业绩快速增长，长期逻辑夯实

——新城控股 2020 年报点评

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

营业收入快速增长，毛利率下滑等影响净利增速。公司 2021 年上半年实现营收 791.05 亿元，同比增长 109.63%；归母净利润 43.06 亿元，同比增长 34.40%；扣非归母净利润 37.96 亿元，同比增长 38.19%。扣非归母净利增速低于营收增速主要系开发业务毛利率下降 6.32pct 至 17.11%，以及投资净收益占应收比例下降 2.47pct 至 0.62%所致。费用率方面，公司 2021 年上半年 SG&A 费率为 6.39%，较 2020H1 的 10.04%明显下降，部分对冲了毛利率下降的影响。综上，公司 2021 年上半年业绩实现较快增长，与同行相比具备明显的领先优势。公司 2021 年销售目标为 2600 亿元，销售预期重回增长，整体经营快速恢复正轨。

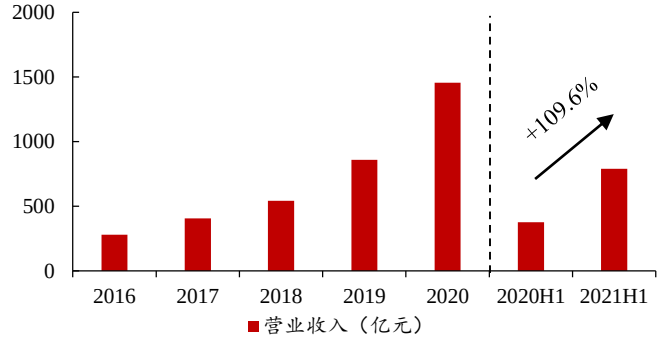
商住协同稳步推进，长期逻辑继续夯实。公司商业板块保持去年以来的快速恢复势头，2021H1 实现租金收入 36.67 亿元（+72.02%）；出租率 97.12%；销售总额达 272.75 亿元，同比增长 134.22%；全年商业总收入目标达 85 亿元。依托双轮驱动模式与成熟投资策略，公司 2021H1 新增土储总建面 1832 万平（当期销售面积：1087 万平），平均楼面价 3420 元/平，当期销售均价约 10825 元/平。截至 2021 年上半年末，公司总土储达 1.50 亿平，较 2020 年末增长约 5%，其中一二线占比 37.75%，长三角三四线占比 29.38%。充裕且成本合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。整体看，**公司整体经营势头较好，商业模式优势不断巩固，长期逻辑继续夯实。**

融资渠道维持顺畅，财务状况保持稳健。受益于良好的现金流及成本管控，公司 2021 年上半年财务状况继续保持稳健。截至 2021 年上半年末，公司货币资金为 551.54 亿元，2020 年末为 624.24 亿元；期末现金短债比约 1.44 倍（监管口径），2020 年末为 1.68 倍；净负债率 60.5%，2020 年末为 43.65%；剔除预收账款后的资产负债率为 75.45%，2020 年末为 74.12%。尽管收到关联方资金往来的下降影响 CFI 和期末现金，但公司上半年 CFO、CFF 均保持平稳，财务状况稳健安全，融资渠道保持顺畅。**依托于商业模式、融资渠道及在手资源优势，公司整体灵活空间较大，在行业波动期具备一定比较优势。**

长期逻辑继续夯实，维持“买入”评级。考虑到近期行业情况，我们小幅下调公司 21-23 年盈利预测 2.5%/8.0%/13.5%，预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为人民币 8.44 元、9.60 元和 10.81 元，同比增长 24.8%、13.7%和 12.7%。考虑到公司在双轮驱动模式上的一贯优势，以及前期大规模激励计划加强核心骨干利益协同，维持 NAV 折让 30%，目标价人民币 54.5 元，对应 2021 年 6.5 倍 PE，较现价空间达 63%。（最新股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价，注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整）

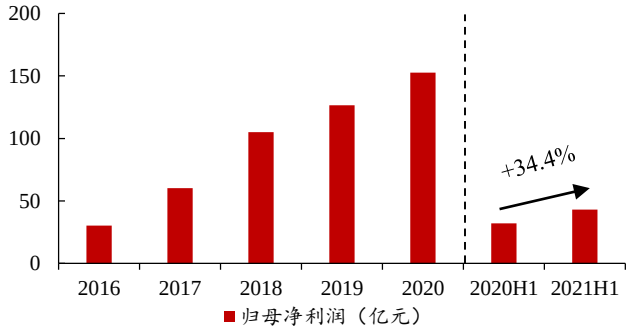
财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	54,133	85,847	145,475	182,135	218,562	255,718
(+/-)%	*33.6%*	*58.6%*	*69.5%*	*25.2%*	*20.0%*	*17.0%*
毛利润	19,860	28,025	34,184	41,891	49,176	56,258
归母净利润	10,491	12,654	15,256	19,035	21,653	24,395
(+/-)%	*74.0%*	*20.6%*	*20.6%*	*24.8%*	*13.7%*	*12.7%*
PE	5.10	6.92	5.16	3.97	3.49	3.10
PB	1.76	2.28	1.56	1.10	0.84	0.66

