

新城控股 (601155)

证券研究报告

2019年10月26日

销售维持高增长，股权激励示决心

事件：2019年前三季度公司实现营业收入295.6亿元，同比增长19.22%，归属于上市公司股东的净利润37.3亿元，同比增长19.57%，基本每股收益1.67元/股。

归母净利润高增长稳定，非经常性损益的贡献占比大幅下降

2019年Q1-3公司实现营业收入295.6亿元，同比增长19.22%，归属于上市公司股东的净利润37.3亿元，同比增长19.57%，基本符合此前股权激励中业绩承诺的增速“不低于20%”。其中非经常性损益为6.64亿元，同比增加23%，与归母净利润增速基本同步。非经常性损益中占比最高的是投资性房地产公允价值变动损益（6亿），占比超90%。19年前三季度公司扣非归母净利润同比增长18.86%，扣非归母净利润占归母净利润的比例为82.2%，较上半年提升了39.5个百分点。

此外，公司19年前三季度实现权益法核算的长期股权投资带来的收益11.35亿元（不计入非经常性损益），同比增长61.5%，对归母净利润增长的贡献率约为23%，主要由于三季度公司处置子公司较多。公司合同负债2089.5亿元，同比增加109.1%，是19年前三季度营业收入的7倍有余，未来可结算资源充足，对未来业绩增长奠定坚实的基础。

销售高增长，完成2700亿目标为大概率事件，转让土地及时回流资金

19年1-9月累计合同销售金额约1976.91亿元（完成全年计划的73%），同比增长23.89%，累计销售面积约1723.06万平方米，同比增长35.43%；签约均价11473元/平方米，较去年下降9%，主要原因或在于公司业务占比最高的二线和三四线城市销售价格出现下降。9月公司重新开始拿地，1-9月累计新增建面1869万方，累计同比4%，楼面地价3453元/方，同比增加19%，楼面成本有所上升。1-9月拿地销售金额比33%，控制较好。7-8月公司及时调整策略，前后转让21个土地项目，交易对价合计百亿以上，及时回收现金、减少债务。

短债占比提升，长期偿债能力稳定

截至报告期末，公司资产负债率、扣预资产负债率分别为88%、42%，同比分别下降0.5、12.9个PCT，环比分别变动1.3、-4.1个PCT，长期偿债能力有所改善；账面短期负债大幅增加87%，现金短债覆盖比大幅下降0.49至1.67，仍然处于健康的偿债水平。债务结构来看，短期负债占比35%，有所上升，负债结构较为健康。

投资建议：公司销售持续高增长，2019年大概率完成销售目标2700亿，且预收款更是大幅增长，未来可结算资源充足，为业绩持续稳定增长奠定了坚实的基础。公司拟向董事、高中管及核心骨干发布股权激励，基于19-21年归母净利润增速对应2018年分别为20%/70%/120%，彰显出公司对管理层寄予的决心与信心，基于此我们将公司19-20年净利润由136.7亿、181.6亿调整为126.5亿、174.3亿，对应EPS分别由6.06、8.05元调整为5.61、7.72元，对应当前股价PE为5.97X、4.34X，维持“买入”评级。**风险提示：**三四线城市销售下行超预期，公司融资成本上升

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	40,525.68	54,133.31	67,336.43	97,711.89	127,142.71
增长率(%)	44.89	33.58	24.39	45.11	30.12
EBITDA(百万元)	2,840.06	16,818.89	19,796.60	28,853.92	37,501.03
净利润(百万元)	6,028.91	10,491.29	12,652.30	17,426.98	22,622.21
增长率(%)	99.68	74.02	20.60	37.74	29.81
EPS(元/股)	2.67	4.65	5.61	7.72	10.02
市盈率(P/E)	12.54	7.20	5.97	4.34	3.34
市净率(P/B)	3.66	2.48	1.95	1.46	1.10
市销率(P/S)	1.86	1.40	1.12	0.77	0.59
EV/EBITDA	21.75	2.81	(1.67)	4.82	0.05

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	买入（维持评级）
当前价格	33.49元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,256.72
流通A股股本(百万股)	2,245.98
A股总市值(百万元)	75,577.69
流通A股市值(百万元)	75,218.01
每股净资产(元)	12.66
资产负债率(%)	86.70
一年内最高/最低(元)	46.84/22.10

作者

陈天诚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新城控股-年报点评报告:业绩销售持续高增、住宅商业双轮贡献》2019-03-11
- 《新城控股-季报点评:营收销售继续保持高增长，回购增持提升市场信心》2018-11-01
- 《新城控股-季报点评:一季度业绩增长显著，主因内生增长，叠加会计政策变更利好》2018-05-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	21,947.32	45,409.22	149,582.87	81,964.70	137,747.24	营业收入	40,525.68	54,133.31	67,336.43	97,711.89	127,142.71
应收票据及应收账款	72.88	306.52	193.73	532.19	412.37	营业成本	26,115.15	34,273.25	42,255.25	61,611.85	80,218.43
预付账款	10,263.36	14,634.30	16,061.85	26,457.94	27,241.87	营业税金及附加	3,265.95	3,499.98	4,605.81	6,317.54	8,220.38
存货	76,379.08	145,573.05	89,178.31	184,652.13	161,178.43	营业费用	1,776.40	2,267.48	2,820.52	4,103.90	5,339.99
其他	32,990.63	58,304.02	63,045.35	104,050.14	104,850.19	管理费用	8,093.75	2,266.26	3,366.82	4,885.59	6,357.14
流动资产合计	141,653.27	264,227.11	318,062.11	397,657.10	431,430.10	研发费用	771.96	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	13,387.02	18,808.55	78,808.55	178,808.55	238,808.55	财务费用	446.75	841.69	860.66	2,397.03	2,474.85
固定资产	2,183.46	2,112.27	2,025.90	1,959.60	1,892.36	资产减值损失	29.89	263.68	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	910.57	2,784.55	2,037.90	2,944.16	3,895.72
无形资产	95.21	576.45	503.69	430.92	358.16	投资净收益	538.51	2,267.26	3,287.53	4,931.29	6,410.68
其他	26,207.70	44,594.03	44,508.10	44,508.10	44,508.10	其他	(9,782.94)	(9,974.30)	(10,650.86)	(15,750.90)	(20,612.81)
非流动资产合计	41,873.40	66,091.30	125,882.24	225,776.78	285,638.93	营业利润	8,359.69	15,643.46	18,752.80	26,271.43	34,838.33
资产总计	183,526.66	330,318.42	443,944.34	623,433.88	717,069.02	营业外收入	37.87	172.11	300.00	300.00	300.00
短期借款	750.00	2,270.06	2,500.00	11,231.83	2,600.00	营业外支出	26.99	48.42	37.42	37.42	37.42
应付票据及应付账款	21,547.83	26,464.10	29,769.79	48,124.46	48,222.70	利润总额	8,370.57	15,767.15	19,015.37	26,534.01	35,100.90
其他	108,178.51	196,761.35	297,093.05	341,132.44	499,970.39	所得税	2,110.20	3,558.34	4,291.77	6,254.07	8,775.23
流动负债合计	130,476.34	225,495.52	329,362.84	400,488.72	550,793.09	净利润	6,260.36	12,208.81	14,723.60	20,279.94	26,325.68
长期借款	10,580.71	23,669.25	15,000.00	100,502.27	19,000.00	少数股东损益	231.45	1,717.52	2,071.30	2,852.96	3,703.47
应付债券	14,857.44	26,685.37	34,690.98	41,629.17	45,792.09	归属于母公司净利润	6,028.91	10,491.29	12,652.30	17,426.98	22,622.21
其他	1,630.40	3,511.40	3,511.40	3,511.40	3,511.40	每股收益(元)	2.67	4.65	5.61	7.72	10.02
非流动负债合计	27,068.54	53,866.03	53,202.38	145,642.84	68,303.50						
负债合计	157,544.89	279,361.54	382,565.23	546,131.56	619,096.59						
少数股东权益	5,358.21	20,463.57	22,534.88	25,387.84	29,091.31	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2,258.48	2,256.72	2,256.72	2,256.72	2,256.72	成长能力					
资本公积	2,619.75	2,638.86	2,638.86	2,638.86	2,638.86	营业收入	44.89%	33.58%	24.39%	45.11%	30.12%
留存收益	18,191.20	27,098.29	36,587.51	49,657.75	66,624.40	营业利润	97.54%	87.13%	19.88%	40.09%	32.61%
其他	(2,445.87)	(1,500.57)	(2,638.86)	(2,638.86)	(2,638.86)	归属于母公司净利润	99.68%	74.02%	20.60%	37.74%	29.81%
股东权益合计	25,981.77	50,956.87	61,379.12	77,302.31	97,972.44	获利能力					
负债和股东权益总	183,526.66	330,318.42	443,944.34	623,433.88	717,069.02	毛利率	35.56%	36.69%	37.25%	36.95%	36.91%
						净利率	14.88%	19.38%	18.79%	17.84%	17.79%
						ROE	29.23%	34.41%	32.57%	33.57%	32.84%
						ROIC	77.91%	78.74%	62.43%	-31.39%	24.23%
						偿债能力					
						资产负债率	85.84%	84.57%	86.17%	87.60%	86.34%
						净负债率	63.26%	35.25%	-141.20%	106.99%	-59.58%
						流动比率	1.09	1.17	0.97	0.99	0.78
						速动比率	0.50	0.53	0.69	0.53	0.49
						营运能力					
						应收账款周转率	780.93	285.36	269.21	269.21	269.21
						存货周转率	0.70	0.49	0.57	0.71	0.74
						总资产周转率	0.28	0.21	0.17	0.18	0.19
						每股指标(元)					
						每股收益	2.67	4.65	5.61	7.72	10.02
						每股经营现金流	-4.65	1.69	74.71	-28.59	91.61
						每股净资产	9.14	13.51	17.21	23.00	30.52
						估值比率					
						市盈率	12.54	7.20	5.97	4.34	3.34
						市净率	3.66	2.48	1.95	1.46	1.10
						EV/EBITDA	21.75	2.81	-1.67	4.82	0.05
						EV/EBIT	22.93	2.85	-1.69	4.85	0.05

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6,260.36	12,208.81	12,652.30	17,426.98	22,622.21
折旧摊销	180.69	264.08	183.14	185.46	187.85
财务费用	449.23	790.43	860.66	2,397.03	2,474.85
投资损失	(538.51)	(2,267.26)	(3,287.53)	(4,931.29)	(6,410.68)
营运资金变动	(11,582.41)	115,811.50	154,085.63	(85,403.11)	180,271.74
其它	(5,254.53)	(122,990.55)	4,109.20	5,797.12	7,599.19
经营活动现金流	(10,485.16)	3,817.00	168,603.40	(64,527.82)	206,745.16
资本支出	8,740.27	4,154.99	60,060.00	100,080.00	60,050.00
长期投资	8,837.14	5,421.53	60,000.00	100,000.00	60,000.00
其他	(17,333.12)	(29,589.50)	(178,870.37)	(298,172.86)	(177,585.04)
投资活动现金流	244.29	(20,012.98)	(58,810.37)	(98,092.86)	(57,535.04)
债权融资	38,384.35	63,373.34	62,915.98	164,672.27	79,375.09
股权融资	40.27	140.86	(1,998.95)	(2,397.03)	(2,474.85)
其他	(19,454.51)	(27,623.70)	(66,536.42)	(67,272.72)	(170,327.82)
筹资活动现金流	18,970.11	35,890.50	(5,619.39)	95,002.52	(93,427.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8,729.23	19,694.52	104,173.64	(67,618.16)	55,782.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com