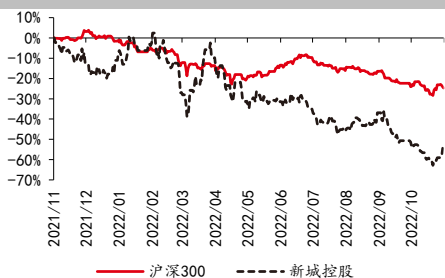


公司投资评级

推荐|维持

相对指数表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

基本数据 (2022.11.10)

总市值 (百万元)	38,609.95
流通市值 (百万元)	38,609.95
52周最高/最低 (元)	37.08/13.00
52周最高/最低 PE (倍)	6.22/2.76
52周最高/最低 PB (倍)	1.57/0.49
52周涨幅 (%)	-47.01
52周换手率 (%)	239.46

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):

商业板块运营稳定，融资支持受益度居前

● 事件

新城控股(601155)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 617.54 亿元，同比减少 43.41%，归母净利润 33.49 亿元，同比下降 43.08%；归母净利润率 5.42%，同比上升 0.03 个百分点，EPS 1.48 元。其中第三季度单季实现营业收入 189.51 亿元，同比减少 36.87%，归母净利润 3.4 亿元，同比下降 78.47%；归母净利润率 1.79%，同比下降 3.47 个百分点，EPS 0.15 元。

● 核心观点

业绩承压，收入结算下降是主要原因。公司前三季度归母净利润同比下降 43.08%，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 43.41%，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 9.02 亿元下降至 1.01 亿元。不过，公司 2022 年前三季度毛利率从去年同期的 19.84% 上升至 21.29%，资产减值损失从 9.99 亿元收窄至 1.63 亿元。

销售仍处磨底期，自持物业运营稳定。受行业下行趋势影响，公司目前销售仍然处于磨底期，前三季度实现合同销售金额 938.75 亿元，同比下降 45.04%，销售面积 952.12 万平方米，同比下降 41.73%。公司自持物业运营稳定，前三季度实现租金收入 67.19 亿元，同比增长约 17.49%，对公司的现金流形成了稳定支撑。

商业板块收入增长，新开业 7 座吾悦广场。公司商业地产业务发展良好，三季度末持有物业数量从去年同期的 126 座上升至 134 座，整体出租率为 95.12%。前三季度，公司商业运营总收入为 71.95 亿元，同比增长 18.13%。2022 年三季度，公司新开业 7 座吾悦广场——安庆汇峰吾悦广场、宿迁沭阳吾悦广场、安康吾悦广场、宜昌西陵吾悦广场、重庆江津吾悦广场、南昌进贤吾悦广场、大同云冈吾悦广场。

三道红线继续达标，公司年内已无需要偿付的境内外公开市场到期公司债券及票据。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 68.51%，净负债率为

48.25%，现金短债比为 1.07。公司已于 2022 年 10 月 25 日提前将公司 2018 年公开发行公司债券(第一期)(品种二)到期本息合计 228,744.00 万元全额汇入中国证券登记结算有限责任公司结算备付金专用账户。截至 2022 年 10 月 26 日，公司年内已无需要偿付的境内外公开市场到期公司债券及票据。

● 投资建议

公司长期以来财务稳健、经营良好，融资支持政策受益度有望居前，“商业+住宅”双轮驱动具备竞争力，维持“推荐”评级。考虑到行业销售下行，以及现金流对竣工交付的影响，我们调整预测公司 2022-2024 年营业收入为 1247.56 亿元、1279.09 亿元、1346.79 亿元，归母净利润为 86.94 亿元、92.21 亿元、102.93 亿元，EPS 为 3.85 元、4.08 元、4.55 元，对应 PE 为 4.44 倍、4.19 倍、3.75 倍。

主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利(元)	5.57	3.85	4.08	4.55
净利润增长率	-17.42%	-30.99%	6.06%	11.63%
市盈率(倍)	3.06	4.44	4.19	3.75
EV/EBITDA(倍)	5.13	2.36	5.24	4.04
EV/销售收入(倍)	0.44	0.21	0.41	0.32
PE/G(倍)	—	—	0.69	0.32
市净率(倍)	0.65	0.57	0.50	0.44

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 11 月 10 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 前三季度营业收入同比下降 43.41%	5
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 43.08%	5
图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 21.29%，三费率为 11.38%	6
图表 4 公司 2022 前三季度财务、管理费用率同比上升	6
图表 5 公司 2022 前三季度投资净收益为 1.01 亿元	6
图表 6 公司 2022 前三季度资产减值损失同比收窄	6
图表 7 公司 2022 年前三季度商业地产运行情况	7
图表 8 公司近年来融资成本持续下降	7
图表 9 公司 2022 第三季度末剔除预资产负债率为 68.51%	7
图表 10 公司 2022 第三季度末净负债率为 48.25%	8
图表 11 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.07	8

1. 事件

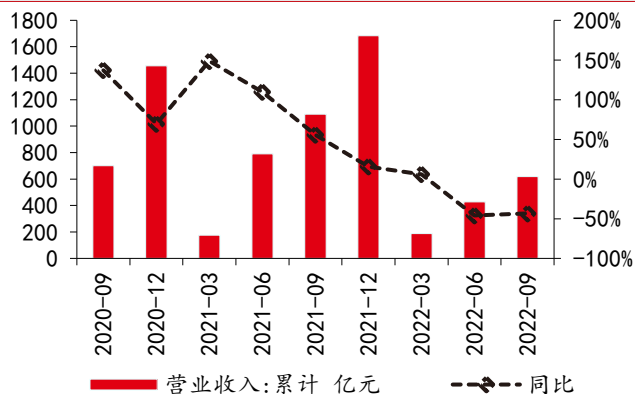
新城控股(601155)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 617.54 亿元，同比减少 43.41%，归母净利润 33.49 亿元，同比下降 43.08%；归母净利率 5.42%，同比上升 0.03 个百分点，EPS 1.48 元。其中第三季度单季实现营业收入 189.51 亿元，同比减少 36.87%，归母净利润 3.4 亿元，同比下降 78.47%；归母净利率 1.79%，同比下降 3.47 个百分点，EPS 0.15 元。

2. 核心观点

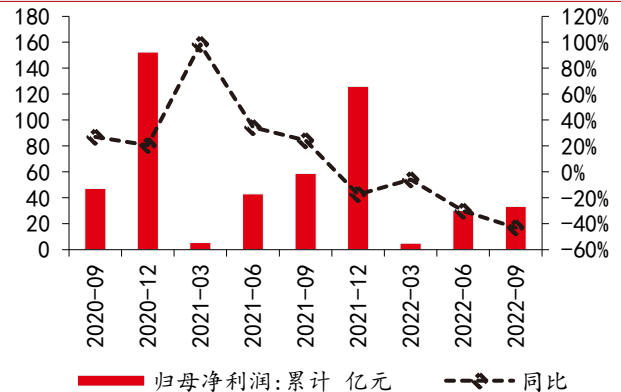
业绩承压，收入结算下降是主要原因。公司前三季度归母净利润同比下降 43.08%，业绩显著回落。公司业绩负增长的主要包括：1) 营业收入同比下降 43.41%，是拖累业绩的最主要因素；2) 收入下降幅度超过期间费用，导致三费率上升；3) 投资收益由去年同期的 9.02 亿下降至 1.01 亿元。不过，公司 2022 年前三季度毛利率从去年同期的 19.84% 上升至 21.29%，资产减值损失从 9.99 亿元收窄至 1.63 亿元。

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比下降 43.41%

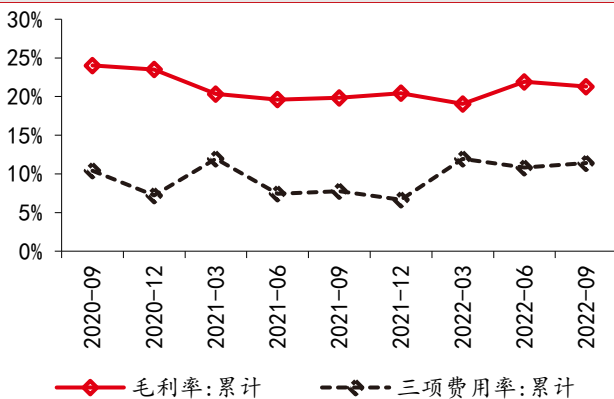


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

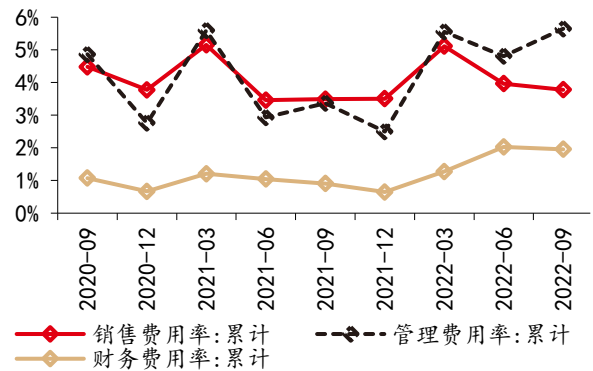
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 43.08%



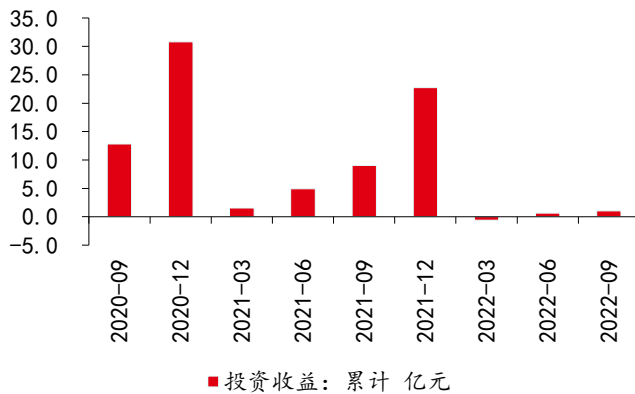
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 21.29%，三费率为 11.38%


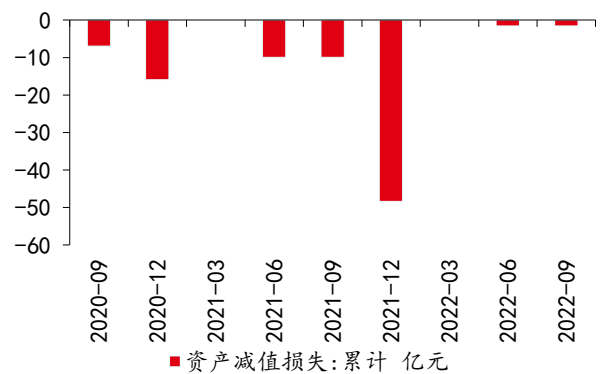
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 4 公司 2022 前三季度财务、管理费用率同比上升


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 5 公司 2022 前三季度投资净收益为 1.01 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 前三季度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

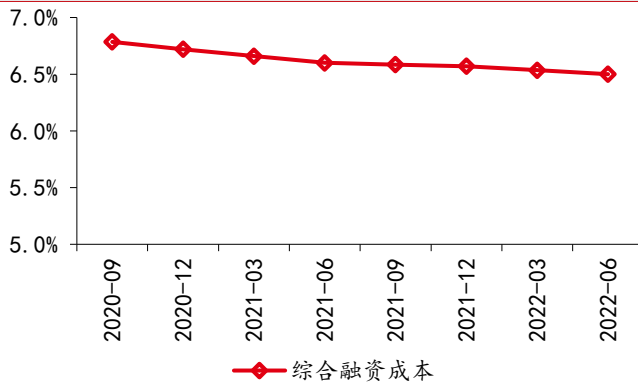
销售仍处磨底期，自持物业运营稳定。受行业下行趋势影响，公司目前销售仍然处于磨底期，前三季度实现合同销售金额 938.75 亿元，同比下降 45.04%，销售面积 952.12 万平方米，同比下降 41.73%。公司自持物业运营稳定，前三季度实现租金收入 67.19 亿元，同比增长约 17.49%，对公司的现金流形成了稳定支撑。

商业板块收入增长，新开业 7 座吾悦广场。公司商业地产业务发展良好，三季度末持有物业数量从去年同期的 126 座上升至 134 座，整体出租率为 95.12%。前三季度，公司商业运营总收入为 71.95 亿元，同比增长 18.13%。2022 年三季度，公司新开业 7 座吾悦广场——安庆汇峰吾悦广场、宿迁沐阳吾悦广场、安康吾悦广场、宜昌西陵吾悦广场、重庆江津吾悦广场、南昌进贤吾悦广场、大同云冈吾悦广场。

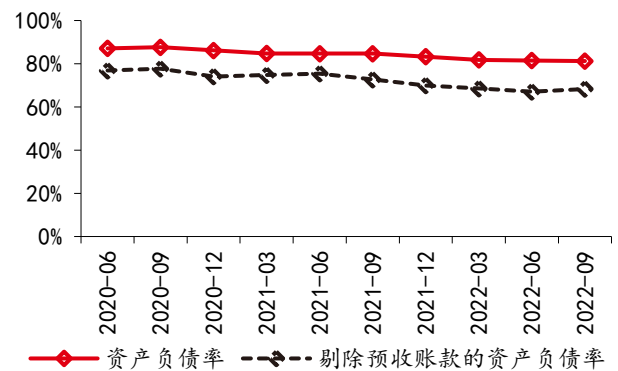
图表 7 公司 2022 年前三季度商业地产运行情况


数据来源：公司官方公众号，中邮证券研究所整理

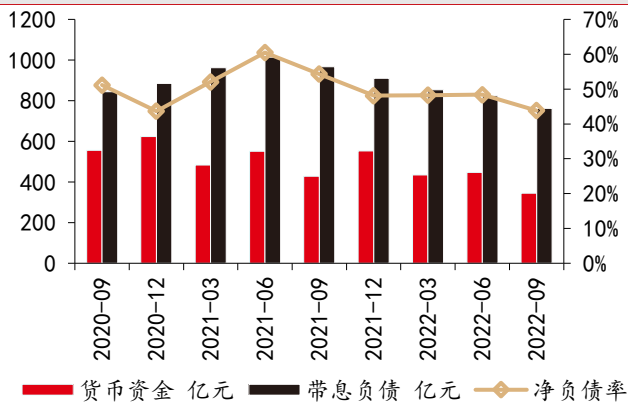
三道红线继续达标，公司年内已无需要偿付的境内外公开市场到期公司债券及票据。公司积极响应三道红线政策，报告期末公司全部指标均达标，剔除预收账款后的资产负债率为 68.32%，净负债率为 43.85%，现金短债比为 1.35。公司已于 2022 年 10 月 25 日提前将公司 2018 年公开发行公司债券(第一期)(品种二)到期本息合计 228,744.00 万元全额汇入中国证券登记结算有限责任公司结算备付金专用账户。截至 2022 年 10 月 26 日，公司年内已无需要偿付的境内外公开市场到期公司债券及票据。

