

新城控股 (601155)

公司研究/深度报告

双轮驱动铸就成长典范，百尺竿头有望更进一步

—新城控股深度报告

深度研究报告/房地产

2019 年 01 月 31 日

报告摘要:

● 业绩高速增长，财务状况良好

2018 年前三季度，新城控股实现归母净利润 31.2 亿元，同比增长 56.7%；公司成长能力突出，业绩增速连续多年保持在 50% 以上；销售利润率在龙头房企中保持较高的水平，销售金额口径的费用率逐年下滑，坚持高周转成就高 ROE，盈利能力行业领先；负债整体改善，优于行业平均。

● 全国布局，销售大增，实现跨越式发展

2018 年全年公司实现销售金额 2211 亿元，同比增长 74.8%，位列行业第 8，复合增速高达 85.2%。公司拿地策略较为稳健，重点布局长三角与中西部，过去发力三四线，未来一二线将是公司未来布局的重点。当前土地储备充足，可保证未来 2-3 年的推盘，预计销售增速将保持在较高的水平。

● 双轮驱动高速发展，打造新的盈利增长点

商业地产全国化布局，发展步入快车道；截止 2018 年底，新城已布局 95 座吾悦广场，其中已开业 42 座。经测算，2019 和 2020 年公司租金及管理费收入有望达 40.2 亿元和 66.2 亿元，同比增长 85.7% 和 64.7%。

● 盈利预测与投资建议

新城控股依托“住宅+商业”的双轮驱动模式，实现业绩与销售的跨越式增长，盈利能力与运营能力突出，商业地产业务收入大幅增加，融资成本可控渠道多样，财务状况良好。我们预计公司 2018-2020 年营业收入将达 672.7/962/1301.1 亿元，2018-2020 年 EPS 分别为 4.32/6.14/8.03 元，对应 PE 分别为 6.7/4.7/3.6，近三年最高、最低、中位数 PE 分别为 71.2/6.8/12.3 倍，给予公司“推荐”评级。

● 风险提示

房地产政策调控收紧，销售不及预期，商业地产发展不及预期。

推荐

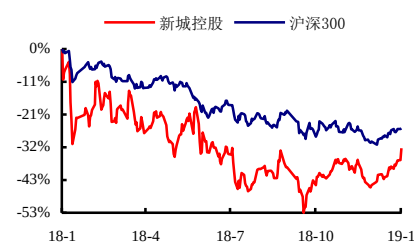
维持评级

当前价格： 28.80 元

交易数据 2019-1-30

近 12 个月最高/最低(元)	43.54/19.89
总股本(百万股)	2,257
流通股本(百万股)	2,246
流通股比例(%)	99.52
总市值(亿元)	650
流通市值(亿元)	647

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号： S0100517050002

电话： 010-85127730

邮箱： yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：由子沛

执业证号： S0100118010012

电话： 021-60878329

邮箱： youzipei@mszq.com

研究助理：侯希得

执业证号： S0100118080033

电话： 021-60876707

邮箱： houxide@mszq.com

相关研究

- 1.新城控股(601155.SH):业绩持续高增，兼具成长与价值
- 2.新城控股(601155.SH):销售保持增长，拿地态度积极

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	40,526	67,273	96,200	130,110
增长率(%)	44.9%	66.0%	43.0%	35.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	6,029	9,754	13,865	18,135
增长率(%)	99.7%	61.8%	42.1%	30.8%
每股收益(元)	2.71	4.32	6.14	8.03
PE(现价)	10.6	6.7	4.7	3.6
PB	3.2	2.4	1.8	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、高速成长中的优质房企.....	3
(一)、立足长三角，全国化发展.....	3
(二)、股权结构稳定，A+H 股双平台融资优势凸显.....	4
(三)、发展战略清晰，“住宅+商业”齐头并进.....	5
(四)、产品定位合理，不断追求卓越.....	6
二、业绩高速增长，财务状况良好.....	8
(一)、业绩持续高增，盈利能力突出.....	8
(二)、坚持高周转，ROE 领先彰显投资价值.....	10
(三)、财务健康，融资多样.....	11
三、住宅主业：全国布局，销售高增，实现跨越式发展.....	13
(一)、销售高速增长，“1+3”战略显成效.....	13
(二)、稳健扩张，土储充足.....	14
四、商业地产：双轮驱动高速发展，打造新的盈利增长点.....	16
(一)、规模化全国拓展，发展步入快车道.....	16
(二)、收入有望大幅增加，发展潜力值得期待.....	18
五、盈利预测与投资建议.....	20
六、风险提示.....	20
插图目录.....	22
表格目录.....	22

一、高速成长中的优质房企

(一)、立足长三角，全国化发展

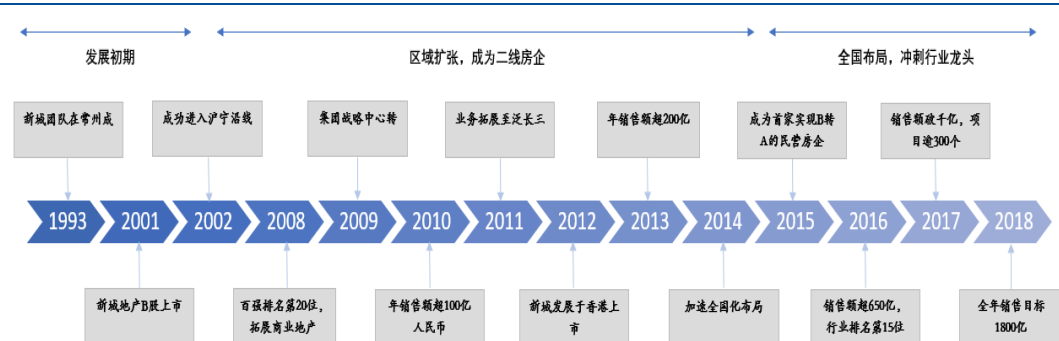
新城控股集团股份有限公司于1993年在江苏常州成立,主营业务为房地产开发与销售。经过二十六年的发展,公司成为跨足住宅地产和商业地产的全国综合性地产集团,连续十年位列中国房地产行业前20强。

夯实基础，专注常州（1993-2001 年）：公司专注于常州市场，收购“江苏物业”，成立“常州新城”，奠定地产主业，业务逐步扩大。2001 年新城地产登陆 B 股。

稳中有进，区域扩张（2002-2013 年）：2002 年新城走出常州，开发业务成功拓展至长三角沪宁沿线城市，实现城市公司向区域公司的跨越；2009 年将集团战略中心移至上海，构建深耕长三角战略；2011 年进入武汉和长沙，业务拓展至泛长三角区域。

积极扩张，全国布局（2014 年至今）：2014 年进入南昌、长春、安庆、济南、青岛、海口等地，加速全国化布局；2017 年业务覆盖全国 70 余个城市，项目逾 300 个，销售额破千亿，成功实现了公司全国化发展的战略布局；2018 年公司已跻身房地产行业 Top 10，被评为中国民营企业 500 强第 28 位，全年销售金额达 2211 亿元，冲刺新高度。

图 1：新城控股发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：企业荣誉

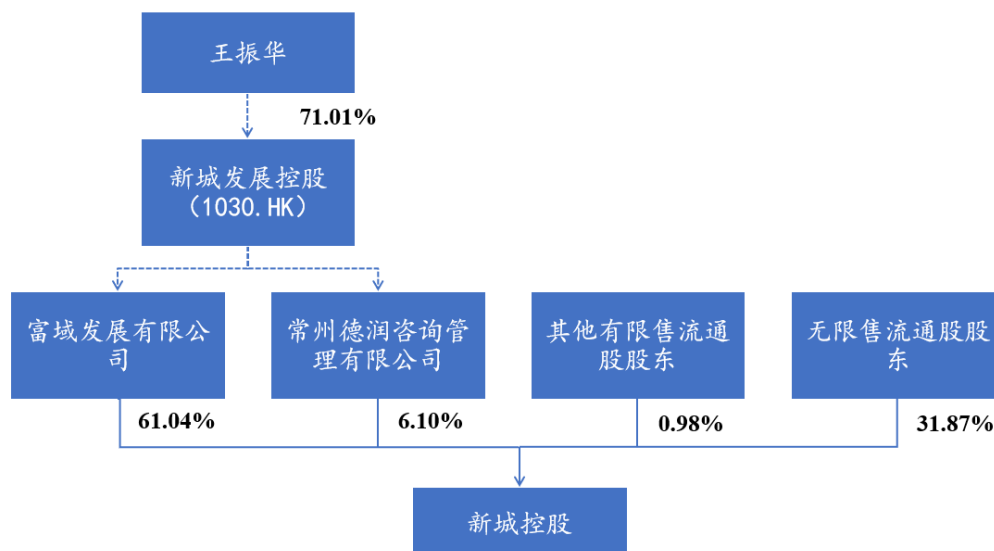


资料来源：公司官网，民生证券研究院

(二)、股权结构稳定，A+H 股双平台融资优势凸显

截止 2018 年三季度末，公司第一、二大股东分别为富裕发展有限公司和常州德润咨询管理有限公司，分别持股 61.04%和 6.10%，两公司的实际控制人均为新城控股创始人王振华先生。王振华先生持有新城控股母公司港股新城发展控股（1030.HK）71.01%的股权，新城发展控股（1030.HK）又持有富裕发展有限公司和常州德润咨询管理有限公司 100%股权，即王振华先生间接合计持有新城控股 47.68%的股份。综合来看，公司的股权结构较为集中，且拥有内地与香港两地的上市平台，由于香港市场再融资程序便捷，使公司可以充分利用 A+H 股双平台的融资优势，为自身提供有效的财务支持。

图 3：新城控股股权架构（截止 2018 年三季度末）



资料来源：Wind，民生证券研究院

(三)、发展战略清晰，“住宅+商业”齐头并进

新城坚持“住宅+商业”双轮驱动模式；具体来看，公司在项目获取时会选择具有商住用途的地块，主要是商住协同拿地能有效降低土地成本；在项目建设的初期建造部分可销售的住宅、公寓及商业等，在达到一定销售回款后，建造商业综合体；由于部分销售可快速回笼部分现金流，能有效覆盖自持物业的投入成本；当自持购物中心建设运营后，通过改善周边的生活硬件设施带动整个社区，提升住宅品质，促进销售，实现了销售物业和自持物业价值的双赢。

住宅地产方面，公司贯彻执行“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，扎根长三角城市群的同时，把握城市深耕布局机会，进驻全国核心城市，实现公司的裂变。目前，公司已基本完成全国重点城市群、重点城市的布局，横跨房地产开发、投资、商业运营管理等领域，形成协同及战略纵深。截止 2018 年底，新城已进入中国 98 个大中城市，包括上海、天津、重庆、杭州、南京、苏州、青岛、西安、成都、宁波、长春、常州等开发中或已完成项目达 461 个。

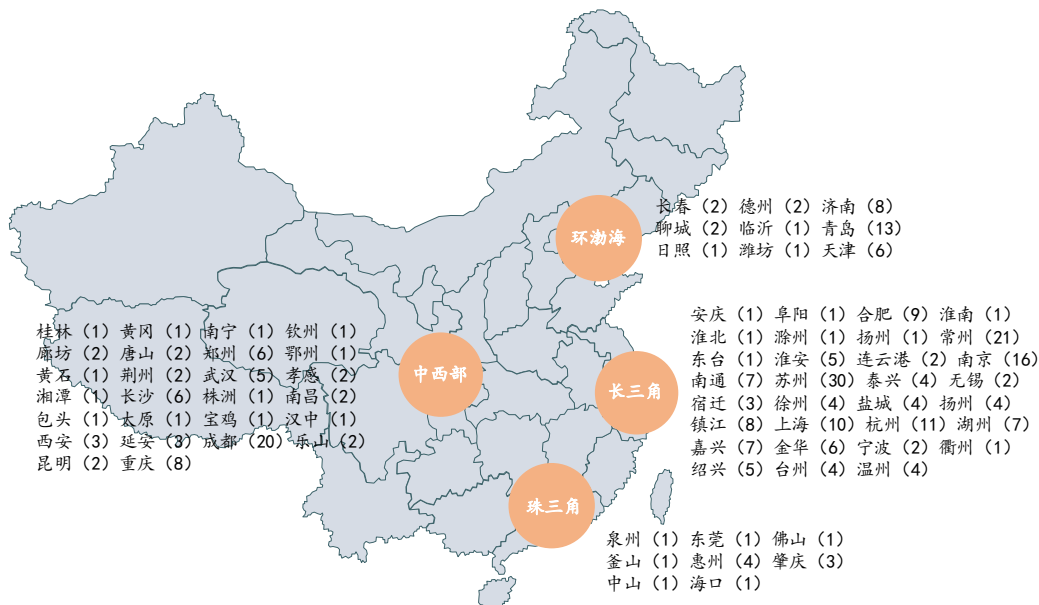
商业领域，主要以商业综合体的开发及运营管理为主。2012 年“吾悦”商业地产品牌诞生以来，公司不断升级吾悦品牌、打磨吾悦系产品，致力于将吾悦打造成有情怀、不复制、具规模的中国体验式商业领导品牌。截至 2018 年底，新城在全国 79 个大中城市共布局 95 座吾悦广场，其中已开业吾悦广场达 42 座。

图 4：公司发展战略

	住宅	商业
战略	地域聚焦、合纵连横、运营优先、产品升级	
核心	稳扎稳打，量价齐升	精益求精，厚积薄发
目标	第一梯队	领导者行列
布局	“1+3”战略布局。即以上海为中枢，长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国性扩张	聚焦东南及南部沿海城市群，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
产品	打造适应新中产阶级舒适、安居需求的改善型住宅标杆	有情怀、不复制、具规模的商业综合体
模式	采取并购、联合等积极的 战略联盟方式扩张和升级	积极合作，整合价值链资源
运营	以产品力提升为抓手，由“快周转”转向“有质量的规模 扩张”	以获取优质资产和一流运营能力建设为根本，从开发商向一流运营商转型

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：全国化布局，“1+3”战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：商业地产布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

(四)、产品定位合理，不断追求卓越

在住宅地产领域，公司始终坚持提供标准化和模块化的产品，四大产品系列具有非常鲜明的全覆盖特点，包括：新婚夫妇首次置业需求的“启航”系列，年轻时尚人群需求的“乐居”系列、品质升级需求的“圆梦”系列、高净值家庭改善型需求的“尊享”系列。此外，为了填补高端豪宅品牌的空白，公司在 2016 年推出了高端住宅产品线“璞樾”系列。

图 7: 住宅各系产品

“启航” - 香溢紫郡



“圆梦” - 新城公馆



“璞樾” - 璞樾和山



“乐居” - 香溢澜桥



“尊享” - 新城碧翠



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

在商业地产领域,“吾悦”系列的产品线主要分三类: 定位于高端、主打国际精品的“国际广场”系列, 时尚商业的“城市广场”系列和生活社区中心的“生活广场”系列。凭借强大的运营能力和差异化的品牌定位,“吾悦”品牌的知名度大幅提高, 综合竞争力日益突出; 截至 2018 年底, 全年实现租金及管理费收入 21.6 亿元, 较 2017 年同比增长 103%。

图 8: 商业地产各系产品

“生活广场” - 常州吾悦广场



“城市广场” - 天津吾悦广场



“国际广场” - 天宁吾悦广场



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

新城商业地产的优势在于: (1) 独创 4:3:3 的业态配比。吾悦广场秉承“非提袋消费”理念,

倡导以体验式为主的精神与娱乐消费。各地项目均以“40%餐饮+30%零售+30%配套设施”商业模式,业态配比更科学,分布更合理,营造出体验式商业的浓厚氛围,衍生出真正意义上的一站式体验型消费天堂。(2) 商业 4.0 模式的整体性落地。秉承“在地思维”做出特色,对城市适配定制,融入所在地的自然人文、历史传统等特色元素,形成“千城千面、城城不同”的风格;同时,每一座吾悦广场的复合业态都匹配城市发展及消费需求进行定制,并针对当地消费结构和习惯引入不同的品牌商家及业态类型。这使得吾悦广场更易融入本土文化,以当地文化为内驱力,得到广大消费者的青睐与共鸣。(3) 与品牌商的深度合作。公司与 6500 多家品牌合作商建立了战略合作关系,如永辉超市、优衣库、哈根达斯、星巴克等,避免了低效率的运营行为,如其他购物中心在准备开业期间才开始招商。新城购物中心项目从拿地到开业一般不超过 24 个月,甚至 18 个月实现满铺开业。可见新城从拿地到开业时间极快,且出租率高,与其长期的品牌合作方储备密不可分的。

图 9: 新城合作品牌



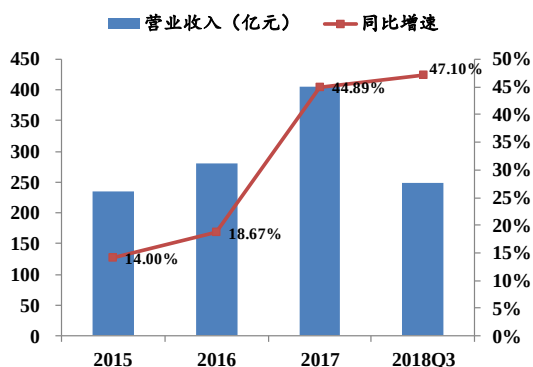
资料来源:公司官网,民生证券研究院

二、业绩高速增长，财务状况良好

(一)、业绩持续高增，盈利能力突出

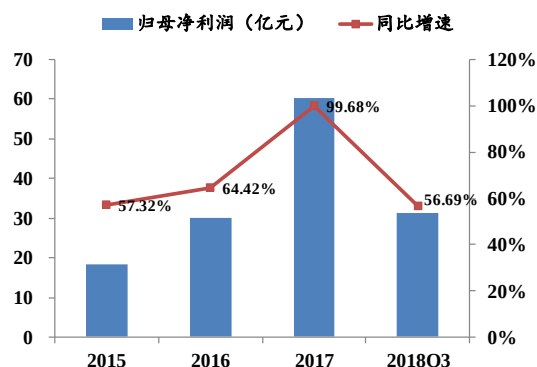
2018 年前三季度公司实现营业收入 247.9 亿元,同比增长 47.1%,实现归母净利润 31.2 亿元,同比增长 56.7%;2015 年以来,新城的利润增速始终在 50%以上,成长能力凸显。公司业绩快速增长主要得益于结算金额的增加以及销售毛利率的持续提升。伴随着公司的快速发展,2018 年三季度末,公司的总资产规模达 2954.6 亿元,同比增长 47.1%;净资产规模达 339.3 亿,同比增长 56.7%,均创下历史新高。

图 10: 公司历年营业收入及增速



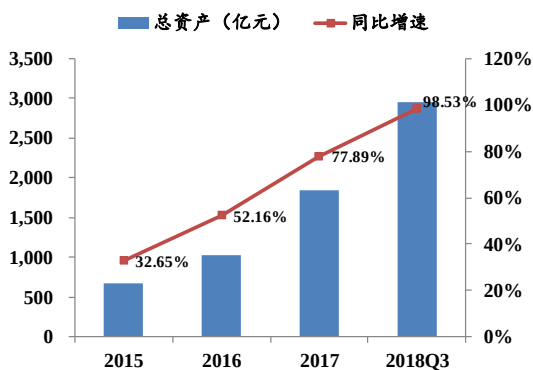
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 公司历年归母净利润及增速



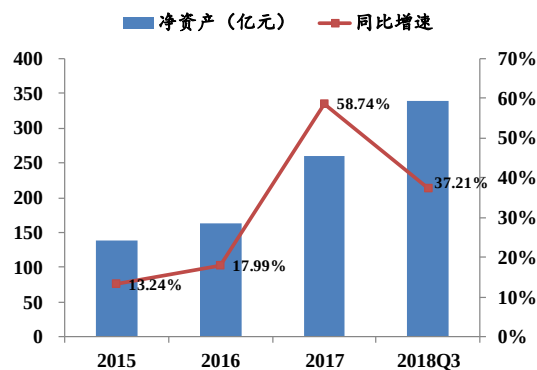
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 公司历年总资产规模及变动



资料来源: Wind, 民生证券研究院

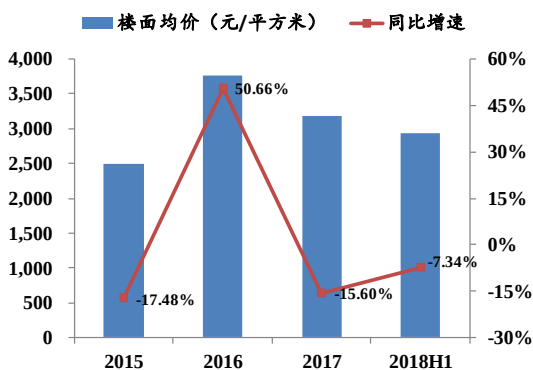
图 13: 公司历年净资产规模及变动



资料来源: Wind, 民生证券研究院

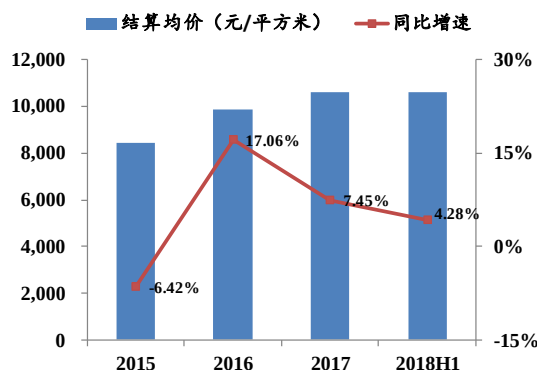
公司充分受益于“住宅+商业”模式带来的低成本拿地红利和结算均价的上升，销售毛利率和销售净利率分别从 15 年的 26.81%和 10.18%提升至 18 年第三季度的 38.58%和 16.65%，连续多年保持上升趋势；与行业中的龙头房企相比，公司的盈利能力也处于较高的水平。

图 14: 公司历年拿地楼面均价及同比

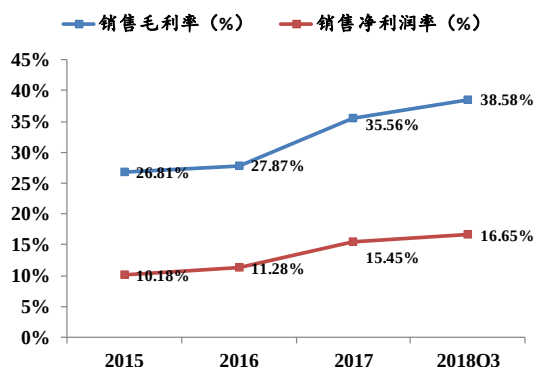


资料来源: Wind, 民生证券研究院

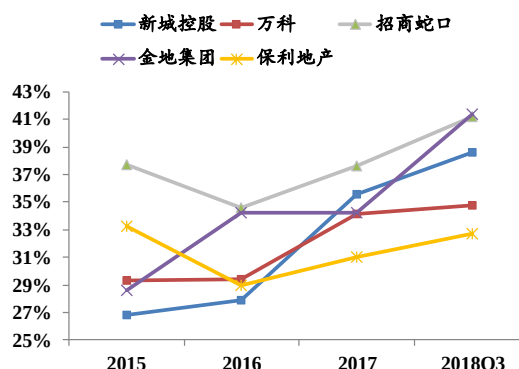
图 15: 公司历年结算均价及同比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

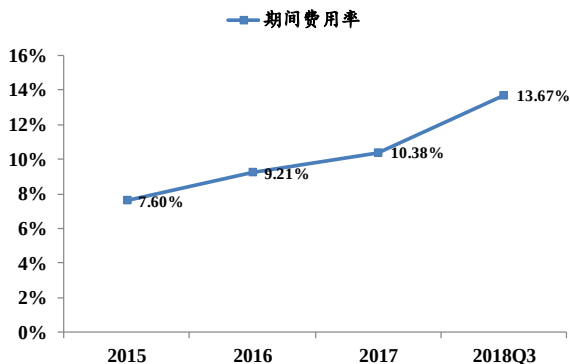
图 16: 公司销售毛利率及销售净利率


资料来源: Wind, 民生证券研究院

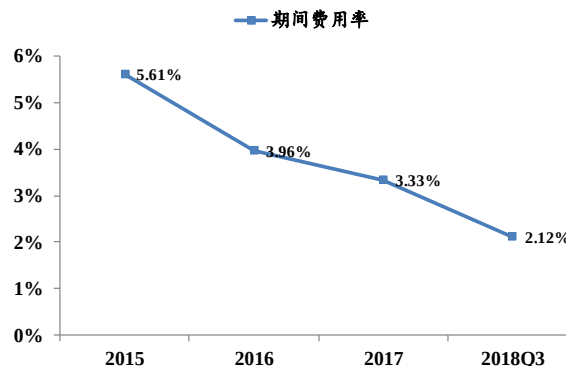
图 17: 可比公司的销售毛利率


资料来源: Wind, 民生证券研究院

费用方面, 2015-2018 年前三季度间, 由于公司加快业务布局, 期间费用率快速上升, 从 15 年的 7.6% 上升到 18 年第三季度的 13.67%。考虑到房企收入结算具有滞后性, 我们选用期间费用/当年销售金额来判断公司规模扩张的合理性, 公司 2018 年前三季度的期间费用占销售金额比为 2.12%, 较去年同期下降了 0.97 个百分点, 且这一比值逐年下降, 充分展现了公司成本管控方面的能力。

图 18: 公司历年期间费用率 (营业收入口径)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 公司历年期间费用率 (销售金额口径)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

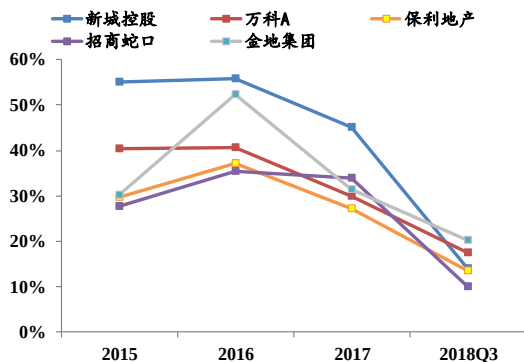
(二)、坚持高周转, ROE 领先彰显投资价值

新城在运营上坚持高周转和快销售策略, 2005 年公司建立起标准化管控模式, 2013 年产品的标准化率已达到 90%; 通过严格控制项目时间节点, 推动管理变革, 实现了快速周转和现金回流; 住宅项目从拿地到开盘平均周期为 6-8 个月, 一年内现金流回正, 商业项目从拿地到开业平均 1.5-2 年。2015 年以来, 公司的存货周转率及总资产周转率在行业龙头中均名列前茅; 在存货连续大幅增长的情况下, 通过有效控制拿地成本, 合理匹配销售与存货, 使公司的周转率保持在行业领先的水平。

近三年, 公司充分受益行业的向上周期, ROE 快速提升, 在 2017 年达到 29.2%, 创历史新高, 且显著领先于龙头房企; 高效的周转经营及持续上行的销售利润率, 不断推升 ROE,

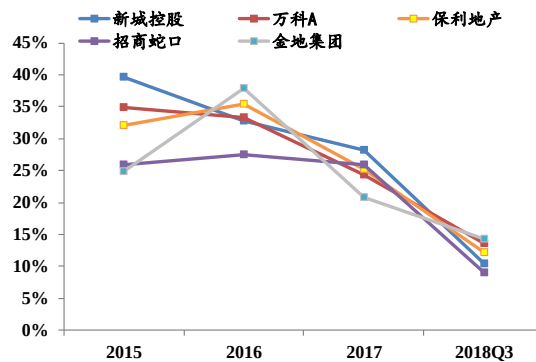
彰显公司的投资价值。

图 20: 可比公司的存货周转率



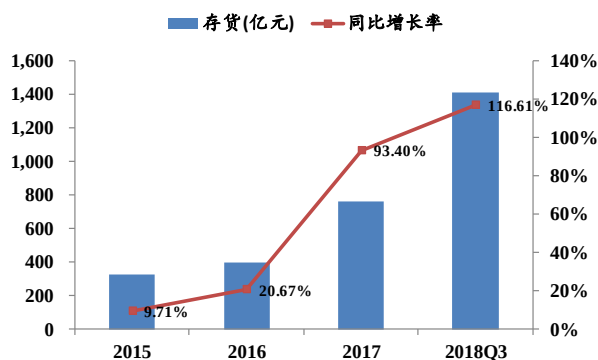
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 可比公司的总资产周转率



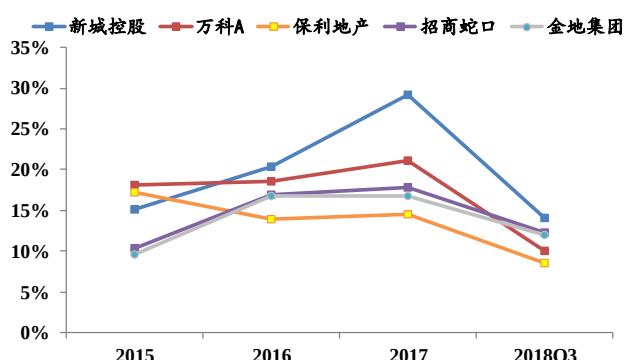
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 历年存货及同比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 可比公司的净资产收益率



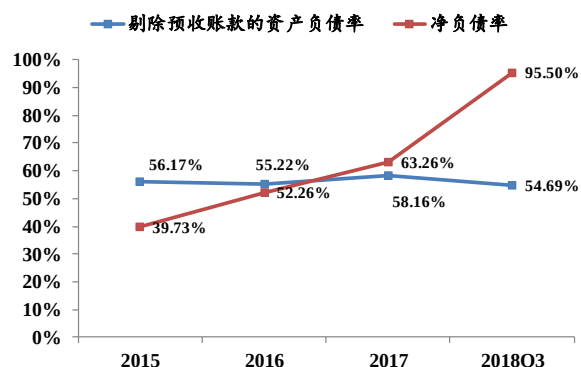
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三)、财务健康, 融资多样

2018 年前三季度末, 公司剔除预售账款的资产负债率为 54.69%, 较上年小幅改善; 净负债率为 95.5%, 较上年同期大幅下降了 26.9 个百分点, 净负债率显著低于可比的民营房企, 相对风险较小; 未来随着销售结算规模的增长及结算利润水平的提高, 预计公司的净负债率将显著下滑。

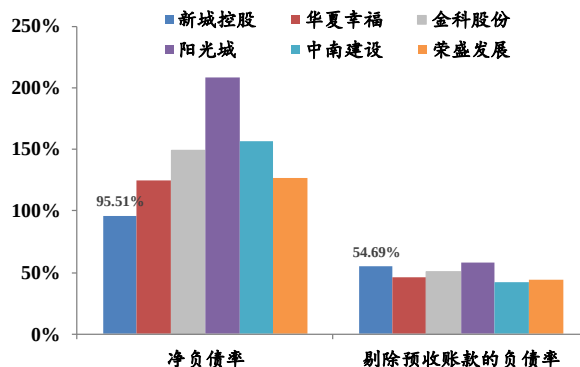
从公司有息负债与销售规模对比的角度考虑, 18 年三季度末, 公司的有息负债金额为 648.4 亿元, 占 18 年全年销售金额 2211 亿元的 29.3%, 在可比房企中最低, 公司安全边际凸显。

图 24: 历年净负债率及剔除预售的负债率



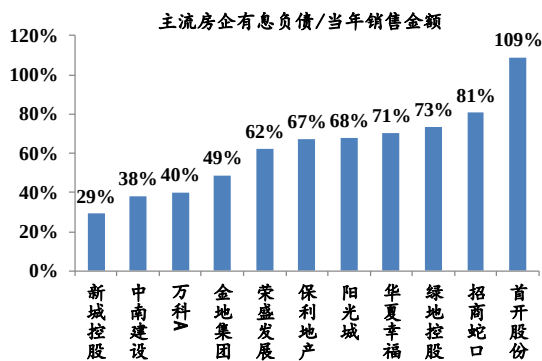
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 25: 民营上市房企负债率对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 26: 房企有息负债/当年销售金额对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

融资成本方面, 2015-2017 年, 公司的平均融资成本从 7.26% 下降到 5.32%; 2018 年上半年的平均融资成本小幅上升到 5.75%, 主要是受到国内金融去杠杆及海外融资受阻等因素影响。进入 18 年四季度后, 国内市场的流动性已经得到显著改善, 近期公司发行规模 6 亿元的超短期融资券, 票面利率仅为 4.3%, 预计公司的融资利率将边际改善, 综合成本有望保持在可控的范围内。

表 1: 历年融资成本

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
融资成本 (%)	7.07%	7.71%	7.26%	5.49%	5.32%	5.75%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

融资渠道方面, 公司成功发行二期定向债务融资工具 (PPN) 募资 18 亿元, 完成 15.93 亿元购房尾款 ABS, 总额度为 13 亿美元的高级美元债券, 发行 21.6 亿元的公司债和 10 亿元的中期票据。公司通过不断拓展多元化的融资渠道, 为将来的发展打下了良好的基础。

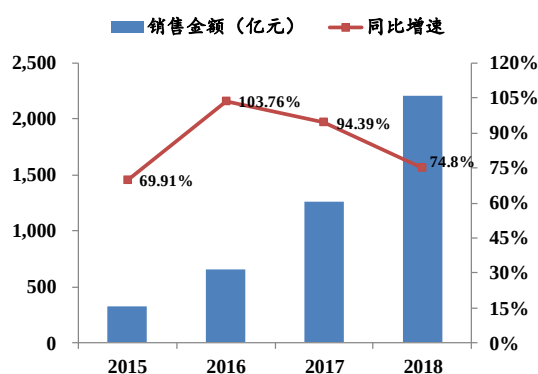
三、住宅主业：全国布局，销售高增，实现跨越式发展

(一)、销售高速增长，“1+3”战略显成效

2014 年新城的销售金额仅为 187.9 亿元，2018 年公司实现销售金额 2211 亿元，同比增长 74.8%；销售面积 1812.1 万平方米，同比增长 95.2%；四年间，销售规模实现了两千亿级别的跨越，复合增速约 85.2%，连续 4 年超额完成全年销售目标。

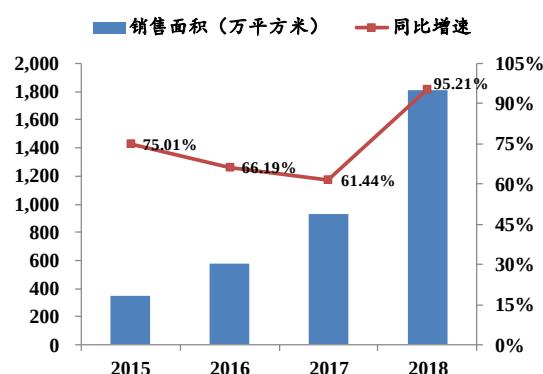
2012 年以来，新城控股的销售排名在克而瑞发布的中国房地产企业销售排行榜中稳步向前；从 2012 年排名的第 31 位上升到 2018 年的第 8 位，成功过跻身房地产行业销售 TOP10。

图 27：公司历年销售金额及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：公司历年销售面积及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 2：历年销售目标完成率

	2015	2016	2017	2018
年初计划 (亿元)	280	400	850	1800
实际完成 (亿元)	319	650	1265	2211
完成率	114.0%	162.6%	148.8%	122.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：克而瑞中国房地产企业销售 TOP100 排行榜-新城控股

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售金额排名	31	28	25	21	15	13	8
销售面积排名	26	29	20	22	16	11	7

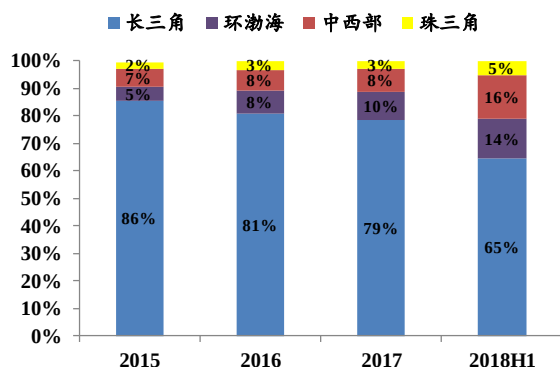
资料来源：克而瑞，民生证券研究院

按销售区域来看，2017 年公司在长三角、环渤海、中西部及珠三角的销售金额分别占总销售金额的 79%、10%、8%、3%，其中长三角区域遥遥领先于其他区域。截止 2018 年上半年，公司长三角区域的销售金额为 606.27 亿，占总销售金额的 65%；虽然长三角区域的销售金额占比仍大幅领先于其他区域，但较 2017 年底大幅下降了 14 个百分点，且这一占比逐年下滑，公司对长三角以外区域投资力度加大是导致长三角区域销售占比下降的主要原因。而环渤海、中西部及珠三角的销售占比分别为 14%、16%和 5%，均有不同程度的上升，其中，中西部占比较 2017 年底上升 8 个百分点，上升幅度最大，主要是公司大力推进大成都、大

武汉等中西部地区核心二线城市及其卫星城的项目，导致中西部城市的销售占比快速上升。

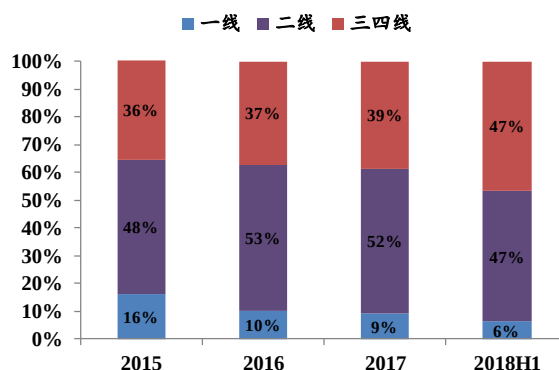
按城市能级来看，2018 年上半年公司一、二线和三四线城市的销售占比分别为 6%、47% 和 47%；其中，18 年上半年楼面地价较低的三四线城市占比较 2017 年底提升了 8 个百分点，而一、二线城市占比持续下降，较 2017 年底分别下降 3 和 5 个百分点；总体来看，由于一二线城市受政策调控影响较大，公司逐渐加大了三四线城市的投入。

图 29：销售区域分布（销售金额口径）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 30：销售城市能级分布（销售金额口径）



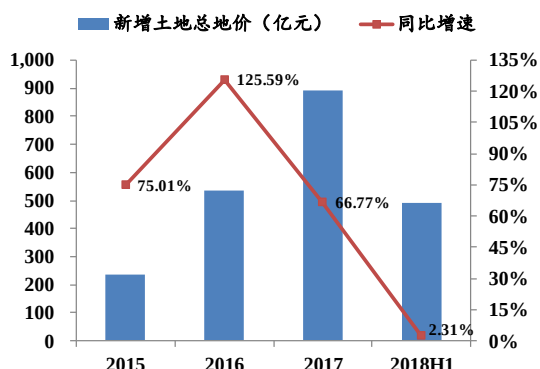
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）、稳健扩张，土储充足

2015-2017 年，公司的拿地规模快速扩张，复合增速高达 94%，2018 年上半年，公司拿地总价为 490.60 亿元，同比增长 2.31%；新增土地储备总建筑面积 2073.93 万平方米，同比增长 31.98%；为保证规模的扩张，公司的拿地面积依旧保持了较快的增长；而新增土地均价为 2366 元/平方米，较 2017 年底的 2634 元/平方米下降 10%，在一二线城市普遍调控收紧的背景下，2017 年开始公司转向土地成本较低的三四线城市；随着三四线棚改政策的收缩，且公司在 2018 年 12 月的拿地显著转向一二线城市，预计未来公司一二线城市的拿地占比将有所提升。

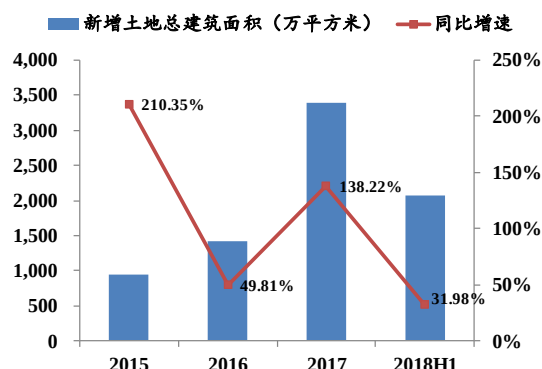
2015 年至 2017 年，公司的拿地金额占销售金额的比值均保持在 0.7 以上，而 2018 年上半年这一比值下降到 0.51，表明公司的投资力度有所下降；整体上，公司采取了较为稳健的拿地策略。

图 31: 新增土地总地价及同比



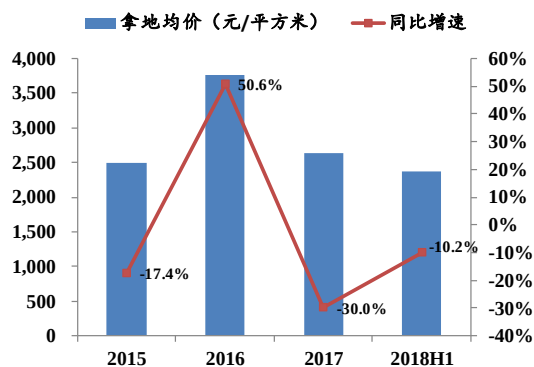
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 32: 新增土地总建筑面积及同比



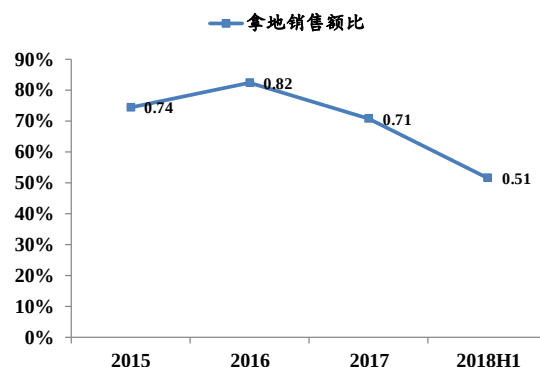
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 33: 公司历年拿地均价及同比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 34: 公司历年拿地销售比

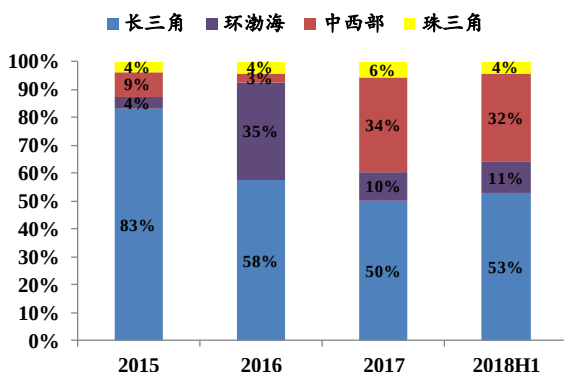


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

从新增土地区域来看, 在 2016 年之前, 公司土地布局绝大多数以长三角区域为主; 2016 年开始, 虽然长三角区域依旧是重心, 但占比逐年下滑, 拿地总建筑面积占比从 15 年的 83% 下降到 18 年上半年的 53%; 同时公司贯彻执行“1+3”战略, 加快拓展中西部、环渤海及珠三角区域, 其中, 中西部及环渤海区域的占比显著提升, 分别从 2015 年的 9% 和 4% 上升到 2018 年上半年的 32% 和 11%。

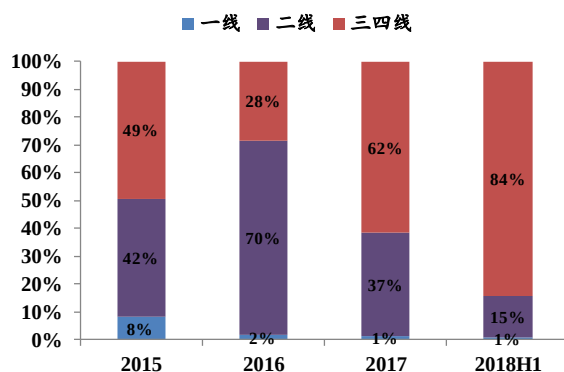
从新增土地的城市能级来看, 伴随着一二城市政策调控的加强, 2017 年开始公司拿地下沉三四线城市, 三四线城市的拿地建筑面积占比快速上升, 从 2016 年的 28% 提升到 2018 年上半年的 84%。根据公司 2018 年 12 月经营简报显示, 公司已重启一二线城市的拿地规划, 预计一二线的土地将转变为公司未来布局的重点。

图 35: 拿地区域分布 (新增总建筑面积口径)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

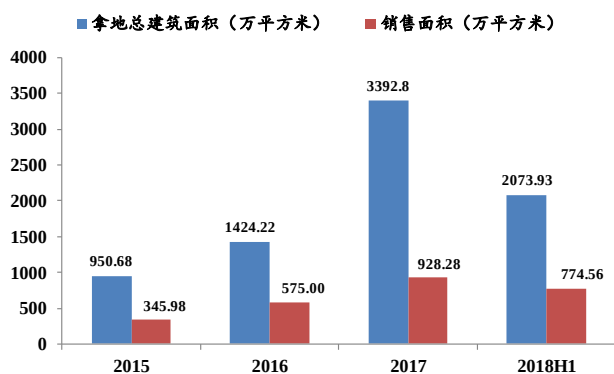
图 36: 拿地城市能级分布 (新增总建筑面积口径)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

土储方面, 从拿地总建筑面积与销售面积之差的口径来看, 截止 2018 年上半年, 公司的土地储备面积约为 5200 万平方米, 在不考虑下半年新增土地储备的情况下, 上半年末公司的土地储备约为 2018 年销售面积的 2.9 倍, 可售项目丰富, 能充分保证未来 2-3 年的推盘; 在可预期的未来, 公司的销售增速将继续保持在较高的水平。

图 37: 新增土地储备总建筑面积与销售面积对比



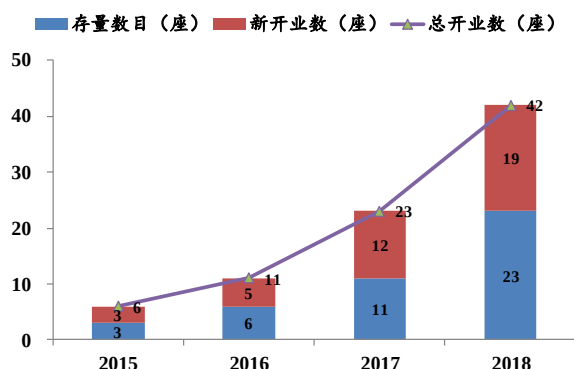
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

四、商业地产: 双轮驱动高速发展, 打造新的盈利增长点

(一)、规模化全国拓展, 发展步入快车道

自推出“住宅+商业”双轮驱动模式以来, 新城控股一直将地产主业与商业地产业务置于同等的战略高度, 公司“吾悦广场”品牌的知名度不断提升, 近几年公司整体销售业绩的快速增长离不开“住宅+商业”双轮发展模式的带动。2012 年新城首座吾悦广场在常州开业运营, 到 2014 年共开业运营 3 座; 近 3 年来, 公司加快了吾悦广场的扩张规模, 截至 2018 年底, 新城在全国 79 个大中城市共布局 95 座吾悦广场, 其中已开业吾悦广场达 42 座。根据公司当前规划, 在 2020 年末有望力争 90-100 座商业综合体开业, 进入商业地产第一梯队; 预计未来两年新城的商业地产规模将继续延续较快的扩张, 为公司带来持续稳定的现金流。

图 38: 吾悦广场历年开业数

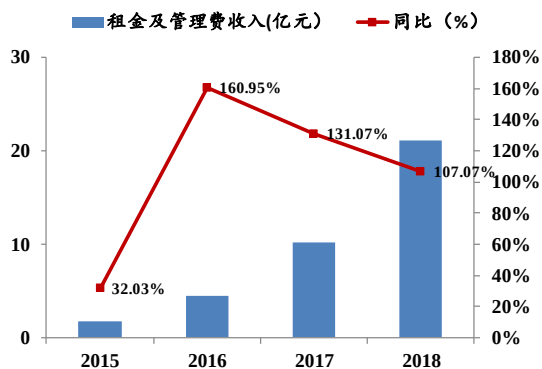


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2018 年公司实现租金及管理费收入 21.6 亿元, 同比增长 106.9%, 出租率达 98.81%。与 2015 年的 1.53 亿相比, 复合增速高达 93.9%; 得益于良好的运营能力, 公司商业综合体的开业数逐年增加, 出租率每年保持在 97% 以上, 租管费收入大幅增加, 持有的投资物业公允价值也逐年上升。未来随着吾悦广场开业数的持续增加以及品牌成熟度的持续强化, 商业综合体的整体租金及管理费收入有望进一步上升。

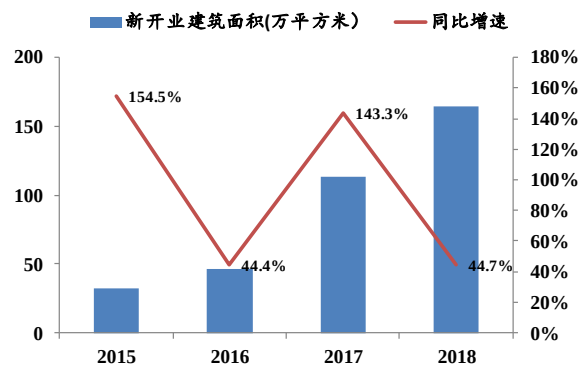
截止 2018 年底, 长三角区域及三四线城市占租金及管理费收入的比重分别为 71.8% 和 60.2%, 这得益于公司将商业地产的重心放在长三角区域及三四线城市。

图 39: 商业地产租金及管理费收入及同比



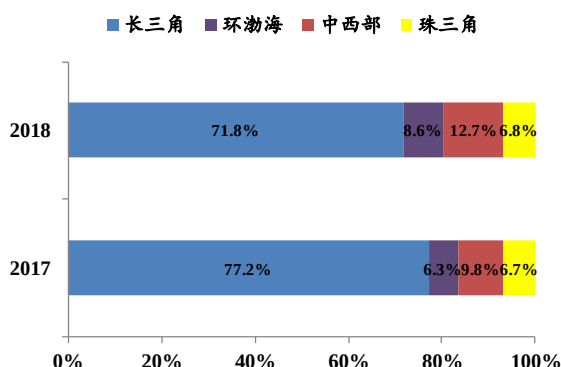
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 40: 商业地产新开业建筑面积及同比



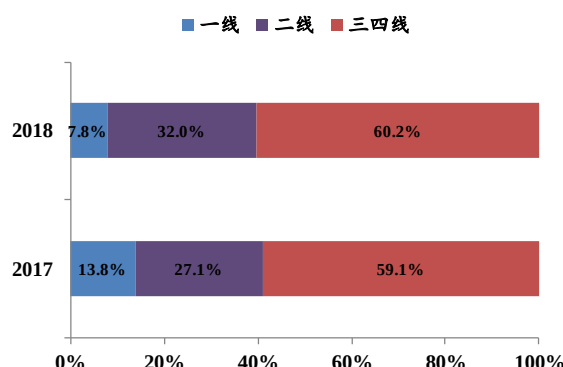
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 41: 商业地产区域占比及变化 (租管费收入口径)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 42: 商业地产城市能级占比及变化 (租管费收入口径)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二)、收入有望大幅增加, 发展潜力值得期待

截止 2018 年底, 公司已开业运营的商业综合体达 42 座, 已储备的建设项目达 53 座。吾悦广场的平均建设周期约 1.5-2 年左右, 我们预计到 2020 年底开业数将达 95 座。当前单个商业综合体的总建筑面积约为 10 万平方米, 平均可出租面积约为总建筑面积的 60%, 由于商业综合体开业运营后, 需要累计成熟度, 所以我们取 2018 年上半年前完成的项目做为统计样本, 得出综合体的平均每平米月租金约为 105 元;

公司不再新规划商业综合体的情况下, 假设:

1. 公司 2019 年和 2020 年分别开业 22 和 31 座 (53 座综合体, 2 年内完工);
2. 随着商业综合体成熟度的提升, 2019 年和 2020 年每平米单月租金分别上涨 15% 和 10%;
3. 单个商业综合体的可出租面积为 6 万平方米 (单个综合体的总建筑面积为 10 万平方米, 平均可出租面积占 60%);
4. 由于商业综合体开业运营后, 需要一定时间累计成熟度, 2019 年和 2020 年开业的商业综合体平均分布后, 分别在年中开业运营, 单个商业综合体开业当年贡献 2000 万元;

经测算, 我们预计 2019 和 2020 年公司租金及管理费收入约为 40.2 和 66.2 亿元, 同比增长 85.7% 和 64.7%。在新城控股发展提速的同时, 未来租金及管理费收入将更具确定性, 为公司提供稳定的现金流入, 商业地产业务非常值得期待。

表 4：2018 年全年地产出租情况

出租物业 类型	项目名称	总建筑面积 (平方米)	出租率	已出租面积 (平方米)	开业时间	年租金及管理费收入 (元)
商铺及购物中心	武进吾悦广场	142,226	99.63%	98,838	2012 年 4 月	179,418,468
	吾悦国际广场	102,367	99.79%	61,994	2012 年 12 月	134,530,871
	青浦吾悦广场	86,349	100.00%	58,591	2014 年 12 月	121,125,971
	吴江吾悦广场	110,834	100.00%	61,969	2015 年 6 月	55,197,525
	张家港吾悦广场	108,517	97.85%	59,524	2015 年 9 月	71,160,236
	丹阳吾悦广场	103,919	100.00%	67,583	2015 年 12 月	78,813,889
	海口吾悦广场	111,582	100.00%	65,765	2016 年 10 月	89,879,355
	南昌吾悦广场	89,685	99.95%	60,949	2016 年 11 月	64,093,562
	金坛吾悦广场	87,225	99.60%	61,735	2016 年 12 月	73,451,943
	安庆吾悦广场	100,085	100.00%	65,724	2016 年 12 月	57,824,969
	成都吾悦广场	78,315	100.00%	51,768	2016 年 12 月	76,745,118
	桐乡吾悦广场	86,046	99.49%	55,666	2017 年 5 月	75,375,610
	衢州吾悦广场	86,983	99.76%	58,398	2017 年 6 月	59,999,024
	长春吾悦广场	129,581	95.91%	57,546	2017 年 7 月	80,517,924
	诸暨吾悦广场	137,089	91.30%	72,040	2017 年 7 月	42,747,928
	镇江吾悦广场	83,222	99.32%	53,047	2017 年 8 月	68,016,905
	青岛吾悦广场	136,787	98.82%	78,327	2017 年 9 月	96,832,825
	嵊州吾悦广场	80,790	99.83%	59,924	2017 年 10 月	62,828,467
	如皋吾悦广场	85,195	100.00%	54,595	2017 年 11 月	61,408,253
	宁波吾悦广场	91,919	99.21%	61,261	2017 年 11 月	54,035,186
	南京吾悦广场	48,011	98.63%	27,217	2017 年 12 月	60,484,685
	成都武侯吾悦广场	83,709	87.25%	48,861	2017 年 12 月	64,031,312
	晋江吾悦广场	86,450	97.86%	49,823	2017 年 12 月	58,138,323
	渭南吾悦广场	81,000	90.30%	42,154	2018 年 5 月	21,058,487
	瑞安吾悦广场	90,365	100.00%	54,605	2018 年 7 月	51,709,481
	义乌吾悦广场	88,537	97.18%	56,259	2018 年 7 月	40,365,048
	淮南吾悦广场	91,748	100.00%	57,318	2018 年 8 月	23,514,916
	台州黄岩吾悦广场	76,379	99.58%	44,637	2018 年 9 月	23,496,226
	平湖吾悦广场	82,104	100.00%	50,448	2018 年 9 月	21,694,698
	昆山吾悦广场	74,982	100.00%	46,250	2018 年 9 月	20,808,138
	扬州吾悦广场	79,625	99.87%	49,570	2018 年 9 月	21,723,585
	南昌新建吾悦广场	79,999	100.00%	49,385	2018 年 11 月	13,112,080
	昆明吾悦广场	89,749	100.00%	55,411	2018 年 11 月	14,279,747
	泰兴吾悦广场	90,834	100.00%	56,407	2018 年 11 月	12,543,287
	长沙吾悦广场	93,674	100.00%	52,696	2018 年 11 月	13,749,682
	南宁吾悦广场	77,804	100.00%	51,712	2018 年 12 月	8,697,328
	句容吾悦广场	94,974	100.00%	53,458	2018 年 12 月	9,151,588
	临沂吾悦广场	92,871	100.00%	58,185	2018 年 12 月	9,130,660
	玉环吾悦广场	87,284	100.00%	55,819	2018 年 12 月	9,179,983
	启东吾悦广场	80,363	100.00%	43,531	2018 年 12 月	6,099,844
	台州仙居广场	90,012	100.00%	89,842	2018 年 12 月	4,054,808
	慈溪吾悦广场	100,792	100.00%	61,521	2018 年 12 月	4,966,620
办公室写字楼	新城控股大厦 B 座	33,297	97.50%	30,947	2016 年 1 月	47,754,563
合计			98.81%			2,163,749,118

资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、盈利预测与投资建议

经过我们测算，新城控股每股 NAV 为 39.8 元。该测算基于以下假设：

(1) 项目基于公司 2018 年中报及每月经营简报披露的数据，房价基于 2019 年 1 月水平；

(2) 投资性房地产项目基于公司披露的 2018 年 12 月份及第四季度经营简报；

由于公司的经营包括住宅销售与物业出租两部分，我们将公司 NAV 分为两部分测算。两者与公司 2018 年三季度末净资产相加，得出公司的 NAV 为 899.5 亿元。根据总股本 22.6 亿股计算，公司每股 RNAV 为 39.8 元/股。

新城控股依托“住宅+商业”的双轮驱动模式，实现业绩与销售的跨越式增长，盈利能力与运营能力优势凸显，商业综合体收入大幅增加，融资成本可控渠道多样，财务状况良好。我们预计公司 2018-2020 年营业收入将达到 672.7/962/1301.1 亿元，2018-2020 年 EPS 分别为 4.32/6.14/8.03 元，对应 PE 分别为 6.7/4.7/3.6，近三年最高、最低、中位数 PE 分别为 71.2/6.8/12.3 倍，给予公司“推荐”评级。

六、风险提示

房地产行业政策调控收紧，销售不及预期，商业地产发展不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	40,526	67,273	96,200	130,110
营业成本	26,115	42,718	61,087	83,271
营业税金及附加	3,266	6,525	8,805	12,146
销售费用	1,776	2,825	4,099	5,518
管理费用	1,983	3,431	4,906	6,506
EBIT	7,385	11,773	17,302	22,670
财务费用	447	223	818	895
资产减值损失	30	18	19	21
投资收益	539	800	1,100	1,300
营业利润	8,360	13,731	18,985	24,495
营业外收支	11	7	8	11
利润总额	8,371	13,738	18,993	24,506
所得税	2,110	3,435	4,558	5,881
净利润	6,260	10,304	14,435	18,625
归属于母公司净利润	6,029	9,754	13,865	18,135
EBITDA	7,566	11,934	17,476	22,857

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	21947	45403	54165	56774
应收账款及票据	73	74	111	147
预付款项	10263	16512	23584	32257
存货	76379	140856	207976	287954
其他流动资产	4470	4470	4470	4470
流动资产合计	141653	271823	358832	488543
长期股权投资	13387	14987	16700	18515
固定资产	2183	2368	2590	2799
无形资产	95	88	81	75
非流动资产合计	41873	44067	46735	49491
资产合计	183527	315889	405567	538034
短期借款	750	750	750	750
应付账款及票据	21548	31464	43904	60343
其他流动负债	4560	4560	4560	4560
流动负债合计	130476	242923	319683	436171
长期借款	10581	23581	26581	29581
其他长期负债	16488	16488	16488	16488
非流动负债合计	27069	40069	43069	46069
负债合计	157545	282992	362751	482240
股本	2258	2258	2258	2258
少数股东权益	5358	5908	6478	6968
股东权益合计	25982	32898	42815	55794
负债和股东权益合计	183527	315889	405567	538034

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	44.9%	66.0%	43.0%	35.3%
EBIT 增长率	96.9%	59.4%	47.0%	31.0%
净利润增长率	99.7%	61.8%	42.1%	30.8%
盈利能力				
毛利率	35.6%	36.5%	36.5%	36.0%
净利润率	14.9%	14.5%	14.4%	13.9%
总资产收益率 ROA	3.3%	3.1%	3.4%	3.4%
净资产收益率 ROE	29.2%	36.1%	38.2%	37.1%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.1
资产负债率	0.9	0.9	0.9	0.9
经营效率				
应收账款周转天数	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	809.7	1,200.0	1,240.0	1,260.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	2.7	4.3	6.1	8.0
每股净资产	9.1	12.0	16.1	21.6
每股经营现金流	(4.6)	5.0	4.7	2.4
每股股利	0.8	1.5	2.0	2.5
估值分析				
PE	10.6	6.7	4.7	3.6
PB	3.2	2.4	1.8	1.3
EV/EBITDA	10.8	5.9	3.7	2.9
股息收益率	2.8%	5.2%	6.9%	8.7%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6,260	10,304	14,435	18,625
折旧和摊销	211	179	193	207
营运资金变动	(15,453)	2,346	(2,617)	(11,743)
经营活动现金流	(10,485)	11,240	10,528	5,503
资本开支	4,763	200	238	224
投资	(7,007)	(2,165)	(2,615)	(2,728)
投资活动现金流	244	(165)	(333)	(212)
股权募资	2,595	0	0	0
债务募资	17,789	13,000	3,000	3,000
筹资活动现金流	18,970	12,381	(1,433)	(2,682)
现金净流量	8,729	23,456	8,762	2,609

插图目录

图 1: 新城控股发展历程	3
图 2: 企业荣誉	4
图 3: 新城控股股权架构 (截止 2018 年三季度末)	4
图 4: 公司发展战略	5
图 5: 全国化布局, “1+3”战略	6
图 6: 商业地产布局	6
图 7: 住宅各系产品	7
图 8: 商业地产各系产品	7
图 9: 新城合作品牌	8
图 10: 公司历年营业收入及增速	9
图 11: 公司历年归母净利润及增速	9
图 12: 公司历年总资产规模及变动	9
图 13: 公司历年净资产规模及变动	9
图 14: 公司历年拿地楼面均价及同比	9
图 15: 公司历年结算均价及同比	9
图 16: 公司销售毛利率及销售净利率	10
图 17: 可比公司的销售毛利率	10
图 18: 公司历年期间费用率 (营业收入口径)	10
图 19: 公司历年期间费用率 (销售金额口径)	10
图 20: 可比公司的存货周转率	11
图 21: 可比公司的总资产周转率	11
图 22: 历年存货及同比	11
图 23: 可比公司的净资产收益率	11
图 24: 历年净负债率及剔除预售的负债率	12
图 25: 民营上市房企负债率对比	12
图 26: 部分房企有息负债/当年销售金额对比	12
图 27: 公司历年销售金额及增速	13
图 28: 公司历年销售面积及增速	13
图 29: 销售区域分布 (销售金额口径)	14
图 30: 销售城市能级分布 (销售金额口径)	14
图 31: 新增土地总地价及同比	15
图 32: 新增土地总建筑面积及同比	15
图 33: 公司历年拿地均价及同比	15
图 34: 公司历年拿地销售额比	15
图 35: 拿地区域分布 (新增总建筑面积口径)	16
图 36: 拿地城市能级分布 (新增总建筑面积口径)	16
图 37: 新增土地储备总建筑面积与销售面积对比	16
图 38: 吾悦广场历年开业数	17
图 39: 商业地产租金及管理费收入及同比	17
图 40: 商业地产新开业建筑面积及同比	17
图 41: 商业地产区域占比及变化 (租管费收入口径)	18
图 42: 商业地产城市能级占比及变化 (租管费收入口径)	18

表格目录

表 1: 历年融资成本	12
表 2: 历年销售目标完成率	13
表 3: 克而瑞中国房地产企业销售 TOP100 排行榜-新城控股	13
表 4: 2018 年全年地产出租情况	19

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

由子沛，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，2017年加入民生证券。

侯希得，澳大利亚悉尼大学专业会计硕士，2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。