

新城控股

601155

买入 (维持)

新城控股年报点评：负债水平大幅下降，稳健增长维持高分红

2020年03月29日

市场数据

市场数据日期	2020-03-27
收盘价(元)	30.99
总股本(百万股)	2256.72
流通股本(百万股)	2246.36
总市值(百万元)	69935.88
流通市值(百万元)	69614.55
净资产(百万元)	38427.41
总资产(百万元)	462110.08
每股净资产	17.03

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85847	109884	139553	177232
同比增长	58.6%	28.0%	27.0%	27.0%
净利润(百万元)	12654	15207	17786	20282
同比增长	20.6%	20.2%	17.0%	14.0%
毛利率	32.6%	32.0%	31.5%	31.5%
净利率	14.7%	13.8%	12.7%	11.4%
净资产收益率(%)	32.9%	26.8%	24.9%	23.0%
每股收益(元)	5.61	6.74	7.88	8.99

相关报告

《新城控股2月经营情况点评：2月销售有下滑，拿地力度平稳》2020-03-08

《新城控股1月经营情况点评：销售保持增长，融资边际改善》2020-02-08

《新城控股12月经营点评：销售平稳增长，保持拿地力度》2020-01-10

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

郭毅

guoyiyjs@xyzq.com.cn

S0190518010003

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn

S0190519080008

研究助理：

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

投资要点

业绩稳健增长。2019年实现营业收入858.47亿元，同比增长58.58%；实现归母净利润126.54亿元，同比增长20.61%；实现加权平均净资产收益率为36.86%。利润质量提高：1)公允价值对净利润增厚幅度有所下降；2)少数股东损益占比降低；3)出于谨慎性原则，计提减值准备。

净负债率大幅下降，在手现金充裕。截至2019年末，公司净负债率仅为16.36%，较2018年末下降了32.64个百分点。持有货币资金为639.41亿元，远高于一年内到期的有息负债306.02亿元，短期偿债倍数为2.1倍。

销售稳健增长，拿地回归一二线。2019年实现合同销售金额2708亿元，同比增长22.48%，行业排名第八。2019年拿地金额607亿元，一二线拿地金额占比为49.7%，相较2018年提升了20.5个百分点。总土储1.24亿平方米，其中一、二线城市占比38.3%，长三角区域三、四线城市占比36.0%。

商业规模跨越式增长。2019年，吾悦广场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%。维持高分红政策，股利支付率为30.30%，股息率为5.49%。

投资建议：新城控股业绩稳健增长，净负债率大幅下降，拿地重回一二线，商业快速发展。我们调整2020-2021年EPS分别为6.74元、7.88元，按照2020年3月27日收盘价，对应的PE分别为4.6倍和3.9倍，维持“买入”评级。

风险提示：地产销售不及预期，货币政策持续收紧。

报告正文

事件:

新城控股公布 2019 年年报, 2019 年公司实现营业收入 858.47 亿元, 同比增长 58.58%; 实现归母净利润 126.54 亿元, 同比增长 20.61%; 实现基本每股收益 5.62 元, 同比增长 19.83%。实现加权平均净资产收益率为 36.86%。

点评:

1. 业绩稳健增长, 利润质量提高

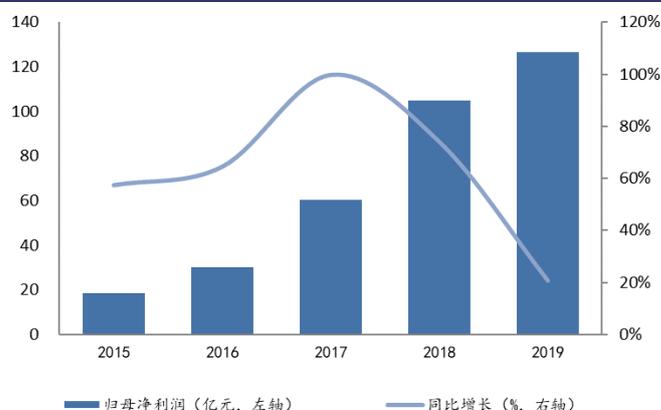
业绩稳健增长。2019 年公司实现营业收入 858.47 亿元, 同比增长 58.58%; 实现归母净利润 126.54 亿元, 同比增长 20.61%; 实现基本每股收益 5.62 元, 同比增长 19.83%。实现毛利率 32.64%, 相较 2018 年末降低了 4.05 个百分点; 实现归母净利率为 14.74%, 相较 2018 年末降低了 4.64 个百分点。盈利虽较 2018 年有所下降, 但仍处于较高水平。实现加权平均净资产收益率为 36.86%。

利润质量提高: 1) 公允价值对净利润增厚幅度有所下降; 2019 年全年公允价值变动收益为 26.47 亿元, 同比减少 5%, 公允价值变动收益占税前利润的比重从 2018 年的 17.7% 下降至 2019 年的 14.9%。2) 少数股东损益占比降低; 2019 年少数股东损益为 6.76 亿元, 同比减少了 60.65%, 占净利润的比重从 2018 年的 14.07% 下降至 2019 年的 5.07%。3) 计提减值准备; 出于谨慎性原则, 全年计提各类资产减值准备 11.2 亿元, 其中: 计提坏账准备 1.42 亿元, 计提存货跌价准备 9.77 亿元。对税前利润影响 10.82 亿元。

图 1、2019 年营业收入同比增长 58.6%



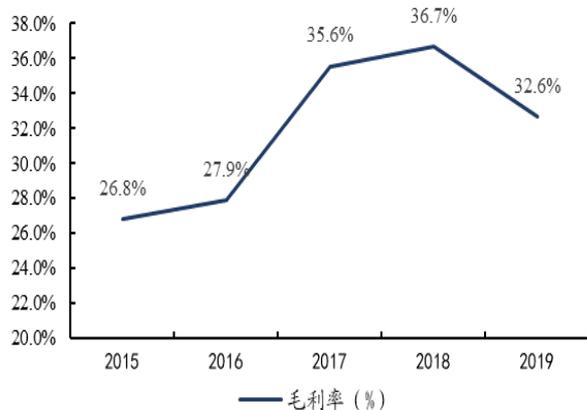
图 2、2019 年归母净利润同比增长 20.6%



资料来源: 公司公告, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

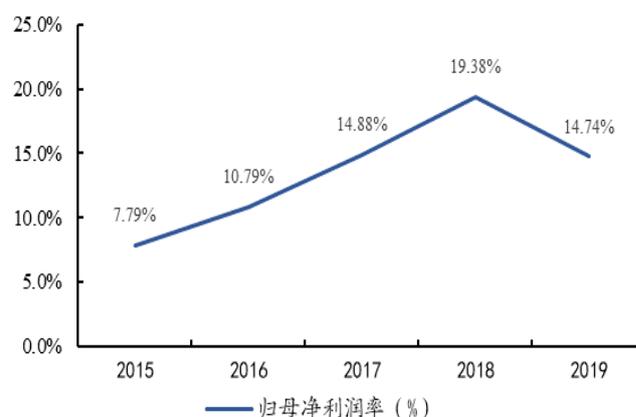
资料来源: 公司公告, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2019 年综合毛利率为 32.6%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2019 年归母净利润率为 14.7%



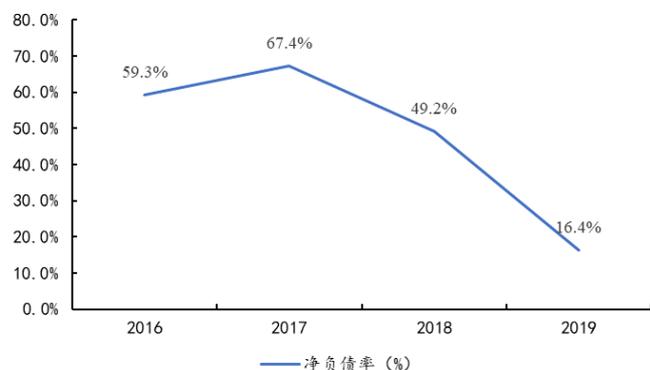
资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 负债水平大幅下降，现金流稳健

净负债率大幅下降，在手现金充裕。截至 2019 年末，公司净负债率仅为 16.36%，较 2018 年末下降了 32.64 个百分点，总有息负债规模为 741 亿元。公司持有货币资金为 639.41 亿元，远高于一年内到期的有息负债 306.02 亿元，短期偿债倍数为 2.1 倍。在手货币资金充裕主要因为：2019 年签约、回笼情况较好，且拿地支出同比有所下降。