图表 8 公司近年来融资成本持续下降


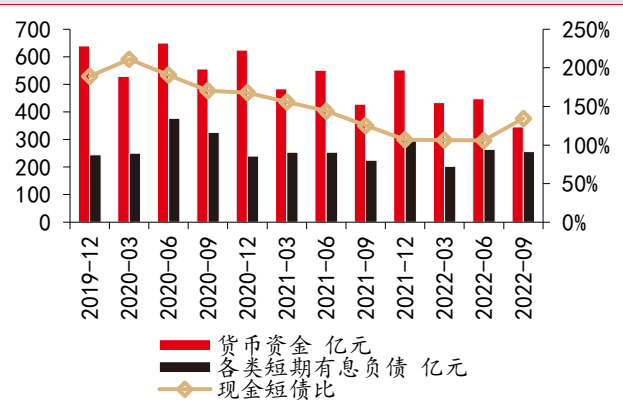
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 9 公司 2022 第三季度末剔除预收账款资产负债率为 68.32%


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 10 公司 2022 第三季度末净负债率为 43.85%


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 11 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.35


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

3. 投资建议

公司融资支持政策受益度居前，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，维持“推荐”评级。考虑到行业销售下行，以及现金流对竣工交付的影响，我们调整预测公司 2022-2024 年营业收入为 1247.56 亿元、1279.09 亿元、1346.79 亿元，归母净利润为 86.94 亿元、92.21 亿元、102.93 亿元，EPS 为 3.85 元、4.08 元、4.55 元，对应 PE 为 4.44 倍、4.19 倍、3.75 倍。

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	124756	127909	134679
营业成本	133836	102165	106359	111762
毛利	34395	22591	21550	22917
%营业收入	20.45%	18.11%	16.85%	17.02%
营业税金及附加	4997	3706	3799	4000
%营业收入	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%
销售费用	5896	4372	4482	4720
%营业收入	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用	4170	4030	3612	3830
%营业收入	2.48%	3.23%	2.82%	2.84%
财务费用	1090	1243	1438	1587
%营业收入	0.65%	1.00%	1.12%	1.18%
资产减值损失	-5303	-2344	-1217	-1039
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	12560	13343	14895
%营业收入	10.83%	10.07%	10.43%	11.06%
营业外收支	91	158	156	135
利润总额	18318	12718	13499	15030
%营业收入	10.89%	10.19%	10.55%	11.16%
所得税费用	4558	3222	3427	3788
净利润	13760	9496	10071	11242
归属母公司股东净利润	12598	8694	9221	10293
少数股东损益	1162	802	850	949
EPS (元/股)	5.57	3.85	4.08	4.55

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	21801	46949	-28477	6492
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	-1373	-1600	-1749
其他	-11180	9690	3231	6460
筹资活动现金流净额	-11341	12616	6360	9913
现金净流量	-11999	62682	-19455	19691

数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所预测

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	329	333	342
存货	250351	198641	207732	218986
预付账款	4820	6068	7641	6231
其他流动资产	78286	68150	73226	77950
流动资产合计	389275	391236	387525	421792
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	538811	538856	577050
短期贷款	559	13659	14822	18989
应付款项	53246	36639	40197	41954
预收账款	194266	202013	177707	186906
应付职工薪酬	1091	1911	1554	1545
应交税费	14302	12984	13006	13053
其他流动负债	100494	87231	91485	96999
流动负债合计	363957	354436	338771	359447
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	432354	421840	448158
归属母公司股东权益	59310	67842	77550	88477
少数股东权益	37814	38616	39466	40415
股东权益	97124	106457	117016	128892
负债及股东权益	534293	538811	538856	577050

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	5.57	3.85	4.08	4.55
BVPS	42.97	47.09	51.76	57.02
PE	3.06	4.44	4.19	3.75
PEG	—	—	0.69	0.32
PB	0.65	0.57	0.50	0.44
EV/EBITDA	5.13	2.36	5.24	4.04
ROE	21.24%	12.82%	11.89%	11.63%

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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。