



## 千亿之后，空间更为广阔

### 投资要点

- **投资逻辑:** 公司 2016 年销售额实现跨越式增长，达到 651 亿 (+104%)，2017 年突破 1000 亿已无悬念 (增速约 60%)，非长三角区域销售贡献上升显著，公司成功从区域性房企转型为全国房企。此外，我们认为公司还有三个主要亮点：1、公司快速周转能力；2、公司土地储备丰富优质，截止目前，土储 3011 万方，主要布局江苏、山东、浙江，平均楼面地价 3175 元/平米，仅相当于当前售价的 23%；3、公司商业地产快速放量，“住宅+商业”双轮驱动有助于公司纵深布局。
- **公司 2016 年实现了跨越式的成长，今明两年增长有望持续。** 2016 年公司销售额 651 亿元，同比增长 104%，增速较 2011-2015 年复合增长率 28% 变化十分显著。销售额在全国房地产企业中排名第 15 位，比 2015 年名次提升 6 位。2017 年 1-11 月，公司销售表现强势，销售额达 1053.0 亿，同比增长 75.1%，签约面积 771.8 万方，同比增长 44.5%，全年销售有望冲刺 1400 亿元。
- **公司存货周转率处于行业领先水平。** 在运营策略方面，新城控股坚持高速周转，快速销售，过去五年 (2012-2016) 公司存货周转率均维持在 0.5 以上，明显领先于行业其他龙头公司。我们分析背后原因，除了存货账面值相比偏小之外，还有三个原因：与销售去化相匹配的存货供应策略、拿地成本和建安费用的良好控制、快速的开发和推售能力。
- **优质的土地储备和前瞻的区域布局，夯实未来持续成长之路。** 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。截止 2017 年 6 月公司土地储备 3011 万平方米，可供未来 2-3 年的开发时长，主要分布在江苏的苏州、常州、南京，山东的青岛、济南，浙江的杭州，6 个城市合计占比 47.2%，三个省份合计占比 69.7%，2017 百强县该三省占比 49%，再次显示公司布局的前瞻性。
- **公司商业地产进军国内商业地产第一梯队。** 公司秉持“住宅+商业”地产双轮驱动运作模式，产生地产的横向协同效应，亦有助纵深布局。截至 2017 年 6 月，公司已开业商业综合体 13 个，在建及拟建广场 33 座。预计，至 2020 年广场开业数将达到 100 个以上。2016 年实现商业综合体销售收入 109.8 亿，同比增长 72.2%，出租物业及管理收入 4.4 亿，同比增长 47.8%。商业地产收入占总收入比由 2015 年的 28%，上升到 2016 年 42%。“住宅+商业”的均衡发展，将成为公司一大亮点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年归母净利润将取得 45.2% 的复合增长率，鉴于年底估值切换时期，我们给予公司 2018 年 12 倍估值，对应目标价 36.72 元。公司作为低估值、高增长的典型代表，维持“买入”评级。

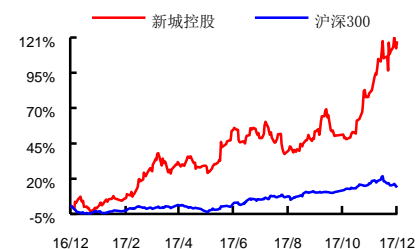
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	27969.28	43476.99	58722.59	76535.41
增长率	18.67%	55.45%	35.07%	30.33%
归属母公司净利润 (百万元)	3019.23	5000.45	6910.12	9237.13
增长率	64.42%	65.62%	38.19%	33.68%
每股收益 EPS (元)	1.34	2.21	3.06	4.09
净资产收益率 ROE	19.28%	24.55%	25.79%	26.12%
PE	19	12	8	6
PB	3.57	2.74	2.08	1.58

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  
联系人: 郭泰  
电话: 0755-23618550  
邮箱: gtai@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)	22.58
流通 A 股(亿股)	7.18
52 周内股价区间(元)	11.75-26.17
总市值(亿元)	583.82
总资产(亿元)	1,488.19
每股净资产(元)	7.15

### 相关研究

1. 新城控股 (601155): 业绩再超预期, 千亿指日可待 (2017-10-29)
2. 新城控股 (601155): 销售业绩高增长, 回款率超预期 (2017-08-20)
3. 新城控股 (601155): 销售向好, 冲击千亿销售额 (2017-06-07)
4. 新城控股 (601155): 持续扩张, 向千亿销售目标迈进 (2017-03-15)

## 投资要件

### 关键假设

假设 1：未来三年，公司房地产业务毛利率维持在 30%，公司租金及相关业务毛利率维持在 80%，其它业务毛利率维持在 22%。

假设 2：未来三年，销售费用率维持为 3.3%，管理费用维持为 3.8%，其他财务费用率维持在 0.2%。

假设 3：公司房地产业务结算面积的年复合增速保持在 40%左右，且结算毛利率修复至 30%并保持稳定。

### 我们区别于市场的观点

市场认为公司储备主要来自三四线城市，并且三四线城市房地产市场将随着棚改降温而降温，因此公司的销售持续性存疑。我们认为公司主要战略布局仍在一二线城市。以年初至今的销售金额来看，一线与二线占比总金额超 70%，三线占比 23%，四线占比仅 7%。若以土地储备面积来看，公司储备面积超过 60%来自一二线城市，三四线城市占比约 40%。由此，我们认为公司被打上了误导性的标签，公司的主要销售来源于一二线城市，不存在市场担忧的问题。

### 股价上涨的催化因素

销售依然保持高增速；把握优质并购机会；商业物业贡献稳定现金流。

### 估值和目标价格

预计公司 2017-2019 年归母净利润将取得 45.2%的复合增长率，鉴于年底估值切换时期，我们给予公司 2018 年 12 倍估值，对应目标价 36.72 元。

### 投资风险

销售结算进度或不及预期，房地产行业或出台新的调控政策。

## 目录

<b>1 区域聚焦，多元布局，苏系房企高速增长</b> .....	<b>1</b>
1.1 苏系房企龙头企业 .....	1
1.2 区域聚焦，多元布局 .....	3
<b>2 精准布局与高周转成就跨越式成长</b> .....	<b>6</b>
2.1 公司重布局城市景气度持续提升，成就高速增长 .....	6
2.2 公司存货周转率处于行业领先水平，助力高 ROE .....	9
2.3 公司积极拓宽融资渠道，降低融资成本 .....	11
<b>3 未来亮点：土地储备优、商业地产兴、养老地产新</b> .....	<b>13</b>
3.1 土地储备，优质且丰富，夯实未来盈利基础 .....	13
3.2 商业地产，快速崛起，步入行业第一阶梯 .....	17
3.3 养老地产，控股标杆社区，探索地产新业态 .....	20
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>21</b>
4.1 盈利预测 .....	21
4.2 相对估值 .....	22
4.3 绝对估值 .....	22
<b>5 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程中业务线和资本市场线相辅相成 .....	1
图 2: 公司股权集中, 实际控制人通过 H 股控股 .....	2
图 3: 公司战略: 区域聚焦、高速周转、产品多元化 .....	3
图 4: 公司业务版图覆盖长三角、环渤海、珠三角、中西部地区 .....	3
图 5: 公司住宅项目全国“1+3”布局图 .....	4
图 6: 公司“住宅+商业”地产产品线 .....	4
图 7: 公司商业项目全国布局图 .....	5
图 8: 公司销售额表现在 2016 年实现跨越式增长 .....	6
图 9: 公司销售面积和销售单价都实现突破 .....	6
图 10: 全国商品房销售额增长表现情况 .....	6
图 11: 全国商品房销售面积增长表现情况 .....	6
图 12: 公司收入持续平稳增长 .....	7
图 13: 公司归母净利润快速增长 .....	7
图 14: 2016 年公司收入 70%来自长三角 4 个城市 .....	7
图 15: 2015 年公司收入 85%来自长三角 4 个城市 .....	7
图 16: 上海新房销售周成交套数 .....	7
图 17: 南京新房销售周成交套数 .....	7
图 18: 苏州新房销售周成交套数 .....	8
图 19: 常州新房销售周成交套数 .....	8
图 20: 上海、南京、苏州商品房住宅可售面积 .....	8
图 21: 上海、南京、苏州商品房住宅去化时间 .....	8
图 22: 公司毛利率大增 .....	9
图 23: 公司三费率有不同程度的提高 (%) .....	9
图 24: 公司 ROE 表现明显优于其他地产蓝筹公司 .....	9
图 25: 全国房地产开发业 ROE 持续下降至 2015 年开始回调 .....	9
图 26: 公司净负债率波动小, 明显低于同类二线地产蓝筹股 .....	10
图 27: 公司存货周转率明显高于其他蓝筹公司 .....	10
图 28: 公司存货规模和增长率表现并不激进 .....	10
图 29: 公司历年新增土地地块数量 .....	13
图 30: 公司历年新增土储可建面, 2015 年开始大量储备土地 .....	13
图 31: 公司两次大规模加速拿地对应土地价格两次回调 .....	14
图 32: 总建面口径下公司拿地单价成本 .....	14
图 33: 公司土地储备中山东上升至省直辖市排名第二 .....	14
图 34: 公司土地储备分布向环渤海城市倾斜 .....	14
图 35: 苏州市人口净流入 .....	15
图 36: 苏州住宅市场成交 .....	15
图 37: 上海市人口净流入 .....	15
图 38: 上海住宅市场成交 .....	16
图 39: 杭州市人口净流入 .....	16

图 40: 杭州住宅市场成交.....	16
图 41: 公司商业地产收入贡献占比正上升.....	18
图 42: 公司 2016 年收入结构.....	18
图 43: 上海新城吾悦广场 2KM 范围内有 3 个住宅项目.....	18
图 44: 长沙新城吾悦广场和住宅项目毗邻.....	18
图 45: 金东方 CCRC3+1 服务管理模式.....	20

## 表 目 录

表 1: 股权激励解锁业绩条件及时间窗口.....	2
表 2: 公司过去 5 年拿地单幅土地建面规模偏小.....	11
表 3: 公司长期债券列表.....	11
表 4: 公司非公开发行股票募资资金用途.....	12
表 5: 东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划预计现金流情况 (单位: 万元).....	12
表 6: 苏州、上海、杭州城市政策、经济、人口对比.....	14
表 7: 2017 年上半年公司物业出租情况.....	17
表 8: 典型城市广场综合体: 苏州吴江吾悦广场投资和销售情况.....	19
表 9: 部分三四线城市综合体项目预计收益情况.....	19
表 10: 公司各业务板块盈利预测.....	21
表 11: 可比公司市盈率比较.....	22
表 12: NAV 估值表.....	22
附表: 财务预测与估值.....	23

# 1 区域聚焦，多元布局，苏系房企高速增长

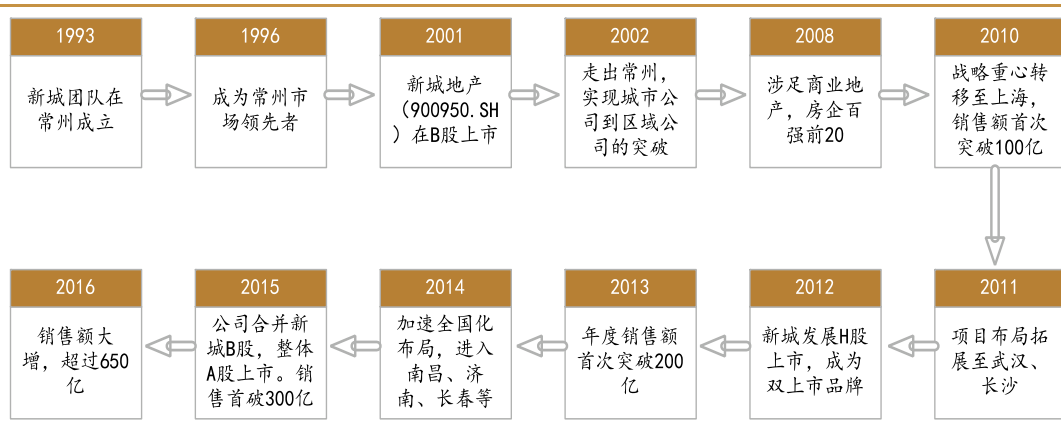
## 1.1 苏系房企龙头企业

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。经过二十多年的发展，新城控股已经成为跨足住宅地产和商业地产的综合性地产集团。

凭借优异的市场表现，2017年新城控股荣升“2016中国房地产百强企业”第16位，蝉联“稳健性TOP10”和“运营效率TOP10”两项奖，连续11年获得江苏省房地产业综合实力50强第1名，连续10年获得“中国华东房地产公司品牌价值Tpo10排名”第1名。

**发展历程：**纵观公司发展历程，公司的崛起源于公司业务线和资本市场线相辅相成，并驾齐驱。

**图1：公司发展历程中业务线和资本市场线相辅相成**



数据来源：公司官网，西南证券整理

其一，业务线。

公司1993年从常州起家，2002年走出常州，2009年战略重心转至上海，确立区域深耕思路。2010年公司销售额实现百亿的突破。2011年公司大胆超越长三角区域，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。

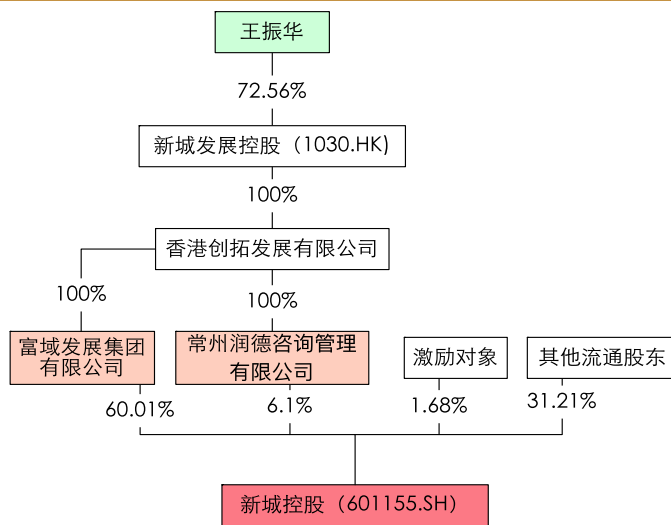
其二，资本市场线。

- 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。

**股权结构：股权集中，实际控制人通过H股控股。**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股的地产公司。在融资便利方面，双层架构的优势可能更为凸显。而绝对控股从某种程度上也保证了战略实施的一致性、管理层的稳定性和运营效率的持续性。再考虑到长期投资者的逐步参与，公司流通股权的稀缺价值将会逐步明显。

**图2：公司股权集中，实际控制人通过H股控股**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**股权激励计划：彰显公司管理层信心。**公司于2016年10月公布了第一期限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量为4200万股，占本激励计划公告日公司股本总数22.2亿股的1.89%，其中首次授予3850万股，占本激励计划公告日公司股本总数的1.73%，预留350万股，占本激励计划公告日公司股本总数的0.16%。

首次授予3850股于2016年11月22日完成，首次授予激励对象限制性股票的价格为6.90元/股，首次授予激励对象共计59人。

**表1：股权激励解锁业绩条件及时间窗口**

	解锁比例	解锁业绩条件	解锁时间窗口
第一次解锁	40%	2016年归属于母公司股东净利润达到25亿元	自首次授予日起满12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日当日止
第二次解锁	30%	2017年归属于母公司股东净利润达到35亿元	自首次授予日起满24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止
第三次解锁	30%	2018年归属于母公司股东净利润达到50亿元	自首次授予日起满36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止

数据来源：公司公告，西南证券整理



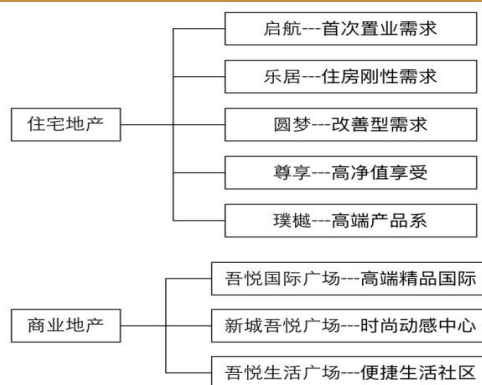
图 5: 公司住宅项目全国“1+3”布局图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

为满足不同客户群体的需求与偏好, 公司当前的住宅产品分为四大系列, 分别为: 定位于新婚夫妇首次置业需求的“启航”系列 (一般位于城市外围和郊区, 面积 60-90 平米)、定位于年轻家庭住房刚性需求的“乐居”系列 (一般位于城郊, 面积 80-120 平米)、定位于中高收入家庭改善型需求的“圆梦”系列 (城市核心区域, 面积 90-180 平米)、以及定位于高净值家庭改善型需求的“尊享”系列 (独特品质, 面积 180-430 平米)。不仅如此, 新城控股还紧抓市场发展趋势, 于 2016 年 6 月推出高端住宅产品线—璞樾。时至今日, 已开发住宅小区 100 余个, 业主重复购买或推荐购置率达 40% 以上。

图 6: 公司“住宅+商业”地产产品线



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**商业地产: 产品线丰富, 打造领导品牌**

公司的商业地产开发业务的主要产品为商业综合体, 包括销售型物业和持有型物业两部分。其中, 销售型物业供对外出售, 主要包括住宅、酒店式公寓及沿街商铺等; 持有型物业供自持运营或对外租赁, 主要是购物中心。

吾悦品牌是公司旗下旗舰型的城市综合体项目品牌, 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。截至 2017 年 6 月, 公司已开业商业综合体 13 个。

图 7: 公司商业项目全国布局图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

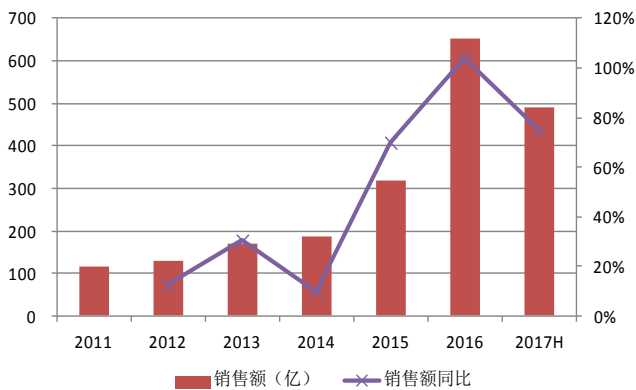
## 2 精准布局与高周转成就跨越式成长

### 2.1 公司重布局城市景气度持续提升，成就高速增长

从销售表现来看，公司 2016 年实现了跨越式的成长。2016 年公司销售额大幅增长，达到 651 亿元，同比增长 104%；销售面积大幅增长，达到 575 万方，同比增长 66%。同期全国商品房销售额增速 35%，全国商品房销售面积增速 22%。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，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。我们预计今年的销售额增速也会明显超过 2011-2015 年平均水平。

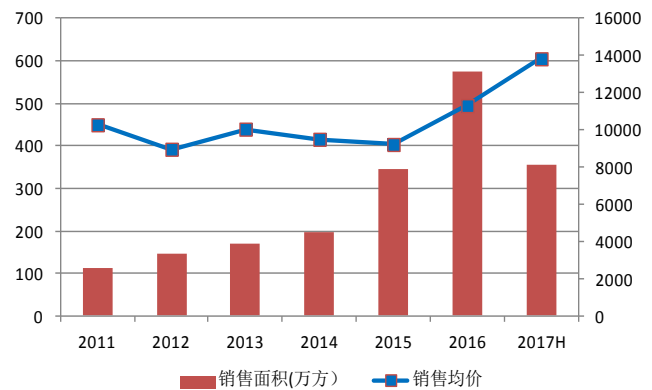
2017 年 1-11 月，公司销售表现强势，销售额达 1053.0 亿，同比增长 75.1%，签约面积 771.8 万方，同比增长 44.5%，全年销售有望冲刺 1400 亿元。

图 8：公司销售额表现在 2016 年实现跨越式增长



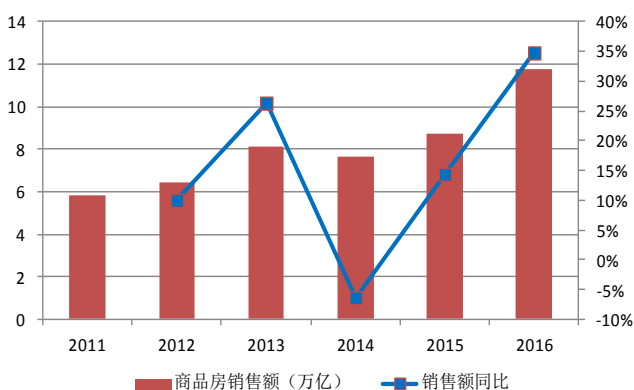
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司销售面积和销售单价都实现突破



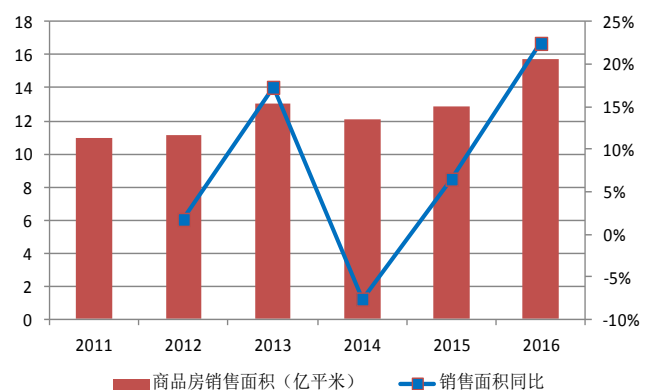
数据来源：wind，西南证券整理

图 10：全国商品房销售额增长表现情况



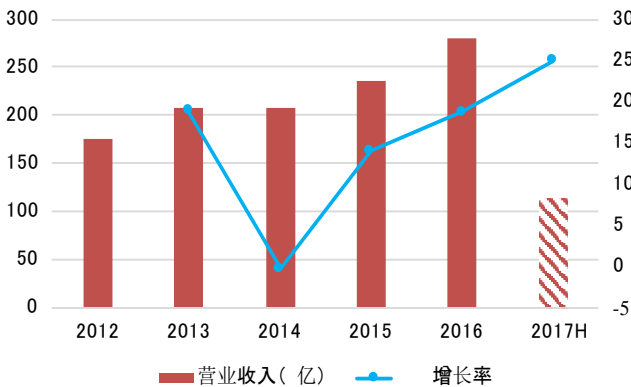
数据来源：wind，西南证券整理

图 11：全国商品房销售面积增长表现情况

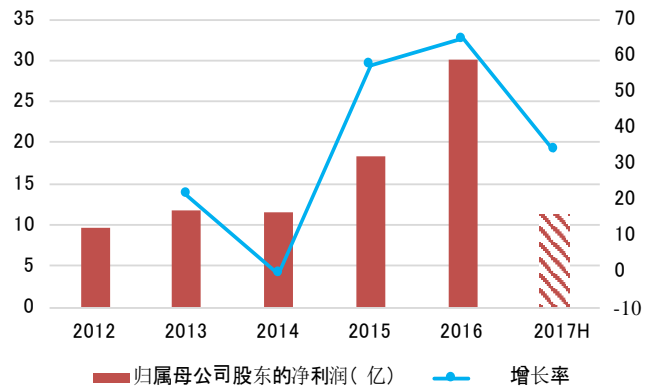


数据来源：wind，西南证券整理

受益于主要布局城市上海、南京、常州、苏州景气度提升，公司 2016 年实现营业收入 280 亿，同比增长 19%，实现归属于上市公司股东净利润 30 亿，同比增长 64%。2017 上半年实现营业收入 113.3 亿元，同比增长 24.9%，实现归属于上市公司股东净利润 11.4 亿元，同比增长 33.7%。

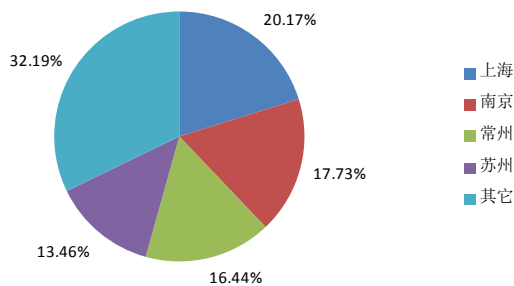
**图 12: 公司收入持续平稳增长**


数据来源: wind, 西南证券整理; %

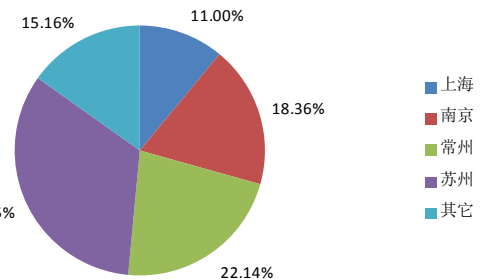
**图 13: 公司归母净利润快速增长**


数据来源: wind, 西南证券整理; %

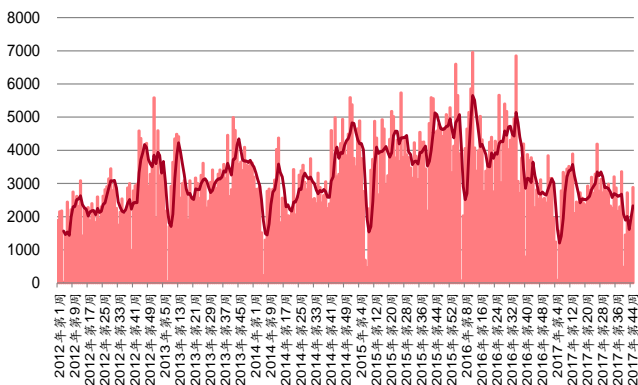
公司 2015 年 85% 的收入来自于长三角中 4 个城市——苏州、常州、南京、上海，2016 年 70% 的收入来自于上述 4 个城市。上海、南京、苏州的去化时间持续降低，由于库存消耗较快，目前上海、南京的去化时间不足 6 个月。

**图 14: 2016 年公司收入 70% 来自长三角 4 个城市**
**16 年收入贡献分布情况**


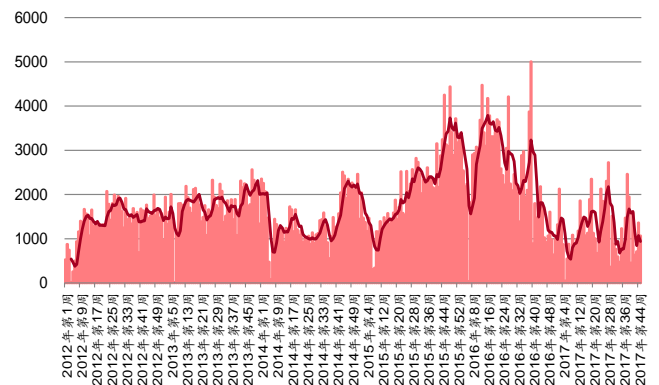
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 15: 2015 年公司收入 85% 来自长三角 4 个城市**
**15 年收入贡献分布情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

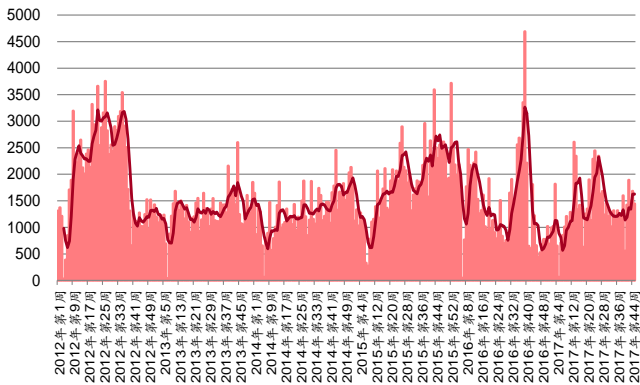
**图 16: 上海新房销售周成交套数**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 17: 南京新房销售周成交套数**


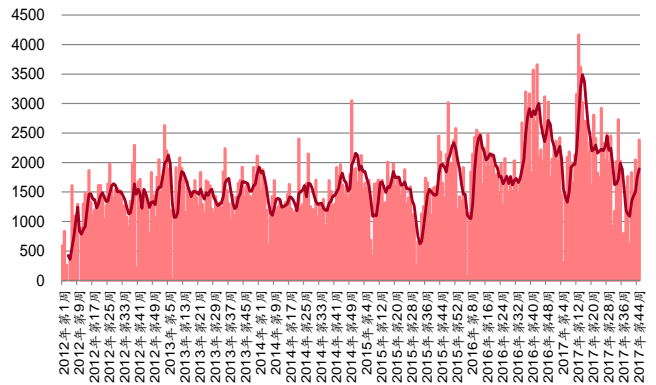
数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 苏州新房销售周成交套数



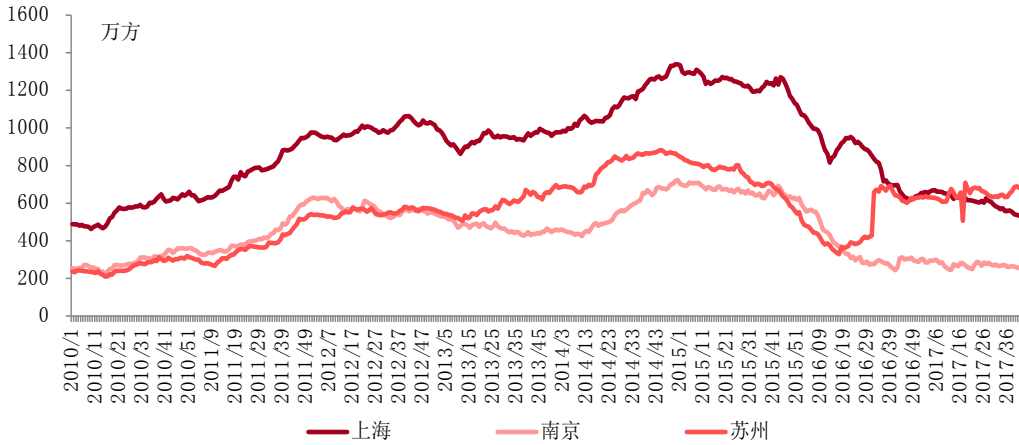
数据来源: wind, 西南证券整理

图 19: 常州新房销售周成交套数



数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 上海、南京、苏州商品房住宅可售面积



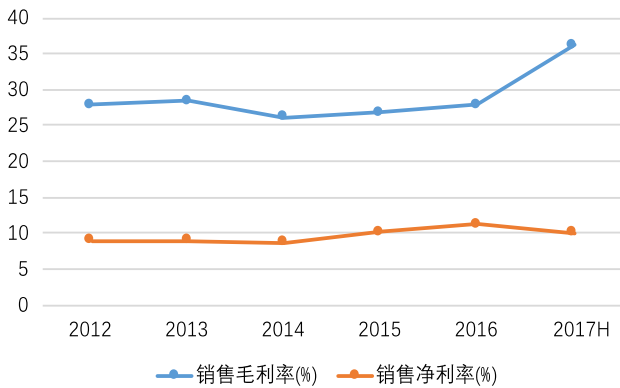
数据来源: wind, 西南证券整理

图 21: 上海、南京、苏州商品房住宅去化时间

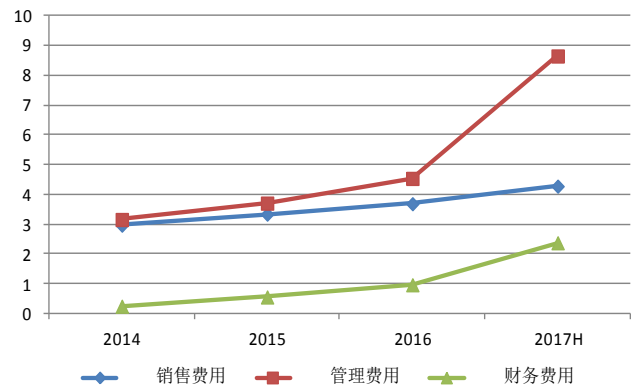


数据来源: wind, 西南证券整理

受益于主要布局城市物业销售价格上涨, 公司销售毛利率大幅提升。2017 年上半年公司毛利率 36.23%, 较 2016 年同期上升 10.2 个百分点。同期, 由于三费率有不同程度的提高, 公司净利率为 10.12%, 较 2016 年同期上升 0.6 个百分点。

**图 22: 公司毛利率大增**


数据来源: wind, 西南证券整理

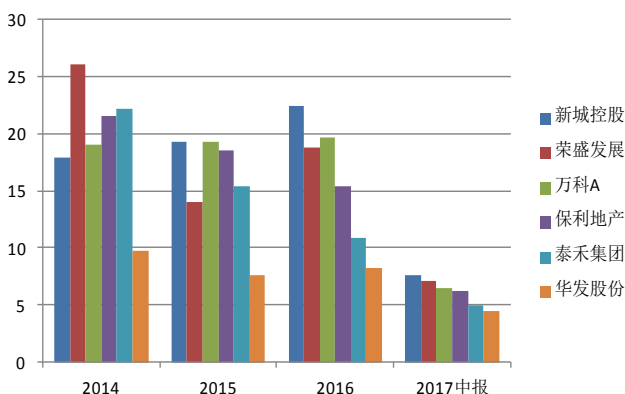
**图 23: 公司三费率有不同程度的提高 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

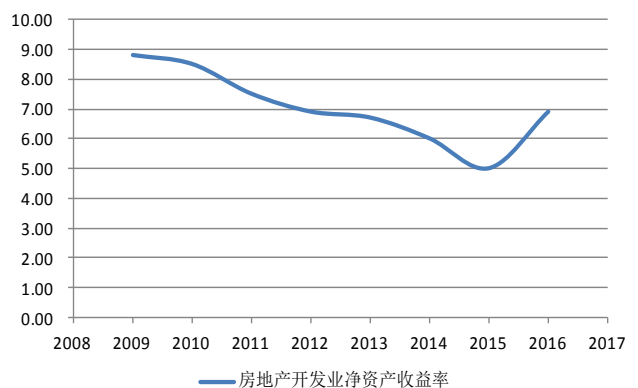
## 2.2 公司存货周转率处于行业领先水平, 助力高 ROE

从公司 ROE 指标来看, 其回报率绝对值和稳定性在优质的地产公司里面表现抢眼, 特别是 2015 年, 行业销售毛利率普遍下行, 公司 ROE 依然保持在 19.24% 的位置, 不仅领先于荣盛发展、泰禾集团、华发股份, 其表现也强于万科、保利等。2016 年公司表现更靓丽, ROE 上升到 22.38%, 依然领先于荣盛发展、泰禾集团、华发股份, 其表现也依然强于万科、保利等。

从公司布局上看, 公司 ROE 上升是有明显支撑的。公司主要布局城市常州毛利率持续上升, 15 年 18%, 16 年 34%。公司逐步开拓的城市, 如海口、南昌等二线城市 2016 年毛利率为 46%、45%, 核心二线城市能够提供更高的毛利率。

**图 24: 公司 ROE 表现明显优于其他地产蓝筹公司**


数据来源: wind, 西南证券整理

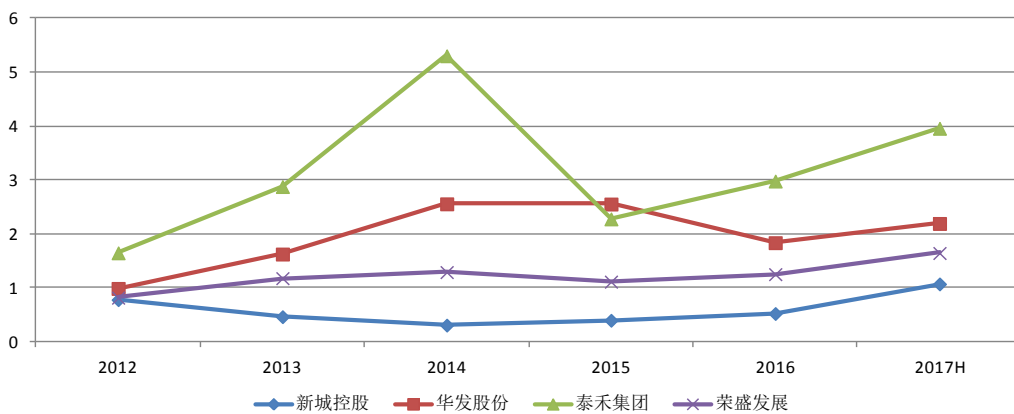
**图 25: 全国房地产开发业 ROE 持续下降至 2015 年开始回调**


数据来源: wind, 西南证券整理

从财务指标上看, ROE 主要与资产负债率、结算净利率和存货周转率密切相关。

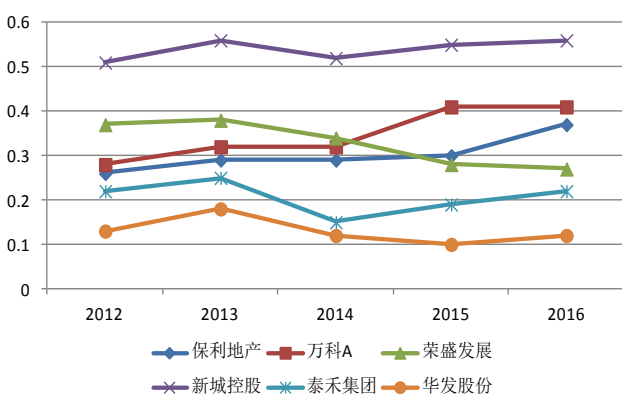
资产负债率过低会导致财务杠杆低,从而制约存货及净资产增长的规模和速度,资产负债率过高在资金成本上行时又会明显增加财务费用,影响净利率的表现。房地产企业有很多预售账款,传统的资产负债率不适合衡量企业的负债状况,为真实地甄别负债率对 ROE 的影响,我们使用净负债率这个指标。净负债率是反映资产结构的指标,等于(有息负债-货币资金)/净资产,有息负债我们选取的是短期借款、一年内到期的长期借款、长期借款和应付债券四项指标之和。

公司对净负债率的控制能力明显领先同行。较低的净负债率说明公司规模快速增长并不是依靠高净负债率维持,而是依赖于良好的经营状况,精准的定位和营销。净负债率波动不大说明,首先,公司已经形成了一定的体量,即使借入负债,对净负债率影响程度相对较少;其次,公司项目较多,资金回笼较快且基本稳定。另一方面,为避免资金闲置带来的货币成本,公司也不会留存过量的现金。2017 上半年,公司有新增债券 45 亿,导致公司净负债率稍微上升。

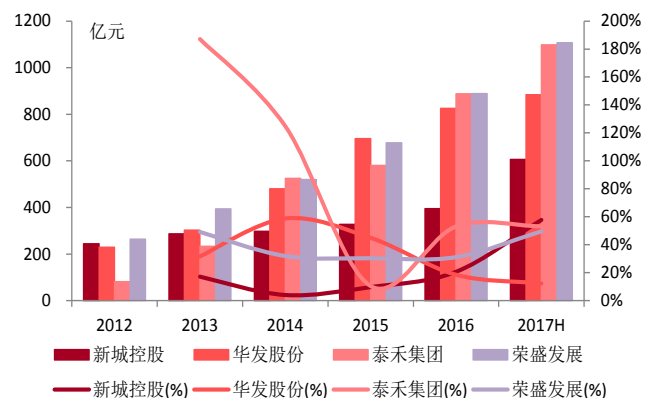
**图 26: 公司净负债率波动小,明显低于同类二线地产蓝筹股**


数据来源: wind, 西南证券整理

公司存货周转率表现同样抢眼,过去五年(2012-2016)公司存货周转率均维持在 0.5 以上,2016 年达到 0.56,这一水平明显领先于行业其他龙头公司。我们分析背后原因,除了存货账面值相比偏小(投资性房地产占比较高)之外,还有三个原因:与销售去化相匹配的存货供应策略、拿地成本和建安费用的良好控制、快速的开发和推售能力。

**图 27: 公司存货周转率明显高于其他蓝筹公司**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 28: 公司存货规模和增长率表现并不激进**


数据来源: wind, 西南证券整理

公司能够实现快速开发销售，与公司对产品的标准化开发和控制有关。公司是国内住宅产业化和标准化的先行者和实践者。早在 2005 年，公司就开始实践住宅产业标准化，全面追求标准化开发程序。2007 年公司成立建筑技术研究院，2012 年公司成立百年住宅研究中心，2014 年公司开启信息化平台打通标准化工作流程，2015 年威信 3D 模块建筑体系用于项目开发。

**小步快跑，控制单个项目体量。**公司对单体项目的大小和整体土地单方成本控制得比较严格，与公司整体的销售回款和土地储备总规模相适应。2016 年之前，公司获取的大部分项目体量不超过 30 万方。2016 年开始，随着公司销售和回款规模的增加，开始根据具体情况拿了些较大体量的项目。比如 2016 年在青岛获取的青岛市红岛经济区羊毛滩项目总建面积为 165 万方、青岛胶州市 23 块地块总建面积为 137 万方。

**表 2：公司过去 5 年拿地单幅土地建面规模偏小**

类别	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
总金额/亿	42.40	83.33	119.46	237.52	535.81	479.53
权益金额/亿	23.73	50.45	68.42	178.55	362.96	322.23
占地面积/万方	43.84	122.46	145.95	286.38	487.91	488.36
总建面/万方	121.86	354.46	439.64	950.68	1424.22	1571.37
幅数/幅	8	16	13	42	35	51
楼面成本/元每平方米	3480	2350	2720	2500	3770	3051
单幅土地权益金额/亿	2.97	3.15	5.26	4.25	10.37	9.4
单幅土地建面规模/万方	15.23	22.15	33.82	22.64	40.69	30.8

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.3 公司积极拓宽融资渠道，降低融资成本

上市后，公司能够更高效、更便宜的借助资本市场融资，通过公司债、票据和定增的方式实现低成本的融资，从而助力公司快速发展。2016 年公司债务融资加权平均成本为 5.49%，较 15 年的 7.18% 下降了 1.69 个百分点。

**表 3：公司长期债券列表**

名称	金额 (亿)	发行日期	票面利率
13 苏新城	20	2014/7/23	8.90%
15 新城 01	30	2015/11/3	4.50%
15 新城 02	20	2015/11/10	6%
16 新城 01	18.5	2016/3/30	5.44%
16 新城 01	11.5	2016/3/30	4.76%
16 新城 02	20	2016/8/16	4.48%
16 新城 03	5	2016/9/13	4.80%
16 新城 04	25	2016/10/18	4.41%
2022PPN	20	2017/5	6.30%
22 新城中票 01	15	2017/3	5.40%
22 新城中票 02	15	2017/4	5.25%

数据来源：wind，西南证券整理

公司 2016 年 3 月 9 日公告预案，非公开发行股票募集资金 50 亿拟用于济南香溢紫郡项目、嵊州吾悦广场项目、衢州吾悦广场项目、海口吾悦广场项目、宁波吾悦广场项目和补充流动资金。目前非公开发行股票事项已经获得发行委审核通过，待获得证监会核准后继续实施，已将本次定增股东大会决议及董事会授权期限延长至 2018 年 3 月 25 日。

**表 4：公司非公开发行股票募集资金用途**

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	拟投入募集资金金额 (亿元)
1	济南香溢紫郡项目	15.8	8
2	嵊州吾悦广场项目	17.4	8
3	衢州吾悦广场项目	21.3	8
4	海口吾悦广场项目	35.9	9
5	宁波吾悦广场项目	9.5	5
6	补充流动资金	12.0	12
	合计	112.0	50

数据来源：公司公告，西南证券整理

随着房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，将房企商业地产盘活的资产证券化成为趋势。

公司积极创新，推出国内首个商业综合体类 REITs 产品。公司通过对上海青浦吾悦广场的出售发行了国内首单商业综合体类 REITs 产品，打通了商业地产证券化和投资退出的渠道。2016 年 6 月 21 日，公司将拥有的上海迪裕商业经营管理有限公司 100% 的股权以 10.5 亿元的对价转让予上海东方证券资产管理有限公司发起设立的“东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划”。

标的资产为上海迪裕股权及旗下目标资产，主要是青浦吾悦广场，房屋总建面 13.29 万方，其中自持商业及附着物建面 8.63 万方。该计划分为优先 A 类资产支持证券（5 亿元，预期收益率 5.35%/5.75%/5.95%）、优先 B 类资产支持证券（2.5 亿，预期收益率 6.5%/6.9%/7.1%）和次级资产支持证券（3 亿元，不设预期收益率）。产品期限 3+2 年，新城控股有权在专项计划设立满 3 年之日起行使优先购买权收购全部优先资产支持证券。专项计划支付资产支持证券本金和预期收益的主要现金流来源于信托利益分配资金、上海迪裕的股东利润分配、新城控股支付的优先权的权利金及目标资产的处置收益。信托利益分配资金来源于上海迪裕偿还的信托贷款本金和利息，其偿还资金来源于标的资产的租金收入、物业管理费收入和其他收入。

**表 5：东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划预计现金流情况（单位：万元）**

类别	2016	2017	2018	2019	2020	2021
正常运营情况						
毛收入	8250	9500	9700	9900	10200	10400
运营支出	2721	2484	2438	3103	3222	3004
净收入	5529	7016	7262	6797	6978	7396
假定第三年末新城控股行使优先权进行回购						
权利金收入	6000	5000	4000			
资产回购收入				110000		

类别	2016	2017	2018	2019	2020	2021
假定第五年末, 按照评估价值 60% 处置目标资产						
权利金收入	6000	5000	4000	3000	2000	
资产处置收入						71460

数据来源: 公司公告, 西南证券整理。说明: 毛收入包括商铺租金收入、物业管理费收入、附着物租金收入、多种经营收入、保证金利息收入; 运营支出包括营业成本 (维护保养费用、公共能耗费用)、税费支出 (增值税及附加、房产税和土地使用税)、管理服务报酬、保险费用、营销费用等。

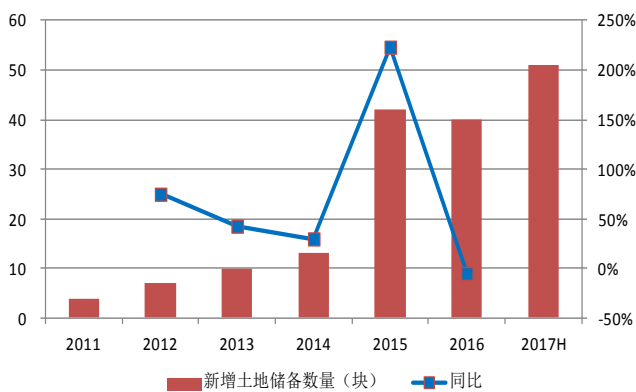
### 3 未来亮点: 土地储备优、商业地产兴、养老地产新

#### 3.1 土地储备, 优质且丰富, 夯实未来盈利基础

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。具体到项目选择的话, 公司的基本标准是方圆 5 公里内覆盖 30 万以上人口, 且城市处于人口净流入状态; 按成本法计算净利润率 > 8%, IRR > 20%。

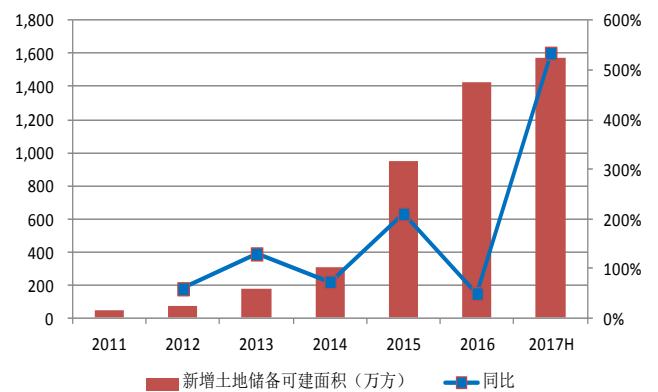
公司通过招拍挂、收并购、棚改等多种方式积极拓展土地资源, 进行区域前瞻性布局, 储备高潜质项目。2016 年, 公司新增土地储备共 40 幅, 总建筑面积 1,424.22 万平方米。2017 年上半年, 公司新增土地储备 51 幅, 总建筑面积达 1,571.37 万平方米, 为冲击行业第一梯队打好基础。截止 2017 年 6 月底, 公司在全国 48 个城市共拥有储备总建筑面积约 3011 万平方米, 充足的土地储备, 为未来三到五年业绩增长提供地基。

图 29: 公司历年新增土地地块数量



数据来源: wind, 西南证券整理

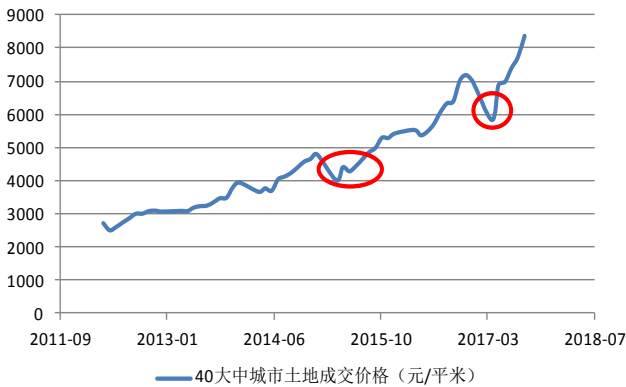
图 30: 公司历年新增土储可建面, 2015 年开始大量储备土地



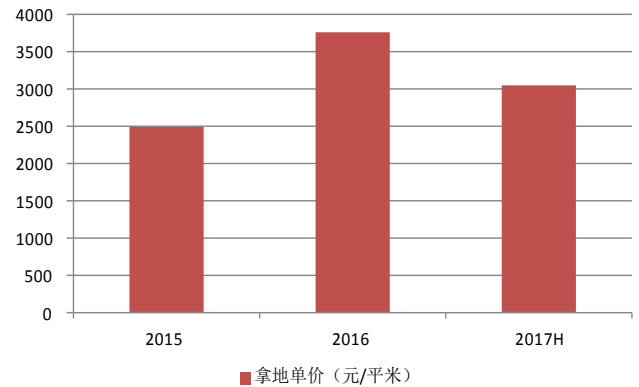
数据来源: wind, 西南证券整理

从公司近几年拿地情况来看, 公司准确把握拿地时点, 实现低成本加速拿地。在土地市场 2015 年回调亦起势之际, 公司依靠敏锐的市场嗅觉, 迅速积累了充裕的低成本土地资源。2015 年新增土地总建筑面积 950.7 万平方米, 同比增长 210.35%, 远超历年水平。2016 年, 土地市场过热, 地王频出, 土地溢价率大幅攀升, 公司拿地节奏明显放缓。2017 年上半年, 在土地市场再次回调之际, 公司再次以非常积极的态度拿地, 拿地总建面已超 16 年全年 10%。公司土地投资加速, 快速扩张态势明显。

2016 年拿地总价为 535.8 亿元, 拿地成本约为 3762 元/平。2017 年公司拿地平均成本为 3052 元/平。但得益于两次低价拿地, 公司储备土地蕴含了较大的增值潜质。

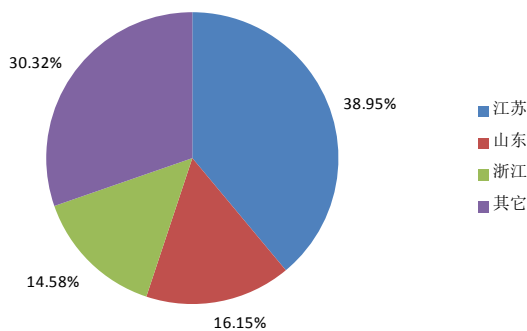
**图 31: 公司两次大规模加速拿地对应土地价格两次回调**


数据来源: wind, 西南证券整理

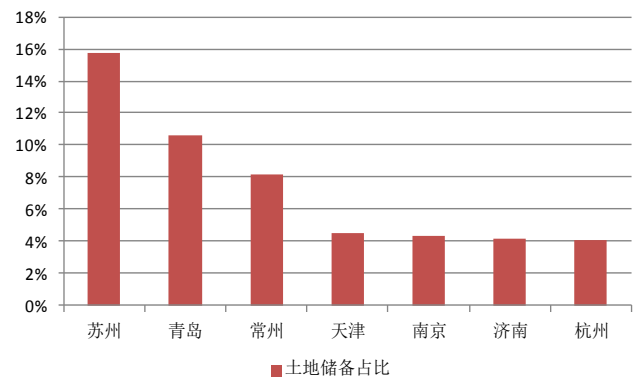
**图 32: 总建面口径下公司拿地单价成本**


数据来源: wind, 西南证券整理

从土地储备区域分布来看, 公司进一步执行“1+3”战略布局。前 4 名的城市也不再是全部位于长三角, 而是分散在长三角和环渤海区域, 其中占比最高的依然是苏州。

**图 33: 公司土地储备中山东上升至省直辖市排名第二**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 34: 公司土地储备分布向环渤海城市倾斜**


数据来源: wind, 西南证券整理

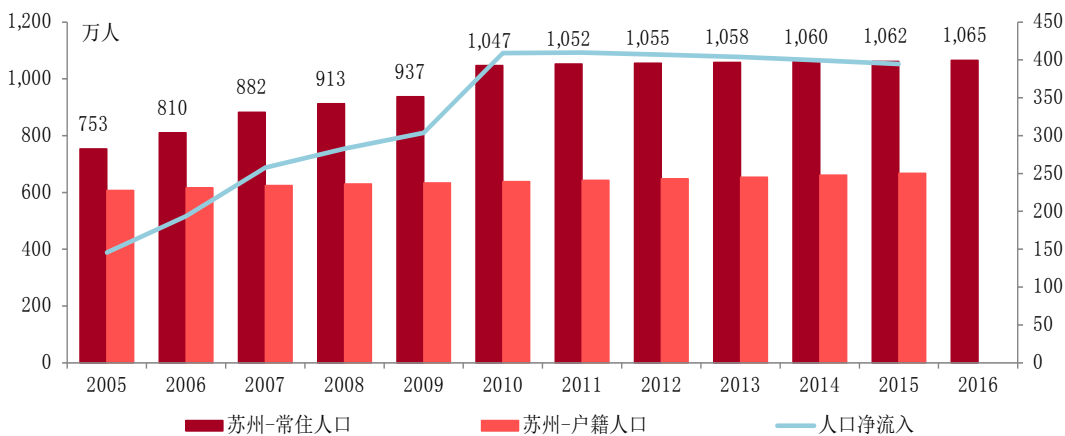
我们对公司重点布局的长三角城市: 苏州、上海、杭州, 进行区域市场分析。公司布局的长三角城市多为人口持续净流入, 经济发展潜力大的主要城市。

**表 6: 苏州、上海、杭州城市政策、经济、人口对比**

城市	限购		限贷		限售	人口 (万人)	16 年 GDP (万亿)
	本市 (县) 户籍	非本市 (县) 户籍	首套房	二套房			
苏州	限购 3 套	限购 1 套 (1 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税证明)	首付 30%, 有房无贷款记录 50%	有 1 套房, 且相应购房贷款未结清 80%	/	1376	1.5
上海	已婚限购 2 套, 单身 1 套	限购 1 套 (5 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税证明)	无房无贷首付 35% 无房有贷 50%	二套房首付 50%	/	2420	2.7
杭州	已婚限购 2 套, 单身 1 套	限购 1 套 (2 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税证明)	无房无贷首付 30% 无房有贷 60%	二套房首付 60%	企业购买区域住房需满 3 年方可上市交易	919	1.1

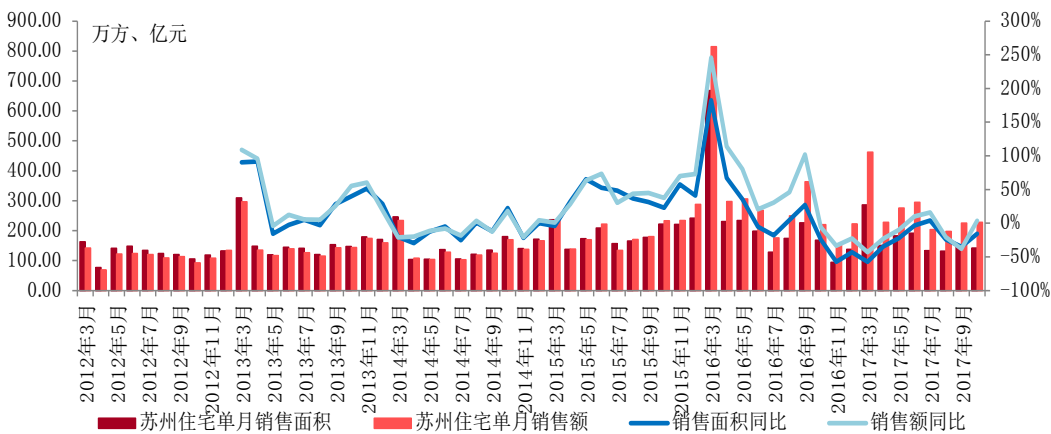
数据来源: wind, 西南证券整理

图 35: 苏州市人口净流入



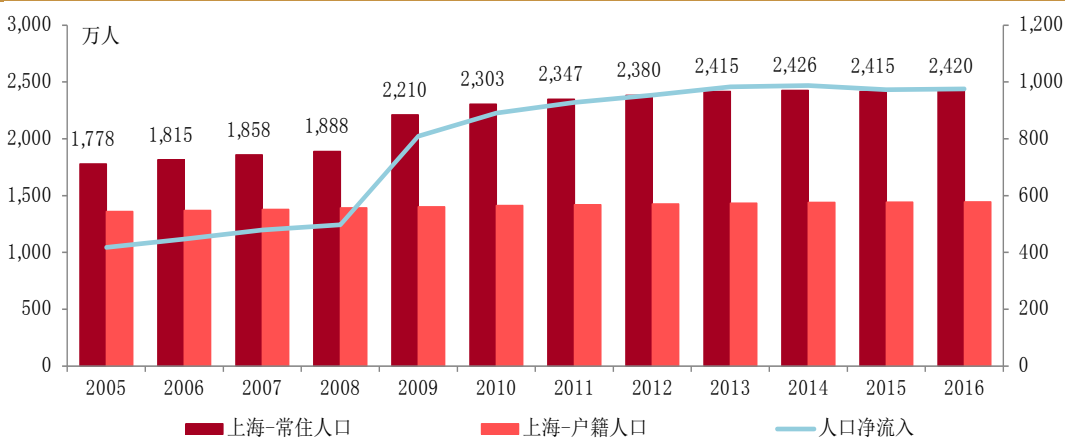
数据来源: wind, 西南证券整理

图 36: 苏州住宅市场成交

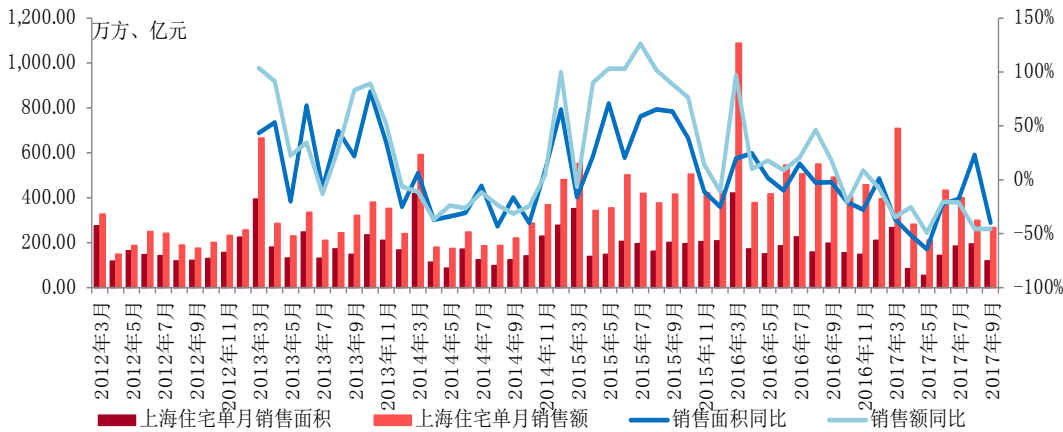


数据来源: wind, 西南证券整理

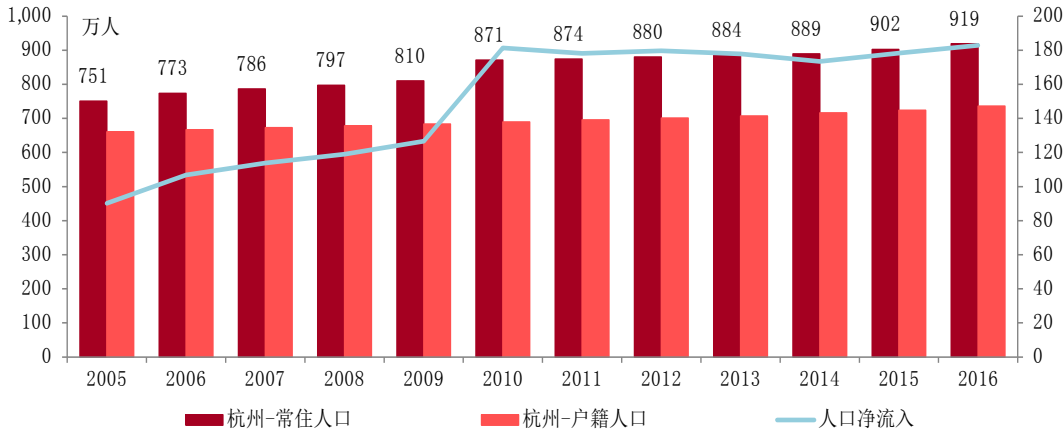
图 37: 上海市人口净流入



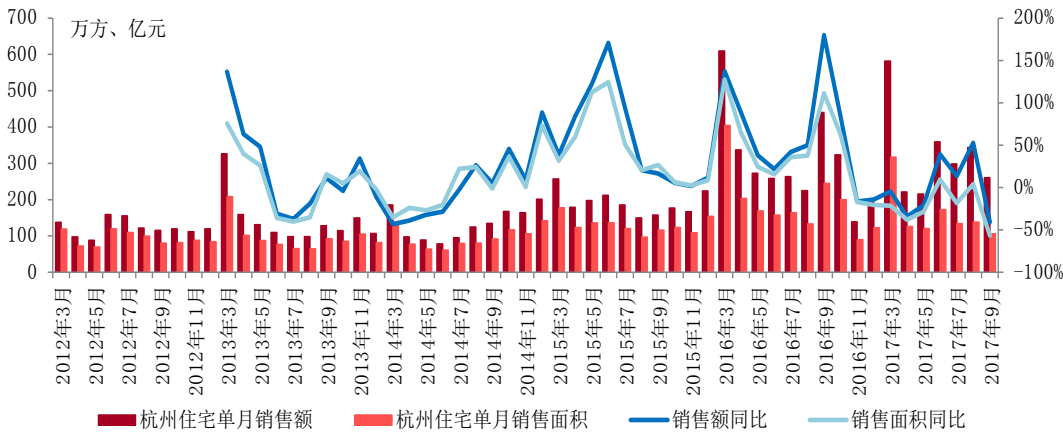
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 38: 上海住宅市场成交**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 39: 杭州市人口净流入**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 40: 杭州住宅市场成交**


数据来源: wind, 西南证券整理

### 3.2 商业地产，快速崛起，步入行业第一阶梯

公司秉持“住宅+商业”地产双轮驱动运作模式，产生了地产的横向协同效应。截至目前，公司已开业加储备共 53 座商业综合体，可出租面积约 230 万方。预计至 2020 年公司商业综合体进入国内第一梯队（龙头万达截止 2017.6 共 168 座）。“住宅+商业”的均衡发展，将成为公司一大亮点。

管理输出方面，公司开拓了诸暨永利吾悦广场、青岛新城吾悦广场两个项目。公司旗下商业管理团队凭借公司“新城吾悦广场”一定的品牌知名度及成熟的商业运营能力首次实现管理输出，在 2016 年开拓了诸暨永利吾悦广场、青岛新城吾悦广场等两个项目，试水了轻资产运营，对于公司的长远发展将有积极的影响。

表 7：2017 年上半年公司物业出租情况

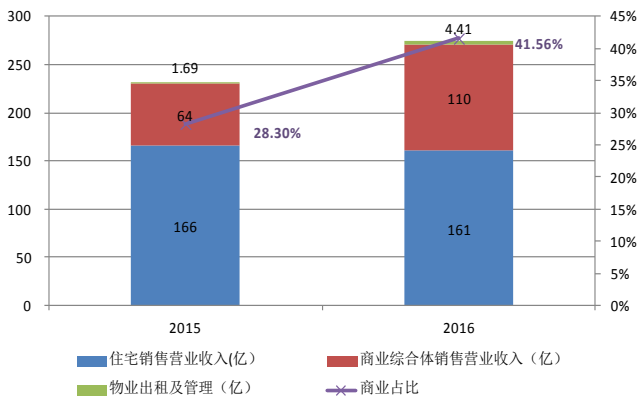
	项目	总建筑面积 (平方米)	可供出租面积 (平方米)	出租率 (%)	已出租面积 (平方米)	租金及管理费收入 (万元)
1	常州吾悦广场	196,525	100,010	92.88	92,885	6,740
2	常州国际广场	142,556	61,518	94.48	58,123	5,291
3	苏州吴江吾悦广场	113,189	62,857	95.71	60,161	1,630
4	张家港吾悦广场	126,615	61,540	95.55	58,804	2,719
5	镇江丹阳吾悦广场	136,590	67,598	99.88	67,519	2,655
6	海口吾悦广场	103,295	65,634	97.75	64,155	2,753
7	南昌吾悦广场	87,330	60,810	99.49	60,497	2,117
8	常熟金坛吾悦广场	87,544	62,433	98.08	61,236	2,459
9	安庆吾悦广场	109,818	66,118	97.91	64,736	2,217
10	成都吾悦广场	80,097	52,102	100	52,102	2,275
11	桐乡吾悦广场	87,308	55,951	100	55,951	809
12	衢州吾悦广场	85,771	58,540	100	58,540	366
13	新城控股大厦 B 座	33,297	33,297	90.03	29,978	2,325
	合计	1,389,935	808,407	97.07%	784,686	34,356

数据来源：公司公告、西南证券整理

2016 年实现商业综合体销售收入 109.84 亿，同比增长 72.15%，出租物业及管理收入 4.4 亿，同比增长 47.81%。2017 年上半年，公司新开业吾悦广场 2 座，开业的吾悦广场日均客流量达 4.34 万人/日，同比增长 29%，实现租金及管理费收入 3.44 亿元，出租率达 97.07%。

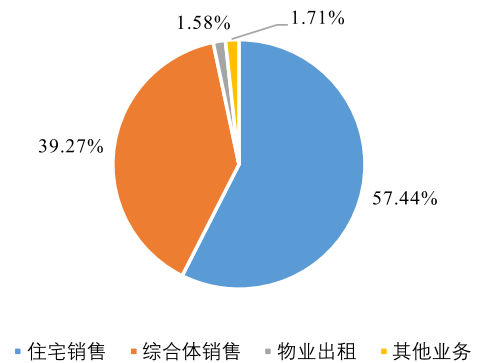
商业地产收入占总收入比由 2015 年的 28%，上升到 2016 年 42%。

图 41: 公司商业地产收入贡献占比正上升



数据来源: wind, 西南证券整理

图 42: 公司 2016 年收入结构



数据来源: wind, 西南证券整理

公司是住宅和地产双轮驱动，能产生协同效应，这将显著提升公司竞争力。公司综合体布局多位于住宅项目周边，规避了低效商区，同时最大限度地提供客流。在提升住宅销售溢价的同时，商业综合体自身租金回报率也有保障。

例如，上海新城吾悦广场 2KM 范围内有公司新城璞樾门第、新城盛世、新城忆华里三个住宅项目；长沙新城吾悦广场和住宅项目新城国际花都毗邻。

图 43: 上海新城吾悦广场 2KM 范围内有 3 个住宅项目



数据来源: 西南证券整理

图 44: 长沙新城吾悦广场和住宅项目毗邻



数据来源: 西南证券整理

合理匹配自持和出售占比，滚动开发实现短期现金回笼和长期商业价值的充分挖掘。以 50 万方商业综合体为例，其中 10 万方自持，40 万方可售部分包括 30 万方 70 年住宅及剩下的 SOHO、酒店式公寓、商街等。以公司典型的城市广场“苏州吴江吾悦广场”为例，该项目为新城控股与北京千石创富资本管理有限公司联合投资，开发主体为苏州凯拓和苏州博盛。该项目是在 2013 年拿地，规划建设内容为住宅、商业及配套，占地面积 15.43 万方，项目坐落于苏州吴江太湖新城核心区域，与苏州地铁 4 号线接驳。该项目地价仅 5.28 亿（楼面地价 1000 元每平方米），2013 年 10 月开工，预计 2017 年底全部竣工。从现金流情况来看，即便不考虑持有物业租金收入情况，截止到 2016 年末，累计完成销售额 35.29 亿，已经达到计划总投资 38.71 亿的 91.2%，剩余 5.5 万方可售资源估计货值 6 亿，考虑在内后能完全覆盖投资额。

**表 8：典型城市广场综合体：苏州吴江吾悦广场投资和销售情况**

类别	2013	2014	2015	2016	备注
销售面积 (万方)	9.21	12.01	13.78	5.57	剩余可售 5.5
销售金额 (亿元)	7.57	10.67	11.32	5.73	预计 6.0
销售单价 (元/方)	8218	8883	8215	10287	10910
结算面积 (万方)	-	14.06	20.32	5.45	5.46
结算金额 (亿元)	-	11.70	16.9	4.69	预计 8.0
租金收入 (亿元)	-	-	0.0476	0.0744	0.54 (预计)
公允价值 (亿元)	-	4.9	7.02	7.19	
项目存货价值 (亿元)	8.51	10.41	5.14	2.95	
预收账款 (亿元)	-	6.41	0.56	1.28	
当年实际投资 (亿元)	8.51	17.6	5.1	2.0	
计划总投资 (亿元)	38.6	38.6	38.7	38.7	

数据来源：公司公告，西南证券整理。说明：上述销售数据不含车位，但结转数据包括车位；2014 年 12 月 18 日，新城控股子公司香港吾悦发展通过增资持有苏州凯拓 99% 股权、苏州博盛 75% 股权，之后该项目的整体权益从 65% 提升到 88%。

**商业地产逻辑不宜简单按能级划分，而应关注是否都市圈内。**我们跟踪和理解当前的房地产市场，在去年四季度就摒弃了传统的一二三四线分类方式，从政策影响的程度来划分（一线、调控二三线城市、重点二三线城市、其他城市），我们理解商业地产，只是从总量上或城市能级上看会显得不够客观，主要是因为房地产的结构特征和城镇化进入都市化的演进阶段。我们观察到公司当前拥有的商业地产项目，一二线规划计容建面 282.12 万方，仅占商业地产之比 24.8%，如果按持有部分（规划计容建面减去可售面积）一二线合计为 53.66 万方，占比 18.7%，这说明公司商业地产项目绝大部分位于三四线城市。从布局来看三四线商业地产项目主要是在长三角都市圈（常州、无锡、苏州、宁波、衢州、台州、扬州、镇江、南通、泰州、金华、绍兴、嘉兴、温州），例外的只有安庆、临沂、泉州三个项目。公司大部分商业地产项目依然处于待开发和在建状态。

**表 9：部分三四线城市综合体项目预计收益情况**

类别	规划建面/万方	计划投资额/亿	预计实现销售额/亿	销售净利率/投资回报率
嵊州吾悦广场商业综合体可售部分	23.4	17.41	17.41	20.3%
宁波吾悦广场商业综合体可售部分	12.70	9.51	11.33	16.1%
海口吾悦广场出售部分	36.38	27.52	33.82	18.6%
海口吾悦广场自持部分		8.36	年租金 0.61 亿，年净运营收益 0.44 亿	5.2%
衢州吾悦广场出售部分	25.61	15.83	20.11	21.3%
衢州吾悦广场自持部分		5.51	年租金 0.38 亿，年净运营收益 0.24 亿	4.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

我们为什么强调都市圈？因为我国城镇化进入新阶段，人口流动以小城市进入大城市或非中心城市进入中心城市为主。

- 从城镇化率的角度，常住人口城镇化率比户籍人口城镇化率更为适用来判断城市化进程所处的阶段。根据国际经验，当城镇化率低于 50%，人口流动以农村进入城市为主要趋势；当城镇化率在 50-70% 之间，人口流动以小城市进入大城市或非中

中心城市进入中心城市为主；当城镇化率超过 70%后，人口流动以中心城市向外国卫星城流入为主。

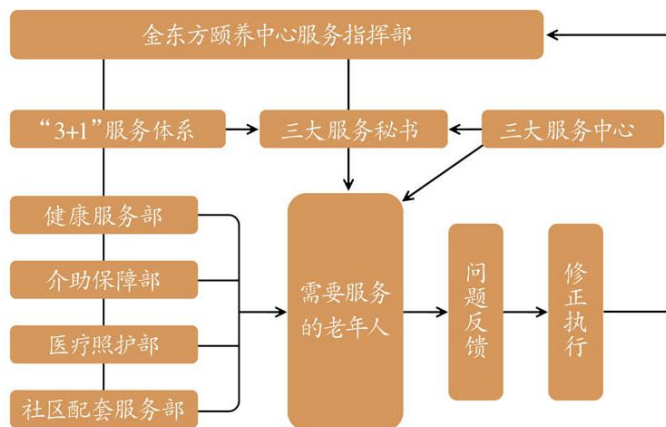
- 2015 年我国常住人口城镇化率为 56.1%，处于 50-70%之间，参考国际经营，人口流动依然处于加速阶段，只是人口流动的核心特征是小城市人口有选择地流动中心城市。从 2000-2015，城镇人口增加 3.121 亿，年均增速 3.52%，其中 2011 年城镇化率首次超过 50%，2011-2015 城镇人口增加 1.014 亿，年均增长 2.86%。

### 3.3 养老地产，控股标杆社区，探索地产新业态

公司于 2011 年 8 月联合九洲集团、亚邦投资出资组建金东方颐养中心，目前注册资本 5.6 亿，包括江苏金东方颐养园置业有限公司 5 亿，常州金东方医院有限公司 0.3 亿，常州金东方护理院有限公司 0.3 亿。2015 年 9 月，新城控股通过增资累计持有金东方颐养中心 70% 股权。公司通过控股专业机构的方式，利用金东方专业且成熟的养老服务体系，与自身物业和互联网方面的优势相结合，积极探索养老地产新业态。我们认为随着经验的积累，运营和盈利模式的成熟，金东方品牌有望在全国范围内推广和复制。

金东方颐养园是集“居家养老、机构服务、医疗保障”三位一体的养老社区，采用先进的 CCRC 3+1 服务管理模式。项目定位为中、高端老年公寓，目标消费群体为本人或者子女为中、高收入的人群，以常州区域为核心，辐射长三角区域。老年公寓全部实行会员制运作，不销售房屋产权。目前金东方颐养园已成为整个长三角地区甚至全国的居家养老社区标杆。

图 45：金东方 CCRC3+1 服务管理模式



数据来源：金东方官网，西南证券整理

项目占地 17.6 万平方米，规划总建筑面积 32 万平方米。老年社区内将建设 1680 套的老年住宅，近 7 万平方米的医疗护理中心、文化体育中心、商业服务中心、生活服务中心。

项目位于常州市南翼，紧邻西太湖和武进主城区，距离淹城森林公园旅游区 1 公里，距武进区商业中心 2 公里，与沪宁高速、锡宜高速、312 国道、京杭大运河、沪宁铁路、新长铁路等交通干线紧密相连，沿江高速、常泰高速贴临而过，地理位置优越，交通十分便捷。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 未来三年, 公司房地产业务毛利率维持在 30%, 公司租金及相关业务毛利率维持在 80%, 其它业务毛利率维持在 22%。

假设 2: 未来三年, 销售费用率维持为 3.33%, 管理费用维持为 3.8%, 其他财务费用率维持在 0.2%。

假设 3: 公司房地产业务结算面积的年复合增速保持在 40%左右, 且结算毛利率修复至 30%并保持稳定。

基于合理假设并考虑公司实际情况, 我们预计公司各业务板块的收入和毛利率情况如下表所示:

表 10: 公司各业务板块盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	27,969.28	43476.99	58,722.59	76,535.41
yoy	18.67%	55.45%	35.07%	30.33%
营业成本	20,174.16	29,969.72	40,393.23	52,487.63
毛利率	27.87%	31.07%	31.21%	31.42%
<b>房地产</b>				
收入	27048.93	41925.84	56599.89	73579.85
yoy	17.7%	55.0%	35.0%	30.0%
成本	19711.06	29,348.09	39,619.92	51,505.90
毛利率	27.13%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>租金及相关收入</b>				
收入	440.98	1014.25	1521.38	2282.07
yoy	160.4%	130.0%	50.0%	50.0%
成本	89.52	202.85	304.28	456.41
毛利率	79.70%	80.00%	80.00%	80.00%
<b>其他业务</b>				
收入	479.37	536.90	601.32	673.48
yoy	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
成本	373.58	418.78	469.03	525.32
毛利率	22.07%	22.00%	22.00%	22.00%

数据来源: 西南证券

## 4.2 相对估值

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.21 元、3.06 元、4.09 元，未来三年复合增长率 45.2%，参考同类可比公司 18 年平均 PE12 倍，我们给予公司 2018 年 12 倍估值，对应目标价 36.72 元。

表 11：可比公司市盈率比较

公司	EPS			市盈率		
	16A	17E	18E	16PE	17PE	18PE
金科股份	0.3	0.3	0.4	16	16	13
天健集团	0.4	0.6	1.1	30	17	10
广宇发展	0.2	0.6	0.9	77	24	16
招商蛇口	1.2	1.4	1.7	15	13	11
平均				35	17	12

数据来源：wind、西南证券整理

## 4.3 绝对估值

表 12：NAV 估值表

项目	数值
WACC	8.65%
开发类物业增值	459.54
总股本	22.58
开发类物业每股增值	20.35
账面每股净资产	6.78
每股净资产值	27.13
股价	25.85
折价率	4.7%

数据来源：西南证券

从绝对估值角度，截止 2017 上半年公司有 3011 万方未结算建筑面积，根据我们测算，公司每股重估净资产 27.1 元，提供高安全边际。公司作为低估值、高增长的典型代表，维持“买入”评级。

## 5 风险提示

销售结算进度或不及预期，房地产行业或出台新的调控政策。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	27969.28	43476.99	58722.59	76535.41	净利润	3155.94	5226.86	7223.00	9655.39
营业成本	20174.16	29969.72	40393.23	52487.63	折旧与摊销	160.39	86.87	90.03	95.85
营业税金及附加	1742.06	2707.95	3657.51	4766.98	财务费用	272.03	792.05	888.33	944.86
销售费用	1032.47	1448.83	1956.88	2550.48	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1270.41	1653.41	2233.19	2910.60	经营营运资本变动	1073.69	-8563.72	-1873.65	-4770.79
财务费用	272.03	792.05	888.33	944.86	其他	3435.16	-200.00	-225.00	-250.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	8097.20	-2657.94	6102.71	5675.31
投资收益	159.77	200.00	225.00	250.00	资本支出	2.71	-65.00	-105.00	-205.00
公允价值变动损益	593.99	0.00	0.00	0.00	其他	-8710.01	-2293.17	-2500.00	-2500.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-8707.31	-2358.17	-2605.00	-2705.00
<b>营业利润</b>	4231.92	7105.04	9818.45	13124.86	短期借款	617.62	-278.62	0.00	0.00
其他非经营损益	58.04	0.00	0.00	0.00	长期借款	619.54	4000.00	1000.00	600.00
<b>利润总额</b>	4289.96	7105.04	9818.45	13124.86	股权融资	195.50	-0.50	0.00	0.00
所得税	1134.03	1878.17	2595.45	3469.48	支付股利	-184.47	-303.31	-502.34	-694.19
净利润	3155.94	5226.86	7223.00	9655.39	其他	5391.03	672.72	-2888.33	-1944.86
少数股东损益	136.71	226.42	312.89	418.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	6639.20	4090.30	-2390.67	-2039.05
归属母公司股东净利润	3019.23	5000.45	6910.12	9237.13	<b>现金流量净额</b>	6029.81	-925.82	1107.04	931.26
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	13401.40	12475.59	13582.63	14513.89	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	24684.99	30571.04	40546.82	52840.41	销售收入增长率	18.67%	55.45%	35.07%	30.33%
存货	39492.55	58521.65	78911.39	102753.34	营业利润增长率	29.33%	67.89%	38.19%	33.68%
其他流动资产	2595.39	3611.69	5068.48	6523.26	净利润增长率	31.52%	65.62%	38.19%	33.68%
长期股权投资	4549.88	4749.88	4974.88	5224.88	EBITDA 增长率	33.36%	71.17%	35.23%	31.20%
投资性房地产	13506.83	15800.00	18300.00	20800.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1885.86	1864.62	1880.34	1990.36	毛利率	27.87%	31.07%	31.21%	31.42%
无形资产和开发支出	92.94	94.92	96.77	98.51	三费率	9.21%	8.96%	8.65%	8.37%
其他非流动资产	2960.75	2958.15	2955.54	2952.94	净利率	11.28%	12.02%	12.30%	12.62%
<b>资产总计</b>	103170.61	130647.53	166316.86	207697.60	ROE	19.28%	24.55%	25.79%	26.12%
短期借款	778.62	500.00	500.00	500.00	ROA	3.06%	4.00%	4.34%	4.65%
应付和预收款项	45832.08	59050.33	79502.29	102719.22	ROIC	46.83%	49.34%	42.51%	43.91%
长期借款	4856.70	8856.70	9856.70	10456.70	EBITDA/销售收入	16.68%	18.36%	18.39%	18.51%
其他负债	35335.25	40951.57	48448.28	57050.88	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	86802.65	109358.60	138307.27	170726.80	总资产周转率	0.33	0.37	0.40	0.41
股本	2258.98	2258.48	2258.48	2258.48	固定资产周转率	14.66	23.18	31.36	39.55
资本公积	2570.50	2570.50	2570.50	2570.50	应收账款周转率	1774.79	1253.13	1149.17	1131.70
留存收益	10287.83	14984.97	21392.75	29935.69	存货周转率	0.55	0.61	0.59	0.58
归属母公司股东权益	14853.74	19548.30	25956.07	34499.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	136.71%	—	—	—
少数股东权益	1514.21	1740.63	2053.52	2471.77	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	16367.95	21288.93	28009.59	36970.79	资产负债率	84.14%	83.71%	83.16%	82.20%
负债和股东权益合计	103170.61	130647.53	166316.86	207697.60	带息债务/总负债	17.77%	17.50%	14.56%	12.15%
					流动比率	1.13	1.17	1.17	1.18
					速动比率	0.57	0.52	0.50	0.49
					股利支付率	6.11%	6.07%	7.27%	7.52%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.34	2.21	3.06	4.09
					每股净资产	7.25	9.43	12.40	16.37
					每股经营现金	3.59	-1.18	2.70	2.51
					每股股利	0.08	0.13	0.22	0.31
业绩和估值指标									
EBITDA	4664.35	7983.96	10796.81	14165.57					
PE	19.34	11.68	8.45	6.32					
PB	3.57	2.74	2.08	1.58					
PS	2.09	1.34	0.99	0.76					
EV/EBITDA	12.75	8.19	5.84	4.34					
股息率	0.32%	0.52%	0.86%	1.19%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn