

以千亿为始 蓄势已出发

——新城控股（601155）2017年半年报点评

2017年08月20日

强烈推荐/维持

新城控股

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司8月17日公布2017年半年报。报告期内,公司实现营业收入人民币113.28亿元,较2016年上半年的人民币90.72亿元上升14.00%;实现归母净利润人民币11.29亿元,较2016年上半年的8.60亿元同比上升33.66%;EPS为每股0.51元,同期上升13.3个百分点。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	12440.56	1144.70	7026.78	2771.00	16126.71	2037.18	9200.75
增长率(%)		21.00%	0.18%	15.25%	20.62%	77.05%	17.21%
毛利率(%)	20.20%	16.14%	27.42%	19.26%	20.58%	28.87%	25.65%
期间费用率(%)	5.88%	22.00%	5.00%	17.52%	8.05%	22.22%	12.58%
营业利润率(%)	17.75%	24.17%	18.00%	0.24%	18.50%	2.56%	16.87%
净利润(百万元)	1526.27	202.28	1062.66	27.00	2258.47	28.50	1107.00
增长率(%)		264%	129%	10.26%	17.07%	110.08%	1.26%
每股盈利(季度,元)	0.812	0.112	0.471	0.014	0.046	0.010	0.186
资产负债率(%)	70.54%	82.77%	82.81%	85.77%	84.14%	85.60%	87.02%
净资产收益率(%)	11.00%	1.51%	7.56%	0.26%	12.80%	0.22%	6.56%
总资产收益率(%)	2.25%	0.26%	1.20%	0.04%	2.10%	0.02%	0.70%

观点:

- **营业收入与净利润同向大幅增长。**2017年上半年,公司实现营业收入人民币113.28亿元,较2016年上半年的人民币90.72亿元上升14.00%;实现净利润11.46亿元,较去年同期升高33.66%,实现归母净利润9.79亿元,同比上升36.54%。净利润增速同比大幅超过营收增速主要归因于销售毛利率从去年同期的25.99%大幅提升至36.23%。

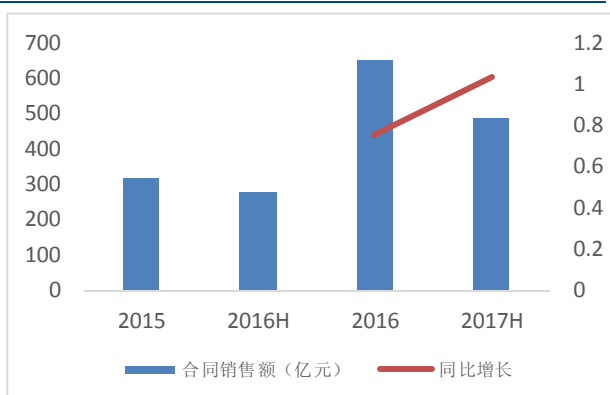
表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位：亿元、百分比)

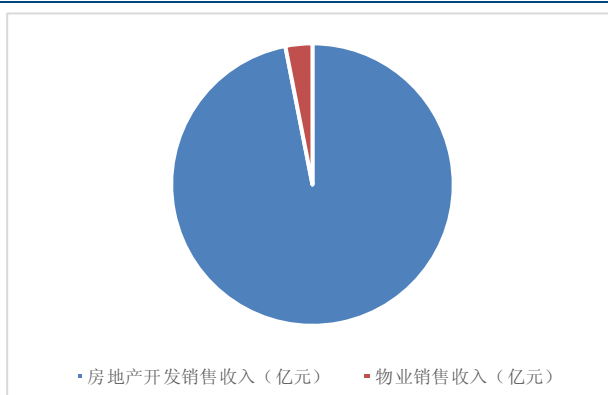
项目	2017H	2016H	同比变动	原因分析
净利润	11.46	8.60	33.66%	销售毛利率大幅提升
营业收入	113.28	90.72	14.00%	受结算周期影响
资产负债率	87.92%	82.81%	6.17%	销售回款和借款总额大幅增加
加权 ROE	7.44%	6.81%	9.25%	净利润大幅增长
总资产	1398.42	817.96	41.51%	资产规模保持快速增长
货币资金	201.73	108.28	86.30%	销售回款和借款总额大幅增加
预收账款	422.99	240.15	76.14%	销售回款总额大幅增加
经营活动净现金流	-74.61	10.33	-	报告期内销售回款明显降低
稀释 EPS	0.51	0.45	13.33%	净利润大幅增加

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **立足长三角，筹谋布局全国，业绩高速增长。**公司目前已在环渤海、珠三角地区和中西部省会城市发展，未来将继续在全国范围内逐步完成对供需关系较为均衡、人口吸附能力较强的高能级城市的布局。报告期内，公司实现合同销售金额 490.87 亿元，较上年同期增长 75.01%，权益合同销售金额 320.81 亿元；实现合同销售面积 354.89 万平方米，较上年同期增长 31.73%，权益合同销售面积 243.31 万平方米。报告期内，公司共 20 个子项目实现竣工交付，竣工面积为 209.99 万平方米；公司 86 个子项目在建，总建筑面积达 1,941.39 万平方米(含合作项目)。

图 1：上半年销售金额同比大增 110%


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：签约金额业务构成


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

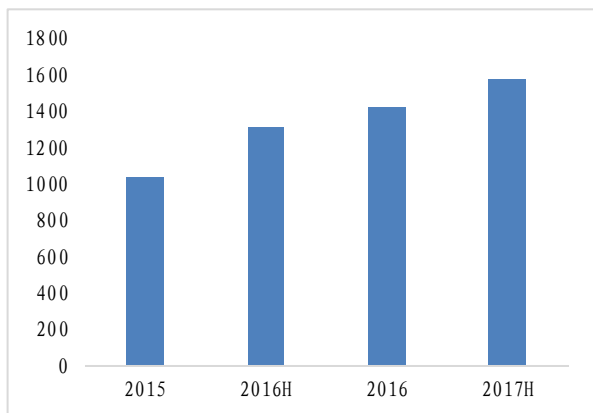
- **住宅、商业地产双轮驱动，品牌效应逐渐发力。**公司地产业务开发模式可形容为“以住宅销售实现快速现金回笼，以商业地产自持实现长期增值”，通过这种长短期业态的组合，实现公司资产久期的最佳配置。

上半年，公司合同销售金额在南京和常州地区位居首位，苏州及杭州市场占有率也名列前茅，公司新城上坤樾山项目夺得了上海 2017 年上半年单项目销售桂冠。商业地产方面，公司配备成熟的商业开发和经营管理团队，以获取优质资产和建设一流运营能力为基础以建设高品质、有情怀、不复制的购物中心为目标，加快区域布局，报告期内，公司新开业吾悦广场 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，出租

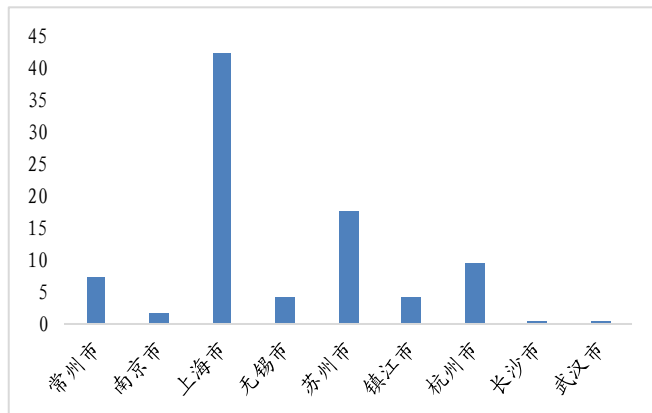
率达97.07%。截至报告期末,公司在建及拟建的新城吾悦广场达到33座,可出租面积为235.93万平方米。

图 4: 区域营收金额

图 3: 公司近 5 年土地储备情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

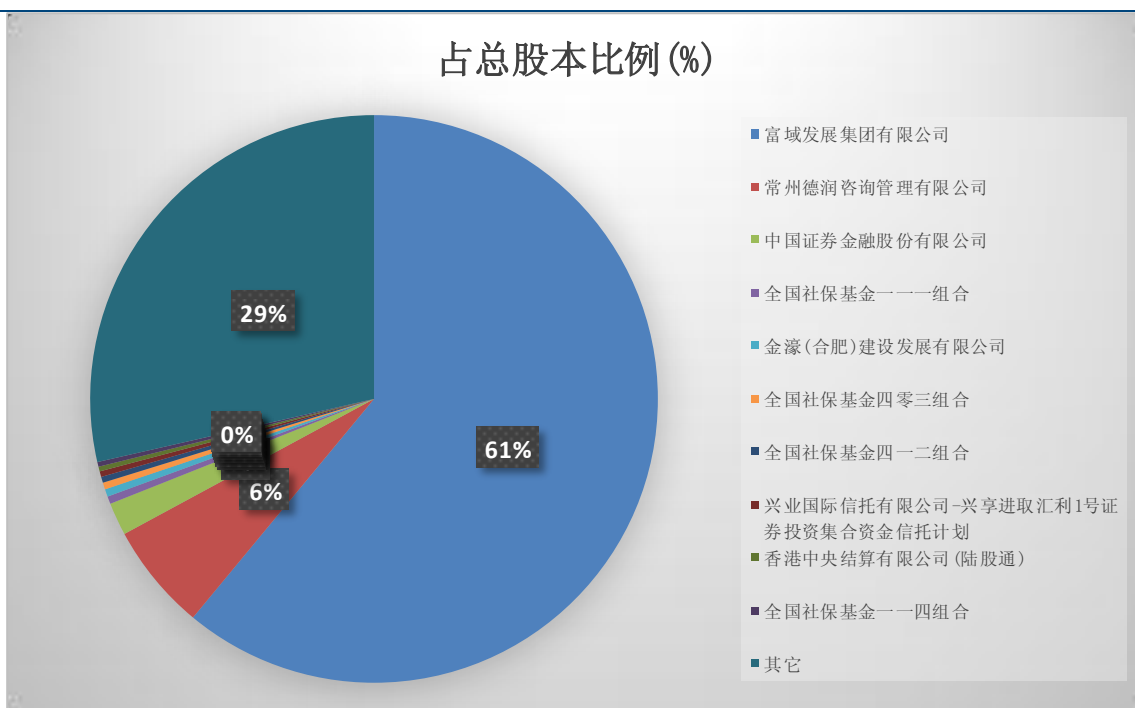


资料来源: 公司 2017 年半年报, 东兴证券研究所

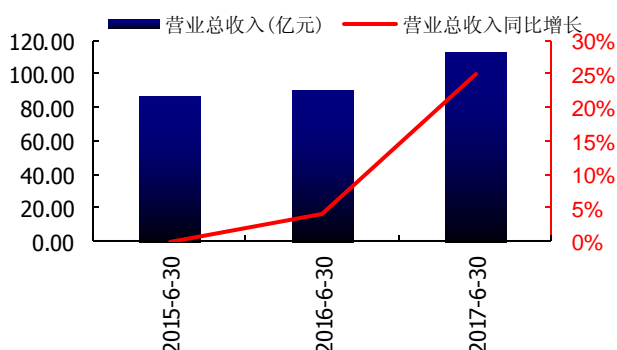
➤ **土储充足、后劲强大。**新周期内,胜者为王,强者恒强,新条件下,龙头房企才能获得更好更多的发展,公司站在新的起点上,筹谋规划全国,希冀成为一流的房地产企业。报告期内,公司通过招拍挂、收并购、棚改等多种方式积极拓展土地资源,进行区域前瞻性布局,储备高潜质项目,上半年新增土地储备 51 幅,总建筑面积达1,571.37万平方米,为冲击行业第一梯队打好基础。

年初公司制定2017年销售目标为850亿,上半年大幅快于计划进度,全年内有望达到1000亿签约销售额,真正实现“千亿为始点”的战略目标。

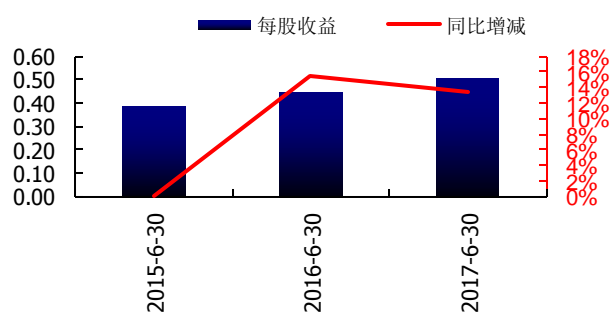
图 5: 截止 2017 年上半年公司股权结构



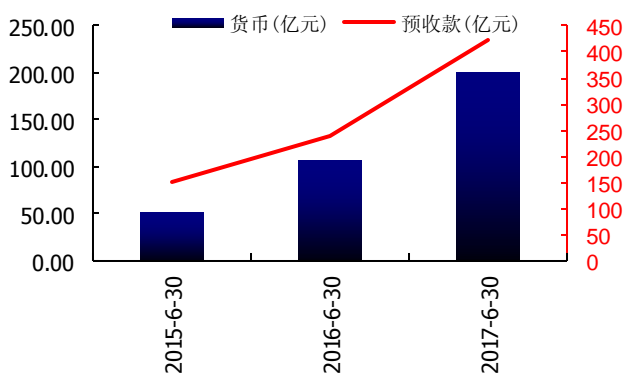
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 6: 营业收入情况


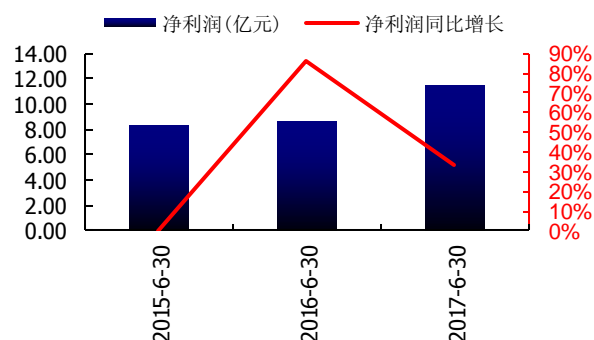
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 每股收益情况


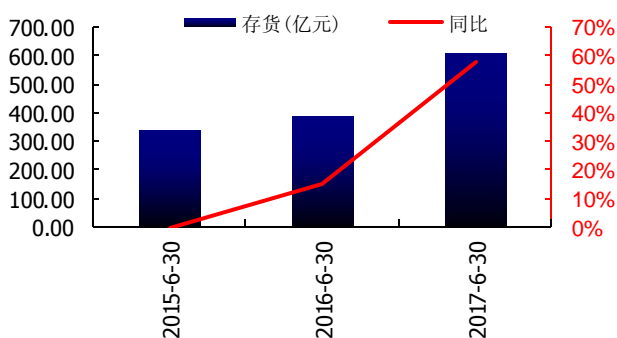
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 货币和预收款情况


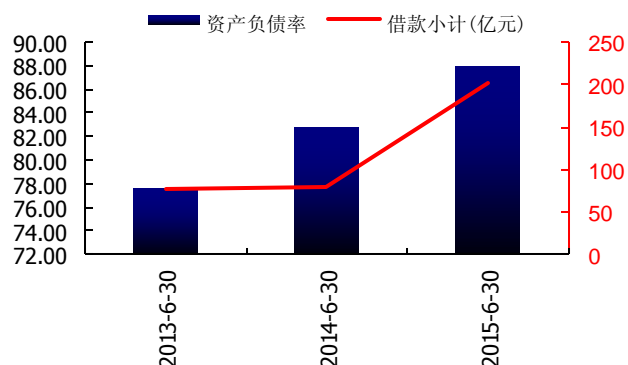
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 净利润情况


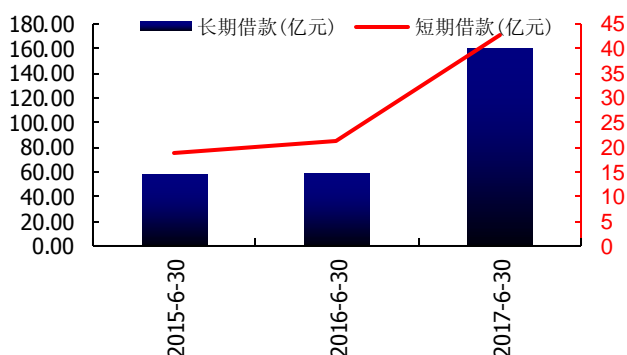
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 存货情况


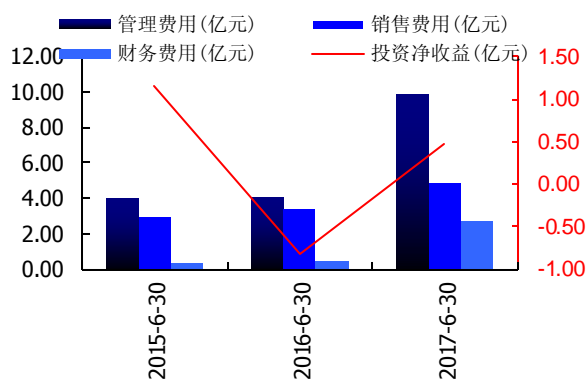
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 11: 资产负债率情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 12：贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 13：销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告、东兴证券

- 多渠道拓展融资，现金实力强大。**今年上半年，国家主动收紧流动性，在融资困难，融资渠道受限的情况下，公司积极拓展融资渠道，获得中国银行间市场交易商协会中期票据、PPN各45亿元的注册。截至报告出具日，公司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%，在境外资本市场实现了完美首秀，并拔得A股民营地产企业美元债头筹，进一步提升了资本市场的知名度，并为公司的持续、快速发展提供了稳定的资金支持。

结论：

公司17年上半年加大拿地力度，在整体调控的市场环境下大量储备优质项目资源。同时公司从南方“调转枪头”重新布局京津冀经济圈，借助已有稀缺资源，积极进行内部整合及外部合作，在目前国家京津冀一体化建设推进之下预计将有更多机遇出现。公司积极拓宽融资渠道也为未来布局发展提供资金支持，公司价值提升前景看好、潜力无限。我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为406亿元、538亿元和691亿元，每股收益分别为1.89元、2.42元和2.93元，对应PE分别为8.87、6.92和5.71，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：销售不达预期、行业调控政策进一步收紧

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	51435	80174	118256	155431	200276	营业收入	23569	27969	40639	53847	69145
货币资金	6469	13401	18288	24231	31115	营业成本	17250	20174	27371	36191	47150
应收账款	6	26	2227	2951	3789	营业税金及附加	1946	1742	2560	3392	4356
其他应收款	3841	17173	24953	33063	42456	营业费用	787	1032	1504	1992	2558
预付款项	6875	7481	8302	9387	10802	管理费用	873	1270	1869	2477	3181
存货	32728	39493	59990	79322	103343	财务费用	131	272	436	1054	1371
其他流动资产	1500	2595	4496	6477	8772	资产减值损失	242.49	0.00	100.00	100.00	100.00
非流动资产合计	16367	22996	20626	20341	20056	公允价值变动收益	815.11	593.99	400.00	400.00	400.00
长期股权投资	2189	4550	4550	4550	4550	投资净收益	118.64	159.77	100.00	100.00	100.00
固定资产	1928.73	2322.01	2046.27	1770.54	1494.80	营业利润	3272	4232	7300	9141	10929
无形资产	79	93	84	74	65	营业外收入	26.49	94.90	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	367	1705	0	0	0	营业外支出	7.86	36.86	40.00	40.00	40.00
资产总计	67802	103171	138881	175772	220332	利润总额	3291	4290	7310	9151	10939
流动负债合计	42023	71072	113529	148309	189512	所得税	891	1134	2193	2745	3282
短期借款	161	779	53110	71804	92572	净利润	2400	3156	5117	6406	7657
应付账款	11481	12108	16497	21814	28419	少数股东损益	563	137	853	938	1032
预收款项	15849	29828	37956	48726	62555	归属母公司净利润	1836	3019	4264	5468	6625
一年内到期的非流	634	6533	2500	2500	2500	EBITDA	3543	4718	8020	10480	12585
非流动负债合计	11908	15730	7057	7137	8137	BPS (元)	1.08	1.34	1.89	2.42	2.93
长期借款	4237	4857	5857	6857	7857	主要财务比率					
应付债券	6949	9786	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	53931	86803	120587	155445	197649	成长能力					
少数股东权益	1740	1514	2367	3305	4337	营业收入增长	14.00%	18.67%	45.30%	32.50%	28.41%
实收资本(或股本)	1708	2259	2258	2258	2258	营业利润增长	37.78%	29.33%	72.49%	25.23%	19.56%
资本公积	2926	2570	2570	2570	2570	归属于母公司净利润	41.22%	28.24%	41.22%	28.24%	21.17%
未分配利润	7406	10220	9709	9052	8257	获利能力					
归属母公司股东权益	12131	14854	15970	17063	18388	毛利率(%)	26.81%	27.87%	32.65%	32.79%	31.81%
负债和所有者权益	67802	103171	138923	175814	220374	净利率(%)	10.18%	11.28%	12.59%	11.90%	11.07%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.71%	2.93%	3.07%	3.11%	3.01%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	15.14%	20.33%	26.70%	32.04%	36.03%
经营活动现金流	-957	8097	-33120	-8722	-8613	偿债能力					
净利润	2400	3156	5117	6406	7657	资产负债率(%)	80%	84%	87%	88%	90%
折旧摊销	139.43	213.62	0.00	285.03	285.03	流动比率	1.22	1.13	1.04	1.05	1.06
财务费用	131	272	436	1054	1371	速动比率	0.45	0.57	0.51	0.51	0.51
应收账款减少	0	0	-2201	-724	-838	营运能力					
预收帐款增加	0	0	8128	10769	13829	总资产周转率	0.40	0.33	0.34	0.34	0.35
投资活动现金流	-798	-8707	2269	400	400	应收账款周转率	2776	1775	36	21	21
公允价值变动收益	815	594	400	400	400	应付账款周转率	2.27	2.37	2.84	2.81	2.75
长期股权投资减少	0	0	164	0	0	每股指标(元)					
投资收益	119	160	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	1.08	1.34	1.89	2.42	2.93
筹资活动现金流	3032	6639	35737	14266	15097	每股净现金流(最新)	0.75	2.67	2.16	2.63	3.05
应付债券增加	0	0	-9786	0	0	每股净资产(最新摊)	7.10	6.58	7.07	7.56	8.14
长期借款增加	0	0	1000	1000	1000	估值比率					
普通股增加	608	551	-1	0	0	P/E	15.58	12.53	8.87	6.92	5.71
资本公积增加	2815	-355	0	0	0	P/B	2.36	2.55	2.37	2.22	2.06
现金净增加额	1277	6029	4886	5944	6884	EV/EBITDA	9.63	9.83	10.10	9.04	8.71

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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

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。