

新城控股 (601155.SH)

营收净利下滑但结构优化，投资物业助力穿越周期

买入

核心观点

营收、净利均下滑但业务结构明显优化：2022H1，公司实现营业收入 428 亿元，同比下降 46%；实现归母净利润 30 亿元，同比下降 30%。归母净利率为 7.0%，较 2021H1 提升了 1.6 个百分点，主要由于毛利率较 2021H1 提升了 2.3 个百分点至 21.9%。其中，开发物业结算毛利率较 2021H1 下降 1.0 个百分点至 16.1%，投资物业租金毛利率则提升 1.6 个百分点至 72.2%。通过细拆业务类型，可持续经营且高毛利的投资物业 2022H1 的营收和毛利润占比分别为 10%和 34%，提升显著。

销售随市场下滑，土储仍较充裕：2022H1 公司实现销售金额 652 亿元，同比下降 45%；销售面积 657 万 m²，同比下降 40%。公司紧抓回款，2022H1 全口径资金回笼 760 亿元，按全口径回笼/全口径签约计算的资金回笼率为 117%。虽然公司 2022H1 仅新增一宗建面 1.6 万 m² 的土储，但截止 2022H1 末总土储 1.3 亿 m² 仍可满足未来 2-3 年开发运营所需。公司土储结构也较为合理，一二线城市占比约 37%，长三角区域三四线城市占比约 29%。

商业地产规模领先，助力公司穿越周期：2022H1 公司实现商场租金收入 44 亿元，同比增长 17%。截至 2022H1，公司已布局 189 座吾悦广场，行业规模稳居前列；已开业及委托管理的吾悦广场数量达 131 座，已开业建面 1189 万 m²，同比增长 25%；吾悦广场的平均出租率达 96%，运营状况良好。

经营稳健，资金状况良好：截至 2022H1，公司监管口径下净负债率为 48%，剔除预收的资产负债率为 67%，现金短债比为 1.06，短期偿债能力较好，保持“绿档”。2022H1，公司经营性现金净流入 115 亿元，自 2018 年以来持续为正；平均融资成本为 6.5%，较上年末持续下降。

投资建议：公司营收净利下滑但结构优化，投资物业助力穿越周期。预计 2022/2023 年归母净利分别为 122/110 亿元，对应最新股本的 EPS 分别为 5.40/4.89 元，对应最新股价 PE 分别为 3.8/4.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业租金收入不及预期，盈利水平进一步下行超预期，或市场环境恶化超预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	145,475	168,232	169,580	163,816	135,732
(+/-%)	69.5%	15.6%	0.8%	-3.4%	-17.1%
净利润(百万元)	15256	12598	12200	11043	9920
(+/-%)	20.6%	-17.4%	-3.2%	-9.5%	-10.2%
每股收益(元)	6.76	5.57	5.40	4.89	4.39
EBIT Margin	13.1%	11.5%	9.8%	9.8%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	30.2%	21.2%	18.0%	14.6%	12.0%
市盈率 (PE)	3.0	3.6	3.8	4.2	4.6
EV/EBITDA	26.0	24.7	27.6	26.3	22.1
市净率 (PB)	0.91	0.77	0.68	0.61	0.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.31 元
总市值/流通市值	45921/45921 百万元
52 周最高价/最低价	40.32/18.56 元
近 3 个月日均成交额	465.51 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《新城控股 (601155.SH) - 开发销售保持韧性，投资物业强劲增长》——2022-04-01
- 《新城控股-601155-2021 年三季度点评：业绩平稳增长，双轮驱动发展》——2021-10-31
- 《新城控股-601155-2021 年中报点评：双轮驱动增长，财务保持稳健》——2021-09-01
- 《新城控股-601155-2020 年年报点评：业绩稳中求进，坚持双轮驱动》——2021-04-06
- 《新城控股-601155-2020 年中报点评：业绩高增，双轮驱动》——2020-08-24

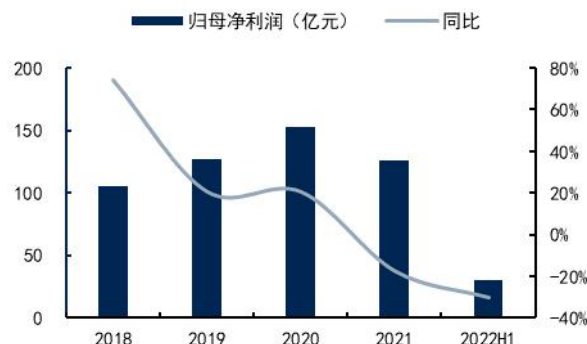
营收、净利均下滑但业务结构明显优化：2022H1，公司实现营业收入 428 亿元，同比下降 46%；实现归母净利润 30 亿元，同比下降 30%。归母净利率为 7.0%，较 2021H1 提升了 1.6 个百分点，主要由于毛利率较 2021H1 提升了 2.3 个百分点至 21.9%。其中，开发物业结算毛利率较 2021H1 下降 1.0 个百分点至 16.1%，投资物业租金毛利率则提升 1.6 个百分点至 72.2%。通过细拆业务类型，可持续经营且高毛利的投资物业 2022H1 的营收和毛利润占比分别为 10%和 34%，提升显著。

图1：公司营业收入及增速



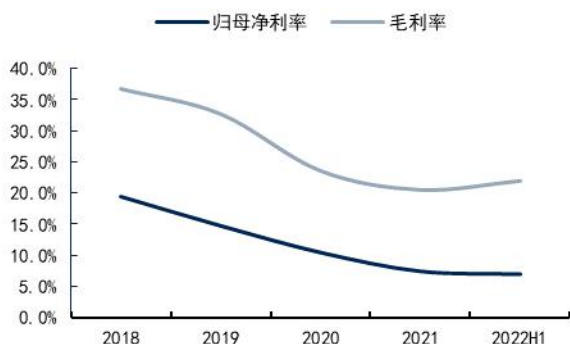
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利率及毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务类型毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：公司各业务类型营业收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司各业务类型毛利润占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

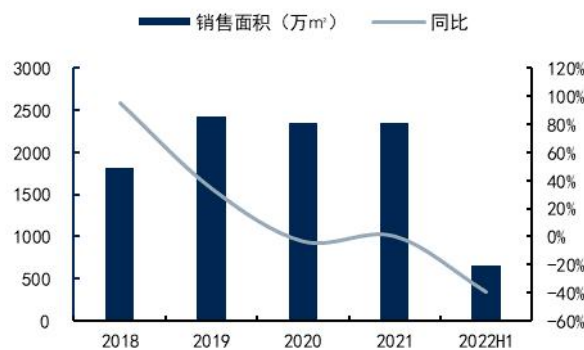
销售随市场下滑，土储仍较充裕：2022H1 公司实现销售金额 652 亿元，同比下降 45%；销售面积 657 万 m^2 ，同比下降 40%。公司紧抓回款，2022H1 全口径资金回笼 760 亿元，按全口径回笼/全口径签约计算的资金回笼率为 117%。虽然公司 2022H1 仅新增一宗建面 1.6 万 m^2 的土储，但截止 2022H1 末总土储 1.3 亿 m^2 仍可满足未来 2-3 年开发运营所需。公司土储结构也较为合理，一二线城市占比约 37%，长三角区域三四线城市占比约 29%。

图7：公司销售金额及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

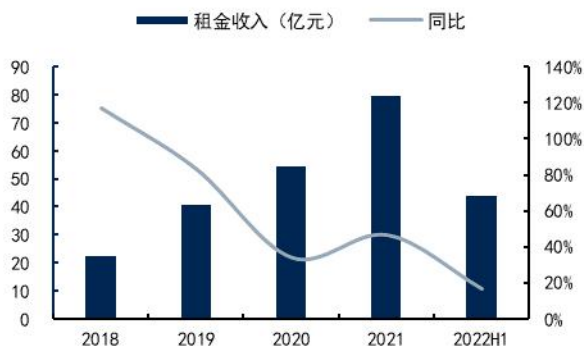
图8：公司销售面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业地产规模领先，助力公司穿越周期：2022H1 公司实现商场租金收入 44 亿元，同比增长 17%。截至 2022H1，公司已布局 189 座吾悦广场，行业规模稳居前列；已开业及委托管理的吾悦广场数量达 131 座，已开业建面 1189 万 m^2 ，同比增长 25%；吾悦广场的平均出租率达 96%，运营状况良好。

图9：公司投资物业租金收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司购物中心已开业面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

经营稳健，资金状况良好：截至 2022H1，公司监管口径下净负债率为 48%，剔除预收的资产负债率为 67%，现金短债比为 1.06，短期偿债能力较好，保持“绿档”。2022H1，公司经营性现金净流入 115 亿元，自 2018 年以来持续为正；平均融资成本为 6.5%，较上年末持续下降。

投资建议：公司营收净利下滑但结构优化，投资物业助力穿越周期。预计 2022/2023 年归母净利分别为 122/110 亿元，对应最新股本的 EPS 分别为 5.40/4.89 元，对应最新股价 PE 分别为 3.8/4.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业租金收入不及预期，盈利水平进一步下行超预期，或市场环境恶化超预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	62424	55226	60025	58934	57488	营业收入	145475	168232	169580	163816	135732
应收款项	46979	52621	53043	51240	42455	营业成本	111292	133836	136839	132348	107446
存货净额	270580	250351	252631	242574	194621	营业税金及附加	5669	4997	4240	4095	3393
其他流动资产	37794	30937	31185	30125	24961	销售费用	5491	5896	6783	6553	5429
流动资产合计	417866	389275	397024	383013	319665	管理费用	4019	4170	5128	4709	3705
固定资产	2226	3183	8900	15158	19388	研发费用	0	33	0	0	0
无形资产及其他	1020	1016	977	937	897	财务费用	970	1090	2822	2778	2809
投资性房地产	94315	114344	114344	114344	114344	投资收益	3081	2275	1000	750	500
长期股权投资	22326	26475	30625	34774	38923	资产减值及公允价值变动	4121	7661	3000	2000	1000
资产总计	537753	534293	551869	548225	493218	其他收入	(3218)	(9952)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	20732	29905	30000	30000	30000	营业利润	22018	18227	17769	16083	14449
应付款项	57828	59928	60473	58066	46587	营业外净收支	218	91	0	0	0
其他流动负债	299032	274125	279941	268471	215567	利润总额	22237	18318	17769	16083	14449
流动负债合计	377592	363957	370415	356537	292154	所得税费用	5771	4558	4442	4021	3612
长期借款及应付债券	67763	61163	61163	61163	61163	少数股东损益	1210	1162	1127	1020	916
其他长期负债	10259	12049	13839	15629	17419	归属于母公司净利润	15256	12598	12200	11043	9920
长期负债合计	78022	73212	75002	76792	78582	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	455614	437169	445417	433329	370736	净利润	15256	12598	12200	11043	9920
少数股东权益	31548	37814	38603	39317	39958	资产减值准备	657	3240	12071	9596	9668
股东权益	50591	59310	67850	75580	82524	折旧摊销	269	261	1198	2134	3088
负债和股东权益总计	537753	534293	551869	548225	493218	公允价值变动损失	(4121)	(7661)	(3000)	(2000)	(1000)
						财务费用	970	1090	2822	2778	2809
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(37681)	(16362)	17274	10428	8977
每股收益	6.76	5.57	5.40	4.89	4.39	其它	26002	29909	(11283)	(8882)	(9027)
每股红利	4.94	4.77	1.62	1.47	1.32	经营活动现金流	382	21985	28461	22318	21627
每股净资产	22.43	26.24	30.02	33.44	36.51	资本开支	0	(12034)	(15947)	(15947)	(15947)
ROIC	11%	9%	8%	7%	7%	其它投资现金流	185	(51)	0	0	0
ROE	30%	21%	18%	15%	12%	投资活动现金流	(3252)	(16234)	(20097)	(20097)	(20097)
毛利率	23%	20%	19%	19%	21%	权益性融资	(165)	10563	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	10%	10%	12%	负债净变化	19254	(631)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	10%	11%	14%	支付股利、利息	(11154)	(10770)	(3660)	(3313)	(2976)
收入增长	69%	16%	1%	-3%	-17%	其它融资现金流	11651	32272	95	0	0
净利润增长率	21%	-17%	-3%	-9%	-10%	融资活动现金流	27686	20033	(3565)	(3313)	(2976)
资产负债率	91%	89%	88%	86%	83%	现金净变动	(1518)	(7197)	4799	(1091)	(1446)
息率	24.3%	23.5%	8.0%	7.2%	6.5%	货币资金的期初余额	63941	62424	55226	60025	58934
P/E	3.0	3.6	3.8	4.2	4.6	货币资金的期末余额	62424	55226	60025	58934	57488
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	企业自由现金流	0	(13638)	14968	8697	7936
EV/EBITDA	26.0	24.7	27.6	26.3	22.1	权益自由现金流	0	18003	12946	6614	5829

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032