

新城控股 (601155)

证券研究报告

2024年09月17日

商业运营支撑业绩，债务疏解预期渐强

事件：公司发布 2024 年中报，公司 24H1 实现营业收入 339.0 亿元，同比-18.83%；归母净利润 13.2 亿元，同比-42.16%；基本每股收益 0.58 元/股，同比-42.57%。

业绩下滑，持有型业务支撑下毛利率提升。收入端，公司 24H1 实现营业收入 339.0 亿元，同比-18.83%；其中，房地产开发销售业务实现收入 275.5 亿元，同比-24.19%，物业出租及管理业务实现收入 58.0 亿元，同比+19.29%，开发业务受行业波动影响，持有型业务运营稳健。**利润端，**24H1 公司实现归母净利润 13.2 亿元，同比-42.16%，主要因公司房地产交付收入减少所致。24H1 公司毛利率为 21.6%，较 23 年同期提升 2.56pct；其中房地产开发销售、物业出租及管理毛利率分别为 10.9%、72.2%，较 23 年同期分别-1.3、+2.7pct；公司净利率为 4.01%，较 23 年同期下降 1.77pct。24H1 公司经营活动产生的现金流净额 20.9 亿元，较 23 年同期-71.9%，主要系 24H1 公司房地产项目签约额减少，导致经营活动现金流入下降。

销售保持行业前列，商管助力业绩企稳。销售端，24H1 公司完成合同销售金额 235.54 亿元，同比-44.45%；实现合同销售面积 326.22 万平方米，同比-36.86%，分别位列中指院房地产企业排名第 20 位和第 9 位。24H1 公司实现 247 亿元的全口径资金回笼，全口径资金回笼率为 105%（按全口径回笼/全口径签约计算）。截至 24H1 末，公司已售未结转面积为 1916.44 万平方米（含合联营项目）。**土地端，**公司现有土储中一二线城市约占 40%，长三角区域三、四线城市约占公司总土地储备的 19%。全国重点城市群相对优良的土地储备保障公司开发业务的稳健性。**运营端，**截至 24H1，公司实现 137 个大中城市、201 个综合体项目的布局，吾悦广场开业面积达 1527.98 万平方米，同比+11.8%，出租率达 97.24%。较 23 年同期+2.02pct；24H1 新开业太原、合肥等 6 个项目；24H1 吾悦广场实现商业运营总收入 61.95 亿元，同比+19.55%。随着深度运营的持续推进，商管业务对公司业绩的贡献度不断提升，这也成为推动公司在行业低迷中率先企稳的重要力量。

债务继续压降，中债增护航。债务端，24H1 公司已如期偿还境内外公开市场债券 19.70 亿元。在保持信用的同时，近年来公司不断改善资产结构，压降有息负债，不断夯实稳定安全的财务基本面。截至 24H1 末，公司并表口径有息负债 558.03 亿元，较年初下降 2.24%；存续的公司信用类债券中，公司债券余额 11 亿元，非金融企业债务融资工具（中期票据）余额 60.60 亿元。截至 24H1 末，公司并表范围内境外债券余额 82 亿元，在 2024 年 9 至 12 月内到期的境外债券余额为 32.04 亿元；24H1 公司资产负债率 76.06%，较 23 年末下降 0.84pct；24H1 公司获得各大银行给予的集团授信总额度合计为 1059 亿元，其中公司及子公司已使用授信 275 亿元。**融资端，**5 月 17 日，公司成功发行 13.6 亿元中票，也是公司继成功发行四笔中债信用增进投资股份有限公司全额担保中票后在 24H1 再次得到民企债券融资支持工具政策的支持。截至 24H1 末，公司整体平均融资成本为 6.05%（2023 年末为 6.20%）。

投资建议：受行业波动影响，公司利润及现金流下滑较快，但商业运营业务稳健发展，为公司提供良好现金流支撑，此外公司继续压降债务体量，我们期待其平稳跨越周期。考虑公司销售下滑较多，我们下调公司 24-25 年归母净利润至 7.53、8.64 亿元，新增 26 年预测为 10.22 亿元，调整评级至“增持”。

