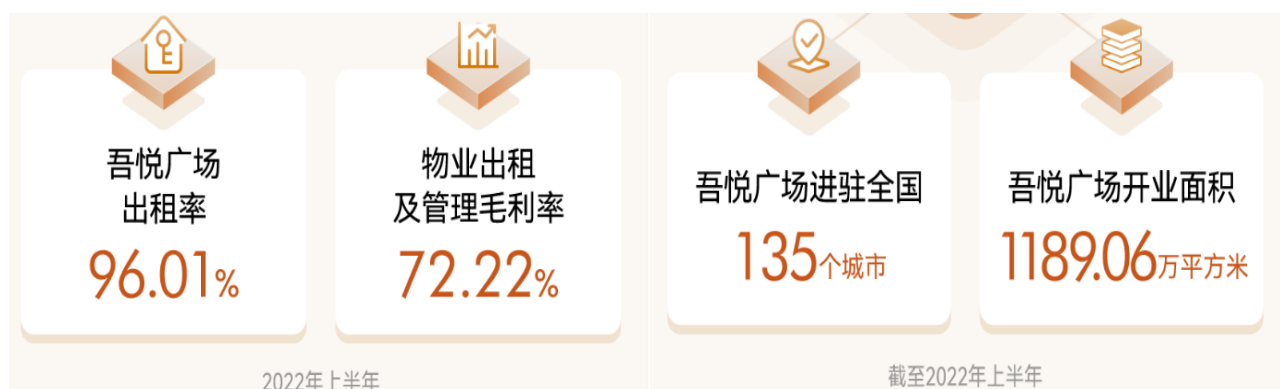


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

**销售下滑，但回款表现良好。**2022 年上半年，受行业下行趋势影响，公司销售表现下滑，实现合同销售金额 651.60 亿元同比下降 44.62%，销售面积 657.20 万平方米，同比下降 39.54%。公司践行企业社会责任，响应“保交楼”政策，在报告期内一共组织交付了近 4 万套物业。公司紧抓销售和资金回笼，实现 760.30 亿元的全口径资金回笼，全口径资金回笼率为 117%（按全口径回笼/全口径签约计算）。

**商业收入持续增长，出租率保持高位。**公司商业地产业务发展良好，上半年租金同比增长 16.57%，出租率达到 96.01%。截至报告期末，公司商业广场布局 135 个大中城市、189 个综合体项目，开业面积达 1189.06 万平方米，出租率达 96.01%，实现租金收入 43.96 亿元，同比增长 16.57%，对公司业绩贡献逐步提高。

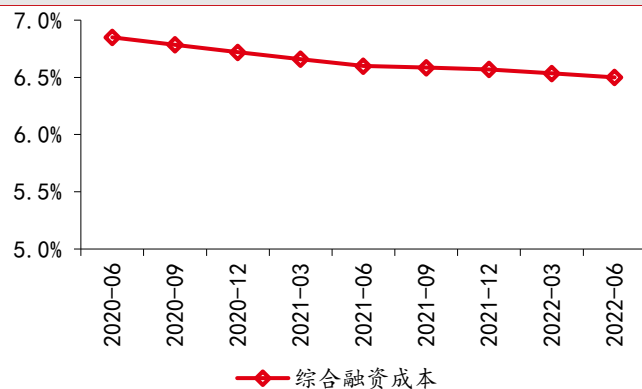
图表 7 公司 2022 年上半年商业地产运行情况



数据来源：公司官方公众号，中邮证券研究所整理

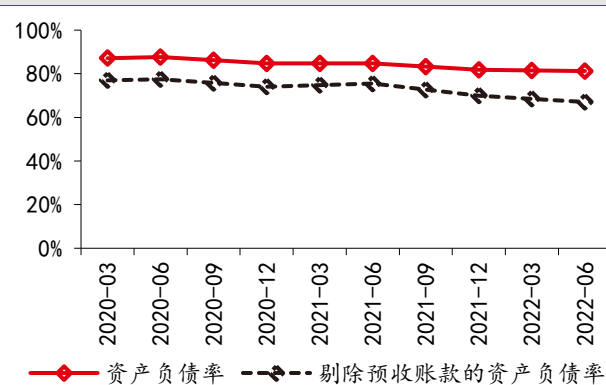
**三道红线继续达标，发债获得增信支持，融资成本下降。**公司积极响应三道红线政策，报告期末公司全部指标均达标，剔除预收账款后的资产负债率为 67.06%，净负债率为 48.37%，现金短债比为 1.06。2022 年上半年，公司发债获得增信支持，中债信用增进公司和上海银行联合为公司 10 亿元中期票据发行创设了银行间首单房企信用风险缓释凭证（CRMW）。同时，公司在境外新发优先绿色美元票据，募集资金 1 亿美元，成为今年 4 月份以来第一笔民企地产境外新发，也是 2 月份以来第一笔纯公司信用高级无抵押普通美元债。截至报告期末，公司整体平均融资成本为 6.50%，相比去年年末下降 7BP。

图表 8 公司近年来融资成本持续下降



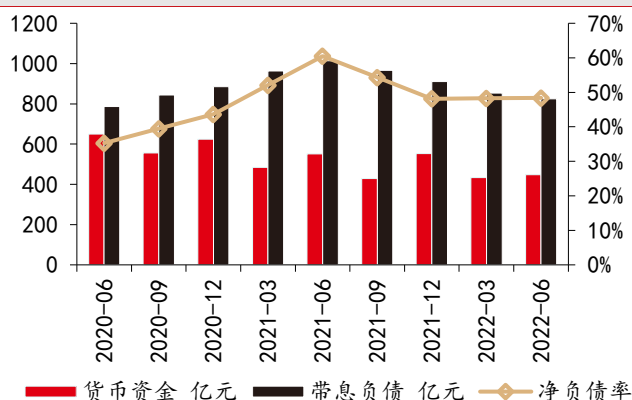
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 9 公司剔除预收款项的资产负债率情况



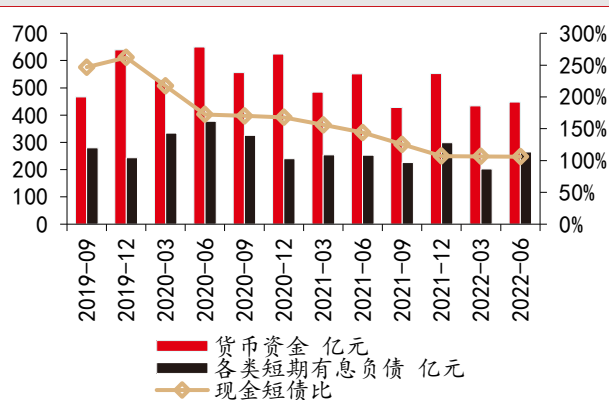
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 10 公司净负债率情况



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 11 公司现金短债比情况



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

### 3. 投资建议

预计 2022-2024 年营业收入为 1397.96 亿元、1494.68 亿元、1671.01 亿元，归母净利润为 116.53 亿元、125.04 亿元、131.14 亿元，EPS 为 5.15 元、5.53 元、5.80 元，对应 PE 为 4.04 倍、3.76 倍、3.59 倍，公司虽属民营房企，但长期以来财务稳健、经营良好，“商业+住宅”双轮驱动具备竞争力，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

**利润表（百万元）**

|            | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 168232 | 139796 | 149468 | 167101 |
| 营业成本       | 133836 | 111930 | 121466 | 137537 |
| 毛利         | 34395  | 27866  | 28002  | 29564  |
| %营业收入      | 20.45% | 19.93% | 18.73% | 17.69% |
| 营业税金及附加    | 4997   | 4152   | 4440   | 4963   |
| %营业收入      | 2.97%  | 2.97%  | 2.97%  | 2.97%  |
| 销售费用       | 5896   | 4899   | 5238   | 5856   |
| %营业收入      | 3.50%  | 3.50%  | 3.50%  | 3.50%  |
| 管理费用       | 4170   | 4516   | 4221   | 4753   |
| %营业收入      | 2.48%  | 3.23%  | 2.82%  | 2.84%  |
| 财务费用       | 1090   | 1116   | 1171   | 1277   |
| %营业收入      | 0.65%  | 0.80%  | 0.78%  | 0.76%  |
| 资产减值损失     | -5303  | -1960  | -1126  | -855   |
| 公允价值变动收益   | 2824   | 3389   | 4067   | 4880   |
| 投资收益       | 2275   | 2275   | 2275   | 2275   |
| 营业利润       | 18227  | 16887  | 18148  | 19015  |
| %营业收入      | 10.83% | 12.08% | 12.14% | 11.38% |
| 营业外收支      | 91     | 158    | 156    | 135    |
| 利润总额       | 18318  | 17045  | 18304  | 19150  |
| %营业收入      | 10.89% | 12.19% | 12.25% | 11.46% |
| 所得税费用      | 4558   | 4318   | 4648   | 4826   |
| 净利润        | 13760  | 12727  | 13656  | 14324  |
| 归属母公司股东净利润 | 12598  | 11653  | 12504  | 13114  |
| 少数股东损益     | 1162   | 1074   | 1153   | 1209   |
| EPS（元/股）   | 5.57   | 5.15   | 5.53   | 5.80   |