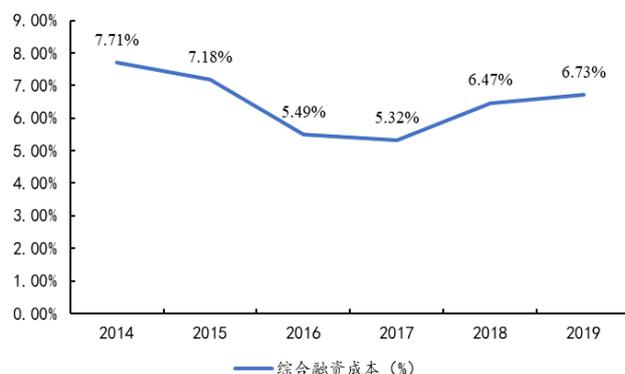
融资成本仍控制在较低水平。2019 年全年综合融资成本 6.73%，相较 2018 年末提升了 0.26 个百分点，仍控制在行业较低水平。截至目前，银行授信总额度 939 亿元，尚未使用授信额度 735 亿元。

图 5、净负债率大幅下降



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、综合融资成本仍控制在较低水平



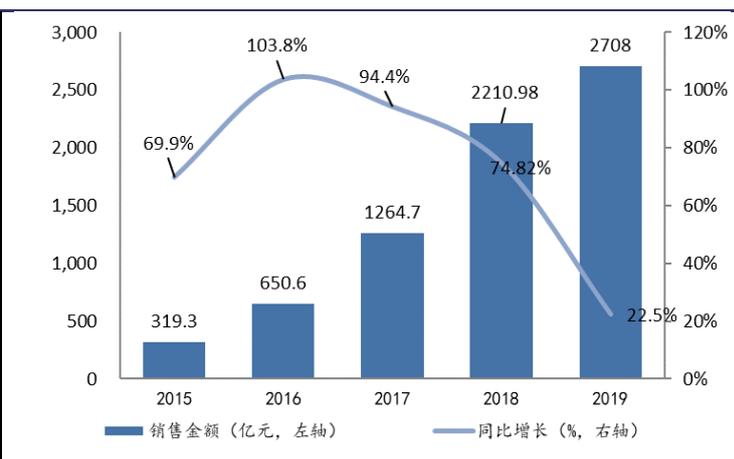
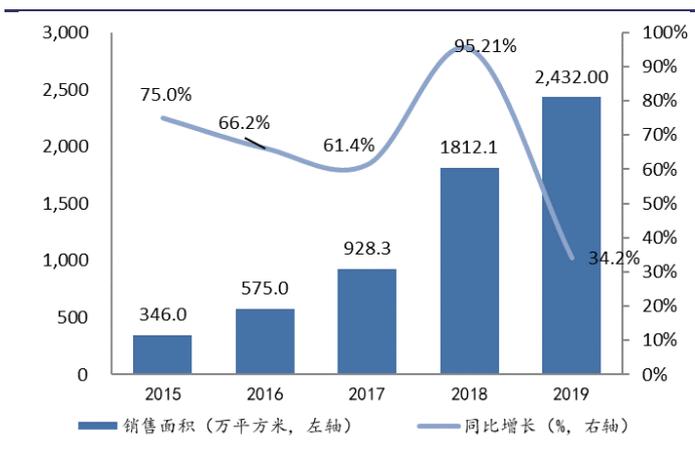
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 销售稳健增长，拿地回归一二线

销售稳健增长，区域深耕成效显著。2019 年实现合同销售金额 2708 亿元，同比增长 22.48%，实现销售面积 2432 万方，同比增长 34.21%，销售均价为 11135 元/平方米，同比下降了 8.7%。区域深耕成效显著，2019 年公司苏南区域实现签约、回笼的双百亿突破，苏州、上海、杭州、南京、天津、北京、宁波等区域也相继实现百亿以上销售目标。

图 7、2019 年实现合约销售面积 2432 万方

图 8、2019 年实现合约销售金额 2708 亿



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

拿地力度有所下降，一二线拿地占比提升。2019 年全年，公司新增土地储备 72 幅，总建筑面积为 2508.47 万方，拿地金额为 607.42 亿元，平均楼面地价为 2421.48 元/平方米。拿地金额占销售金额的比重为 22.4%，相较 2018 年全年的 50.3% 下降了 27.9 个百分点。