风险提示：房屋销售不及预期、房屋价格下跌、宏观经济不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	115,456.68	119,174.28	91,406.67	72,732.29	54,185.55
增长率(%)	(31.37)	3.22	(23.30)	(20.43)	(25.50)
EBITDA(百万元)	18,171.47	18,588.93	16,295.52	13,849.37	10,469.71
归属母公司净利润(百万元)	1,393.83	737.10	752.75	863.79	1,021.95
增长率(%)	(88.94)	(47.12)	2.12	14.75	18.31
EPS(元/股)	0.62	0.33	0.33	0.38	0.45
市盈率(P/E)	15.63	29.56	28.95	25.23	21.32
市净率(P/B)	0.37	0.36	0.36	0.35	0.35
市销率(P/S)	0.19	0.18	0.24	0.30	0.40
EV/EBITDA	(0.48)	(2.02)	(3.19)	(4.60)	(7.17)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	9.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,255.62
流通 A 股股本(百万股)	2,255.62
A 股总市值(百万元)	21,789.32
流通 A 股市值(百万元)	21,789.32
每股净资产(元)	27.23
资产负债率(%)	76.06
一年内最高/最低(元)	14.03/7.95

作者

王雯	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110521120005
wangwena@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110520120003
baorongfu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《新城控股-季报点评:业绩快速增长，租金稳定提升》 2023-05-02
- 《新城控股-年报点评报告:商业表现韧性，融资成本下降》 2023-04-05
- 《新城控股-季报点评:负债持续优化，商业稳定增长》 2022-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	31,462.53	18,971.30	33,944.31	41,707.13	53,288.43
应收票据及应收账款	669.61	718.72	396.91	511.00	14.88
预付账款	3,589.67	3,158.09	2,020.86	2,503.97	633.93
存货	204,364.67	142,506.57	122,801.29	92,680.23	64,051.48
其他	62,996.30	52,101.87	41,660.86	35,827.01	27,472.35
流动资产合计	303,082.78	217,456.54	200,824.22	173,229.34	145,461.07
长期股权投资	25,148.68	24,137.88	24,137.88	24,137.88	24,137.88
固定资产	2,098.95	2,387.44	2,245.87	2,104.30	1,962.74
在建工程	1,604.03	1,349.86	1,149.86	899.86	1,099.86
无形资产	1,426.07	1,318.62	1,227.64	1,144.44	1,060.35
其他	124,546.51	127,458.45	130,406.18	133,377.67	136,377.67
非流动资产合计	154,824.24	156,652.25	159,167.43	161,664.15	164,638.50
资产总计	457,907.01	374,108.79	359,991.66	334,893.49	310,099.57
短期借款	1,665.58	1,264.18	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	50,364.92	48,427.95	46,177.95	38,708.71	30,012.12
其他	97,603.82	79,465.86	168,737.45	154,044.38	136,828.98
流动负债合计	149,634.33	129,157.99	215,915.40	193,753.09	167,841.10
长期借款	27,966.05	23,490.73	22,000.00	20,900.00	19,855.00
应付债券	11,989.98	12,804.74	19,804.74	17,804.74	19,804.74
其他	14,023.38	16,160.68	15,160.68	14,160.68	13,160.68
非流动负债合计	53,979.41	52,456.15	56,965.42	52,865.42	52,820.42
负债合计	368,446.10	287,705.38	272,880.82	246,618.52	220,661.52
少数股东权益	29,979.62	26,325.52	26,458.36	26,610.79	26,791.13
股本	2,255.62	2,255.62	2,255.62	2,255.62	2,255.62
资本公积	1,905.53	1,852.47	1,852.47	1,852.47	1,852.47
留存收益	54,454.53	55,191.64	55,944.39	56,808.17	57,830.12
其他	865.60	778.16	600.00	747.92	708.69
股东权益合计	89,460.91	86,403.41	87,110.84	88,274.98	89,438.05
负债和股东权益总计	457,907.01	374,108.79	359,991.66	334,893.49	310,099.57

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,585.45	559.60	752.75	863.79	1,021.95
折旧摊销	266.79	278.59	234.55	235.06	235.56
财务费用	3,228.72	3,060.66	1,000.00	700.00	850.00
投资损失	(549.87)	(1,504.84)	(1,500.00)	(1,500.00)	(1,500.00)
营运资金变动	8,487.08	4,833.19	8,572.29	9,223.92	9,437.57
其它	1,516.61	2,930.59	117.20	152.43	180.34
经营活动现金流	14,534.77	10,157.79	9,176.79	9,675.21	10,225.43
资本支出	(2,150.08)	(2,991.55)	802.00	760.30	1,209.90
长期投资	(1,326.72)	(1,010.79)	0.00	0.00	0.00
其他	2,756.14	5,169.14	(1,072.72)	(1,020.60)	(1,919.80)
投资活动现金流	(720.66)	1,166.80	(270.72)	(260.30)	(709.90)
债权融资	(22,826.11)	(17,347.64)	6,245.09	(1,800.00)	2,105.00
股权融资	(1,222.51)	(140.50)	(178.16)	147.92	(39.23)
其他	(14,446.79)	(2,596.58)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(38,495.41)	(20,084.72)	6,066.94	(1,652.08)	2,065.77
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(24,681.30)	(8,760.13)	14,973.01	7,762.82	11,581.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	115,456.68	119,174.28	91,406.67	72,732.29	54,185.55
营业成本	92,326.02	96,467.56	74,039.40	58,767.69	43,402.63
营业税金及附加	2,775.51	2,709.70	2,102.35	1,672.84	1,246.27
销售费用	5,503.13	5,130.05	3,930.49	2,909.29	2,004.87
管理费用	4,493.07	3,393.11	2,742.20	2,254.70	1,788.12
研发费用	24.62	20.37	15.62	13.46	9.51
财务费用	3,023.30	2,966.00	1,000.00	700.00	850.00
资产/信用减值损失	(6,144.92)	(6,071.63)	(7,000.00)	(5,500.00)	(3,500.00)
公允价值变动收益	1,084.74	32.37	(15.64)	0.00	0.00
投资净收益	549.87	1,504.84	1,500.00	1,500.00	1,500.00
其他	8,788.63	8,547.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,032.70	4,474.30	2,060.97	2,414.31	2,884.15
营业外收入	220.19	280.52	253.00	251.24	261.59
营业外支出	137.52	182.81	100.00	125.00	140.00
利润总额	3,115.37	4,572.02	2,213.97	2,540.55	3,005.74
所得税	1,529.92	4,012.41	1,328.38	1,524.33	1,803.45
净利润	1,585.45	559.60	885.59	1,016.22	1,202.30
少数股东损益	191.62	(177.50)	132.84	152.43	180.34
归属于母公司净利润	1,393.83	737.10	752.75	863.79	1,021.95
每股收益(元)	0.62	0.33	0.33	0.38	0.45

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-31.37%	3.22%	-23.30%	-20.43%	-25.50%
营业利润	-83.36%	47.54%	-53.94%	17.14%	19.46%
归属于母公司净利润	-88.94%	-47.12%	2.12%	14.75%	18.31%
获利能力					
毛利率	20.03%	19.05%	19.00%	19.20%	19.90%
净利率	1.21%	0.62%	0.82%	1.19%	1.89%
ROE	2.34%	1.23%	1.24%	1.40%	1.63%
ROIC	16.68%	19.77%	-38.76%	-9.50%	-6.28%
偿债能力					
资产负债率	80.46%	76.90%	75.80%	73.64%	71.16%
净负债率	44.49%	43.88%	34.65%	24.15%	14.19%
流动比率	0.96	0.92	0.93	0.89	0.87
速动比率	0.31	0.32	0.36	0.42	0.49
营运能力					
应收账款周转率	201.29	171.68	163.87	160.22	206.08
存货周转率	0.51	0.69	0.69	0.68	0.69
总资产周转率	0.23	0.29	0.25	0.21	0.17
每股指标(元)					
每股收益	0.62	0.33	0.33	0.38	0.45
每股经营现金流	6.44	4.50	4.07	4.29	4.53
每股净资产	26.37	26.63	26.89	27.34	27.77
估值比率					
市盈率	15.63	29.56	28.95	25.23	21.32
市净率	0.37	0.36	0.36	0.35	0.35
EV/EBITDA	-0.48	-2.02	-3.19	-4.60	-7.17
EV/EBIT	-0.48	-2.04	-3.24	-4.68	-7.34

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com