

中信证券研究部

核心观点



陈聪
 首席基地产业分析师
 S1010510120047



张全国
 地产分析师
 S1010517050001

公司既保持了较低的拿地投入，又实现了较大的货值补充，还透过加快开发，推动 2019 年可销售资源超预期。如果房地产市场向好，公司有望继续高速增长。

- **兑现高增长。**2018 年，公司实现营业收入 541.3 亿元，实现归母净利润 104.9 亿元，扣非后归母净利润 76.0 亿元，同比增长 51.9%。期末公司合同负债（预收款）1182.3 亿元。
- **货值高弹性。**公司 2018 年实现新开工面积 4957 万平米，期末在建面积 7159 万平米（权益 4903 万平米）。庞大的新开工有一次性取证因素，但也证明公司开发进度快于预期（当然这也和公司区域下沉有关，三四线城市领取开工证更容易）。这意味着公司 2018 年货值十分充裕，销售向上弹性较大。
- **业绩高弹性。**公司 2019 年计划竣工面积达到 1881 万平米，同比计划增长 92.0%。相比开工，竣工面积的确定性很强。尽管竣工面积中有一部分持有物业和公建，但这仍暗示公司 2019 年结算收入可能大幅增长（如果去化顺利）。
- **低地价机遇。**公司 2018 年新增权益土储规划建面 3182 万平米（全口径 4305 万平米），权益地价 752 亿元（全口径 1112 亿元）。公司全年拿地权益楼面地价（规划面积酸）2364 元/平方米（全口径 2584 元/平方米），这相比 2016/2017 年权益楼面地价 3527 和 2837 元/平方米显著下降。过去三年，各地土地市场并未降价，我们认为公司拿地楼面地价下降的主要原因是新增土储区域下沉。少量地价投入就能补充大量可销售资源，这大大优化了公司经营现金流，2018 年公司经营活动现金流净流入 38.2 亿元。另外，公司控制建安成本能力很强，周转速度很快，只要在良好的市场环境下，公司能在低房价环境占据先机。
- **风险因素：**总体来说，公司拓展区域聚焦中国核心都市群，但三四线市场库存占比加大。公司向上弹性很强，但确定性较之龙头竞争对手略显不足。
- **能力为王，弹性首选。**在过去三年，公司已经证明了出色的成本控制能力和产品开发能力。2019 年，公司可销售资源充裕，业绩弹性很大，资金成本（2018 年期末 6.47%）也有下降空间。只要房地产市场情况不太差，三四线不至于普遍降价，公司可能成为板块弹性首选。我们给予公司 2019/2020/2021 年 6.02/6.81/7.74 元/股的 EPS 预测（扣非后 EPS 4.89/5.81/6.68 元/股），NAV56.90 元/股。我们给予公司扣非后 2019 年净利润以 8 倍 PE 和公司 NAV20% 的折价，再取平均数，给予公司目标价 42.30 元/股，维持“买入”的投资评级。

新城控股	601155
评级	买入（维持）
当前价	34.36 元
目标价	【】 元
总股本	2,257 百万股
流通股本	2,246 百万股
52 周最高/最低价	37.62/19.89 元
近 1 月绝对涨幅	16.95%
近 6 月绝对涨幅	33.96%
近 12 月绝对涨幅	-8.95%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	40,526	54,133	88,336	109,760	139,647
营业收入增长率	45%	34%	63%	24%	27%
净利润(百万元)	6,029	10,491	13,584	15,370	17,458
净利润增长率	100%	74%	29%	13%	14%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.71	4.69	6.02	6.81	7.74
毛利率%	36%	37%	36%	35%	34%
净资产收益率 ROE%	29.23%	34.41%	33.38%	29.50%	26.91%
每股净资产 (元)	9.14	13.51	18.03	23.09	28.74
PE	12.7	7.3	5.7	5.0	4.4
PB	3.8	2.5	1.9	1.5	1.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 8 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	40,526	54,133	88,336	109,760	139,647
营业成本	26,115	34,273	56,498	71,401	92,385
毛利率	35.56%	36.69%	36.04%	34.95%	33.84%
税金及附加	3,266	3,500	6,449	8,013	10,194
销售费用	1,776	2,267	3,533	4,171	5,027
营业费用率	4.38%	4.19%	4.00%	3.80%	3.60%
管理费用	1,983	2,266	3,533	4,171	5,027
管理费用率	4.89%	4.19%	4.00%	3.80%	3.60%
财务费用	447	842	895	1,426	2,317
财务费用率	1.10%	1.55%	1.01%	1.30%	1.66%
投资收益	539	2,267	2,494	2,200	2,294
营业利润	8,360	15,643	22,519	26,040	29,873
营业利润率	20.63%	28.90%	25.49%	23.72%	21.39%
营业外收入	38	172	102	104	126
营业外支出	27	48	37	38	41
利润总额	8,371	15,767	22,583	26,107	29,958
所得税	2,110	3,558	5,646	6,527	7,489
所得税率	25.21%	22.57%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	231	1,718	3,354	4,210	5,010
归属于母公司股东的净利润	6,029	10,491	13,584	15,370	17,458
净利率	14.88%	19.38%	15.38%	14.00%	12.50%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	21,947	45,409	54,755	73,183	98,937
存货	76,379	145,573	168,760	220,609	294,611
应收票据及应收账款	73	307	252	377	557
其他流动资产	43,254	72,938	98,894	124,645	158,368
流动资产	141,653	264,227	322,662	418,814	552,473
固定资产	2,183	2,112	2,194	2,266	2,330
长期股权投资	13,387	18,809	18,809	18,809	18,809
无形资产	95	576	576	576	576
其他长期资产	26,208	44,594	60,265	74,428	87,951
非流动资产	41,873	66,091	81,844	96,079	109,666
资产总计	183,527	330,318	404,506	514,893	662,139
短期借款	750	2,270	15,434	22,381	32,210
应付票据及应付账款	21,548	26,464	42,933	56,102	71,376
其他流动负债	108,179	196,761	216,334	269,849	342,907
流动负债	130,476	225,496	274,701	348,331	446,493
长期借款	10,581	23,669	34,169	54,169	84,169
其他长期负债	16,488	30,197	31,127	32,257	33,571
非流动性负债	27,069	53,866	65,296	86,426	117,740
负债合计	157,545	279,362	339,997	434,757	564,233
股本	2,258	2,257	2,257	2,257	2,257
资本公积	2,620	2,639	2,639	2,639	2,639
归属于母公司所有者权益合计	20,624	30,493	40,692	52,109	64,869
少数股东权益	5,358	20,464	23,817	28,027	33,037
股东权益合计	25,982	50,957	64,509	80,136	97,906
负债权益总计	183,527	330,318	404,506	514,893	662,139

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	8,371	15,767	22,583	26,107	29,958
所得税支出	-2,110	-3,558	-5,646	-6,527	-7,489
折旧和摊销	181	264	109	118	128
营运资金的变化	-15,448	-4,646	-13,161	-11,200	-20,108
其他经营现金流	-1,478	-4,009	-3,266	-2,906	-1,547
经营现金流合计	-10,485	3,817	619	5,593	941
资本支出	-4,787	-10,367	-191	-191	-191
投资收益	539	2,267	2,494	2,200	2,294
其他投资现金流	4,493	-11,913	-12,960	-10,742	-10,103
投资现金流合计	244	-20,013	-10,657	-8,733	-8,000
权益变化	2,595	13,499	0	0	0
负债变化	43,815	78,710	23,664	26,947	39,829
股利支出	-1,829	-3,385	-3,385	-3,953	-4,699
其他融资现金流	-25,611	-52,933	-895	-1,426	-2,317
融资现金流合计	18,970	35,891	19,384	21,568	32,813
现金及现金等价物净增加额	8,729	19,695	9,346	18,428	25,754

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	44.89%	33.58%	63.18%	24.25%	27.23%
营业利润增长率	97.54%	87.13%	43.95%	15.64%	14.72%
净利润增长率	99.68%	74.02%	29.48%	13.15%	13.58%
毛利率	35.56%	36.69%	36.04%	34.95%	33.84%
EBITDA Margin	21.92%	30.20%	22.91%	21.36%	19.62%
净利率	14.88%	19.38%	15.38%	14.00%	12.50%
净资产收益率	29.23%	34.41%	33.38%	29.50%	26.91%
总资产收益率	3.29%	3.18%	3.36%	2.99%	2.64%
资产负债率	85.84%	84.57%	84.05%	84.44%	85.21%
所得税率	25.21%	22.57%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	30.34%	32.27%	29.10%	30.57%	30.65%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

表 1：公司经营指标测算单位：除注明外，均为万平米

项目	2016 年	2017 年	2018 年
拿地金额(亿元)	536	894	1,112
权益	359	603	752
权益占比	67.0%	67.5%	67.7%
拿地规划建面	1,288	2,948	4,305
权益	1,017	2,127	3,182
权益占比	79.0%	72.2%	73.9%
新开工面积 (总建面)	850	2,066	4,957
权益	687	1,480	3,442
权益占比	80.9%	71.6%	69.4%
竣工面积 (总建面)	401	724	980
权益	354	632	798
权益占比	88.2%	87.3%	81.5%
年底在建面积	1,307	2,666	7,159
权益	1,023	1,909	4,903
权益占比	78.3%	71.6%	68.5%
规划计容面积	3,511	5,805	8,879
权益	3,015	4,603	6,554
权益占比	85.9%	79.3%	73.8%
总建筑面积	4,603	7,967	12,218
权益	3,941	6,251	8,971
权益占比	85.6%	78.5%	73.4%
销售面积	575	928	1,812
权益	416	641	1,245
权益占比	72.4%	69.1%	68.7%
销售额 (亿元)	651	1,265	2,211
权益	487	877	1,430
权益占比	74.8%	69.4%	64.7%
结算面积	326	508	575
权益	258	407	414
权益占比	79.2%	80.1%	72.0%
累计结算面积	1,071	1,122	1,266
权益	1,010	1,039	1,052
权益占比	94.3%	92.6%	83.1%
未结算计容面积(规划计容-累计结算)	2,440	4,683	7,613
权益	2,005	3,564	5,502
权益占比	82.2%	76.1%	72.3%
公司期末融资成本	5.49%	5.32%	6.47%
期末长期股权投资 (亿元)	45	134	188
本期销售商品提供劳务收到的现金 (亿元)	382	555	1,057
有息负债期末 (亿元)	220	384	634
公司毛利率	27.87%	35.56%	36.69%
楼面地价 (元/平米)	4160	3031	2584
权益楼面地价 (元/平米)	3527	2837	2364
销售均价 (元/平米)	11315	13624	12201

项目	2016 年	2017 年	2018 年
权益销售均价（元/平米）	11695	13684	11489

资料来源：公司公告，中信证券研究部

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：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、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相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	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；
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

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。