图 9、新增拿地总建面为 2508.47 万方

图 10、新增拿地金额为 607.42 亿元



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

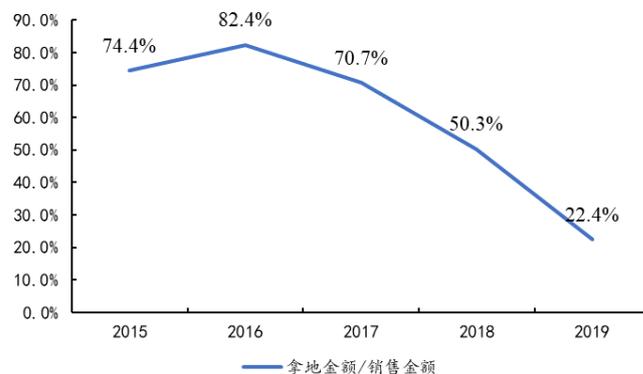
资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、全年拿地成本为 2421 元/平方米



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

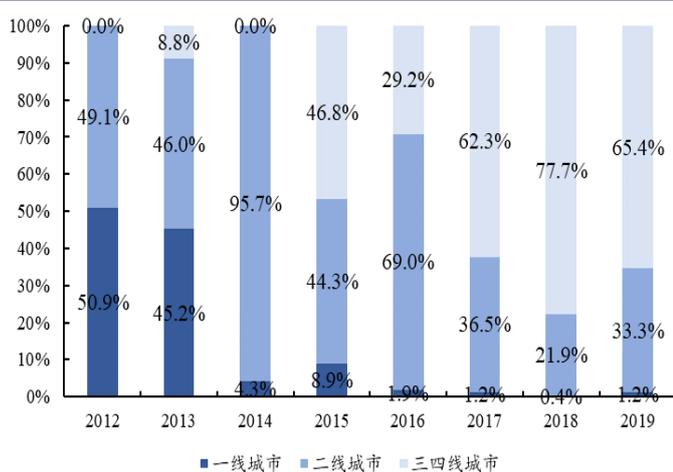
图 12、拿地金额占销售金额的比重为 22.4%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

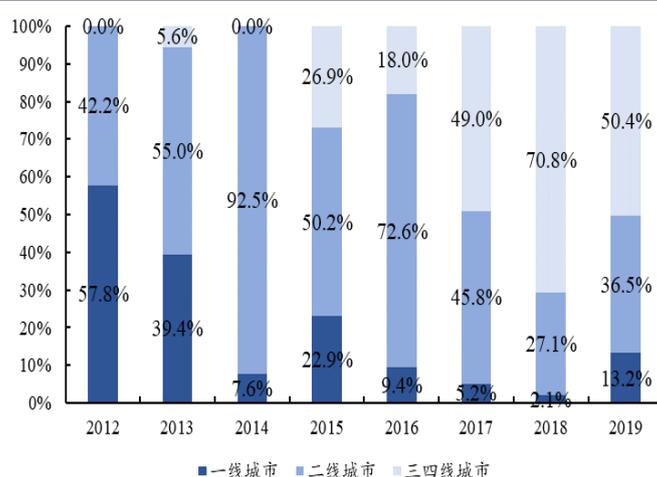
拿地重回一二线。2019 年新增土储中，按照拿地金额计算，一线城市占比为 13.2%，二线城市占比 36.5%，三四线城市占比 50.4%；一二线拿地金额占比合计为 49.7%，相较 2018 年提升了 20.5 个百分点。按照拿地建面算，一线城市占比 1.2%，二线城市 33.3%，三四线城市占比 65.4%。2019 年新增拿地金额占比靠前的城市有：天津（11.25%）、武汉（8.74%）、北京（8.15%）、长沙（5.29%）、常州（5.03%）、上海（5.02%）、台州（4.36%）、昆明（3.55%）、泰安（3.07%）、济宁（2.46%）等。

图 13、各线城市拿地建面占比



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、各线城市拿地金额占比



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：各线城市划分依据按照统计局 40 大中城，一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市为：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合

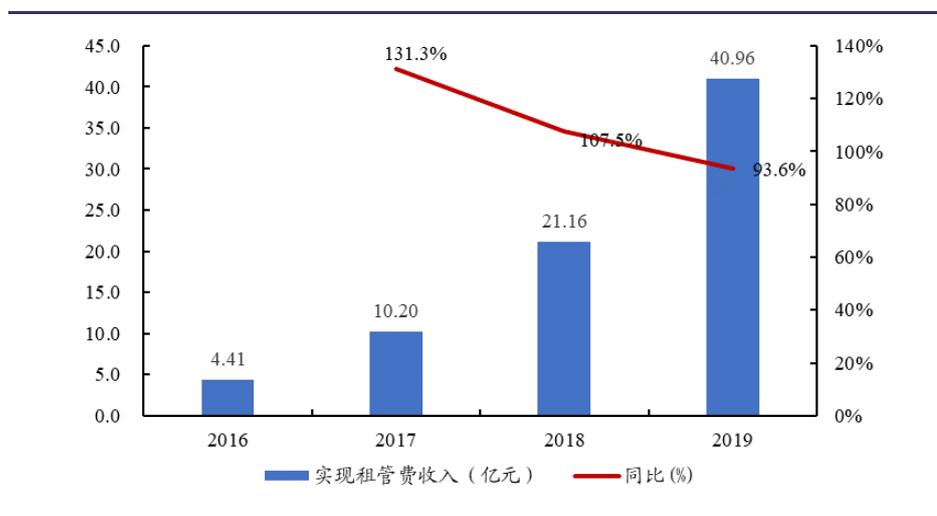
肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。

总土储丰厚。截止报告期末，公司在全国 105 个大中型城市合计拥有土地储备 1.24 亿平方米，足以满足未来 2-3 年的开发运营所需。其中一、二线城市占公司总土地储备的 38.3%，长三角区域三、四线城市占公司总土地储备的 36.0%。按照区域划分，长三角、中西部、环渤海和粤港澳大湾区占比分别为 45%、32%、18% 和 5%。

4. 商业规模跨越式增长

公司商业物业经过多年沉淀和积累，开始进入快速增长阶段。公司已实现 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，吾悦广场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%。

图 15、吾悦广场租金及管理费收入大幅增长

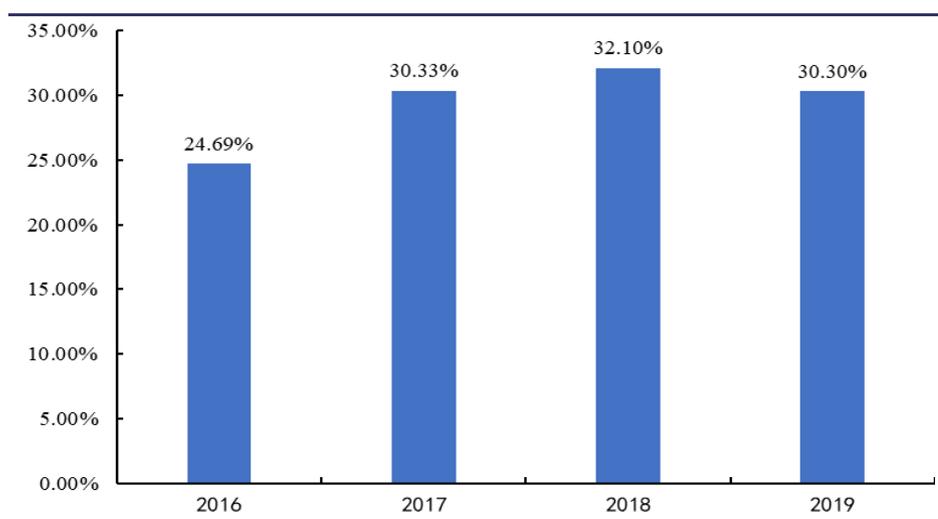


资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5. 维持高分红，激励制度完善

重视股东回报，维持高分红政策。公司拟现金分红 38.34 亿元，股利支付率为 30.30%，按照 2020 年 3 月 28 日收盘价计算，公司股息率为 5.49%。公司自上市以来 0 股权融资，现金分红累计 108 亿元，近三年平均股利支付率 30.91%。

图 16、2019 年股利支付率为 30.3%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

全方位、多层次激励制度完善。公司于 2019 年 11 月 13 日召开第二届董事会第二十二次会议审议通过了《关于向激励对象首次授予股票期权与限制性股票的议案》，同意向 105 名激励对象首次授予股票期权 1,417.2 万份，向 35 名激励对象首次授予限制性股票 1,036.9 万股。

投资建议：新城控股业绩稳健增长，净负债率大幅下降，拿地重回一二线，商业快速发展。我们调整 2020-2021 年 EPS 分别为 6.74 元、7.88 元，按照 2020 年 3 月 27 日收盘价，对应的 PE 分别为 4.6 倍和 3.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：地产销售不及预期，货币政策持续收紧。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	367752	511661	691670	994955
货币资金	63941	81845	103939	132003
交易性金融资产	275	183	214	204
应收账款	467	545	714	898
其他应收款	46505	70268	84680	109473
存货	231259	334756	475716	725060
非流动资产	94358	119565	147037	174319
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	18889	28333	39666	55533
投资性房地产	68221	81865	94145	103559
固定资产	1989	1890	1790	1691
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	514	573	569	586
资产总计	462110	631226	838707	1169274
流动负债	352229	447083	637257	947550
短期借款	670	86362	196492	386959
应付票据	4268	4898	6529	8180
应付账款	34775	44833	57356	72842
其他	312515	310991	376880	479569
非流动负债	47946	51259	52740	55124
长期借款	24369	25978	28069	30161
其他	23577	25281	24671	24963
负债合计	400175	550193	741848	1054526
股本	2257	2257	2257	2257
资本公积	2678	2678	2678	2678
未分配利润	32628	48541	61010	75096
少数股东权益	23508	24365	25367	26509
股东权益合计	61935	81033	96859	114748
负债及权益合计	462110	631226	838707	1169274

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	12654	15207	17786	20282
折旧和摊销	324	211	212	212
资产减值准备	940	263	998	1298
无形资产摊销	116	111	113	112
公允价值变动损失	2647	1500	1600	1800
财务费用	992	1004	1892	4758
投资损失	-2690	-2959	-3255	-3581
少数股东损益	676	857	1002	1143
营运资金的变动	33293	59731	80250	156194
经营活动产生现金流量	43580	-46685	-63776	-132381
投资活动产生现金流量	-9027	-20208	-20497	-21819
融资活动产生现金流量	-15517	84797	106368	182264
现金净变动	19072	17904	22094	28064
现金的期初余额	40009	63941	81845	103939
现金的期末余额	59081	81845	103939	132003

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	85847	109884	139553	177232
营业成本	57822	74721	95594	121404
营业税金及附加	5605	7175	9113	11573
销售费用	4372	5725	6824	8667
管理费用	3820	4901	6140	7798
财务费用	892	1004	1892	4758
资产减值损失	-940	-450	-50	0
公允价值变动	2647	1500	1600	1800
投资收益	2690	2959	3255	3581
营业利润	17648	21267	24895	28412
营业外收入	257	229	238	235
营业外支出	92	77	82	81
利润总额	17813	21418	25051	28567
所得税	4483	5355	6263	7142
净利润	13330	16064	18788	21425
少数股东损益	676	857	1002	1143
归属母公司净利润	12654	15207	17786	20282
EPS (元)	5.61	6.74	7.88	8.99

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	58.6%	28.0%	27.0%	27.0%
营业利润增长率	12.8%	20.5%	17.1%	14.1%
净利润增长率	20.6%	20.2%	17.0%	14.0%
盈利能力				
毛利率	32.6%	32.0%	31.5%	31.5%
净利率	14.7%	13.8%	12.7%	11.4%
ROE	32.9%	26.8%	24.9%	23.0%

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
偿债能力				
资产负债率	86.6%	86.0%	87.7%	89.7%
流动比率	1.04	1.14	1.09	1.05
速动比率	0.38	0.39	0.34	0.28

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营运能力				
资产周转率	21.7%	20.1%	19.0%	17.7%

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
每股资料(元)				
每股收益	5.61	6.74	7.88	8.99

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
每股净资产	17.03	25.11	31.68	39.10

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
估值比率(倍)				
PE	5.5	4.6	3.9	3.4
PB	1.8	1.2	1.0	0.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn