

股权激励落地 快速成长可期

——新城控股（601155）事件点评

2016年08月19日

强烈推荐/维持

新城控股 事件点评

事件：

新城控股于2016年8月18日晚间公告第一限制性股票激励计划草案，激励对象包括公司高管、中层及核心骨干，激励形式为限制性股票，其股票来源为公司向激励对象定向发行A股股票，计划拟授予的限制性股票数量为4,200万股，占本激励计划草案及其摘要公告日公司股本总数222,048万股的1.891%，其中首次授予3,850万股，占本激励计划草案及摘要公告日公司股本总数的1.734%，预留350万股，占本激励计划草案及摘要公告日公司股本总数的0.158%。

首次授予激励对象限制性股票的价格为6.90元/股。激励对象第一次申请标的股票解锁的公司业绩条件为：2016年-2018年间的归母净利润分别达到25亿元、35亿元和50亿元，每年解锁比例为4:3:3，

主要观点：

1. 限制性股票激励计划能够有效调动员工的积极性

公司首次使用限制性股票激励计划，覆盖人群包括管理层和核心员工59人，并为新晋核心员工预留了足够的激励股票。激励计划包含的限制性股票占公告日股本的比例为1.891%，首次授予占比为1.734%，预留比例为0.158%。

我们认为公司采用定向发行股份的模式进行股权激励好处有二：

一，由于限制性股票当期不能入市，甚至在未来也是阶段性的解禁，避免了对市场的巨大冲击的同时却能够有效激励管理层和核心员工；二，限制性股票的购买价格为6.9元/股，相对于18日收盘价13.45折价近50%，使受激励人员在接受激励计划的初期即可享有巨大的账面浮盈，起到了巨大的激励作用。

我们认为限制性股票是当前国际上公司主流的激励方式，这种方式优于股票期权，使受激励人员对于股票的获得付出成本，势必将优于只有权利并无义务的股票期权方式。同时，任职期间每年转让的股份不得超过其所持本公司股份总数的25%以及6个月内买入卖出或卖出买入的收益归公司所有两个条款也使得公司有效的高管利用内幕信息获利、操纵股价等行为的发生，使得管理层真正能够与公司长远发展的利益实现有效绑定。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

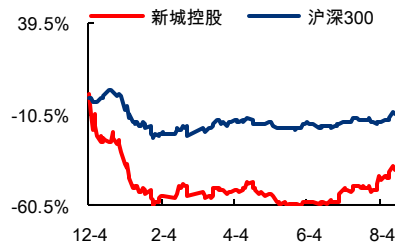
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	13.45-29.35
总市值(亿元)	298.66
流通市值(亿元)	92.95
总股本/流通A股(万股)	222048/69106
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.95

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《新城控股（601155）2016年半年报点评：新城有新意，明日是春朝》2016-08-01

2. 激励计划的业绩指标考核指标并不是“高门槛”

首次授予部分限制性股票的授予价格为每股 6.9 元，即满足授予条件后，激励对象可以每股 6.9 元的价格购买公司向激励对象增发的限制性股票。这一授予价格非常具有吸引力，是 2016 年 8 月 18 日之前二十个工作日的收盘价格 50%，在当前的价格下，获得限制性股票的管理层和核心员工已经在账面上实现了接近 100% 的巨大浮盈。

我们以近三年公司的净利润增长情况进行比较，未来三年的业绩考核指标净利润总额分别为 25 亿元、35 亿元和 50 亿元，2013-2015 年间归母净利润分别为 11.7 亿元、11.7 亿元和 18.4 亿元，根据我们对于公司销售金额和结算节奏进行的估算，未来三年公司的归母净利润分别为 26.6 亿元、42.4 亿元和 55.55 亿元，由于去年和今年的销售额分别为或预期为 319.29 亿元和 520 亿元，完成目标业绩并不存在较大压力。

图 1:公司近几年签约销售金额及增速、面积情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2:公司近几年土地储备情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 公司非常明显的“三高”特点决定了公司具备快速成长的品质

公司原来是 B 股的住宅开发上市企业，后经吸收 B 股发行 A 股上市，公司具有非常显著的特点，可以形容为“三高”：

一是增长率高，近十年的增速都保持在较高水平，除了 2008 年市场非常差的时候，基本可以达到年均 25-30% 的增长率，能够一直保持在这种较高速的增长的，在整个行业内也是非常稀少的；

二是高周转，房地产企业的规模很重要，但速度也很重要，在这个“弱肉强食”的时代，公司的总资产周转率高达 0.5，也就是 2 年时间总资产就可以实现周转一次。我们认为是产品标准化的体系形成了这种高周转的能力，从项目的设计到施工、户型、产品、物业标准都是非常标准统一的，从而造就了公司的高周转率。

三是高回笼，以往几年公司的净利润率都只有 9%-10%，从前年开始毛利率达到 26-28%。公司一直是非常注重现金回笼的公司，以现金回笼作为对项目经理和营销人员的考核标准，认定只有资金到账才算完成目标，最集中的体现是 2015 年公司销售额为 320 亿，做到了 304 亿现金回笼，高达 94% 领跑整个行业。

结论:

公司于1993年成立,立足常州,走向全国,目前已经布局25个城市,累计开发超过100个项目,已经形成“商业地产+住宅地产”双轮驱动的业务格局。公司抓住机遇于2015年回归A股市场的举措,有利于公司借助资本市场融资窗口期,通过公司债、票据或定增等方式实现低成本融资,从而助力公司更快发展。公司2016年上半年销售额280.48亿元,销售面积269.4万平,奠定了今年公司冲击500亿元的坚实基础,公司已经公告全年销售目标从400亿上调至520亿,预示着公司将快于2015年A股上市时宣称的于2017年突破500亿目标。

我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为330.53亿元、446.78亿元和561.60亿元,归属于上市公司股东净利润分别为32.8亿元、48.88亿元和56.49亿元;每股收益分别为1.17元、1.84元和2.03元,对应PE分别为11.32、7.23和6.53,维持公司“强烈推荐”评级。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	41405	51435	69191	89238	111188	营业收入	20674	23569	33053	44678	56160
货币资金	5083	6469	9255	12510	15725	营业成本	15273	17250	23798	31274	39873
应收账款	11	6	18	24	31	营业税金及附加	1718	1946	2743	3708	4661
其他应收款	2308	3841	5386	7280	9151	营业费用	613	787	1091	1474	1853
预付款项	2881	6875	6399	5773	4976	管理费用	653	873	1157	1564	1966
存货	29830	32728	45640	59978	76470	财务费用	52	131	160	351	458
其他流动资产	1260	1500	2448	3610	4759	资产减值损失	381.14	242.49	250.00	250.00	250.00
非流动资产合计	9709	16367	15409	15172	14935	公允价值变动收益	365.99	815.11	500.00	500.00	500.00
长期股权投资	907	2189	2189	2189	2189	投资净收益	25.40	118.64	120.00	120.00	120.00
固定资产	712	1929	1700	1471	1242	营业利润	2375	3272	4473	6676	7718
无形资产	45	79	71	63	55	营业外收入	42.55	26.49	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	1246	367	0	0	0	营业外支出	8.09	7.86	10.00	10.00	10.00
资产总计	51114	67802	84600	104409	126123	利润总额	2409	3291	4493	6696	7738
流动负债合计	32435	42023	61644	77419	94643	所得税	617	891	1213	1808	2089
短期借款	1878	161	12129	17180	21449	净利润	1792	2400	3280	4888	5649
应付账款	9288	11481	14996	19707	25126	少数股东损益	625	563	676	811	1136
预收款项	13163	15849	20146	25954	33255	归属母公司净利润	1167	1836	2604	4077	4513
一年内到期的非	1192	634	1120	1120	1120	EBITDA	2493	3543	4871	7264	8413
非流动负债合计	6429	11908	6237	8237	10237	BPS (元)	0.00	1.51	1.17	1.84	2.03
长期借款	3796	4237	6237	8237	10237	主要财务比率					
应付债券	1981	6949	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	38864	53931	67881	85656	104880	成长能力					
少数股东权益	5293	1740	2416	3228	4363	营业收入增长	-0.30%	14.00%	40.24%	35.17%	25.70%
实收资本(或股	1100	1708	2220	2220	2220	营业利润增长	1.41%	37.78%	36.71%	49.24%	15.60%
资本公积	111	2926	3804	3804	3804	归属于母公司净利	41.82%	56.55%	41.82%	56.55%	10.69%
未分配利润	5646	7451	7581	7785	8010	获利能力					
归属母公司股东	6957	12131	14303	15526	16880	毛利率(%)	26.13%	26.81%	28.00%	30.00%	29.00%
负债和所有者权	51114	67802	84600	104409	126123	净利率(%)	8.67%	10.18%	9.92%	10.94%	10.06%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.28%	2.71%	3.08%	3.90%	3.58%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	16.78%	15.14%	18.21%	26.26%	26.74%
经营活动现金流	3495	-957	-5077	-962	194	偿债能力					
净利润	1792	2400	3280	4888	5649	资产负债率(%)	76%	80%	80%	82%	83%
折旧摊销	65.86	139.43	0.00	236.96	236.96	流动比率	1.28	1.22	1.12	1.15	1.17
财务费用	52	131	160	351	458	速动比率	0.36	0.45	0.38	0.38	0.37
应收账款减少	0	0	-13	-6	-6	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4297	5808	7301	总资产周转率	0.43	0.40	0.43	0.47	0.49
投资活动现金流	-3056	-798	1091	370	370	应收账款周转率	3032	2776	2787	2098	2033
公允价值变动收	366	815	500	500	500	应付账款周转率	2.38	2.27	2.50	2.57	2.51
长期股权投资减	0	0	354	0	0	每股指标(元)					
投资收益	25	119	120	120	120	每股收益(最新摊	0.00	1.51	1.17	1.84	2.03
筹资活动现金流	-1644	3032	6771	3846	2651	每股净现金流(最	-1.09	0.75	1.25	1.47	1.45
应付债券增加	0	0	-6949	0	0	每股净资产(最新	6.32	7.10	6.44	6.99	7.60
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000	估值比率					
普通股增加	500	608	512	0	0	P/E	12.51	8.79	11.32	7.23	6.53
资本公积增加	-419	2815	878	0	0	P/B	2.10	1.87	2.06	1.90	1.75
现金净增加额	-1204	1277	2785	3255	3215	EV/EBITDA	7.37	7.96	8.15	5.99	5.54

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。