

海外信评获得上调，模式优势再获认可

——新城控股跟踪点评报告

事件：12月4日，惠誉宣布将新城发展和其子公司新城控股的主体评级由“BB”上调至“BB+”，评级展望为“稳定”。

海外信评获得上调，模式优势再获认可。公司是“住宅+商业”双轮驱动发展的代表房企，近年来通过商住协同模式低成本获取了大量优质住宅开发用地。截至2020年中期，公司已布局139座吾悦广场，开业运营的吾悦广场累计达到63座。2020年上半年，公司新获土储楼面均价约为2868元/平，而综合体项目拿地楼面均价约为1308元/平；按拿地金额计，公司上半年新获土储约52%位于一二线，33%位于长三角三四线。优质且低成本的土储的有效扩展体现了公司商业模式上的优势，同时也能有力支撑未来现金流的改善和业绩的提升。海外评级机构对公司评级的上调也反映出了其对公司模式和财务状况的认可。

销售情况逐步恢复，优质土储支撑发展。根据克而瑞数据，公司2020年前11个月累计销售额达2201.8亿元，降幅较前期已明显收窄，全年2500亿元销售目标有望完成。土储方面，截至2020年中期公司总土储面积达1.37亿平，其中一二线占比约为36%，长三角三四线占比约为35%。充裕优质的土地储备能够有力支撑公司未来保持销售业绩的稳步增长。

提质增效权重提升，财务状况维持稳健。经过多年快速发展，公司整体销售排名较之前已有明显跃升，未来预计将更多关注效率与利润，财务政策亦会更加注重平衡稳健。截至2020年6月末，公司净负债率为35.1%（2019年末：16.4%），现金短债比达1.73倍（2019年末：2.09倍），杠杆水平仍处行业低位，现金对短期债务覆盖充足。此前标普也已将公司主体评级由BB“稳定”上调至BB“正面”。随着信用评级的调升，公司未来融资成本有望继续下行。

发展模式更趋平衡，维持“买入”评级。预测公司2020-2022年EPS分别为人民币7.03元、8.65元和10.57元，同比增长25.4%、23.0%和22.2%。考虑到公司销售端的逐步恢复和更趋平衡的发展模式，维持NAV折让30%，目标价人民币45.44元，对应2021年5.3倍PE，较现价空间达27%。（最新股价为2020年12月4日收盘价）

风险提示：调控政策与流动性环境存在一定不确定性，或对公司经营造成一定影响；公司重点布局城市市场或出现一定波动，影响公司销售与现金流。

新城控股
(601155.SH)

买入

(维持)

微信公众号



蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

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
(+/-)%	44.9%	33.6%	58.6%	28.2%	25.8%	24.2%
毛利	14,411	19,860	28,025	36,660	45,786	57,003
归母净利润	6,029	10,491	12,654	15,863	19,517	23,849
(+/-)%	99.7%	74.0%	20.6%	25.4%	23.0%	22.2%
PE	10.96	5.09	6.90	5.10	4.15	3.39
PB	3.20	1.75	2.27	1.49	1.10	0.83



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	-92,665	-114,952
毛利润	19,860	28,025	36,660	45,786	57,003
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	23,357	29,490
利息支出	-506	-1,080	-1,325	-1,544	-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	28,406	35,288
所得税	3,558	4,483	5,414	6,477	8,187
少数股东损益	1,718	676	1,763	2,412	3,252
归母净利润	10,491	12,654	15,863	19,517	23,849
股权数	2,257	2,257	2,257	2,257	2,257
EPS	4.65	5.61	7.03	8.65	10.57

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	431,590	538,543
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	98,315	113,338
总资产	330,318	462,110	612,647	763,710	931,905
流动负债合计	225,496	352,229	476,949	595,795	725,168
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	27,683	30,935
归属母公司股东权益	30,493	38,427	54,174	73,691	97,540
总负债和权益合计	330,318	462,110	612,647	763,710	931,905

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	28,406	35,288
营运资本变动	-4,707	33,222	7,032	4,962	5,174
其他	-7,243	-7,455	-9,860	-10,242	-11,760
经营性现金流合计	3,817	43,580	20,212	23,127	28,702
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	-89	1,841
每股自由现金流	-7.18	15.31	-0.52	-0.04	0.82
权益融资	13,499	9,452	0	0	0
债权融资	32,829	-4,494	11,715	10,917	11,634
其他	-10,437	-20,474	-1,441	-1,544	-1,778
融资性现金流合计	35,891	-15,517	10,274	9,373	9,856
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	36.7%	32.6%	33.3%	33.1%	33.2%
经营利润率	21.8%	16.6%	16.9%	16.9%	17.2%
归母净利率	19.4%	14.7%	14.4%	14.1%	13.9%
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%	25.5%	26.3%
归母净利润增长率	74.0%	20.6%	25.4%	23.0%	22.2%
EPS 增长率	74.2%	20.6%	25.4%	23.0%	22.2%
每股净资产	13.51	17.03	24.01	32.65	43.22
利息覆盖倍数	23.36	13.17	14.05	15.13	16.58
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	10.36	9.55
ROA	3.8%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%
ROE (平均)	41.0%	36.7%	34.3%	30.5%	27.9%
ROCE	13.3%	11.8%	12.9%	12.9%	12.7%



分析师声明

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報告所涵蓋的公司或有業務往來。因此，投資者應該意識到公司可能存在利益衝突，這可能會影響報告的客觀性。投資者在做出投資決策時，應僅將本報告視為參考因素之一。

本報告所提供的任何資料僅供參考，並不考慮任何特定接受者的投資目標、財務狀況或風險承受能力，也不構成任何招標或買賣任何證券或任何其他金融工具的要約。本報告並未經香港證監會審核。投資有風險，在簽訂任何投資合同之前，個人應在必要時做出判斷或尋求專業意見。

本報告所載資料來自中達證券投資有限公司認為可靠的來源，但在本報告所載材料的準確性、完整性或可靠性方面，中達證券投資有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保證。所有與價格相關的信息均為指導性信息，本報告中提到的投資價值和來自這些信息的收入可能會波動。本報告所載資料隨時可能有所改變，中達證券投資有限公司不承諾就該等更改發出通知。



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。