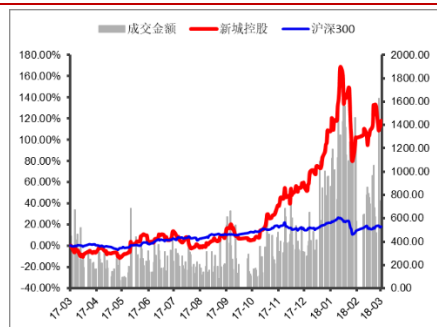


房地产

报告原因：公布年报

2018年3月15日

公司近一年市场表现



市场数据：2018年3月15日

6个月内目标价(元)	48.67
收盘价(元)	36.45
年内最高/最低(元)	45.77/16.15
流通A股/总股本(亿)	7.19/22.57
流通A股市值(亿)	262
总市值(亿)	823

基础数据：2017年12月31日

基本每股收益	2.71
摊薄每股收益	2.70
每股净资产(元)	9.13
净资产收益率(%)	28.36

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

新城控股(601155)

维持评级

商业地产进入爆发增长期 加速向三四线城市扩张

买入

公司研究/事件点评

事件点评

业绩靓丽 利润翻番：2017年公司实现营业收入405.26亿元，归母净利润60.29亿元，每股收益2.7元；分别同比+44.89%、+99.68%、+98.53%。2017年公司拟每10股派息8.1元。

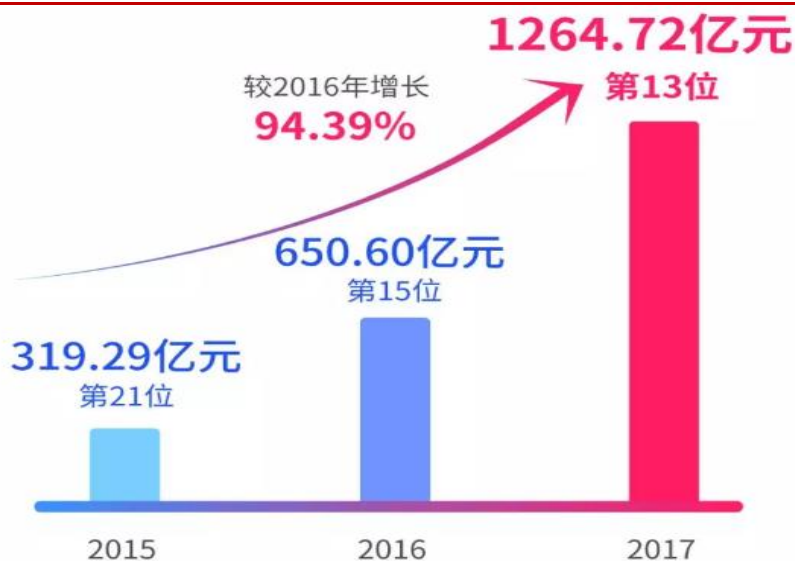
图1：公司近三年利润分配情况（每10股派送金额）



数据来源：公司公告，山西证券研究所

目标完成率行业第一：2017年公司实现销售金额1264.72亿元，目标完成率149%，行业排名第一。2017年公司销售金额突破千亿元，行业排名从第15位上升至第13位。2018年公司计划销售金额1800亿，同比+42.32%。

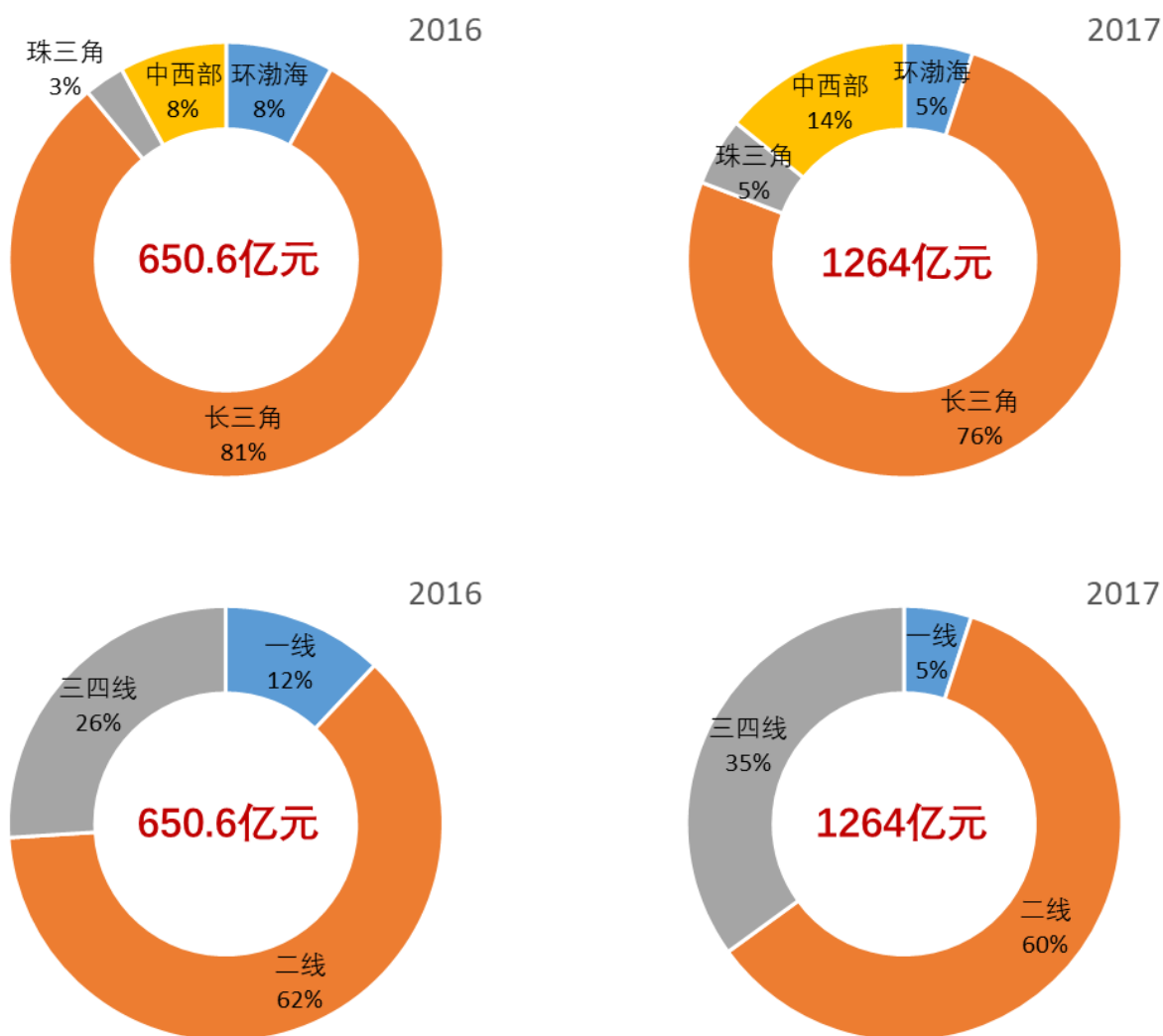
图2：公司销售金额及行业排名



数据来源：公司公告，山西证券研究所

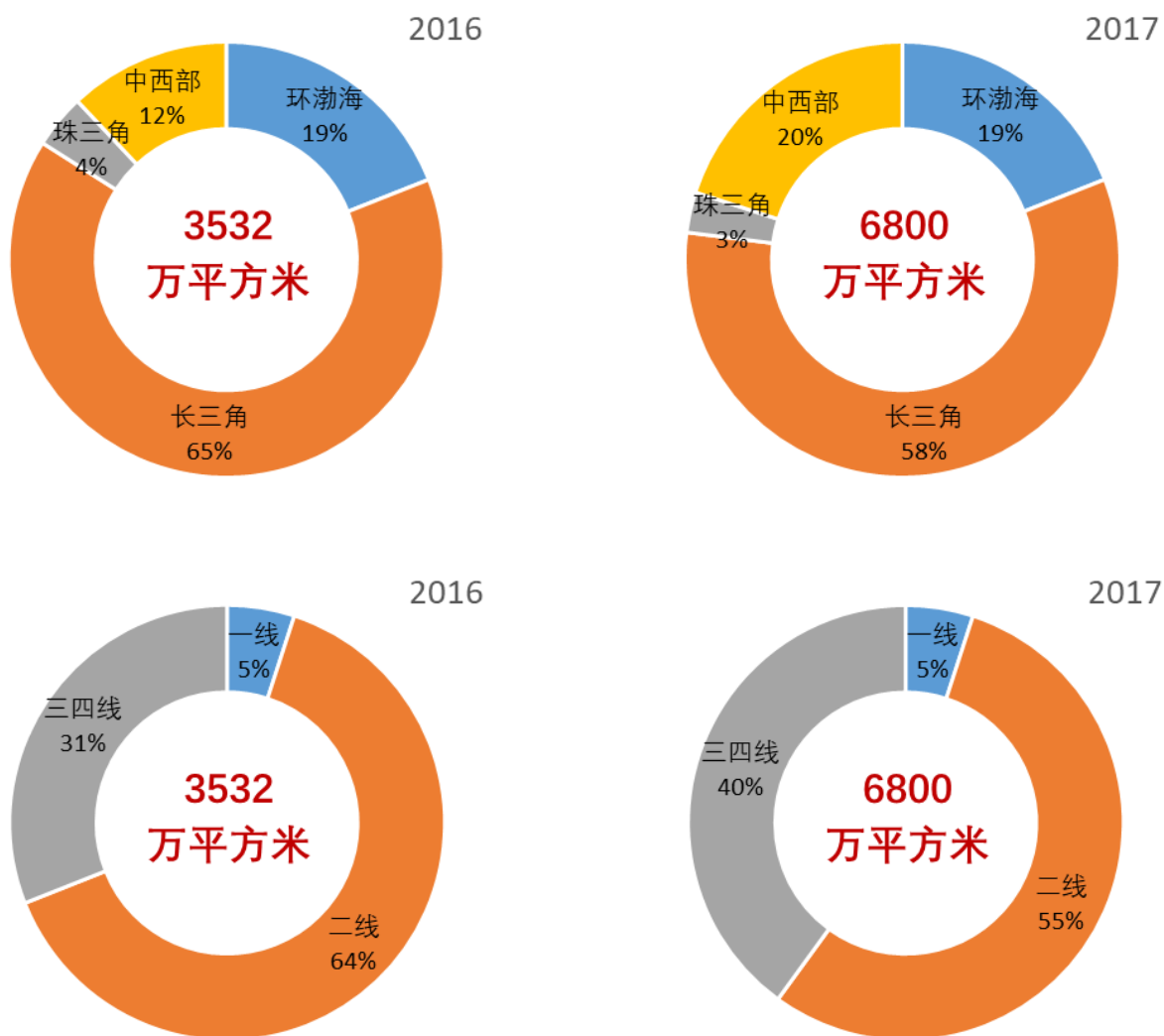
加速向中西部和三四线城市扩张：公司 2017 年 1264 亿元的销售
额中，中西部地区占比达到 14%，较上年上升 6 个百分点；从城市
看，三四线城市占比达到 35%，较上年上升 9 个百分点。土地储备
方面，2017 年公司新增 122 块土地，总建筑面积达到 3392.8 万平
方米，年末总土地储备达到 6800 万平方米；从布局看，中西部地
区占比达到 20%，较上年上升 8 个百分点；从城市看，2017 年底，
公司项目布局 72 个城市，较 2016 年增加 41 个，其中三四线城市
土地储备占比达到 40%，较上年上升 9 个百分点。

图 3：公司销售额区域及城市分布



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：公司土地储备区域及城市分布



数据来源：公司公告，山西证券研究所

商业地产强势崛起：2017 年底公司累计在运营的吾悦广场达到 23 座，仅 2017 年就新开业 12 座，已开业项目平均出租率达到 97.91%，较上年下降 1 个百分点，公司商业综合体并未因快速扩张而导致出租率下降，充分体现了其强大的商业地产运营能力。2017 年，公司租金及管理费收入达到 10.2 亿元，同比增长高达 131.5%。目前，公司运营和在建的吾悦广场已经达到 68 座，2018 年计划新开业 18 个，租金和管理费收入达到 20 亿元。商业地产在公司“双轮驱动”战略中的地位快速提升。

图 5：公司近三年租金及管理费增长情况



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 6：公司运营及在建的吾悦广场分布

运营及在建吾悦广场已达**68座**

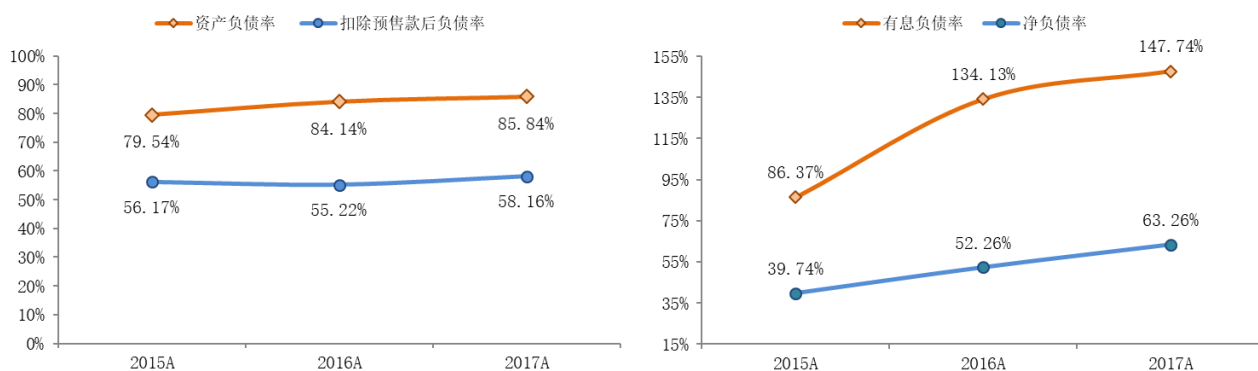


数据来源：公司公告，山西证券研究所

④ **资金成本略降 财务安全**：融资方面，2017 年公司多渠道融资，发行了三期中期票据，一期 PPN，一期 ABN，共募资 76 亿元，发行了一期 5 年期高级美元债券，募资 2 亿美元。2017 年公司整体平均融资成本为 5.32%，同比-0.17pct。2017 年底公司扣除预售款后的资产负债率为 58.16%，同比+2.93pct；净负债率为 63.26%，

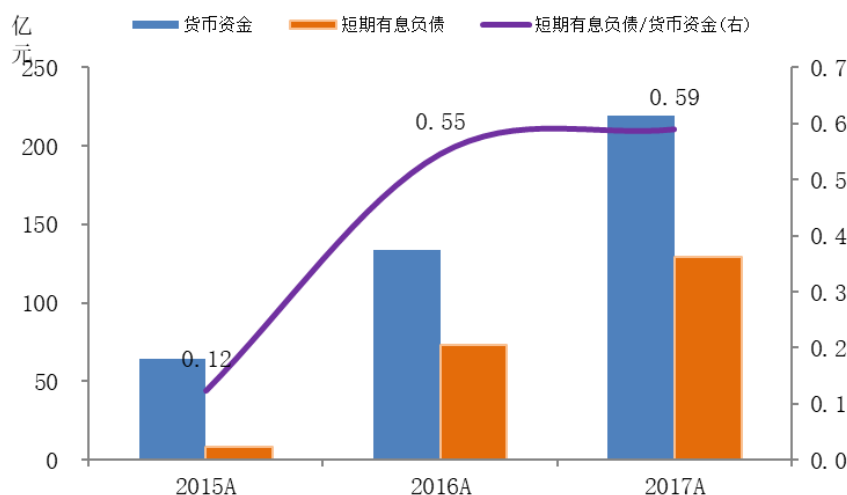
同比+11.01pct。总体来看，虽然公司 2017 年负债水平较上年有所上升，但凭借多渠道融资和较低的融资成本，公司现金流稳定，财务安全。

图 7：公司负债情况



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 8：公司短期财务安全



数据来源：公司公告，山西证券研究所

表 1：公司近 2 年资本市场融资情况

	产品类型	发行金额	票面利率
2017	中期票据	45 亿元	5.62%
	定向融资 (PPN)	20 亿元	6.30%
	ABN	21 亿元	优先 A5.38% 优先 B6.2%
2016	高级美元债券	2 亿美元	5%
	私募债	80 亿元	4.88%

数据来源：公司公告，山西证券研究所

- ④ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-2020 年净利润分别为 91.56 亿元、119.98 亿元、143.20 亿元，对应的 EPS 分别为 4.06 元、5.32 元、6.34 元。按 2018 年 3 月 15 日收盘价 36.45 元/股，对应的 PE 分别为 8.99X、6.86X、5.75X，低于行业中位数（10.37X）和平均水平（12.22X）。基于公司未来两年较高的成长性和目前较低的估值水平，我们维持公司“买入”评级，6 个月内目标价 48.67 元/股。
- ④ **风险提示：**三四线城市房价上涨引发的调控风险；货币政策收紧风险；财务风险。

报表预测									
资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	16080.68	25061.69	31324.61	37743.02	营业收入	40525.68	71604.83	89498.88	107837.20
应收和预付款项	38856.46	55940.15	75501.82	100044.83	减: 营业成本	26115.15	49484.11	61880.05	74756.55
存货	76379.08	121557.37	187842.90	258464.87	营业税金及附加	3265.95	5770.61	7212.68	8690.56
其他流动资产	4470.40	5811.52	7554.98	9821.47	营业费用	1776.40	3353.54	4281.09	5212.21
长期股权投资	13387.02	29246.08	51880.78	82590.38	管理费用	1982.88	3575.16	4558.09	5545.96
投资性房地产	23496.00	39696.00	62196.00	89196.00	财务费用	446.75	31.41	115.56	999.42
固定资产和在建工程	2183.46	2350.13	2646.79	3053.45	资产减值损失	29.89	29.89	29.89	29.89
无形资产和开发支出	95.21	108.47	136.73	177.99	加: 投资收益	538.51	859.06	1634.71	2709.59
其他非流动资产	1106.39	1094.03	1079.18	1079.18	公允价值变动损益	910.57	1620.00	2250.00	2700.00
资产总计	176054.70	280865.43	420163.79	582171.19	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	750.00	6590.16	24756.31	40001.19	营业利润	8357.73	11839.17	15306.22	18012.20
应付和预收款项	107693.01	178093.87	215192.49	311829.17	加: 其他非经营损益	10.88	10.88	10.88	10.88
长期借款	25438.15	43824.35	114882.42	148909.07	利润总额	8368.61	11850.05	15317.10	18023.08
其他负债	16191.77	18000.00	20000.00	23000.00	减: 所得税	2109.22	2342.75	2858.10	3153.37
负债合计	150072.93	246508.38	374831.22	523739.43	净利润	6259.39	9507.30	12459.00	14869.71
股本	2258.48	2258.48	2258.48	2258.48	减: 少数股东损益	231.45	351.55	460.70	549.84
资本公积	2467.07	2467.07	2467.07	2467.07	归属母公司股东净利润	6027.94	9155.75	11998.30	14319.87
留存收益	15898.01	23921.73	34436.56	46985.90	现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E
归属母公司股东权益	20623.56	28647.28	39162.11	51711.45	经营性现金净流量	-12044.12	17457.02	-35337.97	19653.90
少数股东权益	5358.21	5709.76	6170.46	6720.30	投资性现金净流量	244.29	-30106.84	-41996.84	-53266.84
股东权益合计	25981.77	34357.05	45332.57	58431.76	筹资性现金净流量	18970.11	21630.83	83597.73	40031.35
负债和股东权益合计	176054.70	280865.43	420163.79	582171.19	现金流量净额	7171.62	8981.01	6262.92	6418.41
财务分析指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
收益率					资本结构				
毛利率	35.56%	30.89%	30.86%	30.68%	资产负债率	85.24%	87.77%	89.21%	89.96%
三费/销售收入	10.38%	9.72%	10.01%	10.90%	投资资本/总资产	28.37%	30.07%	43.95%	42.43%
EBIT/销售收入	25.60%	18.59%	21.74%	23.64%	带息债务/总负债	17.45%	20.45%	37.25%	36.07%
EBITDA/销售收入	26.05%	19.06%	22.21%	24.10%	流动比率	108.95%	102.81%	116.26%	108.34%
销售净利率	15.45%	13.28%	13.92%	13.79%	速动比率	44.08%	39.96%	41.10%	36.76%
资产获利率					股利支付率	12.36%	12.36%	12.36%	12.36%
ROE	29.23%	31.96%	30.64%	27.69%	收益留存率	87.64%	87.64%	87.64%	87.64%
ROA	5.89%	4.74%	4.63%	4.38%	增长率				
ROIC	22.29%	17.97%	15.76%	9.62%	销售收入增长率	44.89%	76.69%	24.99%	20.49%
资产管理效率					EBIT 增长率	88.13%	28.33%	46.17%	31.00%
总资产周转率	0.23	0.25	0.21	0.19	EBITDA 增长率	86.00%	29.33%	45.59%	30.77%
固定资产周转率	18.56	30.47	33.81	35.32	净利润增长率	98.34%	51.89%	31.05%	19.35%
应收账款周转率	556.09	580.73	482.96	408.46	总资产增长率	76.80%	59.53%	49.60%	38.56%
存货周转率	0.34	0.41	0.33	0.29	股东权益增长率	38.84%	38.91%	36.70%	32.04%
					经营营运资本增长率	13.56%	22.71%	446.00%	6.29%
估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
EBIT	10374.31	13313.56	19460.11	25492.74	PS	2.03	1.15	0.92	0.76
EBITDA	10555.01	13651.10	19875.15	25989.93	PCF	-6.83	4.71	-2.33	4.19
NOPLAT	6844.95	8976.77	13308.10	17763.79	EV/EBIT	10.76	10.37	11.71	10.89
净利润	6027.94	9155.75	11998.30	14319.87	EV/EBITDA	10.58	10.12	11.46	10.68
EPS	2.67	4.06	5.32	6.34	EV/NOPLAT	16.31	15.39	17.12	15.63
BPS	9.14	12.69	17.35	22.91	EV/IC	2.24	1.64	1.23	1.12
PE	13.65	8.99	6.86	5.75	ROIC-WACC	0.22	0.15	0.12	0.06
PEG	0.41	N/A	N/A	N/A	股息率	0.01	0.01	0.02	0.02
PB	3.99	2.87	2.10	1.59					

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。