

新城控股 (601155)

强烈推荐

行业：房地产开发

二线龙头，住宅商业双核驱动

15年营收235.7亿元(+14%)，归母净利18.4亿元(较上年同期+57%，较备考同比+11%)，公允价值变动净收益8.2亿元(+123%，投资性房地产公允价值增多)。

投资要点：

✧ **执行力强，高度市场化开发，15年超额完成计划。**实现销售面积346万方(+25%)，销售金额319亿元(+30%)，其中上海/苏州/南京/常州实现销售金额51/66/55/52亿元，占比为16%/21%/17%/16%。15年物业销售营收229.7亿元，同比增13.9%，毛利率25.9%；出租营收1.7亿元，同比增32.5%，毛利率86.4%。**16年销售保持高增长，我们预计16年销售金额420-450亿元(+32%至41%)。**畅享二线城市持续回暖东风，1季度销售靓丽，销售面积、销售金额116万方/114亿元，是15年全年的34%和36%。

✧ **15年在二线等城市地价大涨前加速拿地，储备资源丰富，加快开发，16年销量充足。**测算15年末未结算建面1637万方，15年新增资源建面951万方。大部分资源集中于上海、南京、苏州、常州等长三角核心城市，未来将以长三角为核心，扩展至珠三角、环渤海和中西部重点城市。15年加快开发，新开工面积741万方(同比增83%，住宅336万方同比增52%、商业405万方同比增120%)，在建建面898万方(+73%)，16年又计划新开工建面623万方(-16%)，16年公司有足够的可售货量。

✧ **资金充沛融资成本低，业绩高增长有保障。**公司资信情况良好，目前债务融资加权平均成本仅为7.18%，获得银行授信总额度388亿元(已使用37亿元)。**尚余预收账款158亿元(+20%)锁定16年50%业绩，同时16年计划竣工建面469万方(+21%)，货源充足高增长可期。**由于应付债券增加，净负债率升9个百分点至40%；销售费7.9亿元(+28%)、管理费8.7亿元(+34%)，财务费1.3亿元(未能资本化利息增加，+151%)。

✧ **公司为江苏房企综合实力第一、全国房企二十强，专注住宅、商业综合体开发运营，在二线及准二线城市极具竞争力。70%的资源集中于上海、南京、苏州等长三角及其周边消费力强且供需较紧张的城市，充分受益因城施策带来价量提升毛利提升的红利。**公司开启住宅商业双核驱动模式，依托公司在上述城市极强的竞争力，以长三角为中心辐射全国，力争在17年进入商业地产第一梯队。**RNAV21.4元/股，预计16-18年营业收入为299、365、438亿元，同比增速为27%、22%、20%，三年复合增速为22.9%；16-18年最新摊薄EPS为1.34、1.60、1.92元，三年复合增长21.4%，对应当前股价PE11、9、8倍，6个月目标价20元，对应16年PE15倍，给予“强烈推荐”评级。**

✧ **风险提示：**市场波动剧烈、全国布局受阻、养老布局不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	23569	29865	36454	43759
收入同比(%)	14%	27%	22%	20%
归属母公司净利润	1836	2296	2738	3287
净利润同比(%)	57%	25%	19%	20%
毛利率(%)	26.8%	27.0%	27.1%	27.2%
ROE(%)	15.1%	15.1%	14.6%	14.4%
每股收益(元)	1.08	1.34	1.60	1.92
P/E	13.97	11.17	9.37	7.81
P/B	2.11	1.68	1.37	1.13
EV/EBITDA	6	4	4	3

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6-12个月目标价：20

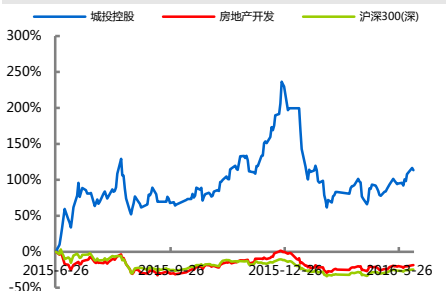
当前股价：14.48

评级调整：首次

基本资料

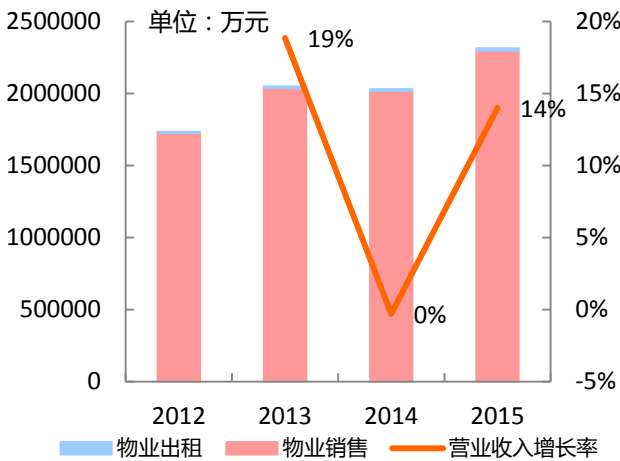
总股本(百万股)	2,220
流通股本(百万股)	691
总市值(亿元)	322
流通市值(亿元)	100
成交量(百万股)	32.27
成交额(百万元)	470.68

股价表现



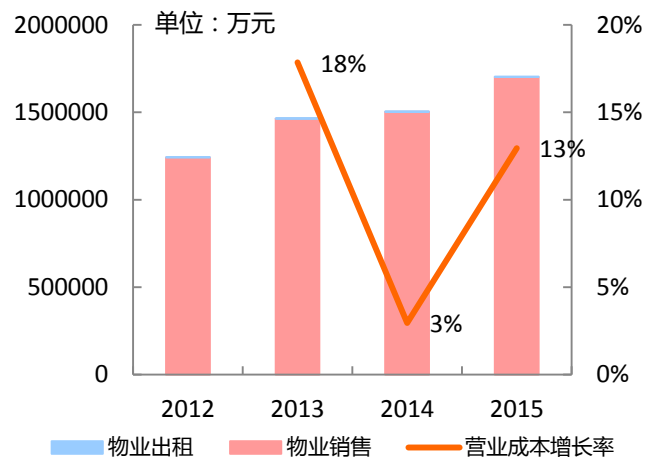
相关报告

图 1 各业务营业收入历年变化



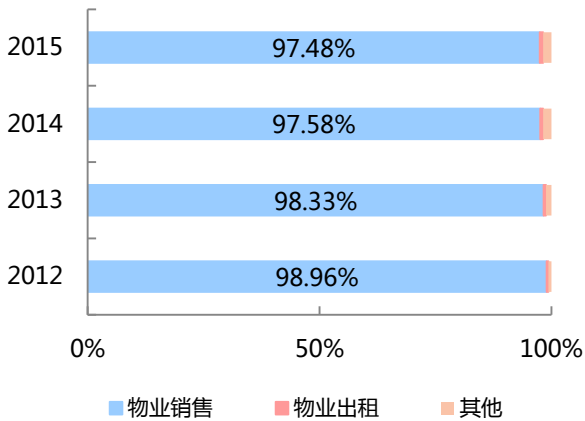
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



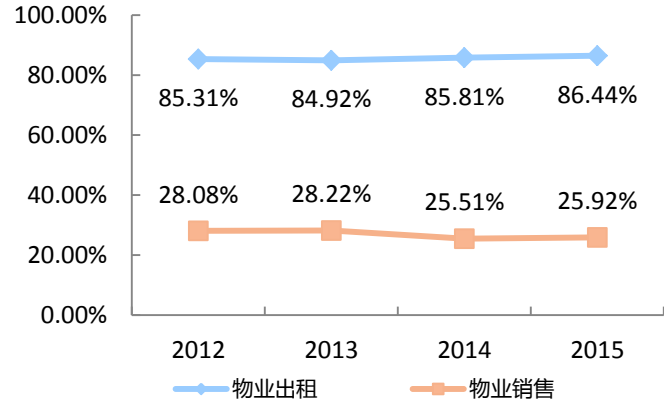
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务占比变化



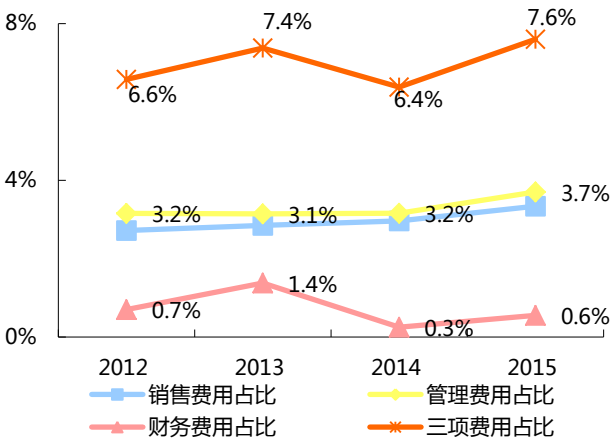
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务毛利率变化



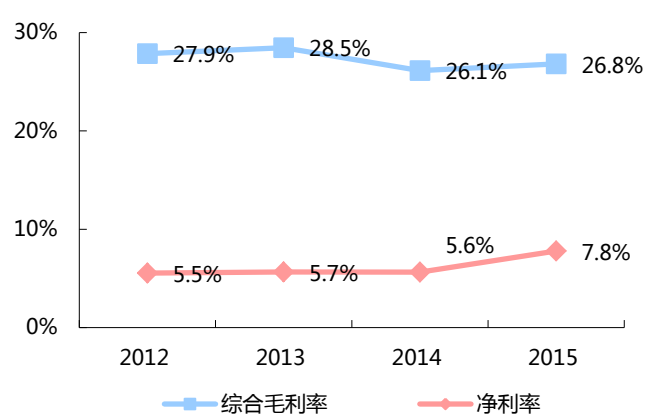
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 三费水平



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 综合毛利率和净利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 货币资金和短期负债

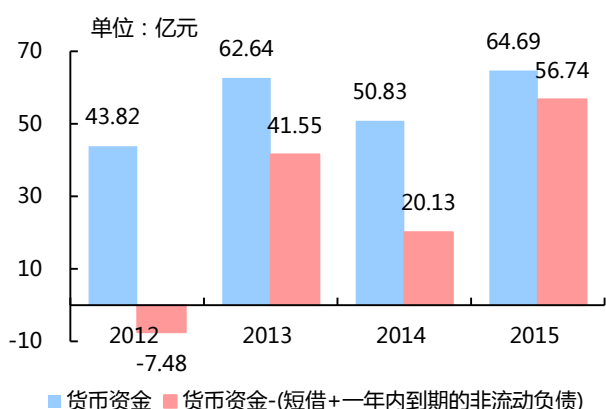
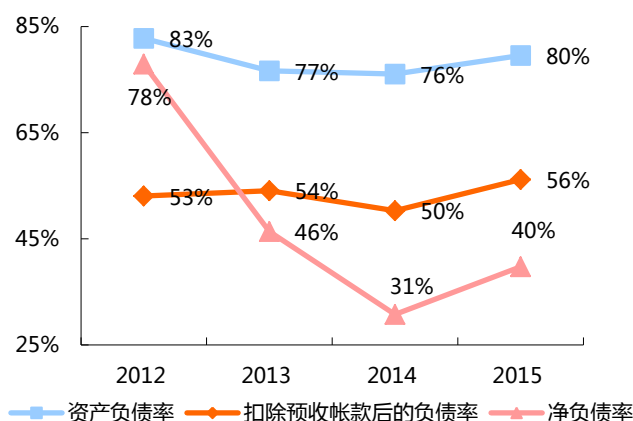


图 8 负债水平



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 9 经营情况

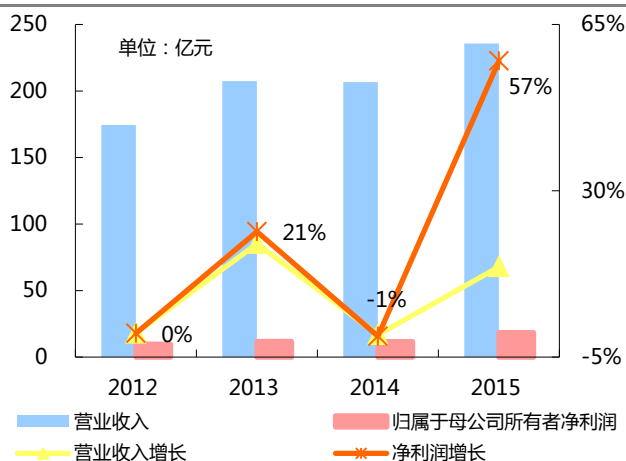
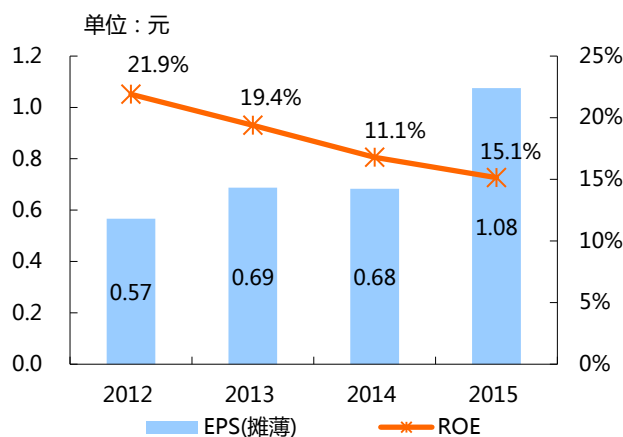


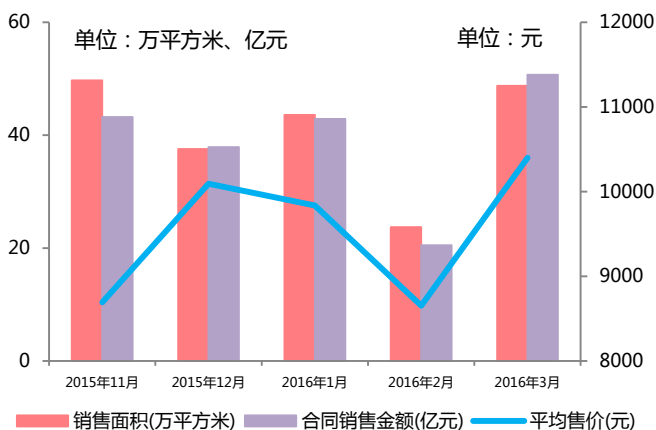
图 10 EPS 和 ROE



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 11 销售面积、金额及平均售价



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	51435	57037	61296	64764
现金	6469	9850	12819	14544
应收账款	6	7	9	10
其它应收款	3841	4867	5940	7131
预付账款	6875	8711	10633	12764
存货	32728	32397	30646	28991
其他	1517	1204	1249	1324
非流动资产	16367	16939	17551	18169
长期投资	2189	2189	2189	2189
固定资产	1929	1950	1967	1980
无形资产	79	107	135	163
其他	12170	12692	13260	13837
资产总计	67802	73975	78848	82933
流动负债	42023	47664	47747	47898
短期借款	161	161	161	161
应付账款	11481	13439	16404	17504
其他	30380	34064	31182	30233
非流动负债	11908	8624	9066	7945
长期借款	4237	3437	2637	2137
其他	7671	5187	6429	5808
负债合计	53931	56288	56813	55843
少数股东权益	1740	2445	3285	4293
股本	1708	1708	1708	1708
资本公积	2926	2926	2926	2926
留存收益	7453	9793	12486	15718
归属母公司股东权益	12131	15242	18750	22797
负债和股东权益	67802	73975	78848	82933

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-957	7358	3329	3620
净利润	2400	3000	3579	4295
折旧摊销	94	113	117	121
财务费用	131	109	149	102
投资损失	-119	-125	-131	-137
营运资金变动	-2768	4069	-1200	-1575
其它	-695	191	815	815
投资活动现金流	-798	-584	-607	-618
资本支出	3202	100	100	100
长期投资	-1207	547	576	593
其他	1197	63	69	75
筹资活动现金流	3032	-3393	247	-1278
短期借款	-1717	0	0	0
长期借款	441	-800	-800	-500
普通股增加	608	0	0	0
资本公积增加	2815	0	0	0
其他	885	-2593	1047	-778
现金净增加额	1263	3381	2969	1725

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	23569	29865	36454	43759
营业成本	17250	21816	26576	31842
营业税金及附加	1946	2466	3010	3613
营业费用	787	986	1203	1444
管理费用	873	1090	1331	1597
财务费用	131	109	149	102
资产减值损失	242	242	242	242
公允价值变动收益	815	815	815	815
投资净收益	119	125	131	137
营业利润	3272	4096	4889	5871
营业外收入	26	26	26	26
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	3291	4115	4908	5890
所得税	891	1114	1329	1595
净利润	2400	3000	3579	4295
少数股东损益	563	704	840	1008
归属母公司净利润	1836	2296	2738	3287
EBITDA	3498	4318	5155	6094
EPS (元)	1.08	1.34	1.60	1.92

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	14.0%	26.7%	22.1%	20.0%
营业利润	37.8%	25.2%	19.4%	20.1%
归属于母公司净利润	57.3%	25.0%	19.3%	20.0%
获利能力				
毛利率	26.8%	27.0%	27.1%	27.2%
净利率	7.8%	7.7%	7.5%	7.5%
ROE	15.1%	15.1%	14.6%	14.4%
ROIC	40.7%	114.4%	93.9%	79.0%
偿债能力				
资产负债率	79.5%	76.1%	72.1%	67.3%
净负债比率	9.33%	7.52%	6.04%	5.25%
流动比率	1.22	1.20	1.28	1.35
速动比率	0.43	0.52	0.64	0.75
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.42	0.48	0.54
应收账款周转率	2776	4700	4622	4587
应付账款周转率	1.66	1.75	1.78	1.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.34	1.60	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.56	4.31	1.95	2.12
每股净资产(最新摊薄)	7.10	8.92	10.98	13.35
估值比率				
P/E	13.97	11.17	9.37	7.81
P/B	2.11	1.68	1.37	1.13
EV/EBITDA	6	4	4	3

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434