**现金流量表（百万元）**

|            | 2021A  | 2022E | 2023E  | 2024E |
|------------|--------|-------|--------|-------|
| 经营活动现金流净额  | 21801  | 59917 | -27546 | 9339  |
| 取得投资收益收回现金 | 1040   | 2275  | 2275   | 2275  |
| 长期股权投资     | -4149  | -2648 | -2912  | -3204 |
| 无形资产投资     | -4     | -339  | -280   | -205  |
| 固定资产投资     | -15913 | 100   | -767   | -666  |
| 其他         | -3434  | 3389  | 4067   | 4880  |
| 投资活动现金流净额  | -22460 | 3116  | 2662   | 3285  |
| 债券融资       | 7465   | 0     | 0      | 0     |
| 股权融资       | 10563  | 0     | 0      | 0     |
| 银行贷款增加（减少） | -7419  | 4299  | 4729   | 5202  |
| 筹资成本       | -10770 | -1246 | -1333  | -1440 |
| 其他         | -11180 | -3406 | 2033   | 3304  |
| 筹资活动现金流净额  | -11341 | -352  | 5429   | 7067  |
| 现金净流量      | -11999 | 62682 | -19455 | 19691 |

**资产负债表（百万元）**

|           | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金      | 55226  | 117908 | 98453  | 118144 |
| 交易性金融资产   | 140    | 140    | 140    | 140    |
| 应收账款      | 451    | 368    | 389    | 424    |
| 存货        | 250351 | 217492 | 236975 | 269109 |
| 预付账款      | 4820   | 6648   | 8726   | 7668   |
| 其他流动资产    | 78286  | 72587  | 79757  | 87586  |
| 流动资产合计    | 389275 | 415144 | 424441 | 483071 |
| 可供出售金融资产  | 117    | 117    | 117    | 117    |
| 持有至到期投资   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期股权投资    | 26475  | 29123  | 32035  | 35239  |
| 投资性房地产    | 107042 | 107577 | 108118 | 108664 |
| 固定资产合计    | 1818   | 1485   | 1324   | 1093   |
| 无形资产      | 1016   | 1224   | 1377   | 1443   |
| 商誉        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 递延所得税资产   | 6100   | 5795   | 5505   | 5230   |
| 其他非流动资产   | 2450   | 2255   | 2855   | 3472   |
| 资产总计      | 534293 | 562719 | 575772 | 638328 |
| 短期贷款      | 559    | 563    | 529    | 1540   |
| 应付款项      | 53246  | 40141  | 45906  | 51630  |
| 预收账款      | 194266 | 226367 | 207659 | 231899 |
| 应付职工薪酬    | 1091   | 2094   | 1775   | 1901   |
| 应交税费      | 14302  | 14549  | 15198  | 16196  |
| 其他流动负债    | 100494 | 91399  | 97805  | 107662 |
| 流动负债合计    | 363957 | 375113 | 368871 | 410828 |
| 长期借款      | 42992  | 47292  | 52021  | 57223  |
| 应付债券      | 18170  | 18170  | 18170  | 18170  |
| 递延所得税负债   | 6535   | 6665   | 6799   | 6935   |
| 其他非流动负债   | 5515   | 5790   | 6080   | 6384   |
| 负债合计      | 437169 | 453031 | 451940 | 499539 |
| 归属母公司股东权益 | 59310  | 70800  | 83791  | 97539  |
| 少数股东权益    | 37814  | 38888  | 40041  | 41250  |
| 股东权益      | 97124  | 109689 | 123832 | 138789 |
| 负债及股东权益   | 534293 | 562719 | 575772 | 638328 |

**基本指标**

|           |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 5.57   | 5.15   | 5.53   | 5.80   |
| BVPS      | 42.97  | 48.52  | 54.78  | 61.40  |
| PE        | 3.74   | 4.04   | 3.76   | 3.59   |
| PEG       | —      | —      | 0.52   | 0.73   |
| PB        | 0.79   | 0.66   | 0.56   | 0.48   |
| EV/EBITDA | 5.71   | 1.43   | 3.22   | 2.39   |
| ROE       | 21.24% | 16.46% | 14.92% | 13.45% |

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。