



601155.CH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 39.22

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	35.1	33.9	97.5	211.5
相对上证指数	31.0	28.4	94.6	201.1

发行股数(百万)	2,257
流通股(%)	32
流通股市值(人民币 百万)	28,217
3个月日均交易额(人民币 百万)	606
净负债比率(%) (2018E)	21
主要股东(%)	
富城发展集团有限公司	61

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年1月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢晓峰, CFA/ACCA

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

# 新城控股

## 住宅商业齐发力, 见证千亿龙头腾飞

新城控股是成立于江苏常州的民营房地产商, 2015年通过换股吸收合并实现A股上市。公司实施住宅地产与商业地产双核驱动的战略模式, 房地产销售额连续两年翻番, 去年首次突破千亿大关, 并向第一集团进军。公司住宅地产聚焦长三角地区并辐射全国, 目前土储超过4000万平方米, 公司坚决执行的快周转策略和良好的激励机制保证成长空间; 商业地产业务通过以医养租快速在全国扩张, 目前已开业和在建的广场约64个, 随着商业广场进入成熟期, 业绩贡献占比将大幅提升。2017年公司预告实现归母净利润48.4-60.4亿元, 同比增长60-100%再超市场预期。我们预测公司2017-2019年净利润分别为54亿、73亿、103亿, 对应市盈率分别为15.5倍、11.5倍、8.2倍, 作为A股高成长白马房企典范, 业绩有望持续超预期, 首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **销售规模破千亿, 业绩持续超预期。**2015-17年公司实现销售额分别为319亿元、651亿元、1265亿元, 连续两年销售金额翻番, 是高成长房企典范, 并向第一集团进军。同时, 公司2017年预告可实现净利48.4亿至60.4亿元, 远超公司2017年35亿的股权激励计划业绩目标, 考虑到公司销售规模的快速扩张且可结算货值充足, 预计2018年将大概率超越50亿的业绩目标, 也有望持续超越市场预期。
- **住宅: 聚焦长三角辐射全国, 激励充分坚持快周转。**公司住宅地产开发以上海为核心、长三角为核心, 向珠三角、环渤海及中西部省会城市扩张。公司目前储备目前超过4000万平方米的储备, 其中长三角占比约70%, 一二线城市占比60%; 合计超过5000亿的可售货值以及500亿的预收款, 考虑到公司快周转策略和良好的激励机制, 我们按照保守去化率计算, 预计2018年销售额可以达到1800-2000亿元, 增速或达40-60%。
- **商业: 以医养租快速扩张, 高品质全国化布局。**公司商业地产开发业务主要为商业综合体的开发及运营, 坚持通过住宅销售“以医养租”的方式, 建设“高品质、有情怀、不复制”的购物中心。2017年底, 公司已开业23个新城吾悦广场实现租金10亿元, 叠加待建和在建的商业广场达64个, 预计三年内建设广场数量达到100个, 单个成熟广场可贡献租金收入约1亿元, 未来将有望进入真正的业绩贡献期。

### 评级面临的主要风险

- 公司销售项目去化率下降, 行业调控政策进一步收紧。

### 估值

- 2017年公司预告实现归母净利润48.4-60.4亿元, 同比增长60-100%。考虑到公司超过连续两年销售翻番的表现、充足的可结算储备、良好的激励机制、逐步进入收获期的商业地产回报, 我们预测公司2017-2019年净利润分别为54亿、73亿、103亿, 对应市盈率分别为15.5倍、11.5倍、8.2倍, 作为A股高成长白马房企典范, 首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	23,569	27,969	42,216	61,645	90,401
变动(%)	14	19	51	46	47
净利润(人民币 百万)	1,836	3,019	5,358	7,269	10,319
全面摊薄每股收益(人民币)	0.813	1.337	2.372	3.218	4.568
变动(%)	57.3	64.4	77.5	35.7	42.0
全面摊薄市盈率(倍)	48.2	29.3	16.5	12.2	8.6
价格/每股现金流量(倍)	(92.6)	10.9	63.2	19.4	14.8
每股现金流量(人民币)	(0.42)	3.58	0.62	2.03	2.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.5	24.8	12.5	8.9	6.0
每股股息(人民币)	0.082	0.330	0.585	0.794	1.127
股息率(%)	0.2	0.8	1.5	2.0	2.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 目录

公司概要.....	5
公司简介.....	5
股权结构.....	5
激励机制.....	7
销售规模破千亿，业绩持续超预期.....	8
住宅：聚焦长三角辐射全国，激励充分坚持快周转.....	11
商业：以售养租快速扩张，高品质全国化布局.....	18
盈利预测及投资建议.....	21

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.2016 及 2017 年全国房企销售排名.....	5
图表 2. 新城控股股权结构图.....	6
图表 3. 2017 年三季度公司十大股东明细.....	6
图表 4. 限制性股票激励计划内容.....	7
图表 5.2012-16 销售面积、金融及均价.....	8
图表 6. 2012-16 营业收入及利润率.....	9
图表 7. 2012-2017E 归母净利润及增速.....	9
图表 8. 2016 年营业收入构成.....	9
图表 9. 2016 年物业销售业务收入构成.....	9
图表 10. 新城控股全国项目布局.....	10
图表 11. 新城香溢紫郡.....	11
图表 12. 新城金郡系列.....	11
图表 13. 在建住宅面积城市分布.....	12
图表 14. 权益在建住宅面积城市分布.....	12
图表 15.在建及竣工项目情况.....	12
续图表 15.在建及竣工项目情况.....	13
续图表 15.在建及竣工项目情况.....	14
图表 16. 拟建面积城市分布.....	14
图表 17. 权益拟建面积城市分布.....	14
图表 18.拟建项目情况.....	15
图表 19. 2016 年龙头 A 股房企存货周转率.....	16
图表 20. 2016 年龙头 A 股房企净资产收益率.....	16
图表 21. 新增建筑面积/销售面积.....	16
图表 22. 新增土地金额/销售额.....	16
图表 23. 2017 年龙头 A 股房企净负债率.....	17
图表 24. 吾悦国际广场.....	18
图表 25. 吾悦生活广场.....	18
图表 26. 吾悦广场全国项目布局图.....	18
图表 27.在建及竣工吾悦广场项目情况.....	19
图表 28.拟建吾悦广场项目情况.....	20

图表 29.2017 全年地产出租情况 .....	20
图表 30. 营业收入及净利润测算 .....	21
图表 31. 行业可比公司估值 (万得一致预期) .....	21

## 公司概要

### 公司简介

新城控股集团股份有限公司（以下简称“新城控股”）是1993年成立于江苏常州的民营房地产商，业务涉及房产开发投资、商业管理等多个板块。公司于2015年通过换股吸收合并实现A股上市，成功实现“B转A”。公司实施住宅地产与商业地产双核驱动的战略模式，即以住宅开发为主，同时理智选取优质地块进行商业综合体开发运营。2016年公司实现营业收入280亿元，归属于上市公司股东净利润30.2亿元，同比增长64.4%；2017年公司预告实现归母净利润48.4-60.4亿元，同比增长60-100%，业绩保持高速增长，是A股高成长白马房企典范。

2015-2017年公司实现合同销售金额分别为319亿元、651亿元、1265亿元，连续两年销售金额翻番，凭借优异的市场表现，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”两项奖项”。根据克尔瑞公布的统计数据，公司全国百强房企销售金额排名第13位，较上年提高2个名次，并逐步向第一集团进军。

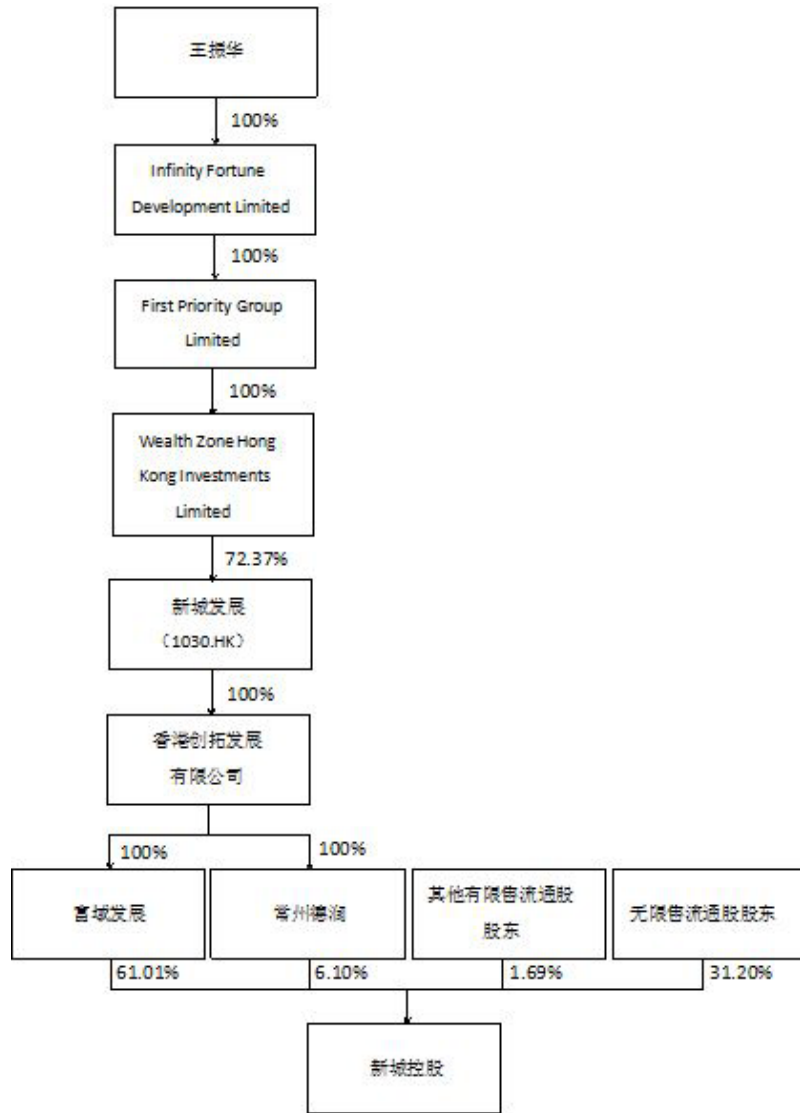
图表 1.2016 及 2017 年全国房企销售排名

排名	2017 年房企销售排名				2016 年房企销售排名			
	企业简称	1-12 月金额 (亿元)	企业简称	1-12 月面积 (万方)	企业简称	1-12 月金额 (亿元)	企业简称	1-12 月面积 (万方)
1	碧桂园	5,500.1	碧桂园	6,016.2	中国恒大	3,731.5	中国恒大	4,467.6
2	万科地产	5,239.0	中国恒大	5,162.1	万科地产	3,622.0	碧桂园	3,782.7
3	中国恒大	5,131.6	万科地产	3,519.8	碧桂园	3,090.3	万科地产	2,756.0
4	融创中国	3,620.0	绿地控股	2,463.1	绿地集团	2,513.1	绿地集团	2,015.4
5	保利地产	3,150.1	保利地产	2,287.7	保利地产	2,203.2	保利地产	1,664.6
6	绿地控股	3,042.1	融创中国	2,144.5	中海地产	1,925.1	中海地产	1,335.8
7	中海地产	2,013.7	中海地产	1,475.4	融创中国	1,500.3	万达集团	1,221.0
8	龙湖地产	1,560.3	龙湖地产	1,023.4	华夏幸福	1,200.1	华夏幸福	975.2
9	华夏幸福	1,538.0	华夏幸福	988.0	绿城中国	1,136.1	华润置地	780.6
10	华润置地	1,512.0	华润置地	968.1	万达集团	1,100.2	融创中国	726.7
11	绿城中国	1,457.1	新城控股	896.2	华润置地	1,080.1	金科集团	694.9
12	金地集团	1,403.2	金科集团	887.3	金地集团	1,006.3	金地集团	665.9
13	新城控股	1,260.1	万达集团	864.0	龙湖地产	858.1	绿城中国	624.5
14	招商蛇口	1,126.3	中南置地	855.3	招商蛇口	735.2	荣盛发展	606.7
15	旭辉集团	1,040.0	绿城中国	818.5	新城控股	685.2	新城控股	594.9
16	世茂地产	1,010.2	金地集团	756.3	世茂地产	681.1	龙湖地产	594.2
17	泰禾集团	1,007.2	雅居乐	718.4	首开股份	654.1	雅居乐	540.7
18	中南置地	963.2	蓝光发展	713.1	旭辉集团	653.2	富力地产	491.7
19	阳光城	915.3	荣盛发展	690.5	富力地产	651.3	世茂地产	491.6
20	正荣集团	910.2	富力地产	676.1	鲁能集团	646.7	鲁能集团	475.0

资料来源：克尔瑞，中银证券

### 股权结构

公司股权较为集中，实际控制人王振华通过港股平台新城发展控股间接持有公司67.1%的股权，实现了对公司的绝对控股。截至2017年9月，富域发展持有A股上市公司新城控股61.01%的股权，是公司的第一大股东。

**图表 2. 新城控股股权结构图**


资料来源：公司公告、万得数据及中银证券

**图表 3. 2017 年三季度报公司十大股东明细**

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
富城发展集团有限公司	1,378,000,000	61.01
常州德润咨询管理有限公司	137,800,000	6.10
中国证券金融股份有限公司	39,847,476	1.76
中国银行-华夏回报证券投资基金	13,913,784	0.62
全国社保基金一一四组合	9,814,850	0.43
金濠(合肥)建设发展有限公司	9,610,900	0.43
中国建设银行股份有限公司-万家精选混合型证券投资基金	9,161,765	0.41
全国社保基金四零三组合	8,741,090	0.39
兴业国际信托有限公司-兴享进取汇利1号证券投资集合资金信托计划	8,449,628	0.37
中国银行-华夏回报二号证券投资基金	7,480,599	0.33
<b>合计</b>	<b>1,622,820,092</b>	<b>71.85</b>

资料来源：万得数据及中银证券

### 激励机制

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59名激励对象合计4200万股限制性股票，占激励计划公告日公司股本总数22.2亿股的1.89%，占股本总额的1.73%。首次授予激励对象限制性股票的价格为6.90元/股。根据股权激励计划，公司2016-2018年度业绩考核具体目标为25亿、35亿、50亿，分别同比增长36%、40%、43%。从实际业绩表现来看，2016-2017年公司分别实现业绩30亿元、54.4亿元（48.4-60.4亿元均值），均成功超越业绩考核目标。

**图表 4. 限制性股票激励计划内容**

股东名称	解锁比例	持股数量(股)	占总股本比例(%)
第一次解锁	40%	2016年归母净利润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24个月内的最后一个交易日当日止
第二次解锁	30%	2017年归母净利润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36个月内的最后一个交易日当日止
第三次解锁	30%	2018年归母净利润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48个月内的最后一个交易日当日止

资料来源：公司公告及中银证券

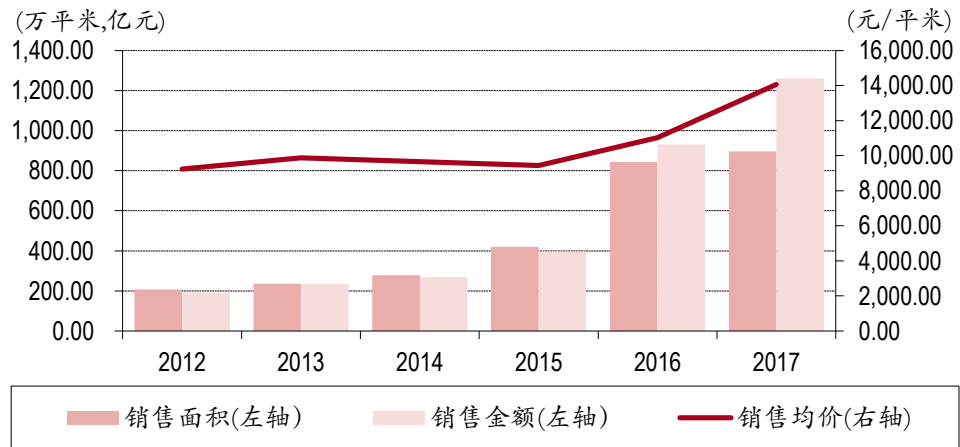
除了股权激励计划以外，公司还制定了“**新城合伙人**”计划、“**共创、共担、共享**”计划以及“**竞创百亿**”计划等激励机制：前两者实现了项目管理团队绩效与房地产项目经营业绩挂钩；后者对达到百亿销售的城市公司进行特别奖励，鼓励更多城市公司深耕所在区域，提高市场占有率。公司全方位多层次的激励机制增强了员工个人绩效与公司业绩的相关度，使全员都主动参与到公司运营中去，为公司业务持续发展提供了机制保障。

## 销售规模破千亿，业绩持续超预期

销售方面，公司 2017 年累计合同销售金额 1,265 亿元，同比增长 94.4%，超出年初 850 亿销售计划 49%；累计销售面积 928 万平方米，同比增长 61.4%；累计销售均价 13,624 元/平方米，同比增长 20.4%。其中，核心布局区域长三角地区表现亮眼，浙江公司全国销售额突破 200 亿，苏州、苏南、南京公司全年销售额均突破 100 亿。

策略方面，新城控股坚持高速周转，快速销售的策略，在售项目从拿地到开盘的时间间隔周期在 1 年以内。公司近年销售的强势表现，得益于前期优异的土地获取能力、商业管理能力和良好的激励机制保障；而公司在 2017 年依然保持拿地积极性，土地储备和推盘货值充足，可售储备超过 4000 万平方米，可售货值超过 5000 亿，按照保守去化率计算，我们预计公司 2018 年销售规模或达到 1800 亿-2000 亿，同比增长 40-60%，销售仍将保持高速增长。

图表 5.2012-16 销售面积、金融及均价

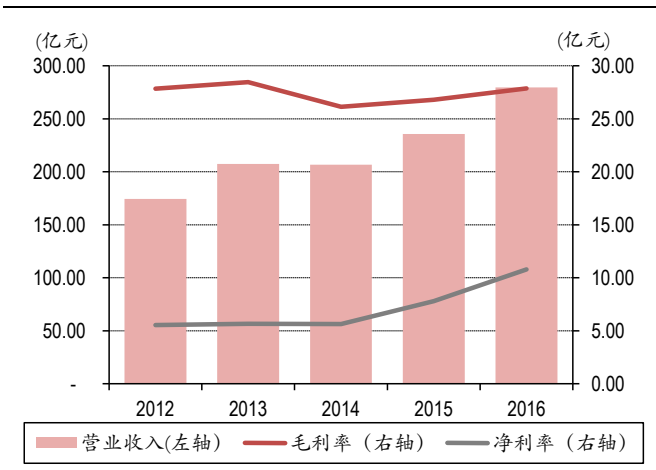


资料来源：公司公告及中银证券

业绩方面，公司 2017 年业绩预告：全年可实现归母净利润 48.4 亿至 60.4 亿元，同比增加 60%到 100%，远超公司 2017 年 35 亿的股权激励计划承诺目标。公司近两年物业销售实现结转收入和业绩逐年增长，主要由于公司近年交付项目增加、物业销售结转面积大幅增长所致，我们估算公司从拿地到结算的周期间隔约 2.5-3 年。

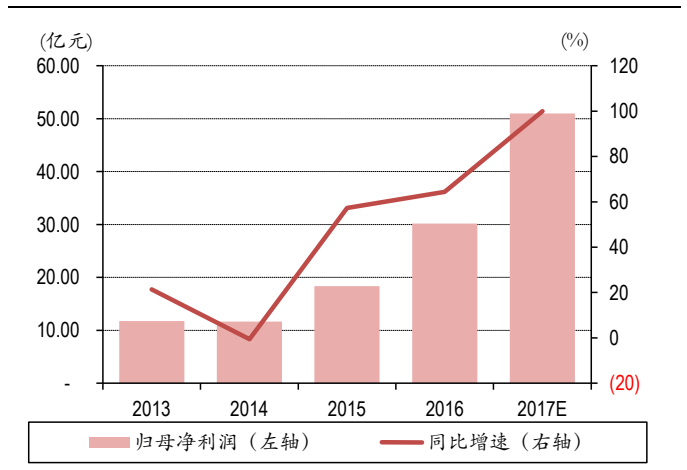
公司业绩表现持续超越市场预期，主要由于：1) 公司前期销售规模快速扩张，2014-15 年低成本项目进入结转周期，收入体量和利润率均出现抬升；2) 公司商业地产加大布局力度，投资性房地产规模增长带动公允价值增值。截至 2017 年 9 月，公司预收账款余额 498 亿元，大幅高于 2016 年 270 亿元的物业销售收入，未来可结算货值充足，充分保障后续业绩释放，预计 2018 年业绩也将大概率超越股权激励 50 亿的承诺目标。

图表 6. 2012-16 营业收入及利润率



资料来源：公司公告及中银证券

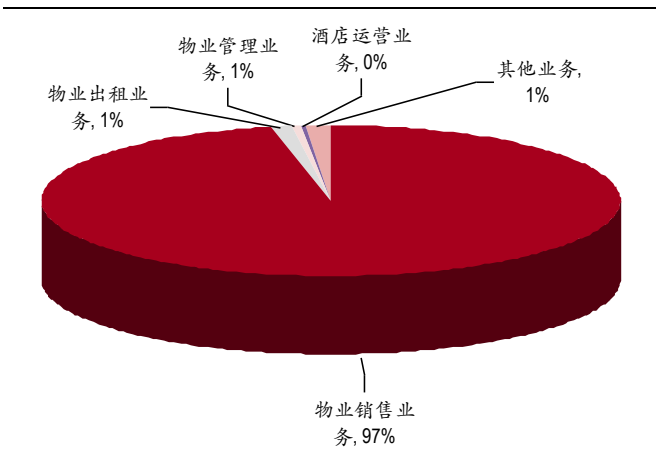
图表 7. 2012-2017E 归母净利润及增速



资料来源：公司公告及中银证券

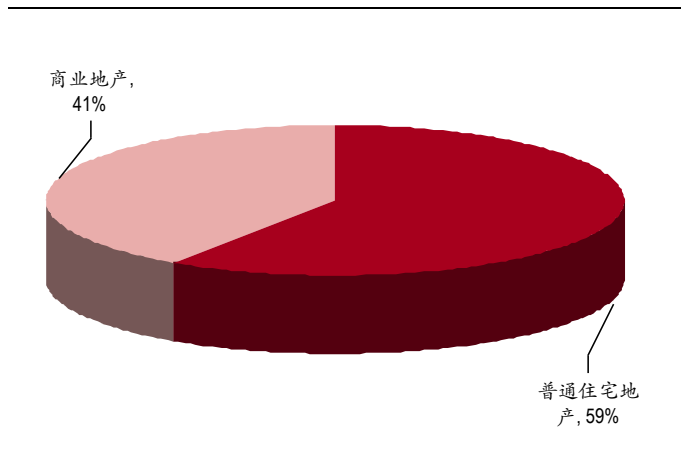
产品结构方面，公司以住宅地产与商业地产双轮驱动的模式运营，已基本完成全国重点城市群、重点城市的全面布局，横跨不动产开发、投资、经营领域，实施“地域聚焦、合纵连横、运营优先、产品升级”的公司战略。2016 年公司物业销售中住宅和商业地产分别占比约 60%和 40%。

图表 8. 2016 年营业收入构成



资料来源：公司公告及中银证券

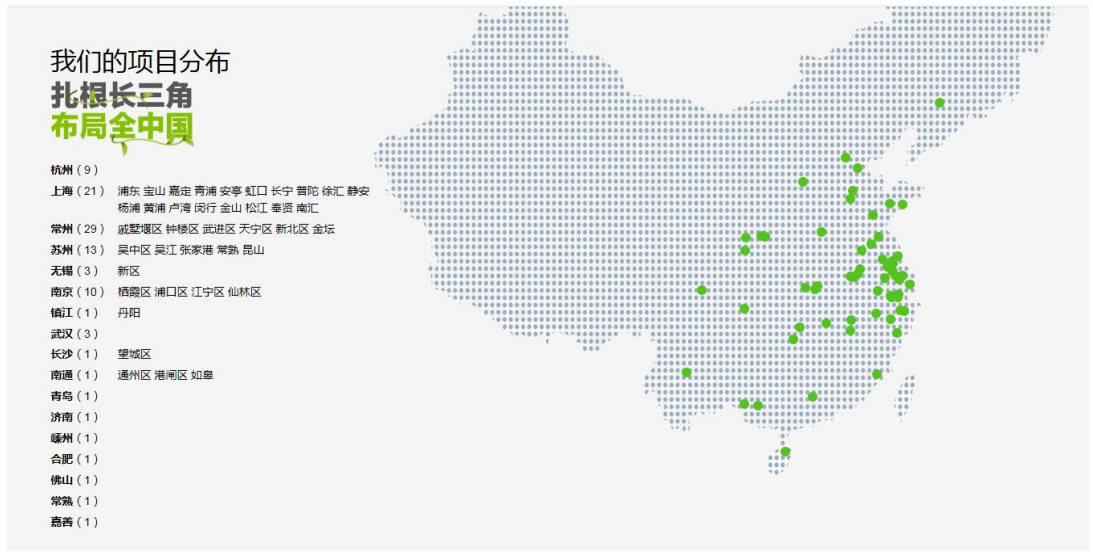
图表 9. 2016 年物业销售业务收入构成



资料来源：公司公告及中银证券

业务区域方面，新城控股长期坚持“区域聚焦、高速周转、产品多元化”发展战略，矢志跻身中国最优秀房地产企业的行列。在城市布局方面，新城控股坚持“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。目前，新城控股的业务范围主要集中于常州、上海、南京、苏州、无锡等长三角区域，未来计划以长三角为核心，扩展至珠三角、环渤海和中西部全面发展的全国布局，并将重点布局供需关系较为均衡、对周边城市具有较强吸附力的省会城市。

图表 10. 新城控股全国项目布局



资料来源：公司公告及中银国际证券

## 住宅：聚焦长三角辐射全国，激励充分坚持快周转

新城控股的住宅地产开发业务经营模式以自主开发为主，2013 年底开始尝试进行合作开发。公司的主要产品为各类商品房，包括中高层住宅、低密度的多层住宅与别墅等，目前已开发住宅小区 200 余个。为满足不同客户群体的需求与偏好，公司共推出四大产品系列，以此满足年轻家庭、中产置换、高端享受等不同消费群体的购房需要：

- 1) “启航”系列：定位于新婚夫妇首次置业需求（代表项目：香溢紫郡系列、悠活城系列等）；
- 2) “乐居”系列：定位于年轻家庭住房刚性需求（代表项目：新城金郡系列、香溢澜桥系列等）；
- 3) “圆梦”系列：定位于中高收入家庭改善型需求（代表项目：新城公馆系列、西溪逸境系列等）；
- 4) “尊享”系列：定位于高净值家庭改善型需求（代表项目：新城首府、新城帝景、新城碧翠等）。

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。目前住宅地产开发的业务范围主要集中于长三角地区，并已在环渤海、珠三角地区和中西部省会城市发展，未来将继续在全国范围内逐步完成对供需关系较为均衡、人口吸附能力较强的高能级城市的布局。

图表 11. 新城香溢紫郡



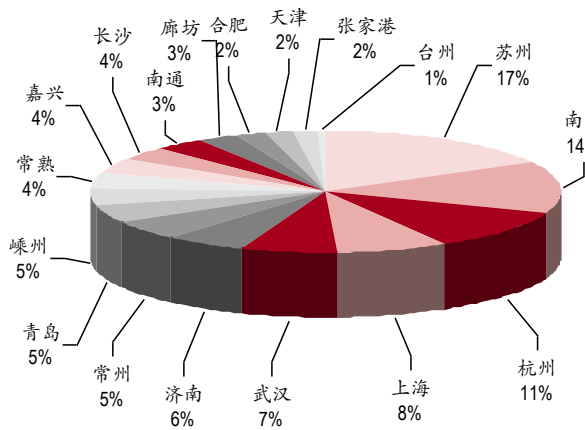
资料来源：公司网站及中银证券

图表 12. 新城金郡系列

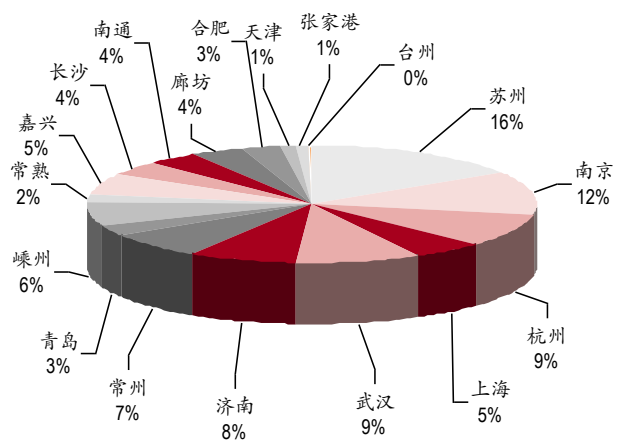


资料来源：公司网站及中银证券

我们估算公司现有在建及竣工住宅项目规划建筑面积超 2000 万方，未结算货值超 2500 亿元，主要布局以苏州（17%）、南京（14%）、杭州（11%）、上海（8%）等长三角一二线城市为主，在建及权益在建面积占比超过一半；同时拓展武汉（7%）、济南（6%）、青岛（5%）、廊坊等市场景气度较高的省会城市及北方区域，逐步布局全国。

**图表 13. 在建住宅面积城市分布**


资料来源：万得数据及中银证券

**图表 14. 权益在建住宅面积城市分布**


资料来源：万得数据及中银证券

**图表 15. 在建及竣工项目情况**

项目名称	城市	状态	建筑面积 (平方米)	权益比 例	权益建筑面 积 (平方米)	总投资(万 元)	单位投 资 (元)	均价 (元)	可售面积 (平方米)	累计未结算 面积 (平方米)	未结算货 值(万元)
南京香溢紫郡	浦口区	竣工	550,997	96	530,169	373,504	6,779	18,000	539,999	17,644	31,759
南京珑湾花园	江宁区	竣工	287,457	96	276,591	368,130	12,806	32,170	283,847	3,896	12,533
常州新城香溢澜桥	武进区	竣工	405,684	96	388,645	263,261	6,489	8,610	408,502	-	-
常州新城香溢俊园	天宁区	竣工	181,680	96	174,812	124,256	6,839	7,100	177,124	5,161	3,664
常州新城香悦半岛	钟楼区	竣工	261,080	96	251,211	237,205	9,086	12,807	268,971	-	-
常州新城香溢紫郡	天宁区	竣工	462,700	96	443,267	236,504	5,111	6,593	446,833	15,867	10,461
常州悠活城	新北区	竣工	155,898	99	154,588	68,179	4,373	5,000	151,740	5,216	2,608
常州新城春天里	武进区	竣工	259,934	100	259,934	167,365	6,439	8,652	250,650	9,917	8,580
常州生活广场	武进区	竣工	64,656	100	64,656	47,946	7,416	9,000	63,705	64,656	58,190
常州御景湾	天宁区	竣工	112,427	100	112,427	75,866	6,748	10,000	108,921	112,427	112,427
无锡新城香溢紫峻	新区	竣工	200,384	100	200,384	126,471	6,311	7,300	174,124	200,384	146,280
无锡新城尚东雅园	新区	竣工	358,784	100	358,784	235,398	6,561	11,160	307,529	56,495	63,048
无锡新城金峻苑	新区	竣工	62,267	100	62,267	38,041	6,109	12,709	61,366	955	1,214
苏州新城香溢澜桥	吴中区	竣工	187,024	100	187,024	146,967	7,858	16,205	194,474	-	-
苏州新城公馆	吴中区	竣工	189,970	100	189,970	165,657	8,720	16,000	208,391	189,970	303,952
常熟香溢璟庭	常熟市	竣工	97,418	100	97,418	76,159	7,818	13,000	94,289	3,237	4,208
上海新城悠活城	嘉定区	竣工	178,682	96	171,928	149,188	8,349	22,000	165,414	13,268	29,190
上海新城金郡A	嘉定区	竣工	157,120	96	151,181	150,725	9,593	20,170	153,655	4,389	8,853
上海新城忆华里	青浦区	竣工	201,503	96	193,886	301,308	14,953	41,000	152,118	49,478	202,860
上海新城碧翠	浦东新区	竣工	126,925	100	126,925	208,981	16,465	90,000	140,882	-	-
上海新城馥华里	嘉定区	竣工	81,765	96	78,674	99,739	12,198	24,000	78,714	3,051	7,322
上海新城香溢澜庭	嘉定区	竣工	67,033	96	64,499	108,306	16,157	15,000	68,962	108	162
上海新城香溢璟庭	嘉定区	竣工	97,138	96	93,466	134,113	13,806	38,759	81,963	16,433	63,693
上海新城昱翠湾	宝山区	竣工	91,575	96	88,113	84,972	9,279	12,000	87,160	4,415	5,298
上海水云间	松江区	竣工	46,490	96	44,733	107,955	23,221	30,173	42,823	3,767	11,366
上海香溢荟苑	嘉定区	竣工	63,023	96	60,641	78,977	12,531	15,508	60,954	4,616	7,158
上海云间锦院	松江区	竣工	26,505	16	4,241	42,084	15,878	60,000	24,433	26,505	159,030
上海花屿湾	奉贤区	竣工	68,753	96	66,154	64,989	9,453	15,655	61,538	7,331	11,477
上海万科金色领域	嘉定区	竣工	180,892	48	87,027	233,509	12,909	18,000	180,892	-	-
上海新城旭辉府	金山区	竣工	187,293	48	90,107	208,251	11,119	18,861	187,235	3,945	7,441
龙湖锦城公馆	松江区	竣工	38,856	27	10,468	80,000	20,589	42,650	41,609	1,160	4,947
杭州山语院	余杭区	竣工	124,276	100	124,276	79,886	6,428	12,315	122,054	3,224	3,970
杭州西溪逸境	余杭区	竣工	51,562	100	51,562	79,474	15,413	17,598	50,601	51,562	90,739
杭州金玺钰府	拱墅区	竣工	22,036	100	22,036	47,339	21,483	22,000	21,586	22,036	48,479
杭州峯璟	余杭区	竣工	50,397	100	50,397	71,925	14,272	47,499	4,377	50,397	239,381

资料来源：公司公告，中银证券

续图表 15.在建及竣工项目情况

项目名称	城市	状态	建筑面积 (平方米)	权益比 例	权益建筑面 积 (平方米)	总投资(万 元)	单位投 资 (元)	均价 (元)	可售面积 (平方米)	累计未结算 面积 (平方米)	未结算货 值(万元)
镇江丹徒尚上城	丹徒区	竣工	208,638	99	206,552	112,322	5,384	4,775	206,759	17,295	8,258
无锡锡沪家艺中心	崇安区	竣工	96,185	100	96,185	108,923	11,324	11,000	106,121	96,185	105,804
南京湖北路项目	鼓楼区	在建	34,701	96	33,389	75,622	21,792	28,000	34,701	34,701	97,163
南京香悦澜山	栖霞区	在建	368,802	96	354,861	524,537	14,223	27,330	366,581	368,802	1,007,936
南京花漾紫郡	浦口区	在建	288,452	96	277,549	201,027	6,969	17,804	288,228	288,452	513,560
南京璞樾钟山	栖霞区	在建	105,482	68	71,200	333,806	31,646	39,371	116,601	105,482	415,293
南京新城保利天地	江宁区	在建	179,407	30	53,517	156,487	8,722	17,083	175,875	179,407	306,481
南京璞樾和山	栖霞区	在建	65,410	96	62,938	178,280	27,256	39,000	77,660	65,410	255,099
南京地块 02016G59	江宁区	在建	177,804	33	58,160	479,312	26,957	28,000	176,565	177,804	497,851
南京地块 02016G60	江宁区	在建	170,986	33	55,930	418,007	24,447	28,000	164,742	170,986	478,761
南京地块-2016G42	浦口区	在建	82,283	29	23,755	85,386	10,377	19,000	82,283	82,283	156,338
合肥地块	长丰县	在建	135,460	96	130,340	121,396	8,962	11,328	126,304	135,460	153,449
OCF201608											
合肥地块 0E1612	瑶海区	在建	53,997	100	53,997	73,966	13,698	15,000	51,557	53,997	80,996
常州新城金郡	天宁区	在建	217,896	96	209,660	182,162	8,360	14,721	199,486	217,896	320,765
常州新城帝景	武进区	在建	424,599	96	407,233	338,159	7,964	16,366	372,981	424,599	694,899
常州新城公馆四期	武进区	在建	260,160	96	249,233	172,134	6,616	14,280	245,971	260,160	371,508
常州新城域	武进区	在建	513,438	96	491,874	220,213	4,289	12,000	512,399	513,438	616,126
常州新城郡未来	武进区	在建	197,215	100	196,229	130,250	6,604	16,000	114,802	197,215	315,544
常州新城樾府	新北区	在建	74,148	99	73,525	82,513	11,128	12,000	74,460	74,148	88,978
苏州新城红树湾	吴江区	在建	325,946	100	325,946	218,974	6,718	13,834	323,850	325,946	450,914
昆山新城香溢紫郡	昆山市	在建	301,663	100	301,663	148,191	4,912	12,207	253,223	301,663	368,240
昆山新城柏丽湾	昆山市	在建	163,955	100	163,955	101,430	6,186	11,000	125,075	163,955	180,351
苏州新城郡未来	吴中区	在建	267,369	68	181,811	198,347	7,418	18,278	278,075	267,369	488,697
昆山郡尚海	昆山市	在建	199,370	40	79,748	133,477	6,695	22,190	191,720	199,370	442,402
常熟虞悦豪庭	常熟市	在建	174,546	65	113,455	184,665	10,580	17,213	170,933	174,546	300,446
苏州湾上风华	吴江区	在建	167,316	50	83,658	119,161	7,122	16,018	169,708	167,316	268,007
苏州香溪源	吴江区	在建	354,203	50	177,102	235,219	6,641	14,648	328,219	354,203	518,837
苏州宏海广场	工业园区	在建	69,096	30	20,729	116,007	16,789	35,000	69,096	69,096	241,836
苏州三千邑	吴江区	在建	351,872	35	123,155	472,969	13,442	16,243	132,102	351,872	571,546
苏州湖畔樾山	相城区	在建	447,906	50	223,953	212,775	4,750	16,000	120,825	447,906	716,650
张家港地块	张家港市	在建	505,979	33	166,973	277,634	5,487	13,000	488,828	505,979	657,773
常熟万科公望花园	常熟市	在建	197,925	10	19,793	178,043	8,995	19,001	195,200	197,925	376,077
常熟 2016A-014	文化片区	在建	118,257	33	39,025	110,304	9,327	15,000	125,226	118,257	177,386
吴江九里湖地块	同里古镇	在建	25,295	100	25,295	21,724	8,588	20,000	25,295	25,295	50,590
吴江南麻地块	南麻社区	在建	617,092	100	617,092	32,158	521	10,000	617,092	617,092	617,092
上海新城香溢珑庭	嘉定区	在建	64,372	96	61,939	93,315	14,496	20,387	52,373	64,372	131,235
上海新城上坤樾山	松江区	在建	492,585	48	236,983	808,934	16,422	49,152	400,169	492,585	2,421,154
上海城中南路地块	青浦区	在建	30,514	96	29,361	77,772	25,487	41,000	23,390	30,514	125,107
上海盛誉雅苑	青浦区	在建	37,609	29	10,858	96,307	25,607	41,000	35,954	37,609	154,197
上海新城盛世	青浦区	在建	55,712	13	7,504	89,601	16,083	41,000	46,154	55,712	228,419
上海周浦老镇地块	浦东新区	在建	134,895	49	66,193	326,534	24,207	90,000	131,872	134,895	1,214,055
南通香溢紫郡	通州大道	在建	556,728	77	428,569	288,020	5,173	8,114	528,875	556,728	451,729
萧山香悦半岛	萧山区	在建	120,659	60	72,395	136,087	11,279	15,000	69,940	120,659	180,989
萧山奥府	萧山区	在建	143,186	100	143,186	178,564	12,471	25,442	137,044	143,186	364,294
萧山香悦公馆	萧山区	在建	188,766	100	188,766	172,385	9,132	24,803	184,826	188,766	468,196
杭州溪望尚庭	余杭区	在建	103,157	34	35,073	180,000	17,449	18,000	25,374	103,157	185,683
杭州红郡	江干区	在建	174,264	65	113,272	223,235	12,810	17,430	169,601	174,264	303,742
杭州湾上风华	江干区	在建	87,074	35	30,476	96,276	11,057	16,956	85,749	87,074	147,643
嘉兴海上风华	嘉善县	在建	131,084	100	131,084	176,706	13,480	17,315	129,216	131,084	226,972
滨江萧山 8 号	萧山区	在建	47,530	25	11,883	59,181	12,451	26,677	46,390	47,530	126,796
龙湖世纪城	萧山区	在建	130,931	25	32,733	379,330	28,972	30,000	129,457	130,931	392,793
台州市浦西地块	黄岩区	在建	277,429	27	74,906	175,951	6,342	15,000	272,403	277,429	416,144
武汉璟悦城	汉阳区	在建	271,320	100	271,320	177,825	6,554	12,756	265,204	271,320	346,096
武汉璟棠	汉阳区	在建	271,320	100	271,320	176,885	6,519	13,000	266,413	271,320	352,716

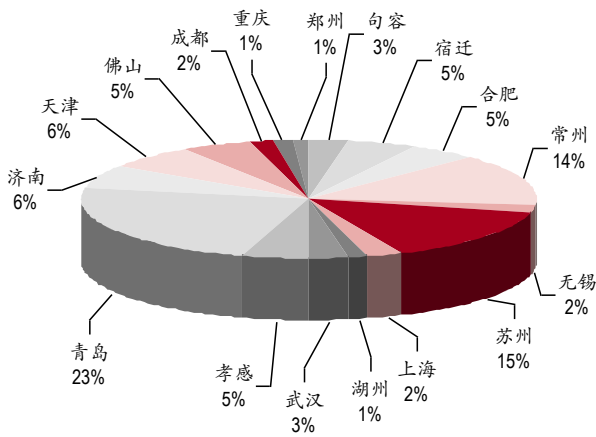
资料来源: 公司公告, 中银证券

**续图表 15. 在建及竣工项目情况**

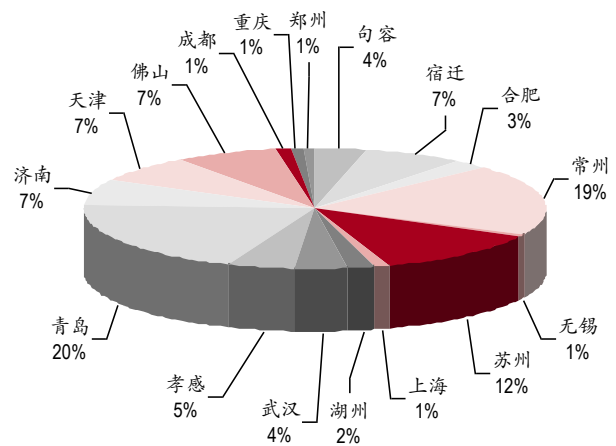
项目名称	城市	状态	建筑面积 (平方米)	权益比 例	权益建筑面 积 (平方米)	总投资(万 元)	单位投 资 (元)	均价 (元)	可售面积 (平方米)	累计未结算 面积 (平方米)	未结算货 值(万元)
武汉璟汇二期	东西湖区	在建	143,645	100	143,645	76,201	5,305	9,234	138,971	143,645	132,642
青岛香溢紫郡	李沧区	在建	218,919	50	109,460	188,522	8,611	16,499	216,458	218,919	361,194
卓越皇后道	李沧区	在建	343,940	50	171,970	322,411	9,374	17,743	331,454	343,940	610,253
济南新城香溢紫郡	历城区	在建	241,730	100	241,730	130,419	5,395	11,656	253,769	241,730	281,760
济南新城香溢澜庭	历城区	在建	295,852	100	295,852	169,115	5,716	9,805	289,553	295,852	290,083
长沙新城国际花都	望城区	在建	1,128,580	100	1,128,580	432,424	3,832	5,823	1,077,841	1,128,580	657,172
长沙金茂湾	岳麓区	在建	501,438	50	250,719	487,047	9,713	13,000	496,284	501,438	651,869
天津市 01032 地块	宝坻区	在建	499,802	50	249,901	621,675	12,438	12,000	467,468	499,802	599,762
廊坊广阳道壹号	广阳区	在建	173,772	100	173,772	104,605	6,020	20,000	130,475	173,772	347,544
廊坊凯旋城	廊坊市	在建	170,737	100	170,737	143,608	8,411	20,000	1,768	170,737	8,247
嵊州地块	嵊州区	在建	688,132	100	688,132	406,279	5,904	9,798	602,341	688,132	674,232
平湖地块	嘉兴平湖	在建	326,482	100	326,482	171,961	5,267	12,000	219,696	26,482	391,778
<b>总计</b>			<b>21,695,201</b>		<b>17,270,738</b>	<b>19,005,385</b>	<b>1,122,433</b>	<b>2,059,257</b>	<b>19,802,460</b>	<b>16,755,184</b>	<b>27,816,436</b>

资料来源：公司公告，中银证券

我们估算公司拟建住宅项目规划建筑面积超 1000 万方，货值近 2000 亿，在地区分布中，除常州（14%）、苏州（15%）等传统优势城市外，青岛（23%）、济南（6%）、天津（6%）、佛山（5%）等长三角外区域占比加大，拟建及权益拟建住宅面积均占比超过 50%，体现公司在环渤海及珠三角地区的快速、深入拓展，并逐渐从长三角区域走向全国。

**图表 16. 拟建面积城市分布**


资料来源：公司公告及中银证券

**图表 17. 权益拟建面积城市分布**


资料来源：公司公告及中银证券

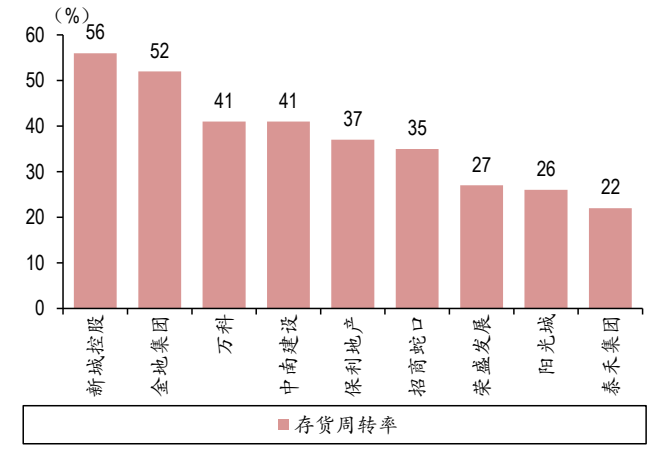
**图表 18. 拟建项目情况**

项目/地块名称	城市	建筑面积 (平方米)	权益 比例	权益建筑面积 (平方米)	总地价/成本 (万元)	单位均 价 (元)	预计售价 (元)	货值 (万元)
句容市宝华镇宝华村地块	宝华镇	139,441	96	134,170	69,944	5,016	7,500	104,581
句容市华阳镇河滨南路北侧地块	华阳镇	174,723	100	174,723	153,638	8,793	7,500	131,042
宿迁太湖花园	经济开发区	383,919	96	369,407	166,963	4,349	7,000	268,743
宿迁水木清华	宿城区	221,752	96	213,370	148,456	6,695	7,000	155,226
合肥滨湖区贵阳路以南地块(BH2016-15)	滨湖区	254,081	32	80,315	312,887	12,314	18,000	457,346
合肥滨湖区南京路以南地块(BH2016-17)	滨湖区	93,547	100	93,547	220,833	23,607	24,000	224,513
合肥高新区 TF4-1、TF4-2-1 地块	高新区	225,481	20	45,096	227,147	10,074	18,000	405,866
常州新城长岛东区	武进区	236,610	96	226,672	70,983	3,000	9,000	212,949
常州金色新城剩余	钟楼区	33,953	96	32,527	10,186	3,000	12,000	40,744
常州金坛万建城	金坛市	31,841	98	31,172	12,100	3,800	8,500	27,065
常州古方路地块	武进区	344,505	100	342,782	212,739	6,175	9,000	310,055
金坛区金坛大道北侧聚贤路东侧地块	金坛区	121,338	96	116,242	128,201	10,566	13,000	157,739
金坛区群贤路西侧金桂路南侧地块	金坛区	335,860	96	321,754	347,575	10,349	13,000	436,618
常州泰和之春苑续建项目	天宁区	338,143	100	338,143	235,704	6,971	12,000	405,772
常州劳动东路北侧、青洋路西侧地块	天宁区	182,958	96	175,274	210,814	11,523	12,000	219,550
无锡惠山区锡国土(经)2016-28 号地块	惠山区	276,627	25	67,774	250,477	9,055	13,000	359,615
吴江经济技术开发区兴中路以北地块	吴江区	40,761	50	20,381	33,474	8,212	17,000	69,294
吴江外果圩地块	同里古镇	129,416	100	129,416	62,899	4,860	17,000	220,007
苏州相城区地块苏地 2016-WG-70 号	北桥街道	230,964	20	46,193	236,431	10,237	16,000	369,542
苏州高铁新城南天成路南、澄阳路西地	相城区	1,332,892	62	830,925	1,718,591	12,894	16,000	2,132,627
上海虹口区凉城新村街道 073006 号地块	虹口区	58,078	49	28,499	484,151	83,362	110,000	638,858
上海市宝山区 C1-2、C5-5 地块	罗店镇	136,851	22	30,285	357,256	26,105	55,000	752,681
上海市宝山区罗泾镇单元 BSP0-1701 单元	罗泾镇	100,556	24	23,701	334,619	33,277	55,000	553,058
湖州蒋漾单元 CX-06-03-02A-2 地块	南浔区	166,260	100	166,260	148,525	8,933	12,000	199,512
武汉建和村 A 包地块 P(2016)024 号	洪山区	346,400	90	311,760	416,445	12,022	25,000	866,000
孝感市高新区王母湖项目	高新区	331,854	51	169,246	151,256	4,558	8,000	265,483
孝国土开 P(2017)01 号	高新区	228,122	100	228,122	176,892	7,754	8,000	182,498
青岛胶州市 23 块地块	胶州市	1,093,488	100	1,093,488	646,002	5,908	10,000	1,093,488
青岛市红岛经济区羊毛滩项目 P1	红岛经济区	77,166	30	23,158	58,027	7,520	30,000	231,498
青岛市红岛经济区羊毛滩项目 P2	红岛经济区	146,838	30	44,066	77,558	5,282	30,000	440,514
青岛市红岛经济区羊毛滩项目 P3	红岛经济区	172,393	30	51,735	121,502	7,048	30,000	517,179
青岛市红岛经济区羊毛滩项目 P4	红岛经济区	186,589	30	55,995	134,103	7,187	30,000	559,767
青岛市红岛经济区羊毛滩项目 P5	红岛经济区	118,152	30	35,457	86,422	7,314	30,000	354,456
青岛市红岛经济区羊毛滩项目 P6	红岛经济区	166,425	30	49,944	129,343	7,772	30,000	499,275
青岛市红岛经济区羊毛滩项目 P7	红岛经济区	370,944	30	111,320	295,682	7,971	30,000	1,112,832
青岛市胶州经济开发区海达伟业地块	胶州市	419,044	50	209,522	267,701	6,388	10,000	419,044
青岛黄岛区长江东路南侧地块	黄岛区	19,749	40	7,900	16,298	8,253	30,000	59,247
济南 B202 地块	历城区	319,653	100	319,653	181,591	5,681	9,000	287,688
济南历城区工业北路 75 号 2016-G117	历城区	212,479	25	53,120	330,366	15,548	9,000	191,231
济南槐荫区经十路南侧地块	槐荫区	140,097	100	140,097	89,375	6,380	9,000	126,087
济南章丘区 2017-7 号地块	历城区	93,888	50	46,944	94,623	10,078	9,000	84,499
天津市滨海新区中新生态城 54b 号地块	滨海新区	96,000	100	96,000	244,705	25,490	27,000	259,200
津辰淀(挂)2006-032 号地块	北辰区	526,013	80	420,810	442,387	8,410	20,000	1,052,026
津武(挂)2011-348 号地块	武清区	115,119	90	103,607	114,121	9,913	18,000	207,214
佛山市南海区狮山镇华涌村地块	佛山市	433,690	100	433,690	689,540	15,899	16,000	693,904
佛山市三水区西南街道建设一路东侧	佛山市	165,385	100	165,385	173,792	10,508	16,000	264,616
成都新都区龙桥镇场镇社区 4、10 组	新都区	198,918	50	99,459	175,129	8,804	10,000	198,918
重庆两路组团 A 分区 A062-1/03 号地块	渝北区	156,000	48	75,052	158,563	10,164	14,000	218,400
新城郡 E 地块	荥阳市	140,733	51	71,774	60,457	4,296	7,000	98,513
<b>总计</b>		<b>11,865,696</b>		<b>8,455,931</b>	<b>11,486,473</b>			<b>19,136,579</b>

资料来源：公司公告，中银证券

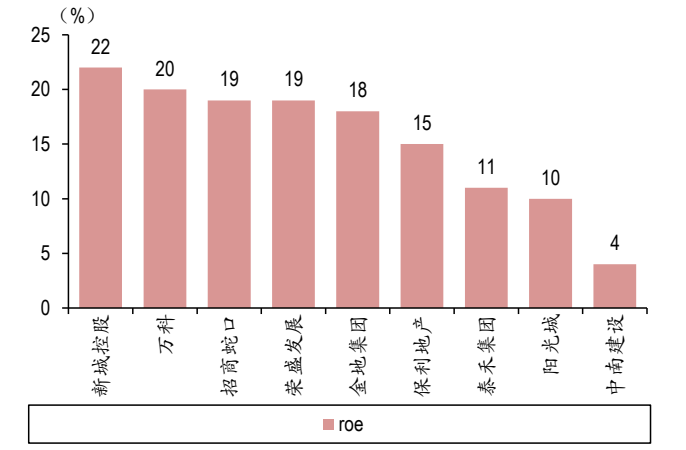
新城控股近年销售规模实现快速增长，主要受益于公司自始至终坚持执行的“快周转”策略：公司2016年存货周转率56%，净资产收益率22%，均处于行业领先水平。我们认为公司施行快周转策略得以成功的原因在于：1) 公司作为B股上市时融资渠道受限，长期培养起了出色的项目操盘能力，以保证项目间现金流的周转；2) 公司良好的激励机制，有助于管理团队对于项目全周期的收益和风险把控，在周转率和回报率间实现平衡。

图表 19. 2016 年龙头 A 股房企存货周转率



资料来源：万得数据及中银证券

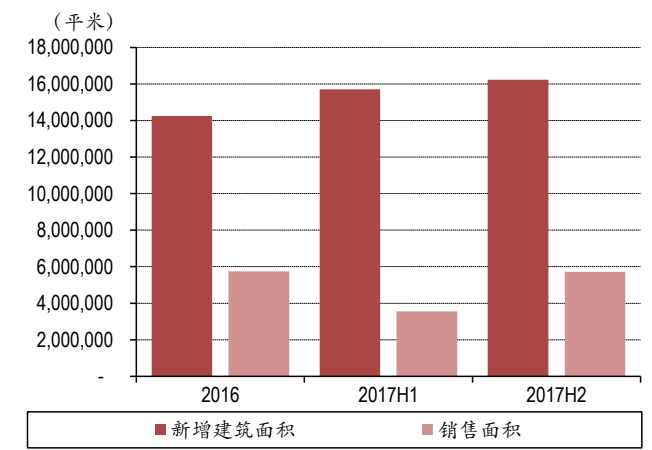
图表 20. 2016 年龙头 A 股房企净资产收益率



资料来源：万得数据及中银证券

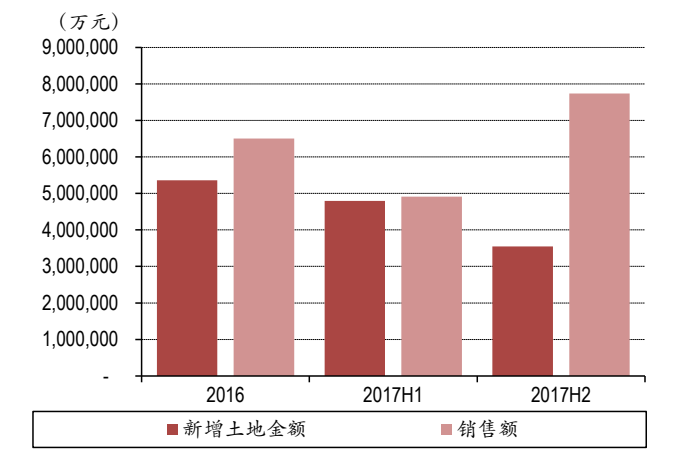
截止2017年底，公司总土地储备规模超过4000万方，其中长三角地区占比约70%，一二线城市占比约60%。另一方面，公司去年也加大了拿地力度，2017年全年获取土地储备项目128个，建筑面积3195万方，同比增长125%；拿地总地价835亿，同比增长56%；公司全年拿地均价约3200元/平米，二手土地收购方式比例显著提高至23%，拿地均价仅2300元/平米，低廉的土地价格保障了项目的利润率，在行业集中度提升背景下的拿地优势明显。另一方面，我们认为公司作为二线房企，其净负债率明显低于同一梯队的房企平均水平，也保证了公司未来增加储备的空间。

图表 21. 新增建筑面积/销售面积



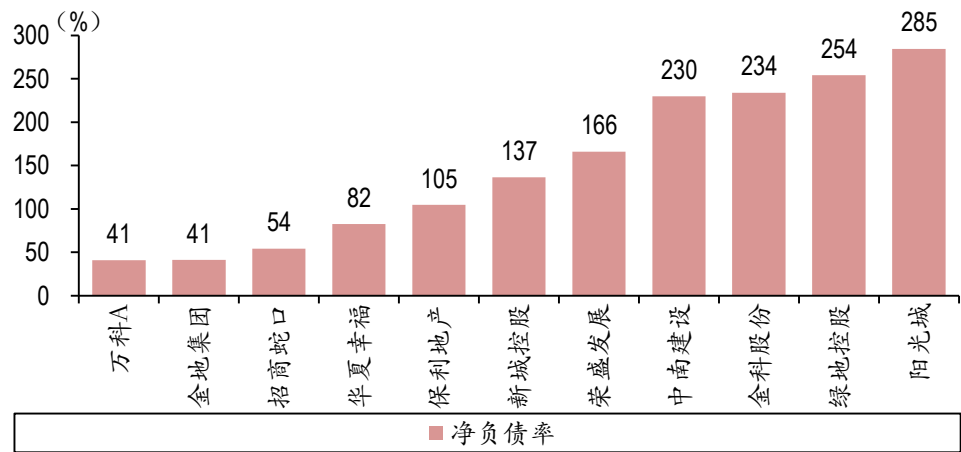
资料来源：万得数据及中银证券

图表 22. 新增土地金额/销售额



资料来源：万得数据及中银证券

图表 23. 2017 年龙头 A 股房企净负债率



资料来源：公司公告及中银国际证券

## 商业：以售养租快速扩张，高品质全国化布局

新城控股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、写字楼、酒店及酒店式公寓、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。根据整体定位不同，公司开发的商业综合体可分为三类：

- (1) “国际广场”系列：定位高端、主打国际精品，与之配套的一般为中高端写字楼、中高端酒店、高端酒店式公寓（代表项目：常州吾悦国际广场）；
- (2) “城市广场”系列：以缤纷、动感、塑造区域型时尚商业中心为特点，与之配套的一般为中高端酒店及酒店式公寓（代表项目：苏州吴江吾悦广场、张家港吾悦广场）；
- (3) “生活广场”系列：致力于成为便捷社区生活中心，与之配套的一般为中端写字楼、酒店及酒店式公寓（代表项目：常州的吾悦生活广场）。

图表 24. 吾悦国际广场



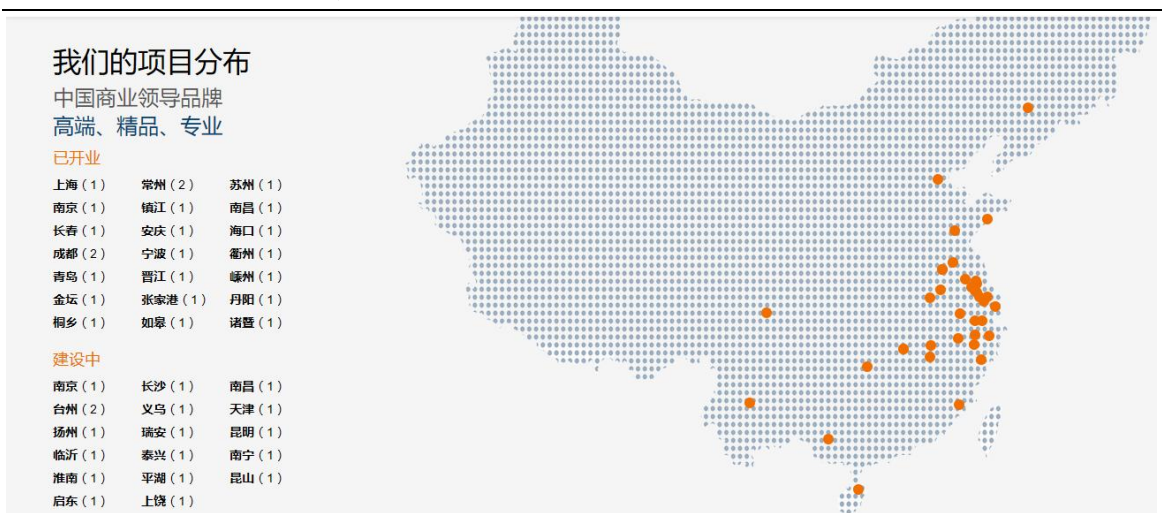
资料来源：公司网站及中银证券

图表 25. 吾悦生活广场



资料来源：公司网站及中银证券

图表 26. 吾悦广场全国项目布局图



资料来源：新城控股官网

公司商业地产开发业务主要为商业综合体的开发及运营管理，其房地产产品以出售为主，辅以自持运营及对外租赁。同时公司配备成熟的商业开发和经营管理团队，以获取优质资产和建设一流运营能力为基础，以建设“高品质、有情怀、不复制”的购物中心为目标，加快区域布局。截至2017年底，公司已开业、待建和在建的商业广场达59个，其中包括4个广场以管理输出或证券化出标的轻资产模式。

在公司旗下的多个综合体中，住宅和商业体量占比分别接近80%和20%。其中，住宅和酒店式公寓销售体量一般约30-40万平米，其作为项目重要的回报来源，将有效覆盖自持物业的投入成本；另一方面，商业广场自持比例一般达到80%，也有利于公司运用商家资源及运营经验，保障商业地产后期的品牌招商与统一管理，通过以售养租的形式，最大化地实现综合体项目的长远增值。

图表 27. 在建及竣工吾悦广场项目情况

项目名称	城市	状态	建筑面积 (平方米)	权益 比例	权益建筑面 积 (平方米)	总投资 (万元)	单位投 资 (元)	均价 (元)	可售面积 (平方米)	累计未结算 面积 (平方米)	未结算货 值(万元)
常州吾悦国际广场	钟楼区	竣工	210,420	100	210,420	276,574	13,144	22,000	126,994	85,228	187,502
张家港吾悦广场	张家港市	竣工	509,300	99	504,207	346,117	6,796	8,781	486,724	134,334	117,959
吴江吾悦广场	吴江区	竣工	448,171	99	443,689	182,839	4,080	6,002	337,811	233,751	140,297
金坛吾悦广场	金坛区	竣工	389,400	100	389,400	153,609	3,945	10,243	233,889	156,806	160,616
南昌吾悦广场	高新区	竣工	436,545	52	227,964	254,849	5,838	8,622	341,465	213,447	184,034
常州武进吾悦广场	武进区	在建	721,266	100	721,266	323,788	4,489	6,000	1,804	721,266	432,760
丹阳吾悦广场	丹阳区	在建	661,498	99	654,883	352,980	5,336	6,767	542,326	661,498	447,636
丁卯吾悦广场	丁卯桥路	在建	402,562	100	402,562	187,949	4,669	8,015	294,366	402,562	322,653
长春吾悦广场	绿园区	在建	396,303	99	392,340	297,558	7,508	8,233	311,560	396,303	326,276
安庆吾悦广场	迎江区	在建	668,975	100	668,975	318,758	4,765	11,213	109,423	668,975	750,122
成都吾悦广场	龙泉驿区	在建	482,809	11	53,640	277,060	5,739	8,095	420,789	482,809	390,834
成都武侯吾悦广场	武侯区	在建	62,959	34	21,431	7,200	1,144	18,000	62,959	62,959	113,326
如皋吾悦广场	如皋市	在建	136,604	100	136,604	61,676	4,515	19,852	33,876	136,604	271,186
天津吾悦广场	津南区	在建	352,318	70	246,623	261,522	7,423	20,000	15,454	352,318	704,636
扬州吾悦广场	邗江区	在建	302,228	80	241,782	268,601	8,887	10,300	227,894	302,228	311,295
临沂吾悦广场	河东区	在建	276,684	100	276,684	140,618	5,082	8,000	179,066	276,684	221,347
泰兴吾悦广场	泰兴市	在建	336,116	100	336,116	222,379	6,616	10,000	292,756	336,116	336,116
淮南吾悦广场	田家庵区	在建	371,268	100	371,268	196,135	5,283	10,000	269,444	371,268	371,268
启东吾悦广场	启东市	在建	244,040	100	244,040	156,496	6,413	12,000	168,708	244,040	292,848
衢州吾悦广场	西区	在建	256,050	100	256,050	201,540	7,871	13,127	164,169	256,050	336,117
桐乡吾悦广场	嘉兴市	在建	327,557	99	324,281	210,788	6,435	18,566	250,363	327,557	608,142
海口吾悦广场	龙华区	在建	363,709	100	363,709	355,830	9,783	12,185	277,735	363,709	443,179
台州吾悦广场	黄岩区	在建	370,650	40	148,260	446,546	12,048	18,084	298,610	370,650	670,283
宁波吾悦广场二期B地块	镇海区	在建	185,859	99	184,000	176,954	9,521	19,387	100,727	185,859	360,325
宁波吾悦广场AC地块	镇海区	在建	339,761	100	339,761	259,703	7,644	13,000	53,272	339,761	441,689
义乌吾悦广场	义乌市	在建	317,450	51	161,900	383,804	12,090	18,320	224,899	317,450	581,568
晋江吾悦广场	陈埭镇	在建	264,688	100	264,688	161,863	6,115	8,697	248,228	264,688	230,199
瑞安吾悦广场	瑞安市	在建	160,533	100	160,533	106,773	6,651	18,408	57,003	160,533	295,509
昆明吾悦广场	五华区	在建	334,666	100	334,666	223,964	6,692	8,094	253,891	334,666	270,879
玉环吾悦广场	玉环市	在建	362,552	100	362,552	255,061	7,035	12,000	278,991	362,552	435,062
吴江吾悦花园	吴江区	在建	272,400	75	204,300	110,950	4,073	12,240	213,185	272,400	333,418
<b>总计</b>			<b>10,482,521</b>	<b>2,532</b>	<b>9,233,875</b>	<b>6,792,960</b>	<b>190,413</b>	<b>349,991</b>	<b>6,538,202</b>	<b>9,795,071</b>	<b>11,089,083</b>

资料来源：公司公告，中银证券

**图表 28. 拟建吾悦广场项目情况**

项目/地块名称	城市	建筑面积 (平米)	权益 比例	权益建筑面积 (平米)	总地价/成本 (万元)	单位均价 (元)	预计售价 (元)	货值 (万元)
南京河西吾悦广场	建邺区	203,096	100	203,096	385,007	18,957	30,000	609,288
句容吾悦广场	句容市华阳镇	240,254	100	240,254	156,422	6,511	7,500	180,191
太原万柏林项目	太原市万柏林区后北屯	325,086	100	325,086	323,391	9,948	12,000	390,103
西安吾悦广场	西咸新区沣东新城	163,819	100	163,819	123,310	7,527	12,000	196,583
南昌新建吾悦广场	南昌市新建区	132,790	100	132,790	96,210	7,245	13,000	172,627
邕州吾悦广场	南宁市兴宁区金桥路南侧	116,341	100	116,341	97,591	8,388	11,000	127,975
长沙松雅湖吾悦广场	长沙县星沙街道东四线	147,711	100	147,711	96,827	6,555	13,000	192,024
上饶吾悦广场	凤凰大道以南, 旭日大道以东	426,668	100	426,668	254,273	5,960	8,000	341,334
慈溪吾悦广场	慈溪城南	407,776	100	407,776	236,705	5,805	11,000	448,554
仙居吾悦广场	台州市仙居县环城南路	365,975	100	365,975	234,214	6,400	13,000	475,768
<b>总计</b>		<b>2,529,516</b>		<b>2,529,516</b>	<b>2,003,950</b>			<b>3,134,446</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券

从投入运营的综合体项目来看, 吾悦广场平均可租面积约 6-8 万平方米。截至 2017 年底, 公司已累计开业 23 个新城吾悦广场, 全年实现租金及管理费收入 10.65 亿元, 其中吾悦广场目前的租金及管理收入已超过 1 亿元。目前公司已开业、待建和在建的商业广场达 64 个, 公司计划至 2020 年吾悦广场开业数量达到 100 个以上; 按照在建项目 1 年的建设周期和开业项目的运营周期, 预计 2018-2020 年公司的租金管理收入将持续实现大幅增长。

**图表 29. 2017 全年地产出租情况**

出租物业类型	项目名称	总建筑面积 (平米)	可供出租面积 (平米)	出租率 (%)	已出租面积 (平米)	租金及管理费收入 (元)
商铺及购物中心	武进吾悦广场	142,226	99,937	99.56	99,497	145,004,148
	吾悦国际广场	102,367	61,642	98.15	60,500	115,128,998
	青浦吾悦广场	86,349	62,693	99.96	62,668	101,693,415
	吴江吾悦广场	110,834	61,628	94.65	58,332	35,568,271
	张家港吾悦广场	108,517	61,269	91.73	56,200	59,365,579
	丹阳吾悦广场	103,919	67,619	99.26	67,117	60,128,814
	海口吾悦广场	111,582	65,634	99.78	65,488	65,915,875
	南昌吾悦广场	89,685	60,979	96.22	58,673	47,983,294
	金坛吾悦广场	87,225	62,465	100	62,465	52,138,470
	安庆吾悦广场	100,085	66,124	97.8	64,666	45,388,314
	成都吾悦广场	78,315	52,102	100	52,102	48,604,766
	桐乡吾悦广场	86,046	54,656	99.06	54,141	43,354,816
	衢州吾悦广场	86,983	58,540	99.75	58,396	32,416,849
	长春吾悦广场	129,581	68,128	96.5	65,743	41,930,746
	诸暨吾悦广场	137,089	78,723	92.08	72,484	14,771,779
	镇江吾悦广场	81,607	52,843	100	52,843	27,472,122
	青岛吾悦广场	136,787	79,924	95.35	76,208	25,535,125
	嵊州吾悦广场	85,003	56,910	100.00	56,910	16,549,470
	如皋吾悦广场	85,195	54,595	100.00	54,595	12,229,414
	办公写字楼	宁波吾悦广场	92,151	65,976	93.46	61,659
南京吾悦广场		46,022	27,086	100.00	27,086	3,914,444
成都武侯吾悦广场		92,122	53,625	98.51	52,828	7,925,497
晋江吾悦广场		86,748	52,425	100.00	52,425	5,474,219
新城控股大厦 B 座		33,297	31,740	96.57	30,652	45,876,480
<b>合计</b>					<b>1,065,913,033</b>	

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 盈利预测及投资建议

2017年公司预告实现归母净利润48.4-60.4亿元，同比增长60-100%。考虑到公司超过连续两年销售翻番的表现，目前超过4000万平米的储备，超过5000亿的可售货值以及500亿的预收款，在快周转策略和激励机制保障下，公司未来销售和业绩的释放空间巨大。另一方面，公司商业地产经营逐步进入收获期，远期的成长空间更值得期待。我们预测公司2017-2019年净利润分别为54亿、73亿、103亿，对应市盈率分别为15.5倍、11.5倍、8.2倍，为A股高成长白马房企典范，业绩有望持续超预期，首次覆盖给予**买入**评级。

图表 30. 营业收入及净利润测算

年度	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
物业销售收入(百万元)	20,173	22,974	27,049	40,573	58,831	85,306
增长率(%)	(1)	14	18	50	45	45
毛利率(%)	26	26	27	33	32	32
物业出租收入(百万元)	128	169	441	1,102	2,205	4,410
增长率(%)	25	32	160	150	100	100
毛利率(%)	86	(23)	15	15	15	15
其他业务收入(百万元)	373	425	479	540	609	686
增长率(%)	53	14	13	13	13	13
毛利率(%)	39	51	22	22	22	22
主营业务收入(百万元)	20,674	23,569	27,969	42,216	61,645	90,401
增长率(%)	0	14	19	51	46	47
综合毛利率(%)	26	27	28	32	31	31
归属于母公司净利润(百万元)	1,167	1,836	3,019	5,356	7,265	10,313
增长率(%)	(1)	57	64	77	36	42
净利率(%)	5.6	7.8	10.8	12.7	11.8	11.4

资料来源：公司资料及中银证券

图表 31. 行业可比公司估值（万得一致预期）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	预测 PE 2017	预测 PE 2018	预测 PE 2019
000002.CH	万科 A	3,947	15.10	12.05	9.92
001979.CH	招商蛇口	1,983	16.23	13.61	11.08
600048.CH	保利地产	1,959	12.49	10.11	8.12
600340.CH	华夏幸福	1,256	14.58	11.20	8.65
600606.CH	绿地控股	1,109	12.37	10.02	8.47
601155.CH	新城控股	885	17.68	12.79	9.85
000069.CH	华侨城 A	840	9.80	7.86	6.48
600383.CH	金地集团	694	10.10	8.67	7.46
600663.CH	陆家嘴	575	23.37	19.80	14.62
002146.CH	荣盛发展	553	10.79	8.47	6.80

资料来源：公司资料及中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	23,569	27,969	42,216	61,645	90,401
销售成本	(19,196)	(21,916)	(31,169)	(46,187)	(67,909)
经营费用	(1,566)	(2,142)	(3,350)	(4,948)	(7,314)
息税折旧前利润	2,806	3,911	7,698	10,510	15,179
折旧及摊销	(94)	(160)	(126)	(128)	(130)
经营利润(息税前利润)	2,712	3,750	7,572	10,382	15,049
净利息收入/(费用)	39	(79)	(279)	(439)	(861)
其他收益/(损失)	649	763	274	345	432
税前利润	3,291	4,290	7,349	9,970	14,153
所得税	(891)	(1,134)	(1,837)	(2,491)	(3,537)
少数股东权益	(563)	(137)	(154)	(209)	(297)
净利润	1,836	3,019	5,358	7,269	10,319
核心净利润	1,836	3,019	5,358	7,269	10,319
每股收益(人民币)	0.813	1.337	2.372	3.218	4.568
核心每股收益(人民币)	0.813	1.337	2.372	3.218	4.568
每股股息(人民币)	0.082	0.330	0.585	0.794	1.127
收入增长(%)	14	19	51	46	47
息税前利润增长(%)	12	38	102	37	45
息税折旧前利润增长(%)	14	39	97	37	44
每股收益增长(%)	57	64	77	36	42
核心每股收益增长(%)	57	64	77	36	42

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	3,291	4,290	7,349	9,970	14,153
折旧与摊销	94	160	126	128	130
净利息费用	70	223	497	758	1,329
运营资本变动	(2,768)	5,414	(4,466)	(3,444)	(5,657)
税金	(891)	(1,134)	(1,837)	(2,491)	(3,537)
其他经营现金流	(753)	(857)	(267)	(341)	(431)
经营活动产生的现金流	(957)	8,097	1,402	4,578	5,986
购买固定资产净值	(3,202)	(2,951)	(1)	(2)	(3)
投资减少/增加	(1,200)	(946)	219	319	468
其他投资现金流	3,604	(4,810)	1,101	(286)	(710)
投资活动产生的现金流	(798)	(8,707)	1,319	31	(246)
净增权益	565	266	0	0	0
净增债务	3,124	9,835	6,177	6,778	11,291
支付股息	(1,036)	(1,142)	(1,322)	(1,794)	(2,546)
其他融资现金流	379	(2,320)	1,101	(286)	(710)
融资活动产生的现金流	3,032	6,639	5,956	4,698	8,035
现金变动	1,277	6,029	8,676	9,307	13,775
期初现金	5,083	6,469	13,401	20,228	29,537
公司自由现金流	(1,755)	(610)	2,721	4,609	5,741
权益自由现金流	1,369	9,225	8,898	11,387	17,032

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	6,469	13,401	20,228	29,537	43,316
应收帐款	3,864	17,204	25,968	37,919	55,607
库存	32,728	39,493	59,609	87,043	127,646
其他流动资产	8,374	10,076	10,582	15,703	23,093
流动资产总计	51,435	80,174	116,387	170,201	249,662
固定资产	1,931	1,889	2,006	2,127	2,247
无形资产	79	93	88	84	80
其他长期资产	14,357	21,014	21,454	22,391	24,217
长期资产总计	16,367	22,996	23,549	24,602	26,543
总资产	67,802	103,171	139,935	194,803	276,205
应付帐款	23,350	29,717	42,039	62,379	91,737
短期债务	795	7,312	13,488	20,264	31,552
其他流动负债	17,877	34,044	48,145	70,240	102,967
流动负债总计	42,023	71,072	103,671	152,883	226,256
长期借款	11,186	14,643	14,644	14,646	14,649
其他长期负债	722	1,087	1,102	1,128	1,164
股本	1,708	2,259	2,259	2,259	2,259
储备	10,423	12,595	16,628	22,099	29,866
股东权益	12,131	14,854	18,887	24,358	32,125
少数股东权益	1,740	1,514	1,630	1,788	2,012
总负债及权益	67,802	103,171	139,935	194,803	276,205
每股帐面价值(人民币)	5.37	6.58	8.36	10.78	14.22
每股有形资产(人民币)	7.06	6.53	8.32	10.74	14.17
每股净负债/(现金)(人民币)	3.23	3.79	3.50	2.38	1.28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.9	14.0	18.2	17.0	16.8
息税前利润率(%)	11.5	13.4	17.9	16.8	16.6
税前利润率(%)	14.0	15.3	17.4	16.2	15.7
净利率(%)	7.8	10.8	12.7	11.8	11.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	15.1	10.2	10.6	9.6	8.4
净权益负债率(%)	39.7	52.3	38.5	20.6	8.5
速动比率(倍)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	48.2	29.3	16.5	12.2	8.6
核心业务市盈率(倍)	48.2	29.3	16.5	12.2	8.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	1.2	0.7	0.4	0.3	0.2
市净率(倍)	7.3	6.0	4.7	3.6	2.8
价格/现金流(倍)	(92.6)	10.9	63.2	19.4	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.5	24.8	12.5	8.9	6.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	594.7	601.4	580.3	579.5	577.0
应收帐款周转天数	48.1	137.5	186.6	189.1	188.8
应付帐款周转天数	292.1	346.3	310.2	309.1	311.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	13.8	33.6	32.9	32.9	32.9
净资产收益率(%)	19.2	22.4	31.8	33.6	36.5
资产收益率(%)	3.3	3.2	4.7	4.7	4.8
已运用资本收益率(%)	12.0	12.1	17.9	19.5	21.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371