

新城控股(601155)/房地产开发

新城控股中报点评

-销售逆势高增长, 证金大幅增持

评级: 买入(维持)

市场价格: 16.64

目标价格: 20

分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

电话:

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

联系人: 倪一琛

电话: 021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

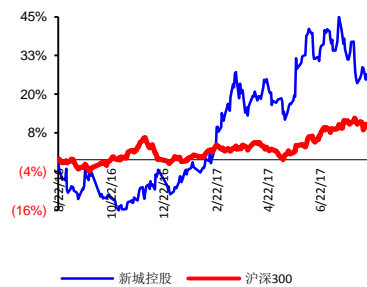
联系人: 周子涵

电话: 021-20315010

Email: zhouzh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,258
流通股本(百万股)	705
市价(元)	16.64
市值(百万元)	37,581
流通市值(百万元)	11,726

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 优质而稳健, 持续高增长
- 2 半年报点评——会过日子, 也会制造惊喜
- 3 推出国内首个商业地产类 REITS 产品, 拓展轻资产模式

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23,568.79	27,969.28	38,317.5	54,410.8	68,557.7
增长率 yoy%	14.00%	18.67%	37.00%	42.00%	26.00%
净利润	1,836	3,019	4,217	6,018	7,837
增长率 yoy%	57.32%	64.42%	39.67%	42.71%	30.23%
每股收益(元)	1.08	1.34	1.90	2.71	3.53
每股现金流量	7.10	6.58	8.26	10.97	14.50
净资产收益率	15.14%	20.33%	23.00%	24.71%	24.34%
P/E	18.89	8.79	8.82	6.18	4.75
PEG	0.33	0.14	0.22	0.14	0.16
P/B	2.86	1.79	2.03	1.53	1.16

备注:

投资要点
■ 调控周期下销售依然维持高增速:

2017年上半年, 公司累计实现营业收入113亿元, 较上年同期增长25%; 累计实现归属于上市公司股东的净利润11.4亿元, 同比增34%。公司上半年合同销售金额达到490.87亿(含合营项目320.81亿元), 同比增长75%, 销售面积354.89万平方米(含合营项目243.31万平方米)。公司17年上半年已完成年初850亿目标的57.75%, 操盘项目资金回笼率达88.37%, 在地产调控周期下显著跑赢行业平均水平。

■ 大力拓展商业地产, “租赁”时代下资产证券化可期:

公司上半年新开业吾悦广场2座, 开业的吾悦广场日均客流量达4.34万人/日, 同比增长29%, 已开业面积85.87万平方米, 同比增长102%, 实现租金及管理费收入3.44亿元(16年全年4.4亿), 出租率达97.07%。公司在建及拟建的新城吾悦广场达到33座, 可出租面积为235.93万平方米。近期住建部联合其余八部门发布的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中提出, 要加大融资和退出机制支持。若REITS等资产证券化工具推出, 将有利于公司进一步实现商业地产轻资产模式。

■ 毛利率稳步提升, 商业综合体扩张初期费用率水平上升:

新城控股2017年上半年房地产开发毛利率为34.84%, 较去年同期提高了11.09个百分点, 物业出租及管理业务毛利率为77.39%, 较去年同期下滑了10.44个百分点, 商业综合体扩张初期费用率水平提高。管理费用和销售费用占比有所提升, 较2016年全年提高了4.7个百分点, 主要是商业地产规模扩张初期人员薪酬费用和广告宣传、代理费升高导致。

■ 融资渠道多元化、调控市下维持低利率:

在政策调控、融资渠道受限的环境下, 公司积极拓展融资渠道, 截至报告发布日完成三期中期票据的发行, 合计募集资金45亿元, 综合票面利率为5.62%; 完成一期PPN的发行, 募集资金20亿元, 票面利率为6.3%。2017年8月8日, 公司以12倍的超额认购完成了2亿美元、5年期高级美元债券的发行, 并将票面利率锁定在了5%。在行业面临融资成本上升周期时, 公司率先布局, 有效利用各种融资渠道, 确保“逆势成长”。

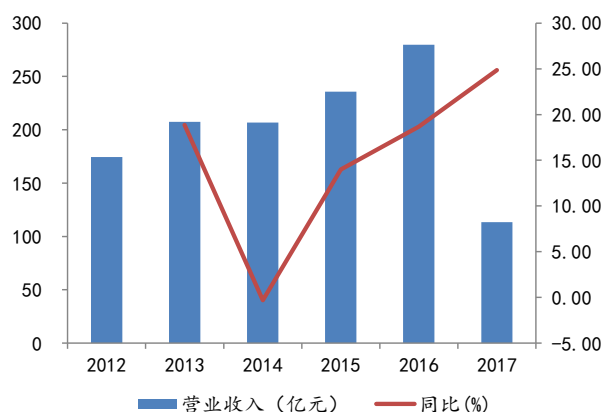
投资建议: 新城控股布局长三角核心城市以及三四线, 今年以来实现逆势销售高增速, 公司大力拓展商业地产板块, 租管费高增长。公司在今年上半年的火行情中销售业绩超预期, 未来两年结算收入增长预计较快。不仅如此, 公司推出股权激励计划, 其中解锁条件要求2016-2018年业绩复合增长率高达40%, 彰显公司对于未来业绩高增速的充分信心。公司股东结构持续改善, 证金公司、社保基金、公募基金大幅增持。我们认为在市场风险偏好不稳定, 行业向下的背景下, 新城控股这样业绩和现金回流有保障, 同时大力进军创新业务的公司是值得关注的投资标的。我们预测新城控股2017/2018/2019年的EPS为1.90元, 2.71元, 3.53元, 相对应的P/E为8.8倍, 6.2倍, 4.8倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 流动性加速收缩、销售不达预期等。

图表目录

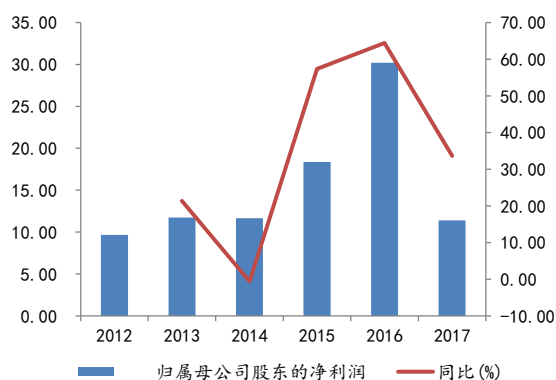
图表 1: 营业收入平稳增长	- 3 -
图表 2: 归母净利润稳定提升.....	- 3 -
图表 3: 利润率稳步提升.....	- 3 -
图表 4: 地产调控周期下销售增速仍维持在高位	- 3 -
图表 5: 新城控股盈利预测.....	- 4 -

图表 1: 营业收入平稳增长



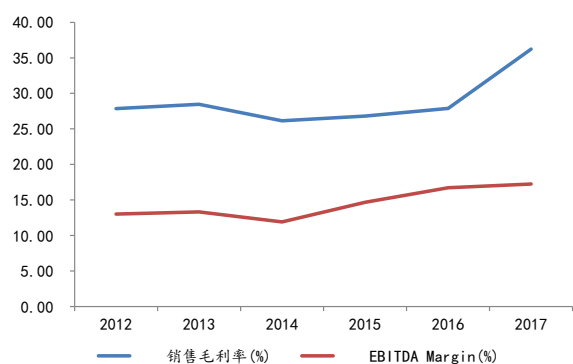
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 归母净利润稳定提升



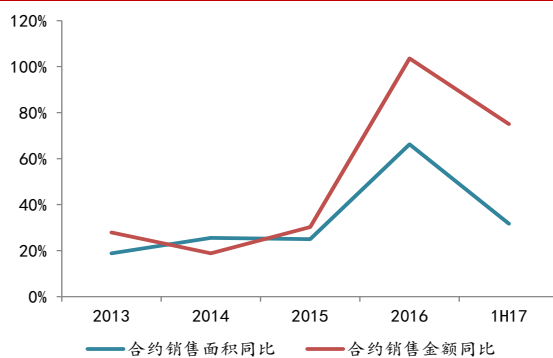
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 利润率稳步提升



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 地产调控周期下销售增速仍维持在高位



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 新城控股盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	20,674	23,569	27,969	38,318	54,411	68,558
增长率	-0.30%	14.0%	18.7%	37.0%	42.0%	26.0%
营业成本	-15,273	-17,250	-20,174	-26,822	-37,816	-47,579
% 销售收入	73.9%	73.2%	72.1%	70.0%	69.5%	69.4%
毛利	5,401	6,318	7,795	11,495	16,595	20,979
% 销售收入	26.1%	26.8%	27.9%	30.0%	30.5%	30.6%
营业税金及附加	-1,718	-1,946	-1,742	-2,376	-3,373	-4,251
% 销售收入	8.3%	8.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
营业费用	-613	-787	-1,032	-1,456	-2,068	-2,605
% 销售收入	3.0%	3.3%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
管理费用	-653	-873	-1,270	-1,724	-2,557	-3,085
% 销售收入	3.2%	3.7%	4.5%	4.5%	4.7%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	2,417	2,712	3,750	5,939	8,597	11,038
% 销售收入	11.7%	11.5%	13.4%	15.5%	15.8%	16.1%
财务费用	-52	-131	-272	0	0	0
% 销售收入	0.3%	0.6%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-381	-242	0	0	0	0
公允价值变动收益	366	815	594	0	0	0
投资收益	25	119	160	0	0	0
% 税前利润	1.1%	3.6%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,375	3,272	4,232	5,939	8,597	11,038
营业利润率	11.5%	13.9%	15.1%	15.5%	15.8%	16.1%
营业外收支	34	19	58	0	0	0
税前利润	2,409	3,291	4,290	5,939	8,597	11,038
利润率	11.7%	14.0%	15.3%	15.5%	15.8%	16.1%
所得税	-617	-891	-1,134	-1,485	-2,235	-2,759
所得税率	25.6%	27.1%	26.4%	25.0%	26.0%	25.0%
净利润	1,792	2,400	3,156	4,454	6,362	8,278
少数股东损益	625	563	137	238	344	442
归属于母公司的净利润	1,167	1,836	3,019	4,217	6,018	7,837
净利率	5.6%	7.8%	10.8%	11.0%	11.1%	11.4%
			3.0%			
现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,792	2,400	3,156	4,454	6,362	8,278
少数股东损益	0	0	0	238	344	442
非现金支出	416	337	160	0	0	0
非经营收益	-75	-728	-269	0	0	0
营运资金变动	1,362	-2,966	5,049	-2,469	-1,173	-3,546
经营活动现金净流	3,495	-957	8,097	2,223	5,532	5,173
资本开支	2,233	3,201	2,949	-26	1,500	1,700
投资	-829	-1,256	-1,452	0	0	0
其他	7	3,659	-4,307	0	0	0
投资活动现金净流	-3,056	-798	-8,707	26	-1,500	-1,700
股权筹资	934	565	266	0	0	0
债权筹资	-2,312	3,124	9,835	-779	-200	100
其他	-265	-671	-3,461	0	-733	0
筹资活动现金净流	-1,644	3,018	6,640	-779	-933	100
现金净流量	-1,204	1,263	6,030	1,471	3,100	3,573

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,083	6,469	13,401	14,635	17,390	20,522
应收款项	2,351	3,864	17,204	4,741	6,733	8,502
存货	29,830	32,728	39,493	49,750	69,415	86,815
其他流动资产	4,141	8,374	10,076	7,960	10,159	14,490
流动资产	41,405	51,435	80,174	77,086	103,697	130,330
% 总资产	81.0%	75.9%	77.7%	77.0%	80.9%	83.3%
长期投资	7,201	13,397	18,513	18,513	18,513	18,513
固定资产	712	1,929	1,886	1,886	3,386	5,086
% 总资产	1.4%	2.8%	1.8%	1.9%	2.6%	3.2%
无形资产	72	121	119	93	93	93
非流动资产	9,709	16,367	22,996	22,970	24,470	26,170
% 总资产	19.0%	24.1%	22.3%	23.0%	19.1%	16.7%
资产总计	51,114	67,802	103,171	100,056	128,167	156,500
短期借款	3,070	795	7,312	6,533	6,533	6,533
应付款项	27,419	39,059	59,095	52,409	74,199	93,368
其他流动负债	1,946	2,169	4,666	5,293	5,453	6,239
流动负债	32,435	42,023	71,072	64,236	86,185	106,140
长期贷款	3,796	4,237	4,857	4,857	4,657	4,757
其他长期负债	2,633	7,671	10,874	10,874	10,874	10,874
负债	38,864	53,931	86,803	79,966	101,715	121,771
普通股股东权益	6,904	12,131	14,854	18,338	24,356	32,193
少数股东权益	5,293	1,740	1,514	1,752	2,096	2,537
负债股东权益合计	51,060	67,802	103,171	100,056	128,167	156,500

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	1.061	1.075	1.337	1.899	2.710	3.529
每股净资产(元)	6.276	7.102	6.575	8.258	10.969	14.498
每股经营现金净流(元)	3.177	-0.560	3.584	0.894	2.337	2.131
每股股利(元)	0.000	0.000	0.330	0.330	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.91%	15.14%	20.33%	23.00%	24.71%	24.34%
总资产收益率	2.29%	2.71%	2.93%	4.21%	4.70%	5.01%
投入资本收益率	19.10%	29.48%	36.99%	48.58%	50.59%	46.45%
增长率						
营业总收入增长率	-0.30%	14.00%	18.67%	37.00%	42.00%	26.00%
EBIT增长率	-8.05%	12.21%	38.29%	58.37%	44.75%	28.39%
净利润增长率	-0.61%	57.32%	64.42%	39.67%	42.71%	30.23%
总资产增长率	12.96%	32.79%	52.16%	-3.02%	28.10%	22.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
存货周转天数	699.1	661.8	653.3	677.0	670.0	666.0
应付账款周转天数	207.5	219.7	213.4	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	7.2	20.4	24.9	18.0	17.7	22.6
偿债能力						
净负债/股东权益	30.87%	39.74%	52.26%	32.56%	13.56%	1.60%
EBIT利息保障倍数	46.4	20.7	13.8	—	—	—
资产负债率	76.11%	79.54%	84.14%	79.92%	79.36%	77.81%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。