图 1：前期良好销售状况带动公司营收快速增长



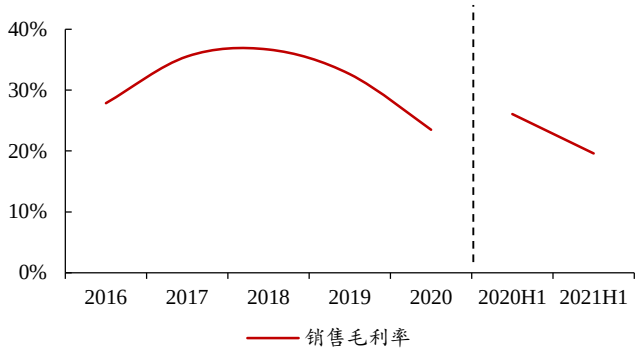
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 2021H1 归母净利润实现较快增长



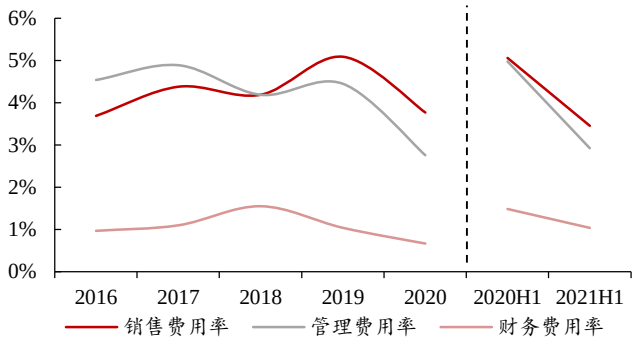
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司销售毛利率同比有所下滑



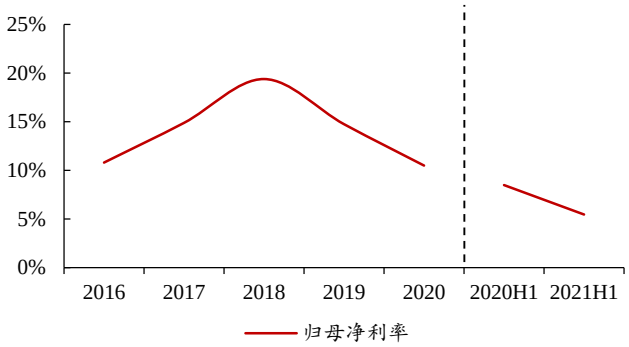
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2021 年上半年三项费用率有所下降



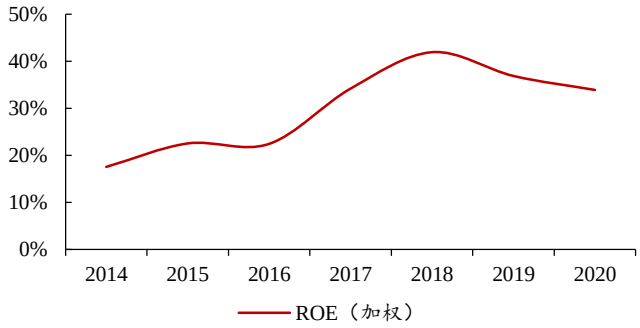
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司 2021 年上半年归母净利率有所下滑



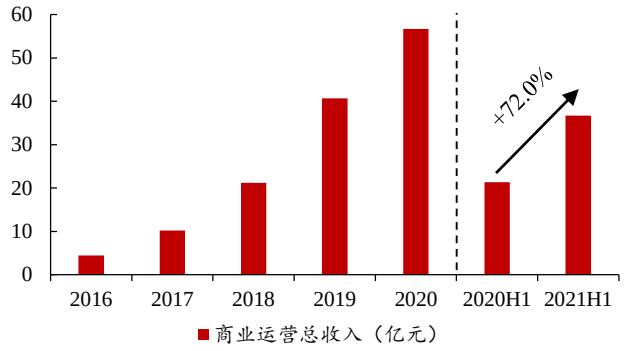
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司 ROE 仍处同业较高水平



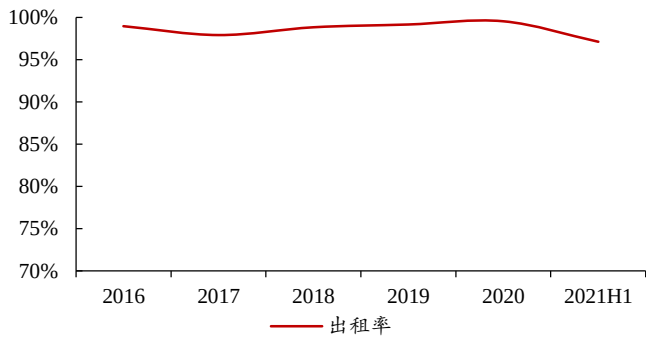
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：公司商业租金及管理费收入持续快速增长



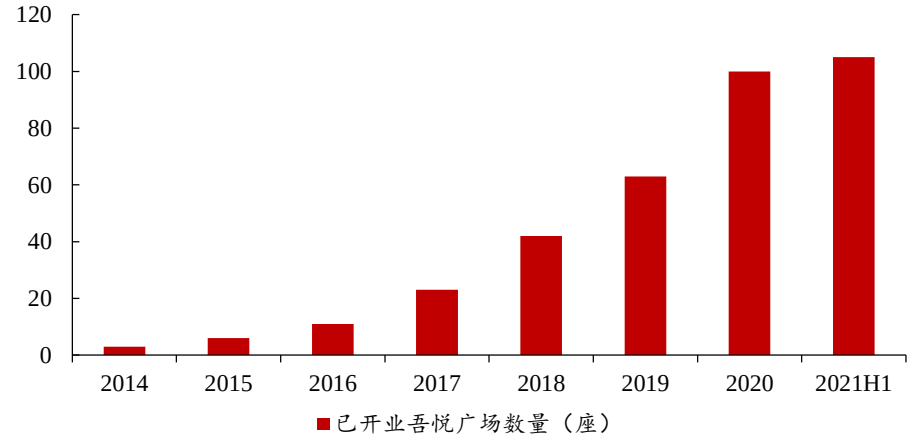
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：公司商业出租率继续保持高位



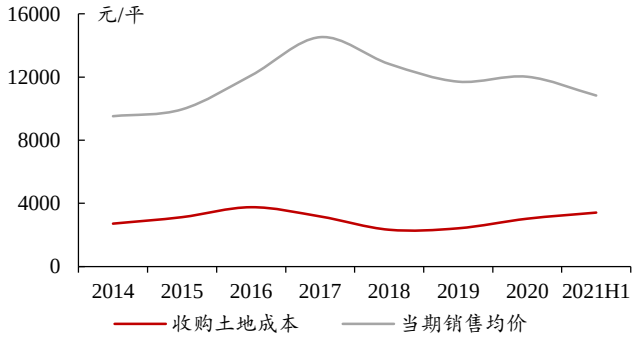
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司已开业吾悦广场数量近年来快速增加



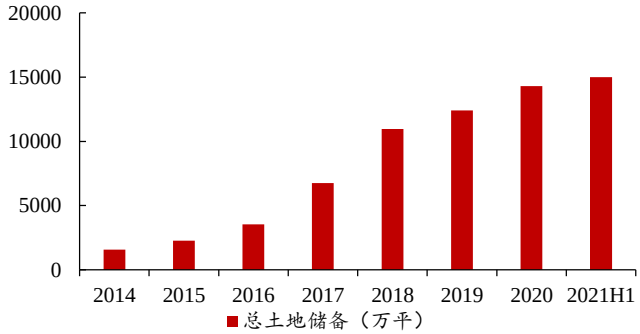
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：受益于双轮驱动模式，公司拿地成本控制得当



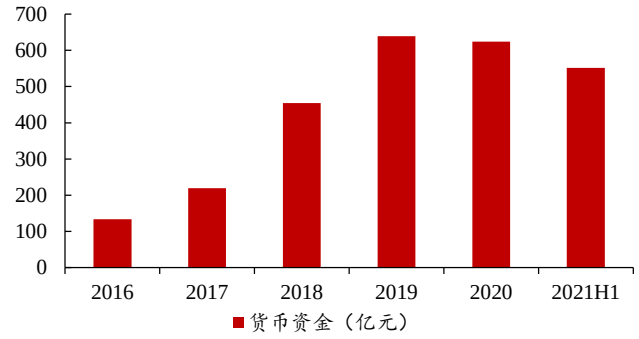
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：依托多元拿地渠道，公司土储规模稳步增长



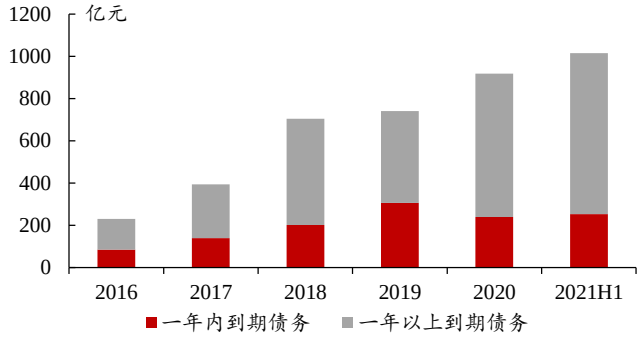
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 12：公司货币资金总额有所下降



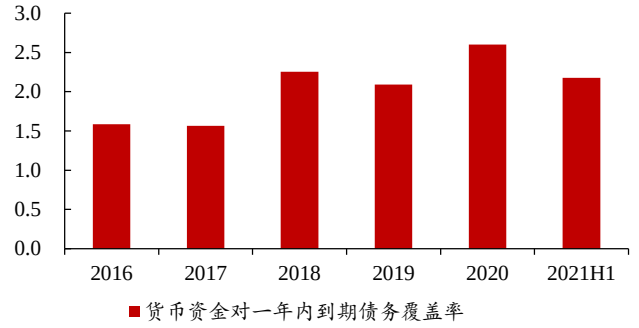
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 13：公司总体有息负债结构继续优化



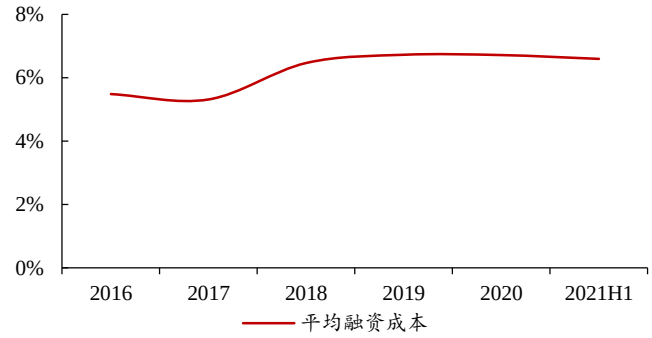
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 14：公司货币资金对短债覆盖较为充足



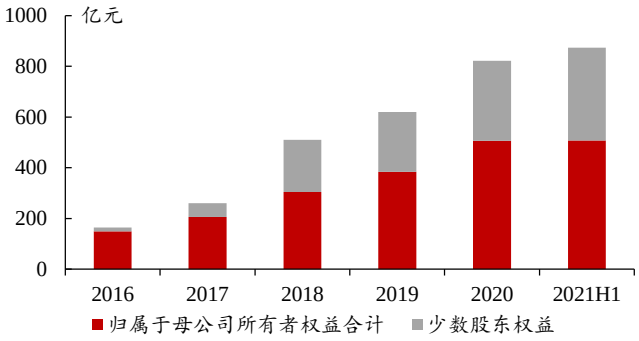
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：报表口径

图 15：公司平均融资成本继续下降



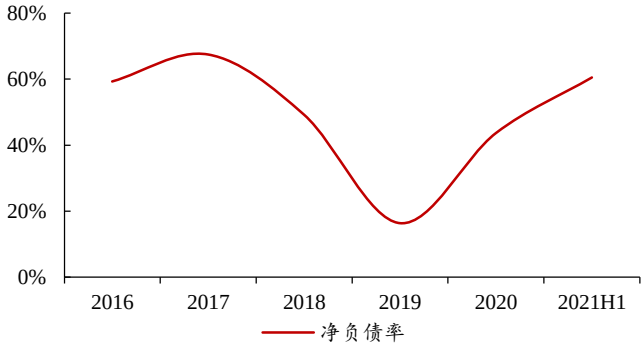
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 16：公司整体权益稳步增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 17：公司净负债率仍保持在较合理水平



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：新城控股 NAV 约 77.82 元/股

NAV 估值（百万人民币）	2021
开发物业总计	132,123
投资物业总计	75,213
总资产估值	207,336
净负债	31,414
NAV 估值	175,922
总股本（最新，百万股）	2,261
每股 NAV（人民币元/股）	77.82
股价（人民币元，8 月 27 日）	33.46
NAV 折让	57%

数据来源：公司公告，中达证券研究

注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	85,847	145,475	182,135	218,562	255,718
营业成本	-57,822	-111,292	-140,244	-169,386	-199,460
毛利润	28,025	34,184	41,891	49,176	56,258
销售费用	-4,372	-5,491	-6,375	-7,650	-8,950
管理费用	-3,820	-4,019	-4,918	-5,901	-6,904
EBIT	14,228	19,005	23,495	27,102	30,430
利息支出	-1,080	-1,300	-1,942	-2,175	-2,362
利息收入	455	512	650	629	601
投资收益	2,690	3,081	3,259	3,654	4,034
其他收入	55	132	14	4	3
税前利润	17,813	22,237	27,588	31,552	35,744
所得税	4,483	5,771	6,897	7,888	8,936
少数股东损益	676	1,210	1,655	2,011	2,413
归母净利润	12,654	15,256	19,035	21,653	24,395
股权数	2,257	2,256	2,256	2,256	2,256
EPS	5.61	6.76	8.44	9.60	10.81

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	17,813	22,237	27,588	31,552	35,744
营运资本变动	33,222	-14,583	-4,296	-4,289	2,205
其他	-7,455	-7,272	-11,363	-11,124	-12,129
经营性现金流合计	43,580	382	11,928	16,139	25,819
投资物业	334	-4,170	-26,925	-29,502	-34,202
其他	-9,361	-11,800	5,782	6,526	7,641
投资性现金流合计	-9,027	-15,970	-21,143	-22,976	-26,561
自由现金流	34,553	-15,588	-9,215	-6,837	-742
每股自由现金流	15.31	-6.91	-4.09	-3.03	-0.33
权益融资	9,452	14,138	0	0	0
债权融资	-4,494	17,770	17,330	13,797	8,800
其他	-20,474	-17,190	-3,007	-2,175	-2,362
融资性现金流合计	-15,517	14,718	14,323	11,622	6,439
现金变动合计	19,072	-1,036	5,108	4,785	5,697
期初现金	40,009	59,081	62,424	67,531	72,316
期末现金	59,081	58,045	67,531	72,316	78,013

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	68,221	88,292	112,217	138,219	168,221
其他非流动资产	7,248	9,269	9,111	8,854	9,083
长期股权投资	18,889	22,326	25,326	28,826	33,026
非流动资产合计	94,358	119,887	146,654	175,899	210,330
存货	231,259	270,580	326,595	389,819	445,369
应收账款及应收票据	507	382	848	898	981
现金	63,941	62,424	67,531	72,316	78,013
其他流动资产	72,045	84,480	93,442	92,666	101,522
总资产	462,110	537,753	635,071	731,598	836,215
流动负债合计	352,229	377,592	451,668	518,743	589,332
长期借款	24,369	43,623	47,612	51,623	56,140
应付债券	19,105	24,140	25,140	26,640	27,640
其他非流动负债	4,473	10,259	8,887	9,164	10,867
非流动负债合计	47,946	78,022	81,639	87,427	94,647
少数股东权益	23,508	31,548	33,203	35,214	37,627
归属母公司股东权益	38,427	50,591	68,561	90,214	114,609
总负债和权益合计	462,110	537,753	635,071	731,598	836,215

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	32.6%	23.5%	23.0%	22.5%	22.0%
经营利润率	16.6%	13.1%	12.9%	12.4%	11.9%
归母净利率	14.7%	10.5%	10.5%	9.9%	9.5%
营收增长率	58.6%	69.5%	25.2%	20.0%	17.0%
EBIT 增长率	20.3%	33.6%	23.6%	15.3%	12.3%
归母净利润增长率	20.6%	20.6%	24.8%	13.7%	12.7%
EPS 增长率	20.6%	20.6%	24.8%	13.7%	12.7%
每股净资产	17.03	22.43	30.39	39.99	50.81
利息覆盖倍数	13.17	14.62	12.10	12.46	12.88
净负债资本率	23.9%	18.3%	26.3%	27.0%	24.9%
净负债率	16.4%	43.7%	47.5%	45.7%	40.4%
总资产周转率	0.22	0.29	0.31	0.32	0.33
资产权益比	12.03	10.63	9.26	8.11	7.30
ROA	3.1%	3.2%	3.4%	3.4%	3.3%
ROE（平均）	36.7%	34.3%	32.0%	27.3%	23.8%
ROCE	11.8%	11.3%	11.1%	10.9%	10.6%

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和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。