

运营优先缓速提效, 估值提升有空间

投资要点

- **业绩增长具有潜力, 住宅毛利率阶段性回落:** 近期公司发布2019年报, 报告期实现收入858.5亿(+58.9%), 实现归母净利润126.5亿(+20.6%)。2019年公司开发结转803.2亿, 对应毛利率为31.0%, 同比下降4.5pp, 其中, 住宅类项目结转收入422.7亿, 对应毛利率25.6%, 同比下降8.7pp; 另外, 公司租赁收入40.5亿, 同比增长83.2%, 对应毛利率为67.6%, 同比减少0.2pp。住宅销售毛利率下降幅度较多, 与低毛利率项目结算比例增多有关, 如南京、武汉区域。但公司拿地成本控制优异, 毛利率持续下降的可能性较小。
- **调低销售目标, 注重区域深耕。**2019年公司完成销售额2708亿(销售目标2700亿), 同比增长22.5%, 销售规模连续两年位居行业第八位, 销售均价11135元/平方米, 同比下降8.7%。预计公司2020年推货超4000亿, 若按63%去化率估算可完成销售目标2500亿。公司2020年计划新开工1665万方, 相当于2019年实际新开工的52%, 延续2019年下半年以来的降速度控风险思路, 在战略上以优化现有土储、区域深耕和运营提升为重点。
- **拿地明显放缓, 年内计划开业30座吾悦广场。**公司2019年拿地总建面2508万方(可租售面积2338万方), 总地价607亿, 权益比67.7%, 权益拿地支出相比2018年下降了45.3%。截止2019年末公司在105个城市拥有土储1.24亿方, 其中一二线占比38.3%, 长三角区域三四线占比36.0%。2019年底, 公司已开业吾悦广场64座, 租金收入41.1亿, 同比增长94.1%。考虑疫情影响后公司计划2020年新开业吾悦广场30座, 总收入预计超过55亿。
- **净负债率大幅降低, 融资成本小幅上升:** 2019年7月底开始, 公司为确保流动性安全, 累计转让了24个项目公司的全部或部分股权, 交易对价约118.56亿, 有效改善了公司的负债结构, 增强了流动比率。报告期末, 公司有息负债总额740.8亿, 净负债率从2018年的49.2%降低至2019年末的16.4%, 平均融资成本6.73%, 相比2018年末略提升0.26pp。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为6.98元、8.44元、10.16元, 考虑到公司安全性大幅改善, 吾悦广场稳健扩张, 我们给予目标价48元, 对应20年业绩7倍估值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售及回款或不及预期、拿地或低于预期等。

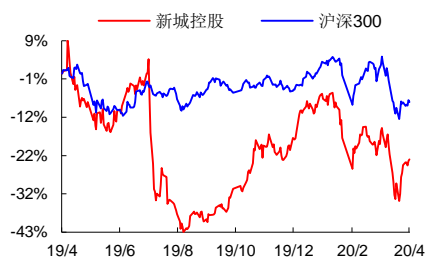
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85847.04	110197.46	139144.21	170168.18
增长率	58.58%	28.36%	26.27%	22.30%
归属母公司净利润(百万元)	12654.03	15753.98	19043.21	22934.96
增长率	20.61%	24.50%	20.88%	20.44%
每股收益EPS(元)	5.61	6.98	8.44	10.16
净资产收益率ROE	21.52%	21.86%	21.61%	21.35%
PE	6	5	4	3
PB	1.15	0.94	0.77	0.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.57
流通A股(亿股)	22.46
52周内股价区间(元)	23.6-46.67
总市值(亿元)	713.58
总资产(亿元)	4,621.10
每股净资产(元)	17.03

相关研究

目 录

1 连续两年位居 TOP10，发展战略转变	1
1.1 苏系房企龙头企业，2019 年权益销售额第八	1
1.2 2019H2 拿地大幅减少，净负债率明显降低.....	3
1.3 2020 货值充裕，三四线销售朝龙头及优质房企集中.....	5
2 商业和物管奠定协同优势，估值上行趋势已现	8
2.1 2020 年计划开业 30 家吾悦广场	8
2.2 新城悦服务综合排名稳步提升	10
3 盈利预测与估值	12
4 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司发展主要节点	1
图 2: 2018 年权益销售额位居行业第 9	1
图 3: 2019 年权益销售额位居行业第 8	1
图 4: 公司股权较为集中, 实际控制人通过 H 股控股 A 股, 另外控股新城悦	2
图 5: 2019 年销售额按区域分布	3
图 6: 2019 年销售面积按区域分布	3
图 7: 近五年公司拿地金额及权益占比	4
图 8: 近三年拿地成本控制优异	4
图 9: 公司土储的结构划分	4
图 10: 公司净负债率大幅降低	5
图 11: 有息负债规模及融资成本保持稳定	5
图 12: 公司 2020 年推货的结构划分	5
图 13: 2020 年销售额展望	6
图 14: 2020 年销售面积展望	6
图 15: 2020 年初以来 30 大中城市商品房销量恢复情况	6
图 16: 2020 年初以来强三线城市商品房销量恢复情况	6
图 17: 2019 年分月度来看各类城市新房销量变化	7
图 18: 过去九年各类城市新房销售月均套数变化	7
图 19: 公司与其他优质房企的 ROE 对比 (加权, %)	8
图 20: 截止 2020 年 3 月底, 公司开业+储备吾悦广场共计 124 座	9
图 21: 过去五年吾悦广场的租金收入和出租率 (亿元/%)	9
图 22: 过去九年各类城市新房销售月均套数变化	9
图 23: 公司计划在 2020 年开业的吾悦广场	10
图 24: 新城悦在百强物业管理公司的排名持续上升	10
图 25: 新城悦协议管理面积已达到 1.53 亿方	10
图 26: 2019 年新城悦增值服务收入占比首次超过 50%	11
图 27: 过去五年新城悦毛利率水平保持稳中有升	11
图 28: 新城悦净利润表现及增速 (亿/%)	11
图 29: 新城悦各类业务毛利率水平及变化	11

表 目 录

表 1: 过去五年公司情况 (2019 年下半年基本没拿地)	4
表 2: 43 样本城市按能级/相对位置划分	7
表 3: 恒大、碧桂园和新城控股在一季度的销售表现	7
表 4: 分业务收入及毛利率	12
表 5: 公司每股 NAV 估算	13
附表: 财务预测与估值	14

1 连续两年位居 TOP10，发展战略转变

1.1 苏系房企龙头企业，2019 年权益销售额第八

新城控股集团股份有限公司（以下简称“新城控股”或“公司”）于 1993 年成立于江苏常州，业务涉及房产开发投资、商业管理等多个板块，2002 年开始走出常州，2009 年战略重心转至上海，确立长三角区域深耕的发展思路。2010 年公司销售额突破百亿，2011 年公司大胆走出长三角区域，布局武汉、长沙等中部核心城市，2013 年公司销售额突破 200 亿，之后公司加大全国化布局的步伐。2015 年受益去库存政策，公司销售突破 300 亿。2016 年得益于区域市场溢价的攀升，公司销售实现 500 亿门槛的关键突破，超过 650 亿。2017 年首次跨入千亿，2018 年销售顺利突破 2000 亿，2019 年公司销售额突破 2700 亿，连续两年稳定在行业 TOP10 序列。

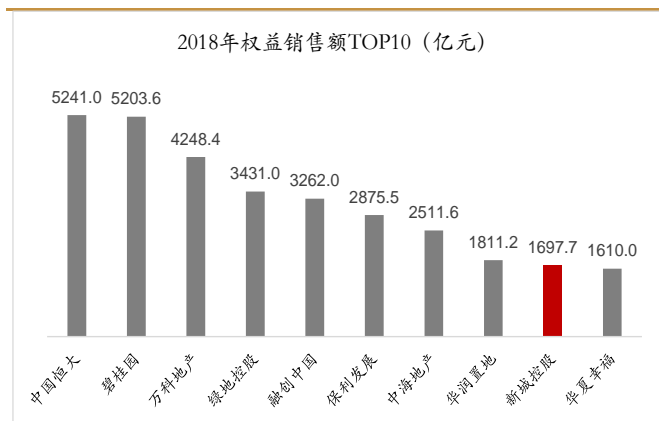
图 1：公司发展主要节点



数据来源：公司资料，西南证券整理

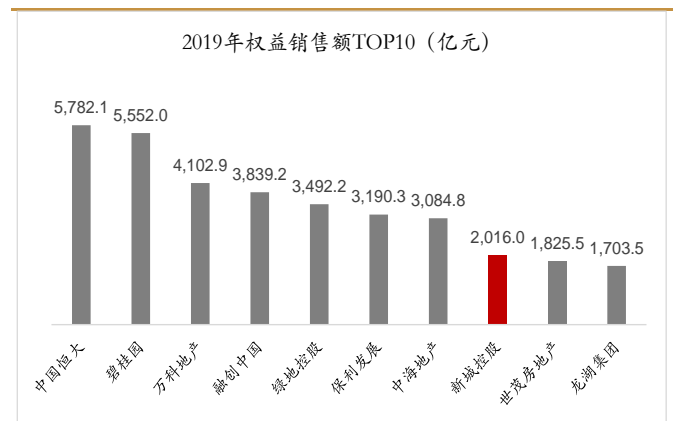
剔除合作开发的影响，按权益销售额口径，公司 2018 年和 2019 年分列行业第九位和第八位。

图 2：2018 年权益销售额位居行业第 9



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2019 年权益销售额位居行业第 8



数据来源：Wind，西南证券整理

新城控股于 2001 年完成 B 股上市，2012 年完成港股上市，2015 年成为首家 B 转 A 股民营房企。

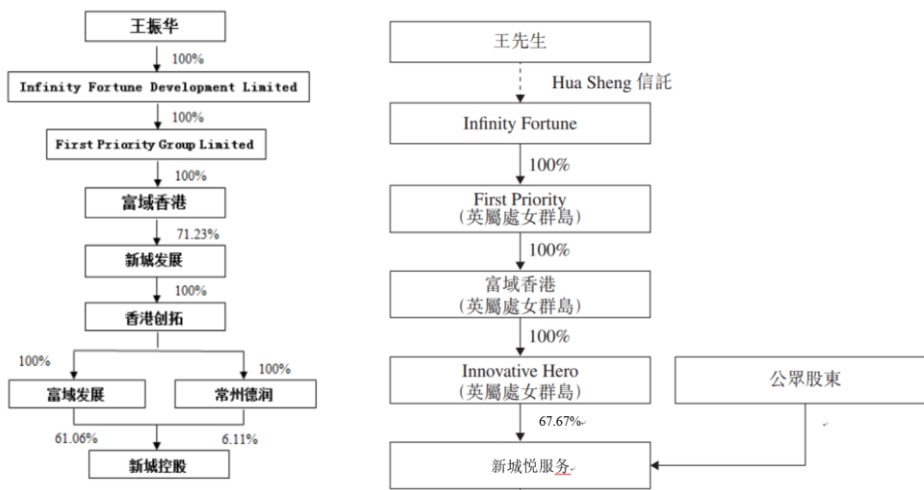
- 2001 年 8 月 8 日，江苏五菱柴油机股份有限公司（“五菱 B 股”的上市主体）的控股股东武进柴油机厂与王振华控制的江苏新城实业集团有限公司及关联机构签署

《股权转让协议》，向后者转让五菱 B 合计 58.86% 的股权。之后王振华注入相关资产，上市主体更名为江苏新城地产股份有限公司（股票简称“新城 B”，代码为 900950.SH），自此江苏新城正式登陆 B 股。

- 2012 年 11 月 29 日，公司的母公司新城发展控股有限公司（以下简称“新城发展”）登录 H 股（代码为 1030.HK，全球发售 14.18 亿股，首发价格 1.45 港币每股）。
- 2015 年 11 月，公司启动发行股份吸收合并江苏新城地产股份有限公司，原江苏新城股东按照 1: 0.827 的比例自动转换为新城控股 A 股股票，新城 B 股（股票代码：900950）于 2015 年 11 月 23 日终止上市。
- 2015 年 12 月 4 日，公司发行股票完成，流通部分在 A 股（新城控股，代码 601155.SH）上市交易。
- 2018 年 11 月 6 日，新城系旗下的物管公司“新城悦控股有限公司”（简称新城悦服务）于香港上市（代码 1755.HK），其最终控股公司为 Infinity Fortune Development Limited，最终控股股东为王振华。
- 2019 年 7 月 4 日，公司发布公告，选举公司董事兼总裁王晓松先生任公司第二届董事会董事长。王晓松基本情况：男，1987 年 12 月生，2009 年毕业于南京大学环境科学专业，本科学历，是公司实际控制人王振华之子，曾任江苏新城地产股份有限公司常州公司工程部土建工程师、上海公司工程部助理经理、项目总经理，江苏新城地产股份有限公司总裁助理、董事兼总裁。

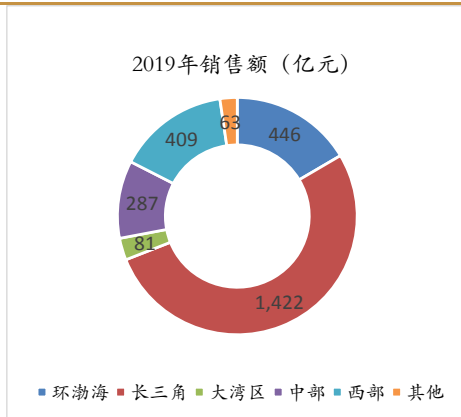
公司是少有的实际控制人绝对控股，并由港股上市平台控股 A 股平台的地产公司。在融资便利方面，双层架构具有明显优势。新城悦服务，实控人的控股比例也很高。

图 4：公司股权较为集中，实际控制人通过 H 股控股 A 股，另外控股新城悦

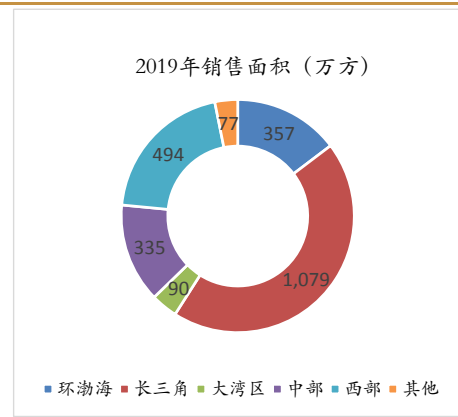


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司立足长三角，但长三角以外的区域布局已经十分充分，截止到 2019 年底，公司已经基本完成了全国重点城市群及重点城市的布局，已经进驻 105 个大中型城市。2019 年销售结构中，不难看出长三角以外的区域，销售额占比为 47.5%，销售面积占比为 55.6%。

图 5：2019 年销售额按区域分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6：2019 年销售面积按区域分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

从城市能级来看, 2019 年销售额中, 一线占比 7%、二线占比 37%、长三角区域的三四线城市占比 39%、其他地区的三四线城市占比 17%。从产品类型来看, 2019 年销售额中 71% 为住宅贡献, 29% 为综合体 (指综合体地块中可售的住宅、酒店式公寓、沿街商铺等, 对应公司的商业开发事业部) 贡献。

从区域竞争力来看, 公司的优势区域在三四线城市。新城控股在大本营常州 2019 年销售市占率 17.5%, 位居第一, 在江苏苏北的宿迁、连云港、淮安和盐城的市占率分别为 11.3%、8.4%、6.3% 和 12.2%, 均为当地市场市占率第一, 另外在云南昭通、陕西汉中、陕西延安的市占率分别为 25.9%、16.3% 和 7.2%, 位居第一, 竞争力突出。另外, 公司在河北沧州、河北唐山的市占率位居第二。相比较而言, 新城控股在中心城市比如天津、苏州、上海等城市的市占率较高, 在第五第六的水平, 其他中心城市市占率明显要低一些。

1.2 2019H2 拿地大幅减少, 净负债率明显降低

2019 年 7 月公司董事长变更后, 公司发展战略的重点发生了转变, 公司从追求增长速度及规模排名 (双轮驱动、区域聚焦、快速周转、团队激励) 转向为追求可持续发展、稳健发展的缓速增效 (稳中求进、地域深耕、运营优先、科技赋能)。最重要的几个标志, 一个 2019H2 拿地锐减, 一个是净负债率阶段性地降低至 20% 以内的过低位置, 一个是 2020 年销售目标有所下滑。

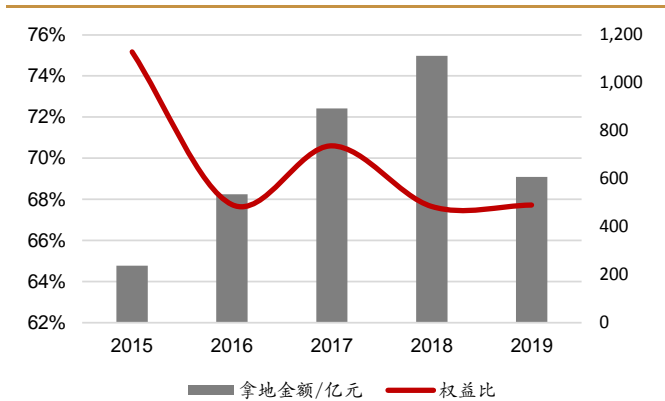
从公司拿地情况来看, 2018 年是公司拿地峰值, 总地价达 1112.17 亿, 权益地价达 752.41 亿。2019 年拿地权益地价仅为 411.33 亿, 同比下降了 45.3%, 2019H2 公司大幅放缓了拿地, 当时主要是为了应对可能的流动性风险。2020 年 1 月和 2 月, 公司也仅拿地 7 宗, 总地价约 32.6 亿。考虑疫情的影响, 公司在 2020Q2-Q4 的拿地情况值得密切关注。

表 1: 过去五年公司情况 (2019 年下半年基本没拿地)

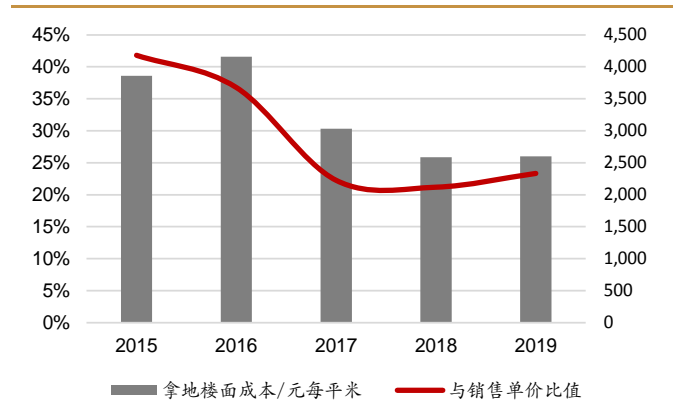
年份	权益比	占地面积/万方	总建面/万方	总地价/亿元	楼面价/元每平方米 (按总建面)	楼面价/元每平方米 (按可售建面)
2015	75.17%	286.38	950.68	237.52	2498	3858
2016	67.74%	487.91	1424.22	535.81	3762	4160
2017	70.60%	1218.60	3392.80	893.55	2634	3031
2018	67.65%	1549.11	4773.24	1112.17	2330	2584
2019	67.72%	802.55	2508.47	607.42	2421	2598

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从拿地权益比来看, 公司控制地较为稳健, 从拿地成本来看, 公司控制也很得力, 这与公司的区域聚焦战略和综合体拿地的模式有密切关系。

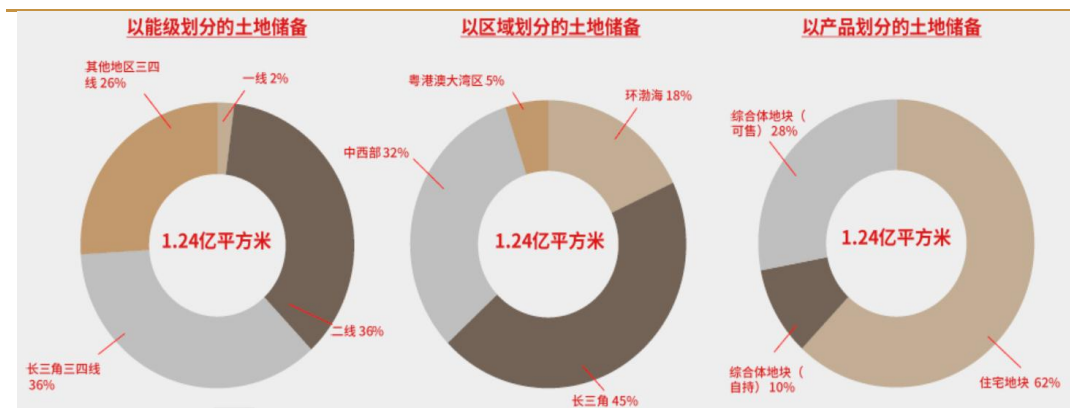
图 7: 近五年公司拿地金额及权益占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 近三年拿地成本控制优异


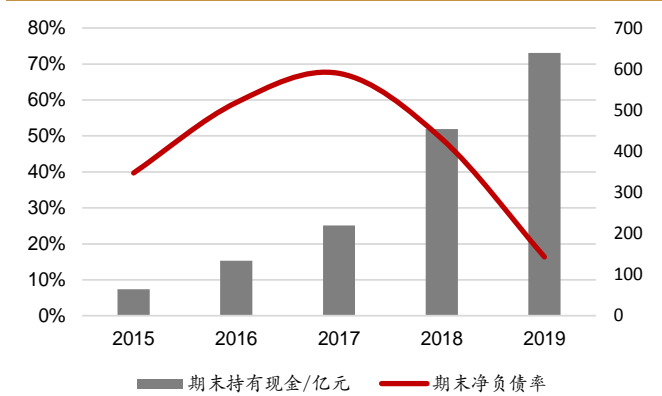
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

截止到 2019 年底, 公司土储储备 1.245 亿平方米 (按总建面-累计竣工面积计), 权益比为 74.76%, 在全国 105 个大中城市有约 440 个项目。按能级划分, 其中一线城市占比 2%, 二线城市 (省会城市及大连、青岛、宁波、厦门和苏州) 占比 36%, 长三角区域的三四线城市占比 36%, 其他区域的三四线城市占比 26%。

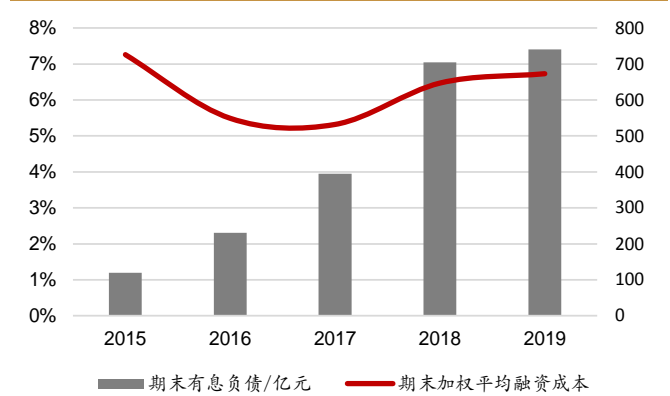
图 9: 公司土储的结构划分


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2019 年下半年公司大幅减少拿地，同时随着部分资产转让处置、销售持续回笼、已售资源按节奏交付，导致了 2019 年末公司有息负债规模相比 2018 年小幅上升 5.1% 至 740.76 亿，公司净负债率从 2018 年末的 49.20% 大幅降低至 2019 年末的 16.36%，公司安全性大幅度提升。

图 10：公司净负债率大幅降低


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：有息负债规模及融资成本保持稳定


数据来源：公司公告，西南证券整理

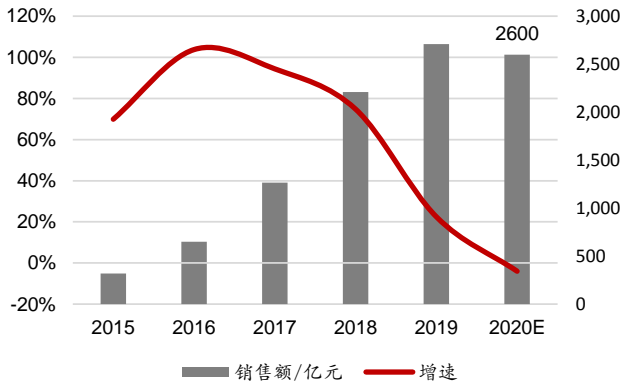
1.3 2020 货值充裕，三四线销售朝龙头及优质房企集中

随着公司主动放缓拿地和增长速度，2020 年又叠加新冠疫情 COVID-19 的冲击，公司审慎下调了 2020 年年度销售目标至 2500 亿。2020 年公司预计总共推货 3990（1190 亿为 2019 年底带入，2800 亿为 2020 年新增），按 63% 的去化率估计就能完成销售目标（2019 年公司去化率约 70%）。我们预计，随着利好政策的持续落地和购房需求的修复，公司全年销售可能达到 2600 亿（下滑 3.99%）。对比 2019 年的销售结构和 2020 年的推货结构，2020 年推货中一线城市占比有小幅提升，我们预计 2020 年销售单价相比 2019 年有略微增长。

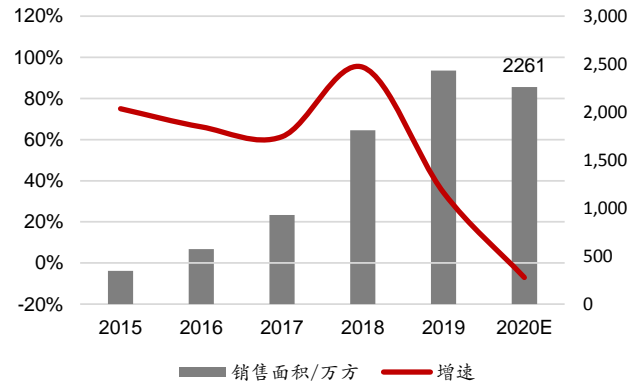
图 12：公司 2020 年推货的结构划分


数据来源：公司公告，西南证券整理

保守预计 2020 年销售单价增长 3.3% 至 11500 元每平方米，公司 2020 年销售面积可能下滑 7.04% 至 2261 万平方米。

图 13: 2020 年销售额展望


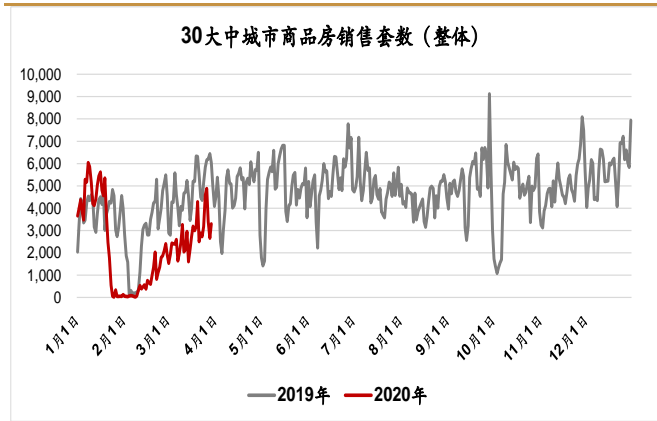
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2020 年销售面积展望


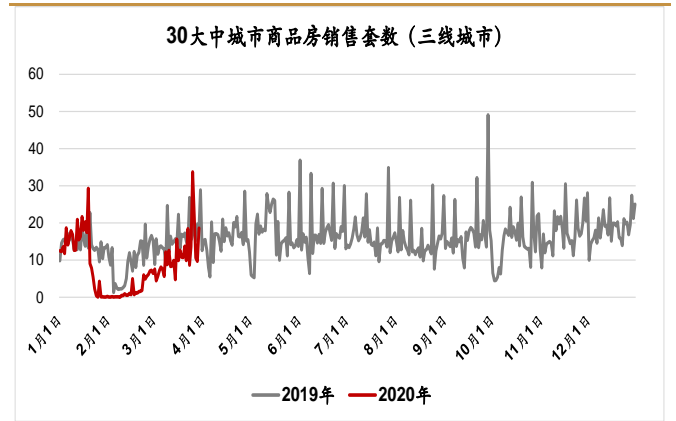
数据来源: Wind, 西南证券整理

从可售货值的绝对能级来看, 新城控股 2020 年推盘结构中, 一二线占比仅 45%, 其余三四线城市的市场表现对公司销售的影响显而易见。我们总体的看法是: 三四线作为一个整体交易量相比 2019 年或有较大幅度下滑, 但从结构性看, 长三角和大湾区的三四线城市可能显著好于全国三四线城市平均水平, 从受益房企来看, 三四线城市表现出更为明显的“冷热不均”, 可能不是“龙头和优质房企受损程度低、中小房企受损程度高”, 而是“龙头和优质房企受益、中小房企明显受损”的洗牌式格局。

1) 从复工角度来看, 三四线与农民工的距离相比而言更近, 售楼处及项目复工进度其实更快, 从较强的三线城市来看, 3 月的交易峰值已经超过去年同期水平。

图 15: 2020 年初以来 30 大中城市商品房销量恢复情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 2020 年初以来强三线城市商品房销量恢复情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

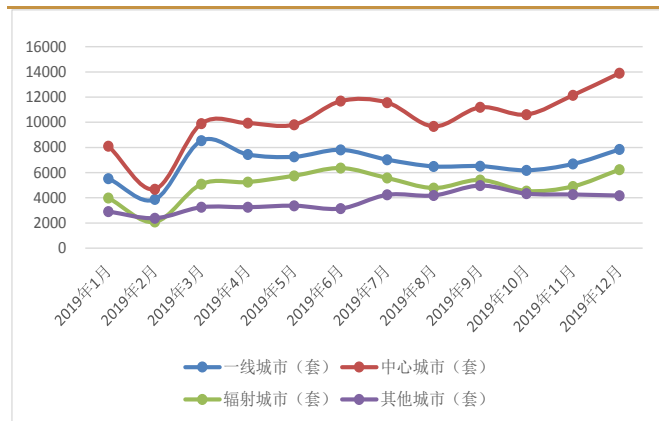
2) 从过去两年的数据来看, 中心城市和周期辐射的三四线城市新房市场表现明显要强一些。我们跟踪了 43 个重点城市如下表所示。综合考虑城市能级及城市相对位置关系影响, 我们将 43 个样本城市分成四大类。

表 2: 43 样本城市按能级/相对位置划分

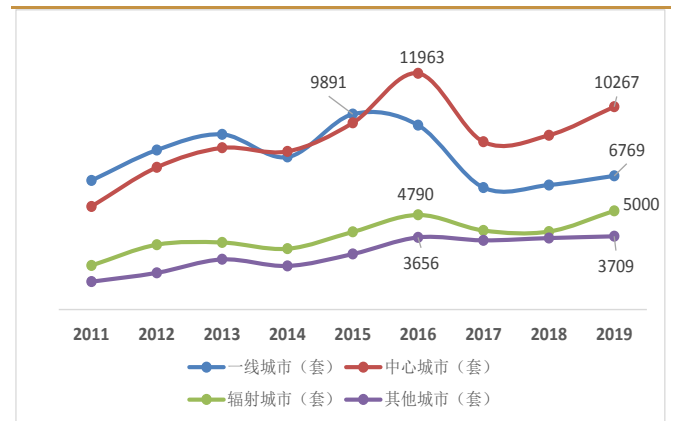
个数	城市类型	具体城市名单													
4	一线城市	北京	上海	广州	深圳										
12	中心城市	武汉	成都	重庆	杭州	南京	合肥	福州	厦门	济南	青岛	南昌	南宁		
14	辐射城市	苏州	无锡	常州	扬州	江阴	宁波	金华	绍兴	佛山	东莞	惠州	珠海	泰安	泉州
13	其他城市	吉林	长春	大连	淮安	连云港	温州	台州	韶关	汕头	襄阳	岳阳	赣州	安庆	

数据来源: 西南证券整理 (这里面有 20 个城市是商品住宅统计口径, 另 23 个城市是商品房统计口径)

从 2019 年月均成交水平来看, 我们对比了各类城市 2011 年至 2019 年的数据。不难发现, 两类三四线城市在 2019 年的新房销量创出历史新高, 均高于 2016 年的水平。一线城市从 2015 年的高位回落销量在缓步回升, 2019 年月均销量相比 2015 年依然下滑 31.6%。中心城市销量从 2017 年触底后持续回升, 2019 年回升幅度变大, 但相比 2016 年峰值依然下滑 14.2%。综合比较 2019 年月度销售及过去九年各类城市销售表现, 2019 年有“协同或共生”关系的中心城市及其周边辐射城市整体走势会更强些, 表现出较为明显的“位置属性”。与此相对, 一些城市受供给限制, 销量依然在相对低位。其他三四线城市整体在高位横盘, 各自按自身的周期轮番演绎, 表现出较明显的分化特征。

图 17: 2019 年分月度来看各类城市新房销量变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 过去九年各类城市新房销售月均套数变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

3) 三四线布局多的龙头房企 2020 年 2 月、3 月销售表现亮眼。比如 2 月份恒大的销售表现亮眼, 3 月碧桂园的销售金额同比已经回正。从一季度累计增速来看, 恒大同比增长 22.5%、碧桂园下降 16.1%、新城控股下降 36.8%。尽管公司一季度销售增速相对龙头房企而言较差, 但也充分说明并非三四线布局多的房企 2020 年销售都不行。

表 3: 恒大、碧桂园和新城控股在一季度的销售表现

月份	恒大销售额		恒大销售回款		碧桂园权益销售额		新城控股销售额	
	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019
1 月	406 亿	432 亿	282 亿	166 亿	329 亿	331 亿	112 亿	110 亿
2 月	447 亿	215 亿	187 亿	293 亿	209 亿	418 亿	55 亿	127 亿
3 月	612 亿	549 亿	664 亿	271 亿	469 亿	451 亿	129 亿	231 亿
一季度	1465 亿	1196 亿	1133 亿	730 亿	1007 亿	1200 亿	296 亿	468 亿

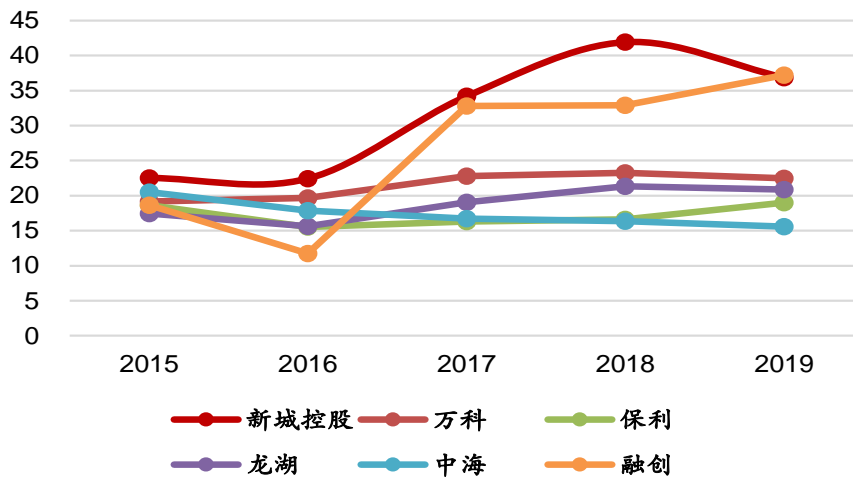
数据来源: 公司公告、克而瑞、西南证券整理

2 商业和物管奠定协同优势，估值上行趋势已现

2.1 2020 年计划开业 30 家吾悦广场

新城控股在 2016-2019 年能够维持高速增长的核心原因在于“三四线房地产价值的重估”（行业趋势）和“商业+住宅”的双轮驱动模式（模式优势）。具体从模式上看，公司通过优异的商业运营能力去获取综合体项目，使得拿地成本控制得力，通过吾悦广场的集群和网络效应提振新城可售产品的影响力和溢价能力，通过住宅端销售回款拓展和持有核心商业、通过商业的租金管理费收入冲抵现金流风险有效提升财务杠杆。过去几年公司的 ROE 表现基本上比其他龙头公司都要突出。相比较而言，港股的融创中国与公司较为接近。如果没有商业地产的加持和财务杠杆，新城的 ROE 难以维持在 30% 以上的高位。

图 19：公司与其他优质房企的 ROE 对比（加权，%）



数据来源：公司公告，西南证券整理（保利 20 年为预测值）

截止到 2020 年 3 月末，公司开业的吾悦广场有 63 座，储备的吾悦广场 61 座，共计 124 座，布局全国 27 个省份及直辖市。公司在 2015 年之前仅开业了三个吾悦广场（2012 年 4 月开业的常州吾悦广场、2012 年 12 月开业的常州国际广场、2014 年 12 月开业的青浦吾悦广场），2015-2019 年分别开业 3 座、5 座、12 座、19 座和 21 座，开业速度显著加快。

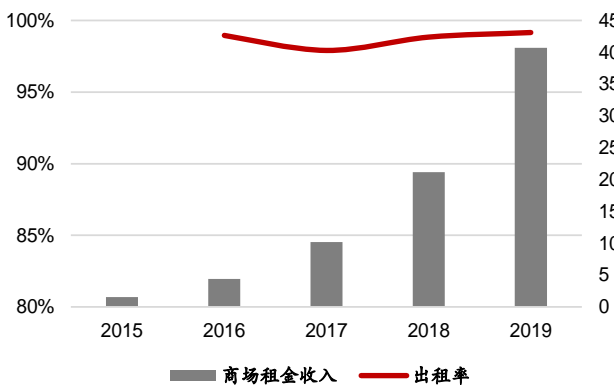
图 20: 截止 2020 年 3 月底, 公司开业+储备吾悦广场共计 124 座



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

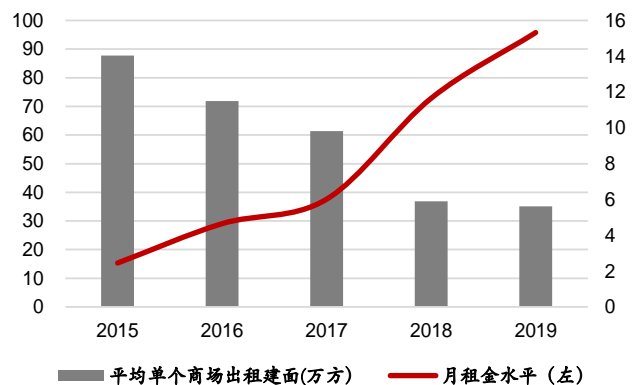
吾悦广场从 2015 年开始发力, 从出租率、月租水平、租金增长速度等指标来看, 吾悦广场表现十分出色, 彰显了其良好的选址定位、客户细分、业态招租和运营管理能力。2019 年末, 63 座已运营的吾悦广场整体出租率为 99.16%, 单个商场平均租赁建面 5.62 万方, 月平均租金水平为 95.78 元每平米。从运营动态情况来看, 开业 5 年以上的吾悦广场 2019 年 (总共 3 座) 平均租金收入为 1.67 亿元每座, 同比增长 14.8%; 开业 3-5 年以上的吾悦广场有 8 座, 2019 年平均租金收入为 0.90 亿元每座, 同比增长 27.0%; 开业 1-3 年的吾悦广场有 31 座, 2019 年平均租金收入为 0.77 亿元每座; 开业一年以内的商场有 21 座 (平均开业年限为 0.25 年, 大部分集中在 9-12 月开业), 年化平均租金为 0.88 亿元每座。

图 21: 过去五年吾悦广场的租金收入和出租率 (亿元/%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 22: 过去九年各类城市新房销售月均套数变化



数据来源: Wind, 西南证券整理

2020 年公司考虑到疫情的冲击, 公司计划开业 30 座吾悦广场(相比此前计划略有缩减), 如果按期完成, 截止到 2020 年末公司开业的吾悦广场将达到 93 座, 目标年租金收入为 55 亿, 同比增长 35%。

图 23: 公司计划在 2020 年开业的吾悦广场

1	哈尔滨哈西吾悦广场	11	贵港吾悦广场	21	襄阳吾悦广场
2	长春北湖吾悦广场	12	嘉兴海盐吾悦广场	22	南京雨花吾悦广场
3	西安沣西吾悦广场	13	六安吾悦广场	23	遵义吾悦广场
4	阜阳颍州吾悦广场	14	唐山吾悦广场	24	盐城东台吾悦广场
5	昆明呈贡吾悦广场	15	苏州高铁吾悦广场	25	温州吾悦广场
6	徐州贾汪吾悦广场	16	盐城大丰吾悦广场	26	安宁吾悦广场
7	湖州吾悦广场	17	盐城射阳吾悦广场	27	天长吾悦广场
8	兴化吾悦广场	18	荆州吾悦广场	28	贵阳清镇吾悦广场
9	昭通吾悦广场	19	滁州吾悦广场	29	随州吾悦广场
10	包头昆区吾悦广场	20	西宁城东吾悦广场	30	北海吾悦广场

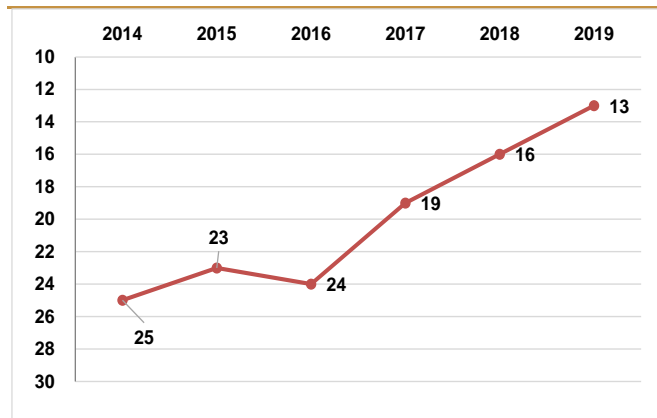
数据来源: 公司资料, 西南证券整理

2.2 新城悦服务综合排名稳步提升

新城悦服务集团有限公司(以下简称新城悦, 代码 1755.HK) 与新城控股属于同一实际控制人, 并没有股权上的隶属关系。尽管如此, 在业务模式上, 新城悦服务对于商场的租赁管理和新城品牌的维护提升有着直接的推动作用。从业务模式上看, 开发销售、商业收租和物业管理三块业务是相辅相成、协同发展的。

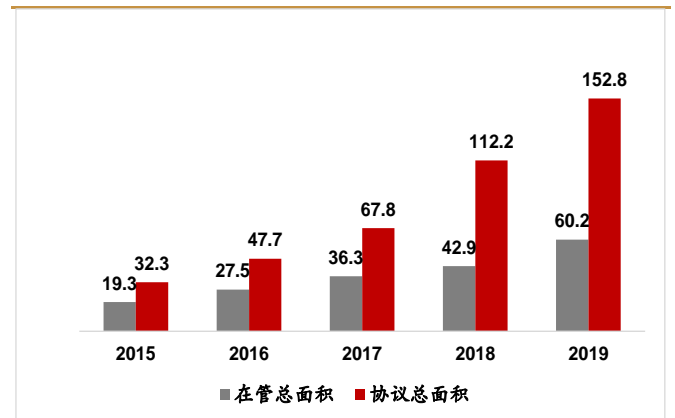
在 2019 年中指院发布的物业服务百强企业排行榜中, 新城悦综合排名位居第 13 位(相比 2018 年上升了 3 位)。新城悦的收入分为物业管理服务和增值服务(包括物业开发商相关服务、社区相关服务和智慧园区服务三类)。2019 年, 新城悦实现收入 20.24 亿, 其中, 物业管理服务收入占比 41.9%、开发商增值服务收入占比 32.0%、社区增值服务收入占比 8.7%、智慧园区服务收入占比 17.4%, 相比 2018 年增值服务合计收入占比首次超过 50%。

图 24: 新城悦在百强物业管理公司的排名持续上升



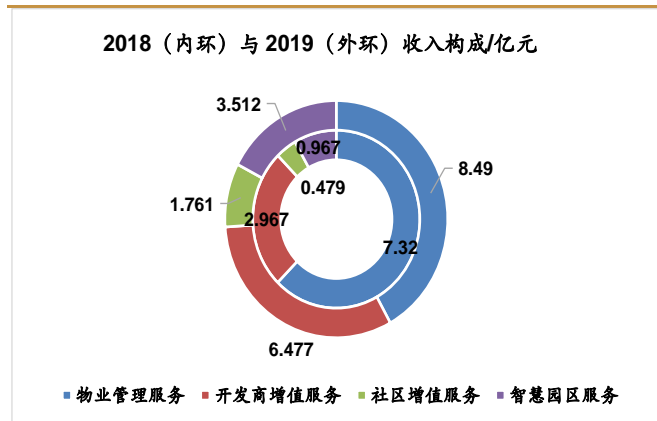
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 25: 新城悦协议管理面积已达到 1.53 亿方

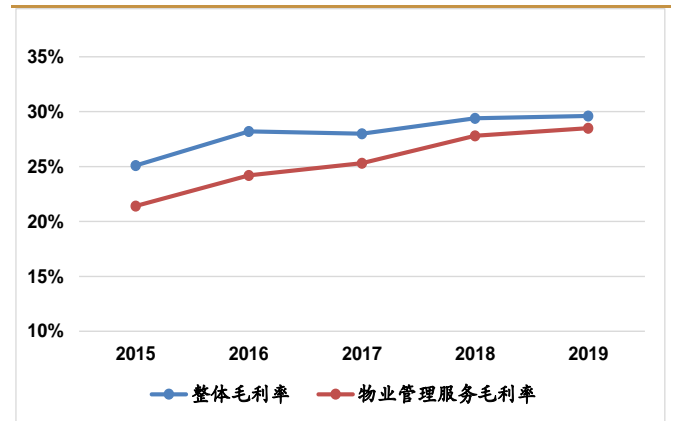


数据来源: Wind, 西南证券整理

在物业管理服务领域，新城悦加大了拓展第三方的力度，2019年第三方拓展团队人数相比2018年增加了超过1倍，2019年新增第三方合约面积达到10.1百万平方米，超过70%为新项目。而且物业管理服务毛利率也有提升了0.7个百分点至28.5%：1) 新项目比例在提升，而新项目往往有更高的毛利率 2) 继续优化项目组合，改善或调出毛利率较低的项目 3) 继续完善激励一线团队人员。

图 26：2019 年新城悦增值服务收入占比首次超过 50%


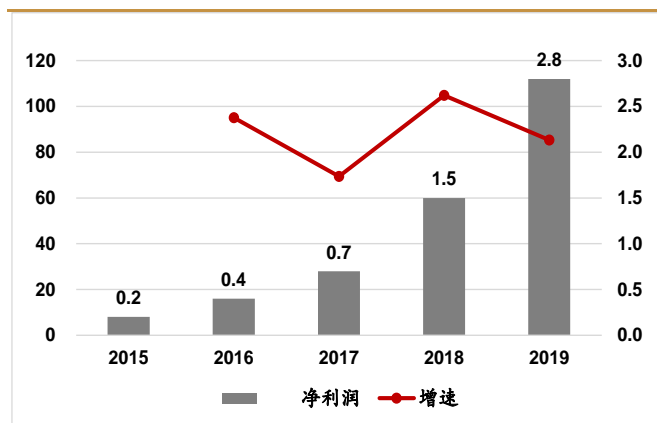
数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：过去五年新城悦毛利率水平保持稳中有升


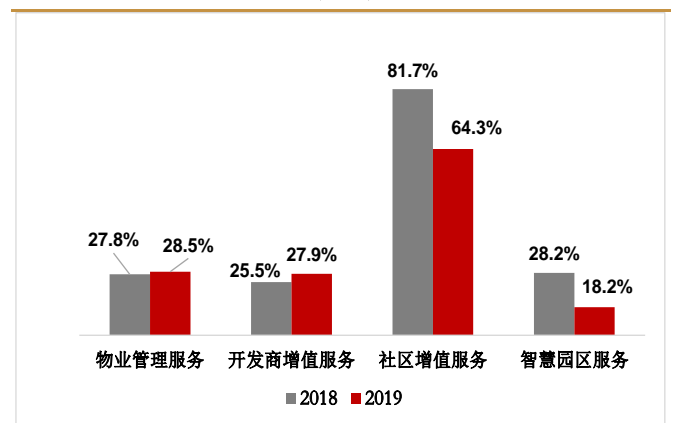
数据来源：Wind，西南证券整理

在开发商增值服务方面，新城悦2019年收入达到6.48亿，同比增长118.3%，主要因为新城系2019年新增案场和交付面积的同比增加。另外新城悦也为第三方开发商提供案场服务或咨询服务（2019年这一块收入占开发商增值服务收入的比例为5.8%）。这一块业务既有量的增长，也有毛利率的提升，2019年毛利率提升了2.4个百分点至27.9%。

在社区增值服务方面，新城悦2019年增长最为显著，收入同比增长267.7%至1.76亿。主要因为新城悦在资产管理服务板块（车位销售代理业务快速增长）和拎包入住业务板块的快速增长。这一块毛利率很高，2019年为64.3%。在智慧园区业务方面，新城悦2019年收入增长263.1%至3.51亿，主要是智慧工程施工领域从住宅项目大幅拓展至智慧商场项目所致。

图 28：新城悦净利润表现及增速 (亿/%)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 29：新城悦各类业务毛利率水平及变化


数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 公司物业销售在 2020-2022 年的结转收入增速分别为 28%、26%和 22%，毛利率维持 30%不变；

假设 2: 2020-2022 年公司持有型物业的租金及管理费收入增速分别为 35%、30%和 25%，毛利率维持在 65%不变；

假设 3: 其他业务在 2020-2022 年的收入增速维持 30%不变，毛利率维持 2019 年同样水平不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
物业销售	收入	803.22	1028.1	1295.4	1580.4
	增速	58.0%	28.0%	26.0%	22.0%
	毛利率	30.98%	30.00%	30.00%	30.00%
物业出租及管理	收入	40.55	54.7	71.2	89.0
	增速	83.2%	35.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	67.57%	65.00%	65.00%	65.00%
其他业务	收入	14.70	19.1	24.8	32.3
	增速	35.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	27.28%	27.28%	27.28%	27.28%
合计	收入	858.47	1102.0	1391.4	1701.7
	增速	58.59%	28.36%	26.27%	22.30%
	毛利率	32.65%	31.69%	31.74%	31.78%

数据来源: Wind, 西南证券

从净资产价值角度分析，公司有两大类资产，开发出售类资产和已运营的持有类资产（公司采用公允价值计量）。我们估算公司开发类资产的每股 NAV 为 62.91 元，当前股价相比每股 NAV 折让 49.7%。考虑到公司当前很低的净负债率、吾悦广场持续稳定的租金收入和可观的增速、相对确定的业绩增速，该折让幅度也明显偏高。

如果我们简单地把开发类物业当做沉淀持有类物业的手段，即便不再新增储备吾悦广场，当前公司旗下的吾悦广场可以实现 70 亿的租金收入，相比当前还有 70% 的增长空间，按三年实现这一部分也可以另外再贡献增量每股 NAV 13.1 元。两者合计后的每股 NAV 为 76 元，即便考虑三四线城市可能存在的风险，较合理的估值水平相当于每股 NAV 折让 35-40% 之间，即合理股价位于 45.6-49.4 元之间，当前股价明显低估。

表 5: 公司每股 NAV 估算

类别	数值	单位
DATE (最新日期)	2020/4/4	
YEAR (最新年报)	2019/12/31	
WACC	8.82%	
项目增值	1035.43	亿元
总股本	22.57	亿股
每股增值	45.88	元 (人民币)
账面每股净资产	17.03	元 (人民币)
每股 NAV	62.91	元 (人民币)
股价	31.62	元 (人民币)
折让比率	49.7%	

数据来源: Wind, 西南证券

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 6.98 元、8.44 元、10.16 元, 考虑到公司安全性大幅改善, 吾悦广场稳健扩张, 我们给予目标价 48 元, 对应 20 年业绩 7 倍估值, 维持“买入”评级。

4 风险提示

- 1) 疫情的修复时间超预期, 影响吾悦广场开业及已运营商场的租金收入;
- 2) 公司在三四线城市的销售及回款可能低于预期;
- 3) 公司 2020 年交付或低于预期;
- 4) 公司在 2020 年拿地整体或低于预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85847.04	110197.46	139144.21	170168.18	净利润	13329.90	16583.14	20045.48	24142.06
营业成本	57822.37	75274.24	94977.76	116092.13	折旧与摊销	323.74	128.76	129.24	129.83
营业税金及附加	5605.31	7171.77	9065.54	11082.78	财务费用	891.99	761.88	1234.90	1323.10
销售费用	4371.94	4628.29	5844.06	7147.06	资产减值损失	-939.66	-563.79	-676.55	-744.21
管理费用	3819.87	4628.29	5844.06	7147.06	经营营运资本变动	31437.50	-43501.69	-9949.30	26.55
财务费用	891.99	761.88	1234.90	1323.10	其他	-1463.29	-2461.09	-2870.50	-2997.83
资产减值损失	-939.66	-563.79	-676.55	-744.21	经营活动现金流净额	43580.18	-29052.81	7913.26	21879.51
投资收益	2690.15	1076.06	1022.26	971.14	资本支出	-406.92	201.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	2647.05	2382.35	2549.11	2727.55	其他	-8620.04	-1517.07	-1763.39	-2018.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9026.96	-1315.77	-1566.79	-1820.04
营业利润	17647.60	21755.20	26425.82	31818.95	短期借款	-1600.06	10254.86	6888.59	-4319.26
其他非经营损益	165.40	151.50	156.13	154.59	长期借款	699.52	2000.00	1000.00	0.00
利润总额	17812.99	21906.69	26581.95	31973.53	股权融资	39.49	0.00	0.00	0.00
所得税	4483.09	5323.55	6536.47	7831.47	支付股利	-3437.59	-2530.81	-3150.80	-3808.64
净利润	13329.90	16583.14	20045.48	24142.06	其他	-11217.89	782.28	494.43	478.02
少数股东损益	675.87	829.16	1002.27	1207.10	筹资活动现金流净额	-15516.53	10506.33	5232.23	-7649.88
归属母公司股东净利润	12654.03	15753.98	19043.21	22934.96	现金流量净额	19072.25	-19862.24	11578.70	12409.59
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	63941.23	44078.99	55657.69	68067.27	成长能力				
应收和预付款项	48287.12	88067.90	96775.77	126332.65	销售收入增长率	58.58%	28.36%	26.27%	22.30%
存货	231258.80	274552.57	351318.53	417782.86	营业利润增长率	12.81%	23.28%	21.47%	20.41%
其他流动资产	24264.92	28740.11	37688.13	45130.56	净利润增长率	9.18%	24.41%	20.88%	20.44%
长期股权投资	18888.64	19088.64	19313.64	19563.64	EBITDA 增长率	12.62%	20.05%	22.72%	19.73%
投资性房地产	68221.00	72996.47	78106.22	83573.66	获利能力				
固定资产和在建工程	1989.25	1664.39	1344.22	1016.96	毛利率	32.64%	31.69%	31.74%	31.78%
无形资产和开发支出	514.44	518.11	521.31	528.91	三费率	10.58%	9.09%	9.29%	9.18%
其他非流动资产	4744.69	4735.82	4726.95	4718.08	净利率	15.53%	15.05%	14.41%	14.19%
资产总计	462110.08	534443.00	645452.47	766714.60	ROE	21.52%	21.86%	21.61%	21.35%
短期借款	670.00	10924.86	17813.45	13494.19	ROA	2.88%	3.10%	3.11%	3.15%
应付和预收款项	50948.41	71203.60	86384.13	107484.96	ROIC	78.33%	50.21%	29.88%	29.29%
长期借款	24368.78	26368.78	27368.78	27368.78	EBITDA/销售收入	21.97%	20.55%	19.97%	19.55%
其他负债	324187.58	350074.50	421120.17	505267.30	营运能力				
负债合计	400174.77	458571.74	552686.52	653615.23	总资产周转率	0.22	0.22	0.24	0.24
股本	2256.72	2256.72	2256.72	2256.72	固定资产周转率	41.86	60.32	92.50	144.14
资本公积	2678.35	2678.35	2678.35	2678.35	应收账款周转率	251.14	242.85	279.02	275.07
留存收益	33675.87	46899.05	62791.46	81917.78	存货周转率	0.31	0.30	0.30	0.30
归属母公司股东权益	38427.41	51534.20	67426.61	86552.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	194.09%	—	—	—
少数股东权益	23507.90	24337.06	25339.33	26546.43	资本结构				
股东权益合计	61935.31	75871.26	92765.94	113099.37	资产负债率	86.60%	85.80%	85.63%	85.25%
负债和股东权益合计	462110.08	534443.00	645452.47	766714.60	带息债务/总负债	11.03%	12.30%	11.63%	9.17%
					流动比率	1.04	1.07	1.08	1.10
					速动比率	0.39	0.39	0.38	0.40
					股利支付率	27.17%	16.06%	16.55%	16.61%
					每股指标				
					每股收益	5.61	6.98	8.44	10.16
					每股净资产	27.44	33.62	41.11	50.12
					每股经营现金	19.31	-12.87	3.51	9.70
					每股股利	1.52	1.12	1.40	1.69
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	18863.33	22645.83	27789.95	33271.87					
PE	5.64	4.53	3.75	3.11					
PB	1.15	0.94	0.77	0.63					
PS	0.83	0.65	0.51	0.42					
EV/EBITDA	-7.12	-5.11	-4.82	-5.00					
股息率	4.82%	3.55%	4.42%	5.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybr@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn