

# 新城新成就，千亿征途行程大半

——新城控股（601155）2016 年年报点评

2017 年 02 月 27 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	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件:

公司 2 月 24 日晚公布 2016 年报, 报告期内, 公司实现营业收入 279.69 亿元, 比上年同期增长 18.67%; 实现归属上市公司所有者的净利润 30.19 亿元。公司全年合同销售金额达到 650.60 亿 (含合营项目 170.85 亿元), 同比增长 103.76%, 销售面积 575 万平方米 (含合营项目 101 万平方米), 同比增长 48.76%。总资产达到 1031.71 亿, 同比增长 52.17%。

## 公司分季度财务指标

指标	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入 (百万元)	7260.33	2402.18	12440.56	1144.79	7926.78	2771.00
增长率 (%)	-	-	-	-21.90%	9.18%	15.35%
毛利率 (%)	23.12%	18.67%	30.39%	16.14%	27.42%	18.26%
期间费用率 (%)	5.61%	14.02%	5.88%	33.90%	5.09%	17.52%
营业利润率 (%)	13.85%	-0.95%	17.75%	-24.17%	18.99%	0.21%
净利润 (百万元)	750.68	45.94	1526.27	-202.28	1062.66	37.09
增长率 (%)	-	-	-	-363.69%	41.56%	-19.26%
每股盈利 (季度, 元)	0.366	-0.009	0.813	-0.113	0.471	0.014
资产负债率 (%)	77.66%	79.68%	79.54%	82.77%	82.81%	85.77%
净资产收益率 (%)	5.90%	0.34%	11.00%	-1.51%	7.56%	0.26%
总资产收益率 (%)	1.32%	0.07%	2.25%	-0.26%	1.30%	0.04%

## 观点:

➤ **大步迈入600亿梯队。**公司全年合同销售金额达到 650.60 亿 (含合营项目 170.85 亿元), 同比增长 103.76%, 销售面积 575.00 万平方米 (含合营项目 101.00 万平方米), 同比增长 48.76%。根据CRIC数据, 2016年度公司房地产销售金额在全国房地产企业中排名第15位, 房地产销售面积在全国房地产企业中排名第16位, 皆比2015年名次提升6位。

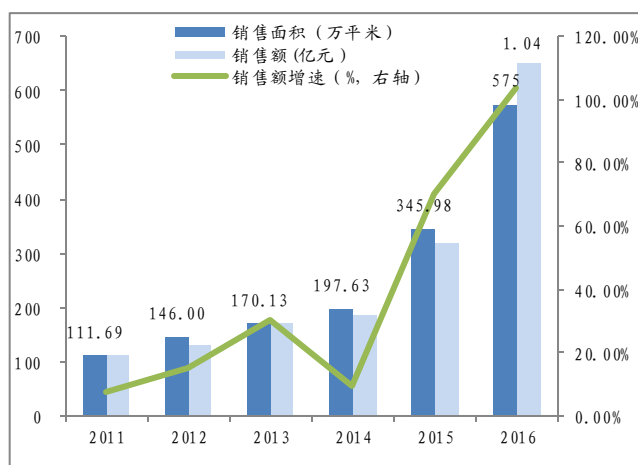
公司2016年毛利率和净利率分别为27.9%和10.8%, 较上年均有所提升, 主要归因于珠三角和长三角区域高毛利项目进入结算周期, 预期随着结转周期的到来和高毛利项目比例提升, 公司毛利率和净利率有望进一步提升。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

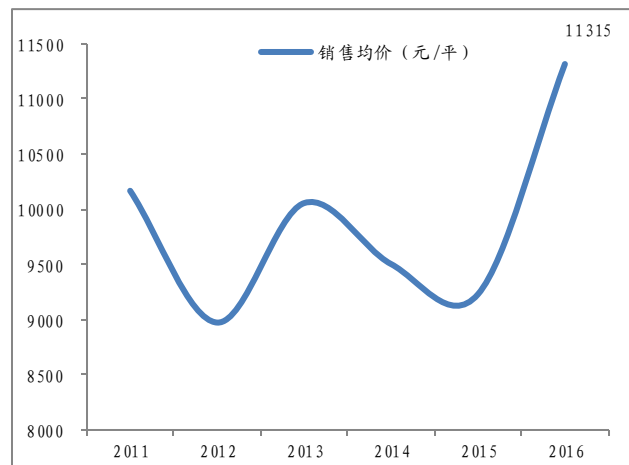
项目	2016年	2015年	同比变动	原因分析
净利润	30.19	18.36	64.42%	少数股东权益大减
营业收入	279.69	235.69	18.67%	结算收入大幅增加
资产负债率 (%)	84.14%	79.54%	4.6%	公司发债融资提示杠杆
费用比率 (%)	9.21%	7.60%	1.61%	管理和财务费用大幅增加
加权 ROE (%)	22.44%	22.53%	-0.09%	基本持平
总资产	1031.7	678.02	52.16%	货币资金及其他应收款大幅增加
货币资金	134.01	64.69	107.16%	非公开发行两期债券融资
预收账款	298.28	158.49	88.20%	签约销售额大幅增长
一年内到期非流动负债	65.33	6.34	930.44%	负债集中到期
经营活动净现金流	80.97	-9.57	-	销售商品收到现金流大幅增加
稀释 EPS	1.36	1.51	-9.93%	净利润增长

资料来源: 公司年报 东兴证券研究所

借力长三角和珠三角楼市升温, 2016销售稳步迈入600亿, 2017年将冲击850亿。2016年的销售已经完满落下帷幕, 虽然调控政策不断加码, 尤其是一线和核心二线城市的新建住宅销售多数近乎腰斩, 但长三角和珠三角供不应求的格局未改。受益于一线和核心二线城市溢出效应, 公司尝试布局的三四线城市将显著受益于2016年四季度升温的行情, 将有力支撑公司在850亿销售目标的道路上走得更快、更稳。

**图 1: 公司历年销售额及销售面积**


资料来源: WIND、东兴证券

**图 2: 公司历年销售均价**


资料来源: 公司2016年年报、东兴证券

➤ **匠心打造高端住宅, 丰富住宅产品线。**公司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, 丰富了公司的货架战略, 公司高层表示将全力将璞樾打造为中国首屈一指的高端住宅品牌。

截止目前, 公司已经针对不同年龄阶段及消费需求群体, 推出“幸福启航”、“幸福乐居”、“幸福圆梦”、

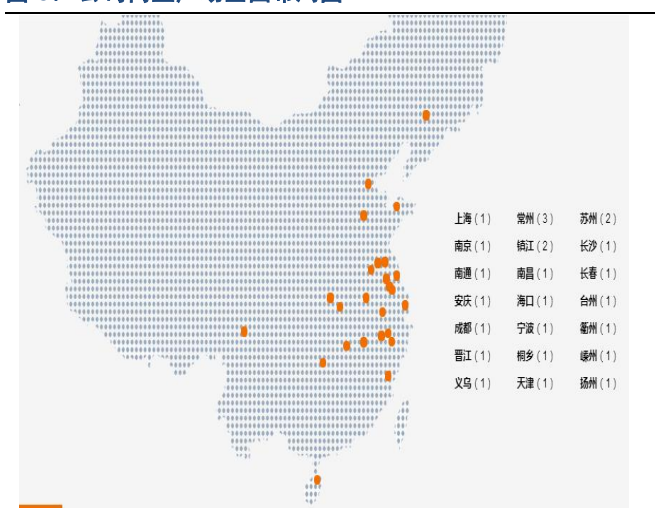
“幸福尊享”四大系列住宅, 此次推出璞樾系高端住宅系列, 进一步完善公司产品线, 是新城控股业绩获得更大突破的必由之路。

- **融资渠道多元化。**2016年公司实现融资245.5亿元(银行贷款和公司债券大幅增加), 加权资金成本为5.49%, 较上年降低1.69%, 其中80亿私募债加权平均成本仅为4.74%。同时, 值得注意的是公司对于新型融资工具的应用, 公司通过对青浦吾悦广场的出售发行了国内首单商业综合体 REITs 产品, 打通了商业地产证券化和投资退出渠道, 且公司此单资产证券化业务优于其他公司的产品在于, 公司是拥有回购权利而非回购义务。
- **商业地产扩张提速, 力争进入商业地产第一梯队。**2012年, 公司推出了“吾悦系”产品体系, 涵盖吾悦国际广场、新城吾悦广场、吾悦生活广场三大产品线: 吾悦国际广场定位高端、主打国际精品; 新城吾悦广场以缤纷动感塑造区域型时尚商业中心; 吾悦生活广场致力成为便捷的社区生活中心。

住宅方面来看, 公司的住宅地产开发业务范围主要集中于上海、南京、苏州、杭州、常州等长三角区域。2016年公司分地区营业收入中, 长三角地区营收占总营收的比例超过92%。受惠于长三角楼市持续火爆, 2016年公司各月份销售业绩屡创新高。同时, 环一线城市的三四线城市自2016年四季度以来, 销售显著升温, 在2017年开年的1月表现也十分亮眼。

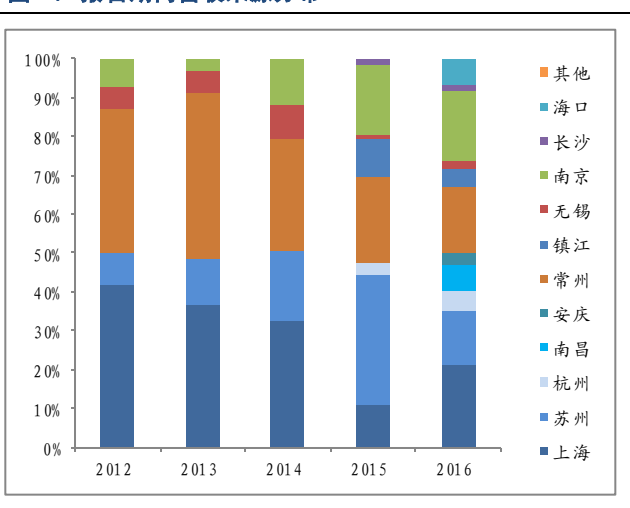
商业综合体方面来看, 报告期末, 公司开业新城吾悦广场11个, 在建的有36个, 已经具备一定的规模效应, 目前已经开业的吾悦广场已经能够带来租金和管理费收入4.41亿元, 出租率高达98.96%。值得关注的是, 公司的持有型物业采用公允价值计量方法, 2016年对公司利润的贡献额为5.82亿元, 约占利润总额的14%。公司预计至2020年开业及在建吾悦广场数将达到80个以上, 集团将进入国内商业地产第一梯队。

图 3: 公司商业广场全国布局图



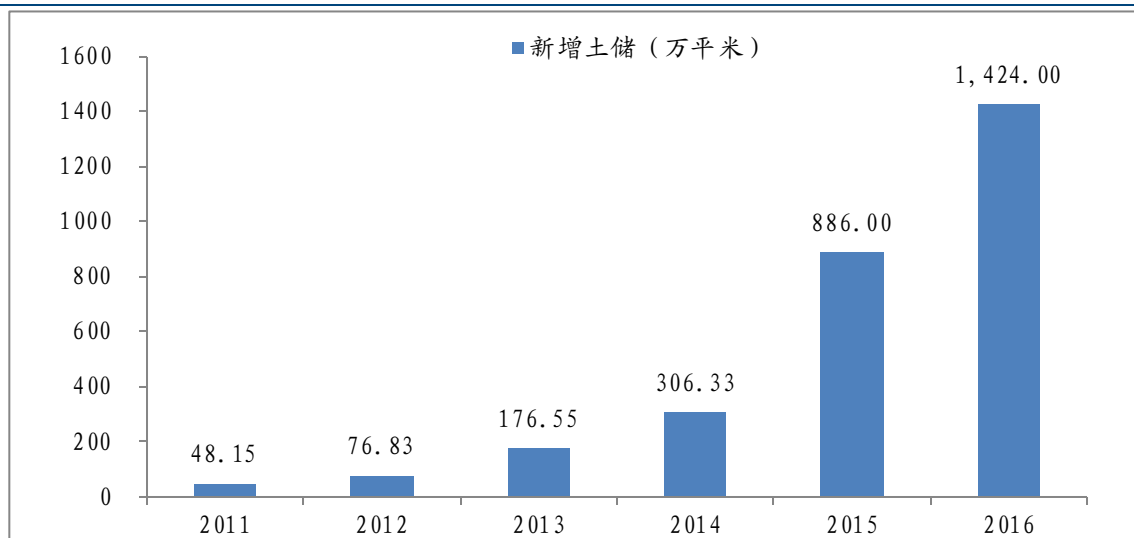
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 报告期内营收来源分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券

- **加码长三角, 加快土地储备。**在城市布局方面, 公司坚持“以上海为中枢、长三角为核心, 向珠三角、环渤海及中西部地区扩张”的“1+3”战略布局, 在加快全国化布局的同时持续深耕长三角区域。土地储备是未来业绩的保障, 公司2016年完成新增土地储备1424万平方米, 拿地花费总额为535.58亿元。

**图 1:公司近几年新增土储情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **股权激励有效绑定管理层利益。**公司于8月实施第一期股权激励方案, 我们认为公司采用定向发行股份的模式进行股权激励好处有二: 一, 由于限制性股票当期不能入市, 甚至在未来也是阶段性的解禁, 避免了对市场的巨大冲击的同时却能够有效激励管理层和核心员工; 二, 限制性股票的购买价格为6.9元/股, 相对于股权激励方案公布日收盘价13.45折价近50%, 使受激励人员在接受激励计划的初期即可享有巨大的账面浮盈, 起到了巨大的激励作用。

#### ➤ 结论:

公司深耕长三角区域, 受惠于该地区今年房地产量价齐升的市场行情, 公司业绩大幅增长, 同时, 公司不断丰富产品线, 并积极进行项目储备。我们认为, 公司战略的“住宅地产和商业地产”双核驱动已经形成核心竞争力, 将为公司千亿销量之路奠定坚实基础。我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为392亿元、531亿元和692亿元, 每股收益分别为1.81元、2.47元和3.2元, 对应PE分别为7.91、5.81和4.48, 维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 房地产行业因调控而市场销售量出现大幅下降影响公司业绩。

**表 3: 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
<b>流动资产合计</b>	51435	80174	97165	127612	163150	<b>营业收入</b>	23569	27969	39224	53109	69164
货币资金	6469	13401	10983	14871	19366	<b>营业成本</b>	17250	20174	27543	36847	47841
应收账款	6	26	21	29	38	营业税金及附加	1946	1742	3216	4355	5671
其他应收款	3841	17216	24143	32690	42572	营业费用	787	1032	1294	1753	2282
预付款项	6875	7481	6930	6193	5236	管理费用	873	1270	1451	1965	2559
存货	32728	39493	51313	68647	89129	财务费用	131	272	269	701	1044
其他流动资产	1500	2595	3721	5109	6715	资产减值损失	242.49	0.00	250.00	250.00	250.00
<b>非流动资产合计</b>	16367	22996	20601	20368	20135	公允价值变动收益	815.11	593.99	500.00	500.00	500.00
长期股权投资	2189	4550	4550	4550	4550	投资净收益	118.64	159.77	120.00	132.00	145.20
固定资产	1929	1886	1662	1438	1214	<b>营业利润</b>	3272	4232	5820	7870	10162
无形资产	79	93	84	74	65	营业外收入	26.49	94.90	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	367	1705	0	0	0	营业外支出	7.86	36.86	10.00	10.00	10.00
<b>资产总计</b>	67802	103171	117766	147979	183284	<b>利润总额</b>	3291	4290	5840	7890	10182
<b>流动负债合计</b>	42023	71072	92963	120324	152269	所得税	891	1134	1581	2137	2757
短期借款	161	779	21072	35410	51136	<b>净利润</b>	2400	3156	4259	5754	7424
应付账款	11481	12108	17356	23219	30146	少数股东损益	563	137	164	180	189
预收款项	15849	29828	34928	41832	50823	归属母公司净利润	1836	3019	4095	5573	7235
一年内到期的非流	634	6533	1120	1120	1120	EBITDA	3543	4718	6322	8805	11439
<b>非流动负债合计</b>	11908	15730	5857	6857	7857	<b>BPS (元)</b>	1.51	1.36	1.81	2.47	3.20
长期借款	4237	4857	5857	6857	7857	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	6949	9786	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	53931	86803	98820	127181	160126	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1740	1514	1678	1859	2048	营业收入增长	14.00%	18.67%	40.24%	35.40%	30.23%
实收资本(或股本)	1708	2259	2259	2259	2259	营业利润增长	37.78%	29.33%	37.53%	35.23%	29.11%
资本公积	2926	2570	3448	3448	3448	归属于母公司净利润	35.61%	36.11%	35.61%	36.11%	29.82%
未分配利润	7406	10264	10469	10748	11109	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	12131	14854	17268	18940	21110	毛利率(%)	26.81%	27.87%	29.78%	30.62%	30.83%
<b>负债和所有者权</b>	67802	103171	117766	147979	183284	净利率(%)	10.18%	11.28%	10.86%	10.83%	10.73%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.71%	2.93%	3.48%	3.77%	3.95%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	15.14%	20.33%	23.71%	29.43%	34.27%
<b>经营活动现金流</b>	-957	8097	-8710	-7231	-6516	<b>偿债能力</b>					
净利润	2400	3156	4259	5754	7424	资产负债率(%)	80%	84%	84%	86%	87%
折旧摊销	139.43	213.62	0.00	233.24	233.24	流动比率	1.22	1.13	1.05	1.06	1.07
财务费用	131	272	269	701	1044	速动比率	0.45	0.57	0.49	0.49	0.49
应收账款减少	0	0	4	-8	-9	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	5099	6904	8991	总资产周转率	0.40	0.33	0.36	0.40	0.42
<b>投资活动现金流</b>	-798	-8707	2532	382	395	应收账款周转率	2776	1775	1655	2099	2065
公允价值变动收益	815	594	500	500	500	应付账款周转率	2.27	2.37	2.66	2.62	2.59
长期股权投资减少	0	0	457	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	119	160	120	132	145	每股收益(最新摊薄)	1.51	1.36	1.81	2.47	3.20
<b>筹资活动现金流</b>	3032	6639	3759	10736	10617	每股净现金流(最新)	0.75	2.67	-1.07	1.72	1.99
应付债券增加	0	0	-9786	0	0	每股净资产(最新摊)	7.10	6.58	7.64	8.38	9.34
长期借款增加	0	0	1000	1000	1000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	608	551	0	0	0	P/E	12.51	10.54	7.91	5.81	4.48
资本公积增加	2815	-355	878	0	0	P/B	2.02	2.18	1.88	1.71	1.53
<b>现金净增加额</b>	1277	6029	-2419	3888	4495	EV/EBITDA	8.47	8.68	7.82	6.92	6.39

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。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

中国社会科学院研究生院博士。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。