

大风起兮“新”飞扬 羽翼丰兮“城”鸿鹄

——长三角系列报告之新城控股（601155）篇

2016年10月12日

强烈推荐/维持

新城控股

调研报告

报告摘要:

公司2016年销售额预期将创历史新高。截止9月份,公司实现销售额455亿元,销售面积422万平,确保公司行业前20的地位。公司已经公告全年销售目标从400亿上调至520亿,我们认为对于公司的销售额可以更加乐观,预期今年的销售额预期可达550-600亿。

充足的土地储备奠定增长基础。截止2016年上半年,公司土地储备总建筑面积2569万平方米,以2015年竣工面积为基准计算,可供公司3-4年的开发时长。同时,公司在一二线城市的土地储备占比近75%，“1+3”城市布局策略框架初现,已经初步实现了由长三角区域拓展至珠三角、环渤海和中西部核心城市。

商业地产战略徐徐展开。“吾悦”广场已经成为公司商业地产的品牌,目前已经有6家广场开业,17座广场在建或计划建造,今年完工开业5座广场,总建面超过760万平,自持物业约150万方。至2017年,新城吾悦广场将累计开业15个,在建25个,至2020年开业及在建数将达到80个以上,集团进入国内商业地产第一梯队。

跟投机制显著提升公司运营效率。公司于2015年开始推进新城合伙人机制,倡导“风险共担、利润共享”,累计跟投项目6、7个,跟投金额达数千万元。公司治理规范,跟投机制以人为着力点,进一步强化合理的业务流程设置和精细化管理的效果,显著提升了项目的运营效率。

公司盈利预测及投资评级。我们认为公司的价值被低估,主要基于三点判断:在长三角核心一、二线城市拥有大量优质土地储备、“住宅+综合体”力量均衡发展确保强大盈利能力、产业链延伸打造新盈利增长点。

- 我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为330亿元、448亿元和583亿元,归母净利润分别为26.9亿元、37.4亿元和52.2亿元;每股收益分别为1.21元、1.69元和2.35元,对应PE分别为9.64、6.91和4.96,维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	20,67	23,568.7	33,052.8	44,753.5	58,282.6
增长率(%)	-0.30	14.00%	40.24%	35.40%	30.23%
归母净利润(百万元)	1,167	1,836.27	2,685.45	3,744.49	5,222.21
增长率(%)	-0.61	57.32%	46.24%	39.44%	39.46%
净资产收益率(%)	16.78	15.14%	18.74%	24.24%	30.69%
每股收益(元)	1.06	1.08	1.21	1.69	2.35
PE	12.51	7.72	9.64	6.91	4.96
PB	1.84	1.64	1.81	1.68	1.52

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

梁小翠

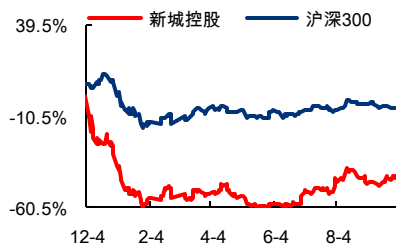
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	11.66-29.35
总市值(亿元)	258.91
流通市值(亿元)	80.58
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	4.61

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):股权激励落地 快速成长可期》2016-08-19
- 2、《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

目 录

1. 每一次蜕变都是成长	4
1.1 地产产品线丰富	4
1.2 股权结构稳定	6
1.3 财务控成本能力不断提升	7
1.4 金融板块发展逻辑清晰	9
2. 未来发展看点	10
2.1 销售和土储快速增长确保未来盈利能力	10
2.2 商业地产全国铺开	13
2.3 养老地产试水	15
2.4 互联网+的思想精神	16
3. 估值	16
4. 投资评级	17
5. 风险提示	18

表格目录

表 1: 参股国峰人寿的股东名单	9
表 2: 近几年地产公司发行的 REITs 和类 REITs 的资产证券化产品	10
表 3: 公司近几年拿地金额统计表	12
表 4: 公司 NAV 估值表	17
表 5: 同类上市房企市盈率比较表 (截止 2016 年 10 月 12 日收盘)	17
表 6: 公司盈利预测表	19

插图目录

图 1:公司 25 年发展历程.....	4
图 2:“住宅+商业”地产产品线丰富.....	5
图 3:公司地产业务布局城市更加广泛.....	5
图 4:公司地产业务产品收入格局.....	6
图 5:公司目前股权结构图.....	7
图 16: 公司净负债率大降.....	8
图 17: 公司偿债能力显著提升.....	8
图 6:公司近几年签约销售金额及增速、面积情况.....	11
图 7:公司近几年销售均价变动情况.....	11
图 8:公司近五年土地储备情况.....	11
图 9:近两年公司新建和竣工面积节奏明显加快.....	11
图 10:公司“1+3”布局策略版图初现.....	13
图 11:长三角区域贡献绝大部分营收.....	13
图 12:公司商业地产项目全国布局情况.....	13
图 13:公司商业地产发展思路.....	14
图 14: 金东方颐养中心“CCRC3+1”服务管理结构图.....	15
图 15: 医养康护一体化的综合居家养老社区.....	15
图 18:公司各业务线条穿插互联网+精神.....	16

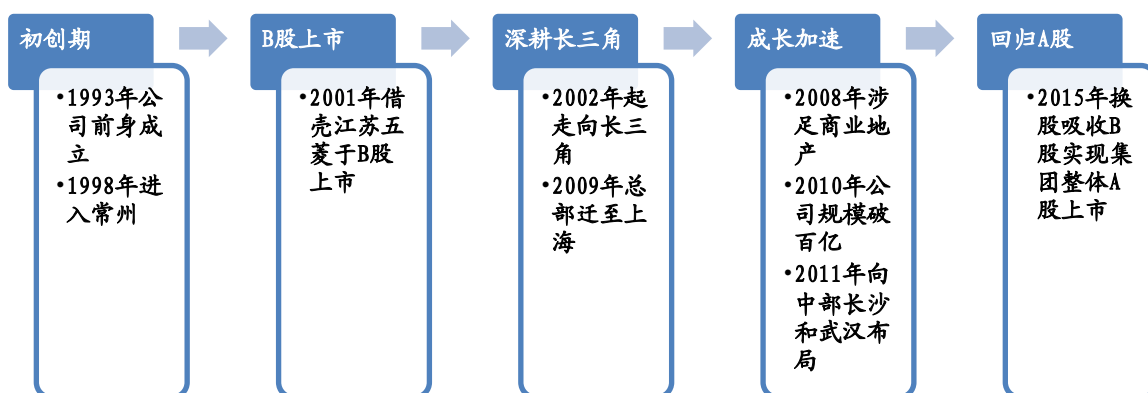
1. 每一次蜕变都是成长

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，累计超过100个项目，涉足住宅、商业地产，业务模式包括开发销售、自持管理等。

回顾公司25年的发展历程，公司经历了多次蜕变，从初创成长至B股上市，从常州走向全国，直至借鉴东电模式回归A股，每一次蜕变都是巨大的成长。

值得关注的是，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。

图 1:公司 25 年发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

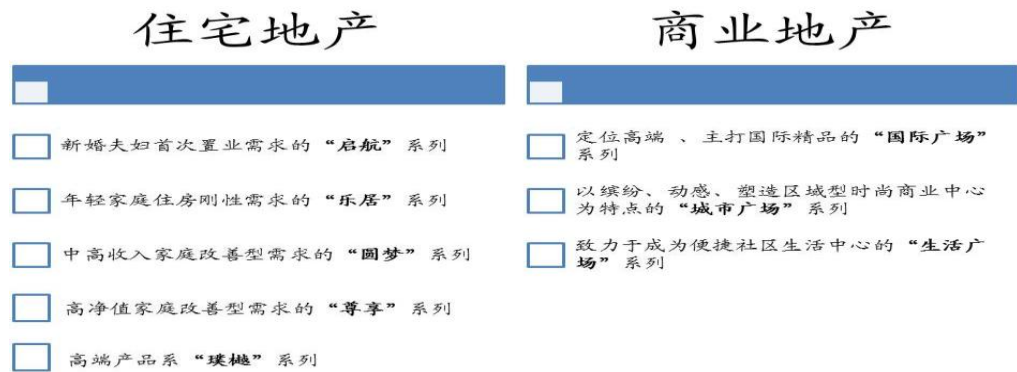
1.1 地产产品线丰富

从公司地产产品线来看，产品线丰富。

- 住宅地产产品线包括：定位于新婚夫妇首次置业需求的“启航”系列、定位于年轻家庭住房刚性需求的“乐居”系列、定位于中高收入家庭改善型需求的“圆梦”系列、以及定位于高净值家庭改善型需求的“尊享”系列。公司2016年上半年正式推出酝酿已久的高端产品系---璞樾，并完成上海、南京双城三盘的璞樾系产品首秀。璞樾系作为目前新城控股最顶尖的产品线品牌，填补了公司高端豪宅品牌的空白，丰富了公司的产品层级，未来计划以长三角为核心，扩展至珠三角、环渤海和中西部重点城市。
- 商业地产产品线包括：定位高端、主打国际精品的“国际广场”系列；以缤纷、动感、塑造区域型时尚商业中心为特点的“城市广场”系列；致力于成为便捷社

区生活中心的“生活广场”系列，以及与各系列配套的一般为中端写字楼、酒店及酒店式公寓。商业地产主要以出售为主，辅以自营和租赁，销售收入占开发总收入比重在 90%。

图 2：“住宅+商业”地产产品线丰富

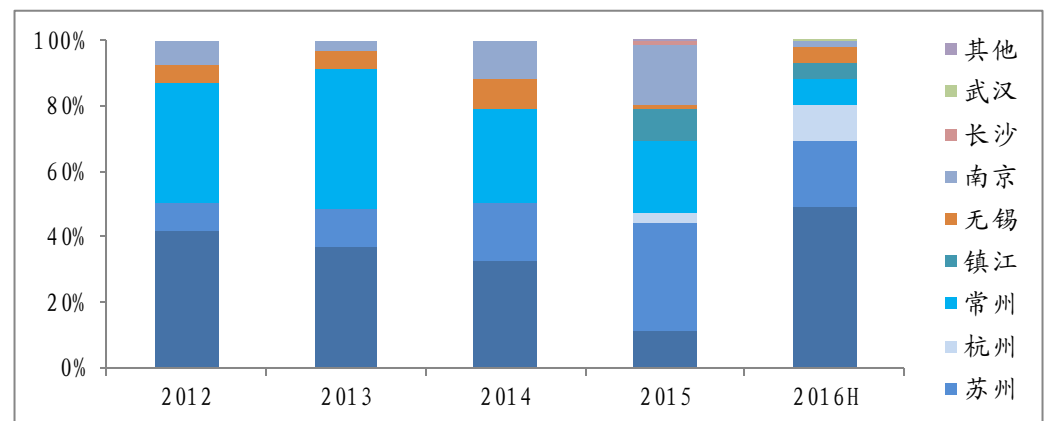


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司能够在众多的 A 股房地产公司中脱颖而出，得益于其表现出的“三高”特质：

第一，在长三角有业务布局的房企很多，但业务 75%集中在长三角并深耕长三角房企只此一家。公司对于城市布局一直是非常谨慎的，主要布局于沪宁杭、常州几个长三角城市，也有深入到部分三线长三角城市，如泉州、安庆、嵊州、常熟和张家港等。

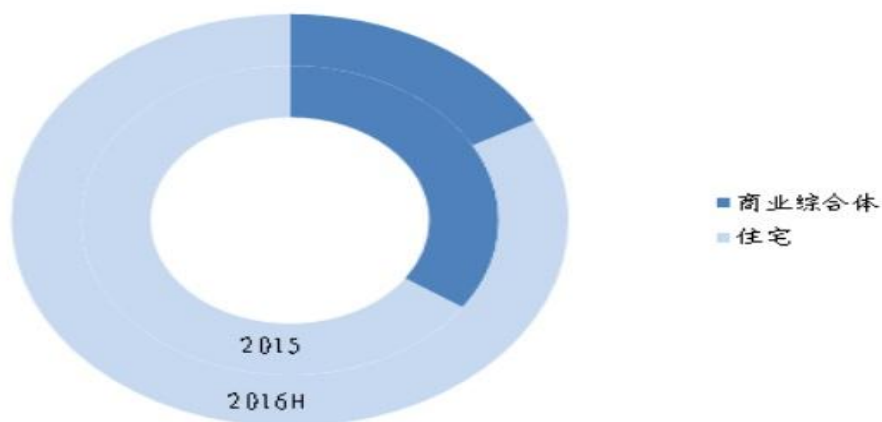
图 3:公司地产业务布局城市更加广泛



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

第二，形成了住宅+商业综合体发展力量较为均衡的格局。公司从 2008 年开始做商业综合体，进入商业地产领域，形成了综合体项目和住宅项目并行发展的格局，收入格局约为 1: 2。对比同行业其他公司来看，万达商业的商业地产远好于住宅，而万科住宅业务又是绝对性的优势力量，只有公司做到了商业和住宅两类业务力量较为均衡。

图 4:公司地产业务产品收入格局



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

第三是高现金回笼率。公司一直非常注重现金回笼,对资金的回笼要求甚至算得上苛刻。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。一般的进展都是:第一个月客户付首付款,第二个月贷款资料完整提交,交到财务部,由其负责紧跟银行的放款,第三个月全款到账。

公司去年销售额 320 亿,做到了 304 亿现金回笼,高达 94%回笼率,从而保障了公司现金流较好。我们认为,这是公司原来是 B 股公司有非常大的关系,由于 B 股公司的融资渠道并不通畅,公司在此阶段锻炼出强大的资金运营能力,能够做到对资金的有效管理。如今公司回归 A 股,将面临更广阔的发展空间,未来有望通过发股发债实现大批量融资,从而实现竞争力加速释放。

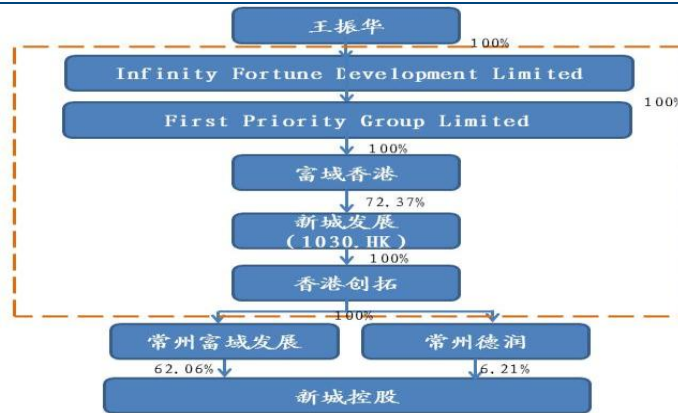
1.2 股权结构稳定

公司大股东富城发展持股比例 62.06%,第二大股东常州德润为富城发展全资子公司,实际控制人王振华控股比例高达 68.27%,占绝对控股地位。

公司 2015 年完成吸收合并 B 股上市过程,股权结构变动较大,形成了实际控制人持股比例较高的格局。间接控股的母公司新城发展是香港的上市公司,目前公司定增进展顺利,预期过会成功的概率较大,未来公司股权结构得以进一步优化可期。

值得关注的是,公司间接控股公司新城发展原有业务中有与商业综合体相关的内容,后公司 A 股回归后为规避同业竞争的问题,将开发项目全部注到 A 股。目前公司的业务范围是住宅+商业地产。港股公司新城发展的方向还未确定,未来或以轻资产管理作为发展主线,可能涉及院线业务等。伴随着未来商业综合体的升级换代,公司或与大股东的业务产生协同效应。

图 5:公司目前股权结构图



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

公司于 2015 年开始推进新城合伙人机制,倡导“风险共担、利润共享”,累计跟投资项目 6、7 个,跟投金额达数千万元,目前还没有项目实现完全退出,预期第一个项目明年到达退出时限。公司对于项目跟投机制制定了严格的管理办法,项目经理强制性跟投,业务、成本等部门负责人也要跟投,分管城市的区域总部也要求分开对每个项目进行跟投,除了总部的职能部门无法准确的对接项目以外,利益相关的管理层基本上实行了全覆盖。

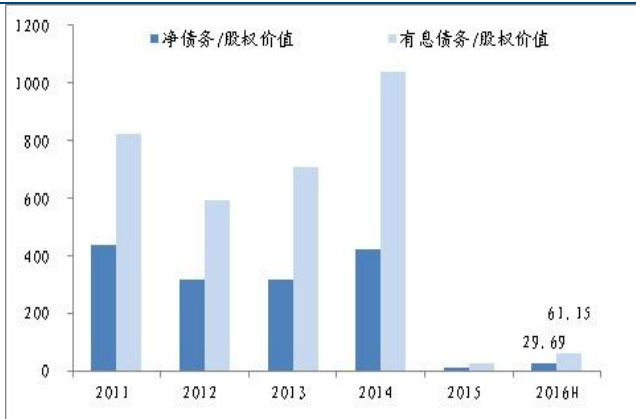
同时,公司非常注重公司治理的规范性,从财务等成本控制流程,到土地开发进程管控,多角度彰显公司合理的业务流程设置和精细化管理的效果,我们认为正是基于此特质,公司成为惟一的 B 转 A 房企。

1.3 财务控成本能力不断提升

曾经一度非常受诟病的财务情况在经历初期的快速扩张后已经不再困扰公司,公司近两年的财务杠杆率一路快速下降,已经居于行业中游水平。中报披露的资产负债率水平约为 82.8%,高于行业平均水平,主要归因于预收款项目较大和公司抓住窗口期以低利率成本扩大融资规模。

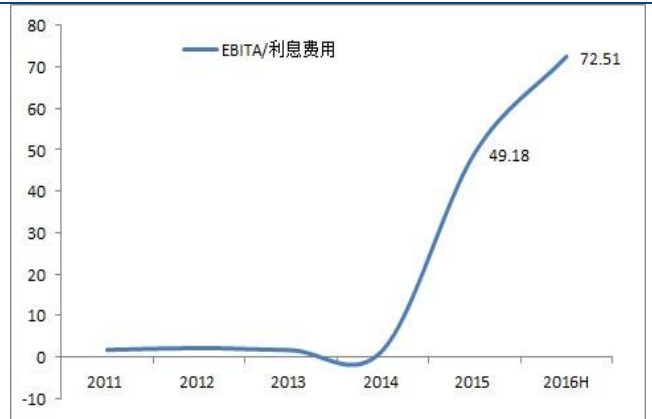
公司的带息债务/股权价值从前期的超过 300%,甚至是超过 1000%,降低至 2016 年中的近 60%,净债务/股权价值也降至近 30%,完成了几乎不可能完成的任务。我们认为这种快速降杠杆的现象主要得益于公司精细化管理的实施,以全面预算为基本方法,以高效执行为具体手段。值得关注的是,各部门制定相应的 KPI 指标来切实推行全面预算,通过层层细化,层层强调全面展现了公司的强大执行力。

图 6: 公司净负债率大降



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 7: 公司偿债能力显著提升



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

公司自 B 转 A 以来, 运用多种渠道融资支持公司业务发展:

- ◆ 2016年3月9日是公司公告非公开发行预案, 拟募资50亿元用于济南香溢紫郡、嵊州吾悦广场、衢州吾悦广场、海口吾悦广场、宁波吾悦广场项目及补充流动资金。预期随着证监会对房地产企业再融资不鼓励用于补充流动资金和偿还银行贷款政策的再次强调, 公司或会调整定增方案。
- ◆ 公司与平安银行的合作具有战略意义, 从实质上实现了“金融+地产”的业务协同, 不仅有利于公司利用低成本资金实现业务的快速扩张, 赶上行业资本积累的末班车, 也利好平安银行参与“高毛利、低风险”的地产行业资产布局, 实现了双赢的结果。

表 2: 公司上半年资本市场融资项目情况

资本市场融资项目	项目说明
非公开发行股票	非公开发行的股份数量不超过 405,549,626 股, 发行价格为不低于人民币 9.37 元/股, 已经获得证监会审核通过。
发行债券 16 新城 01 (品种一)	3 年期固定利率债券, 实际发行规模为人民币 18.5 亿元, 票面利率为 5.44%;
发行债券 16 新城 02 (品种二)	3 年期固定利率债券, 实际发行规模为人民币 11.5 亿元, 票面利率为 4.76%。
设立东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划	子公司以 10.5 亿元的转让价格, 将上海迪裕商业经营管理有限公司的全部相关权益转让给东证资管发起设立的“东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划”, 公司同时享有目标资产的优先购买权, 4 年内分 5 次向东证资管支付 2 亿元优先权利金, 年化融资成本约为 4.76%。
设立平安新城控股投资基金	新城控股指定子公司出资 5000 万占股 50%, 平安银行指定合作伙伴出资 50%, 总规模人民币 100 亿元 (意向性额度), 拓展公司在房地产项目开发运营等领域的资金来源。

资料来源: 公司年报 东兴证券研究所

我们认为,随着前期大量储备的平稳释放和近期大量融资工具的充分利用,公司财务成本控制能力将不断提升,进而大幅提升公司的盈利能力。

1.4 金融板块发展逻辑清晰

随着地产行业迈入白银时代,成为存量资源和增量资源力量并行的新阶段,房企将商业地产盘活的资产证券化活动成为趋势,同时通过参与金融领域的布局带动“地产+金融”模式协同发展也成为共识。

公司对金融板块发展高度重视,对金融工具的使用也走在行业的前列。2016年6月14日公司公告参与发起设立国峰人寿,投资3亿元,持股20%。从长周期来看,险资低成本的资金将有望快速释放地产业务的金融属性,实现“地产+金融”业务模式的协同。

表 1: 参股国峰人寿的股东名单

股东名称	认购股份 (万股)	持股比例
新城控股集团股份有限公司	30000	20%
上海红星美凯龙投资有限公司	30000	20%
常州华利达服装集团有限公司	22500	15%
西宁伟业房地产开发有限公司	22500	15%
红豆集团有限公司	15000	10%
江苏红豆实业股份有限公司	15000	10%
太阳雨控股集团有限公司	15000	10%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2016年6月23日公司公告出售资产,将子公司上海新城万嘉房地产有限公司的子公司上海迪裕商业全部相关权益以10.498亿元的价格转让给东证资管,由其发起设立东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划。

公司将上海青浦区的吾悦广场转让给资产计划实现现金流入,缩短了商业地产的投资回报周期,提高了商业地产的资产周转率,有利于公司优化资产结构、提高资金使用效率和提升商业运营管理能力,是轻资产的经营模式的“试水”。

这种类REITs的产品实质仍然是融资工具,未来随着真正REITs在商业地产资产证券化过程中的广泛运用,公司将实现商业地产运营模式和水平的被动提升,以REITs产品作为手段真正实现轻资产运营。

值得关注的是,此计划在产品5年到期后公司拥有回购相关资产的权利而并非义务,充分的显示了相关资产的优良质量和公司在产品设计的过程中的巨大话语权。

表 2: 近几年地产公司发行的 REITs 和类 REITs 的资产证券化产品

项目名称	发行地	基础资产	融资规模	预期回报率	期限
越秀 REITs	香港	白马大厦、财富广场、城建大厦、维多利亚广场	-	7%	永续
开玩 REITs	香港	4 家五星级酒店+1 家四星级酒店	6.75 亿港元	7.80%	永续
春泉 REITs	香港	华贸中心 2 座写字楼及地下停车位	16.74 亿港元	5%	永续
绿地 REITs	新加坡	19 家中国境内的酒店物业	210 亿元	-	永续
中信启航资管计划	中国	北京中信证券大厦、深圳中信证券大厦	52.1 亿元	-	不超过 5 年
欢乐谷主题公园入园凭证专项资产计划	中国	主题公园入园凭证收入	18.5 亿元	-	不超过 5 年
海印股份专项资产计划	中国	15 家商业物业未来租金收入	15 亿元	-	不超过 5 年
鹏华前海万科 REITs	中国	前海企业公馆项目营业收入	30 亿元	8%	10 年
东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划	中国	上海市青浦区西商圈新城吾悦广场租金收入	10.5 亿元	-	-

资料来源: 克而瑞, 东兴证券研究所

2. 未来发展看点

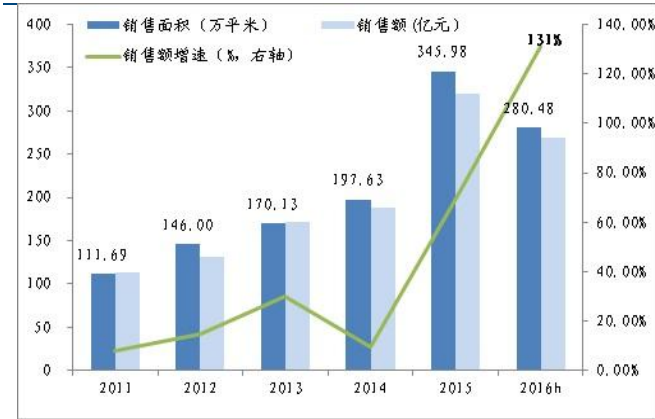
我们看好公司未来的发展, 主要基于如下四点:

- ◆ 销售和土储均快速增长, 公司今年销售目标 520 亿, 截止 2016 年上半年, 公司土地储备总建面 2569 万平方米, 奠定公司进一步发展壮大的基础。
- ◆ 商业地产扩张提速。至 2017 年, 新城吾悦广场将累计开业 15 个, 在建 25 个, 至 2020 年开业及在建数将达到 80 个以上, 集团进入国内商业地产第一梯队。
- ◆ 公司以增资控股形式控股金东方试水养老地产, 公司拥有物业和互联网方面的优势, 金东方在养老服务方面已经形成专业成熟的体系, 两者合作实现了优势互补。
- ◆ 公司通过打造社区、工作和经纪三个 APP 平台使业务全链条实现互联网化, 数据流通的顺畅将为公司各业务板块的发展提供最具效率的指征。

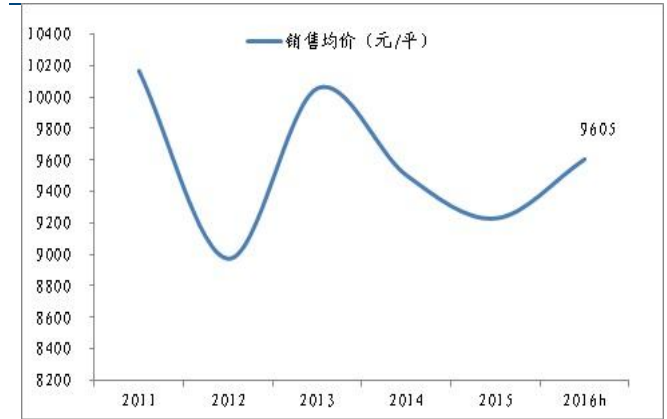
2.1 销售和土储快速增长确保未来盈利能力

截止 9 月份, 公司实现销售额 455 亿元, 销售面积 422 万平, 确保公司行业前 20 的地位。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。

我们认为对于公司的销售额可以更加乐观, 简单计算的话今年的销售额预期可达到 550-600 亿。

图 8: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

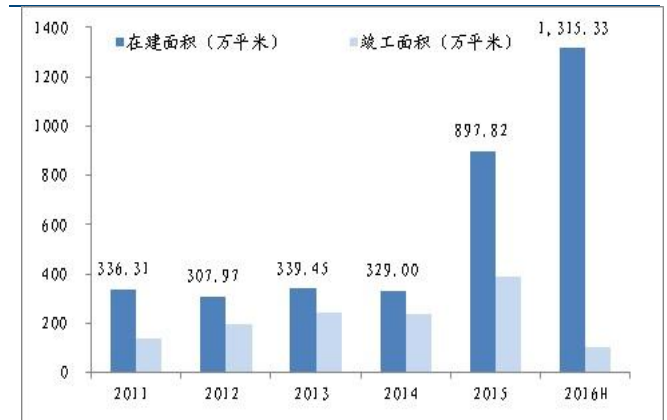
图 9:公司近几年销售均价变动情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

截止 2016 年上半年, 公司土地储备总建面 2569 万平方米, 以 2015 年竣工面积为基准计算, 可供公司 3-4 年的开发时长。

图 10:公司近五年土地储备情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11:近两年公司新建和竣工面积节奏明显加快


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

(一) 强大的成本控制能力

从公司近几年的土地储备情况来看, 公司踏准拿地的时点, 在 2014 年和 2015 年大量拿地, 在土地市场过热、地王频出的时点保持了低调的拿地态度, 这种逆周期的购地节奏体现了公司非常有效的成本控制能力。截止 2016 年 6 月底, 公司土地储备面积约为 2600 万平, 均价约为 2200 元/平, 按照上半年 11000 元/平的销售均价, 楼面价仅占销售价格的 20%, 公司的利润率可以得到非常有力的保证。

表 3: 公司近几年拿地金额统计表

新城控股近五年拿地金额统计			
年份	公告主体	总地价 (万元)	权益地价折算 (万元)
2011	新城 B 股	201746	---
2012	新城 B 股	383396	---
2013	新城 B 股	640316	---
2014	新城 B 股	927096	712622
2015	新城控股	2375210	1785534
2016	新城控股	2327515	---

资料来源: 公司历年年报, 东兴证券研究所

除招拍挂方式以外, 公司近两年开始积极拓展股权收购的方式, 通过收购退出行业企业的土地储备实现降低土地成本的目的, 尤其是在当前土地市场热度居高不下的情况下, 这种方式将有效的控制公司拿地的风险。

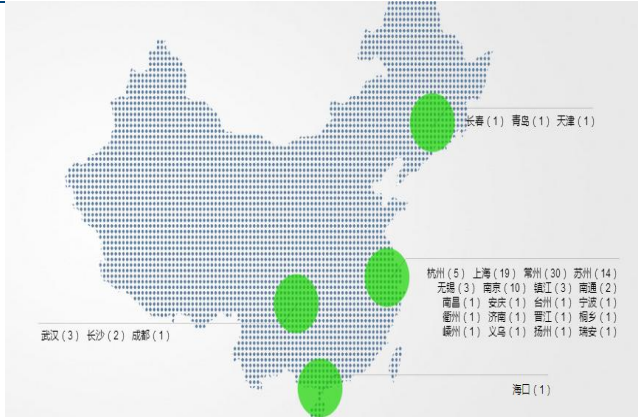
(二) 卓越的城市布局远见

除了在拿地节奏上的控制外, 公司在城市布局上也有明显的变化, 提升一二线城市的布局占比, 降低三线城市的比重, 目前公司在一二线城市的土地储备占比近 75%, 主要布局于常州、苏州、南京、上海等长三角区域, 而三线城市只有两个项目。公司的“1+3”城市布局策略框架初现, 已经初步实现了由长三角区域拓展至珠三角、环渤海和中西部核心城市。

公司对于城市布局有自己独到的见解, 在选择是否进行城市时考虑的主要是城市现况能否满足公司的相应标准, 不能以简单的一、二、三、四线城市统一划分, 而是要根据城市的项目收益率。公司进行城市选择的过程中主要考虑的角度包括经济指标、人口流入等。以商业地产布局选址为例, 决策是非常谨慎的, 首先要观测选址周围的 10 公里内是否有 40-50 万人口, 其次要求人口必须显示净流入, 最后还要考虑新进地区是否有已经有成熟商业地产存在。

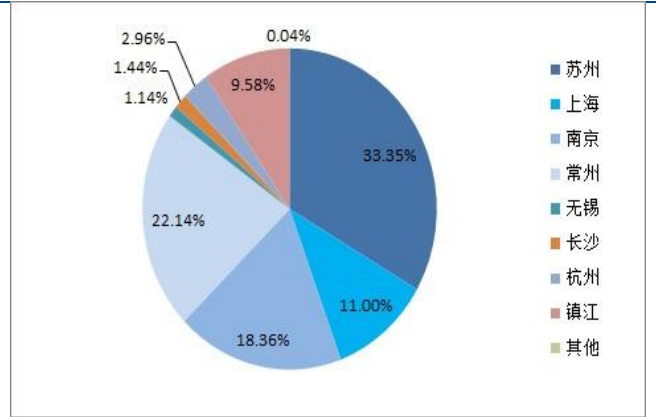
我们认为, 公司未来的城市布局及销售规划将实现如下蓝图: 继续深耕长三角, 向高能级城市拓展, 重点布局的苏州、南京上海、三地陆续有望分别贡献超过 100 亿销售额。虽然当前苏州和南京面临调控政策, 但是我们认为当前的市场环境下, 政策调控释放的信号是产品仍然是稀缺的, 虽然短期政策效应可能抑制短期需求, 但长期来看仍然是会有增长的。公司布局的其他二线城市包括武汉、济南和青岛, 当前的市场均有良好的表现。

图 12:公司“1+3”布局策略版图初现



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 13:长三角区域贡献绝大部分营收



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 商业地产全国铺开

“吾悦”系列广场已经成为公司商业地产的品牌, 目前已经有 6 家广场开业, 17 座广场在建或计划建造, 总建面超过 760 万平, 自持建面约 150 万方。预期今年要完工开业的吾悦广场有 5 个, 具体是成都、安庆、南昌、海口、金坛的 5 个吾悦广场。至 2017 年, 新城吾悦广场将累计开业 15 个, 在建 25 个, 至 2020 年开业及在建数将达到 80 个以上, 集团进入国内商业地产第一梯队。

图 14:公司商业地产项目全国布局情况



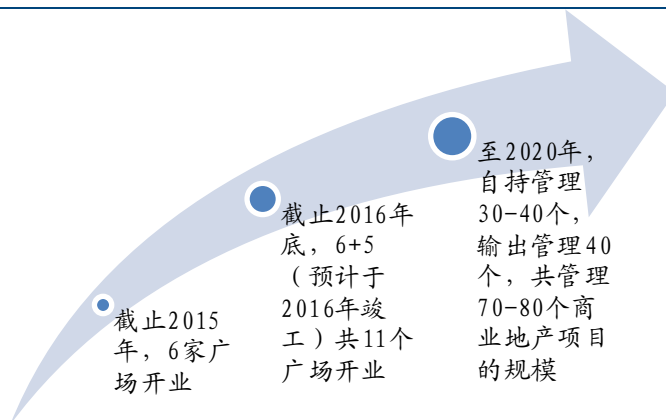
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

(一) 2020 年目标千亿

公司的商业地产主要品牌是吾悦广场, 至 2020 年, 公司的销售目标是商业综合体约 300 亿, 住宅约 700 亿规模, 据此目标, 我们预测, 公司净利润构成或将形成物业销售 80 亿元, 自持物业 20 亿 (包括租金和管理费) 的格局; 同时, 自持管理的吾悦广

场数量 30-40 个, 输出管理 40 个广场, 总计管理商业地产体量达到 70-80 个的规模, 从而实现商业地产管理的集约化、规模化。

图 15: 公司商业地产发展思路



资料来源: 东兴证券研究所

公司自 2008 年开始涉足商业地产, 我们认为公司商业地产的发展战略存在后发优势, 能够吸取业界龙头的成功经验, 形成了公司对于商业地产开发的独到策略。公司的综合体体量一般在 40-50 万方, 其中住宅占据最大比例, 约 80%, 其余多是临街商业, 约 6-8 万平, 根据项目情况可选择销售或自持。一般情况下, 公司选择自持的**部分不包括酒店、办公**, 这种策略使得公司能够在受商业地产库存较多、拖累严重的部分二线城市仍然保持了良好的资产质量。

(二) 商业地产升级换代已经“在路上”

与其他商业地产公司一样, 公司自持商业面临着同质化竞争问题, 在这一压力下公司独辟蹊径, 已经走在商业地产升级换代的路上。

- 公司于 8 月 3 日公告, 聘请曾任万达商业地产副总裁兼商管公司常务副总裁、综合管理中心总经理等职务的陈德力为公司的副总裁, 担负着提升商业地产品质的重任。
- 公司组织管理人员考查日本、台湾等地的商业地产业态, 以期了解商业地产业态的发展轨迹并借鉴其经验。

当前公司自持商业的业态布局为“433”, 30%商业, 40%餐饮, 40%体验, 已经基本完成了对原自持商业进驻比率、改善业态的调整, 我们预期公司在此策略下, 公司自持商业贡献营收的稳定性必然大幅提升。

(三) 商业地产管理输出“尘埃落定”

公司 10 月公告与浙江永利中心城投资有限公司合作, 委托经营管理其旗下的永利中心城, 公司通过全权负责改造并进行重新招商和运营来实现对原永利中心城的商业升级。

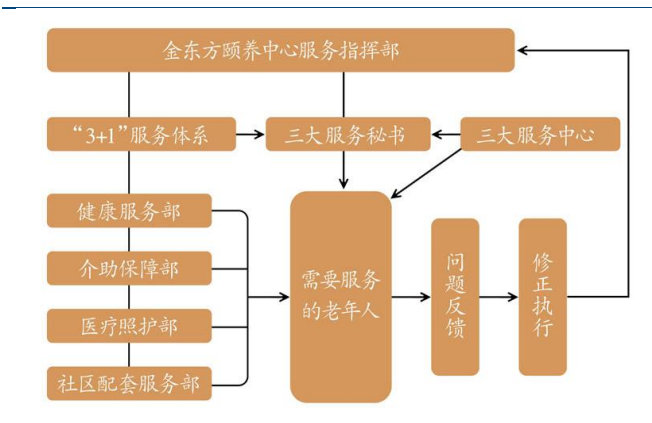
浙江永利中心城项目是公司实现的第一个商业输出管理模式的轻资产项目,极大体现了市场对于公司商业管理模式的认可,也是公司商业地产战略的阶段性进展。

2.3 养老地产试水

2015年9月,公司以增资控股形式控股金东方颐养园,持股比例为70%。我们看好公司布局养老地产的模式,主要原因有二:

- ◆ 金东方颐养园的特色是“居家养老、机构服务和医疗保障”的一体化,采用先进的CCRC3+1服务管理模式,是社区居家养老的标杆企业。公司通过股权投资的方式压缩了前期投入的时间和资金成本压力,使公司养老地产的试水得以快速实现。

图 16: 金东方颐养中心“CCRC3+1”服务管理结构图



资料来源: 东兴证券研究所

图 17: 医养康护一体化的综合居家养老社区



资料来源: 东兴证券研究所

- ◆ 公司拥有物业和互联网方面的优势,金东方在养老服务方面已经形成专业且成熟的体系,两者的合作实现了优势互补,是公司对于新地产业态的尝试。实际操作来看,金东方的养老服务是公司物业服务的延伸,形成“助餐、助浴、助洁、助急、助医”的社区“五助”服务产业链,同时,依托于社区APP的养老O2O也将公司的“互联网+”精神深度融入,实现日常家政、订餐、机动车位等服务。

目前项目护理院500张床位和三甲医院500张床位已经基本实现投入运营,项目还包括食堂、KTV、开心农场、小高尔夫球场等娱乐休闲配套设施,特色化的老年大学、书画院等进一步提升了该项目的品质。项目以会员卡模式运营,目前大部分床位已经实现销售,且消费水平适合中产阶级及以上人群。

我们认为公司当前的养老地产模式是基于大量有需求且有能力的养老人群设计而成的,并已经成功试水,预期将为公司在养老服务业进一步扩张提供丰富运营经验。

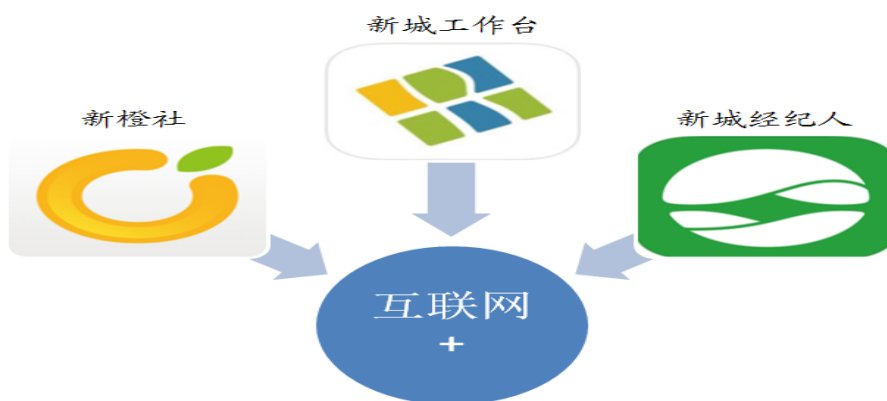
从养老地产的本质来说,更多的是需要相关的服务进行配套,而淡化其地产开发的属性,这一点与商业地产的自持经营“异曲同工”,而从此角度出发,公司具有以地产开发为主房企所不具备的经验优势,又具有自持物业为主房企所欠缺的大规模开发能力,在养老地产领域具有综合性比较优势。

2.4 互联网+的思想精神

从今年年初开始,新城地产便开始研发自己的线上 APP 产品体系。目前已拥有多款有特色的 APP 产品,包括为新城 30 万业主定制开发,实现社区 O2O 服务的“新橙社”,实现 100%新城工作人员移动办公的“新城工作台”,以及最新推出的面向社会群体开发的全民营销 APP “新城经纪人”。

从公司业务线条来看,物业管理“新橙社”+物业销售“新城经纪人”实现对外业务流程的互联网化,工作流程“新城工作台”实现了对内业务板块的流程梳理,通过三大模块的互联网化实现了“互联网+”精神在公司的培育和壮大,以大数据分析为手段的互联网技术将有望助力公司发展“再上层楼”。

图 18:公司各业务线条穿插互联网+精神



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

3. 估值

长期来看,不论是从 NAV 估值还是相对估值角度,我们认为公司的价值被低估;短期来看,公司较强的业绩弹性、良好的城市布局、优质的运营能力都为公司估值高于行业均值奠定了基础,如果考虑到当前市场环境和政策走向,我们认为布局长三角二、三线城市将迎来资金挤出效应带来的行情,从而利好公司销售业绩短期大增,成为新一轮“区域题材股”。

1、NAV 估值

在当前市场环境下,我们认为公司业绩将保持当前快速增长的趋势,仅以当前公司现有项目为依据进行测算,公司的 NAV 值为 18.63 元。公司 10 月 12 日收盘价格为 11.66 元,较公司的 NAV 折价 37%。

表 4: 公司 NAV 估值表

开发项目评估溢价 (亿元)	27495.0
帐面净资产 (亿元)	13872.0
重估净资产 (亿元)	41367.0
总股本 (亿股)	2220.5
NAV	18.63
当前股价 (元)	11.66
当前股价折价	-37%

资料来源: 东兴证券研究所

2、相对估值

由于公司“商业+住宅”的双重属性,我们选择类似的上市房企与其进行估值匹配,包括:金融街、金地集团、中国国贸、世茂股份 4 家房企。四家公司的平均 PE 为 16.69,显著高于公司当前的 9.94,我们认为公司估值仍然存在较大上涨空间。

表 5: 同类上市房企市盈率比较表 (截止 2016 年 10 月 12 日收盘)

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
0000402.SZ	金融街	11.16	0.75	0.90	1.06	1.15	14.80	12.37	10.56	9.73
600383.SH	金地集团	12.01	0.71	0.93	1.08	1.26	16.92	12.91	11.12	9.53
600007.SH	中国国贸	22.67	0.62	0.69	0.82	1.00	36.38	32.88	27.53	22.78
600823.SH	世茂股份	7.57	1.16	0.88	0.94	1.00	6.53	8.60	8.05	7.57
平均 PE							16.69			

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

4. 投资评级

我们认为公司的价值被低估,主要基于三点判断:

首先,基于对长三角核心一二线城市良好销售市场和大量的优质土地储备的判断,我们认为公司未来的业绩增长有保障,随着高毛利项目陆续实现销售,毛利率有望保持在高位。

其次,公司实现商业地产+住宅地产的完美融合,使其无论面临何种市场环境都能够展现足够吸引力,实现整体估值的最优化展示;

第三,公司开启多元化投资进程,随着上下游资源的拓展和股权投资项目收益实现,公司新利润增长点形成将为大概率事件。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 330 亿元、448 亿元和 583 亿元,归母

净利润分别为 26.9 亿元、37.4 亿元和 52.2 亿元；每股收益分别为 1.21 元、1.69 元和 2.35 元，对应 PE 分别为 9.64、6.91 和 4.96，维持公司“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

长三角城市销售不及预期、行业调控政策进一步收紧

表 6: 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	67583	88558	112361	营业收入	20674	23569	33053	44754	58283
货币资金	5083	6469	9255	12531	16319	营业成本	15273	17250	23633	31811	41072
应收账款	11	6	18	25	32	营业税金及附加	1718	1946	2710	3670	4779
其他应收款	2308	3841	5386	7293	9497	营业费用	613	787	1091	1477	1923
预付款项	2881	6875	6402	5766	4945	管理费用	653	873	1223	1656	2156
存货	29830	32728	44028	59264	76517	财务费用	52	131	176	387	535
其他流动资产	1260	1500	2448	3618	4971	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	132.00	145.20
固定资产	712	1929	1700	1471	1242	营业利润	2375	3272	4590	6135	8212
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	82991	103729	127296	利润总额	2409	3291	4610	6155	8232
流动负债合计	32435	42023	61011	78882	99101	所得税	617	891	1248	1667	2229
短期借款	1878	161	11605	18280	24833	净利润	1792	2400	3361	4488	6003
应付账款	9288	11481	14892	20045	25881	少数股东损益	625	563	676	744	781
预收款项	13163	15849	20146	25964	33541	归属母公司净利润	1167	1836	2685	3744	5222
一年内到期的非	1192	634	1120	1120	1120	EBITDA	2493	3543	5003	6759	8984
非流动负债合计	6429	11908	5237	6237	7237	BPS (元)	0.00	1.51	1.21	1.69	2.35
长期借款	3796	4237	5237	6237	7237	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	66248	85119	106338	成长能力					
少数股东权益	5293	1740	2416	3160	3941	营业收入增长	-0.30%	14.00%	40.24%	35.40%	30.23%
实收资本(或股	1100	1708	2220	2220	2220	营业利润增长	1.41%	37.78%	40.26%	33.66%	33.86%
资本公积	111	2926	3804	3804	3804	归属于母公司净利润	46.24%	39.44%	46.24%	39.44%	39.46%
未分配利润	5646	7451	7585	7772	8033	获利能力					
归属母公司股东	6957	12131	14327	15450	17017	毛利率(%)	26.13%	26.81%	28.50%	28.92%	29.53%
负债和所有者权	51114	67802	82991	103729	127296	净利率(%)	8.67%	10.18%	10.17%	10.03%	10.30%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.28%	2.71%	3.24%	3.61%	4.10%
						ROE(%)	16.78%	15.14%	18.74%	24.24%	30.69%
经营活动现金流	3495	-957	-3480	-1773	31	偿债能力					
净利润	1792	2400	3361	4488	6003	资产负债率(%)	76%	80%	80%	82%	84%
折旧摊销	65.86	139.43	0.00	236.96	236.96	流动比率	1.28	1.22	1.11	1.12	1.13
财务费用	52	131	176	387	535	速动比率	0.36	0.45	0.39	0.37	0.36
应收账款减少	0	0	-13	-6	-7	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4297	5818	7577	总资产周转率	0.43	0.40	0.44	0.48	0.50
投资活动现金流	-3056	-798	1091	382	395	应收账款周转率	3032	2776	2787	2099	2065
公允价值变动收	366	815	500	500	500	应付账款周转率	2.38	2.27	2.51	2.56	2.54
长期股权投资减	0	0	354	0	0	每股指标(元)					
投资收益	25	119	120	132	145	每股收益(最新摊薄)	0.00	1.51	1.21	1.69	2.35
筹资活动现金流	-1644	3032	5174	4667	3362	每股净现金流(最新	-1.09	0.75	1.25	1.48	1.71
应付债券增加	0	0	-6949	0	0	每股净资产(最新摊	6.32	7.10	6.45	6.96	7.66
长期借款增加	0	0	1000	1000	1000	估值比率					
普通股增加	500	608	512	0	0	P/E	12.51	7.72	9.64	6.91	4.96
资本公积增加	-419	2815	878	0	0	P/B	1.84	1.64	1.81	1.68	1.52
现金净增加额	-1204	1277	2785	3276	3788	EV/EBITDA	6.66	7.18	6.92	5.77	4.76

资料来源: 公司财报、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”。

联系人简介

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。