



业绩稳增财务优化，充分激励再谋发展

——新城控股 2019 年报点评

营收及利润稳步增长，毛利率下滑与减值影响利润增速。公司 2019 年实现营收 858.47 亿元，同比增长 58.58%；归母净利润 126.54 亿元，同比增长 20.61%；扣非归母净利润 99.82 亿元，同比增长 31.40%。归母净利增速低于营收增速主要系毛利率下降 4.05 pct 至 32.64%、计提了合共 10.82 亿元的减值损失（2018 年：4.19 亿元），以及公允价值变动收益小幅下滑 1.38 亿元至 26.47 亿元。整体而言，公司业绩实现了稳健增长，扣非加权平均 ROE 小幅下滑 1.28 pct 至 29.07%，但仍处行业高位；另一方面，公司 2019 年末合同负债达 1976.7 亿元，同比大增 67.2%，2020 年计划竣工较 2019 年实际值增长约 92%，能够一定程度上保障未来一段时间业绩结算确定性。

双轮驱动优势依旧，控制成本有效拓储。2019 年公司新开业吾悦广场 21 座，期末已实现 27 个省份及直辖市、122 个综合体项目的布局，已累计开业 63 座吾悦广场，已开业面积共计 590.62 万方，同比增长 51.44%；2019 年实现租金及管理费收入 40.69 亿元，同比增长 92.28%，平均出租率达 99.16%。依托双轮驱动模式与成熟投资策略，公司 2019 年新增土储总建面 2508 万平（当期销售面积：2432 万平），平均楼面价 2421 元/平，占当期销售均价的 20.7%（2018 年：18.2%）；截至 2019 年末，公司总土储达 1.24 亿平，同比增长 13.2%。充裕且成本合理的土地储备能够保障公司较高的盈利能力和较好的流动性。

融资拿地逐步恢复，财务状况持续改善。2019 年，公司销售金额达同比增长 22.48%，增速在前十房企中位居前列；受益于良好的现金流及成本管控，公司 2019 年财务状况出现明显改善。2019 年，公司经营活动现金净流量达 435.8 亿元，同比增长 1041.7%；期末货币资金达 639.4 亿元，同比增长 40.8%；归母权益同比增长 26.0%至 384.3 亿元；期末现金短债比约 2.1 倍，净负债率同比下降 32.8 pct 至 16.4%，财务状况稳健安全，充裕的现金与较低的杠杆水平也使得公司拥有灵活的腾挪空间。值得注意的是，公司过去数月已重启拿地，前期境外美元债发行也获得投资者追捧，近期也拟发行 2020 年度第一期超短期融资券，拿地与融资的持续恢复能够助力公司未来继续稳健发展。

现金流持续改善，大规模激励加强利益协同，维持“买入”评级。考虑到疫情对工程进度和投资物业收入及公允价值影响，我们下调公司 2020/2021 年归母净利预测 10%/12%，预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 7.03 元、8.91 元和 10.95 元，同比增长 25.4%、26.8%和 22.9%。考虑到公司融资和拿地逐步恢复，以及大规模激励计划加强核心骨干利益协同，维持 NAV 折让 30%，上调目标价 8.1%至人民币 45.44 元，对应 2020 年 6.5 倍 PE，较现价空间达 47%。（最新股价为 3 月 27 日收盘价）

新城控股
(601155.SH)

买入

(维持)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

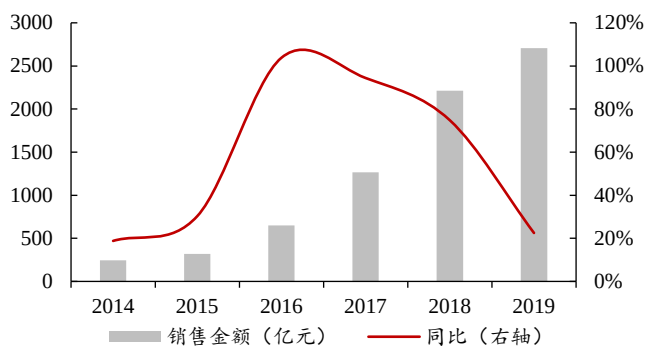
SFC CE Ref: BPK 909

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,526	54,133	85,847	110,056	138,450	171,955
(+/-)%	45%	34%	59%	28%	26%	24%
毛利	14,411	19,860	28,025	36,660	46,644	58,276
归母净利润	6,029	10,491	12,654	15,863	20,110	24,714
(+/-)%	100%	74%	21%	25%	27%	23%
PE	11.60	6.67	5.53	4.41	3.48	2.83
PB	3.39	2.29	1.82	1.29	0.94	0.71



