

新城控股 (601155.SH) 规模成长，双轮驱动，运营能力持续提升

2020年12月14日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

齐东 (分析师)

陈鹏 (分析师)

qidong@kysec.cn

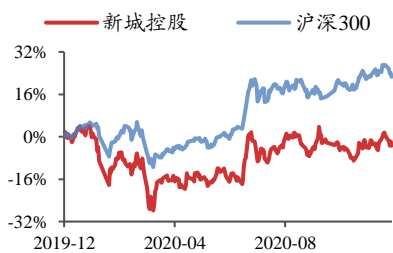
chenpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520060001

证书编号: S0790520100001

日期	2020/12/11
当前股价(元)	34.51
一年最高最低(元)	39.88/25.94
总市值(亿元)	778.45
流通市值(亿元)	774.92
总股本(亿股)	22.56
流通股本(亿股)	22.45
近3个月换手率(%)	22.26

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● “住宅+商业”双轮驱动，规模成长，运营优先，给予“买入”评级

新城控股秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，销售持续扩张，土地储备充沛；股权激励方案有效绑定员工利益。我们预计公司2020-2022年归母净利润160、198、241亿元，同比增长26.5%、23.9%、21.7%；EPS分别为7.09、8.79、10.70元，当前股价对应PE分别为4.9、3.9、3.2倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 规模成长，全国布局，综合体拿地成为主抓手

1) **销售：规模成长，全国布局。**公司2019年销售金额达2708亿元，过去5年复合增速70.50%，远超同期百强房企32.12%。2) **拿地态度回归积极。**公司2015-2018年拿地持续积极，金额口径的拿地力度分别为74.4%、82.4%、85.2%、50.3%，2020年公司经营情况持续复苏，拿地力度提升至56.1%。3) **土储资源充沛，综合体地块占比高达42%。**截至2020H1，公司土储规模达13706万平米，其中一二线城市占比36%，长三角三四线城市占比35%。

● 商业腾飞，吾悦品牌持续打造城市标杆

1) **规模持续提升：**截至2020Q3，吾悦广场已开业数达71个，租金及管理费收入达34.4亿元，同比增长23%。年内预计新开业30个吾悦广场，租金目标达55亿元。2) **重点布局核心城市群：**目前85%的吾悦广场布局于“十三五”19个国家级城市群，覆盖全国GDP80%的区域，服务所在城市80%的主流人群。3) **租金经营随开业年限延长表现更佳。**截至2019年，开业1-3年的吾悦广场平均租金收入0.90亿元，同比增长27%；开业5年以上达1.67亿元/座，同比增长15%。

● 激励机制全面，业绩承诺彰显高增信心

中短期激励手段包括“新城合伙人”跟投制度、“共创、共担、共享”计划、“竞创百亿”计划等。此外，公司发布新的股权激励计划，累计授予权益占总股本的1.21%，业绩目标为2019-2022年扣非后净利润分别较2018年增长不低于20%、70%、120%。

● **风险提示：**行业销售规模大幅下滑；按揭贷款利率大幅上行。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54,133	85,847	125,570	155,693	187,679
YOY(%)	33.6	58.6	46.3	24.0	20.5
归母净利润(百万元)	10,491	12,654	16,001	19,827	24,128
YOY(%)	74.0	20.6	26.5	23.9	21.7
毛利率(%)	36.7	32.6	29.4	29.8	29.9
净利率(%)	19.4	14.7	12.7	12.7	12.9
ROE(%)	24.0	21.5	22.5	22.4	21.9
EPS(摊薄/元)	4.65	5.61	7.09	8.79	10.70
P/E(倍)	7.4	6.2	4.9	3.9	3.2
P/B(倍)	2.6	2.0	1.5	1.1	0.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、深耕长三角、布局全国，双轮驱动、快速发展.....	4
1.1、发展历史悠久，股权结构稳定.....	4
1.2、激励机制全面，管理层架构稳定.....	5
1.3、财务数据靓丽，业绩确定性强.....	7
2、规模成长，综合体拿地成为主抓手.....	8
2.1、销售：规模成长，全国布局，聚焦城市群、都市圈.....	8
2.2、拿地：态度回归积极，综合体拿地成为抓手.....	10
2.3、土储：可售资源充沛，综合体地块占比高达 42%.....	11
3、商业腾飞，吾悦持续打造城市标杆.....	13
4、负债持续改善，短期偿债压力小.....	17
5、盈利预测与投资建议.....	18
6、风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1：新城控股发展至今历史悠久.....	4
图 2：截至 2020Q3 公司股权结构稳定.....	5
图 3：截至 2020Q3 公司营收同比增长 137%.....	7
图 4：截至 2020Q3 公司归母净利润同比增长 27%.....	7
图 5：截至 2020Q3 公司合同负债同比增长 44%.....	7
图 6：截至 2020Q3 公司销售净利率 8%.....	7
图 7：2019 年公司营收中住宅销售、综合体销售收入占比分别为 49%、44%.....	8
图 8：截至 2020 年 10 月公司销售金额同比减少 14%.....	8
图 9：截至 2020 年 10 月公司销售面积同比减少 9%.....	8
图 10：公司销售额增速远高于同期 TOP100 房企销售增速.....	9
图 11：公司 2019 年住宅销售占总销售金额的 71%.....	9
图 12：公司 2019 年一二线城市占总销售金额的 44%.....	9
图 13：公司 2019 年长三角、中西部销售额占比 56%、17%.....	10
图 14：公司 2020H1 拿地金额同比减少 26%.....	10
图 15：公司 2020H1 拿地面积同比减少 22%.....	10
图 16：公司 2020H1 拿地金额中一二线占比 52%.....	11
图 17：公司 2020H1 拿地金额中纯住宅占比 73%.....	11
图 18：公司 2020H1 整体楼面价 2867 元/平米.....	11
图 19：公司 2020H1 金额口径拿地力度 56%.....	11
图 20：公司土地储备规模持续提升.....	12
图 21：公司 2020H1 土储中一二线占比 36%.....	12
图 22：公司 2020H1 土储中长三角占比 44%.....	12
图 23：公司 2020H1 土储中住宅地块占比 58%.....	12
图 24：公司完成全国化布局.....	13
图 25：公司 2020H1 已布局 115 个城市.....	13
图 26：公司吾悦广场实现全国化布局（截至 2020Q1）.....	13

图 27: 截至 2020Q3 公司吾悦广场开业达 71 个.....	14
图 28: 截至 2020Q3 公司租金及管理费收入达 34.4 亿元.....	14
图 29: 2020H1 已开业、筹备广场数量长三角占比 48%	14
图 30: 截至 2020Q3 公司年内出租率均值 96.6%	14
图 31: 截至 2020H1, 公司开业年限越久的吾悦广场租金表现越好	15
图 32: 公司 2020H1 有息负债同比下降 2%	17
图 33: 公司 2020H1 有息负债中短债占比 43%	17
图 34: 截至 2020Q3 剔除预收后的资产负债率 78%	17
图 35: 公司 2020H1 净负债率 35%	17
图 36: 截至 2020Q3 公司现金短债比为 1.8 倍.....	18
图 37: 公司 2020H1 综合融资成本 6.85%	18
表 1: 公司第二期股票期权与限制性股票激励计划的各年度业绩考核目标.....	5
表 2: 公司第二期股权激励方案覆盖 108 位高管、中层及核心骨干	6
表 3: 公司限制性股票激励计划覆盖 36 位高管、中层及核心骨干	6
表 4: 公司管理层结构稳定	6
表 5: 公司已开业及筹备期吾悦广场布局广泛.....	14
表 6: 公司 2019 年吾悦广场不同开业年限租金增值情况.....	16
表 7: 公司 2018 年前产生租金的吾悦广场租金收入增速可观.....	16
表 8: 公司 2020 年后发债情况持续好转	18
表 9: 对应当前股价, 可比主流房企 2020/2021 年 PE 均值在 5.2、4.3 倍	19
表 10: 对应当前股价, 可比主流房企 2020/2021 年 PB 均值在 1.38、1.14 倍.....	19

1、深耕长三角、布局全国，双轮驱动、快速发展

1.1、发展历史悠久，股权结构稳定

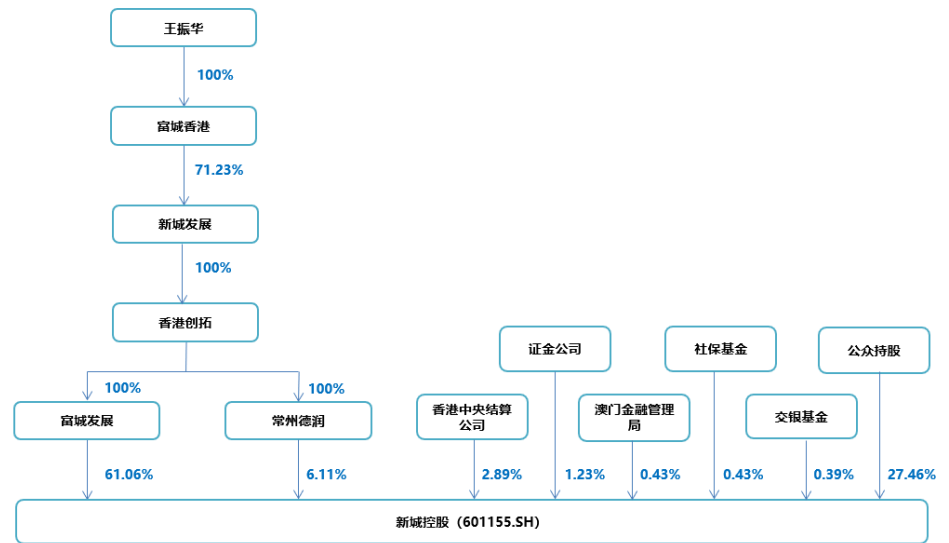
新城控股 1993 年创立于江苏常州，现总部设于上海。2001 年公司在 B 股成功上市，2002 年住宅业务成功拓展至长三角区域，实现了由城市公司向区域公司的跨越；2008 年公司开始布局商业地产领域；2012 年“吾悦”商业地产品牌诞生；2015 年新城控股合并新城地产并于 A 股上市；2016 年公司制定“千亿新城”战略目标，加速全国化布局；2019 年公司布局城市达 105 个，销售金额 2708 亿元，同比增长 22%，在 CRIC 发布的百强房企销售排行榜中位列第 8 位。

图1：新城控股发展至今历史悠久



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权结构稳定，控股股东为富域发展。截至 2020Q3，公司控股股东富域发展持股占比 61.06%；公司实控人仍为王振华，间接通过富域发展、常州润德持有公司股份 47.85%。此外证金公司、澳门金融管理局、社保基金分别持股占比 1.23%、0.43%、0.43%，股权结构相对稳定。

图2：截至 2020Q3 公司股权结构稳定


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、激励机制全面，管理层架构稳定

公司激励机制全面。中短期看，“新城合伙人”跟投制度及“共创、共担、共享”计划实现项目管理团队绩效与项目经营业绩挂钩；“竞创百亿”计划鼓励更多城市公司深耕所在区域，提高市场占有率。此外，中长期公司还有股权激励计划，全方位多层次的激励机制，把公司打造成创业平台，激发了全员创业热情，使全员都主动参与到公司经营中去。

2016年10月，公司发布第一期限制性股票激励计划，累计授予限制性股票4200万股，占当期总股本的1.89%，对应2016-2018年归母净利润承诺为25、35、50亿元。

2019年9月，公司发布第二期股票期权与限制性股票激励计划。股票期权方面，公司拟向108位激励对象合计授予1556.88万份股票期权，占总股本的0.69%，行权价格为每股27.40元。限制性股票方面，公司拟向36位激励对象合计授予1166.36万股限制性股票，约占总股本的0.52%，其中首次授予1054.70万股，授予价格为13.70元/股。本次激励计划累计授予激励对象合计权益2723.24万份，占总股本的1.21%，覆盖面广，业绩目标为2019-2022年公司扣非后净利润分别较2018年增长不低于20%、70%、120%。

表1：公司第二期股票期权与限制性股票激励计划的各年度业绩考核目标

行权期	业绩考核目标	解锁比例
第一个行权期	2019年扣非后归母净利润较2018年增长不低于20%	40%
第二个行权期	2020年扣非后归母净利润较2018年增长不低于70%	40%
第三个行权期	2021年扣非后归母净利润较2018年增长不低于120%	30%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2: 公司第二期股权激励方案覆盖 108 位高管、中层及核心骨干

姓名	职务	股票期权数量 (万份)	占授予股票期权 总数的比例	占股本比例
梁志诚	董事、联席总裁	32.8	2.11%	0.01%
陈德力	董事、联席总裁	32.8	2.11%	0.01%
袁伯银	董事、联席总裁	32.8	2.11%	0.01%
管有冬	财务负责人	25.4	1.63%	0.01%
陈鹏	董事会秘书	12.1	0.78%	0.01%
中层管理人员、核心骨干 (103 人)		1,315.60	84.50%	0.58%
预留		105.38	6.77%	0.05%
合计		1,556.88	100.00%	0.69%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 公司限制性股票激励计划覆盖 36 位高管、中层及核心骨干

姓名	职务	限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股 票总数的比例	占股本比例
梁志诚	董事、联席总裁	60	5.14%	0.03%
陈德力	董事、联席总裁	60	5.14%	0.03%
袁伯银	董事、联席总裁	60	5.14%	0.03%
管有冬	财务负责人	45	3.86%	0.02%
陈鹏	董事会秘书	17.8	1.53%	0.01%
中层管理人员、核心骨干 (31 人)		811.9	69.61%	0.36%
预留		111.66	9.57%	0.05%
合计		1,166.36	100.00%	0.52%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司管理层结构稳定。目前王晓松任职公司董事长兼总裁, 王晓松曾任江苏新城市场营销部总经理、董事兼总裁; 此外, 执行董事兼行政总裁吕小平、董事兼联席总裁梁志诚均在公司任职多年。商业地产方面, 2019 年公司引入曲德君, 曲德君 2002 年 9 月-2019 年 5 月于大连万达集团任职, 曾担任万达商业地产股份有限公司总裁助理, 副总裁, 执行总裁, 兼万达商业管理公司总经理, 万达金融集团总裁等职务。

表4: 公司管理层结构稳定

高管	职务	履历
王晓松	董事长兼总裁	曾任江苏新城地产常州公司工程部土建工程师, 上海公司工程部助理经理, 项目总经理, 江苏新城地产总裁助理, 董事兼总裁。现任公司董事长兼总裁, 新城发展非执行董事。
梁志诚	董事兼联席总裁	曾任江苏新城地产总裁助理, 江苏新城物业服务董事长兼总经理, 江苏新城地产助理总裁, 副总裁, 新城发展执行董事兼联席总裁。现任公司董事兼联席总裁。
吕小平	董事兼行政总裁	曾任江苏新城地产总裁, 副董事长。现任公司董事, 新城发展执行董事兼行政总裁。
曲德君	董事	2002 年 9 月-2019 年 5 月于大连万达集团任职, 曾任职万达商业地产执行总裁, 兼万达商业管理公

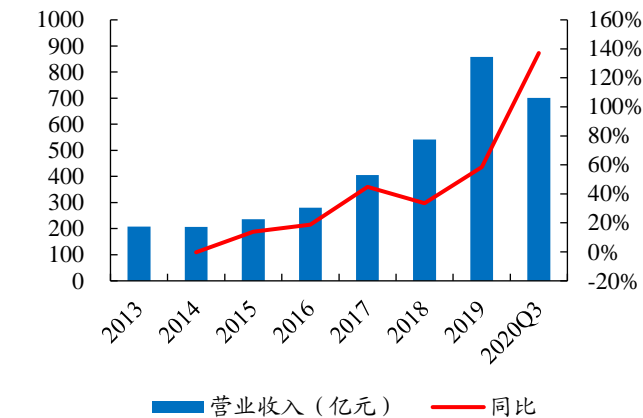
高管	职务	履历
管有冬	财务负责人	司总经理，万达金融集团总裁，万达宝贝王集团董事长。现任新城控股董事，新城发展非执行董事兼副董事长。
陈鹏	董事会秘书	曾任职江苏新城地产财务管理中心会计经理，助理总经理，总经理。现任公司财务负责人。
		曾任职新城控股董事会办公室主任，2015年12月至今任公司董事会秘书、董事会办公室主任。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务数据靓丽，业绩确定性强

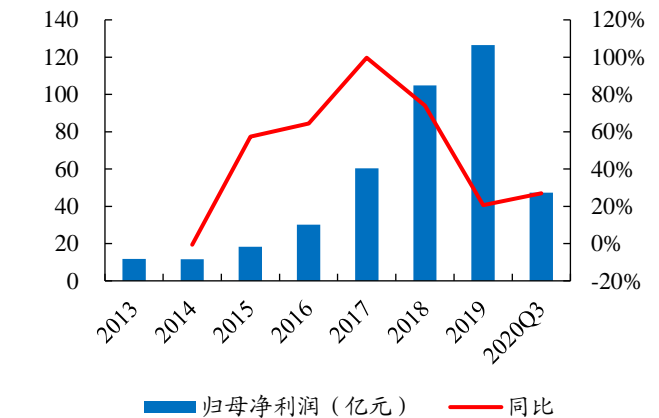
截至2020年前三季度，公司营收701亿元，同比增长137%；归母净利润47亿元，同比增长27%，归母净利润增速低于营收增速主要源于公司盈利能力有所回落，销售毛利率有所下滑，同时公司年内计提较多资产减值准备。公司业绩确定性较强，截至2020Q3，公司合同负债2381亿元，同比增长44%，是2019年营收的2.78倍，有效保障公司未来结算业绩规模。

图3：截至2020Q3公司营收同比增长137%



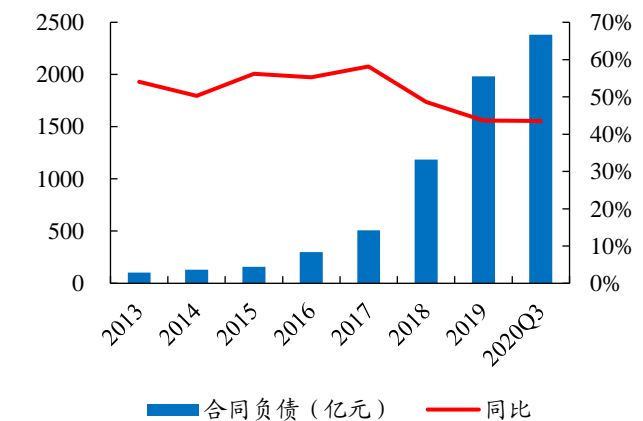
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：截至2020Q3公司归母净利润同比增长27%



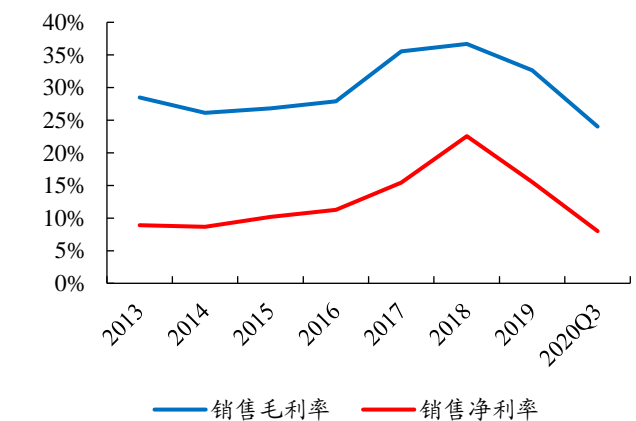
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：截至2020Q3公司合同负债同比增长44%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

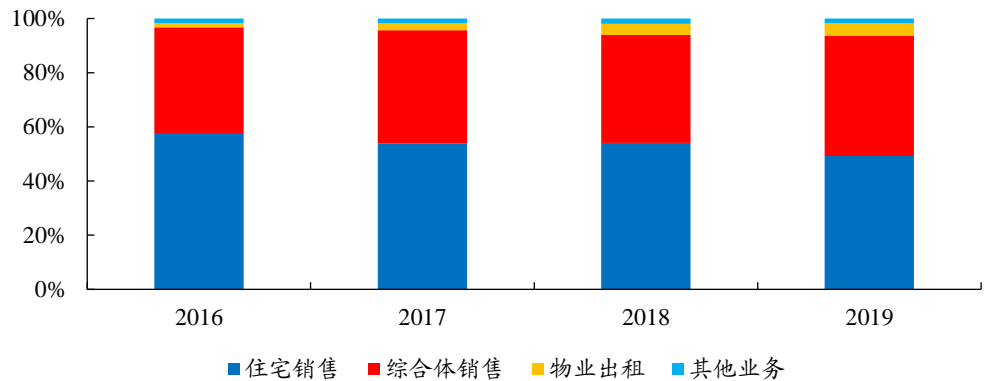
图6：截至2020Q3公司销售净利率8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司的主营业务为房地产开发与销售，经营模式以自主开发销售为主。目前，公司秉持“住宅+商业”地产双轮驱动的模式。从收入结构看，公司2019年房地产业务收入占比达93%；其中住宅销售、综合体销售分别占比49%、44%。此外，公司物业出租收入占比达5%。

图7：2019年公司营收中住宅销售、综合体销售收入占比分别为49%、44%



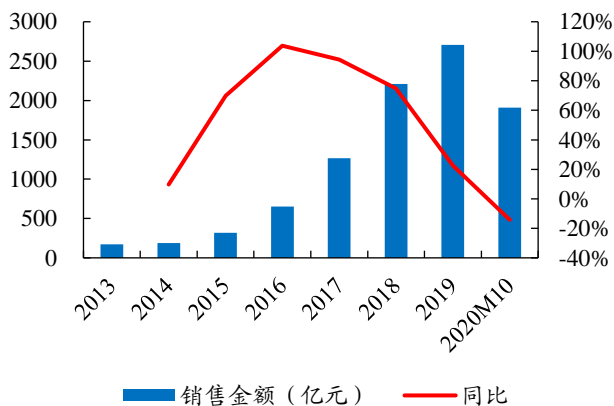
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、规模成长，综合体拿地成为主抓手

2.1、销售：规模成长，全国布局，聚焦城市群、都市圈

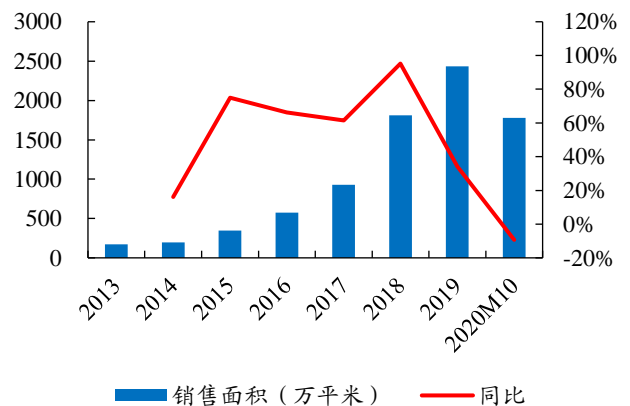
公司2019年合同销售金额达2708亿元，同比增长22.48%；销售面积达2432万平方米，同比增长34.21%，增速位列2019年度百强房企第二。根据CRIC发布的百强房企销售排行榜，公司2019年度销售金额及销售面积位列行业第8位。公司销售规模增长迅猛。2014-2019年公司销售金额复合增速70.50%，销售面积复合增速65.19%，同期百强房企销售金额、面积复合增速分别为32.12%、25.82%。

图8：截至2020年10月公司销售金额同比减少14%

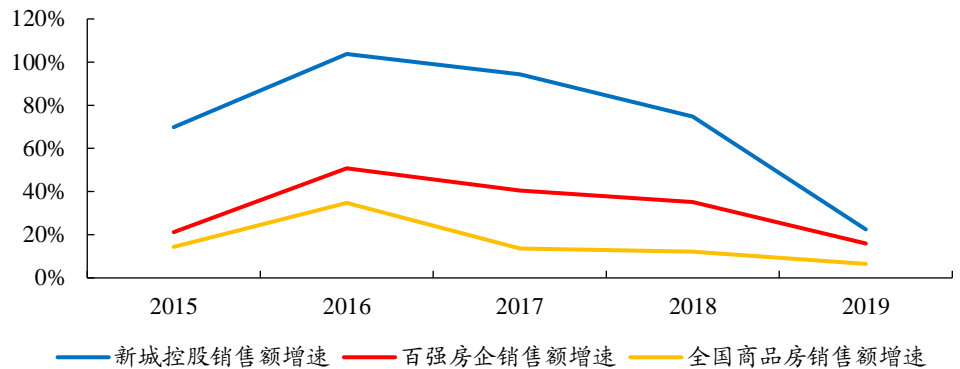


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：截至2020年10月公司销售面积同比减少9%



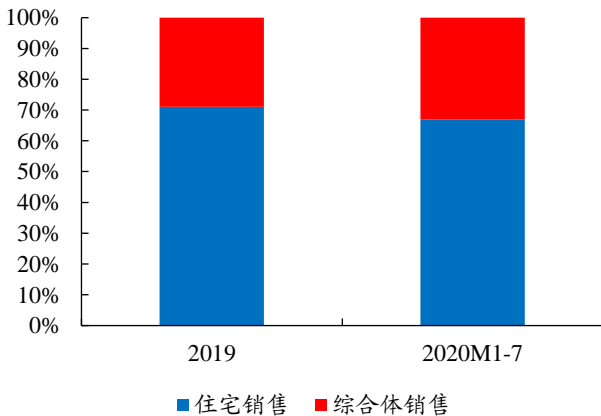
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10: 公司销售额增速远高于同期 TOP100 房企销售增速


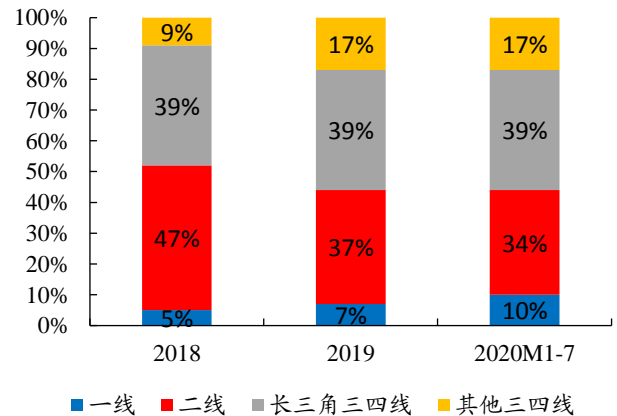
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2020年1-10月,公司销售金额1908亿元,同比减少14%;销售面积1777万平方米,同比减少9%。2020年公司提出销售目标2500亿元,目前已经完成年度目标的76.3%。公司战略目标有所转变,更为聚焦利润成长。

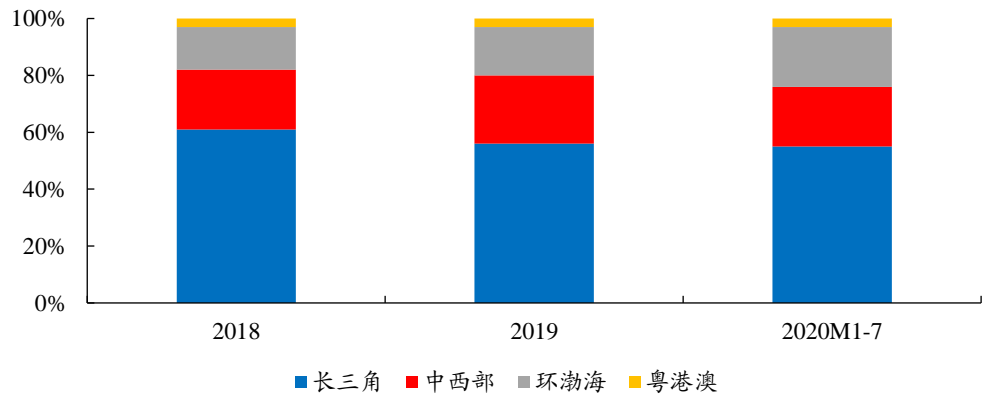
公司销售重点布局长三角地区,全国化布局形成。截至2020年7月,公司住宅销售、综合体销售占比分别为33%、67%;按照城市能级划分,公司在一线、二线、长三角三四线、其他三四线占比分别为10%、34%、39%、17%;从区域布局看,公司在长三角、中西部、环渤海、粤港澳分别占比55%、21%、21%、3%。

图11: 公司2019年住宅销售占总销售金额的71%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 公司2019年一二线城市占总销售金额的44%


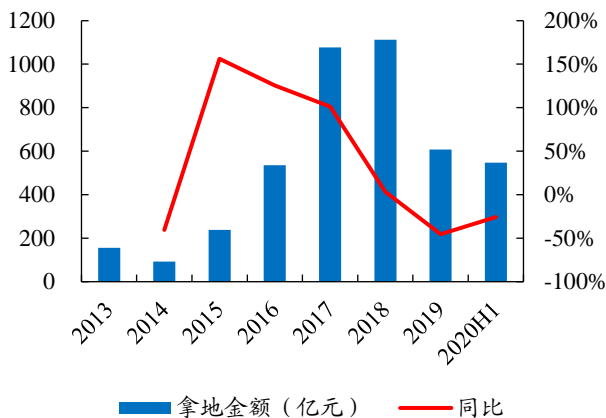
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 公司 2019 年长三角、中西部销售额占比 56%、17%


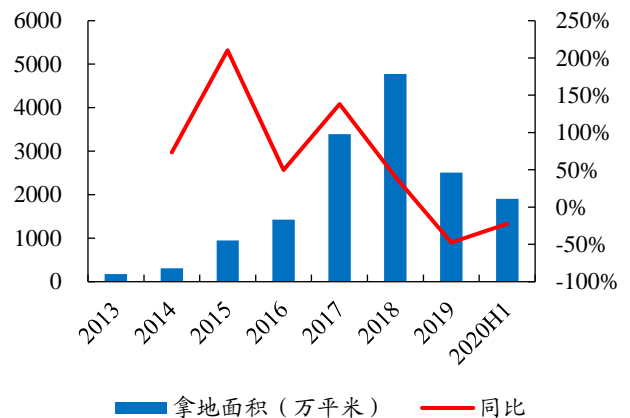
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、拿地: 态度回归积极, 综合体拿地成为抓手

公司 2015-2018 年拿地持续积极, 金额口径的拿地力度 (拿地金额/销售金额) 分别为 74.4%、82.4%、85.2%、50.3%, 面积口径的拿地力度分别为 297.7%、218.9%、268.3%、215.9%。2019 年受负面消息影响, 公司拿地力度有所回落, 2019 年拿地金额 607 亿元, 同比减少 45%; 拿地面积 2508 万平方米, 同比减少 47%, 拿地金额占销售金额的 22.4%。2020 年公司经营情况持续复苏, 拿地态度回归积极, 金额口径的拿地力度 56.1%, 较 2019 年全年提升 33.7 个百分点。

图14: 公司 2020H1 拿地金额同比减少 26%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 公司 2020H1 拿地面积同比减少 22%


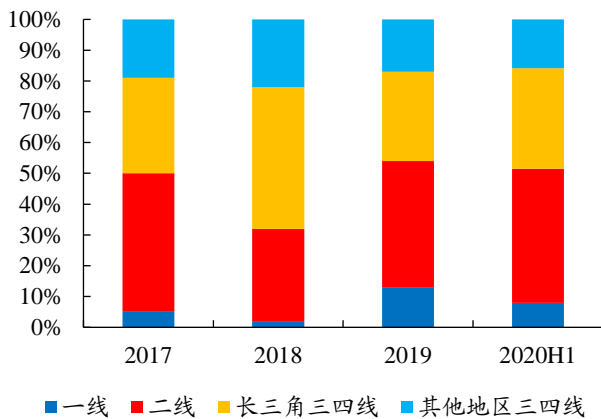
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从区域布局看, 公司仍然主要布局在一二线城市及长三角的三四线城市, 截至 2020H1, 公司一线、二线、长三角三四线城市分别占比 8%、44%、33%, 2019 年后公司适度增加一线城市项目的布局。公司坚持以综合体方式拿地, 有效控制拿地成本。截至 2020H1, 公司拿地金额中商业综合体拿地占比 27%, 2019 年后商业综合体

拿地规模持续提升。

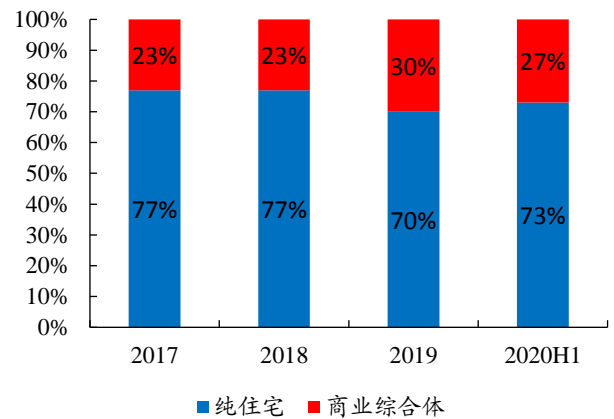
拿地成本得到有效控制主要受益于商业综合体拿地抓手。截至 2020H1，公司整体楼面价 2867 元/平米，2017 年后整体呈现相对稳定态势，这主要受益于公司商业综合体拿地成本相对可控、同时拿地规模占比稳中有升。而纯住宅地块竞争依旧激烈，2020H1 公司纯住宅地块楼面价 5146 元/平米，上升趋势更为明显。

图16: 公司 2020H1 拿地金额中一二线占比 52%



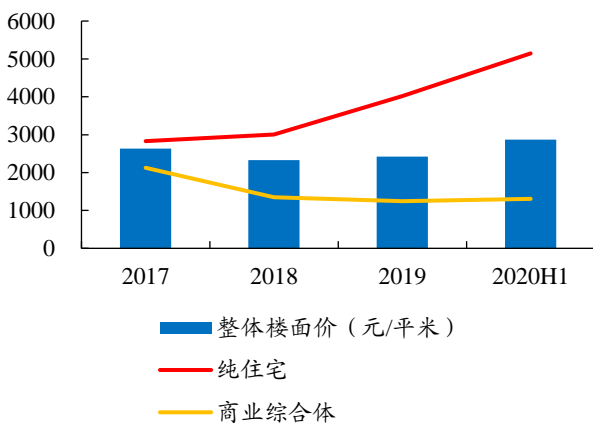
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 公司 2020H1 拿地金额中纯住宅占比 73%



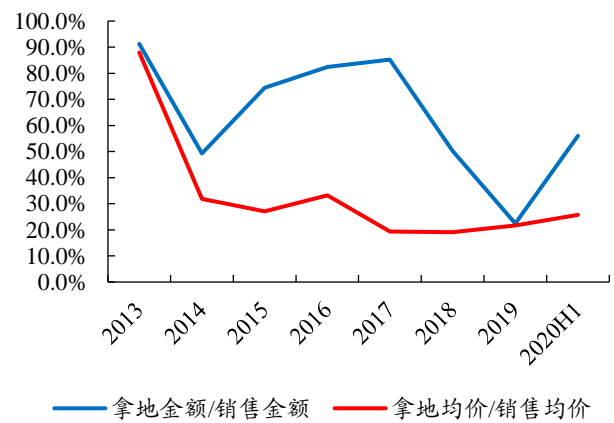
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 公司 2020H1 整体楼面价 2867 元/平米



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 公司 2020H1 金额口径拿地力度 56%

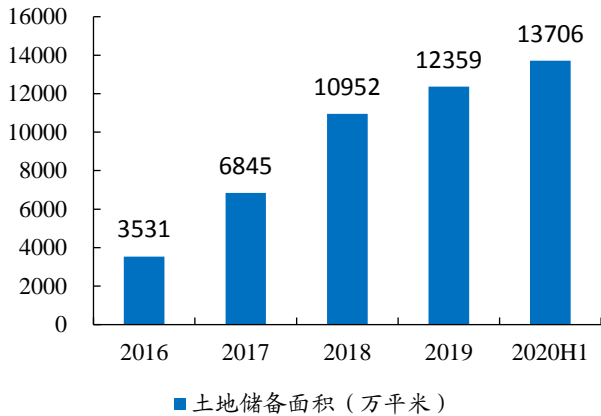


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.3、土储: 可售资源充沛, 综合体地块占比高达 42%

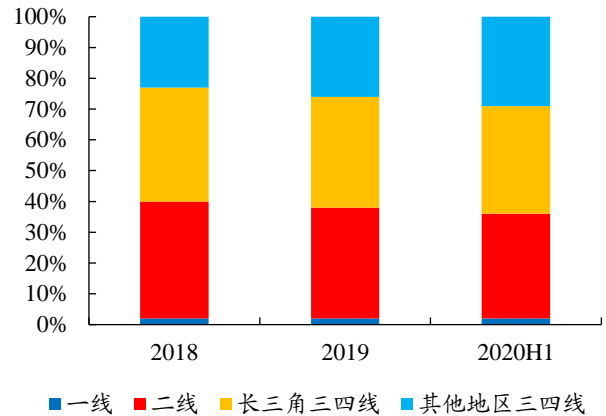
公司土储资源充沛, 截至 2020H1, 公司土地储备 (未结算口径) 规模达 13706 万平方米。从城市能级看, 公司一二线城市占比 36%, 长三角三四线城市占比 35%。按土地性质看, 综合体地块占比已上升至 42%, 较 2019 年继续提升 4 个百分点。

图20: 公司土地储备规模持续提升



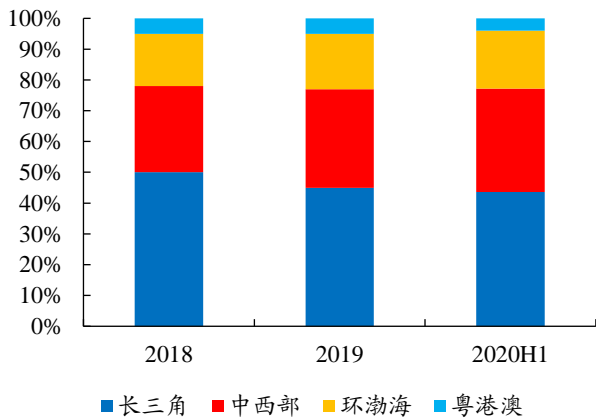
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 公司 2020H1 土储中一二线占比 36%



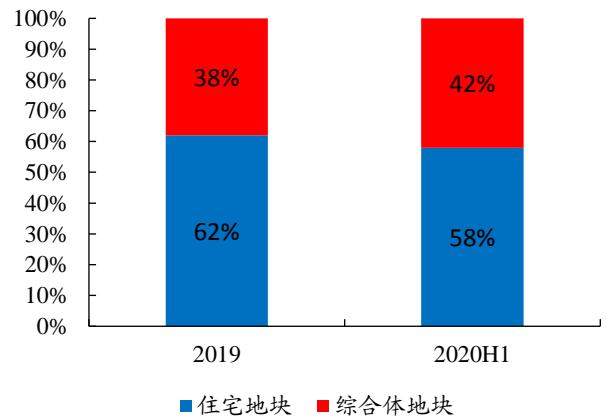
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 公司 2020H1 土储中长三角占比 44%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 公司 2020H1 土储中住宅地块占比 58%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

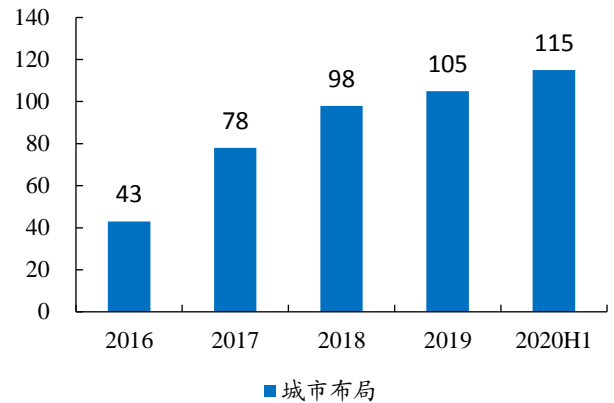
公司秉持“住宅+商业”地产双轮驱动的模式，以上海为中枢，长三角为核心，已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局。截至 2020H1，公司已进入全国 115 个大中型城市。

图24: 公司完成全国化布局



资料来源: 公司官网

图25: 公司 2020H1 已布局 115 个城市



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、商业腾飞，吾悦持续打造城市标杆

商业地产品牌“吾悦广场”致力于打造体验式商业综合体，通过打造餐饮、亲子、珠宝馆、鞋履馆、家居生活等优势业态，形成聚合效应，扩大吾悦商业的辐射范围。2012年，“吾悦”商业品牌诞生后，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2020H1，公司在全国范围内布局139座吾悦广场，布局在29个省份及直辖市、86个城市，其中已开业运营累计达到63座。

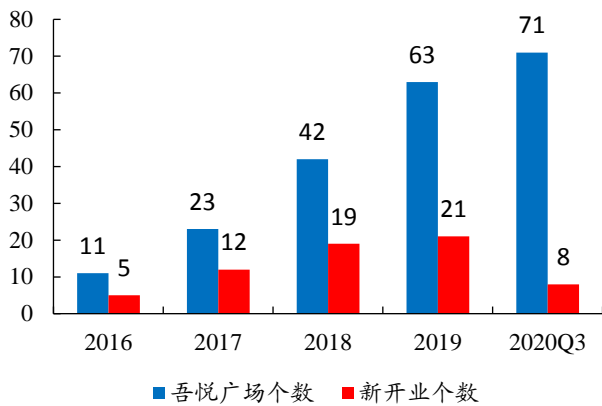
截至2020Q3，吾悦广场已开业数达71个，租金及管理费收入达34.4亿元，同比增长23%。2020年，公司预计新开业30个吾悦广场，即到年底，公司预计开业广场数达93个，年度租金目标达55亿元。

图26: 公司吾悦广场实现全国化布局 (截至2020Q1)



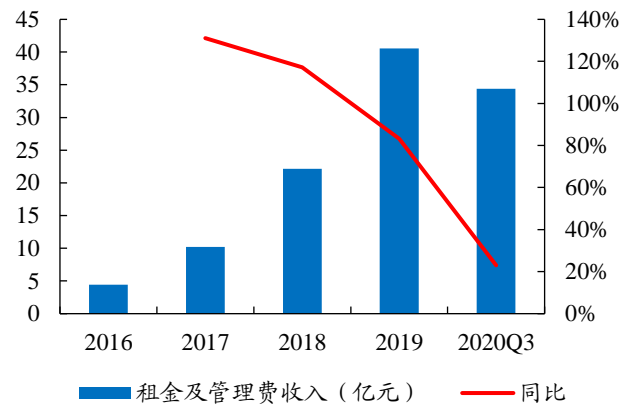
资料来源: 2019 年业绩会 PPT

图27: 截至 2020Q3 公司吾悦广场开业达 71 个



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

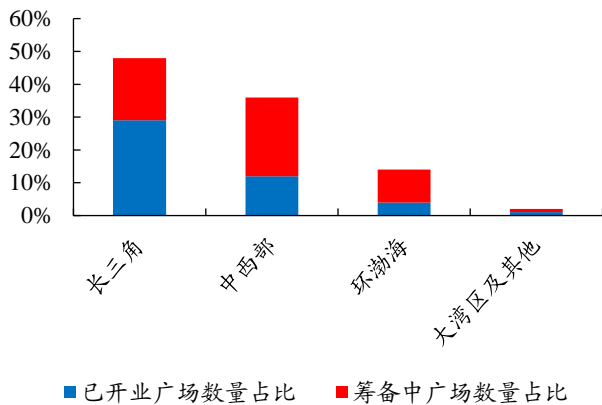
图28: 截至 2020Q3 公司租金及管理费收入达 34.4 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

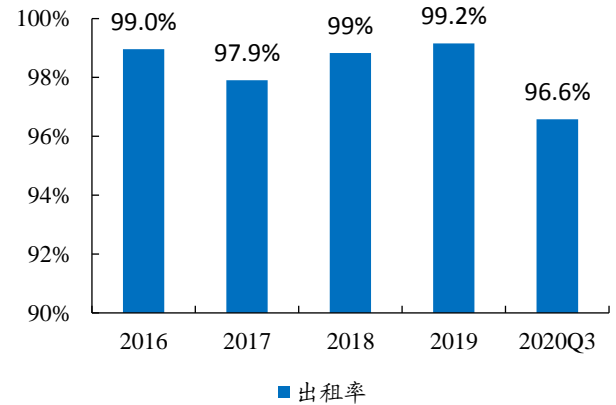
从区域布局看, 截至 2020H1, 公司长三角地区的已开业、筹备中广场数量占比达 48%, 此外中西部区域占比 36%, 环渤海占比 14%。目前 85% 的吾悦广场布局于“十三五” 19 个国家级城市群, 覆盖了全国 GDP 80% 的区域, 服务所在城市 80% 的主流人群, 实现对城市人流和消费流的汇聚, 已初步形成规模效应。截至 2020Q3, 公司出租率均值在 96.6%, 2016-2019 年持续维持在 98-99% 高位。

图29: 2020H1 已开业、筹备广场数量长三角占比 48%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 截至 2020Q3 公司年内出租率均值 96.6%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 公司已开业及筹备期吾悦广场布局广泛

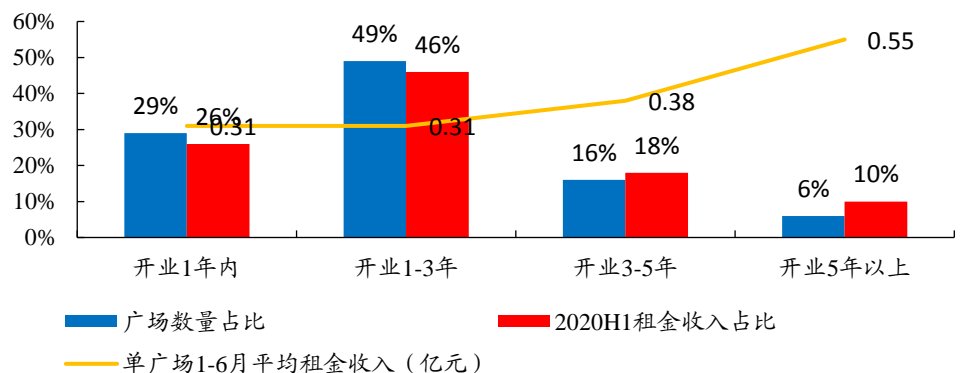
已开业及筹备期吾悦广场布局情况									
长三角: 4省 32城 66座									
上海	1	湖州	3	宁波	2	蚌埠	1	无锡	1
苏州	4	嘉兴	3	温州	2	阜阳	1	安庆	1
南京	3	台州	3	滁州	2	合肥	1	宿州	1

已开业及筹备期吾悦广场布局情况

常州	6	宿迁	3	徐州	2	淮北	1	金华	1
盐城	4	连云港	2	淮安	2	淮南	1		
镇江	4	南通	2	衢州	1	六安	1		
扬州	3	泰州	2	绍兴	1	铜陵	1		
中西部: 15省 36城 50座									
昆明	4	重庆	3	桂林	1	太原	1	安康	1
长沙	4	安阳	1	汉中	1	渭南	1	贵阳	1
成都	2	宝鸡	1	荆州	1	襄阳	1	随州	1
南昌	2	保山	1	兰州	1	孝感	1	遵义	1
乌鲁木齐	2	北海	1	南宁	1	延安	1		
西安	2	大同	1	内江	1	银川	1		
西宁	2	德阳	1	钦州	1	运城	1		
郑州	2	贵港	1	上饶	1	邵通	1		
环渤海: 7省 14城 19座									
天津	3	长春	2	临沂		潍坊	1	滨州	1
包头	2	沧州	1	青岛		淄博	1	济宁	1
泰安	2	哈尔滨	1	沈阳		唐山	1		
粤港澳大湾区及其他: 3省 4城 4座									
福州	1	海口	1	泉州	1	肇庆	1		

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

随着开业时间的延长, 公司吾悦广场租金经营表现更佳。截至 2020H1, 公司开业 1 年内、1-3 年、3-5 年、5 年以上的吾悦广场收入占比分别达到 26%、46%、18%、10%, 疫情影响下, 经营愈久的吾悦广场表现愈好, 开业 5 年以上的吾悦广场单广场租金收入达 0.55 亿元。

图31: 截至 2020H1, 公司开业年限越久的吾悦广场租金表现越好


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

为剔除疫情影响, 我们观察 2019 年经营情况, 开业 1-3 年的吾悦广场平均租金

收入 0.90 亿元，同比增长 27%；而开业 5 年以上的吾悦广场平均租金收入 1.67 亿元/座，同比增速仍有 15%，增速较为稳定。随着开业年限的提升，公司开业的吾悦广场经营情况仍在持续向好。

表6: 公司 2019 年吾悦广场不同开业年限租金增值情况

开业时长	数量	平均开业年限	合计租金收入	占总租金收入百分比	2019 年单广场平均租金收入	单广场租金收入增幅均值
5 年以上	3 座	6.64 年	5.00 亿元	12.28%	1.67 亿元	14.81%
3-5 年	8 座	3.58 年	7.17 亿元	17.63%	0.90 亿元	26.97%
1-3 年	31 座	1.66 年	23.95 亿元	58.87%	0.77 亿元	344.23%
1 年以内	21 座	0.25 年	4.56 亿元	11.21%	0.22 亿元	/

资料来源：公司公告、开源证券研究所（1-3 年单广场租金收入增幅不具备可比性，因 2018 年开业项目当年非完整 12 月租金数据）

表7: 公司 2018 年前产生租金的吾悦广场租金收入增速可观

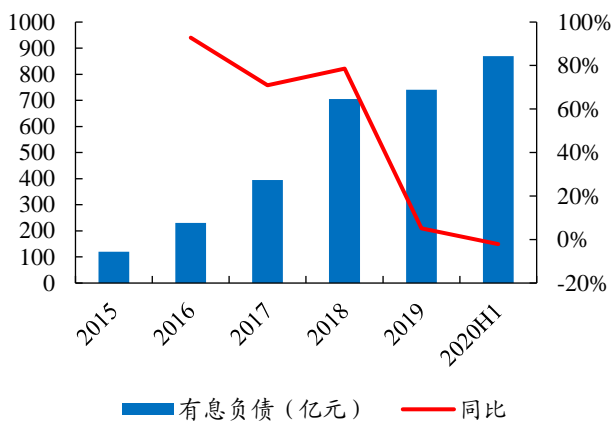
项目名称	总建面 (万平米)	可出租面积 (万平米)	出租率	2015 租金 (万元)	2016 租金 (万元)	2017 租金 (万元)	2018 租金 (万元)	2019 租金 (万元)	复合增速 (收租第二年 开始算)
常州武进吾悦广场	14.22	9.93	99%	5270	11477	14500	17942	20726	22%
常州吾悦国际广场	10.24	6.24	99%	4789	9704	11513	13453	15336	16%
上海青浦吾悦广场	8.63	5.87	94%			10169	12113	13921	15%
吴江吾悦广场	11.08	6.20	99%	476	1884	3557	5520	7724	60%
张家港吾悦广场	10.85	6.08	99%	750	4511	5937	7116	7979	21%
丹阳吾悦广场	10.39	6.78	100%	74	4539	6013	7881	10161	31%
海口吾悦广场	11.26	6.58	100%		1206	6592	8988	11666	33%
南昌吾悦广场	8.97	6.10	99%		760	4798	6409	7744	27%
金坛吾悦广场	8.72	6.18	99%		553	5214	7345	9378	34%
安庆吾悦广场	9.99	6.58	100%		224	4539	5782	7899	32%
成都吾悦广场	7.83	5.15	100%			4860	7675	9197	20%
桐乡吾悦广场	8.60	5.47	100%			4335	7538	10561	40%
衢州吾悦广场	8.70	5.62	100%			3242	6000	7952	33%
长春吾悦广场	13.07	6.91	99%			4193	8052	9489	18%
诸暨吾悦广场	13.71	7.76	98%			1477	4275	4393	3%
镇江吾悦广场	8.16	5.13	99%			2747	6802	9367	38%
青岛吾悦广场	13.68	7.68	99%			2554	9683	11443	18%
嵊州吾悦广场	8.50	5.65	100%			1655	6283	8501	35%
如皋吾悦广场	8.52	5.45	100%			1223	6141	8267	35%
宁波吾悦广场	9.19	6.21	100%			1154	5404	6781	25%
南京吾悦广场	4.80	2.63	100%			391	6048	6407	6%
成都武侯吾悦广场	8.37	5.70	95%			793	6403	5222	-18%
晋江吾悦广场	8.65	5.24	98%			547	5814	6057	4%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、负债持续改善，短期偿债压力小

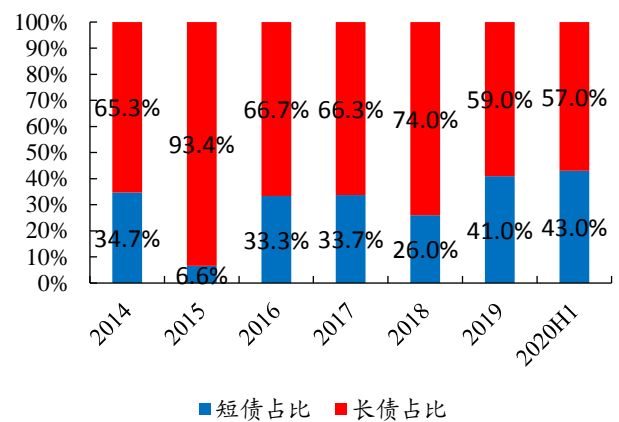
杠杆水平可控，短期偿债压力小。截至 2020H1，公司有息负债规模 869 亿元，同比减少 2.1%，主要源于 2019 年后拿地端力度有所回落，且公司持续注重销售回款情况。目前公司一年内到期的短债占比 43%，在手现金是短期债务的 1.8 倍，短期偿债压力较小。从杠杆水平看，截至 2020H1，公司净负债率仅 35%，较 2019 年同期下降 41.5 个百分点。公司综合融资成本 6.85%，较 2019 年略有回升，但仍处于可控水平。年初至今公司通过超短融、中票、公司债、ABN、ABS 等多元化融资方式累计融资 89.57 亿元，融资成本持续改善。

图32：公司 2020H1 有息负债同比下降 2%



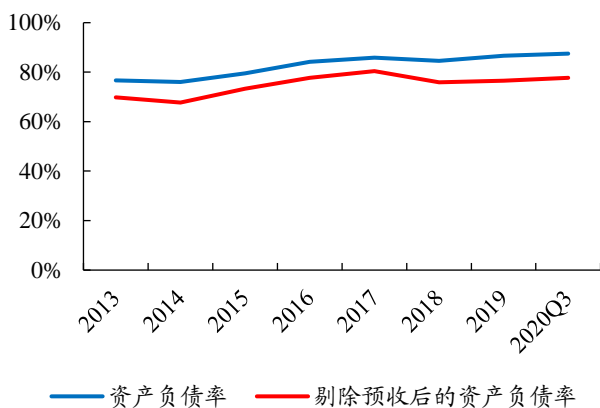
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：公司 2020H1 有息负债中短债占比 43%



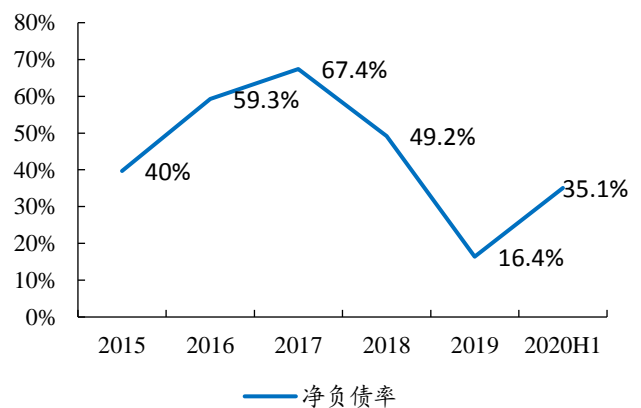
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：截至 2020Q3 剔除预收后的资产负债率 78%

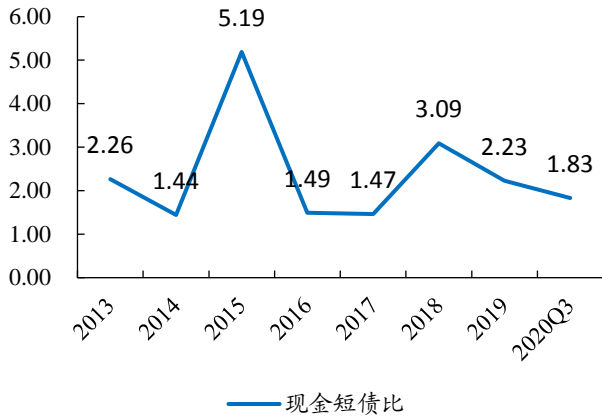


数据来源：公司公告、开源证券研究所

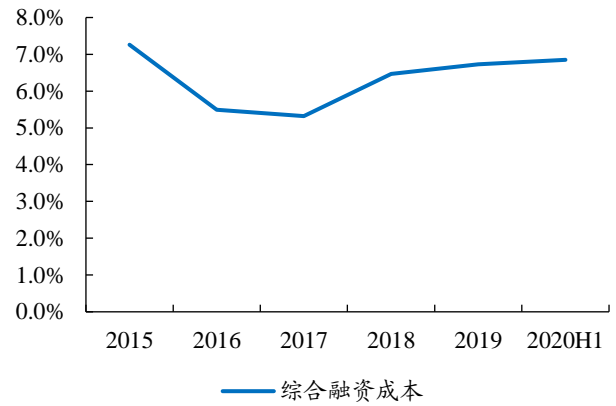
图35：公司 2020H1 净负债率 35%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36: 截至 2020Q3 公司现金短债比为 1.8 倍


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图37: 公司 2020H1 综合融资成本 6.85%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表8: 公司 2020 年后发债情况持续好转

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模(亿元)	票面利率
101900005.IB	19 新城控股 MTN001	中票	2019-01-07	2022-01-07	10.0	6.0%
011900078.IB	19 新城控股 SCP001	超短融	2019-01-14	2019-10-11	6.0	4.3%
081900037.IB	19 新城控股 ABN001 次	交易商协会 ABN	2019-01-23	2021-01-23	0.8	-
081900036.IB	19 新城控股 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2019-01-23	2021-01-23	14.8	6.8%
155268.SH	19 新城 01	公司债	2019-03-20	2023-03-20	11.0	5.1%
155269.SH	19 新城 02	公司债	2019-03-20	2024-03-20	10.0	5.9%
163239.SH	20 新控 01	公司债	2020-03-09	2023-03-09	6.0	5.1%
012001121.IB	20 新城控股 SCP001	超短融	2020-03-31	2020-09-27	7.5	4.3%
012001612.IB	20 新城控股 SCP002	超短融	2020-04-28	2020-10-25	5.0	4.3%
012001888.IB	20 新城控股 SCP003	超短融	2020-05-22	2021-02-06	10.0	4.4%
012002065.IB	20 新城控股 SCP004	超短融	2020-06-08	2021-03-05	7.5	5.2%
168499.SH	吾悦次 1C	证监会主管 ABS	2020-06-09	2038-06-09	1.5	-
168498.SH	吾悦优 1A	证监会主管 ABS	2020-06-09	2038-06-09	28.0	4.8%
163628.SH	20 新控 04	公司债	2020-09-01	2025-09-01	10.0	5.9%
163627.SH	20 新控 03	公司债	2020-09-01	2024-09-01	5.0	5.7%
169577.SH	新城 20 次	证监会主管 ABS	2020-10-30	2022-10-19	0.5	-
169576.SH	新城 20 优	证监会主管 ABS	2020-10-30	2022-10-19	8.6	6.5%

资料来源: Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

新城控股营收仍然主要依赖于房地产开发结算业务、物业出租业务, 2019 年公司房地产开发结算业务占比 93.6%, 考虑到公司 2017-2019 年公司销售规模增速较快, 完成从 1265 亿元至 2708 亿元跨越, 有效锁定未来 2-3 年业绩增速。我们使用 T 期

结算收入/(T-1、T-2 期销售金额均值)来测算公司 2020-2022 年公司地产营收水平, 预计未来三年 T 期结算收入/(T-1、T-2 期销售金额均值)分别 48%、56%、65%, 则可测算出 2020-2022 年房地产结算收入增速分别为 47%、24%、20%。

公司 2019 年租金收入达 40.54 亿元, 占总收入比例为 4.7%, 同比增长 83%, 2020 年预计公司开业 30 个吾悦广场, 达 93 个; 2021、2022 年新开业分别为 20 个商场, 预计未来 3 年租金收入增速分别为 40%、35%、35%;

2019 年其他业务收入达 14.70 亿元, 同比增长 35.9%, 预计 2020-2022 年能维持 25%、20%、20% 增速。

最终我们测算出 2020-2022 年公司营收分别为 1256、1557、1877 亿元, 同比增长 46.3%、24.0%、20.5%。

表9: 对应当前股价, 可比主流房企 2020/2021 年 PE 均值在 5.2、4.3 倍

上市公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科 A	000002.SZ	3183	389	446	513	581	8.19	7.14	6.21	5.48
中南建设	000961.SZ	347	42	71	91	108	8.33	4.89	3.81	3.20
阳光城	000671.SZ	282	40	53	67	80	7.02	5.35	4.22	3.53
蓝光发展	600466.SH	149	35	46	56	64	4.31	3.25	2.66	2.33
荣盛发展	002146.SZ	304	91	106	124	143	3.33	2.86	2.46	2.12
绿地控股	600606.SH	740	147	170	199	228	5.02	4.36	3.72	3.24
金地集团	600383.SH	624	101	116	133	153	6.19	5.38	4.69	4.08
金科股份	000656.SZ	397	57	71	87	104	7.00	5.59	4.55	3.83
保利地产	600048.SH	1912	280	330	390	459	6.84	5.79	4.91	4.16
融创中国	1918.HK	1,064	260	291	360	430	4.09	3.65	2.95	2.47
龙湖集团	0960.HK	2,127	183	217	259	306	11.60	9.80	8.20	6.95
华润置地	1109.HK	1,898	287	299	352	396	6.62	6.34	5.39	4.80
美的置业	3990.HK	180	43	57	71	88	4.19	3.18	2.53	2.05
建发国际	1908.HK	144	17	21	26	33	8.40	6.87	5.51	4.40
金地商置	0535.HK	164	38	43	50	57	4.32	3.78	3.30	2.88
可比均值							6.36	5.22	4.34	3.70
新城控股	601155.SH	778	127	160	198	241	6.15	4.86	3.93	3.23

数据来源: 上市公司公告、Wind、开源证券研究所(除保利地产、金地集团、金科股份、金地商置、美的置业、建发国际、新城控股外, 其余为 Wind 一致预期; 数据截至 2020 年 12 月 13 日; 汇率: 1 HKD=0.84 RMB)

表10: 对应当前股价, 可比主流房企 2020/2021 年 PB 均值在 1.38、1.14 倍

上市公司	代码	收盘价(元)	每股净资产(元)				PB			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科 A	000002.SZ	28.46	16.64	19.32	22.82	26.73	1.71	1.47	1.25	1.06
中南建设	000961.SZ	9.18	5.71	7.29	9.40	11.93	1.61	1.26	0.98	0.77
阳光城	000671.SZ	6.85	5.33	7.38	8.72	10.33	1.29	0.93	0.79	0.66
蓝光发展	600466.SH	4.91	5.06	8.38	9.93	11.65	0.97	0.59	0.49	0.42

上市公司	代码	收盘价(元)	每股净资产(元)				PB			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
荣盛发展	002146.SZ	6.99	9.40	11.46	13.83	16.62	0.74	0.61	0.51	0.42
绿地控股	600606.SH	6.08	6.32	7.66	9.01	10.60	0.96	0.79	0.68	0.57
金地集团	600383.SH	13.82	11.96	13.86	16.18	18.96	1.16	1.00	0.85	0.73
金科股份	000656.SZ	7.44	4.98	5.86	7.18	8.77	1.50	1.27	1.04	0.85
保利地产	600048.SH	15.98	11.76	13.71	16.47	19.76	1.36	1.17	0.97	0.81
融创中国	1918.HK	22.83	18.66	27.63	35.12	46.53	1.22	0.83	0.65	0.49
龙湖集团	0960.HK	35.40	15.70	25.00	28.42	31.29	2.25	1.42	1.25	1.13
华润置地	1109.HK	26.62	24.34	28.67	32.69	37.65	1.09	0.93	0.81	0.71
美的置业	3990.HK	14.67	15.97	19.21	23.30	28.21	0.92	0.76	0.63	0.52
建发国际	1908.HK	144	17	21	26	33	8.40	6.87	5.51	4.40
金地商置	0535.HK	1.00	0.95	1.16	1.39	1.57	1.05	0.86	0.72	0.63
可比均值							1.75	1.38	1.14	0.95
新城控股	601155.SH	29.12	17.04	22.43	30.13	39.55	1.71	1.30	0.97	0.74

数据来源：上市公司公告、Wind、开源证券研究所（除保利地产、金地集团、金科股份、金地商置、美的置业、建发国际、新城控股外，其余为 Wind 一致预期；数据截至 2020 年 12 月 13 日；汇率：1 HKD=0.84 RMB）

新城控股秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，销售持续扩张，土地储备充沛；股权激励方案有效绑定员工利益。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 160、198、241 亿元，同比增长 26.5%、23.9%、21.7%；EPS 分别为 7.09、8.79、10.70 元，当前股价对应 PE 分别为 4.9、3.9、3.2 倍。可比公司 2020-2022 年 PE 均值分别为 5.2、4.3、3.7 倍，与可比公司相比，公司估值略低于平均水平，未来销售、结算持续提速，商业拿地模式不可复制，竞争优势明显。首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示

- 1) 行业销售规模大幅下滑：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。
- 3) 房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 4) 房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	264227	367752	435056	505769	570913
现金	45409	63941	72536	90676	126750
应收票据及应收账款	307	507	683	792	986
其他应收款	45326	46505	53951	65812	73209
预付账款	14634	1276	21996	6859	27924
存货	145573	231259	260905	314174	311870
其他流动资产	12978	24265	24985	27456	30174
非流动资产	66091	94358	111845	130750	152575
长期投资	18809	18889	23096	27178	32022
固定资产	2112	1989	3295	4329	5603
无形资产	576	514	546	579	618
其他非流动资产	44594	72966	84909	98663	114332
资产总计	330318	462110	546902	636519	723489
流动负债	225496	352229	407808	471046	530503
短期借款	2270	670	1470	1070	1270
应付票据及应付账款	26464	39043	45328	54004	60317
其他流动负债	196761	312515	361010	415972	468916
非流动负债	53866	47946	64139	72081	77051
长期借款	50355	43473	59254	66695	71139
其他非流动负债	3511	4473	4885	5385	5912
负债合计	279362	400175	471947	543127	607554
少数股东权益	20464	23508	24363	25422	26710
股本	2257	2257	2257	2257	2257
资本公积	2639	2678	2678	2678	2678
留存收益	24459	33676	45421	59975	77686
归属母公司股东权益	30493	38427	50592	67971	89224
负债和股东权益	330318	462110	546902	636519	723489

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3817	43580	15737	19317	40796
净利润	12209	13330	16856	20886	25417
折旧摊销	264	324	281	293	382
财务费用	842	892	991	1359	1531
投资损失	-2267	-2690	-3363	-4035	-4842
营运资金变动	-4646	33293	4995	5503	23981
其他经营现金流	-2584	-1568	-4024	-4687	-5673
投资活动现金流	-20013	-9027	-9940	-9989	-11157
资本支出	10367	17548	1675	1451	1573
长期投资	-5520	-1519	-4207	-1399	-4844
其他投资现金流	-15166	7002	-12473	-9937	-14428
筹资活动现金流	35891	-15517	2798	8812	6436
短期借款	1520	-1600	800	-400	200
长期借款	24916	-6881	15781	7441	4444
普通股增加	-2	0	0	0	0
资本公积增加	19	39	0	0	0
其他筹资现金流	9437	-7075	-13783	1771	1793
现金净增加额	19728	19072	8595	18140	36074

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	54133	85847	125570	155693	187679
营业成本	34273	57822	88590	109265	131469
营业税金及附加	3500	5605	8199	10166	12254
营业费用	2267	4372	6395	7929	9558
管理费用	2266	3820	5587	6928	8351
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	842	892	991	1359	1531
资产减值损失	264	940	628	778	938
其他收益	26	55	69	87	108
公允价值变动收益	2785	2647	3706	4262	5114
投资净收益	2267	2690	3363	4035	4842
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	15643	17648	22318	27652	33642
营业外收入	172	257	322	402	502
营业外支出	48	92	115	143	179
利润总额	15767	17813	22525	27910	33965
所得税	3558	4483	5669	7024	8548
净利润	12209	13330	16856	20886	25417
少数股东损益	1718	676	855	1059	1289
归母净利润	10491	12654	16001	19827	24128
EBITDA	18274	19242	23295	28861	34471
EPS(元)	4.65	5.61	7.09	8.79	10.70

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	33.6	58.6	46.3	24.0	20.5
营业利润(%)	87.1	12.8	26.5	23.9	21.7
归属于母公司净利润(%)	74.0	20.6	26.5	23.9	21.7
获利能力					
毛利率(%)	36.7	32.6	29.4	29.8	29.9
净利率(%)	19.4	14.7	12.7	12.7	12.9
ROE(%)	24.0	21.5	22.5	22.4	21.9
ROIC(%)	14.9	13.3	13.7	13.7	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	84.6	86.6	86.3	85.3	84.0
净负债比率(%)	49.2	16.4	44.7	33.3	23.6
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	285.4	211.1	211.1	211.1	211.1
应付账款周转率	1.4	1.8	2.1	2.2	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.65	5.61	7.09	8.79	10.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	19.32	6.98	8.56	18.09
每股净资产(最新摊薄)	13.07	17.04	22.43	30.13	39.55
估值比率					
P/E	7.4	6.2	4.9	3.9	3.2
P/B	2.6	2.0	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.4	5.5	4.5	3.5	2.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn