



601155.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 34.36

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	42.2	17.0	30.5	(9.8)
相对上证指数	21.8	3.5	16.6	(0.1)

发行股数(百万)	2,257
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	77,172
3个月日均交易额(人民币 百万)	347
净负债比率(%) (2019E)	269
主要股东(%)	
富城发展集团有限公司	61

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年3月8日收市价为标准

相关研究报告

《新城控股: 业绩持续释放, 行业成长典范》

20190128

《新城控股: 销售与业绩持续高增, 住宅与商业共成长》 20180829

中银国际证券股份有限公司

具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

新城控股

住宅商业齐发力, 持续成长优质标的

2018年, 新城控股营业收入和净利润分别增长34%和74%, 毛利率提升至37%; 实现ROE 42%, EPS 4.69元, 每10股派15元。2018年公司销售额同比增长75%, 新增土储总建面4,773万方, 深耕强二线及其卫星城。公司长期践行“地产+商业”的发展模式, 已累计开业吾悦广场42家, 租金及商管收入达21.2亿, 19年计划新开业吾悦广场22家。同时, 公司已建立完善的激励机制, 财务结构优化, 融资渠道畅通。考虑到公司可售货值充足以及行业集中度提升的背景下, 我们调整公司2019-2021年EPS分别为6.59/8.73/12.39元, 对应19年PE 5.2倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **营收业绩双高增, 利润率高位再升。**2018年公司实现营业收入541.3亿元, 同比增长33.6%, 实现归母净利润104.9亿元, 同比增长74.0%; ROE增加7.73个百分点至41.91%。业绩增速高于营收增速主要源于: 1) 利润率大幅提升: 2018年公司毛利率和净利率分别为36.69%、22.55%, 分别较上年增长1.13、7.11个百分点; 2) 投资性房地产(主要为吾悦广场)公允价值变动净收益27.85亿元; 3) 投资净收益同比增长321%至22.67亿元, 其中对联营及合营企业投资收益15.12亿元, 较去年增长逾6.65倍。考虑到公司19年计划竣工1,881万方, 较去年980万方几近翻倍, 以及18年末合同负债1,182亿元, 覆盖当年营收2.2倍, 19年业绩有望再度超预期。
- **销售突破两千亿, 土储充足盈利性强。**2018年公司销售金额2,211.0亿元, 同比增长74.8%, 完成年初销售目标的122.8%; 销售面积1,812.1万方, 同比增长95.2%。2019年公司可售货值超7,000亿, 销售目标2,700亿, 大概率超额完成。公司于2018年新增土地储备164幅, 新增总建面4,773.2万方, 拿地均价2,330元/平米, 同比下降26.6%, 地价/销售均价比仅19%, 盈利空间较大。截至去年底, 公司总土储建面10,952万方, 满足未来3年开发需求, 主要布局与长三角、珠三角、环渤海及中西部有竞争力的二线省会城市及其卫星城。
- **物业租管收入连年翻番, 财务健康结构优化。**2018年公司实现租金及商业管理费收入21.2亿元, 同比增长107.5%, 已累计开业吾悦广场42家, 平均出租率98.8%。2019年公司计划开业吾悦广场22家, 租金及商业管理费收入超40亿。截至目前, 公司在建及运营吾悦广场已达102座。财务方面, 2018年末公司在手现金454亿元, 短期负债201亿, 现金短债比2.26; 各大银行授信1,086亿元, 其中未使用额度836亿; 资产负债率同比下降1.3个百分点至84.6%, 净负债率同比下降18个百分点至49.2%。

评级面临的主要风险

- 三四线城市地产销售大幅下滑, 行业流动性边际放松不及预期。

估值

- 考虑到公司可售货值充足以及行业集中度提升的背景下, 我们调整公司2019-2021年EPS分别为6.59/8.73/12.39元, 对应19年PE 5.2倍, 维持买入评级。

投资摘要

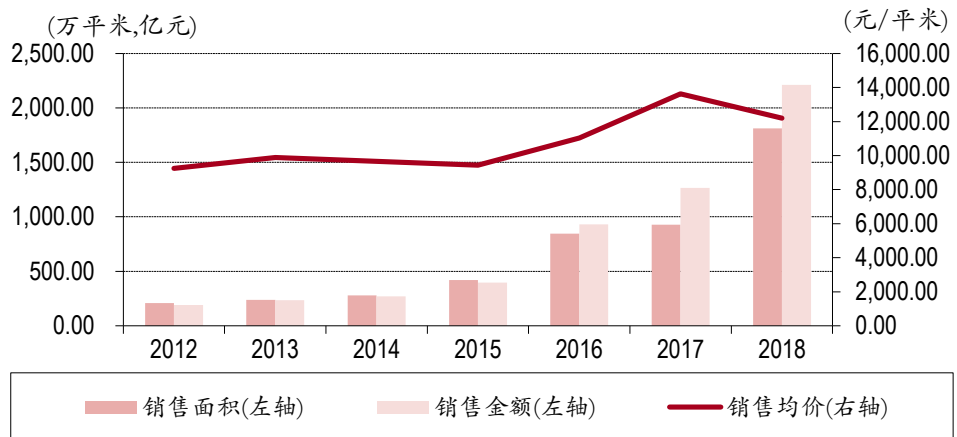
年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	39,507	54,133	75,921	104,769	142,311
变动(%)	41	37	40	38	36
净利润(人民币 百万)	5,008	10,621	14,895	19,729	27,986
全面摊薄每股收益(人民币)	2.217	4.702	6.594	8.733	12.389
变动(%)	65.9	112.1	40.2	32.4	41.9
先前预测每股收益(人民币)			5.551	7.227	
调整幅度(%)			19	21	
全面摊薄市盈率(倍)	15.5	7.3	5.2	3.9	2.8
价格/每股现金流量(倍)	(7.4)	20.3	(1.9)	(1.5)	(1.1)
每股现金流量(人民币)	(4.64)	1.69	(18.29)	(22.67)	(30.86)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.4	7.9	14.2	13.5	12.2
每股股息(人民币)	0.810	1.498	2.127	2.817	3.996
股息率(%)	2.4	4.4	6.2	8.2	11.6

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

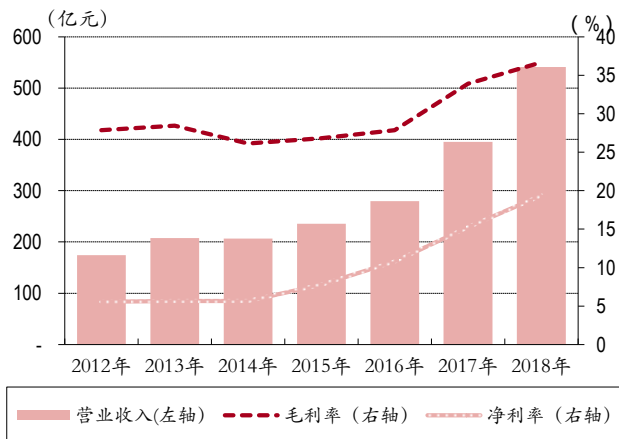
图表 1. 新城控股 2018 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年	2018 年	同比变动 (%)
营业收入	40,526	54,133	33.6
营业成本	(26,115)	(34,273)	31.2
营业税	(3,266)	(3,500)	7.2
毛利润	14,411	19,860	37.8
其他收入	(30)	(179)	498.9
销售费用	(1,776)	(2,267)	27.6
管理费用	(1,983)	(2,266)	14.3
营业利润	8,360	11,563	87.1
投资收益	1,449	5,052	248.6
财务费用	(447)	(842)	88.4
营业外收支	11	124	1037.1
税前利润	8,371	15,767	88.4
所得税	(2,110)	(3,558)	68.6
少数股东权益	(231)	(1,718)	642.1
归属上市公司股东净利润	6,029	10,491	74.0
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	35.6	36.7	1.1
经营利润率	20.6	28.9	8.3
净利率	14.9	22.6	7.1

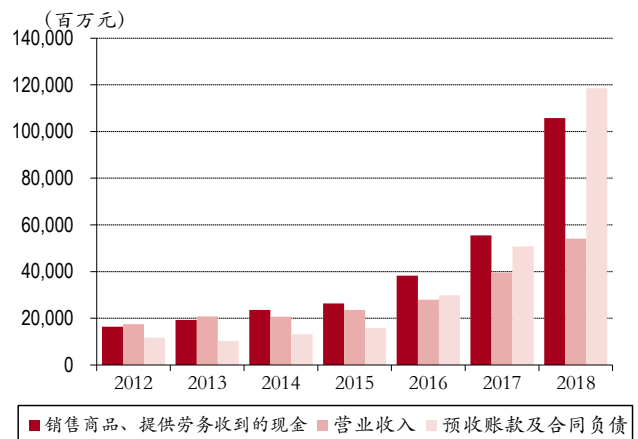
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 销售面积、金额及均价增长趋势


资料来源: 公司年报, 中银国际证券

图表 3. 营业收入及利润率情况


资料来源: 公司年报, 中银国际证券

图表 3. 销售现金流、营业收入及预收账款情况


资料来源: 公司年报, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	39,507	54,133	75,921	104,769	142,311
销售成本	(29,381)	(37,773)	(52,394)	(74,545)	(101,63)
经营费用	(3,579)	(4,268)	(6,164)	(8,580)	(11,723)
息税折旧前利润	6,547	12,092	17,363	21,644	28,957
折旧及摊销	(181)	(266)	(194)	(195)	(195)
经营利润(息税前利润)	6,366	11,826	17,168	21,449	28,761
净利息收入/(费用)	(178)	(133)	199	76	116
其他收益/(损失)	1,316	4,390	5,277	8,482	13,668
税前利润	7,350	15,896	22,383	29,646	42,055
所得税	(2,110)	(3,558)	(5,050)	(6,689)	(9,489)
少数股东权益	(231)	(1,718)	(2,438)	(3,228)	(4,580)
净利润	5,008	10,621	14,895	19,729	27,986
核心净利润	5,008	10,621	14,895	19,729	27,986
每股收益(人民币)	2.217	4.702	6.594	8.733	12.389
核心每股收益(人民币)	2.217	4.702	6.594	8.733	12.389
每股股息(人民币)	0.810	1.498	2.127	2.817	3.996
收入增长(%)	41	37	40	38	36
息税前利润增长(%)	70	86	45	25	34
息税折旧前利润增长(%)	67	85	44	25	34
每股收益增长(%)	66	112	40	32	42
核心每股收益增长(%)	66	112	40	32	42

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	21,947	45,409	63,686	87,885	119,377
应收帐款	28,593	45,632	63,999	88,317	119,964
库存	76,379	145,573	204,164	281,741	382,698
其他流动资产	14,734	27,612	20,276	28,938	39,467
流动资产总计	141,653	264,227	352,125	486,879	661,505
固定资产	2,187	2,117	2,275	2,435	2,595
无形资产	95	576	548	520	494
其他长期资产	39,591	63,398	62,579	62,265	62,567
长期资产总计	41,873	66,091	65,401	65,220	65,656
总资产	183,527	330,318	417,526	552,100	727,161
应付帐款	58,039	74,504	103,226	147,323	200,928
短期债务	12,946	13,019	182,088	251,412	343,476
其他流动负债	59,491	137,973	15,651	21,255	28,590
流动负债总计	130,476	225,496	300,964	419,989	572,994
长期借款	25,438	50,355	50,358	50,362	50,367
其他长期负债	1,630	3,511	3,511	3,511	3,511
股本	2,258	2,257	2,257	2,257	2,257
储备	18,365	28,237	38,322	51,679	70,629
股东权益	20,624	30,493	40,578	53,936	72,886
少数股东权益	5,358	20,464	22,115	24,301	27,404
总负债及权益	183,527	330,318	417,526	552,100	727,161
每股帐面价值(人民币)	9.13	13.50	17.96	23.88	32.26
每股有形资产(人民币)	9.09	13.25	17.71	23.63	32.01
每股净负债/(现金)(人民币)	7.28	7.96	74.78	94.78	121.62

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	7,350	15,896	22,383	29,646	42,055
折旧与摊销	181	266	194	195	195
净利息费用	333	320	63	286	375
运营资本变动	(15,448)	(4,646)	(53,745)	(66,282)	(89,299)
税金	(2,110)	(3,558)	(5,050)	(6,689)	(9,489)
其他经营现金流	(785)	(4,460)	(5,162)	(8,370)	(13,560)
经营活动产生的现金流	(10,481)	3,817	(41,317)	(51,215)	(69,723)
购买固定资产净值	(4,787)	(10,367)	(3)	(4)	(5)
投资减少/增加	(6,965)	(5,345)	262	361	491
其他投资现金流	11,994	(4,300)	(49,768)	6,044	8,841
投资活动产生的现金流	242	(20,013)	(49,509)	6,401	9,326
净增权益	2,595	13,499	0	0	0
净增债务	17,789	32,829	169,07	69,328	92,070
支付股息	(2,961)	(5,164)	(4,804)	(6,363)	(9,027)
其他融资现金流	1,545	(5,273)	(49,768)	6,044	8,841
融资活动产生的现金流	18,968	35,891	114,500	69,008	91,883
现金变动	8,729	19,695	23,674	24,195	31,487
期初现金	13,401	21,947	45,409	63,686	87,885
公司自由现金流	(10,239)	(16,196)	(90,826)	(44,814)	(60,396)
权益自由现金流	7,550	16,633	78,246	24,514	31,673

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.6	22.3	22.9	20.7	20.3
息税前利润率(%)	16.1	21.8	22.6	20.5	20.2
税前利润率(%)	18.6	29.4	29.5	28.3	29.6
净利率(%)	12.7	19.6	19.6	18.8	19.7
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	13.1	23.4	52.9	33.2	33.2
净权益负债率(%)	63.3	35.3	269.2	273.4	273.7
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	15.5	7.3	5.2	3.9	2.8
核心业务市盈率(倍)	15.5	7.3	5.2	3.9	2.8
市净率(倍)	3.8	2.5	1.9	1.4	1.1
价格/现金流(倍)	(7.4)	20.3	(1.9)	(1.5)	(1.1)
企业价值/息税折旧前利	14.4	7.9	14.2	13.5	12.2
周转率					
存货周转天数	719.7	1,072.4	1,218.2	1,189.6	1,193.1
应收帐款周转天数	211.6	250.2	263.5	265.3	267.1
应付帐款周转天数	405.4	446.8	427.2	436.4	446.6
回报率					
股息支付率(%)	51.2	41.1	41.6	41.6	41.7
净资产收益率(%)	28.2	41.6	41.9	41.7	44.1
资产收益率(%)	3.2	3.6	3.6	3.4	3.5
已运用资本收益率(%)	12.7	13.4	8.5	6.5	6.7
已运用资本收益率(%)	12.1	14.7	15.3	18.3	21.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371