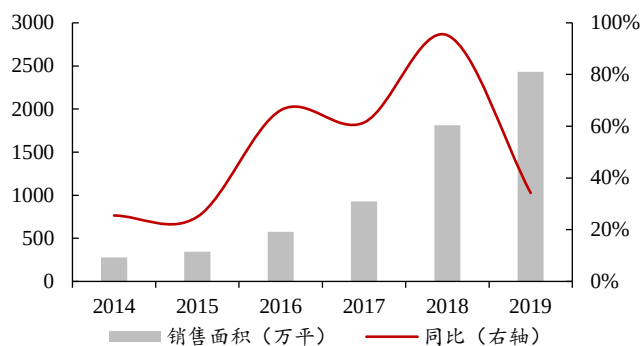
营收及利润稳步增长，毛利率下滑与减值影响利润增速。公司 2019 年实现营收 858.47 亿元，同比增长 58.58%；归母净利润 126.54 亿元，同比增长 20.61%；扣非归母净利润 99.82 亿元，同比增长 31.40%。归母净利增速低于营收增速主要系毛利率下降 4.05 pct 至 32.64%、计提了合共 10.82 亿元的减值损失（2018 年：4.19 亿元），以及公允价值变动收益小幅下滑 1.38 亿元至 26.47 亿元。整体而言，公司业绩实现了稳健增长，扣非加权平均 ROE 小幅下滑 1.28 pct 至 29.07%，但仍处行业高位；另一方面，公司 2019 年末合同负债达 1976.7 亿元，同比大增 67.2%，2020 年计划竣工较 2019 年实际值增长约 92%，能够一定程度上保障未来一段时间业绩结算确定性。

图 1：公司 2019 年销售金额同比增长 22.48%



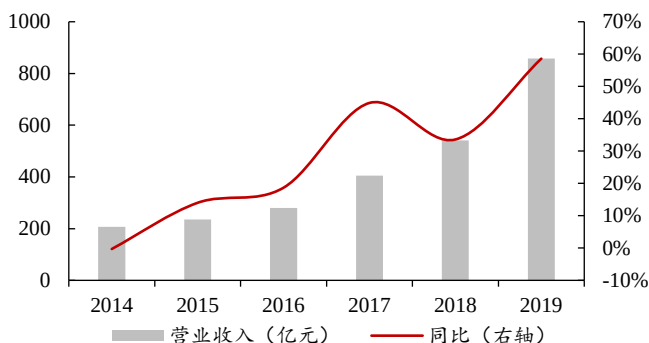
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 2：公司 2019 年销售面积同比增长 34.21%



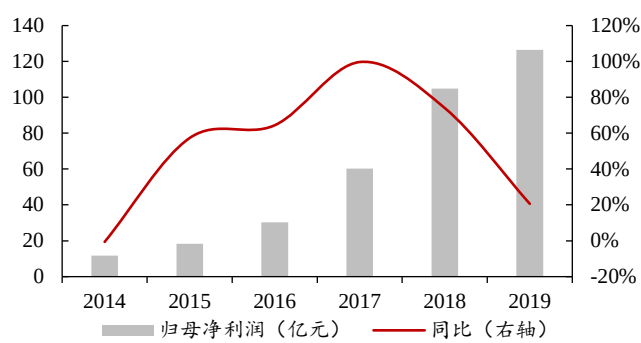
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 3：前期良好销售状况带动公司营收快速增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

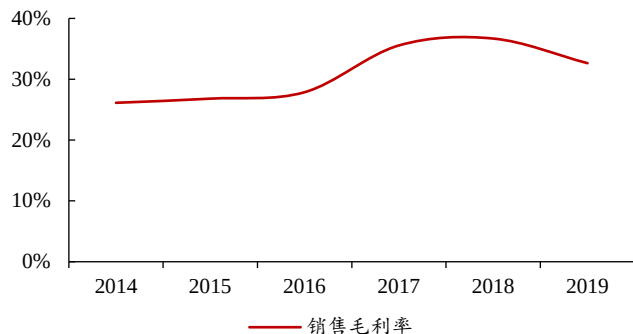
图 4：公司 2019 年归母净利润稳健增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

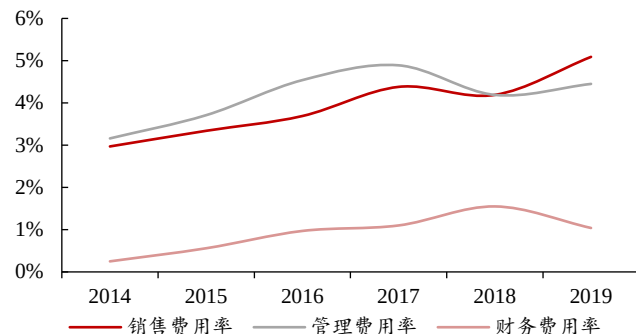


图 5：公司销售毛利率仍处行业较高水平



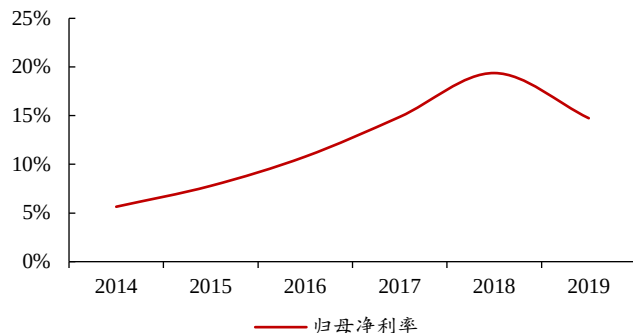
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 6：公司 2019 年 SG&A 有所上升



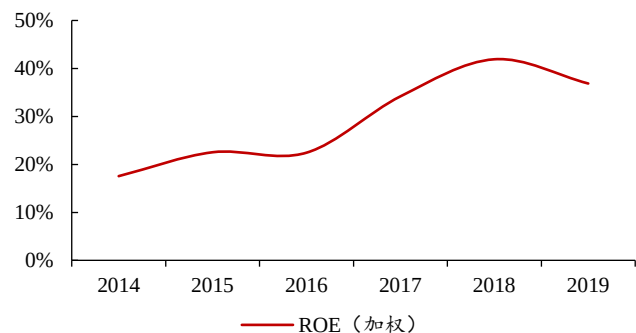
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 7：公司 2019 年归母净利率小幅下滑



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 8：公司 ROE 仍处同业较高水平

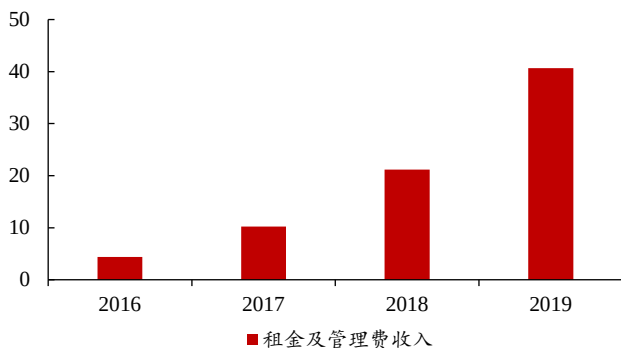


数据来源：公司公告, 中达证券研究

双轮驱动优势依旧，控制成本有效拓储。2019 年公司新开业吾悦广场 21 座，目前已实现 27 个省份及直辖市、122 个综合体项目的布局，已累计开业 63 座吾悦广场，已开业面积共计 590.62 万方，同比增长 51.44%；2019 年实现租金及管理费收入 40.69 亿元，同比增长 92.28%，平均出租率达 99.16%。依托双轮驱动模式与成熟投资策略，公司 2019 年新增土储总建面 2508 万平（当期销售面积：2432 万平），平均楼面价 2421 元/平，占当期销售均价的 20.7%（2018 年：18.2%）；截至 2019 年末，公司总土储达 1.24 亿平，同比增长 13.2%。**充裕且成本合理的土地储备能够保障公司较高的盈利能力和较好的流动性。**

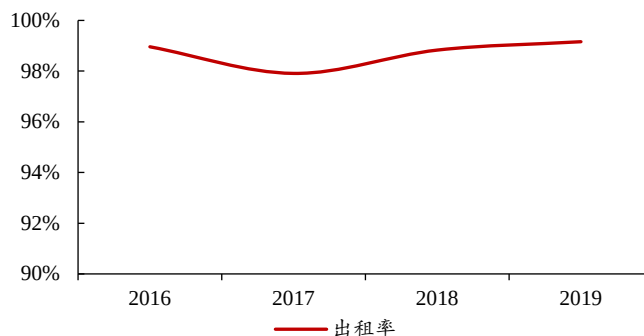


图 9：公司商业租金及管理费收入持续快速增长



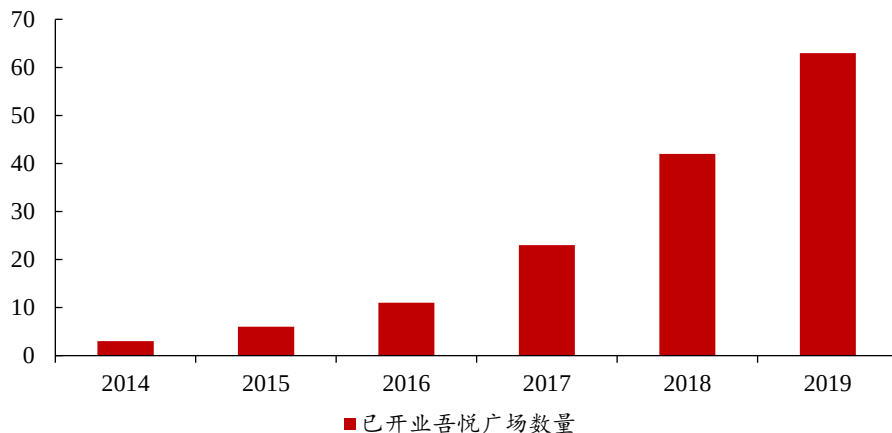
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 10：公司商业出租率同比继续提升



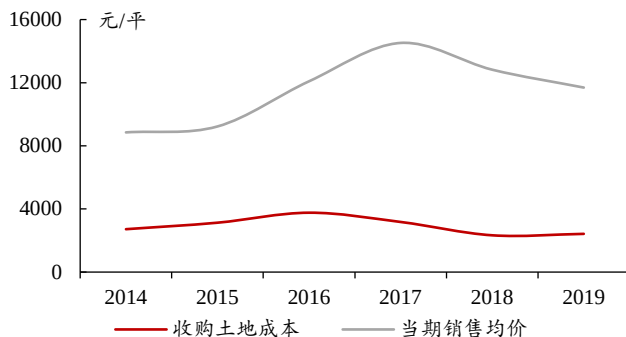
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 11：公司已开业吾悦广场数量快速增加



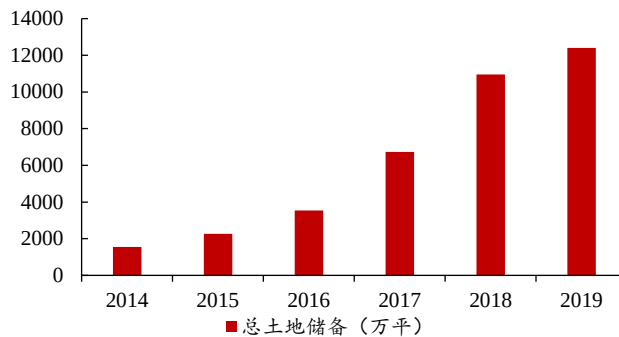
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 12：受益于双轮驱动模式，公司拿地成本控制得当



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 13：依托多元拿地渠道，公司土储规模稳步增长

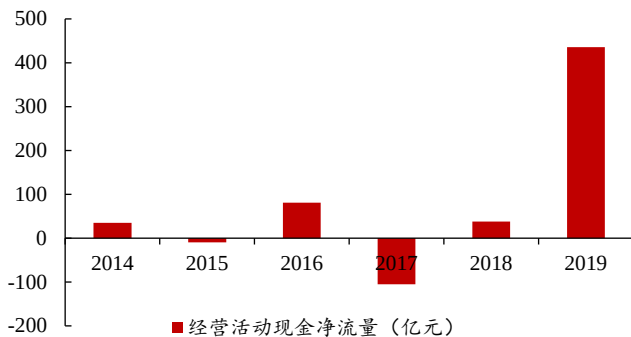


数据来源：公司公告, 中达证券研究



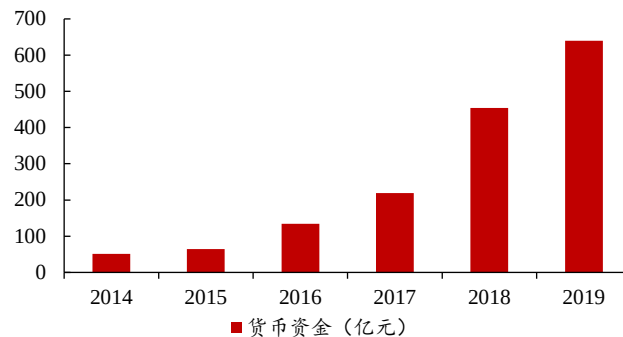
融资拿地逐步恢复，财务状况持续改善。2019 年，公司销售金额达同比增长 22.48%，增速在前十房企中位居前列；受益于良好的现金流及成本管控，公司 2019 年财务状况出现明显改善。2019 年，公司经营活动现金净流量达 435.8 亿元，同比增长 1041.7%；期末货币资金达 639.4 亿元，同比增长 40.8%；归母权益同比增长 26.0%至 384.3 亿元；期末现金短债比约 2.1 倍，净负债率同比下降 32.8 pct 至 16.4%，财务状况稳健安全，充裕的现金与较低的杠杆水平也使得公司拥有灵活的腾挪空间。值得注意的是，公司过去数月已重启拿地，前期境外美元债发行也获得投资者追捧，近期也拟发行 2020 年度第一期超短期融资券，拿地与融资的持续恢复能够助力公司未来继续稳健发展。

图 14：公司 2019 年经营现金流大幅提升



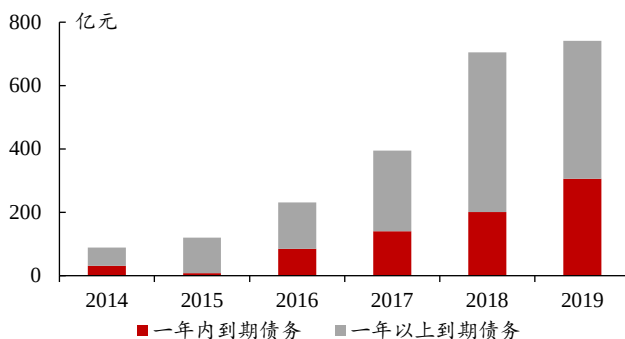
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 15：公司货币资金总额快速增长



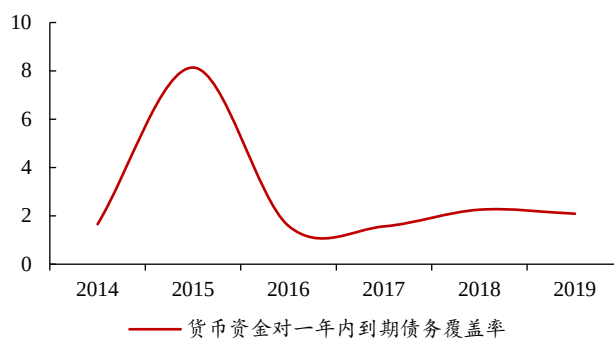
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 16：公司总体有息负债金额保持平稳



数据来源：公司公告, 中达证券研究

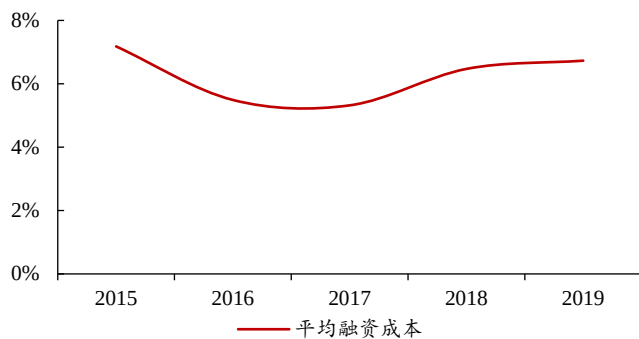
图 17：公司货币资金对短债覆盖较为充足



数据来源：公司公告, 中达证券研究

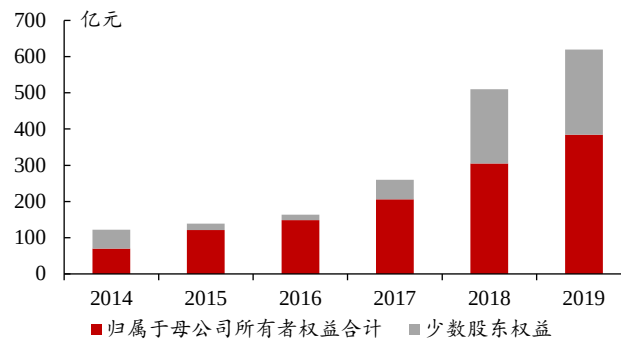


图 18：公司平均融资成本保持平稳



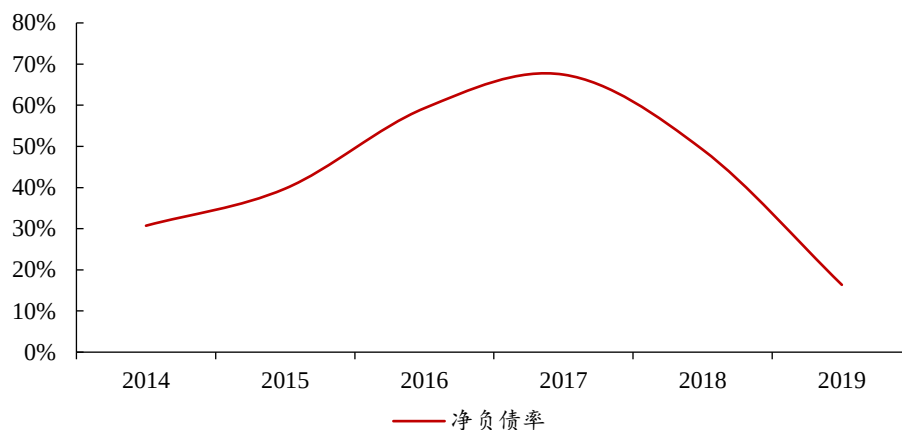
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 19：公司归母权益总额快速增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 20：公司净负债率同比大幅下降，杠杆水平安全可控



数据来源：公司公告, 中达证券研究

现金流持续改善，大规模激励加强利益协同，维持“买入”评级。考虑到疫情对工程进度和投资物业收入及公允价值影响，我们下调公司2020/2021年归母净利润预测10%/10%，预测公司2020-2022年EPS分别为人民币7.03元、8.91元和10.95元，同比增长25.4%、26.8%和22.9%。考虑到公司融资和拿地逐步恢复，以及大规模激励计划加强核心骨干利益协同，维持NAV折让30%，上调目标价8.1%至人民币45.44元，对应2020年6.5倍PE，较现价空间达47%。（最新股价为3月27日收盘价）

表 1：新城控股 NAV 约 64.92 元/股

NAV 估值（百万元人民币）	2020
开发物业总计	110,123
投资物业总计	53,013
总资产估值	163,136
净负债	16,632
NAV 估值	146,504
总股本（最新，百万股）	2,257
每股 NAV（人民币元/股）	64.92
股价（人民币元，3月27日）	30.99
NAV 折让	52%

数据来源：公司公告，中达证券研究

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	54,133	85,847	110,056	138,450	171,955
营业成本	-34,273	-57,822	-73,396	-91,806	-113,680
毛利润	19,860	28,025	36,660	46,644	58,276
销售费用	-2,267	-4,372	-5,943	-7,199	-8,598
管理费用	-2,266	-3,820	-4,953	-6,230	-7,738
EBIT	11,826	14,228	18,610	24,215	30,763
利息支出	-506	-1,080	-1,325	-1,546	-1,778
利息收入	187	455	685	699	705
投资收益	2,267	2,690	2,733	3,454	3,734
其他收入	26	55	4	4	3
税前利润	15,767	17,813	23,040	29,269	36,567
所得税	3,558	4,483	5,414	6,673	8,484
少数股东损益	1,718	676	1,763	2,486	3,370
归母净利润	10,491	12,654	15,863	20,110	24,714
股权数	2,257	2,257	2,257	2,257	2,257
EPS	4.65	5.61	7.03	8.91	10.95

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	40,758	68,221	92,146	118,148	148,150
其他非流动资产	6,525	7,248	7,641	7,384	7,613
长期股权投资	18,809	18,889	21,889	25,389	29,589
非流动资产合计	66,091	94,358	121,676	150,921	185,352
存货	145,573	231,259	332,797	427,592	532,581
应收账款及应收票据	307	507	513	569	660
现金	45,409	63,941	73,031	82,316	94,013
其他流动资产	72,938	72,045	84,631	98,297	113,314
总资产	330,318	462,110	612,647	759,694	925,919
流动负债合计	225,496	352,229	476,949	591,113	717,534
长期借款	23,669	24,369	28,358	33,369	38,386
应付债券	26,685	19,105	23,605	28,605	33,605
其他非流动负债	3,511	4,473	4,291	4,568	6,271
非流动负债合计	53,866	47,946	56,254	66,542	78,262
少数股东权益	20,464	23,508	25,270	27,756	31,126
归属母公司股东权益	30,493	38,427	54,174	74,284	98,998
总负债和权益合计	330,318	462,110	612,647	759,694	925,919

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	15,767	17,813	23,040	29,269	36,567
营运资本变动	-4,707	33,296	7,032	3,978	4,817
其他	-7,243	-7,529	-9,860	-10,443	-12,064
经营性现金流合计	3,817	43,580	20,212	22,804	29,320
投资物业	-5,520	334	-26,925	-29,502	-34,202
其他	-14,493	-9,361	5,529	6,287	7,341
投资性现金流合计	-20,013	-9,027	-21,396	-23,215	-26,861
自由现金流	-16,196	34,553	-1,184	-411	2,459
每股自由现金流	-7.18	15.31	-0.52	-0.18	1.09
权益融资	13,499	9,452	0	0	0
债权融资	32,829	-4,494	11,715	11,242	11,016
其他	-10,437	-20,474	-1,441	-1,546	-1,778
融资性现金流合计	35,891	-15,517	10,274	9,696	9,238
现金变动合计	19,728	19,072	9,090	9,285	11,697
期初现金	20,281	40,009	63,941	73,031	82,316
期末现金	40,009	59,081	73,031	82,316	94,013

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	37%	33%	33%	34%	34%
经营利润率	22%	17%	17%	17%	18%
归母净利率	19%	15%	14%	15%	14%
营收增长率	33.6%	58.6%	28.2%	25.8%	24.2%
EBIT 增长率	60.1%	20.3%	30.8%	30.1%	27.0%
归母净利润增长率	74.0%	20.6%	25.4%	26.8%	22.9%
EPS 增长率	74.2%	20.6%	25.4%	26.8%	22.9%
每股净资产	13.51	17.03	24.01	32.92	43.87
利息覆盖倍数	23.36	13.17	14.05	15.66	17.30
净负债资本率	33%	24%	12%	11%	9%
净负债率	49%	16%	21%	18%	15%
总资产周转率	0.21	0.22	0.20	0.20	0.20
资产权益比	10.83	12.03	11.31	10.23	9.35
ROA	3.8%	3.1%	3.0%	3.1%	3.0%
ROE (平均)	41.0%	36.7%	34.3%	31.3%	28.5%
ROCE	13.3%	11.8%	12.9%	13.2%	13.1%

分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。