

# 住宅+商业双轮驱动，彰显高成长典范



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——新城控股（601155）

## 核心观点

### ❖ 销售迈入第一梯队

2017 年新城控股完成销售额 1264.72 亿元，同比增长 94.39%，位于克尔瑞百强房企名单中的第十三位。2018 年上半年，新城控股实现销售额 953.11 亿元，同比增长 94.17%，已完成全年 1800 亿销售目标的 53%，销售规模排名进入前八，进入销售第一梯队。

### ❖ 住宅+商业双轮驱动

新城控股坚持住宅地产与商业地产双核驱动的战略模式，住宅地产方面，公司形成以“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扩张”的“1+3”战略布局，目前公司在全国近 30 个城市地区都已布局。商业地产方面，新城控股旗下吾悦广场在 2017 年新开业 12 座，全年实现租金及管理费收入 10.20 亿元。截止 2018 年 6 月末，公司开业+储备吾悦广场共 75 座，全年租金及管理费收入有望达到 20 亿元，更好地实现商业与住宅的协同增效。

### ❖ 多元化拿地+高土储+高周转，助力公司规模扩张

截至 2018 年上半年，公司总土储超 8600 万平方米，保证公司未来 3-4 年发展。2018 年新城控股可售货值达 3000 多亿元，能够有力保障 1800 亿年度销售目标的实现。在拿地方面，2017 年公司以纯住宅形式拿地的平均楼面地价为 3610 元/平方米，但以住宅+商业即商业综合体的形式拿地，平均楼面地价为 2243 元/平方米。公司多元化的拿地方式有助于降低拿地成本，为公司销售扩张打下了坚实基础。此外，公司一直是高周转的践行者，2012 年-2016 年间公司存货周转率长期保持在 0.5 以上，在主流房企中仍有显著优势。

### ❖ 首次覆盖给予“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。公司 2018 年上半年实现营业收入 157.58 亿元，同比增长 39.10%；实现归属于上市公司股东净利润为 25.38 亿元，同比增长 122.81%。我们预计 2018-2020 年公司主营业务收入分别为 628.31、891.41 和 1283.27 亿元，净利润有望达到 96.93、131.67 和 160.08 亿元，EPS 分别为 4.29、5.83 和 7.09 元/股，公司未来几年业绩有望保持高增长，有持续看点。

### ❖ 风险提示：国内房贷政策收紧；商业板块扩展不及预期等

#### 盈利预测与估值

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	40526	62831	89141	128327
+/-%	45%	55%	42%	44%
净利润(百万)	6029	9693	13167	16008
+/-%	100%	61%	36%	22%
EPS(元)	2.67	4.29	5.83	7.09
PE	9.72	6.05	4.45	3.66

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 📌 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	金融地产/地产
报告时间	2018/10/22
前收盘价	22.35 元
公司评级	增持评级

## 📌 分析师

孙灿

证书编号：S1100517100001  
010-68595107  
suncan@cczq.com

## 📌 联系人

徐伟平

证书编号：S1100117100001  
010-66495956  
xuweiping@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、起步常州，迈向全国，打造美好生活服务商.....	5
1.1 起步常州，深耕长三角，布局全国.....	5
1.2 股权稳定，双层融资架构优势显著.....	6
1.3 把握未来，做美好生活服务商.....	7
二、住宅+商业双核驱动，业绩持续高增.....	8
2.1 销售高速增长，跻身新一线房企.....	8
2.2 住宅+商业双轮驱动，核心竞争力十足.....	10
三、无周期拿地，优选下沉区域.....	15
3.1 无周期拿地，土地储备持续高增.....	15
3.2 拿地城市能级下沉，成本控制成效显著.....	16
3.3 拿地方式多元化，高土储保障发展.....	17
四、践行高周转，业绩增速可期.....	20
五、融资渠道畅通，支持公司全国化布局.....	22
给予“增持”评级.....	23
风险提示.....	24
盈利预测.....	25

## 图表目录

图 1:	新城控股发展历程.....	5
图 2:	新城控股股权结构情况.....	6
图 3:	新城控股核心发展战略.....	7
图 4:	新城控股销售金额变化情况 (亿元) .....	9
图 5:	新城控股销售面积变化情况 (万平方米) .....	9
图 6:	2018 年上半年各大房企销售情况.....	9
图 7:	营业收入变化情况 (亿元) .....	10
图 8:	归母净利润变化情况 (亿元) .....	10
图 9:	总资产变化情况 (亿元) .....	10
图 10:	净资产变化情况 (亿元) .....	10
图 11:	住宅商品房销售额占总份额比重.....	11
图 12:	商业商品房销售额占总份额比重.....	11
图 13:	2017 年新城控股各业务占比情况.....	11
图 14:	新城控股各业务占比变化情况.....	11
图 15:	公司地产项目全国化布局.....	11
图 16:	2017 年销售区域贡献情况 .....	12
图 17:	新城控股住宅地产开发项目.....	14
图 18:	新城控股璞樾项目 .....	14
图 19:	新城控股吾悦广场 .....	14
图 20:	商业地产项目全国化布局.....	15
图 21:	新城控股拿地金额情况 (亿元) .....	16
图 22:	新城控股拿地面积情况 (万平方米) .....	16
图 23:	新城控股拿地金额占销售额的占比.....	16
图 24:	2012 年主要房企拿地面积变化情况.....	16
图 25:	2017 年公司新增土储地区分布.....	17
图 26:	2017 年公司新增土储城市分布.....	17
图 27:	新城控股拿地方式更加多元化.....	18
图 28:	新城控股商业综合体拿地占比较高.....	18
图 29:	截至 2017 年底公司土地储备区域分布.....	19
图 30:	截至 2017 年底公司土地储备按区域分布情况.....	19
图 31:	截至 2017 年底公司土地储备按城市能级分布情况.....	19
图 32:	截至 2017 年底公司土地储备城市分布.....	19
图 33:	从拿地到开盘的流程.....	20
图 34:	主要地产公司从拿地到开盘需要时间情况.....	21
图 35:	公司融资余额变化情况 (亿元) .....	23
图 36:	公司融资成本变化情况.....	23

表格 1.	住宅、商业双轮驱动发展战略.....	7
表格 2.	销售金额集中度 .....	9
表格 3.	2017 年公司销售金额分布城市占有率.....	13
表格 4.	2017 年主力项目城市内排名.....	13
表格 5.	新城控股拿地地价及销售均价情况.....	17
表格 6.	新城控股拿地方式及拿地成本.....	18
表格 7.	主要房企存货周转率.....	21
表格 8.	新城控股债券发行情况.....	22

## 一、起步常州，迈向全国，打造美好生活服务商

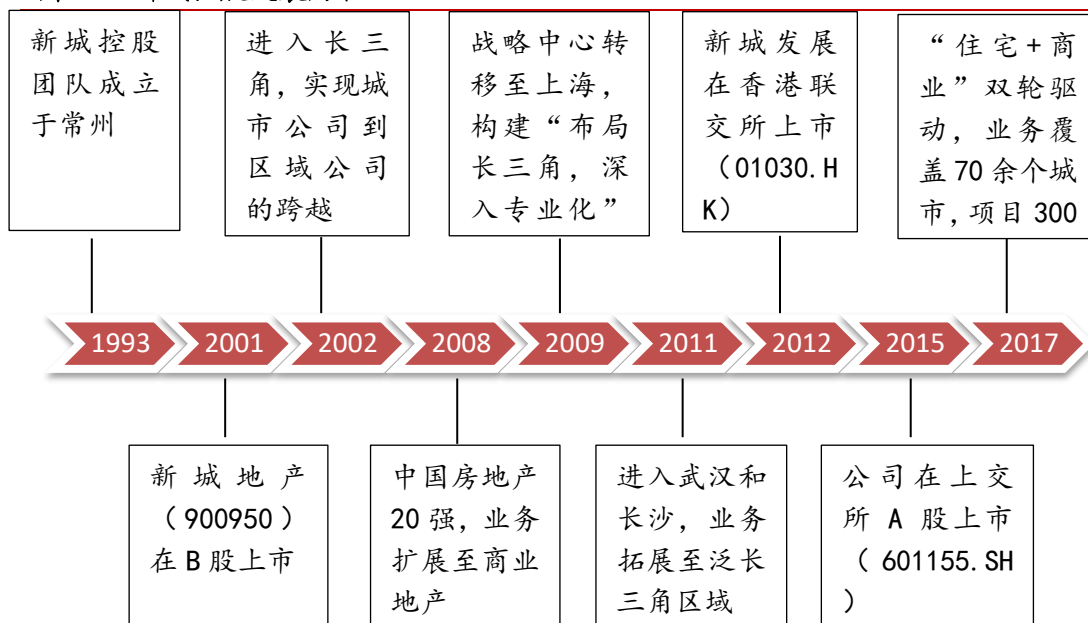
### 1.1 起步常州，深耕长三角，布局全国

1996年新城控股集团前身江苏新城实业集团有限公司成立，两年后公司推出第一个市区住宅项目——常州新城万博花苑，销售面积位列江苏省第14位，同时综合实力首次跻身江苏省房地产业前50位。2001年，公司成功重组五菱B股于香港上市，成为江苏省内首家以房地产开发与经营为主营业务的上市公司。

2002年公司相继进入南京和上海，实现由城市公司向区域公司的跨越，综合实力明显提升。2009年新城控股集团迁至上海，标志着公司战略发展中心向长三角地区转移，同时公司成功开拓商业地产业务。

2011年，公司踏足长沙和无锡，以长三角为支点将业务版图向外拓展。2012年母公司新城发展控股成功于香港上市，2015年公司B转A，重回A股市场。2016年公司正式迈向全国，截至2017年公司业务覆盖全国70余个城市，项目逾300个，全年实现销售额突破千亿元，同时开业12座吾悦广场，正式确立了“住宅+商业”双轮的发展模式。

图 1：新城控股发展历程



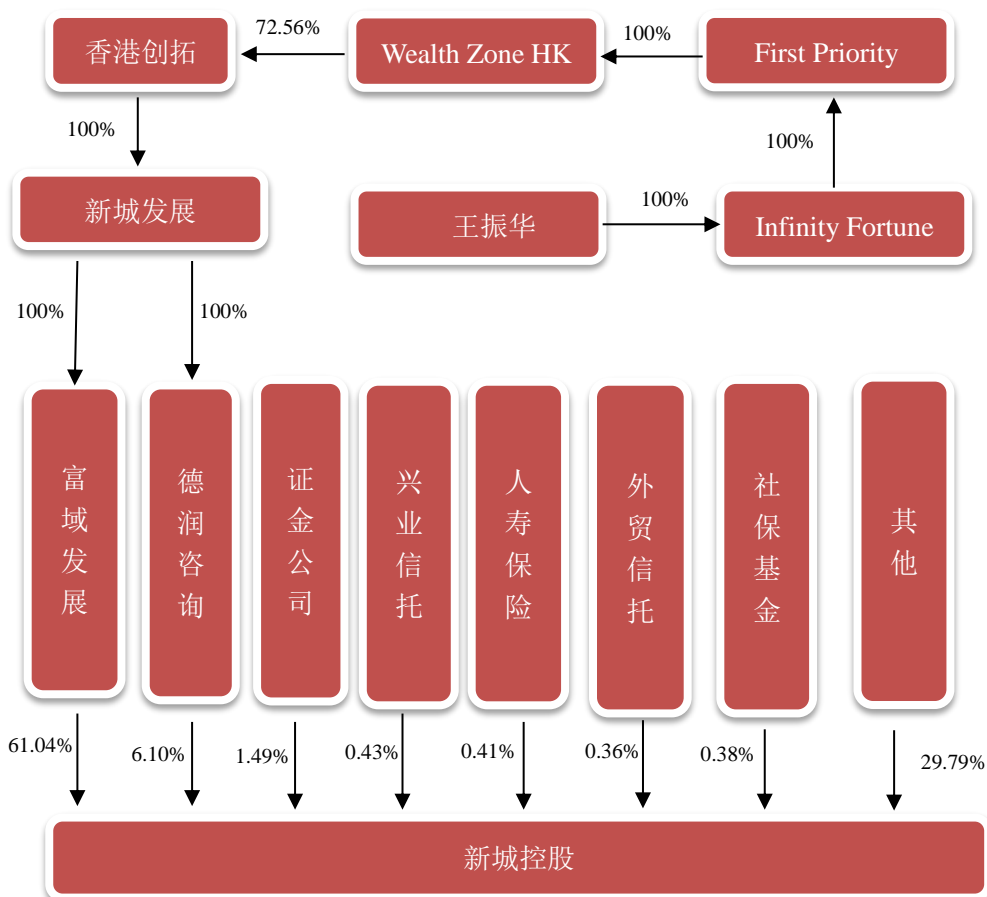
资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 1.2 股权稳定，双层融资架构优势显著

公司股权集中，公司创始人及实际控制人王振华先生通过多个平台间接控制新城控股。截止到 2018 年一季度，公司控股股东王振华先生持有新城发展投资有限公司 72.56% 的股份。新城发展有限公司通过富域发展及德润咨询两家常州企业合计持有新城控股 66.11% 股份。王振华先生间接合计持有公司 47.97% 的股份，公司股权结构较为稳定。

同时，A+H 双层融资架构为公司融资带来了明显优势。香港资本市场相较于内地市场有再融资手续简便、市场监管国际化、市场发行市盈率低认购率高等特点，公司再融资优势明显。未来，新城控股可借助 A+H 双层融资架构充分利用国际和国内两个资本市场优势，拓宽投资者范围，保证融资通畅。

图 2：新城控股股权结构情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 1.3 把握未来，做美好生活服务商

新城控股明确了要做“符合增持走向的发展策略、适应行业竞争格局的发展方式、快周转节奏的发展速度、住宅与商业双轮驱动的发展模式和专注地产主业”的服务于社会、服务于生活的专业服务型房地产企业。董事长王振华提出，“大势变化带来房地产行业发展逻辑变化，在新的转折点，新城将以奋斗者的姿态开启‘二次创业’，致力于成为消费者的美好生活服务商，为促进行业供需结构升级贡献力量。”

图 3：新城控股核心发展战略



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司制定了以住宅和商业双轮驱动发展战略，住宅地产战略核心为“稳扎快打，量价齐升、目标第一梯队”，商业综合体战略核心为“精益求精，厚积薄发、目标领导者行列”。

表格 1. 住宅、商业双轮驱动发展战略

两大板块	战略程度	战略目标
住宅地产	战略核心	稳扎快打，量价齐升
		目标第一梯队
	战略重点	多元途径积极获取沿海一、二线城市土地，拿地节奏匹配市场周期
		以产品力提升作为战略抓手
		以消费者导向产品为指导，不断提高精益化运营水平（增强前期研究）
		打造适应新中产阶级舒适安居需求的改善型住宅标杆
深耕长江中下游及环渤海、珠三角核心城市		

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

		采取并购、联合等积极的战略联盟方式扩张和升级
		由“快周转”转向“有质量的规模扩张”
商业综合体	战略核心	精益求精，厚积薄发
		目标领导者行列
	战略重点	打好基础厚积薄发，以获取优质资产和一流运营能力建设为根本
		打造核心城市具备潜力地段的优质消费空间
		从开发商向一流运营商转型
		以人口大省的一、二线城市为主，在三、四线城市谋求合作开发和管理输出的开拓机会
		聚焦东南及南部沿海城市群，在聚焦地区必须位列前三
		建设端到端的资产管理体系，积极推进持有物业的股权退出/小股操盘途径
采取积极的战略合作，来整合价值链资源		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

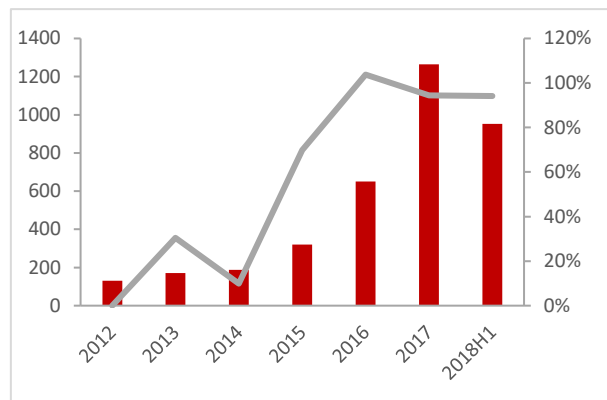
## 二、住宅+商业双核驱动，业绩持续高增

### 2.1 销售高速增长，跻身新一线房企

克而瑞数据显示，2013年TOP10、TOP20和TOP50房企销售额占全国销售额比重分别为13.7%、18.9%和26.2%，随后几年行业集中度快速提升，2017年TOP10、TOP20和TOP50房企销售金额占全国销售额比重上升为24.1%、32.5%和45.9%。2018年1-6月TOP10房企销售额占比已提升至30.77%，行业集中度继续提升，主流房企竞争愈发激烈。

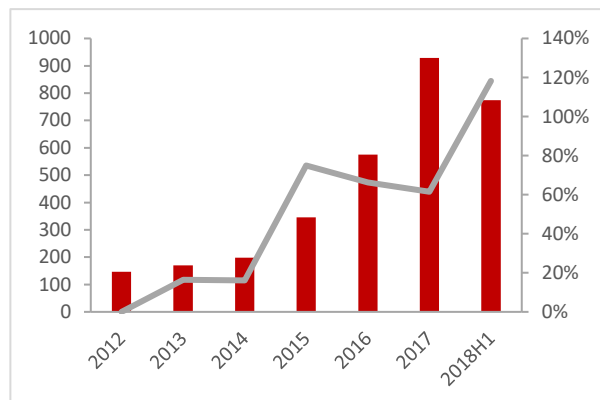
近年来新城控股一直坚定深耕长三角，逐步迈向全国的战略，确立了高周转模式，销售呈现高增速。2017年新城控股完成销售额1264.72亿元，同比增长94.39%，位于克尔瑞百强房企名单中的第十三位。2018年上半年，新城控股实现销售额953.11亿元，同比增长94.17%，已完成全年1800亿销售目标的53%，在克尔瑞百强房企排行榜中位于第八位，已跻身一线房企行列。与其他大型房企相比，新城控股增长势头更强。2018年上半年，新城控股销售额增长率和销售面积增长率分别为94.20%和118.30%，远超其他大型房企。

图 4：新城控股销售金额变化情况（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：新城控股销售面积变化情况（万平方米）



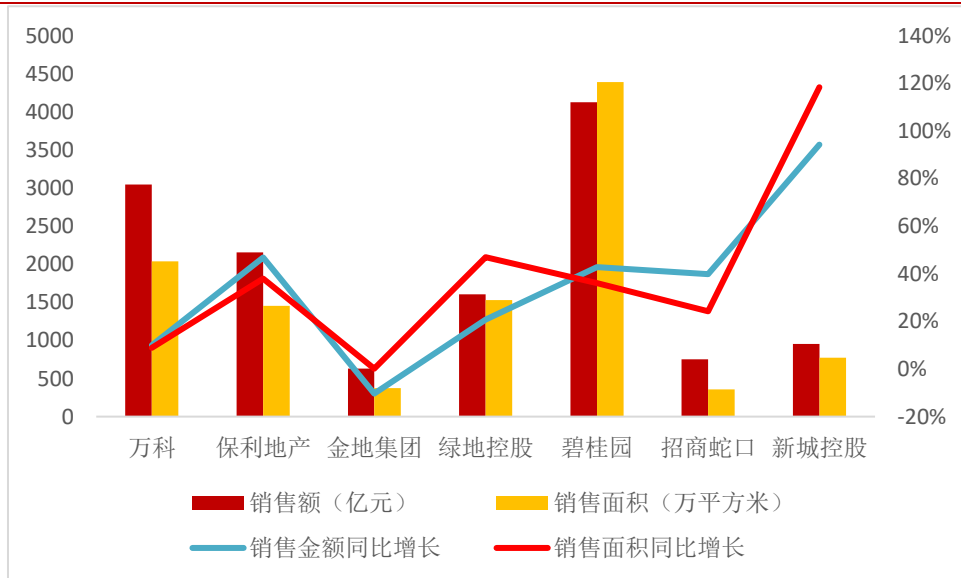
资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 2. 销售金额集中度

年份	2013	2014	2015	2016	2017
TOP10	13.7%	16.9%	17.0%	18.7%	24.1%
TOP20	18.9%	22.8%	23.1%	25.2%	32.5%
TOP50	26.2%	31.2%	32.1%	35.2%	45.9%

资料来源：克尔瑞数据库，川财证券研究所

图 6：2018 年上半年各大房企销售情况

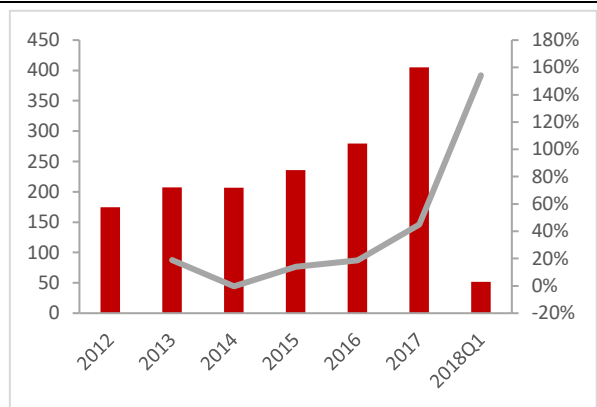


资料来源：Wind，川财证券研究所

伴随着公司销售规模不断扩增，公司资产规模也迎来大幅增长，营业收入和

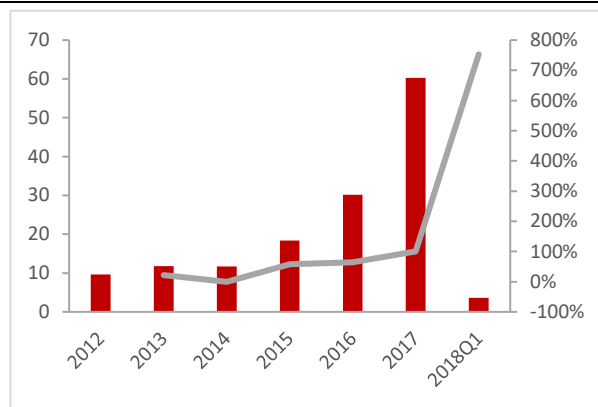
净利润也迎来兑现期。2017 年公司总资产达到 1835.27 亿元，同比增长 77.89%；净资产为 206.24 亿元，同比增长 38.84%。随着资产规模的不断上升，公司营收状况也保持高速增长趋势。2017 年，公司实现营业收入 405.26 亿元，同比增长 44.89%，归属母公司净利润 60.29 亿元，同比增长 99.68%。

图 7： 营业收入变化情况（亿元）



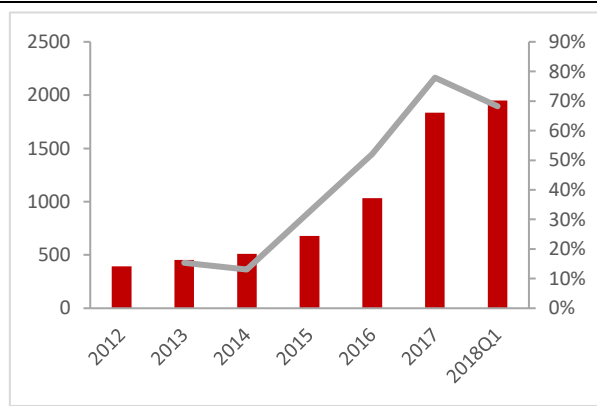
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 归母净利润变化情况（亿元）



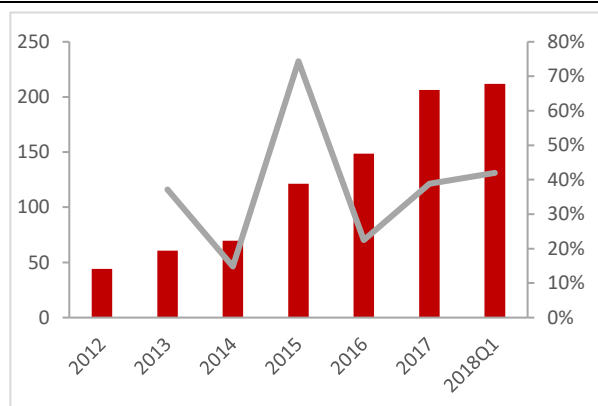
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 总资产变化情况（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10： 净资产变化情况（亿元）



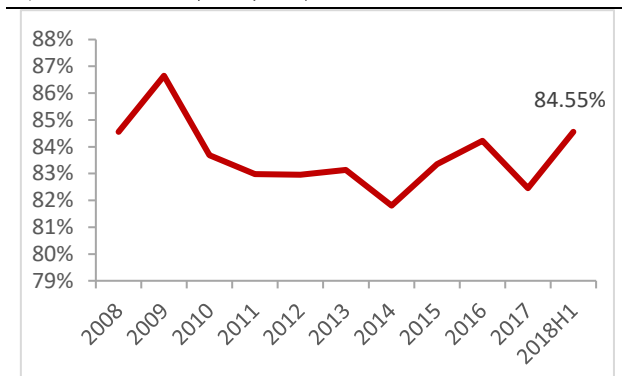
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2.2 住宅+商业双轮驱动，核心竞争力十足

当前住宅和商业是全国商品房销售的主要组成部分，2018 年上半年，住宅商品房销售额占比为 84.55%，商业商品房销售额占比为 8.62%，二者合计占据全国商品房销售额的比例达到 93.17%。新城控股坚持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的开发运营。在住宅地产方面，公司计划形成以“上海为中枢，长三

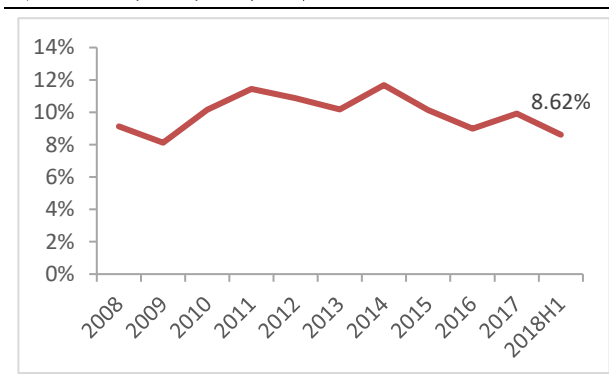
角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区扩张”的“1+3”战略布局。在商业地产方面，公司计划在全国范围内选择性地获取优质地块进行开发。

图 11：住宅商品房销售额占总份额比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

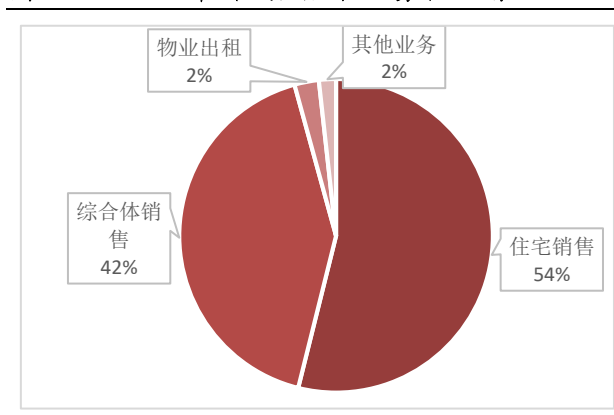
图 12：商业商品房销售额占总份额比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

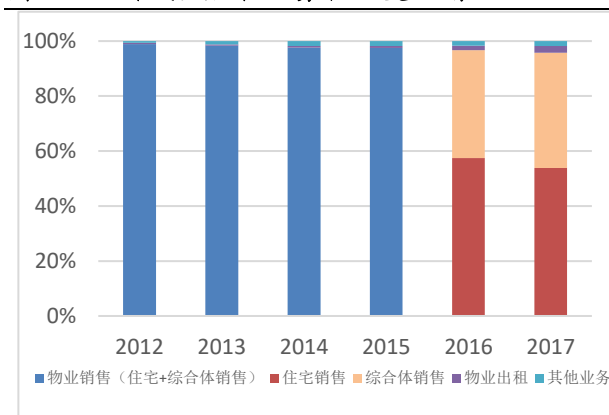
2017 年公司住宅销售、综合体销售和物业出租收入占公司总收入的比值分别为 54%、42%和 2%，物业销售占公司总收入合计达到约 96%。近两年，随着公司商业广场“吾悦”品牌的不断推广，公司商业物业项目占比不断增长。

图 13：2017 年新城控股各业务占比情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：新城控股各业务占比变化情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

住宅地产方面，公司形成以“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扩张”的“1+3”战略布局。2017 年公司住宅销售收入 218.38 亿元，同比增长 35.94%。分区域来看，目前公司在全国 27 个城市地区都已布局。

图 15：公司地产项目全国化布局

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 我们的项目分布 扎根长三角 布局全中国

杭州 (10)	上海 (21)	常州 (34)	苏州 (27)	无锡 (6)	南京 (12)	镇江 (5)
武汉 (5)	长沙 (3)	南通 (3)	成都 (3)	宁波 (2)	青岛 (5)	济南 (3)
湖州 (1)	天津 (4)	合肥 (7)	佛山 (3)	嘉兴 (1)	金坛 (1)	平湖 (1)
常熟 (1)	西安 (1)	廊坊 (1)	嘉善 (1)	孝感 (4)	湖州 (1)	湘潭 (1)
肇庆 (1)	黄石 (2)	襄阳 (1)	唐山 (1)	惠州 (3)	金华 (1)	淮安 (2)
宿迁 (2)	鄂州 (1)					

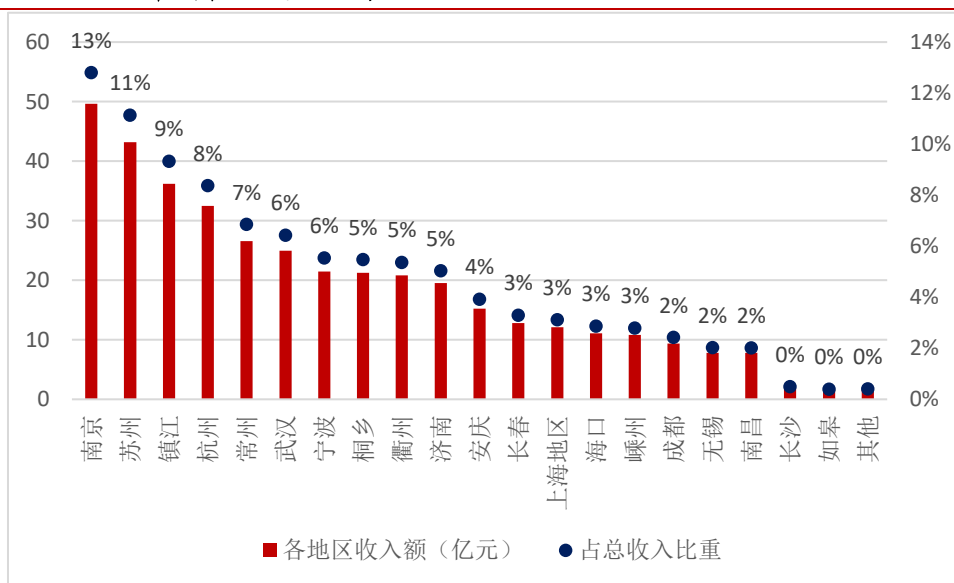
收起更多 ^



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2017年，公司战略性进驻成都、重庆、西安、郑州等二线城市，实现版图扩张。截止2017年底，公司前三大住宅地产收入贡献城市分别为南京、苏州和镇江，住宅销售收入分别为49.64亿元、43.19亿元和36.19亿元，占总住宅销售收入比值分别为13%、11%和9%。

图 16： 2017 年销售区域贡献情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

同时，公司在重点城市市场份额也在不断提高。在常州地区，公司商品房销售份额占有率由2016年的7.50%上升至2017年的11.16%，在所有房企中排名蝉联第一。公司在常熟、金坛、相城的主力项目销售额在当地排名第一。在上海、杭州、南京等重点城市，公司的主力项目销售金额同样位于当

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

地房地产销售项目金额的前列。

表格 3. 2017 年公司销售金额分布城市占有率

城市	2016 年占有率	排名	2017 年占有率	排名
常州	7.50%	1	11.16%	1
苏州	3.50%	5	10.28%	2
南京	2.70%	3	4.30%	3
杭州	1.10%	23	2.40%	8
合肥	—	—	2.38%	8

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 4. 2017 年主力项目城市内排名

城市	项目	销售金额 (亿元)	销售面积 (万平方米)	成交均价 (元/平方米)	2017 年销售金额所在县市排名
常州	紫云名邸	21.10	11.41	18,500	1
金坛	新城金郡	8.30	62.24	13,303	1
相城	湖畔樾山	35.50	27.95	12,700	1
吴江	香溪源	25.85	17.47	14,819	2
常州	新城公馆	23.55	15.47	15,223	4
杭州	杭州香悦公馆	28.80	10.78	26,710	7
上海	新城上坤樾山	45.39	9.07	50,029	8
常州	新城郡未来	18.90	16.56	11,416	8
南京	璞樾钟山	28.50	7.15	39,871	10
武汉	新城璟棠	17.20	11.63	14,787	10

资料来源：公司公告，川财证券研究所

新城控股专注加强住宅项目多样化发展，住宅地产开发业务的主要产品为各类商品住宅，包括中高层住宅、低密度的多层住宅与别墅等。近年来，公司住宅产品在原有丰富的产品线上围绕客户需求不断更新，在百年住宅、模块化建筑及绿色健康住宅等方面不断创新探索，确定了以“典雅”为核心的产品文化。

新城控股在住宅领域，已经形成四大产品线，分别为“幸福启航”、“幸福乐居”、“幸福圆梦”和“幸福尊享”，并以此满足不同消费群体的购房需要，时至今日，新城已为超过 20 万个家庭、60 万业主提供了真正优质的居住物业，得到了广大业主的普遍认同，业主重复购买或推荐购置率达 40% 以上。2016 年，新城控股正式推出酝酿已久的高端住宅产品线——璞樾，并在 6 月完成上海、南京双城三盘的璞樾系产品首秀。璞樾系作为目前新城控股高端

住宅产品品牌，进一步丰富了新城控股的产品战略线。

图 17：新城控股住宅地产开发项目



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 18：新城控股璞樾项目



资料来源：公司官网，川财证券研究所

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，产品以出售为主，辅以自持运营及对外租赁。在商业地产方面，公司在全国范围内选择性获取优质地块进行开发。2017年，公司商业地产板块包括综合体销售和物业出租在内，共实现营业收入179.75亿元，同比增长57.33%。

公司商业地产业务的高速增长源于旗下吾悦广场的迅速扩张。目前，新城控股旗下吾悦广场在全国开业共计68座，其中2017年新开业12座，全年实现租金及管理费收入10.20亿元。

图 19：新城控股吾悦广场



资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

在 2017 年新城控股整体销售额中，旗下吾悦广场商业综合体中的配套住宅及可售小商铺销售金额约占 30%。通过对自持大商业的良好运营，吾悦广场也在扩大新城品牌效应和推动项目获取、提升销售溢价等方面为住宅开发业务提供助力。

2018 年新城吾悦广场将进一步扩展在全国的布局，同时继续遵循“有情怀、不复制、具规模”的理念，全面推进 4.0 产品标准的整体性落地，打造更多优质购物中心。公司计划今年开业 18 座吾悦广场，全年租金及管理费收入目标突破 20 亿元，更好地实现商业与住宅的协同增效。

图 20：商业地产项目全国化布局



资料来源：公司官网，川财证券研究所

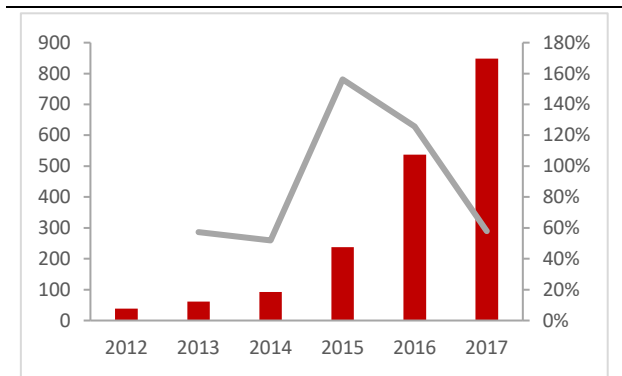
## 三、无周期拿地，优选下沉区域

### 3.1 无周期拿地，土地储备持续高增

通常情况下，房企拿地具有明显的周期性，比如在 2014-2015 年的下行周期中，房企大都缩减了拿地开支。不过新城控股却秉承无周期拿地，与其他大型房企相比，公司拿地力度明显较强。2013 年-2017 年的 5 年间公司拿地面积和拿地金额一直保持在 50% 以上的增长率，并未受到地产周期的扰动。

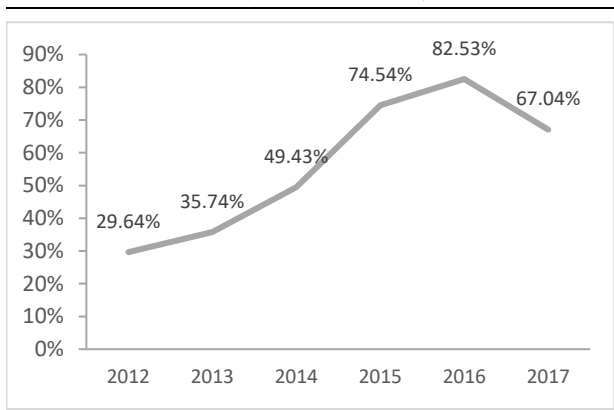
2017 年公司拿地面积为 3392.80 万平方米，同比增长 138.22%；拿地金额为 847.81 亿元，同比增长 57.90%。此外，公司新增拿地金额占销售金额的比例一直保持在较高水平，2016 年公司拿地金额占销售金额比例为 82.53%，达到历史新高。2017 年略有下降，但仍然保持在 67.04% 的高位。

图 21: 新城控股拿地金额情况 (亿元)



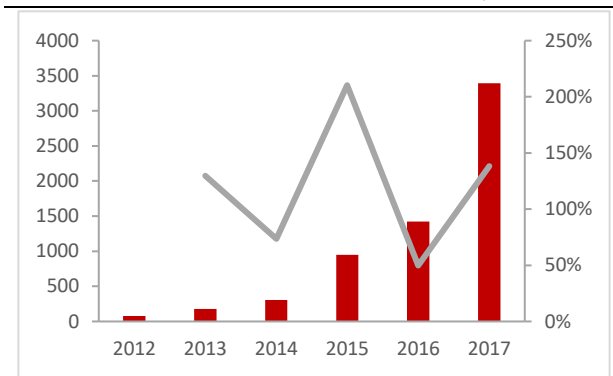
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 新城控股拿地金额占销售总额的占比



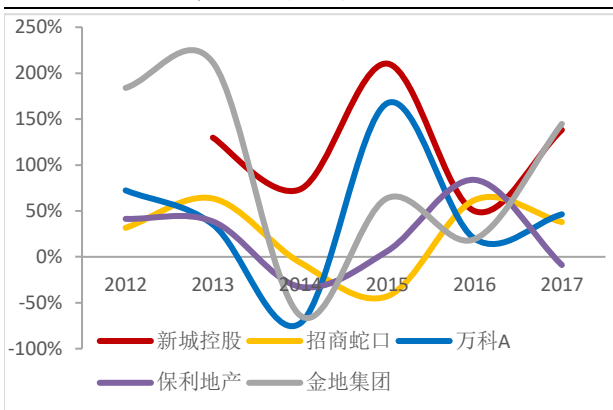
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 新城控股拿地面积情况 (万平方米)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24: 2012 年主要房企拿地面积变化情况



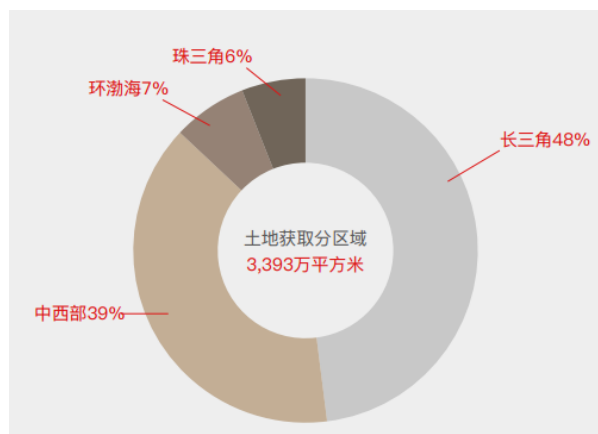
资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 3.2 拿地城市能级下沉，成本控制成效显著

2017 年，公司把握城市深耕布局机会，战略进驻中西部的成都、重庆、西安、郑州，实现新城市公司裂变。全年新增土地储备 122 幅、总建筑面积 3392.8 万平方米，平均楼面地价为 3175 元/平方米。其中住宅地产新增 2446.02 万平方米，商业地产新增 946.77 万平方米；2017 年新增土地储备及往年土地储备余额规划建筑面积总计 6800 万平方米。

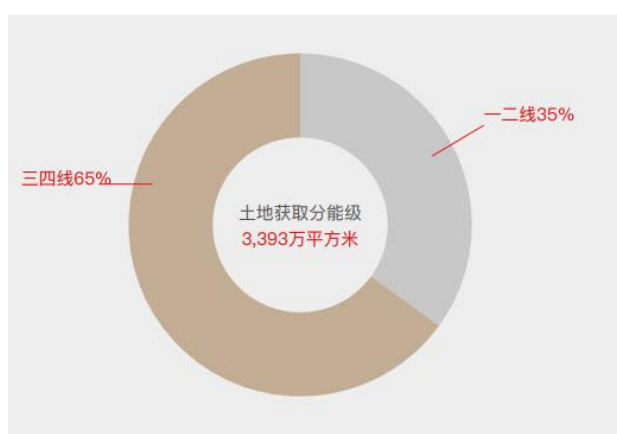
从新增土储分布看，公司 2017 年新增土储主要集中于经济发达、购买力强劲的长三角、珠三角、环渤海区域以及中西部有竞争力的二线省会城市。作为大本营，长三角地区新增拿地面积占比最高，达到 48%。中西部地区、环渤海地区和珠三角地区新增拿地面积占比分别为 39%、7%和 6%。从城市能级分布看，公司新增土储中一、二线城市占比为 35%，三、四线城市占 65% 左右。新城控股的土地储备结构契合市场发展趋势且结构相对均衡，有助于企业更好地应对市场波动，实现持续发展。

图 25： 2017 年公司新增土储地区分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 26： 2017 年公司新增土储城市分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

近年来公司在保证一、二线城市土储的情况下，拿地城市能级下沉，公司土地成本进一步走低。2017 年公司房地产板块平均计容楼面地价为 3175 元/m<sup>2</sup>，为近几年新低水平；销售均价 13624 元/m<sup>2</sup>，为近年来新高，公司盈利能力进一步提升。2012 年，公司楼面地价占销售均价比例为 62.97%，2017 年楼面地价占销售均价的比例已下降到 23.30%，考虑到公司布局区域下沉，预计这一比例将维持在 20%-30% 水平。低成本优势将保证公司未来利润率水平保持行业领先。

表格 5. 新城控股拿地地价及销售均价情况

年份	平均计容楼面地价 (元/m <sup>2</sup> )	销售均价 (元/m <sup>2</sup> )	楼面地价/销售均价
2012	5649	8971	62.97%
2013	3381	10051	33.64%
2014	3857	9506	40.58%
2015	3284	9229	35.58%
2016	4603	11315	40.69%
2017	3175	13624	23.30%

资料来源：克尔瑞，Wind，川财证券研究所

### 3.3 拿地方式多元化，高土储保障发展

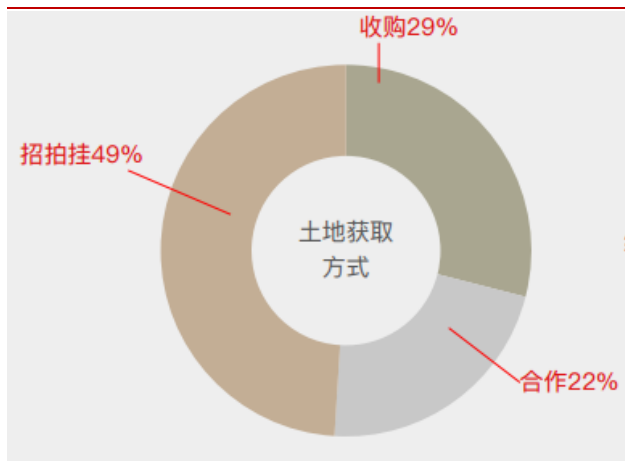
新城控股坚持多元化拿地策略，不断优化拿地方式。2017 年公司通过招拍挂方式拿地占总拿地面积的 49%，通过并购和合作方式拿地面积则占总拿地面积分别为 29% 和 22%。近年来房地产行业集中度不断提高，在融资端、拿地端、销售端的竞争愈发激烈，小型房企面临的挑战愈发严峻，这也给大型房

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

企收购整合资源提供了机遇。作为高成长房企，新城控股积极拓展项目收购，通过收并购获取土地的占比逐渐提高。

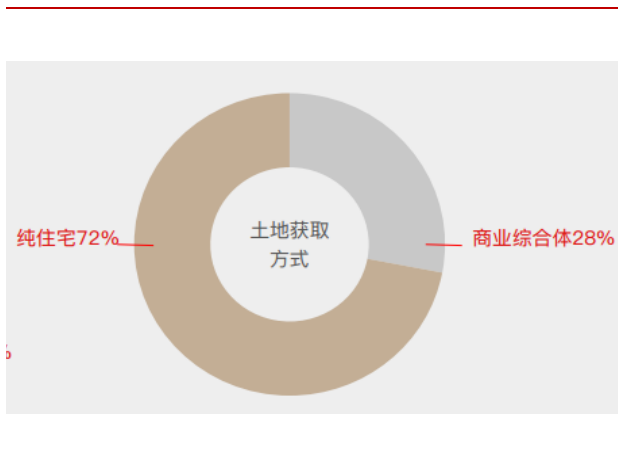
从拿地项目分布看，公司以用于纯住宅的土地占比为 72%，商业综合体占比为 28%，纯住宅项目仍是公司拿地的主要部分。

图 27：新城控股拿地方式更加多元化



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 28：新城控股商业综合体拿地占比较高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2017 年公司以收购方式获取土地平均楼面地价仅 2729 元/平方米，与合作方式拿地的 4098 元/平方米和招拍挂的 3050 元/平方米相比，有着极大的成本优势。此外，住宅+商业形式拿地模式与纯住宅形式拿地相比也有着明显优势，公司以纯住宅形式拿地的平均楼面地价为 3610 元/平方米，但以住宅+商业即商业综合体的形式拿地，平均楼面地价仅为 2243 元/平方米。公司多元化的拿地方式有助于降低拿地成本，为公司销售扩张打下了坚实基础。

表格 6. 新城控股拿地方式及拿地成本

土地获取方式	均价（元/平方米）
收购	2,729
合作	4,098
招拍挂	3,050
纯住宅	3,610
商业综合体	2,243

资料来源：公司公告，川财证券研究所

截至 2017 年底，公司拥有总土地储备 6800 万平方米，主要分布于以长三角地区、环渤海地区、珠三角地区和中西部地区等核心城市群区域，分布于全国 86 个城市，形成了以长三角地区为核心，环渤海地区、中西部地区和珠三角

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

地区三方环绕的“1+3”的土地储备布局。长三角地区占总土储比例为 50%，环渤海地区、珠三角地区和中西部地区占比分别为 15%、6%和 29%。

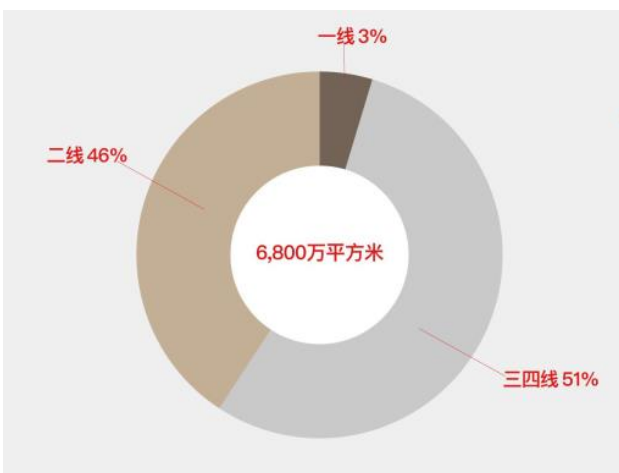
从土地储备分布的城市能级来看，一、二线城市土储占比为 49%，三、四线城市土储占比为 51%，分布整体较为均衡。从具体分布城市看，苏州、青岛和常州为公司土地储备的前三大城市，土储面积分别为 612 万平米、476 平米和 476 平米，占总土储比例分别为 9%、7%和 7%。

图 29：截至 2017 年底公司土地储备区域分布



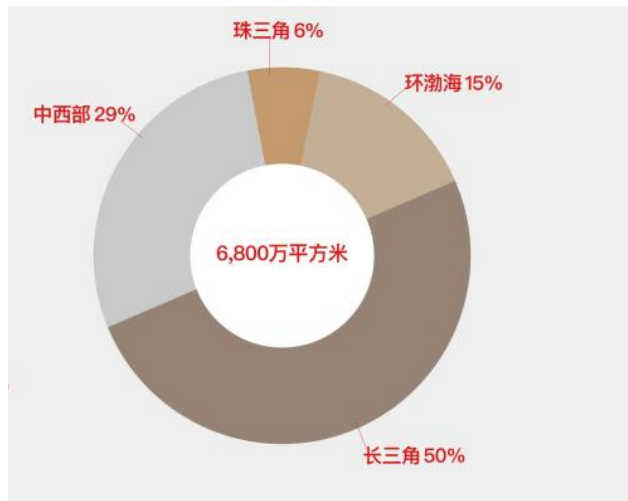
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 31：截至 2017 年底公司土地储备按城市能级分布情况



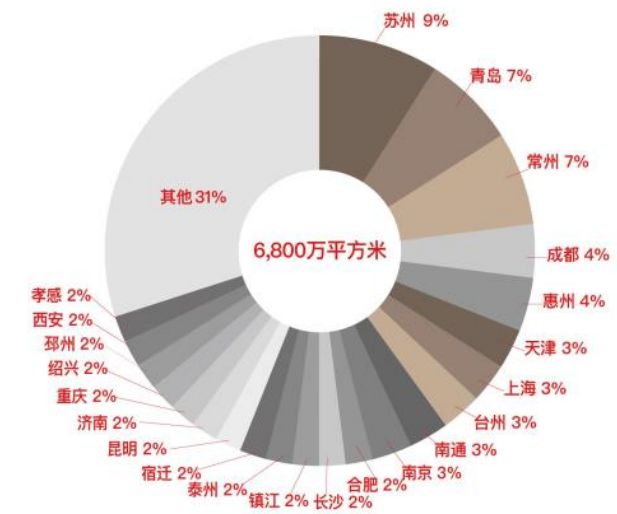
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 30：截至 2017 年底公司土地储备按区域分布情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 32：截至 2017 年底公司土地储备城市分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

注：土地储备=总建面-累计结算

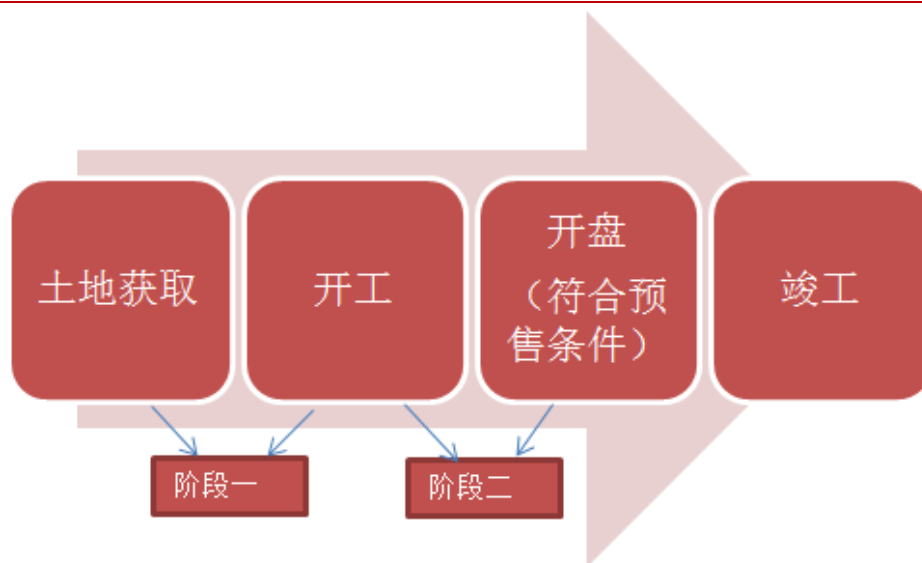
2018年上半年公司新增建筑面积为2073.9万平方米，同比增长32.0%；拿地金额490.6亿元，同比增长2.3%，拿地额占比销售额为51.5%，仍然维持在较高水平，考虑到下半年土地流拍数量增多，土地市场成交溢价率连续走低，公司下半年将进一步加大拿地力度。截至2018年上半年，公司总土储8600万平方米，其中长三角、中西部、环渤海和珠三角土储占比分别为53%、28%、14%和5%。2018年新城控股可售货值达3000多亿元，能够有力保障1800亿年度销售目标的实现。长三角地区货值占比超过一半，其中浙江、苏州、上海和南京等省市是公司2018年可售货值的主要分布地区。

#### 四、践行高周转，业绩增速可期

房地产企业是典型的高杠杆企业，利润增长主要由利润率和周转率决定。对于房地产企业来说，从拿地、建设开发、销售到回款整个周期越快，那么企业销售规模就会越快增长，特别是在2018年，融资明显收紧后，通过加速周转保证规模和利润成为主流房企的通用做法。

国内从拿地到开盘的流程大致可以分为两个阶段，阶段一主要工作是方案的论证、确定和设计。如万科、碧桂园等大房企已经有自己的产品开发体系，拿到施工许可证就可以开工，这一阶段完成速度比较快。阶段二主要工作是按照设计成功进行施工直到达到预售条件，这个阶段的主要差异是各地预售条件的限制，不同城市间的差异可能会超过6个月。

图 33：从拿地到开盘的流程

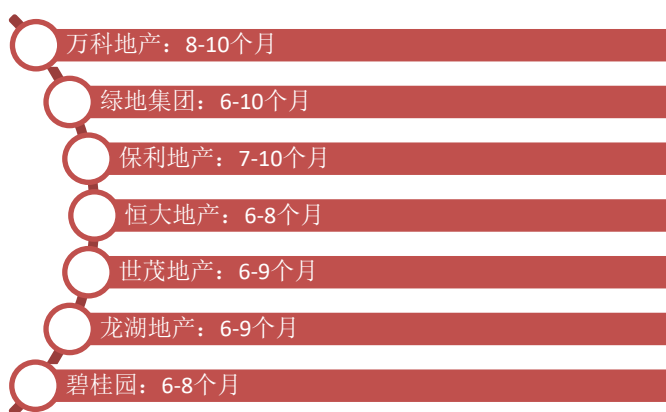


资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

房地产行业内部差异较大，万科、保利、恒大等大型房企拿地到开盘时间大体可以维持在 8-10 个月。碧桂园拿地到开盘速度较快，可以将时间缩短至 6 个月以内。但一些资源类房企拿地到开盘的周期较慢，可能会拉长到 1 年，或者更长。与之相比，公司近年来项目下沉到三、四线城市，拿地到开盘的周期明显加快，已经可以控制在 6 个月左右。从其存货周转能力来看，2012 年到 2016 年间，公司存货周转率长期保持在 0.5 以上，与其他大型房企相比优势明显。

图 34：主要地产公司从拿地到开盘需要时间情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 7. 主要房企存货周转率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
万科 A	0.2823	0.3166	0.3161	0.4029	0.4063	0.3005
招商蛇口	0.1799	0.2538	0.3018	0.2763	0.3533	0.3379
保利地产	0.2573	0.2917	0.2923	0.2969	0.3715	0.2718
金地集团	0.3327	0.3476	0.4216	0.3019	0.5238	0.3148
新城控股	0.5145	0.5583	0.5221	0.5515	0.5587	0.4508

资料来源：Wind，川财证券研究所

## 五、融资渠道畅通，支持公司全国化布局

公司在 2015 年重回国内 A 股市场后，融资端的优势逐步体现。2017 年公司完成三期中期票据发行，合计募集资金 45 亿元，综合票面利率 5.55%；完成一期 PPN 发行，募集资金 20 亿元，票面利率 6.3%；完成一期 5 年期高级美元债券发行，募集资金 2 亿美元，票面利率 5%；完成一期 ABN 发行，发行金额 21 亿元，优先 A 票面利率 5.38%，优先 B 票面利率 6.2%。

今年上半年公司成功发行二期定向债务融资工具（PPN），募集资金 18 亿元，综合票面利率为 6.94%；完成 15.93 亿元购房尾款 ABS 的发行，优先级票面利率为 7.5%；总额度为 13 亿美元的高级美元债券，综合票面利率为 6.39%。同时，公司积极申报中期票据、公司债等多种融资方式，截至本报告日，公司已获得中国银行间市场交易商协会中期票据等融资工具 85 亿元的注册及上交所核准的非公开发行总额不超过 47.27 亿元公司债券的无异议函，为公司持续的高速发展提供稳定的资金支持。报告期末，公司金融机构借款平均融资成本为 5.75%。此外，公司银行授信剩余未使用余额 682 亿，同比增长 67%，未来融资空间仍较大，进而推动公司拿地和销售持续高增。

表格 8. 新城控股债券发行情况

债券简称	债券类型	起息日	到期日	剩余期限	当前余额	票面利率(当期)
18 新城控股 PPN002	定向工具	2018-04-27	2023-04-27	4.76 年	10.00	6.90
18 新城控股 PPN001	定向工具	2018-03-26	2023-03-26	4.67 年	8.00	7.00
17 新城控股 MTN003	一般中期票据	2017-07-13	2022-07-13	3.97 年	15.00	6.00
17 新城控股 PPN001	定向工具	2017-05-17	2022-05-17	3.81 年	20.00	6.30
17 新城控股 MTN002	一般中期票据	2017-04-14	2022-04-14	3.72 年	15.00	5.25
17 新城控股 MTN001	一般中期票据	2017-03-16	2022-03-16	3.64 年	15.00	5.40
16 新城 05	私募债	2016-10-17	2021-10-17	3.23 年	25.00	4.41
16 新城 04	私募债	2016-09-12	2023-09-12	5.14 年	5.00	4.80
16 新城 03	私募债	2016-08-15	2021-08-15	3.06 年	20.00	4.48
16 新城 01	私募债	2016-03-29	2019-03-29	247 天	11.85	6.70
16 新城 02	私募债	2016-03-29	2019-03-29	247 天	8.40	6.70

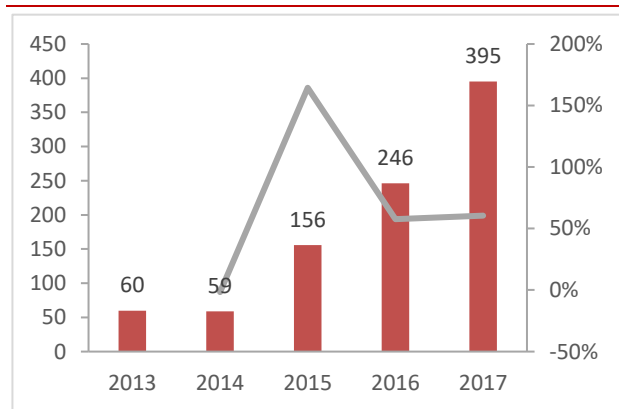
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

15 新城 02	私募债	2015-11-10	2018-11-10	108 天	17.27	6.00
15 新城 01	一般公司债	2015-11-03	2020-11-03	2.28 年	30.00	4.50

资料来源: Wind, 川财证券研究所

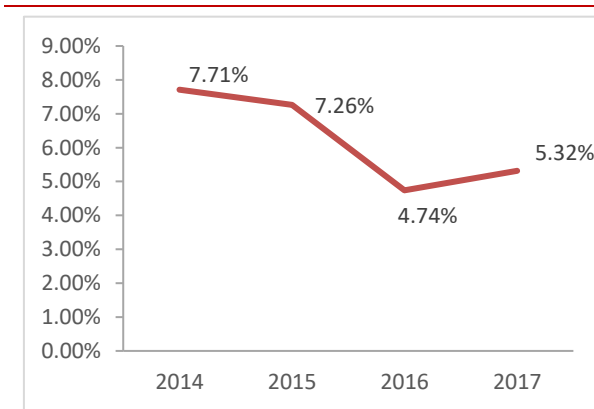
随着销售规模的扩张, 公司融资总额快速增长, 但是在上市打通融资渠道后, 公司通过合理安排融资方式, 较好控制了融资成本。2014 年新城控股首次通过资本市场实现融资, 发行 20 亿元公司债, 同时还有银行贷款金额 39 亿元, 当年融资加权平均成本为 7.71%; 2015 年公司成功发行 50 亿私募公司债, 整体融资平均成本降至 7.26%; 2016 年, 公司成功发行 80 亿私募公司债, 加权平均成本仅为 4.74%, 整体加权平均成本为 5.49%。2017 年公司整体平均融资成本降至 5.32%, 较 2016 年末降低了 0.17 个百分点。2018 年上半年公司新增融资成本 6.5%, 整体融资成本大约在 6%, 出现略微抬升。

图 35: 公司融资余额变化情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 36: 公司融资成本变化情况



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

## 给予“增持”评级

我们假设公司 2018-2020 年结算面积分别为 601.31 万平米、859.41 万平米和 1301 万平米。2018-2020 年公司结算均价变动幅度分别为 -6%、0% 和 -5%。基于 2017 年公司毛利率水平 35.6%，我们假设公司 2018-2020 年毛利率分别为 38.4%、37.7% 和 35.5%。

根据公司 2018 半年报披露的 14 个物业出租项目, 我们预测公司 2018-2020 年物业租金收入分别为 20 亿元、25 亿元和 40 亿元。其他业务主要为合营企

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

业管理费收入及酒店运营等。

首次覆盖予以“增持”评级。公司 2018 年上半年实现营业收入 157.58 亿元，同比增长 39.10%；实现归属于上市公司股东净利润为 25.38 亿元，同比增长 122.81%。我们预计 2018-2020 年公司主营业务收入分别为 628.31、891.41 和 1283.27 亿元，净利润有望达到 96.93、131.67 和 160.08 亿元，EPS 分别为 4.29、5.83 和 7.09 元/股，公司未来几年业绩有望保持高增长，有持续看点。

## 风险提示

### 国内房贷政策收紧

房地产行业对于政策的敏感度较高，若房贷政策大幅收紧，购房热情大幅恶化，需求端可能继续承压，部分房企业绩出现大幅下滑情况。

### 商业板块扩展不及预期

商业广场出租率与当地消费习惯和消费水平等有密切关系，公司吾悦广场大范围运营后面临诸多不确定性，业绩释放可能不达预期。

### 国内经济持续走弱

国内外宏观经济形势的变化可能会影响到行业整体表现，若经济持续走弱，需求端出现明显恶化，房地产行业可能出现业绩大幅下滑的情况，公司也将受到波及。

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	141653	169643	238601	345803	<b>营业收入</b>	40526	62831	89141	128327
现金	21947	20603	17809	18069	营业成本	26115	38686	55498	82775
应收账款	69	75	118	172	营业税金及附加	3266	4701	6655	9714
其他应收款	28520	36677	56052	80368	营业费用	1776	2500	3624	5248
预付账款	10263	14953	21426	32065	管理费用	1983	2876	4169	6006
存货	76379	93969	139583	211445	财务费用	447	1078	1583	2901
其他流动资产	4474	3365	3614	3684	资产减值损失	30	0	0	0
<b>非流动资产</b>	41873	31339	33300	33839	公允价值变动益	911	789	797	813
长期投资	13387	8575	9508	9844	投资净收益	539	342	377	392
固定资产	2183	2074	1965	1856	<b>营业利润</b>	8360	14065	18749	22847
无形资产	95	96	94	91	营业外收入	38	55	56	53
其他非流动资产	26208	20593	21733	22048	营业外支出	27	26	28	27
<b>资产总计</b>	183527	200982	271901	379642	<b>利润总额</b>	8371	14094	18776	22872
<b>流动负债</b>	130476	138579	192877	282361	所得税	2110	3655	4839	5885
短期借款	750	661	4922	26807	<b>净利润</b>	6260	10439	13937	16987
应付账款	19528	26494	38388	57840	少数股东损益	231	747	770	978
其他流动负债	110199	111423	149567	197714	<b>归属母公司净利润</b>	6029	9693	13167	16008
<b>非流动负债</b>	27069	26870	31187	35169	<b>EBITDA</b>	8987	15290	20481	25897
长期借款	10581	13723	17305	21098	<b>EPS (元)</b>	2.67	4.29	5.83	7.09
其他非流动负债	16488	13147	13882	14071					
<b>负债合计</b>	157545	165449	224064	317530					
少数股东权益	5358	6105	6875	7853	<b>主要财务比率</b>				
股本	2258	2258	2258	2258	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
资本公积	2620	2620	2620	2620	<b>成长能力</b>				
留存收益	15571	23761	34497	46981	营业收入	44.9%	55.0%	41.9%	44.0%
归属母公司股东权益	20624	29429	40962	54259	营业利润	97.6%	68.3%	33.3%	21.9%
<b>负债和股东权益</b>	183527	200982	271901	379642	归属于母公司净利润	99.7%	60.8%	35.8%	21.6%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	35.6%	38.4%	37.7%	35.5%
					净利率(%)	14.9%	15.4%	14.8%	12.5%
					ROE(%)	29.2%	32.9%	32.1%	29.5%
					ROIC(%)	125.5%	50.4%	33.7%	22.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	85.8%	82.3%	82.4%	83.6%
						14.93%	13.76%	14.09	18.08%
					净负债比率(%)				
					流动比率	1.09	1.22	1.24	1.22
					速动比率	0.50	0.54	0.51	0.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.28	0.33	0.38	0.39
					应收账款周转率	855	872	924	885
					应付账款周转率	1.65	1.68	1.71	1.72
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.67	4.29	5.83	7.09
					每股经营现金流(最新摊薄)	-4.64	-2.32	-2.93	-8.40
					每股净资产(最新摊薄)	9.13	13.03	18.14	24.02
					<b>估值比率</b>				
					P/E	9.72	6.05	4.45	3.66
					P/B	2.84	1.99	1.43	1.08
					EV/EBITDA	5	3	2	2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-10485	-5241	-6626	-18967
净利润	6260	10439	13937	16987
折旧摊销	181	146	150	150
财务费用	447	1078	1583	2901
投资损失	-539	-342	-377	-392
营运资金变动	-15448	-17556	-22831	-39895
其他经营现金流	-1386	994	912	1284
<b>投资活动现金流</b>	244	304	339	355
资本支出	4787	0	0	0
长期投资	7007	0	0	0
其他投资现金流	12039	304	339	355
	18970	-6681	5487	19587
<b>筹资活动现金流</b>	-29	-89	4260	21886
短期借款	5724	3142	3582	3792
长期借款				
普通股增加	-1	0	0	0
资本公积增加	49	0	0	0
其他筹资现金流	13226	-9735	-2356	-6091
<b>现金净增加额</b>	8731	-1344	-2795	260

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003