

新城控股 (601155)

证券研究报告
2017年11月03日

Q3 单季结算大增、“高周转+持有物业”双核超频

事件: 公司发布 2017 年三季报, 前三季度实现营业收入 168.56 亿元, 同比增长 42.33%; 实现归属净利润 19.92 亿元, 同比增长 125.59%; 每股收益 0.90 元, 同比增长 104.55%。

结算提速、盈利能力获大幅改善

1) 单季结算同比近 100%: 公司 Q3 单季度实现营收 55.28 亿, 同比增长 99.49%, 归属净利润达到 8.53 亿, 同比+2786.27%; **2) 毛利率大幅提升:** 受益于结转项目面积与均价的齐升, 前三季度公司毛利率大幅增至 37.38%, 同比+13.19 个百分点, 其中毛利 63 亿, 同比增 120%; **3) 结转回款增多, 预收款与现金充足:** 期末, 公司预收款 497.50 亿, 比年初增加 199.22 亿, 同比增加 43.31%; 同时货币资金达到 182.25 亿, 比年初增加 48.24 亿, 同比增加 10.92%;

销售量价齐升、竣工超预期、上调计划新开工面积, 全年破千亿可期

1) 销售面积金额双升、均价同比上涨 27.13%: 据公告, 1-9 月公司销售金额约 749.07 亿, 同比+64.53%, 完成年初 850 亿目标计划的 88%, 销售面积约 546.06 万方, 同比+29.42%, 其中销售均价由 10790 元/平涨至 13717 元/平; **2) 上半年竣工超预期、大幅上调下半年新开工面积:** 公司计划 2017 年划竣建面约 607.67 万方, 上半年实际竣工项面积 532.18 万方; 计划 2017 年新开工建面 643.03 万方, 公司上半年实际新开工面积 737 万方; 半年报上调目标, 计划下半年新开工建面 1152.80 万方, 由于三季度单季销售金额 258.2 亿与一二季均销售大体持平, 预计四季度推盘力度将加大, 销售有望实现进一步突破达到千亿规模。

高周转驱动积极扩张土地储备、力推商业综合体探索轻资产模式

1) 拿地积极, 坚持布局“环一二线”区域: 期末, 公司新增土地储备 2000 万方, 货值达 3000 亿, 主要布局长三角、珠三角与环渤海经济圈, 及中西部省会城市和卫星城, 初步完成了“1+3”战略布局。**2) 53 座吾悦广场, 超高线下流量入口:** 公司以住宅地产与商业地产双轮驱动; 截至期末, 公司投资性房地产账面余额达 177.25 亿, 增长 31%; 目前公司已在全国 45 城布局 53 座吾悦广场, 其中预计年底共开 23 座, 每个广场日均客流量 4.4 万人次。**3) 在手大量成熟物业, 为标准化 REIT 抢占先机:** 上半年持有经营物业板块吾悦广场销售额达 111.59 亿元, 租金及管理费收入 3.44 亿, 出租率达 97.07%。

投资建议

公司以高杠杆驱动高周转, 同时积极扩张; 优化内控、加强激励来提升效率效果显著: 前三季度销售实现 64.53% 的增长; 新增土储建筑面积已超去年全年约 40%, 初步完成“以上海为中枢, 长三角为核心, 并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张”的“1+3”战略布局。“住宅+商业地产”双轮驱动模式让公司一方面以高周转与快速扩张实现市占率提升, 另一方面以已有商业地产平台, 享受 REITs 与租赁政策新红利, 积极探索轻资产模式。我们对公司 2017-2019EPS 预估为 2.05、2.64 和 3.24 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 6 个月目标价 24.24 元。

风险提示: 政策调控收紧导致销售不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23,568.79	27,969.28	39,057.28	50,801.30	66,124.12
增长率(%)	14.00	18.67	39.64	30.07	30.16
EBITDA(百万元)	3,469.75	4,636.20	6,898.55	9,272.25	12,135.14
净利润(百万元)	1,836.27	3,019.23	4,629.39	5,958.48	7,315.04
增长率(%)	57.32	64.42	53.33	28.71	22.77
EPS(元/股)	0.81	1.34	2.05	2.64	3.24
市盈率(P/E)	26.74	16.26	10.61	8.24	6.71
市净率(P/B)	4.05	3.31	2.61	2.06	1.63
市销率(P/S)	2.08	1.76	1.26	0.97	0.74
EV/EBITDA	8.58	4.34	9.04	6.51	5.29

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	20.42 元
目标价格	24.24 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,258.48
流通 A 股股本(百万股)	704.68
A 股总市值(百万元)	46,118.25
流通 A 股市值(百万元)	14,389.65
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	88.48
一年内最高/最低(元)	20.68/11.02

作者

王茜	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090005	wangqian@tfzq.com
徐超	联系人
xuchao@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告



1. 结算提速、盈利能力获大幅改善

- 1) **单季结算同比近 100%**: 公司 Q3 单季度实现营收 55.28 亿, 同比增长 99.49%, 归属净利润达到 8.53 亿, 同比+2786.27%;
- 2) **毛利率大幅提升**: 受益于结转项目面积与均价的齐升, 前三季度公司毛利率大幅增至 37.38%, 同比+13.19 个百分点, 其中毛利 63 亿, 同比增 120%;
- 3) **结转回款增多, 预收款与现金充足**: 期末, 公司预收款 497.50 亿, 比年初增加 199.22 亿, 同比增加 43.31%; 同时货币资金达到 182.25 亿, 比年初增加 48.24 亿, 同比增加 10.92%;

2. 销售量价齐升、竣工超预期、上调计划新开工面积, 全年破千亿可期

- 1) **销售面积金额双升、均价同比上涨 27.13%**: 据公告, 1-9 月公司销售金额约 749.07 亿, 同比+64.53%, 完成年初 850 亿目标计划的 88%, 销售面积约 546.06 万方, 同比+29.42%, 其中销售均价由 10790 元/平涨至 13717 元/平;
- 2) **上半年竣工超预期、大幅上调下半年新开工面积**: 公司计划 2017 年划竣建面约 607.67 万方, 上半年实际竣工项面积 532.18 万方; 计划 2017 年新开工建面 643.03 万方, 公司上半年实际新开工面积 737 万方; 半年报上调目标, 计划下半年新开工建面 1152.80 万方, 由于三季度单季销售金额 258.2 亿与一二季均销售大体持平, 预计四季度推盘力度将加大, 销售有望实现进一步突破达到千亿规模。

3. 高周转驱动积极扩张土地储备、力推商业综合体探索轻资产模式

- 1) **拿地积极, 坚持布局“环一二线”区域**: 期末, 公司新增土地储备 2000 万方, 货值达 3000 亿, 主要布局长三角、珠三角与环渤海经济圈, 及中西部省会城市和卫星城, 初步完成了“1+3”战略布局。
- 2) **53 座吾悦广场, 超高线下流量入口**: 公司以住宅地产与商业地产双轮驱动; 截至期末, 公司投资性房地产账面余额达 177.25 亿, 增长 31%; 目前公司已在全国 45 城布局 53 座吾悦广场, 其中预计年底共开 23 座, 每个广场日均客流量 4.4 万人次。
- 3) **在手大量成熟物业, 为标准化 REIT 抢占先机**: 上半年持有经营物业板块吾悦广场销售额达 111.59 亿元, 租金及管理费收入 3.44 亿, 出租率达 97.07%。

4. 负债率有所提升、多渠道融资降成本

- 1) **融资渠道大幅拓宽, 融资成本有所降低**: 公司上半年中期票据、PPN 各 45 亿元获准注册, 并完成三期中票 45 亿元发行, 综合票息 5.62%; 一期 PPN 发行 20 亿, 综合票息 6.3%。8 月 8 日, 公司以 12 倍超额认购完成了 2 亿美元、5 年期高级美元债券的发行, 票面利率锁定在 5%, 融资成本再降。
- 2) **杠杆随快速扩张同步提升**: 期末, 公司资产负债率 88.48%较年初上升 4.34 个百分点, 净负债率 122.4%比年初增加 70.1 个百分点, 虽在手货币资金 182.25 亿足以覆盖短期借款与一年内到期非流动负债之和 124.8 亿, 但或影响四季度投资力度。

5. 多重激励机制促内生发展

独创四项激励机制：公司制定了股权激励计划、“新城合伙人”计划、“共创、共担、共享”计划以及“竞创百亿”计划四项机制，其中股权激励计划实现了公司与高管及骨干管理人员同舟共济、共享成就；“新城合伙人”及“共创、共担、共享”计划实现了项目管理团队绩效与房地产项目经营业绩挂钩；“竞创百亿”计划对达到百亿销售的城市公司进行特别奖励，激发全员创业热情，鼓励更多城市公司深耕所在区域，提高市场占有率。

6. 投资建议

公司以高杠杆驱动高周转，同时积极扩张；优化内控、加强激励来提升效率效果显著：前三季度销售实现 64.53% 的增长；新增土储建筑面积已超去年全年约 40%，初步完成“以上海为中枢，长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张”的“1+3”战略布局。“住宅+商业地产”双轮驱动模式让公司一方面以高周转与快速扩张实现市占率提升，另一方面以现有商业地产平台，享受 REITs 与租赁政策新红利，积极探索轻资产模式。我们对公司 2017-2019EPS 预估为 2.05、2.64 和 3.24 元，首次覆盖，给予“买入”评级，6 个月目标价 24.24 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,469.42	13,401.40	19,528.64	25,400.65	33,062.06
应收账款	3,846.14	17,199.34	21,857.94	26,121.06	32,655.94
预付账款	6,874.85	7,480.66	7,582.35	7,941.55	9,709.76
存货	32,727.73	39,492.55	81,011.48	77,138.23	99,374.88
其他	1,517.13	2,600.39	3,785.70	5,995.52	7,650.21
流动资产合计	51,435.27	80,174.34	133,766.11	142,597.01	182,452.85
长期股权投资	2,189.36	4,549.88	14,947.88	16,203.88	17,602.88
固定资产	1,928.73	1,885.86	1,812.23	1,758.67	1,704.16
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	79.18	92.94	80.46	67.97	55.49
其他	12,169.57	16,467.58	20,544.91	21,582.47	22,721.47
非流动资产合计	16,366.85	22,996.26	37,421.48	39,682.59	42,155.76
资产总计	67,802.12	103,170.61	171,187.58	182,279.60	224,608.61
短期借款	161.00	778.62	4,753.78	5,511.64	6,273.34
应付账款	22,757.82	27,605.78	37,165.14	36,573.38	56,726.41
其他	19,103.80	42,687.94	68,911.36	69,777.54	72,769.57
流动负债合计	42,022.62	71,072.34	110,830.28	111,862.56	135,769.32
长期借款	4,237.17	4,856.70	30,610.60	33,329.52	42,063.08
应付债券	6,949.01	9,786.40	8,128.00	9,873.00	12,049.00
其他	721.78	1,087.22	1,087.22	1,087.22	1,087.22
非流动负债合计	11,907.96	15,730.32	39,825.82	44,289.73	55,199.29
负债合计	53,930.59	86,802.65	150,656.10	156,152.29	190,968.62
少数股东权益	1,740.31	1,514.21	1,723.83	2,241.96	3,532.85
股本	1,708.06	2,258.98	2,258.98	2,258.98	2,258.98
资本公积	2,925.92	2,570.50	2,573.43	2,586.43	2,590.43
留存收益	7,453.08	10,287.83	14,222.82	19,287.52	25,505.31
其他	44.16	(263.57)	(247.58)	(247.58)	(247.58)
股东权益合计	13,871.53	16,367.95	20,531.48	26,127.31	33,639.99
负债和股东权益总	67,802.12	103,170.61	171,187.58	182,279.60	224,608.61

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,399.60	3,155.94	4,629.39	5,958.48	7,315.04
折旧摊销	94.40	160.39	110.12	112.44	114.83
财务费用	210.72	367.56	344.59	530.99	548.05
投资损失	(118.64)	(159.77)	(280.00)	(356.00)	(487.00)
营运资金变动	(1,931.81)	5,579.58	(13,225.00)	(1,891.04)	(8,723.36)
其它	(1,611.42)	(1,006.49)	210.90	520.89	1,293.56
经营活动现金流	(957.16)	8,097.20	(8,210.00)	4,875.75	61.13
资本支出	2,529.38	2,098.22	10,458.00	1,336.00	1,449.00
长期投资	1,281.99	2,360.52	10,398.00	1,256.00	1,399.00
其他	(4,609.30)	(13,166.05)	(35,134.21)	(4,616.76)	(4,951.67)
投资活动现金流	(797.93)	(8,707.31)	(14,278.21)	(2,024.76)	(2,103.67)
债权融资	11,981.38	21,954.87	51,590.39	56,023.16	67,368.42
股权融资	3,283.88	(384.26)	(325.67)	(517.99)	(544.05)
其他	(12,233.12)	(14,931.40)	(22,649.27)	(52,484.16)	(57,120.42)
筹资活动现金流	3,032.14	6,639.20	28,615.45	3,021.02	9,703.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,277.06	6,029.10	6,127.24	5,872.01	7,661.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,568.79	27,969.28	39,057.28	50,801.30	66,124.12
营业成本	17,250.34	20,174.16	27,113.41	34,928.77	45,389.08
营业税金及附加	1,945.90	1,742.06	2,432.67	3,164.14	4,118.51
营业费用	787.27	1,032.47	1,441.77	1,875.29	2,440.93
管理费用	873.41	1,270.41	1,562.29	2,032.05	2,644.96
财务费用	130.90	272.03	344.59	530.99	548.05
资产减值损失	242.49	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	815.11	593.99	1.28	2.76	2.67
投资净收益	118.64	159.77	280.00	356.00	487.00
其他	(1,867.49)	(1,507.52)	(562.56)	(717.52)	(979.34)
营业利润	3,272.22	4,231.92	6,443.83	8,628.82	11,472.25
营业外收入	26.49	94.90	47.18	52.65	45.32
营业外支出	7.86	36.86	39.00	46.00	43.00
利润总额	3,290.85	4,289.96	6,452.01	8,635.47	11,474.57
所得税	891.25	1,134.03	1,613.00	2,158.87	2,868.64
净利润	2,399.60	3,155.94	4,839.01	6,476.60	8,605.93
少数股东损益	563.33	136.71	209.62	518.13	1,290.89
归属于母公司净利润	1,836.27	3,019.23	4,629.39	5,958.48	7,315.04
每股收益(元)	0.81	1.34	2.05	2.64	3.24

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.00%	18.67%	39.64%	30.07%	30.16%
营业利润	37.78%	29.33%	52.27%	33.91%	32.95%
归属于母公司净利润	57.32%	64.42%	53.33%	28.71%	22.77%
获利能力					
毛利率	26.81%	27.87%	30.58%	31.24%	31.36%
净利率	7.79%	10.79%	11.85%	11.73%	11.06%
ROE	15.14%	20.33%	24.61%	24.95%	24.30%
ROIC	31.13%	45.93%	60.22%	21.44%	25.64%
偿债能力					
资产负债率	79.54%	84.14%	88.01%	85.67%	85.02%
净负债率	179.74%	216.76%	250.57%	304.42%	222.14%
流动比率	1.22	1.13	1.21	1.27	1.34
速动比率	0.45	0.57	0.48	0.59	0.61
营运能力					
应收账款周转率	7.64	2.66	2.00	2.12	2.25
存货周转率	0.75	0.77	0.65	0.64	0.75
总资产周转率	0.40	0.33	0.28	0.29	0.33
每股指标(元)					
每股收益	0.81	1.34	2.05	2.64	3.24
每股经营现金流	-0.42	3.59	-3.64	2.16	0.03
每股净资产	5.37	6.58	8.33	10.57	13.33
估值比率					
市盈率	26.74	16.26	10.61	8.24	6.71
市净率	4.05	3.31	2.61	2.06	1.63
EV/EBITDA	8.58	4.34	9.04	6.51	5.29
EV/EBIT	8.75	4.47	9.18	6.59	5.34

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com