

所属行业

房地产

发布时间

2020年2月25日

## 新城控股 (601155)

### 两次黑天鹅，新城控股何以屹立不倒？

#### 核心观点：

新城控股的销售业绩增长迅速，即使遭突发事件冲击，当仍未改高增长势头，2020年再遇疫情冲击，新城是否能够依旧屹立？

#### 一、规模高增长，外部扩张稍显不足

新城高速的增长被誉为行业黑马，即使遭遇天鹅事件，2019年依旧实现2708亿销售业绩，同比增长22%，实现了第一梯队规模和第二梯队速度的完美结合。但从其布局情况来看，依旧重仓长三角区域，大本营之外拓展力度有待提升。

#### 二、新城控股为什么现金流紧张？

虽然新城控股销售业绩增长迅速，规模稳居行业TOP10，但其资金端却面临紧缺局面，通过分析发现，原因可能有三：第一、投资力度大，权益相对较高，资金需求量大；第二、回款不理想，自有资金的利用度不高；第三、融资优势不明显，融资成本高。

#### 三、连遭两次冲击，新城控股能否依然屹立？

2019年，新城控股遭遇了难以预料的黑天鹅事件，为了自救，2019年7月开始，新城控股通过保障销售业绩、提升租金规模、转让项目公司股权和债权，实施股票期权激励计划等多措施应对危机，有效化解了负面事件对企业造成的不良影响。

2020年再遭新冠肺炎疫情冲击，但于新城控股而言，2020年其销售业绩大概率仍将维持高位。企业亟需解决的问题在于加大存货去化力度，若无法顺利实现遗留货值去化，则后续可持续发展将遭掣肘，同时适时补充土地储备并优化货值结构也为当务之急。

#### 相关研究：

月度数据点评：7月销售保持韧性，投资增速或将继续下行	20190814
2019年7月地产月报：融资约束强化土地市场偏弱，预计市场全年呈前高中低后平趋势	20190806
2019年中期策略报告——七月流火，行情难将持续	20190702
2019年年度策略报告——刚需刚改主导行情，2019战略年再延续	20190822
2019年报综述——回归核心，内圣外王	20190508

#### 研究员

于小雨

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

徐鹏

17601350466 (微信号)

xupeng@ehconsulting.com.cn

## 引言

新城控股属于行业内住宅和商业双轮驱动战略发展比较顺畅的企业之一，成熟的商业地产模型同样成为企业获取土地资源的有利抓手。起步于长三角的新城控股，由于三四线城市的布局，享受了三四线城市回暖的红利，2016年开始销售业绩增长快速，2017年销售规模成功跨入千亿，2018年销售业绩突破2000亿，是行业内当之无愧的黑马企业，即使遭遇黑天鹅事件，2019年销售金额仍达到2708亿，同比增长22%，超额完成全年目标。2020年再遇疫情冲击，新城控股能否能够强势屹立？

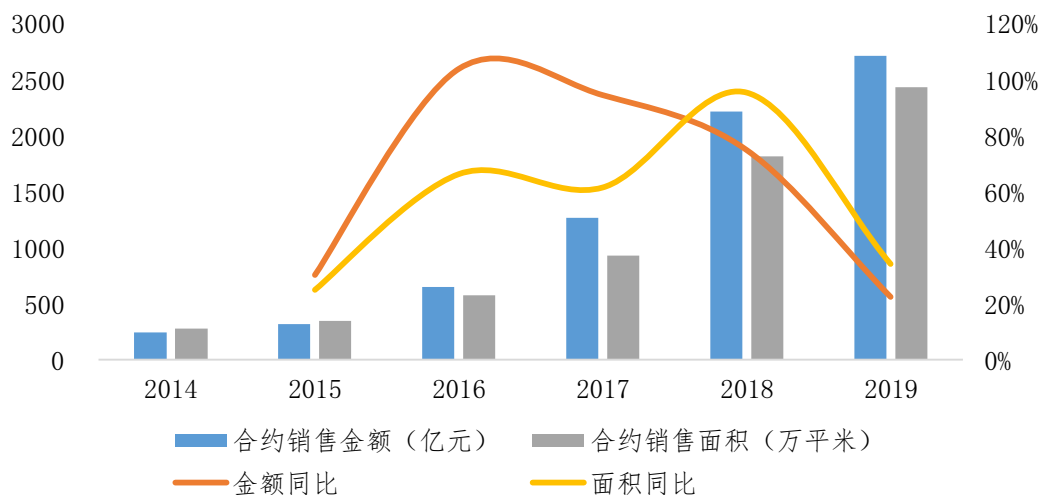
## 1、规模高成长，外部扩张稍显不足

### 1.1 第一阵营的规模，第二阵营的速度

新城控股的增速有目共睹，2016年-2018年销售业绩增速分别为104%、94%、75%，如此高速的成长，不仅使新城成功跻身千亿阵营，而且正式成为第一阵营新军。

2019年规模房企销售业绩增速放缓成为共识，新城控股的销售增长虽然亦有所减缓，但仍处于较高水平。2019年，新城控股实现合约销售金额约2708亿元，同比增长22%；合约销售面积约2432万平方米，同比增长34%。根据亿翰智库数据，2019年TOP10房企销售业绩门槛值为2425亿元，TOP10房企的销售业绩平均增速为18%，TOP10-20房企销售业绩增速为21%，可以说新城控股既保持了第一阵营的规模，又有第二阵营的增速。

图表：2014-2019新城控股销售业绩走势



资料来源：企业年报，亿翰智库

### 1.2 大本营深耕，全国化布局仍需发力

发家于长三角区域，新城控股也一直是长三角区域的深耕者，不断完善在长三角区域的城市布局，2015年房地产开发业务主要集中于上海、南京、苏州、杭州、常州五个城市，当年，上海、苏州、常州、南京的销售业绩均超50亿元。2016年苏州销售业绩成功突破百亿，

2017 杭州、苏州两城市的销售业绩均超 100 亿元，常州、南京的销售业绩均超 90 亿元；2018 年百亿城市数量达 3 个，常州、苏州的销售业绩接近 200 亿，分别为 191 亿、172 亿，青岛销售业绩为 125.5 亿元，整体来看，新城控股业绩贡献仍主要来源于长三角，其次为环渤海，其他区域的业绩贡献度较低，建议企业在做好大本营深耕的同时，适度外部拓展并持续深耕。

图表：2015-2018 年新城控股主要城市销售业绩分布（不包括部分零散项目，亿元，万平米）

城市	2015		2016		2017		2018	
	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积
常州	51.5	66.7	36.6	33.4	<b>95.7</b>	75.9	<b>190.5</b>	143.1
苏州	58.0	62.7	<b>112.6</b>	83.3	<b>197.6</b>	13	<b>171.5</b>	137.9
青岛	6.1	6.2	23.1	19.7	38.4	22.6	<b>125.5</b>	80.4
上海	50.9	27.6	65.1	25.5	79.6	34.3	<b>91.2</b>	18.4
合肥					42.4	30.8	86.5	59.4
杭州	12.8	10.5	43.7	22.0	<b>121.5</b>	54.8	77.2	37.1
天津					32.3	21.7	73.0	53.8
台州	5.3	4.4	8.4	5.8	34.2	24.4	71.8	65.7
济南	2.0	3.5	15.0	19.1	24.3	18.3	70.8	56.4
武汉	3.7	4.9	22.7	24.3	30.6	23.5	63.4	54.5
南京	55.3	36.1	<b>92.5</b>	51.6	<b>98.3</b>	39.9	62.0	36.6
淮安							60.8	65.5
重庆							60.8	56.8
成都	3.2	4.4	14.3	20.5	13.0	14.2	59.9	58.5
温州			2.7	1.1	8.0	4.3	55.7	27.4
长沙	3.5	9.0	4.7	10.4	39.5	39.4	51.2	55.0
南通	3.3	6.5	11.5	15.6	22.0	17.0	50.9	43.7
昆明					13.4	14.4	48.5	41.7
绍兴			13.1	12.4			43.1	45.4
嘉兴	0.9	1.1	18.4	19.4	65.6	47.3	42.9	39.0
宿迁							41.3	54.8
西安					3.2	2.0	34.5	29.9
泰州					20.4	19.0	32.2	32.7
佛山					2.1	1.4	30.9	21.0
连云港					3.3	4.7	29.4	31.1
湖州					15.1	15.0	28.9	29.8
宁波			18.7	19.5	19.3	13.2	26.4	22.9
扬州					22.9	19.4	24.1	21.7

无锡	4.3	5.7	7.6	7.8	39.1	13.0	23.3	15.1
长春	7.5	7.9	11.8	13.7	7.6	8.8	22.8	21.4
镇江	12.9	18.2	26.5	37.2	37.6	41.0	22.1	21.7
太原					7.2	5.1	21.8	18.4
北京							20.8	4.0
徐州							20.4	26.8
金华			11.2	6.4	2	11.2	19.8	17.3
惠州							18.2	18.5
盐城							17.1	17.3
延安							15.3	18.0
郑州					2.4	2.8	13.0	16.0
上饶							13.0	12.3
宝鸡							10.5	13.6
淮南					4.7	6.8	10.3	15.6
南宁					1.1	0.5	9.0	6.1
包头							9.0	10.3
孝感							8.8	1
钦州							7.9	12.7
荆州							7.7	7.2
唐山							6.7	6.5
来安							6.3	5.6
桂林							6.1	8.2
南昌	10.2	12.0	9.3	8.3	10.1	11.4	6.1	6.3
临沂					10.1	13.9	5.4	5.8
肇庆							5.1	5.9
江阴							4.7	3.2
淮北							4.3	6.5
鄂州							4.0	3.9
蚌埠							4.0	5.4
安庆	5.3	9.0	11.9	18.4	15.7	21.0	3.9	7.3
德州							3.6	5.0
聊城							2.7	3.5
黄冈							2.6	4.0
廊坊					1.0	0.6	2.4	1.6
阜阳							1.8	0.7
宿州							1.7	1.9
黄石							1.7	2.1

湘潭							1.6	3.8
日照							1.5	2.0
许昌							1.4	2.1
潍坊							1.1	1.5
泉州			2.8	3.8	11.5	10.5	1.1	1.0
南漳							0.6	1.1
株洲							0.5	0.6
雅安							0.5	0.8
威海							0.3	0.4
安丘							0.2	0.2
江门							0.1	0.1
昆山	7.9	9.5	19.2	11.7				
滁州					3.2	3.0		
海口	7.4	7.6	17.0	14.3	9.0	5.8		
衢州			16.2	12.6	4.8	3.7		
如皋					4.0	2.0		
合计	311.9	313.5	636.8	517.7	1232.2	848.6	2178.1	1799.1

资料来源：企业年报，亿翰智库

## 2、新城控股为什么现金流紧张？

新城控股在销售端的表现让行业内多数企业望尘莫及，但是其现金流的现状确让人疑惑，是何原因使企业陷入资金窘迫境地？

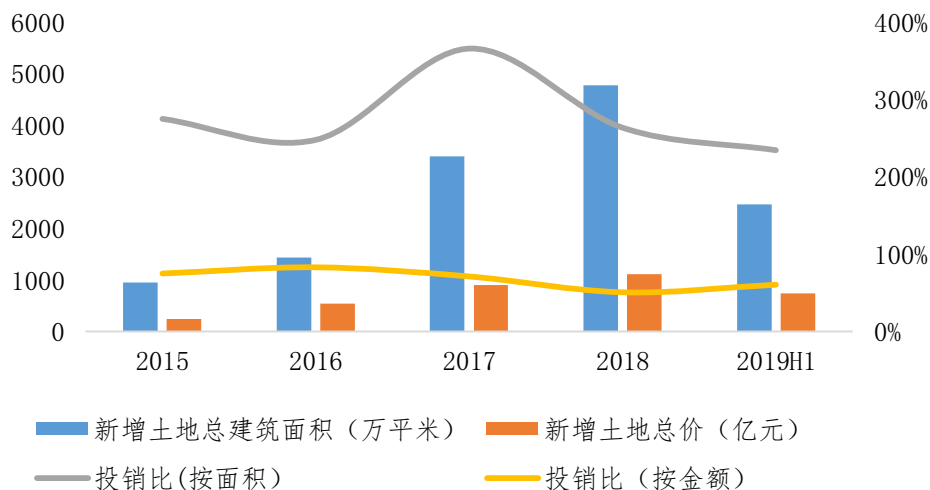
通过分析发现，新城现金流紧张的主因可能在于以下几个方面：第一、投资力度大，权益相对较高，资金需求量大；第二、回款不理想，自有资金的利用度不高；第三、融资优势不明显，融资成本高。

### 2.1 投资力度维高，资金耗用量大

销售业绩的规模需要与之匹配的土地储备规模支撑，若要实现销售业绩的快速增长，必然要储备一定的土地资源。

新城控股能够实现规模快速增长的背后是不遗余力的投资助力。从企业土地投资的投销比来看，2015年至2018年，按面积计算的投销比均保持在240%以上，2017年更高达365%，2019年上半年为239%。按金额口径计算的投销比均维持在50%以上，2016年为4年内最高，为82%。

图表：2015-2019H1 新城控股土地投资投销比走势

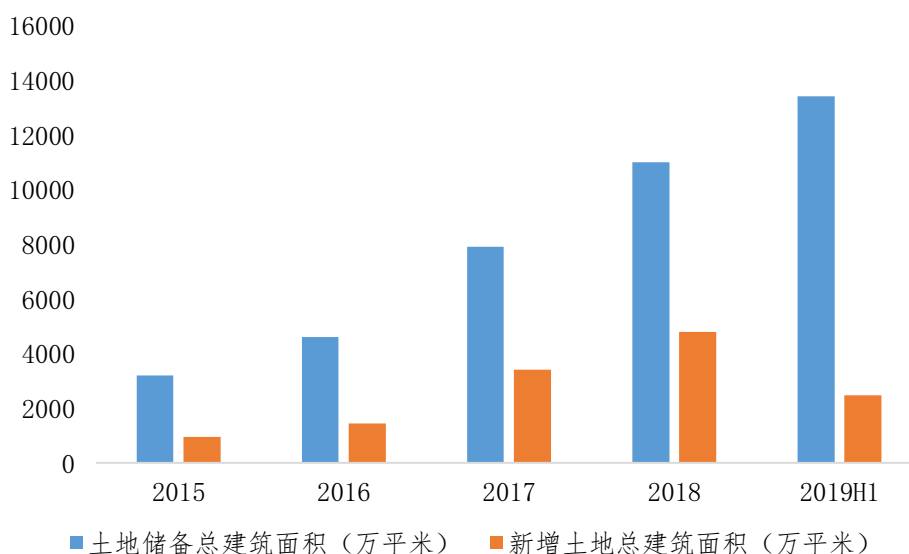


资料来源: 企业年报, 亿翰智库

注: 投销比(按面积/金额) = 新增土地总建筑面积(新增土地总价) / 合约销售面积(合约销售金额)。

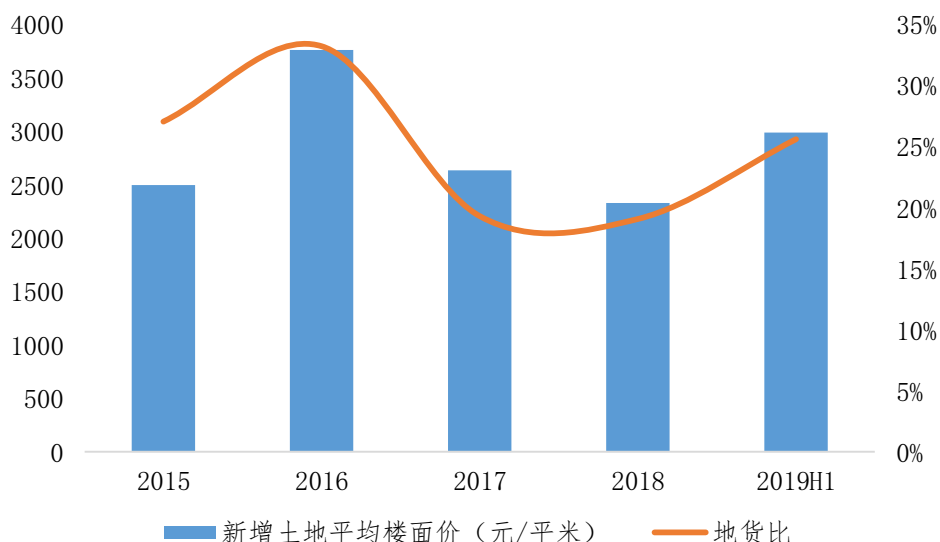
由于积极的投资态度, 新城的土地储备总量增长势头强劲, 截至 2019 年 6 月 30 日, 土地储备总量达到 1.34 亿平米。而且, 新城的新增土地货比维持在相对较低水平, 2017 年和 2018 年均为 19%, 这将会为企业留有足够的盈利空间。

图表: 2015-2019H1 新城控股土地储备走势



资料来源: 企业年报, 亿翰智库

图表: 新城控股新增土地货比走势

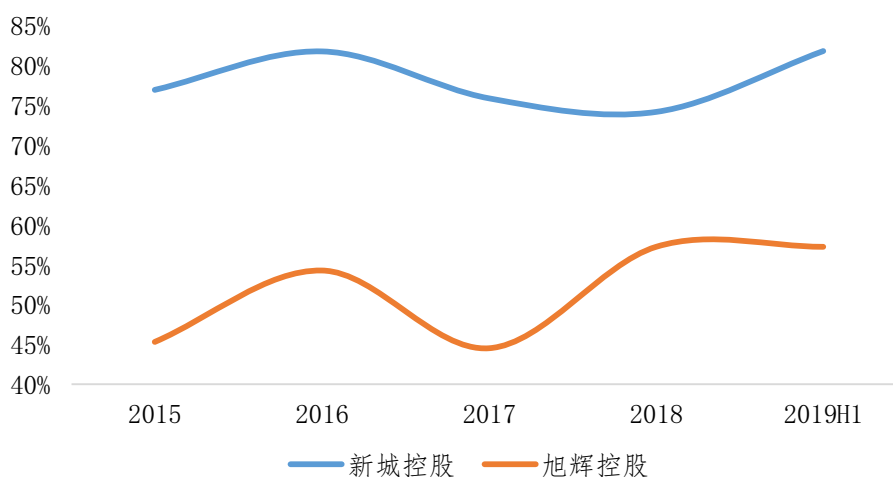


资料来源: 企业年报, 亿翰智库

土地成本维高, 合作开发成为企业分散风险, 减轻资金压力, 更甚者采用小股操盘的方式的实现轻资产运营, 仅占有极少份额的权益。而新城控股也从 2013 年底起尝试合作开发, 但其权益占比并未达到很低的水平。按新增土地总建筑面积的权益占比来看, 2015 年至 2018 年, 权益比维持在 70% 以上, 而旭辉控股的权益比均在 60% 以下, 2017 年更低至 44%; 按土地金额计算的权益比也维持在 65% 以上, 而旭辉控股的权益均低于 55%, 2017 年更是低至 42%。

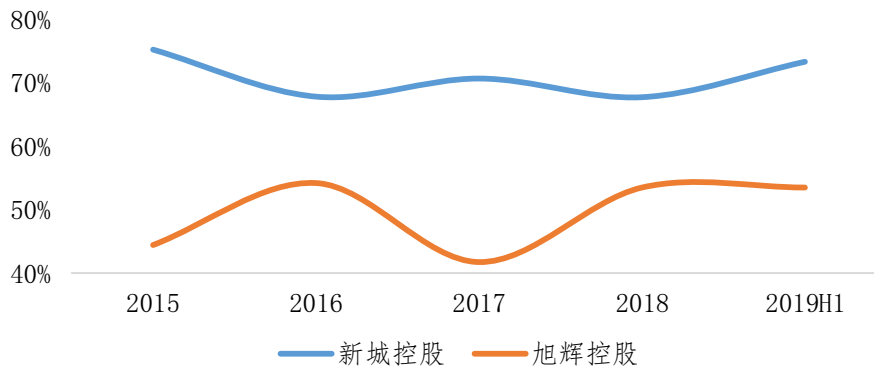
较高的权益比与大量的土地储备补充使得企业需要支付大量的土地价款, 资金的耗用量巨大, 这就必然要考验企业的资金实力和融资能力。

图表: 新城控股与旭辉控股新增土地权益走势 (按面积计算)



资料来源: 企业年报, 亿翰智库

图表: 新城控股与旭辉控股新增土地权益走势 (按金额计算)



资料来源: 企业年报, 亿翰智库

## 2.2 回款不理想, 自有资金使用受限

无论是行业处于上行阶段还是处于下行阶段, 企业自身的造血能力都至关重要。融资环境紧缩时, 企业通过外部渠道获取资金的难度加大, 而企业需维持正常的开发运营, 企业的销售回款能力则更加重要。

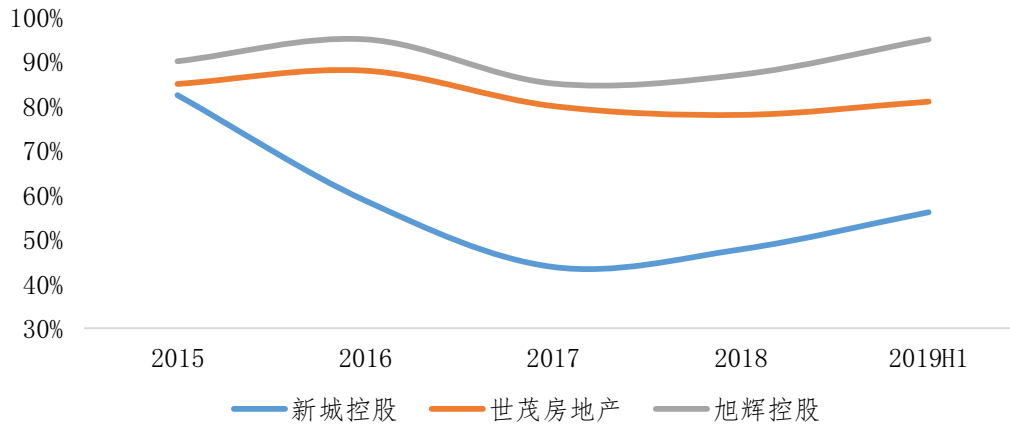
通过分析, 我们发现新城的回款率处于较低水平, 2016年至2018年, 以销售商品、提供劳务收到的现金/合约销售金额口径计算的回款率维持较低水平, 2017年、2018年低至50%以下, 而与其规模相当的世茂房地产的回款率基本保持在80%以上, 如此低的回款率使得企业在外部融资环境收缩时更易陷入被动境地。

图表: 2015-2019H1 新城控股回款情况 (亿元)

	销售商品、提供劳务收到的现金	销售商品、提供劳务收到的现金/销售金额	结算金额	结算金额/销售业绩
2015	263.3	82%	249	78%
2016	382.4	59%	321	49%
2017	554.9	44%	537	42%
2018	1057.4	48%	701	32%
2019H1	687.5	56%	275	22%

资料来源: 企业年报, 亿翰智库

图表: 三家企业回款率走势比较



资料来源: 企业年报, 亿翰智库

备注: 新城控股回款率=销售商品和同劳务收到的现金/销售金额, 其他企业回款率=销售回款/销售金额。

从结算金额与销售金额的比例来看, 其数值相对较低, 项目结算速度较慢。以新城控股的杭州萧山香悦半岛项目为例, 项目从 2015 年开盘, 历时 4 才实现项目的完全结转, 而 2015 年、2016 年、2017 年均无结转收入入账, 这与行业内 1.5-2 年的结转周期相去甚远, 这也一定程度上拖累企业的业绩的快速扩张。

图表: 杭州萧山香悦半岛项目结转时间表 (亿元, 万平米)

时间	销售面积	销售金额	结算面积	结算金额	累计销售面积
2015	0.28	0.35	-	-	0.28
2016	4.06	5.79	-	-	4.34
2017	7.47	13.27	-	-	11.81
2018	0.46	0.84	14.38	20.43	14.41

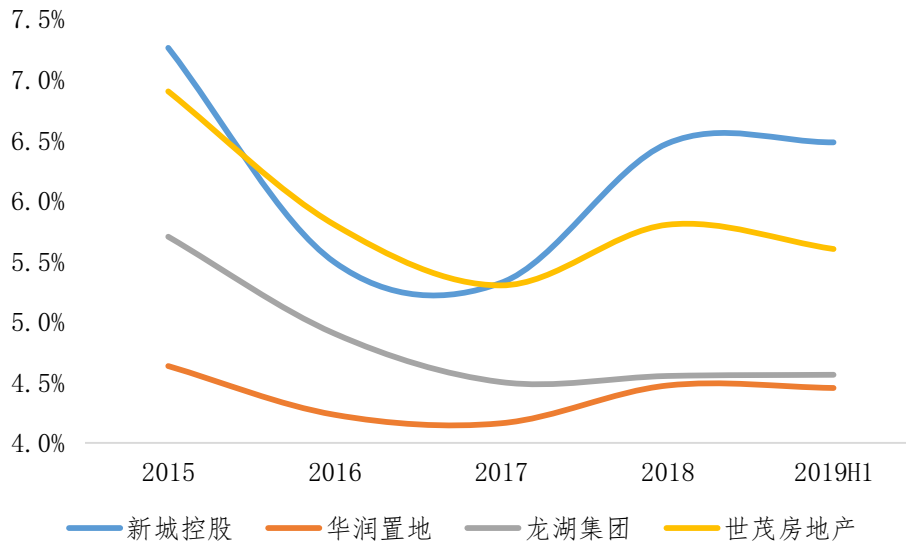
资料来源: 企业年报, 亿翰智库

备注: 销售当年销售业绩中未包括车位销售。

### 2.3 融资优势不明显, 成本维高

作为民企, 新城控股在融资端并无显著优势, 融资成本较规模相近的华润置地、龙湖集团、世茂房地产均较高, 2019 年上半年, 新城控股加权平均融资成本为 6.48%, 而同期华润置地、龙湖集团、世茂房地产的加权平均融资成本分别为 4.45%、4.56%、5.6%, 而四家房企均在商业和住宅业务上表现出色, 但是融资成本高昂的劣势将在一定程度上成为企业快速扩张的掣肘。

图表: 四家房企加权平均融资成本



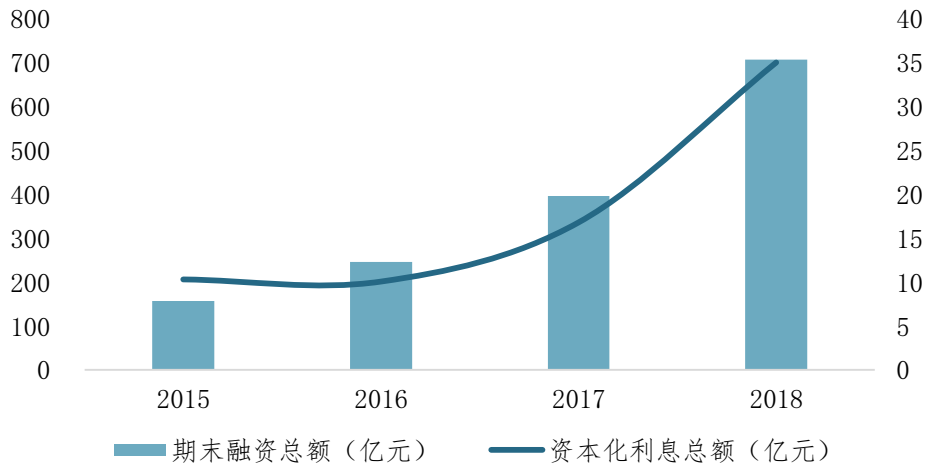
资料来源: 企业年报, 亿翰智库

房地产行业重资产属性浓厚, 通常情况下, 融资的量重于成本, 特别是在行业处于下行周期时, 融到资金比其他更重要, 只要能融到资金, 对于成本的容忍度可以适当提升。而且, 新城控股的“商业+住宅”双轮驱动的战略可能为其融资难度提升的一大原因, 商业地产周期较长, 资金占有量较大, 通过分析发现, 新城的商业地产项目权益比例维持在 90%以上, 若无合适的手段退出, 企业或可能面临一定的风险, 因此总体而言, 商业地产相较住宅风险更大。而且, 新城控股在投资上积极, 这都或将加大企业融资的难度。

通过分析新城的融资结构可以发现, 新城控股的总额中, 成本较低的银行贷款相对较低, 2015 年、2016 年银行贷款占期末融资总额的 1/3, 关联方借款是企业的一大融资渠道, 新城于 2018 年 3 月 15 日披露了公告编号为 2018-019 号《公司关于向关联方借款的关联交易公告》。截止 2018 年 12 月 31 日, 新城向新城发展及其子公司借款余额为人民币 22.22 亿元, 成本为 8% (不含税金)。同时, 新城控股对对关联方和子公司担保金额不断走高, 截止 2019 年 6 月 30 日, 担保余额达 603 亿元, 占净资产的比例高达 204%。

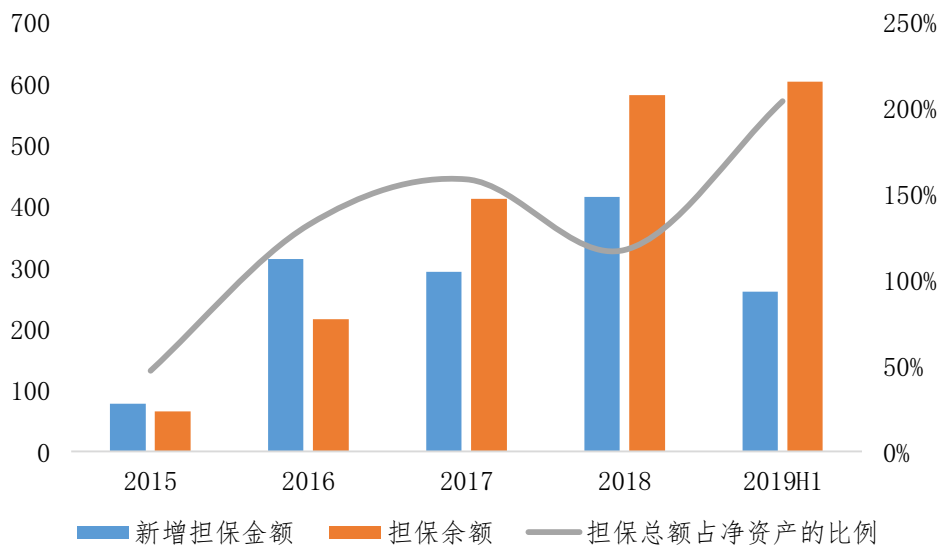
(注: 经公司第一届董事会第三十五次会议及 2017 年年度股东大会审议通过《关于向关联方借款的议案》, 新城控股与新城发展签署借款协议, 约定新城发展及其子公司在总额不超过等额人民币 150 亿元的范围内向公司及公司子公司提供借款, 借款期间自 2018 年 1 月 1 日起至 2018 年 12 月 31 日止, 到期时可根据实际经营情况进行展期。借款年利率为 8% (不含税金))。

图表: 新城控股期末融资总额



资料来源: 企业年报, 亿翰智库

图表: 2015-2019H1 新城控股对关联方和子公司担保情况 (亿元)



资料来源: 亿翰智库, 企业年报

图表: 2015-2016 年新城控股期末融资总额结构 (亿元)

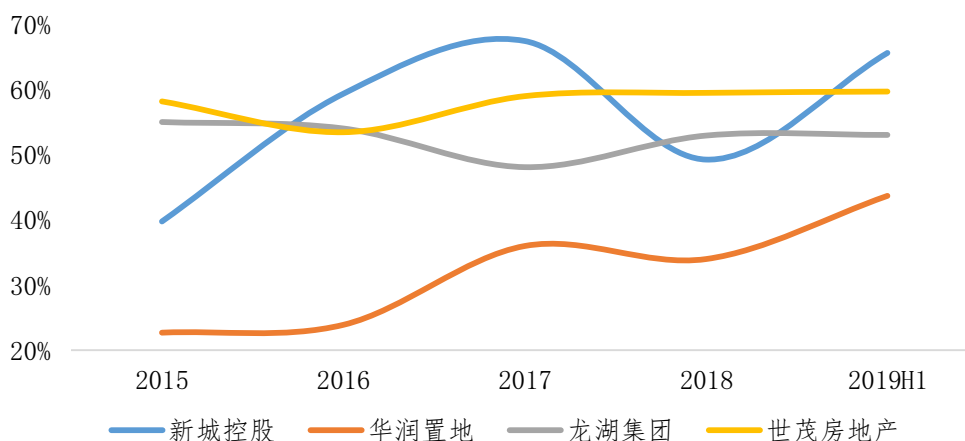
	2016 年末	2015 年末	变动比例 (%)
期末融资总额	245.49	156.39	56.97
其中: 银行贷款	81.8	50.32	62.56
关联方借款	14.48	36.58	-60.42
基金融资	-	-	-
公司债券	149.21	69.49	114.72
债务融资加权平均成本	5.49%	7.18%	-1.69%
最高项目融资成本	9.00%	10.10%	-1.10%
利息资本化金额	10.01	10.26	-2.44
利息资本化率	4.98%	7.84%	减少 2.86 百分点

资料来源: 企业年报, 亿翰智库

## 2.4 引入财务投资人，警惕股权变动风险

正由于企业在资金端的压力，企业开始了不同的探索，一与其他房企或机构合作开发，新城所占权益比例在 70%左右，商业地产开发基本维持自主开发运营，住宅开发部分权益占比为 60%左右；二是少数股东增加，引入财务投资人是新城新阶段的战略举措，这样可以扩大公司股本，达到控制负债率的目标，2018 年新城净负债率为 49%，较 2017 年降低 17 个百分点，2019 年 6 月末净负债率回升至 65.67%，但仍处行业较低水平。

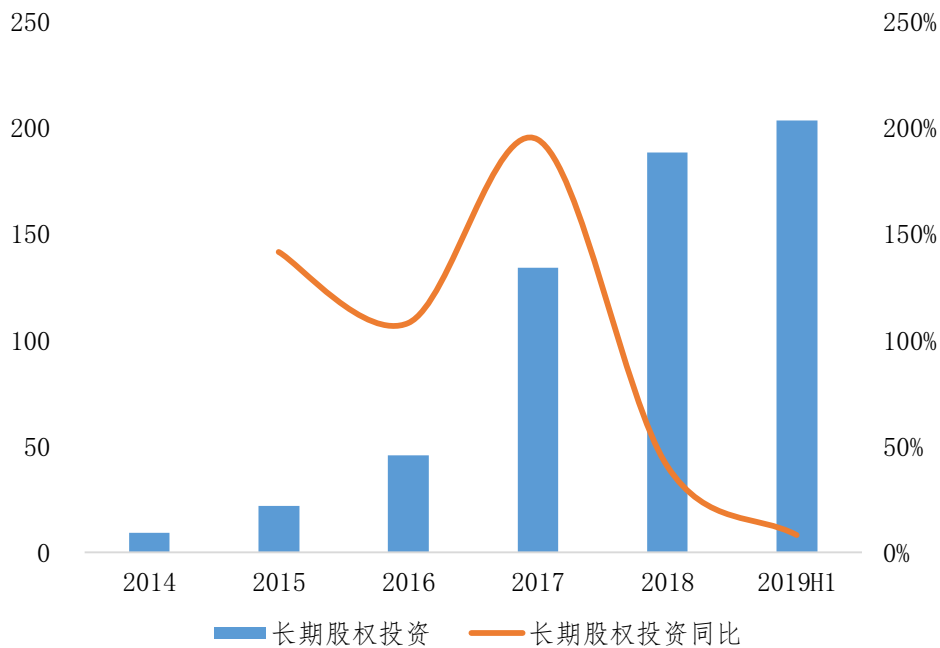
图表：新城控股净负债率走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

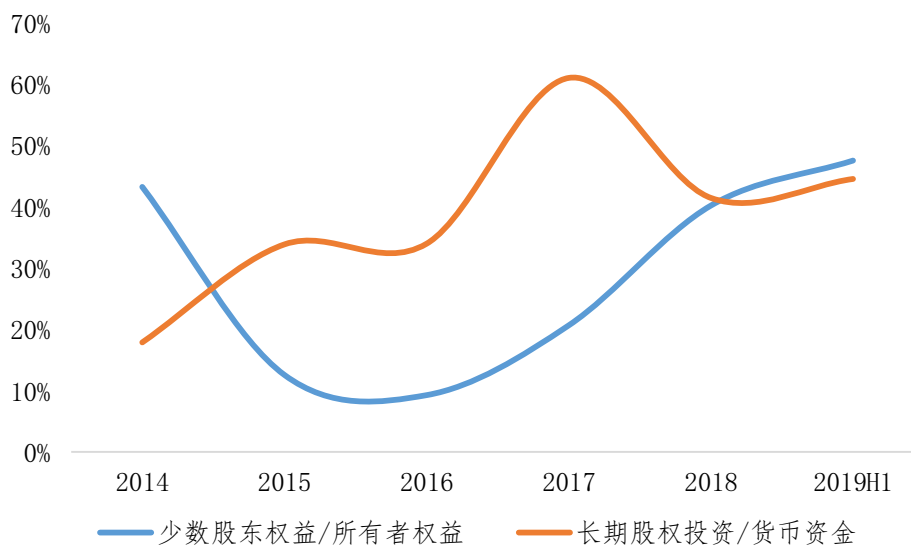
截止 2019 年 6 月 30 日，新城控股的少数股东权益达到 267 亿，占所有者权益的比例提高到 47%。2015 年至 2018 年长期股权投资增长迅速，2015 年至 2017 年增幅均在 100%以上，2017 年更高达 194%，截止 2019 年上半年，长期股权投资 203 亿元，占货币资金的比例提升至 45%，长期股权投资名义为股，但是一些明股实债的项目也将使企业的负债率被低估，而实际上企业的债务负担较重。而且，从资本结构的角度来说，联合营公司的增多时会增加企业的长期股权投资，也将稀释企业的权益，超过一定限度或将影响企业资本结构的稳定性，因此企业也许保持权益的相对稳定性，警惕权益稀释可能带来的风险。

图表：长期股权投资变动趋势（亿元）



资料来源: 亿翰智库, 企业年报

图表: 少数股东权益占所有者权益的比例



资料来源: 亿翰智库, 企业年报

### 3、连遭两次冲击，新城控股能否依然屹立？

2019年，新城控股遭遇了难以预料的黑天鹅事件，这于企业而言不可先见控制，企业经营遭到严峻挑战，评级遭下调，使得原就严峻的融资形势再度雪上加霜，企业资金端的压力增加，企业品牌形象一落千丈<sup>.....</sup>。为了自救，2019年7月开始，新城控股通过保障销售业绩、提升租金规模、转让项目公司股权和债权，实施股票期权激励计划等多措施应对危机，有效化解了负面事件对企业造成的不良影响。

### 3.1 2019 年全方位自救，企业危机逐渐解除

2019 年 7 月开始，新城控股加大销售力度，全年实现销售金额 2708 亿元，同比增长 22%，并顺利完成全年销售目标，稳居行业 TOP10，在亿翰智库《2019 年 1-12 月中国典型房企销售业绩 TOP200》榜单中位居第 8 位，行业地位稳固。在商业地产业务上，吾悦广场项目集中开业，持有物业租金收入及管理费收入同比实现大幅增长。

由于资金的短缺，2019 年全年新城控股通过项目公司股权及债权转让获得资金逾 100 亿元，配合投资节奏调整、加快资金回流等操作，企业杠杆水平和偿债能力有所优化。

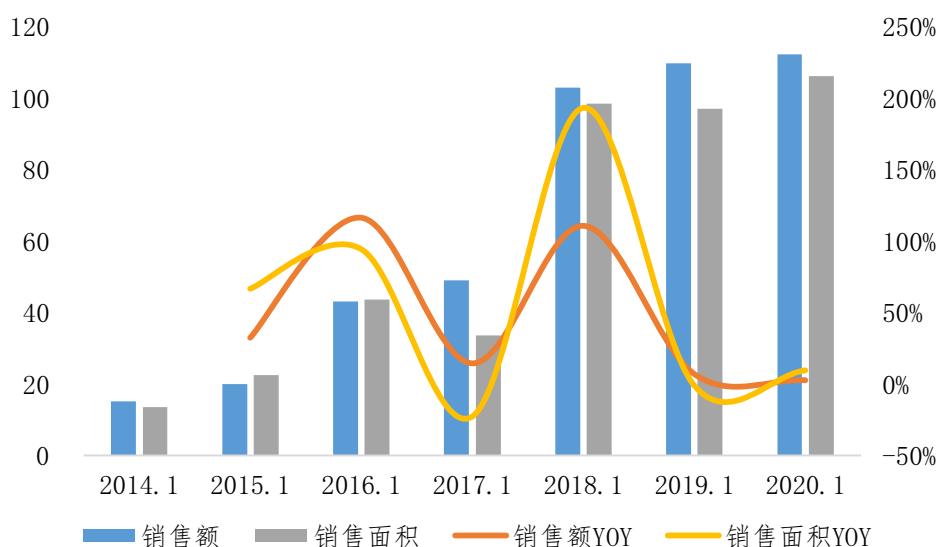
突发事件发生后，公司高层管理人员和核心团队稳定，2019 年年末，新城控股股票期权与限制性股票授予结果公告发布，授予日期为 2019 年 11 月 13 日，行权价格 27.40 元/股，首次授予 105 人，首次授予总数量为 1417.2 万份，授予对象包括 3 位董事、联席主席（梁志诚、陈德力、袁伯银）、财务负责人管有冬、董事会秘书陈鹏及 100 位中层管理人员及核心骨干，**预计 2020 年此激励机制将最大化管理层效能，提高核心团队忠诚度，维持住企业的稳定。**

随着一系列自救举措的实行，新城控股信誉逐渐恢复，2020 年 1 月 2 日，新城控股发布《中诚信证评已经将公司主体及相关债项撤出信用评级观察名单的公告》，**预计 2020 年企业的融资渠道将逐渐恢复。**

### 3.2 2020 年的挑战或不在疫情，而在遗留存货

2020 年 1 月受疫情影响，企业销售业绩遭到一定冲击，根据亿翰智库《2020 年 1 月中国典型房企销售业绩 TOP200》TOP10、TOP20 房企 1 月销售业绩平均增长率分别为 -8%、-11%，新城控股销售业绩仍在逆势中保持上升态势，销售金额与销售面积同比增速分别为 2%、9%，新城控股的销售力之强令人惊叹。

图表：2014.1-2020.1 新城控股销售业绩走势（亿元，万平方米）



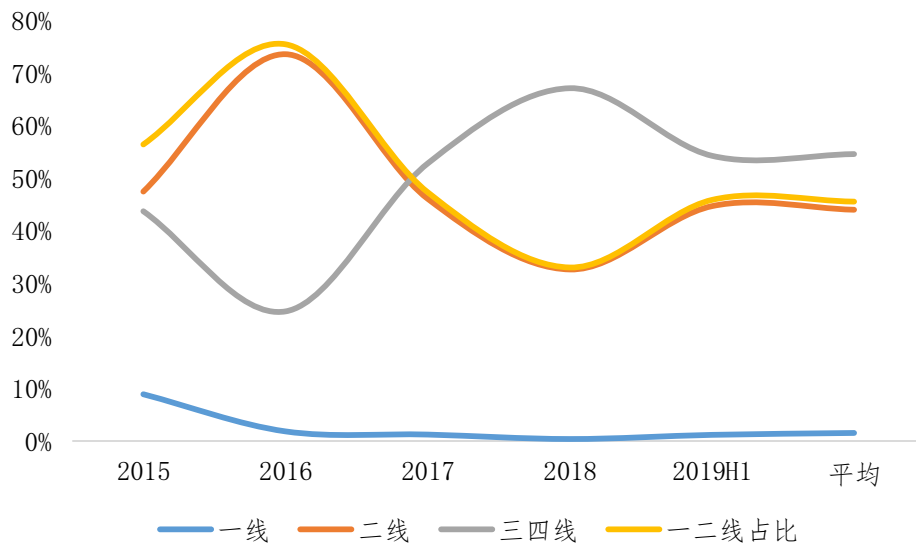
资料来源：亿翰智库，企业年报

而疫情对于销售业绩的短期冲击具有确定性，但真正的短期冲击或在于 2 月及 3 月，2-

3月销售业绩下滑或为大概率事件，但以新城控股的销售能力而言，待疫情消化，销售业绩也将大概率恢复，所以，就2020年来看，新城控股的销售总量或仍能维持一定水平，真正的挑战或在于遗留货量的去化问题。行业去化率下行已成共识，即说明企业在销售业绩上行的同时，项目去化的效率并不高，仍存在一定尚未顺利去化的货值，而这些货值会影响企业未来的发展速度和方向。

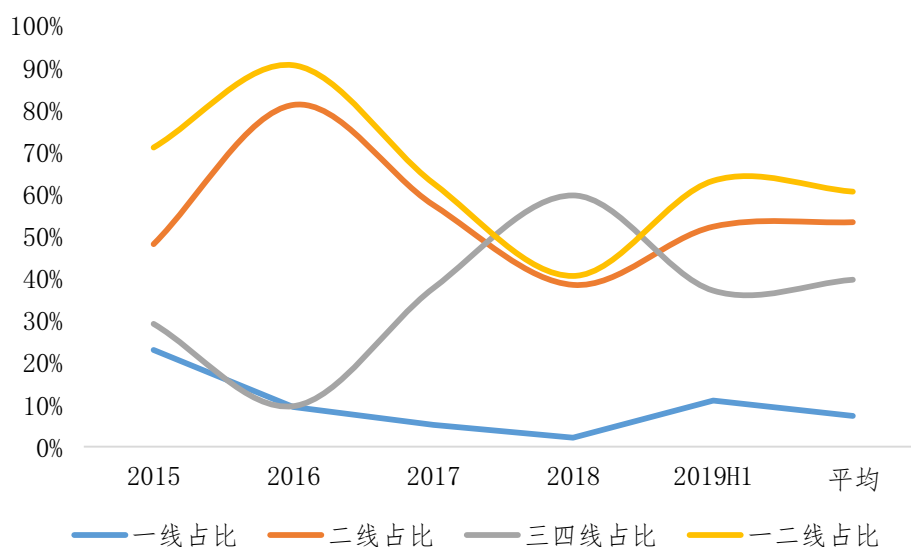
通过分析可以发现，2015年至2019年上半年，新城控股新增土地储备建筑面积总量达1.3亿平方米，投资重心仍在三四线城市，按总建筑面积计算的新增土地占比平均值54.5%，从2018年企业可售货值去化率情况来看，一二线城市项目去化率为67%，高于三四线城市去化率64%，从存货结构来看，三四线城市存货占比61.44%，考虑到2019年行业去化率普遍下滑，预计新城控股三四线城市存货总量仍将高于一二线城市存货总量，2019年遗留货值中，三四线城市遗留货值也或将明显高于一二线城市。

图表：2015-2019H1 新城控股新增土地储备建筑面积城市占比走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

图表：2015-2019H1 新城控股新增土地储备金额城市占比走势



资料来源: 亿翰智库, 企业年报

图表: 2019H1 新增土地储备城市分布

	新增土地总价 (亿元)	新增土地总建筑面积 (万平方米)
天津	64.1	204.8
长沙	37.4	177.6
昆明	15.1	157.7
盐城	15.3	152.9
武汉	53.1	123.2
滁州	12.7	123.0
太原	18.9	106.4
泰安	18.5	95.1
镇江	12.3	78.3
随州	4.8	69.3
淮安	3.0	68.7
沧州	14.6	64.4
济宁	15.0	58.4
内江	4.5	55.6
银川	7.3	55.6
铜陵	10.3	54.2
德阳	6.1	52.6
苏州	59.5	48.1
台州	31.3	45.5
合肥	11.0	43.4
上饶	6.7	42.5
常州	30.5	39.8
阜阳	9.3	34.1
襄阳	8.4	33.2
郑州	7.1	31.0
宿州	8.7	30.7
金华	16.1	27.9
许昌	6.7	27.7
徐州	18.3	27.4
眉山	1.9	26.2
亳州	4.2	24.0
惠州	6.9	23.2
西安	7.8	19.8
北京	49.5	19.6
嘉兴	6.3	17.9
重庆	9.1	16.7
杭州	27.2	16.6
日照	4.1	16.5
芜湖	8.7	16.3
嘉善	3.5	16.2

宁波	7.8	14.9
无锡	8.1	14.8
九江	6.8	14.5
温州	12.4	12.8
东营	2.1	10.0
商丘	1.8	9.8
临沂	1.1	9.7
上海	30.5	9.5
烟台	4.7	8.2
青岛	2.2	6.6
平湖	2.0	6.2
<b>合计</b>	<b>735.2</b>	<b>2459.2</b>

资料来源: 亿翰智库, 企业年报

从2018年及2019年1季度货值去化率来看,2018年新城控股货值总体的去化率为65%,2019年一季度去化率低至31%,假设2019年货值去化率仍保持在65%的水平,则2019年实现2708亿元的销售业绩需要4166亿元的可售货值,假设2019年已将2018年及之前货值完全去化完,则2019年带入2020年的货值将有1458亿元,占2019年全年销售业绩的54%,乐观假设,剩余货值中一二线与三四线城市占比为4:6,即使一二线城市货值能够完全去化,则三四线城市货值有874亿元,而我们认为,相对基本面较优的一二线城市,三四线城市项目的去化难度更高,特别是一些封闭型城市,想要实现项目的去化更是难上加难。所以,于新城控股而言,真正的挑战或不在于疫情对企业销售端造成的短期冲击,而是如何实现遗留货值的去化,特别是三四线城市遗留货值的去化。若不能有效实现货值去化,则于企业而言将造成致命打击,考虑到新城控股受2019年突发事件影响,融资渠道尚未完全恢复,再叠加行业紧缩的融资环境,所以于新城控股而言,2020年最大的挑战之一非存量去化莫属。

图表: 2018-2019Q1 新城控股货值去化情况 (亿元)

		一线城市	二线城市	三四线城市		合计
				长三角地区	非长三角地区	
2018	总可售货值	212.49	1,407.08	1,372.05	386.39	3,378.00
	上半年签约额	48.05	457.68	366.11	81.28	953.11
	下半年签约额	64.77	519.05	535.26	138.79	1,257.87
	累计签约额	112.82	976.73	901.37	220.06	2,210.98
	<b>签约额/总可售货值</b>	<b>53.09%</b>	<b>69.42%</b>	<b>65.70%</b>	<b>56.95%</b>	<b>65.45%</b>
2019Q1	总可售货值	131.79	547.09	617.54	222.85	1,519.27
	一季度签约额	30.29	158.84	206.55	71.46	467.14
	<b>签约额/总可售货值</b>	<b>22.98%</b>	<b>29.03%</b>	<b>33.45%</b>	<b>32.07%</b>	<b>30.75%</b>

资料来源: 亿翰智库, 企业年报, 企业公告

图表: 2016-2019H1 新城控股存货结构 (亿元)

	2016	2017	2018	2019H1
拟开发土地	42.87	196.40	111.87	239.91
开发成本	298.75	513.27	1301.56	1818.15

开发产品	53.31	54.11	42.30	50.72
<b>合计</b>	<b>394.93</b>	<b>763.79</b>	<b>1455.73</b>	<b>2108.78</b>

资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：存货主要为拟开发土地、开发成本和开发产品等，按成本与可变现净值孰低计量。拟开发土地是指所购入的、已决定将之发展为开发产品的土地；开发成本是指尚未建成、以出售为目的的物业；开发产品是指已建成、待出售的物业。

图表：2018年存货区域分布

	一线城市	二线城市	三四线城市		合计
			长三角地区	非长三角地区	
拟开发土地	-	30.72	39.91	41.24	111.87
开发成本	11.14	492.46	549.67	248.29	1,301.56
开发产品	7.24	19.82	12.92	2.32	42.3
合计	18.38	543	602.5	291.85	1,455.73
占比	1.26%	37.30%	41.39%	20.05%	100.00%

资料来源：亿翰智库，企业年报

疫情对于行业必将带来短期冲击，但于新城控股，甚至行业而言，真正的风险或不在疫情，也不在2020年。我们认为2020年对于新城而言，待疫情逐渐平息，企业销售业绩仍将保持高位，真正亟需解决的难题或在于遗留货值的去化问题，若无法顺利去化遗留货值，企业后续发展或将面临更大难题。除此之外，虽然新城控股土地储备总量超亿平米，可满足2-3年开发经营需要，其中三四线城市土地储备总量占比较高，建议新城控股做好长期化安排，适时进行土地储备补充，并及时优化货值结构。

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码