

# 新城控股 (601155.SH)

## 拿地力度回升，商业出租率整体稳定

### 核心观点:

- **3月销售表现稳定，均价回升至1w元以上。**新城3月销售金额205.5亿元，同比增长44.2%，销售面积191.2万方，同比增长39.9%，销售均价10751元/平，同比增长3.1%。累计来看，一季度累计实现销售金额496.5亿元，同比增长60.3%（较19年同期增长6%），累计销售面积510.6万方，同比增长78.6%，累计销售均价9724元/平。
- **3月拿地力度回升至46%。**新城3月新增11个项目，拿地金额95.4亿元，拿地面积153.5万方，金额及面积口径的拿地力度分别为46%、80%。累计来看，一季度公司累计获取33宗地块，累计拿地金额167亿元，拿地面积459万方，累计的金额及面积口径的拿地力度分别为34%、90%。区域方面，一季度环渤海投资金额占比提升至44%。
- **可比项目租金环比下降，出租率稳定。**商业运营方面，21年一季度商业运营总收入19.2亿元，经营口径租金收入18.01亿元，环比下降6%，若考虑19年以来开业的项目21年一季度环比下降13%，18年以前的项目较19年同期增长6%。21年过年期间院线及购物活动仍受到疫情影响，长三角及西部项目降幅较小。21年一季度整体出租率为98%，出租率整体稳定，二季度租金表现或回归正常增长曲线。
- **预计21-22年业绩分别为8.5元/股、9.3元/股。**3月公司销售稳定，均价回升，拿地力度在主流房企中处于较高水平，商业运营表现20Q4恢复到了新的高度，21年初一季度的波动对于全年商业目标的达成影响较小。预计21-22年公司归母净利润分别为192、210亿元，扣非归母净利润167、185亿元，对应21年5.6xPE、22年5.1xPE。参考可比公司，以21年扣非归母净利润对应8xPE估值给予合理价值，我们维持合理价值59.13元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**地产销售及利润率存在不确定性，实控人尚处诉讼阶段。

### 盈利预测:

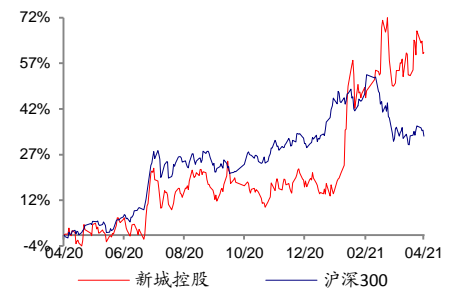
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	85847	145475	186219	206636	224183
增长率(%)	58.6%	69.5%	28.0%	11.0%	8.5%
EBITDA(百万元)	14504	19274	25688	29584	32702
归母净利润(百万元)	12654	15256	19203	20990	22906
增长率(%)	21%	21%	26%	9%	9%
EPS(元/股)	5.60	6.75	8.49	9.29	10.13
市盈率(P/E)	8.5	7.1	5.6	5.1	4.7
ROE(%)	33%	30%	28%	23%	20%
EV/EBITDA	6.3	5.4	5.1	4.1	3.5

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	47.75元
合理价值	59.13元
前次评级	买入
报告日期	2021-04-12

### 相对市场表现



### 分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

### 分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001

021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

### 分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009

021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意, 乐加栋, 邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

新城控股(601155.SH): 延	2021-03-29
续平衡有质量增长, 商业项目表现优异	
新城控股(601155.SH): 销	2021-03-07
售表现稳定, 前2月拿地权益100%	
新城控股(601155.SH): 思	2021-02-03
巧而行坚, 持资且善维	

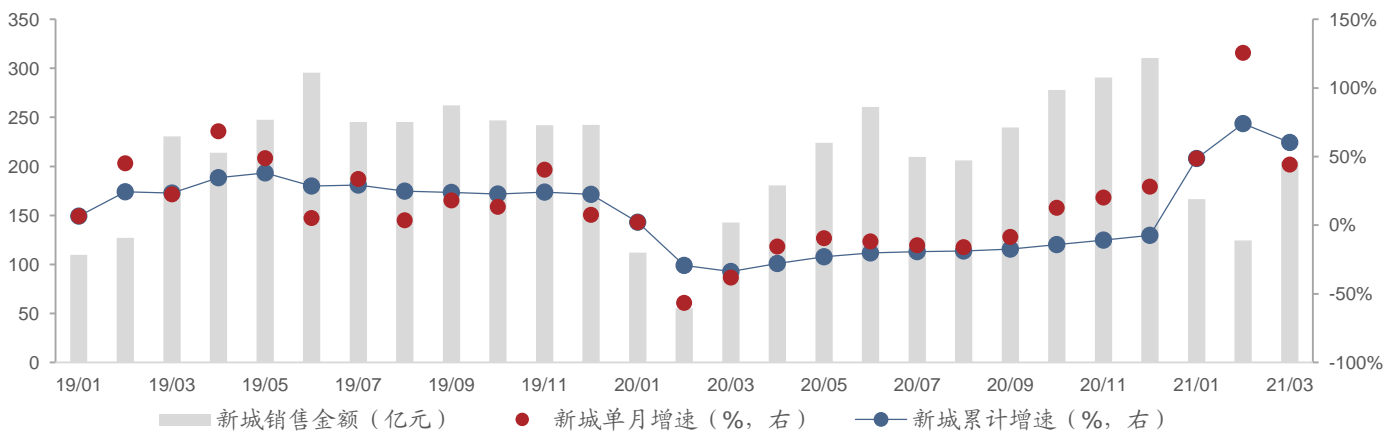
请务必阅读末页的免责声明

表1: 新城控股销售情况及与成长房企比较

时间	销售金额 (亿元)	同比	销售面积 (万方)	同比	销售均价 (元/平)	同比	TOP11-30 销售 金额 (亿元)	同比
(新城累计)							(TOP11-30 累计)	
2015	319	30.3%	346	24.9%	9229	4.3%	8341	19%
2016	651	103.8%	575	66.2%	11315	22.6%	12554	51%
2017	1265	94.4%	927	61.1%	13650	20.6%	18923	51%
2018	2211	74.8%	1812	95.6%	12201	-10.6%	27405	45%
2019	2708	22.5%	2432	34.2%	11135	-8.7%	32142	17%
2020	2510	-7.3%	2349	-3.4%	10685	-4.0%	36932	15%
2021M1-3	496	60.2%	511	78.6%	9724	-10.3%	9375	122%
(新城单月)							(TOP11-30 单月)	
20/01	112	2.2%	106	9.3%	10577	-6.5%	1538	-12%
20/02	55	-56.5%	43	-64.5%	12773	22.4%	678	-49%
20/03	143	-38.2%	137	-30.5%	10432	-11.0%	2003	-22%
20/04	181	-15.6%	164	-7.4%	10987	-8.8%	2515	0%
20/05	224	-9.5%	204	0.3%	10990	-9.8%	3147	28%
20/06	261	-11.8%	223	-11.8%	11669	0.0%	4348	30%
20/07	210	-14.6%	198	-10.4%	10588	-4.7%	3071	36%
20/08	206	-15.9%	205	-10.8%	10074	-5.7%	3161	29%
20/09	240	-8.6%	228	2.2%	10504	-10.6%	3620	10%
20/10	278	12.6%	269	13.6%	10341	-0.9%	3753	34%
20/11	291	20.1%	252	10.4%	11531	8.9%	3834	18%
20/12	311	28.1%	320	31.1%	9709	-2.3%	5264	29%
21/01	166	48.5%	189	78.5%	8798	-16.8%	2734	78%
21/02	125	125.6%	130	201.4%	9562	-25.1%	3002	343%
21/03	206	44.2%	191	39.9%	10751	3.1%	3640	82%

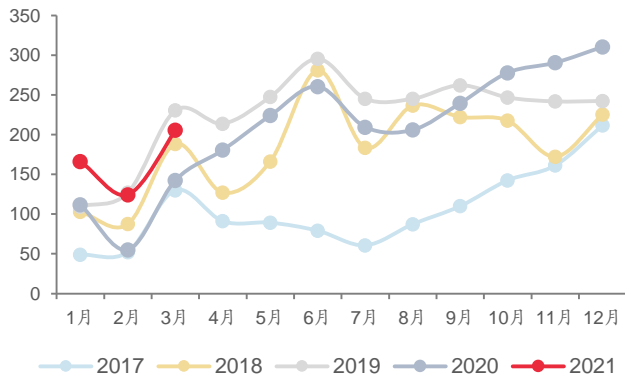
数据来源: 公司经营公告, 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图1: 新城控股销售金额及单月累计增速



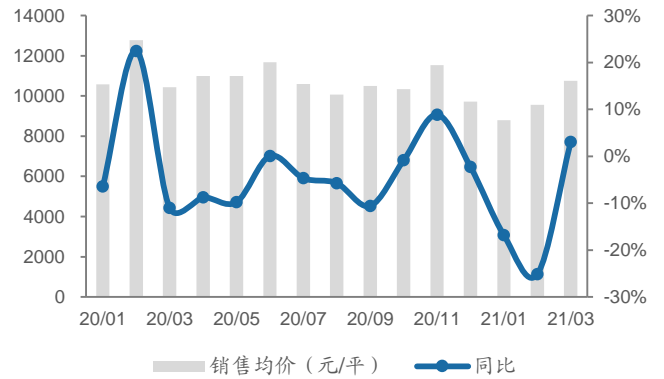
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图2: 新城控股单月销售金额 (亿元)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图3: 新城控股单月销售均价及同比



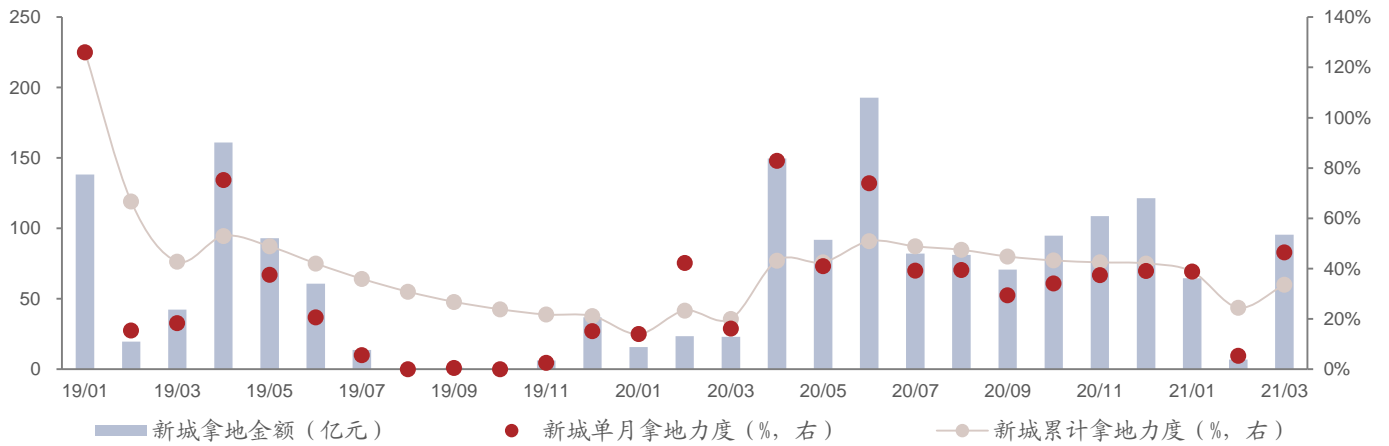
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

表2: 新城控股拿地规模情况一览

	拿地金额 (亿元)	同比	金额口径 拿地力度	金额权 益比例	拿地面积 (万方)	同比	面积口径 拿地力度	拿地均价 (元/平)	均价口径 拿地力度	累计布局城市 (个)
	(累计金额口径)				(累计面积口径)			(累计均价口径)		
2015	238	99%	74%	75%	951	116%	275%	2498	27%	23
2016	536	126%	82%	68%	1424	50%	248%	3762	33%	30
2017	894	67%	71%	71%	3393	138%	366%	2634	19%	62
2018	1112	24%	50%	68%	4773	41%	263%	2330	19%	96
2019	607	-45%	22%	68%	2508	-47%	103%	2421	22%	111
2020	1055	74%	42%	89%	2875	15%	122%	3670	34%	129
2021M1-3	167	169%	34%	87%	459	17%	90%	3630	37%	130
	(单月金额口径)				(单月面积口径)			(单月均价口径)		新进入城市
20/01	16	-89%	14%	77%	172	-63%	162%	910	9%	黔南
20/02	23	19%	42%	89%	171	298%	396%	1364	11%	保山
20/03	23	-45%	16%	86%	50	-30%	37%	4613	44%	
20/04	150	-7%	83%	98%	216	-24%	131%	6938	63%	漯河 乌鲁木齐
20/05	92	-1%	41%	84%	218	-28%	107%	4215	38%	安康
20/06	193	217%	74%	90%	469	67%	210%	4107	35%	运城 兰州 安阳 滨州 石家庄
20/07	82	501%	39%	97%	244	28%	123%	3369	32%	
20/08	81		39%	83%	226		110%	3596	36%	
20/09	71	6033%	29%	97%	206	2759%	90%	3433	33%	广安 宜昌
20/10	95		34%	85%	256		95%	3698	36%	邯郸
20/11	109	1711%	37%	74%	226	1637%	90%	4806	42%	深圳 保定
20/12	121	230%	39%	93%	422	75%	132%	2880	30%	云浮 常德 福州
21/01	65	313%	39%	100%	285	66%	151%	2262	26%	永州
21/02	7	-71%	5%	100%	20	-88%	16%	3299	35%	
21/03	95	315%	46%	77%	154	208%	80%	6215	58%	

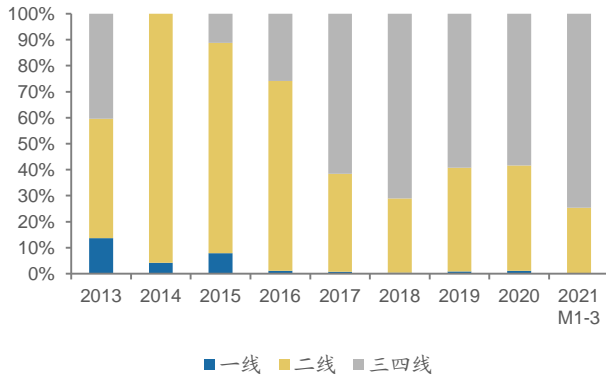
数据来源: 公司经营公告, 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图4: 新城控股拿地金额及单月累计拿地力度 (拿地金额/销售金额)



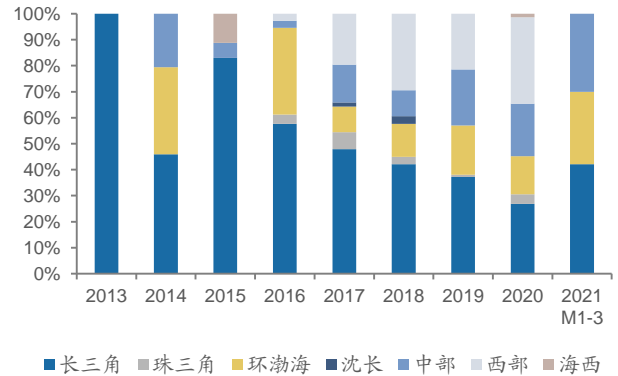
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图5: 新城控股拿地面积 (分线占比)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图6: 新城控股拿地面积 (分区域占比)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

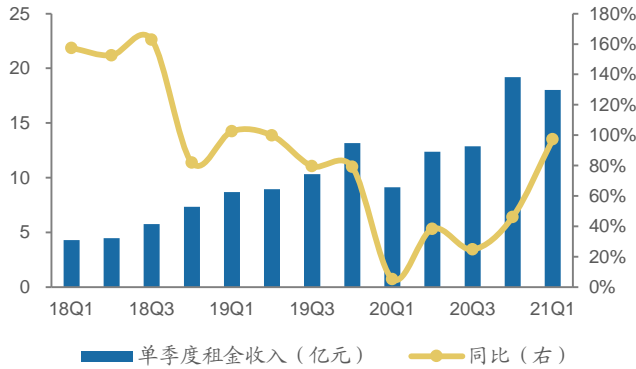
表3: 新城控股拿地金额结构占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021M1-3	21/03
<b>分线拿地金额占比</b>										
一线	21%	8%	15%	11%	5%	3%	12%	7%	0%	0%
二线	67%	92%	82%	73%	45%	38%	45%	49%	50%	58%
三四线	13%	0%	3%	16%	50%	59%	43%	45%	50%	42%
<b>分区域拿地金额占比</b>										
长三角	100%	62%	96%	66%	57%	52%	41%	46%	43%	25%
珠三角	0%	0%	0%	8%	6%	3%	1%	5%	0%	0%
环渤海	0%	22%	0%	21%	12%	13%	27%	14%	44%	68%
沈长	0%	0%	0%	0%	1%	2%	0%	0%	0%	0%
中部	0%	16%	1%	4%	11%	7%	22%	13%	13%	7%
西部	0%	0%	0%	1%	14%	24%	10%	21%	0%	0%
海西	0%	0%	3%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
<b>按城市进入时间划分的拿地金额占比</b>										
布局1年	25%	22%	3%	22%	34%	28%	15%	16%	0%	0%

布局 1-3 年	0%	20%	22%	16%	28%	43%	32%	18%	5%	4%
布局 3-5 年	0%	0%	1%	9%	13%	10%	24%	32%	23%	30%
布局 5-10 年	23%	8%	27%	29%	0%	7%	13%	13%	61%	64%
布局 10 年以上	52%	49%	47%	25%	24%	11%	16%	22%	11%	2%

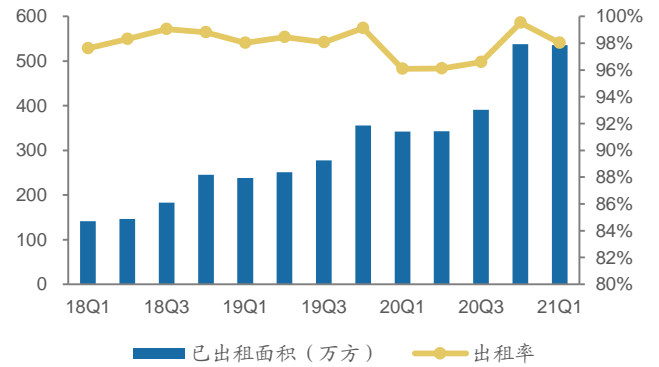
数据来源：公司经营公告，公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图7：新城吾悦广场单季度经营口径租金及同比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图8：新城商业已出租面积及出租率



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

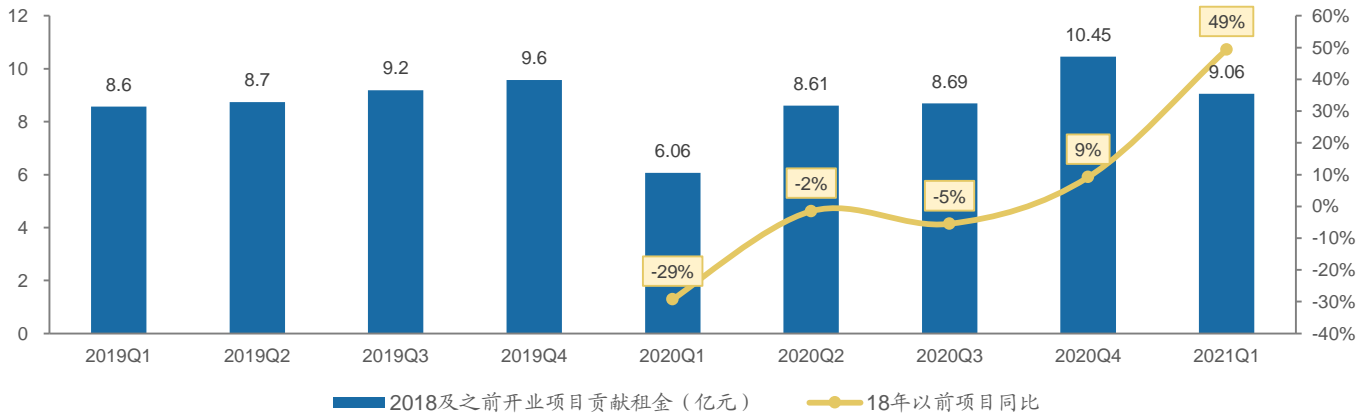
表4：新城商业（吾悦广场）单季度经营情况汇总

	总建筑面积 (万方)	可供出租面积 (万方)	出租率	已出租面积 (万方)	单季度租金收 入 (亿元)	累计租金收 入 (亿元)	单季度单位面积租 金 (万元/月)
15Q4	84.3	42.0	97.60%	41.0		1.5	
16Q1	84.3	42.1	91.96%	38.7	0.5	0.5	47.0
16Q2	84.3	42.1	95.79%	40.4	0.6	1.1	45.6
16Q3	71.5	35.9	92.16%	33.1	0.5	1.3	47.1
16Q4	110.3	60.9	98.96%	60.3	1.2	3.5	63.7
17Q1	121.7	68.4	97.66%	66.8	1.7	1.7	83.0
17Q2	139.0	80.8	97.07%	78.5	1.8	3.4	75.3
17Q3	158.9	93.1	97.63%	90.9	2.2	5.6	80.2
17Q4	230.0	145.7	97.70%	142.4	4.0	10.7	94.5
18Q1	229.3	144.4	97.62%	141.0	4.3	4.3	101.2
18Q2	237.4	149.1	98.32%	146.6	4.5	8.8	101.8
18Q3	295.7	184.9	99.05%	183.1	5.7	14.5	104.7
18Q4	393.3	248.1	98.81%	245.1	7.3	21.6	99.8
19Q1	393.3	243.1	98.02%	238.2	8.7	8.7	121.4
19Q2	414.4	254.6	98.45%	250.6	8.9	17.6	118.9
19Q3	463.0	283.1	98.06%	277.6	10.3	27.9	123.9
19Q4	594.0	359.0	99.13%	355.9	13.1	41.1	123.1
20Q1	589.9	356.1	96.08%	342.1	9.1	9.1	88.9
20Q2	589.9	356.7	96.10%	342.8	12.4	21.5	120.3
20Q3	669.5	404.5	96.58%	390.7	12.9	34.4	109.8
20Q4	908.6	540.5	99.53%	537.9	19.2	53.6	119.0

21Q1	906.5	546.2	98.01%	535.3	18.0	18.0	112.1
------	-------	-------	--------	-------	------	------	-------

数据来源：公司经营公告，公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图9：新城吾悦18年以前开业项目（可比口径）单季度贡献租金及增速



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心；注：21Q1 同比 19Q1 增长 6%，同比 20Q1 增长 49%

表5：新城商业（吾悦广场）18年以前开业项目的单季度租金收入增速及出租率

项目名称	租金 (亿元)	租金收入同比 19 年增速 (21Q1 也同比 19Q1)						出租率					
	21Q1	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	2020	2019	20Q1	20Q2	20Q3	2020	21Q1
武进吾悦广场	0.53	-29%	-1%	0%	9%	4%	-5%	99%	97%	97%	99%	100%	100%
常州吾悦国际广场	0.35	-36%	-3%	-11%	3%	-7%	-11%	99%	96%	95%	94%	100%	100%
青浦吾悦广场	0.26	-54%	-27%	-39%	-21%	-27%	-35%	94%	88%	90%	97%	99%	98%
吴江吾悦广场	0.18	-43%	5%	-17%	0%	1%	-13%	99%	97%	96%	96%	100%	98%
张家港吾悦广场	0.19	-32%	-8%	-12%	9%	2%	-10%	99%	93%	96%	97%	100%	100%
丹阳吾悦广场	0.26	-27%	2%	-8%	12%	6%	-5%	100%	97%	97%	98%	100%	100%
海口吾悦广场	0.33	-29%	8%	6%	10%	30%	0%	100%	95%	98%	95%	100%	100%
南昌吾悦广场	0.19	-43%	-18%	-1%	13%	3%	-11%	99%	93%	95%	98%	100%	99%
金坛吾悦广场	0.25	-28%	7%	-5%	7%	15%	-4%	99%	96%	96%	98%	100%	99%
安庆吾悦广场	0.23	-3%	12%	21%	19%	31%	13%	100%	99%	99%	98%	100%	100%
成都龙泉驿吾悦广场	0.24	-28%	5%	-1%	19%	10%	-1%	100%	98%	99%	100%	100%	100%
桐乡吾悦广场	0.29	-21%	10%	7%	15%	22%	4%	100%	99%	98%	99%	100%	100%
衢州吾悦广场	0.20	-25%	-2%	-11%	5%	9%	-8%	100%	95%	97%	93%	100%	100%
长春吾悦广场	0.22	-25%	-4%	-9%	1%	-2%	-9%	99%	98%	97%	95%	100%	98%
镇江吾悦广场	0.22	-36%	-4%	-9%	13%	4%	-8%	99%	97%	96%	99%	100%	99%
青岛吾悦广场	0.23	-26%	-19%	-20%	-6%	-14%	-17%	99%	95%	97%	97%	100%	97%
嵊州吾悦广场	0.24	-14%	7%	5%	15%	24%	4%	100%	99%	99%	99%	100%	100%
如皋吾悦广场	0.24	-19%	15%	10%	19%	24%	7%	100%	99%	100%	100%	100%	100%
宁波吾悦广场	0.16	-23%	-4%	-15%	12%	1%	-7%	100%	91%	97%	96%	100%	99%
南京吾悦广场	0.15	-36%	-7%	3%	4%	-4%	-9%	100%	96%	91%	95%	100%	100%
成都武侯吾悦广场	0.12	-30%	-16%	-4%	-1%	-9%	-13%	95%	89%	90%	91%	96%	87%
晋江吾悦广场	0.14	-34%	4%	-13%	-5%	-9%	-12%	98%	94%	94%	91%	100%	95%
渭南吾悦广场	0.15	-13%	27%	18%	44%	86%	21%	99%	99%	93%	94%	100%	100%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明



瑞安吾悦广场	0.32	-25%	1%	4%	20%	14%	0%	100%	98%	100%	100%	100%	100%
义乌吾悦广场	0.26	-6%	10%	15%	7%	29%	7%	100%	99%	100%	100%	100%	100%
淮南吾悦广场	0.20	-19%	21%	-5%	10%	34%	2%	100%	95%	97%	98%	100%	100%
台州黄岩吾悦广场	0.22	-13%	-1%	5%	15%	26%	2%	100%	98%	100%	99%	100%	100%
平湖吾悦广场	0.23	4%	15%	5%	15%	51%	10%	100%	99%	100%	100%	100%	100%
昆山吾悦广场	0.18	-16%	8%	0%	18%	30%	4%	100%	98%	99%	100%	100%	100%
扬州吾悦广场	0.20	-17%	-9%	-11%	14%	22%	-5%	100%	97%	98%	99%	100%	100%
南昌新建吾悦广场	0.12	-52%	-25%	-17%	1%	-22%	-25%	91%	84%	85%	88%	97%	92%
昆明吾悦广场	0.16	-48%	-3%	-27%	-2%	-14%	-20%	95%	92%	91%	89%	100%	92%
泰兴吾悦广场	0.21	-37%	19%	-1%	3%	9%	-4%	98%	92%	96%	99%	100%	100%
长沙吾悦广场	0.30	-32%	17%	3%	30%	34%	6%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
南宁吾悦广场	0.17	-40%	-8%	-1%	-1%	-4%	-13%	99%	95%	92%	98%	100%	100%
句容吾悦广场	0.15	-50%	-27%	-32%	11%	-22%	-26%	97%	86%	94%	95%	99%	98%
临沂吾悦广场	0.19	-32%	-2%	-2%	7%	-5%	-7%	99%	95%	95%	99%	100%	99%
玉环吾悦广场	0.19	-25%	2%	-12%	-7%	-10%	-11%	100%	93%	92%	94%	100%	98%
启东吾悦广场	0.21	-37%	2%	16%	30%	10%	2%	100%	99%	100%	99%	100%	100%
台州仙居广场	0.13	-37%	-15%	-31%	-15%	-29%	-25%	99%	91%	89%	94%	100%	98%
慈溪吾悦广场	0.19	-38%	-23%	-27%	-6%	-19%	-24%	99%	94%	91%	93%	100%	100%
新城控股大厦 B 座	0.07	1%	-23%	-1%	139%	-15%	21%	95%	99%	99%	96%	96%	97%
18 年及以前项目租金 (亿元)	9.06	6.06	8.61	8.69	10.45	9.06							
同比 19 年		-29%	-2%	-5%	9%	*6%							

数据来源：公司经营公告，公司年报及中报，广发证券发展研究中心；注：21Q1 同比 19Q1 增长 6%，同比 20Q1 增长 49%

表6：新城控股近期发债情况一览

发行主体简称	债券类型	债券代码	发行总额 (亿元)	利率	期限 (年)	主体评级/穆迪发行人评级	发行日期	较此前变化
新城控股	公司债	155268.SH	11.0	5.1%	4.0	AAA	2019/03/18	
	公司债	163627.SH	5.0	5.7%	4.0	AAA	2020/08/28	上升 65bp
新城控股	公司债	155269.SH	10.0	5.9%	5.0	AAA	2019/03/18	
	公司债	163628.SH	10.0	5.9%	5.0	AAA	2020/08/28	持平
新城控股	ABS	081900036.IB	14.8	6.8%	2.0	AAA	2019/01/21	
	ABS	169576.SH	8.6	6.5%	2.0	AAA	2020/10/30	下降 30bp
新城控股	ABS	168498.SH	28.0	4.8%	18.0	AAA	2020/06/09	
	ABS	137382.SZ	20.3	5.5%	18.0	AAA	2020/11/24	上升 70bp
新城控股	海外债	DSUB.SG	12.9	7.5%	3.8	Ba2	2018/06/20	
	海外债	NNHB.SG	29.4	4.8%	4.0	Ba2	2020/12/15	下降 270bp
新城发展	海外债	VTCB.SG	17.4	6.0%	4.0	Ba1	2020/08/12	
	海外债	ZKYB.SG	19.4	4.5%	4.5	Ba1	2021/01/13	下降 155bp
新城发展	海外债	45QB.SG	26.2	4.5%	5.2	Ba1	2021/02/02	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>367,752</b>	<b>417,866</b>	<b>495,611</b>	<b>567,294</b>	<b>646,528</b>
货币资金	63,941	62,424	81,000	90,000	99,000
应收及预付	48,287	60,345	72,213	78,769	89,581
存货	231,259	270,580	317,970	374,098	433,519
其他流动资产	24,265	24,517	24,428	24,428	24,428
<b>非流动资产</b>	<b>94,358</b>	<b>119,887</b>	<b>169,371</b>	<b>226,154</b>	<b>289,728</b>
长期股权投资	18,889	22,326	28,466	36,294	46,228
固定资产	1,989	1,646	1,728	1,832	1,942
在建工程	0	580	868	1,147	1,421
无形资产	603	1,074	1,074	1,074	1,074
其他长期资产	72,877	94,260	137,235	185,807	239,064
<b>资产总计</b>	<b>462,110</b>	<b>537,753</b>	<b>664,982</b>	<b>793,449</b>	<b>936,256</b>
<b>流动负债</b>	<b>352,229</b>	<b>377,592</b>	<b>472,388</b>	<b>574,638</b>	<b>689,234</b>
短期借款	670	450	10,624	7,509	7,403
应付及预收	118,249	336,057	427,873	529,727	644,153
其他流动负债	233,310	41,086	33,891	37,402	37,678
<b>非流动负债</b>	<b>47,946</b>	<b>78,022</b>	<b>89,743</b>	<b>91,412</b>	<b>92,675</b>
长期借款	24,369	43,623	55,326	56,248	56,648
应付债券	19,105	24,140	24,140	24,140	24,140
其他非流动负债	4,473	10,259	10,277	11,023	11,887
<b>负债合计</b>	<b>400,175</b>	<b>455,614</b>	<b>562,132</b>	<b>666,049</b>	<b>781,909</b>
股本	2,257	2,256	2,256	2,256	2,256
资本公积	2,678	2,334	6,175	10,373	14,954
留存收益	33,676	45,096	60,459	77,251	95,575
归属母公司股东权益	38,427	50,591	69,049	90,039	112,945
少数股东权益	23,508	31,548	33,801	37,360	41,402
<b>负债和股东权益</b>	<b>462,110</b>	<b>537,753</b>	<b>664,982</b>	<b>793,449</b>	<b>936,256</b>

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>85,847</b>	<b>145,475</b>	<b>186,219</b>	<b>206,636</b>	<b>224,183</b>
营业成本	57,822	111,292	143,834	158,283	170,802
营业税金及附加	5,605	5,669	7,044	7,857	8,554
销售费用	4,372	5,491	5,614	6,340	7,040
管理费用	3,820	4,019	4,211	4,755	5,280
研发费用	946	1,067	0	0	0
财务费用	892	970	1,453	1,739	1,645
资产减值损失	-940	-1,597	0	0	0
公允价值变动收益	2,647	2,524	3,029	3,029	3,029
投资净收益	2,690	3,081	2,233	2,847	3,629
<b>营业利润</b>	<b>17,648</b>	<b>22,018</b>	<b>29,324</b>	<b>33,537</b>	<b>37,520</b>
营业外收支	165	218	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>17,813</b>	<b>22,237</b>	<b>29,324</b>	<b>33,537</b>	<b>37,520</b>
所得税	4,483	5,771	7,868	8,987	10,572
<b>净利润</b>	<b>13,330</b>	<b>16,466</b>	<b>21,456</b>	<b>24,550</b>	<b>26,948</b>
少数股东损益	676	1,210	2,253	3,560	4,042
<b>归属母公司净利润</b>	<b>12,654</b>	<b>15,256</b>	<b>19,203</b>	<b>20,990</b>	<b>22,906</b>
EBITDA	14,504	19,274	25,688	29,584	32,702
EPS (元)	5.60	6.75	8.49	9.29	10.13

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>43,580</b>	<b>382</b>	<b>15,175</b>	<b>21,332</b>	<b>23,766</b>
净利润	13,330	16,466	21,456	24,550	26,948
折旧摊销	277	269	173	183	194
营运资金变动	-38,697	166,429	32,559	39,170	44,192
其它	68,671	-182,781	-39,014	-42,571	-47,568
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,027</b>	<b>-15,970</b>	<b>-4,536</b>	<b>-6,260</b>	<b>-7,836</b>
资本支出	-17,548	-20,442	-88	-585	-597
投资变动	94,110	88,874	-4,448	-5,675	-7,239
其他	-85,589	-84,403	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-15,517</b>	<b>14,718</b>	<b>7,938</b>	<b>-6,073</b>	<b>-6,929</b>
银行借款	29,045	49,745	35,414	25,028	24,677
股权融资	9,452	14,138	0	0	0
其他	-20,474	-17,190	-6,745	-7,390	-7,500
<b>现金净增加额</b>	<b>19,072</b>	<b>-1,036</b>	<b>18,576</b>	<b>9,000</b>	<b>9,000</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>40,009</b>	<b>59,081</b>	<b>58,045</b>	<b>76,621</b>	<b>85,621</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>59,081</b>	<b>58,045</b>	<b>76,621</b>	<b>85,621</b>	<b>94,621</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	58.6%	69.5%	28.0%	11.0%	8.5%
营业利润增长	12.8%	24.8%	33.2%	14.4%	11.9%
归母净利润增长	20.6%	20.6%	25.9%	9.3%	9.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.6%	23.5%	22.8%	23.4%	23.8%
净利率	15.5%	11.3%	11.5%	11.9%	12.0%
ROE	32.9%	30.2%	27.8%	23.3%	20.3%
ROIC	20.7%	15.4%	18.2%	19.1%	19.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	86.6%	84.7%	84.5%	83.9%	83.5%
净负债比率	6.4%	31.7%	21.6%	11.4%	3.9%
流动比率	1.04	1.11	1.05	0.99	0.94
速动比率	0.38	0.35	0.33	0.29	0.26
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.22	0.29	0.31	0.28	0.26
应收账款周转率	251.14	356.65	109.60	48.63	33.12
存货周转率	0.31	0.44	0.49	0.46	0.42
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	5.60	6.75	8.49	9.29	10.13
每股经营现金流	19.31	0.17	6.73	9.46	10.54
每股净资产	17.03	22.43	30.61	39.92	50.07
<b>估值比率</b>					
P/E	8.5	7.1	5.6	5.1	4.7
P/B	2.80	2.13	1.56	1.20	0.95
EV/EBITDA	6.30	5.43	5.07	4.14	3.49



## 广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：高级研究员，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳 喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 焱：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。