

2018年08月26日

证券分析师 齐东

执业证号: S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

“住宅+商业”双轮驱动，规模与效益齐飞 买入（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	40,526	61,741	86,301	111,821
同比(%)	44.9%	52.4%	39.8%	29.6%
归母净利润(百万元)	6,029	9,888	12,026	14,905
同比(%)	99.7%	64.0%	21.6%	23.9%
每股收益(元/股)	2.67	4.38	5.33	6.60
P/E(倍)	9.02	5.50	4.52	3.65

事件

■ **新城控股发布2018年半年报**：2018年1-6月公司实现营业收入157.58亿元，同比增长39.10%；归母净利润25.38亿元，同比增长122.81%；基本每股收益1.14元。

点评

■ **结算提速，盈利能力改善，业绩持续高增长**。新城控股上半年营业收入增速39.10%，归母净利润同比增长122.81%。公司业绩大幅提升主要系：1) 公司结转提速，盈利能力持续提升，毛利率高达38.4%，较2017年末提升2.8个百分点，再创历史新高。2) 投资物业的公允价值变动收益达6.53亿元，主要因公司持有的商业物业项目增多导致。上半年公司销售净利率达16.5%，较2017年末提升1个百分点。

■ **销售靓眼，投资积极**。公司上半年合同销售金额953.11亿元，同比增长94.17%，完成全年1800亿销售目标的52.95%；销售面积774.56万平方米，同比增长118.25%；根据CRIC数据，公司上半年销售金额排名全国第8位，较去年同期提升8个位次。2018年7月公司销售金额继续同比高增202%，预计下半年随着供货节奏的提速，公司将大概率超额完成全年目标。公司上半年新增土地储备82块，总建筑面积2073.93万平方米，同比增长32%，是同期销售面积的268%；楼面均价仅2365.56元/平方米，占销售均价的19%，未来项目毛利水平有保障。

■ **多渠道融资，融资成本维持低位**。上半年公司成功发行18亿元PPN、15.93亿元购房尾款ABS、13亿美元的高级美元债券。同时公司已获得中期票据等融资工具85亿元的注册及不超过47.27亿元公司债券的无异议函。截至2018年上半年末，公司借款平均融资成本为5.75%。

■ **优质商业出租率高位，全国布局均衡拓展**。公司今年新开业新城吾悦广场3个，已开业新城吾悦广场共计26个，已开业面积共计252.08万方，同比增长70.82%，实现租金及管理费收入8.76亿元，同比增长154.93%，出租率达98.32%，在建及拟建的新城吾悦广场达到54个，公司已实现“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”的全国布局均衡战略。

■ **投资建议**：新城控股秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，公司以长三角为核心，完成了全国重点城市群布局。公司近年来销售规模持续扩张，新增土地储备充沛，预计未来2-3年销售增速仍然能保持在行业较高水平。我们上调公司2018-2020年EPS分别至4.38、5.33、6.60元，对应PE分别为5.50、4.52、3.65倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.09
一年最低/最高价	16.71/44.68
市净率(倍)	2.52
流通A股市值(百万元)	17331.41

基础数据

每股净资产(元)	9.55
资产负债率(%)	88.31
总股本(百万股)	2257.38
流通A股(百万股)	719.44

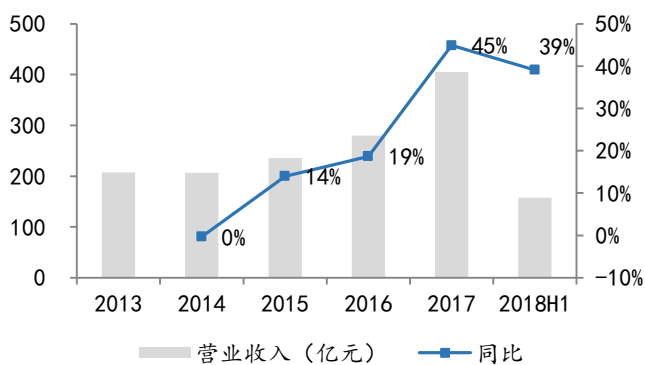
相关研究

- 1、《新城控股(601155)：销售维持高增长，拿地成本低位企稳》2018-08-06
- 2、《新城控股(601155)：销售高增，业绩持续超预期》2018-07-31
- 3、《业绩超预期，成长再提速》2018-03-15

1. 结算提速，盈利能力改善，业绩持续高增长

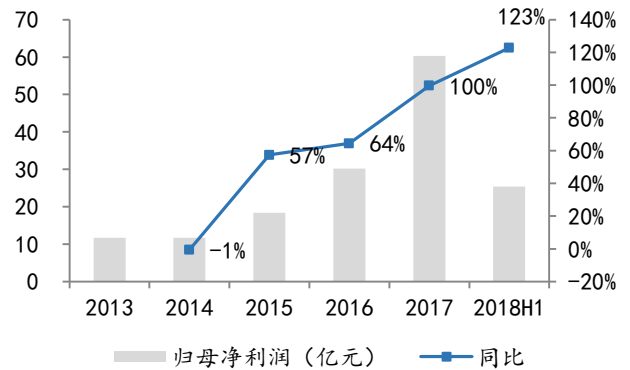
新城控股上半年营业收入增速 39.10%，归母净利润同比增长 122.81%。公司业绩大幅提升主要系：1) 公司结转提速，盈利能力持续提升，毛利率高达 38.4%，较 2017 年末提升 2.8 个百分点，再创历史新高。2) 投资物业的公允价值变动收益达 6.53 亿元，主要因公司持有的商业物业项目增多导致。上半年公司销售净利率达 16.5%，较 2017 年末提升 1 个百分点。

图 1：新城控股营业收入（亿元）及增速



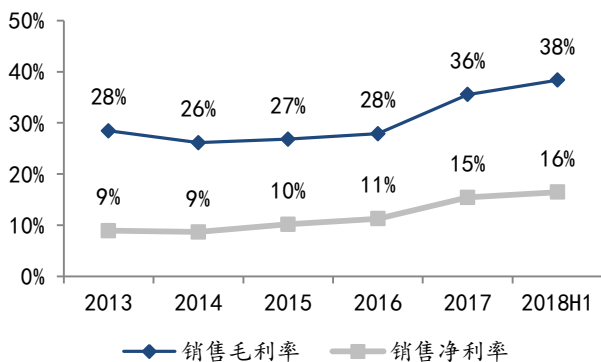
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：新城控股归母净利润（亿元）及增速



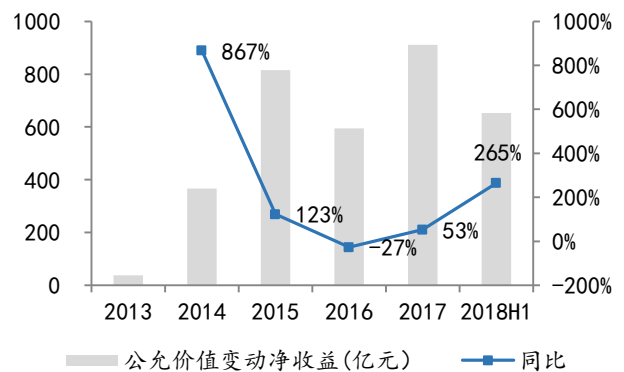
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：新城控股销售毛利率和销售净利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：新城控股公允价值变动损益（亿元）及增速

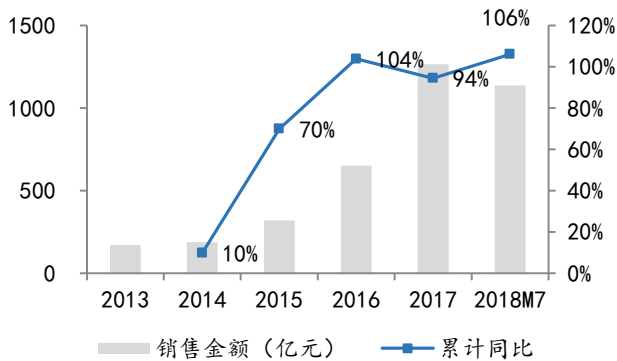


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售靓眼，投资积极

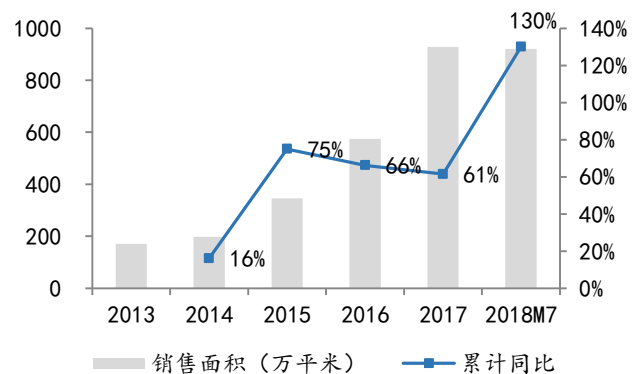
公司上半年合同销售金额 953.11 亿元，同比增长 94.17%，完成全年 1800 亿销售目标的 52.95%；销售面积 774.56 万平方米，同比增长 118.25%；根据 CRIC 数据，公司上半年销售金额排名全国第 8 位，较去年同期提升 8 个位次。2018 年 7 月公司销售金额继续同比高增 202%，预计下半年随着供货节奏的提速，公司将大概率超额完成全年目标。公司上半年新增土地储备 82 块，总建筑面积 2073.93 万平方米，同比增长 32%，是同期销售面积的 268%；楼面均价仅 2365.56 元/平米，占销售均价的 19%，未来项目毛利水平有保障。

图 5：新城控股销售金额（亿元）及累计增速



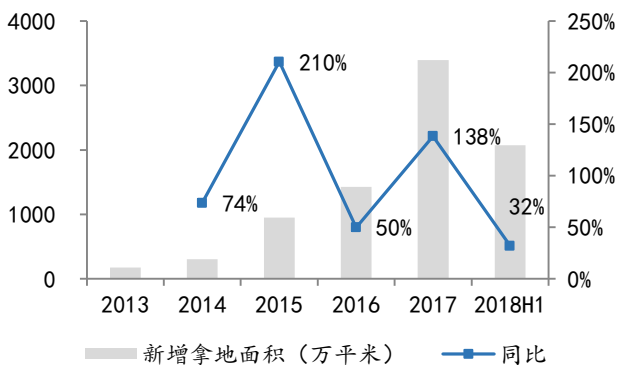
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：新城控股销售面积（万平方米）及累计增速



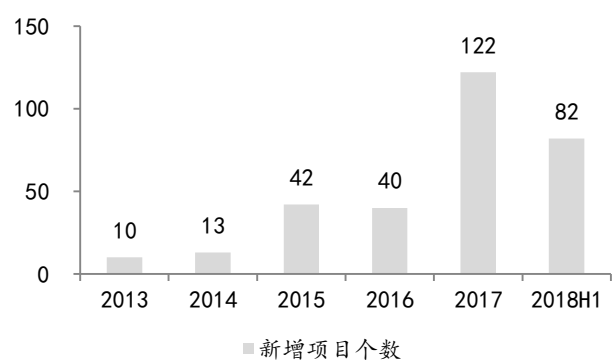
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：新城控股新增项目建筑面积（万平方米）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：新城控股新增项目个数

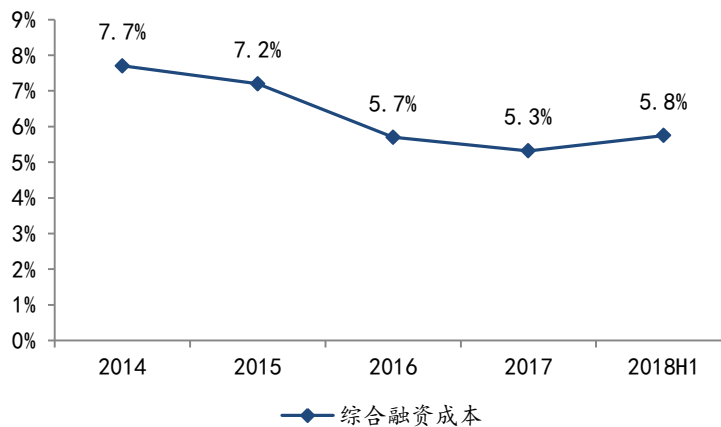


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 多渠道融资，融资成本维持低位。

上半年公司成功发行 18 亿元 PPN、15.93 亿元购房尾款 ABS、13 亿美元的高级美元债券。同时公司已获得中期票据等融资工具 85 亿元的注册及不超过 47.27 亿元公司债券的无异议函。截至 2018 年上半年末，公司借款平均融资成本为 5.75%。

图 9：新城控股综合融资成本走势

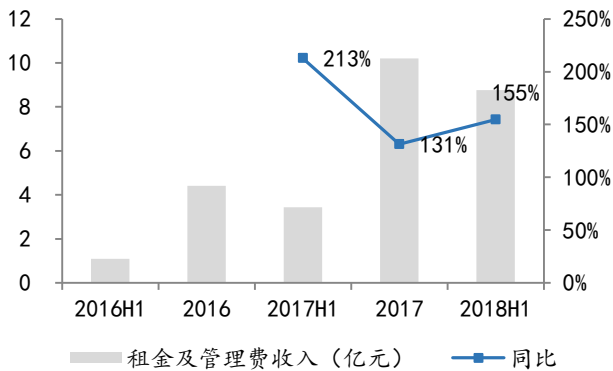


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 优质商业出租率高位，全国布局均衡拓展

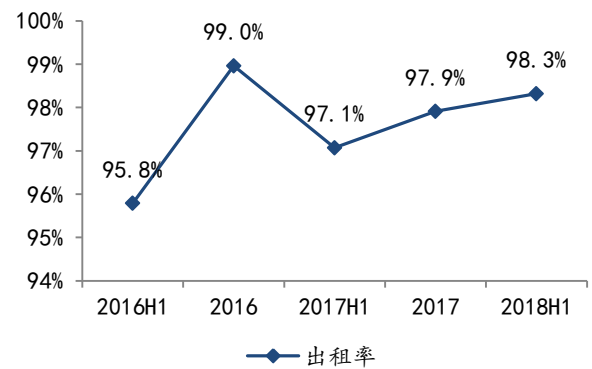
公司今年新开业新城吾悦广场 3 个，已开业新城吾悦广场共计 26 个，已开业面积共计 252.08 万方，同比增长 70.82%，实现租金及管理费收入 8.76 亿元，同比增长 154.93%，出租率达 98.32%，在建及拟建的新城吾悦广场达到 54 个，公司已实现“以上海为中枢，长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张”的全国布局均衡战略。

图 10：新城控股租金及管理费收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：新城控股出租率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

新城控股秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，公司以长三角为核心，完成了全国重点城市群的布局。公司近年来销售规模持续扩张，新增土地储备充沛，预计未来 2-3 年销售增速仍然能保持在行业较高水平。我们上调公司 2018-2020 年 EPS 分别至 4.38、5.33、6.60 元，对应 PE 分别为 5.50、4.52、3.65 倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

新城控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	141,653	175,909	222,266	244,267	营业收入	40,526	61,741	86,301	111,821
现金	21,947	33,109	55,584	55,747	减:营业成本	26,115	39,527	55,949	73,041
应收账款	69	71	120	103	营业税金及附加	3,266	4,631	6,955	9,012
存货	76,379	80,162	84,395	85,469	营业费用	1,776	2,706	4,229	5,591
其他流动资产	43,258	62,567	82,167	102,949	管理费用	1,983	3,021	4,223	5,479
非流动资产	41,873	51,418	62,722	75,755	财务费用	447	184	45	92
长期股权投资	13,387	17,887	23,312	29,703	资产减值损失	30	455	636	827
固定资产	2,183	3,321	4,702	6,164	加:投资净收益	539	832	675	743
在建工程	0	603	1,181	1,678	其他收益	911	1,540	1,886	2,555
无形资产	95	104	115	122	营业利润	8,360	13,595	16,832	21,081
其他非流动资产	26,208	29,503	33,411	38,087	加:营业外净收支	11	49	18	20
资产总计	183,527	227,327	284,988	320,022	利润总额	8,371	13,644	16,850	21,101
流动负债	130,476	158,533	202,057	221,011	减:所得税费用	2,110	3,343	4,297	5,494
短期借款	750	788	827	868	少数股东损益	231	413	527	702
应付账款	19,528	24,391	26,472	27,633	归属母公司净利润	6,029	9,888	12,026	14,905
其他流动负债	110,199	133,354	174,758	192,510	EBIT	9,524	14,137	17,326	21,417
非流动负债	27,069	34,342	36,630	37,983	EBITDA	9,705	14,308	17,580	21,767
长期借款	25,438	32,548	34,657	35,813					
其他非流动负债	1,630	1,793	1,973	2,170	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	157,545	192,874	238,687	258,994	每股收益(元)	2.67	4.38	5.33	6.60
少数股东权益	5,358	5,771	6,299	7,001	每股净资产(元)	9.14	12.71	17.72	23.93
归属母公司股东权益	20,624	28,681	40,003	54,027	发行在外股份(百万股)	2258	2257	2257	2257
负债和股东权益	183,527	227,327	284,988	320,022	ROIC(%)	12.1%	15.2%	15.0%	15.2%
					ROE(%)	24.1%	29.9%	27.1%	25.6%
					毛利率(%)	35.6%	36.0%	35.2%	34.7%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	14.9%	16.0%	13.9%	13.3%
经营活动现金流	-10,485	16,790	26,612	5,801	资产负债率(%)	85.8%	84.8%	83.8%	80.9%
投资活动现金流	244	-6,702	-8,098	-8,827	收入增长率(%)	44.9%	52.4%	39.8%	29.6%
筹资活动现金流	18,970	1,074	3,961	3,188	净利润增长率(%)	99.7%	64.0%	21.6%	23.9%
现金净增加额	8,731	11,162	22,475	163	P/E	9.02	5.50	4.52	3.65
折旧和摊销	181	172	255	351	P/B	2.64	1.90	1.36	1.01
资本开支	4,787	1,581	1,787	1,762	EV/EBITDA	7.85	4.79	2.92	2.57
营运资本变动	-15,448	8,984	17,041	-5,890					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

