



商住稀缺成长龙头，吾悦享受消费红利

投资要点

- **推荐理由:** 1) 国际评级有所提升，业绩高增财务健康；2) “吾悦模式”推动商业业务规模效率双轨提升，成长速度领先同行；3) 销售由“增速”转向“提质”，土储资源优质量足。
- **国际评级有所提升，业绩高增财务健康。** 2020 年公司营收 1455 亿元，同比增长 69.5%；归母净利润 153 亿元，同比增长 20.6%。2021Q1 公司延续业绩高速增长，营收大幅增长 149%至 176 亿元；归母净利润大幅增长 98%至 5.4 亿元。公司业务践行商住双轮驱动战略，物业出租管理毛利占比首次超过 10%达 11.7%，公司商住性质越发得到市场认可。公司财务健康，盈利能力上，18-20 年公司平均 ROE 和平均 ROIC 达 37%和 12.6%，位于行业前列；负债状况上 2020 年公司监管口径剔除预收资产负债率、净负债率及现金短债比分别为 74%、44%及 1.7，仅一项略超红线，负债结构健康；融资成本上，国际机构接连提升公司评级，2020 年公司整体融资成本为 6.72%，较 6 月末下降 13bp。
- **商业品牌跨越式成长，“吾悦模式”规模效率双轨提升。** 住宅+商业双轮驱动战略作为公司的核心战略，公司打造吾悦品牌得到跨越式成长。1) “立新城、快周转、商住协同开发”，推动业务规模跨越式扩张：截止目前公司布局吾悦广场 164 座，2020 年末已开业及委托在营项目达 100 家，全年新开业 38 座（含 5 座委托在营项目），新开业广场数/已开业广场数位居行业前列；2017-2020 年公司已开业面积由 227 万方增至 940 万方，CAGR 高达 61%；同期公司租管费营收由 22 亿元增至 53 亿元，CAGR 高达 74%，公司商业规模跨越式提升，核心原因在于公司推行“立新城、快周转和商住协同开发”模式。2) **精细化管理推动运营效率提升：**公司出租率持续提升，2020 年末已开业项目出租率达 99.5%，处于行业领先水平；2017-2020 年公司单方租金由 37 元/平/月增至 49 元/平/月，疫情不改提升态势，2020 年客流量、销售总额分别逆势提升 13%和 20%，公司精细化管理推动运营效率持续提升。
- **销售由“增速”转向“提质”，土储资源优质量足。** 1) **销售有望重回上升，由增速转为提质策略。** 2020 年公司合同销售额约 2510 亿元，较上年同期下降 7.3%，2021 年销售目标 2600 亿元，公司销售有望重回上升态势；2016-2020 年销售额复合增速为 40%，公司正从“增速”转向“提效”，综合体销售毛利率保持 30%以上，同期综合体销售毛利占房地产开发销售毛利比例由 45%增至 60%。2) **商业勾地保持地价优势，充沛土储提供业绩保障。** 2017-2020 年公司强化商业勾地模式，商业综合体建面占比由 28%提升至 60%，同期商业综合体项目楼面价由 2126 元/平降至 1596 元/平，带动公司同期综合地价仅由 2634 元/平微升至 3031 元/平，公司综合体议价能力凸显。2020 年末公司土储高达 1.43 亿平，高潜力城市占比达 70%，充沛高质量土储支撑后续公司业绩发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速为 18.1%，考虑到公司商住性质越发受到市场认可，商业勾地方式保持拿地成本优势且商业运营规模加速扩张，充分享受时代给予的消费红利，我们给予公司 2021 年 8 倍 PE，维持“买入”评级，提高目标价至 67.60 元。
- **风险提示：** 商业勾地过度竞争；公司销售额下行；低线城市租金水平不稳定。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	145475.23	182315.53	224089.92	268681.67
增长率	69.46%	25.32%	22.91%	19.90%
归属母公司净利润 (百万元)	15255.80	19091.16	22430.99	25198.21
增长率	20.56%	25.14%	17.49%	12.34%
每股收益 EPS (元)	6.75	8.45	9.92	11.15
净资产收益率 ROE	20.05%	20.97%	20.79%	19.85%
PE	7.0	5.4	4.6	4.1
PB	1.25	1.05	0.89	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679

邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 池天惠

电话: 13003109597

邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.61
流通 A 股(亿股)	22.54
52 周内股价区间(元)	30.5-51.2
总市值(亿元)	1,025.63
总资产(亿元)	5,688.99
每股净资产(元)	22.61

相关研究

1. 新城控股(601155): 双轮驱动财务健康，吾悦步入百店时代 (2021-03-28)
2. 新城控股(601155): 10月销售业绩超预期，推盘显著提速 (2020-11-16)
3. 新城控股(601155): 业绩符合预期，商业运营逆势提升 (2020-08-23)

目 录

1 商住龙头企业，财务健康行稳致远	1
1.1 国际评级提升，职业经理人当道	1
1.2 业绩增长势头强劲，业务模式双轮驱动	4
1.3 负债状况健康，融资优化助力发展	5
2 吾悦品牌跨越成长，规模效率双轨提升	8
2.1 运营规模加速扩张，稳居行业前列	8
2.2 精细化商业管理，运营效率稳步提升	9
2.3 立新城、快周转叠加商住协同开发，实现井喷式扩张.....	11
2.4 连云港项目案例-深耕三线城市，广场城市级联动	17
3 销售由“增速”转向“提质”，土储资源质优量足	20
3.1 销售有望重回增长，“规模优先”转向“利润优先”	20
3.2 商业勾地保持地价优势，充沛土储提供业绩保障	23
4 财务预测及估值	26
4.1 盈利预测	26
4.2 相对估值	26
5 风险提示	27

图 目 录

图 1: 新城控股发展历史	1
图 2: 新城控股四大事业部简介	2
图 3: 公司随着评级提升行情给予正反馈	3
图 4: 2020 年营收增长 69.5%至 1455 亿元	4
图 5: 2020 归母扣非净利润增速保持稳定	4
图 6: 公司 2020 年营收增速位居行业前列	4
图 7: 公司 2020 年净利润增速位居行业前列	4
图 8: 2020 年公司业务营收结构 (按产品)	5
图 9: 2020 年公司业务营收及毛利结构 (按行业)	5
图 10: 物业出租管理业务毛利率维持稳定高位	5
图 11: 2020 年物业出租管理毛利占比增至 11.4%	5
图 12: 2018-2020 年间主要房企平均 ROE	6
图 13: 2018-2020 年间主要房企平均 ROIC (百分比)	6
图 14: 2020 年公司现金短债比达 1.7	6
图 15: 2020 年公司净负债率仅 43.7%	6
图 16: 2020 年公司现金短债比达 1.7	7
图 17: 2020 年 12 月末公司融资利率较 6 月末下降 13bp 达 6.72%	7
图 18: 2020 年公司剔除预收的资产负债率略高于红线	7
图 19: 2020 年公司净负债率处于行业较优水平	7
图 20: 2020 年公司现金短债比处于行业较优水平	7
图 21: 2020 年公司融资成本较优秀房企仍有优化空间	7
图 22: 2020 年公司投资性房地产/总资产达 16.4%	8
图 23: 2020 年公司投资性房地产/净资产达 174.5%	8
图 24: 公司采取“深耕长三角、布局全国化”的策略	8
图 25: 2020 年公司开业吾悦广场数量达 100 座	8
图 26: 2017-2020 年已开业面积由 227 万方增至 940 万方	9
图 27: 2017-2020 年租管费营收由 22 亿元增至 53 亿元	9
图 28: 2020 年公司 57 亿租金收入位居行业前列	9
图 29: 2020 年公司 940 万方开业面积领先同行	9
图 30: 2017-2020 年公司出租率提升至 99.5%	10
图 31: 2020 年公司出租率远高于同行	10
图 32: 2017-2020 年公司单方租金持续提升	10
图 33: 2020 年公司运营效率逆势提升	10
图 34: 2020 年公司单方租金 50 元/平/月位居行业中游	11
图 35: 2020 年公司单方坪效 283 元/平/月位居行业中游	11
图 36: 到 2019 年开业 5 年以上项目租管费 CAGR 达 41%	11
图 37: 2020 年开业 5 年以上项目单方坪效 128 元/平/月	11
图 38: 10-18 年低线城市富裕消费者增速高于一二线城市	12
图 39: 三四线城市居民渐成中产阶级主力	12

图 40: 三四线城市购物中心相对缺乏且竞争烈度更低	13
图 41: 普通二线和低线城市购物中心竞争力较弱	13
图 42: 吾悦广场产品持续迭代	13
图 43: 吾悦“三区两线五位一体”核心价值体系	13
图 44: 公司快周转开发打造吾悦广场	14
图 45: 商住协同现金流滚动开发模式	15
图 46: 新城 2020 年新开业项目/已开项目比值高达 38%	15
图 47: 公司积极盘活吾悦广场资产	15
图 48: 连云港为重点三线城市	17
图 49: 连云港吾悦广场分布	17
图 50: 连云港常住人口消费需求旺盛	18
图 51: 吾悦广场品牌差异化, 联动发展	18
图 52: 新城拿地价格相比周边竞品更低	18
图 53: 连云港吾悦项目综合地价相比江苏二线城市更低	18
图 54: 2 座吾悦广场均为片区居民热门商圈 top1	19
图 55: 连云港吾悦项目综合地价相比江苏二线城市更低	19
图 56: 海州吾悦对周边房价的带动作用	19
图 57: 赣榆吾悦对周边房价的带动作用更为明显	19
图 58: 公司 2021 年销售额预计重回增长趋势	20
图 59: 公司销售权益比例维持稳定	20
图 60: 2016-2020 年新城控股销售额 CAGR 达到 40% 位居行业前列	21
图 61: 2018-2020 年公司销售单价有所下滑	21
图 62: 2020 年公司销售均价处于主流房企中低游	21
图 63: 2016-2020 年综合体销售毛利率维持在 30% 以上	22
图 64: 公司综合体销售创造营收增速高于普通住宅	22
图 65: 2016-2020 年综合体销售收入占比保持 40% 以上	22
图 66: 2016-2020 年公司综合体销售毛利占比增至 60%	22
图 67: 销售金额结构 (按城市能级)	22
图 68: 销售金额结构 (按区域)	22
图 69: 公司全国布局 123 个大中城市	23
图 70: 2016-2020 年公司单城销售额有所提升	23
图 71: 2016-2020 年公司综合体拿地建面占比由 28% 增至 60%	24
图 72: 2016-2020 年公司单综合体拿地议价能力突出	24
图 73: 2020 年公司权益地价处于行业中下游	24
图 74: 公司 86% 新增土地聚焦于高潜力城市	24
图 75: 2020 年公司土储达 1.43 亿平 (可开发 6.1 年)	25
图 76: 公司土储质量较高	25
图 77: 2020 年公司新增土储的销售额贡献潜力较高	25

表 目 录

表 1: 四大战略核心解析	2
表 2: 新城控股国际信用主体评级快速修复	3
表 3: 公司高管简介	3
表 4: 吾悦广场资产模型	16
表 5: 分业务收入及毛利率	26
表 6: 相对估值法	26
附表: 财务预测与估值	28

1 商住龙头企业，财务健康行稳致远

1.1 国际评级提升，职业经理人当道

新城控股集团 1993 年创立于江苏常州，现总部位于上海，经过 27 年的快速发展，已成为跨足住宅地产和商业地产的龙头企业，新城系目前共有三家上市公司，2001 年新城地产以借壳方式于 B 股上市，2015 年新城控股合并新城地产于上交所上市，成为国内首家实现 B 转 A 的民营房企；2012 年母公司新城发展于港交所上市；2018 年公司物管平台新城悦服务于港交所上市。公司发展可分为 4 个阶段：

1) 起步阶段 (1993-2002 年)：1993 年武进新城投资建设开发有限公司成立，新城开始从事房地产开发与经营业务，经过快速发展，2001 年江苏新城地产股份有限公司在上海证券交易所实现 B 股上市，成为江苏省最早上市的房地产企业之一。**2) 专注住宅开发，区域外拓 (2003-2007 年)：**2003 年住宅开发业务成功拓展至南京与上海，踏进长三角沪宁沿线，实现地方公司向区域公司的规模跨越。**3) 初试商业，快速发展 (2008-2014 年)：**2008 年公司试水首个商业项目新城上街，正式进入商业地产领域。2009 年公司总部搬迁至上海，开始构建“布局长三角，深入专业化”的战略版图。2012 年新城发展港股上市，起步打造“吾悦”商业品牌。**4) 双轮驱动，成熟扩张 (2015 年-至今)：**2015 年新城控股 B 转 A 成功上市，并公布住宅与商业双轮驱动战略，实施以上海为中枢，长三角加环渤海、珠三角、中西部重点城市的“1+3”全国化战略布局，其中吾悦广场作为集团全力打造的商业综合体品牌，进一步加速发展。2017 年公司全口径销售额突破千亿大关，2018 年新城悦服务上市，2019 年公司销售额进入全国前十，成为头部房企之一，2020 年末全国开业吾悦广场突破 100 座。

图 1：新城控股发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司目前第一大股东为富城发展，持股比例为 61.09%，港股上市公司新城发展为 A 股新城控股母公司，背后实际控制人为前董事长王振华，共间接持有公司 45.7% 的股份。其他主要股东还有：常州德润咨询管理有限公司持股 6.11%，香港中央结算公司持股 2.21%。

公司奖罚激励机制完善，推动运营效率提升。公司针对单个项目管理运营团队有回正激励、滞后罚款、项目总激励以及供应商激励等机制，可以充分调动内外部积极性。同时引入共创共享合伙人跟投制度，从项目拿地阶段开始，针对项目和总部资金池进行募集，同时公司相应配资，通过对高周转项目产生的超额利润实施额外激励，有利于调动各个层次员工的积极性，实现“增利润，提速度”。针对高管、中层及核心骨干，除了合伙人制度中明确要求的强投外，公司相应的建立了股权激励制度：2016 年 10 月，公司发布第一期激励机制，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，公司发布第二期激励机制，累计激励股份占总股本的 1.21%，对应 2019-2021 年公司扣非净利润分别较 2018 年增长不低于 20%、70%、120%。

强总部运营管控模式，三级扁平化架构多快好省。公司实行强总部运营管控模式，除财务和战略企划相关职能外，公司对于总部保留了较多的生产运营职能，实行运营管控模式。在实际运营中，总部各个职能部门对下属部门有较强的管控力，对关键节点做出决策与控制，同时对下属部门的业务流程进行审批与监督。公司现有住宅开发、商业开发、商业管理、新业务发展四大事业部，四个事业部拥有单独的事业部总部，与集团总部一同于上海总部集中办公，多采取三级扁平化架构管控。强总部管控有利于总部大脑把握集团整体发展方向，提升协调能力，便于集中资源和统一战略快速扩张。

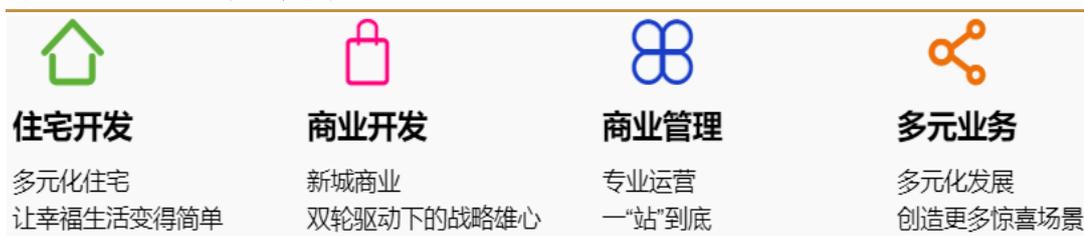
公司围绕“稳中求进、地域深耕、运营优先、科技赋能”的发展思路，坚持住宅地产和商业地产双轮驱动的长期战略模式。公司逐步完成全国中心城市和重点城市群的深耕布局，横跨房地产开发、投资、商业运营管理、康养服务等领域，形成产品协同及战略纵深。聚焦“资本回报率”，确保规模有质量、可持续的增长。

表 1：四大战略核心解析

名称	内涵	体现
稳中求进	确保现金流合理充裕，精细化管理，优化土地储备，控制负债规模，提升利润率，强调精准投资、现金回笼。	ROE、ROIC 等指标位于行业前列，负债情况总体良好，实现现金流滚资产开发。
地域深耕	抓紧城市发展机遇，聚焦重点城市群和核心城市，围绕现有布局做大做强做深刻。	持续深耕长三角区域，并聚焦其他核心城市群，形成以长三角、环渤海、粤港澳大湾区、长江中部、成渝双城经济圈等城市群为重点的布局体系。
运营优先	以项目经营目标为核心，聚焦核心指标，通过大运营体系同步提升运营效率和运营质量。	加强节点计划管控，实行“0356”快速高效开发，不断提升运营能力，聚焦项目现金流、ROIC、建设质量等核心指标。
科技赋能	加强大数据、人工智能、虚拟现实等科技运用，提高全公司数据治理能力，为组织创新和效率提升不断赋能。	斥巨资打造“星云”商管系统，“绿洲”网络平台，Think 芯住宅计划。

数据来源：公司业绩会，西南证券整理

图 2：新城控股四大事业部简介



数据来源：公司官网，西南证券整理

高管团队逐渐稳定，推行职业经理人模式。2019 年下半年原公司董事兼总裁王晓松接任董事长，2021 年年初公司高管层发生重要调整，原总裁王晓松先生卸任总裁，继续担任董事长一职；总裁由原联席总裁、住宅开发事业部负责人梁志诚担任，梁志诚将协助董事长王晓松全面管理集团经营工作；高级副总裁严政接任梁志诚，分管住宅开发事业部；商管事业部继续由“万达老将”曲德君坐镇。此次调整后，人员安排将进一步发挥职业经理人的能力，提升高管层积极性。

负面事件影响有所消化，国际评级有所提升。在 2019 年多家国际评级机构降低新城控股公司评级，目前影响已有所消化。2020 年 12 月 4 日，惠誉宣布将公司的发行人评级由“BB”上调至“BB+”，评级展望为“稳定”。2021 年 1 月 22 日，穆迪宣布将公司的企业家族评级从“Ba2”调升至“Ba1”。同年 3 月 31 日标普宣布公司信用评级从“BB”上调至“BB+”，展望“稳定”。三次评级上升，反映了国际评级机构对新城系上市公司持续业绩增长和稳健财务表现的长期信心，负面事件影响已基本消化殆尽，公司行情也给予了正反馈。

表 2：新城控股国际信用主体评级快速修复

评级机构	现评级	原评级	上调时间
穆迪	Ba1	Ba2	2021 年 1 月 22 日
标普	BB+	BB	2020 年 3 月 31 日
惠誉	BB+	BB	2020 年 12 月 4 日

数据来源：西南证券整理

表 3：公司高管简介

姓名	职务	履历
王晓松	董事长	曾任职于新城上海公司项目总经理、江苏新城总裁、公司总裁等，现任公司董事长。
梁志诚	总裁	曾任苏州新城总经理、上海新城总经理、江苏新城副总裁、公司联席总裁等，现任公司董事兼总裁。
曲德君	联席总裁	曾任长沙及武汉万达总经理、万达商管总经理等，现任公司副董事长兼总裁。
管有冬	高级副总裁	曾任职普华永道高级审计员、江苏新城财务中心助理总经理、财务负责人，现任公司高级副总裁兼财务负责人。
陈鹏	董事会秘书	曾任天同证券研究员、中原证券财务顾问副总监、新城控股董办副主任、主任等，现任公司董事会秘书。

数据来源：公司公告，西南证券整理

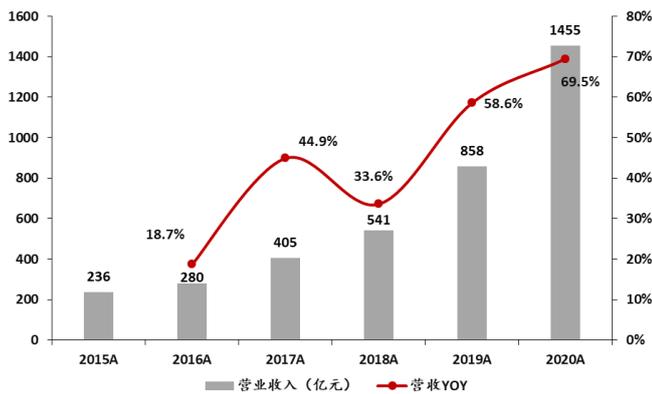
图 3：公司随着评级提升行情给予正反馈


数据来源：WIND，西南证券整理

1.2 业绩增长势头强劲，业务模式双轮驱动

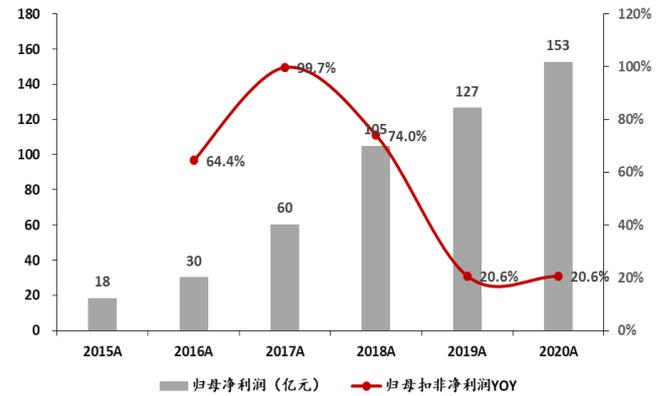
业绩增长势头强劲，增速位居行业前列。2020 年公司营收 1455 亿元，同比增长 69.5%；归母扣非净利润 131 亿元，同比增长 31.4%；归母净利润 153 亿元，同比增长 20.6%；毛利率下降导致利润增速不及营收。而 2021Q1 公司延续业绩高增长，营收大幅增长 149% 至 176 亿元；归母净利润大幅增长 98% 至 5.4 亿元。2020 年公司营收增速和归母净利润增速处于行业较高水平，公司已将发展模式从“增量”切换到“提质”，未来将进一步向品质要成果，以资本回报率为核心指标，聚焦利润增长。

图 4：2020 年营收增长 69.5% 至 1455 亿元



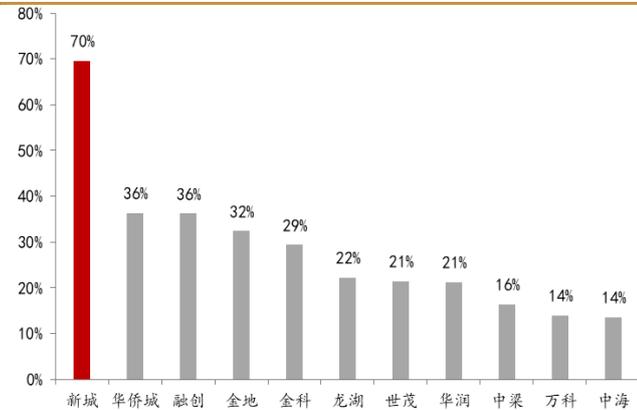
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2020 归母扣非净利润增速保持稳定



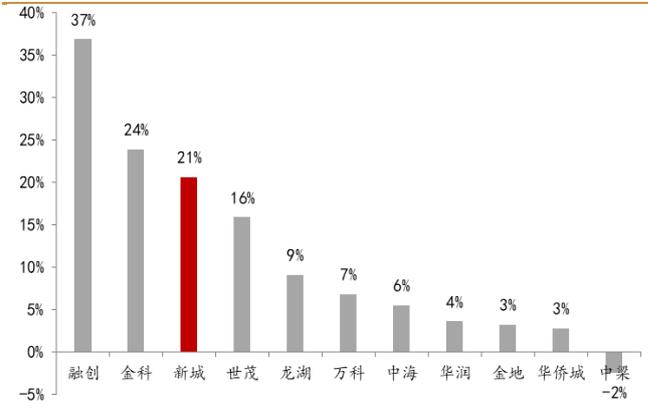
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2020 年营收增速位居行业前列



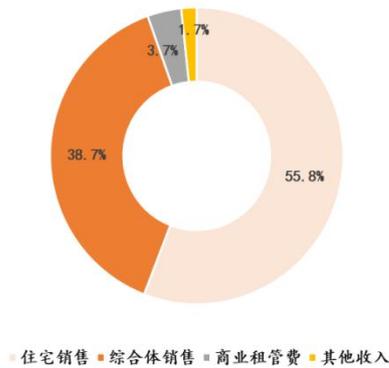
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2020 年净利润增速位居行业前列

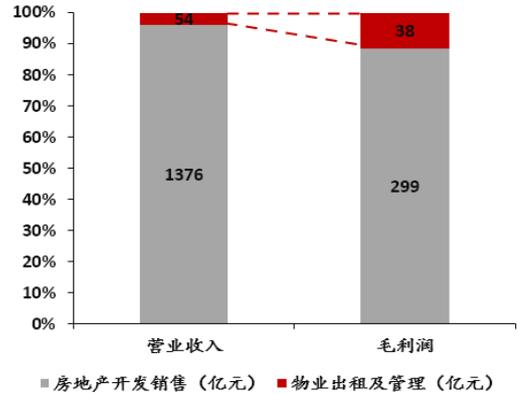


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务包括地产开发及商业管理，形成双轮驱动态势。从行业上看，2020 年公司地产开发销售业务营收 1376 亿元，同比增长 71.3%，毛利率下滑 9.2pp 至 21.7%，营收占比 94.6%；物业出租管理营收 54.4 亿元，在疫情影响下仍逆势增长 34%，毛利率提升 3.2pp 至 70.8%，吾悦品牌盈利能力优秀，营收占比 3.7%。从产品上看，住宅销售、综合体销售及物业出租管理业务营收分别为 812/563/54 亿元，营收占比分别为 55.8%/38.7%/3.7%。

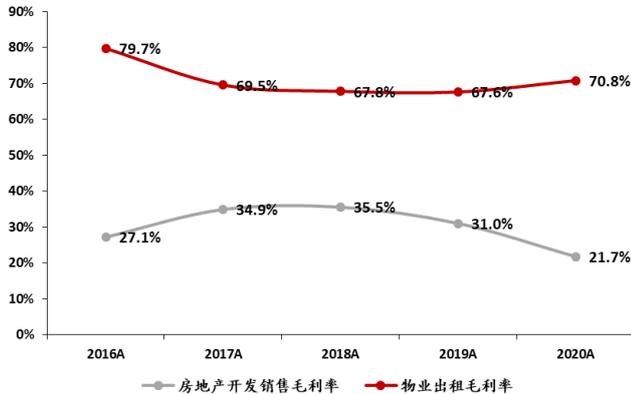
图 8：2020 年公司业务营收结构（按产品）


数据来源：公司公告，西南证券整理

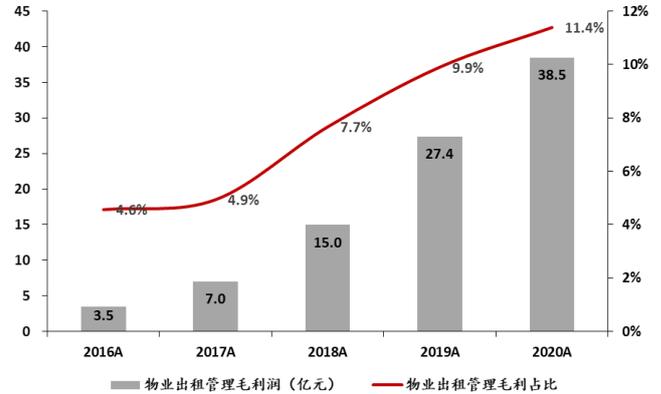
图 9：2020 年公司业务营收及毛利结构（按行业）


数据来源：公司公告，西南证券整理

商管业务对营收贡献不断增大，成长体系愈发成熟。“吾悦”商业品牌迅速扩张，带来了丰厚商管收入，租管费已从 15 年 1.5 亿涨至 20 年 54.4 亿，CAGR 达 96.7%，显著高于同期房地产开发销售收入（CAGR 达 39.7%）。2016-2020 年物业出租管理毛利占比持续提升，由 4.0% 提升至 11.4%，2020 年毛利占比首次超过 10%，达到 11.7%，公司商住双轮驱动的定位越发受到市场认可。

图 10：物业出租管理业务毛利率维持稳定高位


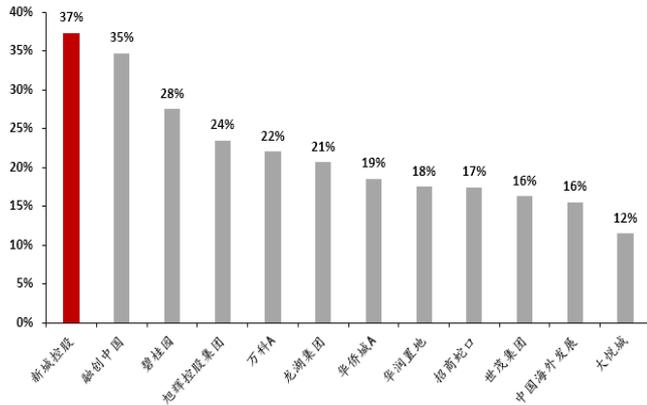
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：2020 年物业出租管理毛利占比增至 11.4%


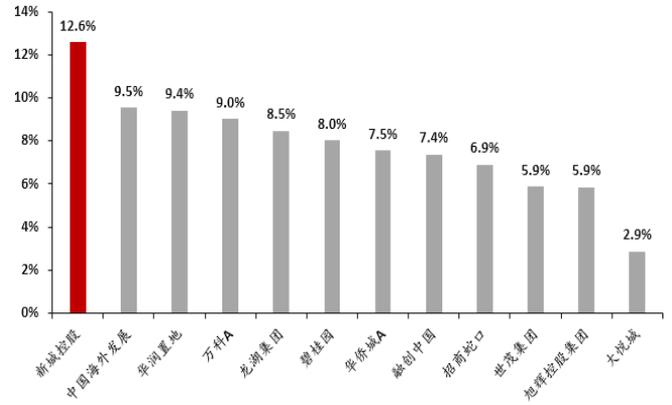
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 负债状况健康，融资优化助力发展

ROE 和 ROIC 位居行业前列，经营长效持续。相比 ROE，ROIC 减少财务杠杆的影响，更能反映出房企真实的操盘能力和资金回报，目前新城控股已将 ROIC 作为衡量公司单项目开发运营情况的关键性指标。在强大经营杠杆加持下，18-20 年公司 ROE 和 ROIC 两项指标均处于房企较佳水平。20 年公司合同负债/营收小幅下降主要受 19 年黑天鹅影响，导致货值供给短期缺乏，销售额冲击叠加 20 年恢复拿地节奏使得经营性净现金流降至 3.8 亿元，但公司这一指标已连续三年为正。总体来看，公司经营长效可持续。

图 12: 2018-2020 年间主要房企平均 ROE


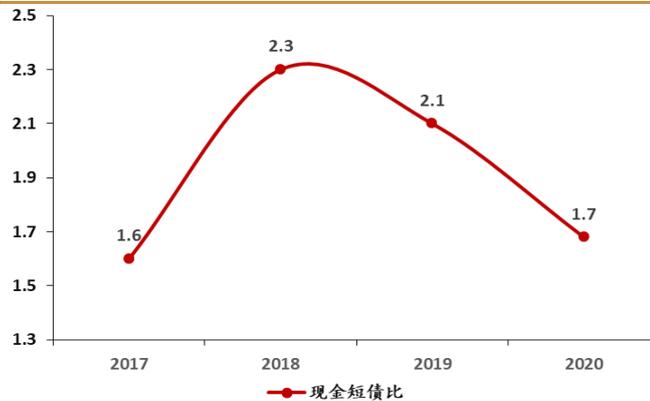
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 2018-2020 年间主要房企平均 ROIC (百分比)


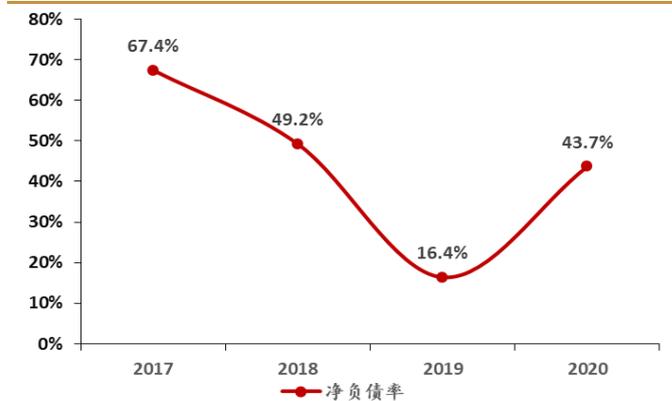
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

资产负债状况良好, 处于监管黄档。三道红线指标中, 公司净负债率和现金短债比低于监管要求, 2020 年分别为 43.7% 和 1.7; 剔除预收的资产负债率为 74.1%, 与监管要求差距较小。

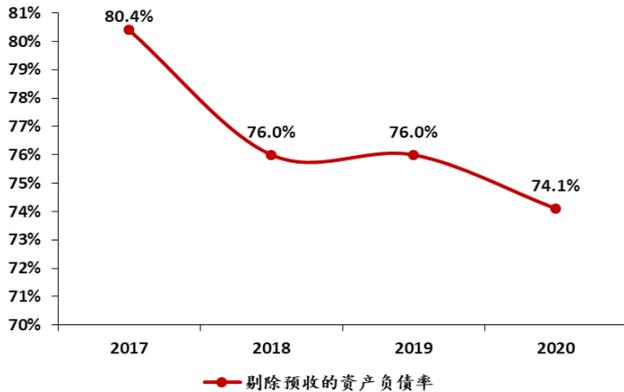
评级提升带动融资利率优化, 负债结构持续优化。公司在获得穆迪 (Ba1 稳定)、惠誉 (BB+ 稳定) 及标普 (BB 正面) 等机构评级提升后, 公司融资利率有所优化。公司融资利率从 2017 年 5.32% 增长至 2020 年的 6.72%, 其中 2020 年 12 月末较 2020 年 6 月末融资成本下降 13bp, 短期负债占比有所优化, 占比较 2020 年 6 月末下降 16bp。

图 14: 2020 年公司现金短债比达 1.7


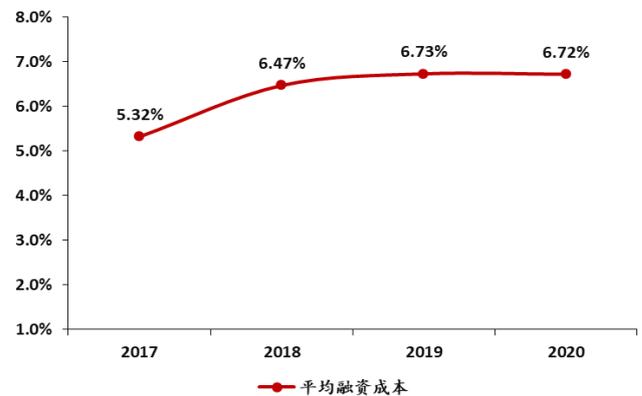
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 2020 年公司净负债率仅 43.7%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

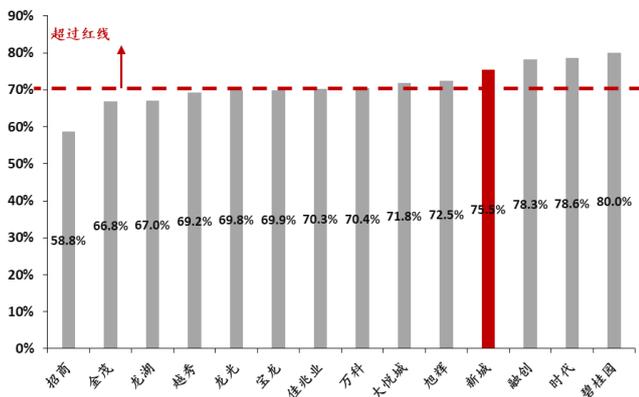
图 16: 2020 年公司现金短债比达 1.7


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

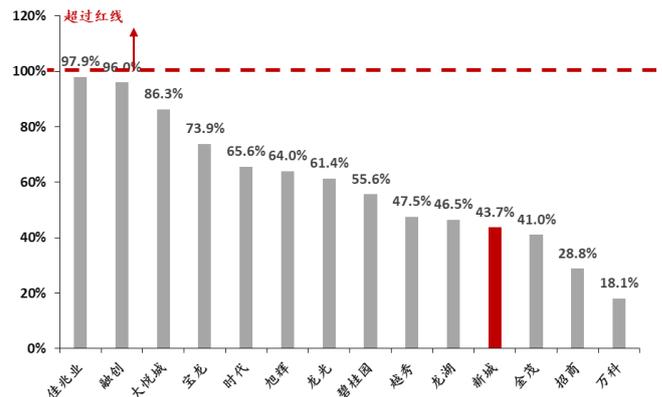
图 17: 2020 年 12 月末公司融资利率较 6 月末下降 13bp 达 6.72%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

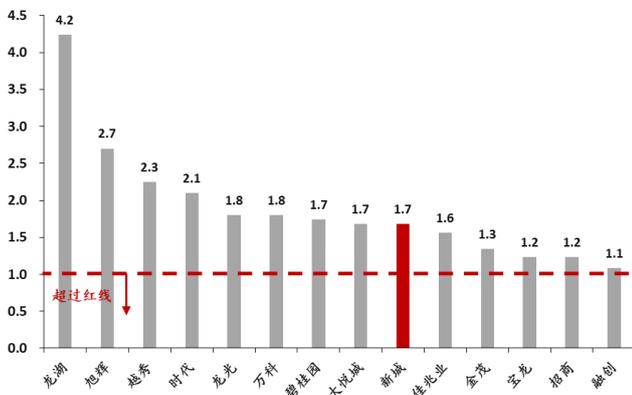
公司负债状况处于行业较优水平, 融资水平存在优化空间。公司剔除预收的资产负债率略高于红线, 处于行业中游, 而净负债率和现金短债比则处于行业较优水平, 整体公司负债状况健康程度在行业靠前。公司融资成本与中海、华润和龙湖等公司相比, 仍存在较大的优化公司, 预计随着评级提升, 后续公司融资成本有望继续下行。

图 18: 2020 年公司剔除预收的资产负债率略高于红线


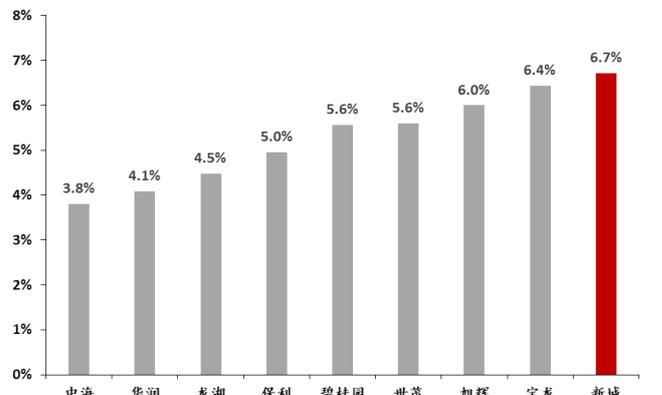
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 2020 年公司净负债率处于行业较优水平


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 2020 年公司现金短债比处于行业较优水平


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 2020 年公司融资成本较优秀房企仍有优化空间


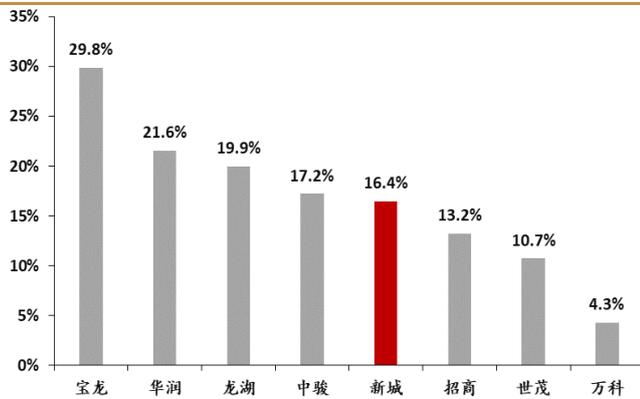
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 吾悦品牌跨越成长，规模效率双轨提升

2.1 运营规模加速扩张，稳居行业前列

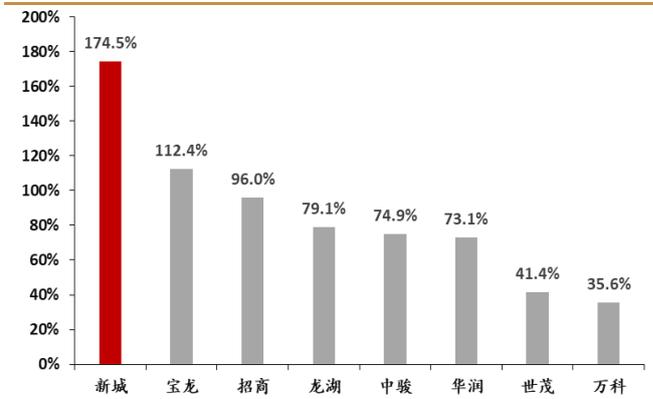
公司重视商业地产发展，打造第二增长曲线。公司认为单纯依靠住宅开发的红利正在不断减小，而商业地产具有较好资产沉淀和长期利润回报，于是早在 2008 年公司即正式进军商业地产领域。公司董事长王晓松在 2020 年年度股东大会上曾提出“成立 27 年的新城，第一个 15 年靠住宅开发创造利润，第二个 15 年利润靠商住双轮驱动，第三个 15 年利润则更多来自于商业管理”，公司将持续加码商业，从投资性房地产/总资产比值、投资性房地产/净资产比值上看，指标均处于行业前列，足见公司对商业地产重视程度。

图 22：2020 年公司投资性房地产/总资产达 16.4%



数据来源：公司公告，西南证券整理

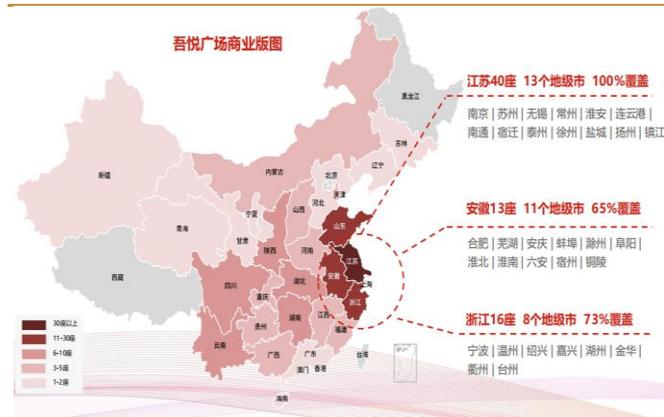
图 23：2020 年公司投资性房地产/净资产达 174.5%



数据来源：公司公告，西南证券整理

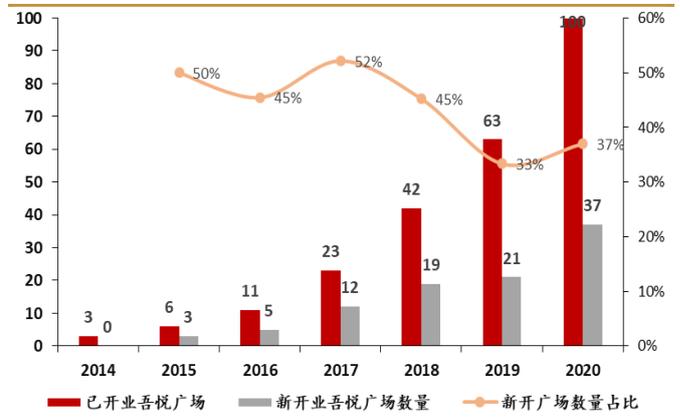
吾悦广场运营规模跨越式增长，新开业广场数量占比持续保持在 30% 以上。公司吾悦广场规模持续提升，布局全国 122 个城市，目前在建及开业的吾悦广场数量达 163 座，采取“深耕长三角、布局全国化”的策略，华东地区项目数占比过半。2014-2020 年公司已开业吾悦广场数量由 3 家迅速增长至 100 家，每年新开业广场/已开业广场数量占比保持在 30% 以上，2020 年新开业广场数达 38 座，扩张动能十足。公司租管费及开业面积规模也有快速增长，2017-2020 年公司已开业面积由 227 万方增至 940 万方，CAGR 高达 61%；同期公司租管费营收由 22 亿元增至 53 亿元，CAGR 高达 74%。

图 24：公司采取“深耕长三角、布局全国化”的策略

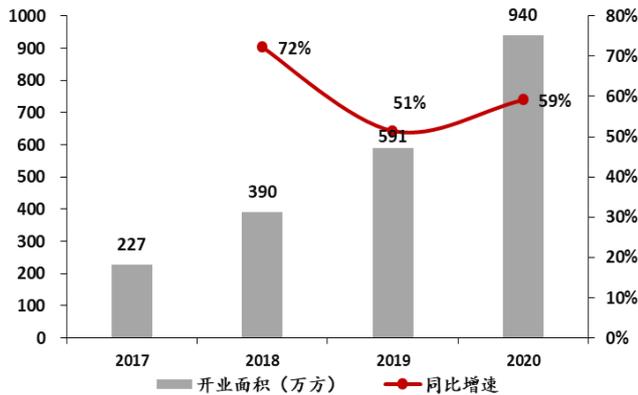


数据来源：公司公告，西南证券整理

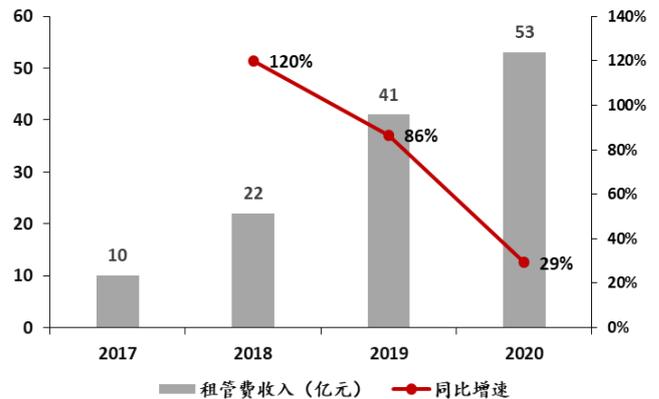
图 25：2020 年公司开业吾悦广场数量达 100 座



数据来源：公司公告，西南证券整理

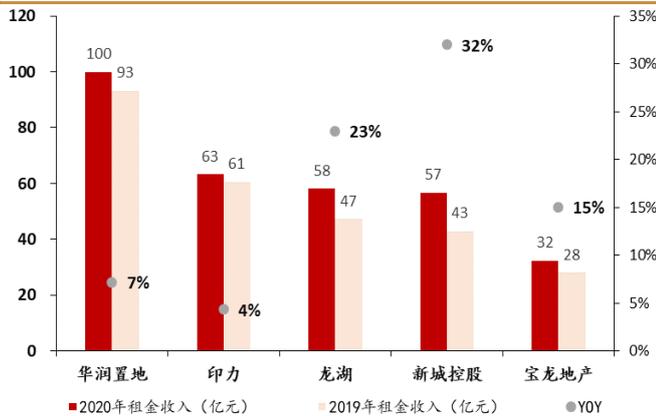
图 26: 2017-2020 年已开业面积由 227 万方增至 940 万方


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

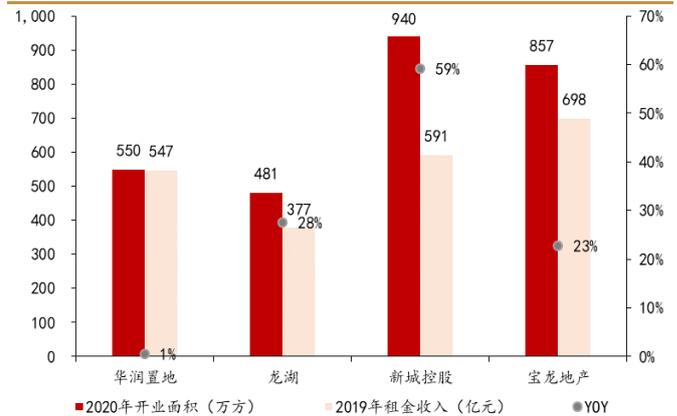
图 27: 2017-2020 年租管费营收由 22 亿元增至 53 亿元


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司在管面积及营收规模位居行业前列, 增速领先同行。从商业租管费营收规模来看, 2020 年公司 57 亿的营收规模保持在行业前列, 上市公司中仅略低于华润置地, 和龙湖、印力集团规模接近, 而公司租管费营收增速高达 32%, 大幅领先其余代表性商业地产公司。从开业面积规模来看, 2020 年公司 940 万方的开业面积规模遥遥领先同行, 公司开业面积增速高达 59%, 也大幅领先其余代表性商业地产公司。

图 28: 2020 年公司 57 亿租金收入位居行业前列


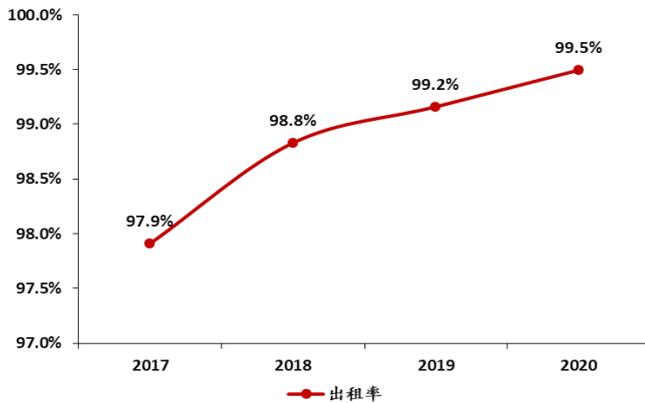
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 29: 2020 年公司 940 万方开业面积领先同行


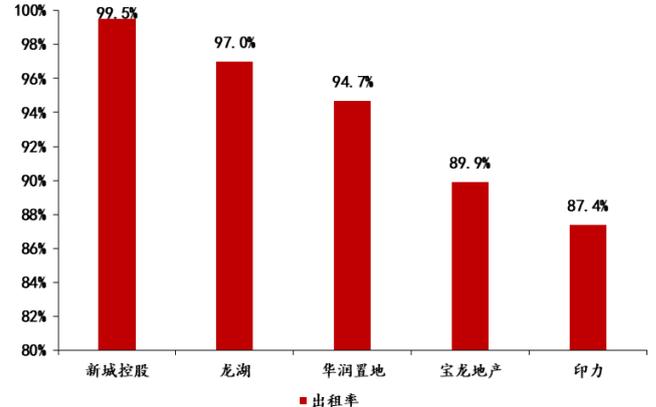
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 精细化商业管理, 运营效率稳步提升

公司出租率持续提升, 处于行业领先水平。2020 年已披露 96 座吾悦广场平均开业率达到 99.5%, 满铺运营 77 座项目。按时间划分, 开业 5 年以上吾悦广场平均出租率 99.9%; 开业 3-5 年平均出租率 99.7%; 开业 1-3 年平均出租率 99.2%; 开业 1 年以内平均出租率 99.7%。由于公司对每座吾悦广场几乎都会提出满铺开业的要求, 故开业一年吾悦广场出租率较高, 但新开业吾悦广场尚未成熟, 存在较高的租户置换率, 会对出租率产生一定影响, 因此开业一到三年吾悦广场出租率处于最低水平, 但经过培育后, 租户置换率不断下降, 商业愈发成熟, 出租率会回升至较高水平。总体来看, 公司招商运营水平不断提升, 吾悦广场整体出租率从 2017 年的 97.9% 增至 2020 年的 99.5%, 处于行业领先水平, 再次证明了“吾悦”品牌的优秀实力。

图 30: 2017-2020 年公司出租率提升至 99.5%


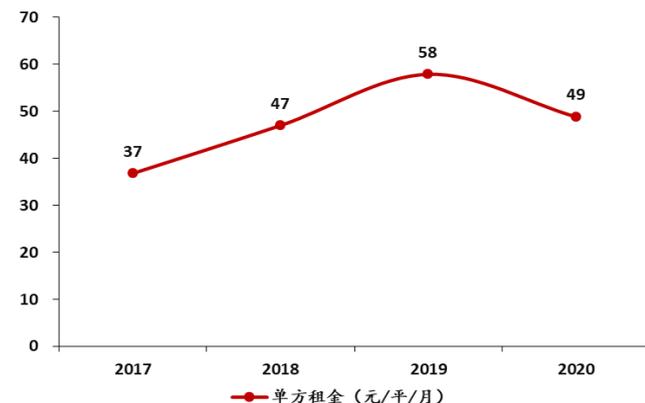
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 31: 2020 年公司出租率远高于同行


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

单方租金持续提升, 疫情之下运营效率逆势提升。公司经过商业深耕, 项目效应持续提升, 2017-2019 年公司单方租金由 37 元/平/月提升至 58 元/平/月, 2020 年受疫情影响, 但单方租金也仅微降至 49 元/平/月。公司在疫情下全年共举办 8 档统一营销活动, 包括我爱你吾悦、吾悦中国年、百店同庆等, 统一经营活动的天数达 120 天, 公司持续精细化的运营, 带动运营效益稳健提升。2019-2020 年客流量由 5.79 亿人次增至 6.55 亿人次, 提升 13%; 同期零售总额由 265 亿元增至 319 亿元, 提升 20%; 同期会员总数由 567 万人增至 983 万人, 增长 73%; 同期合作品牌数由 5000 余个增至 7700 余个。

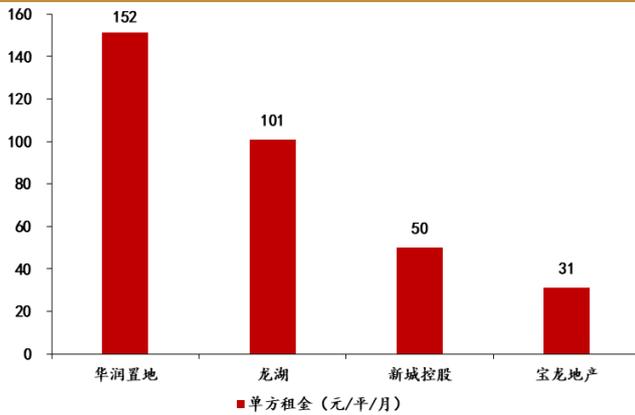
运营效益处于行业中游, 仍有较大提升空间。从单方租金来看, 公司处于行业中游, 2020 年公司 50 元/平/月的单方租金水平低于华润 (152 元/平/月) 和龙湖 (101 元/平/月) 等公司。从单方坪效来看, 2020 年公司 283 元/平/月的单方坪效低于华润 (738 元/平/月) 和龙湖 (528 元/平/月), 虽然其中有各家商业地产公司经营策略定位不同的原因, 但我们认为公司运营效益仍有提升空间 (备注: 单方租金以全年租金/开业面积计算, 由于公司新开业项目数/已开业项目数比值较大, 因此数据较实际运营情况更为低估; 单方坪效类似逻辑)。

图 32: 2017-2020 年公司单方租金持续提升


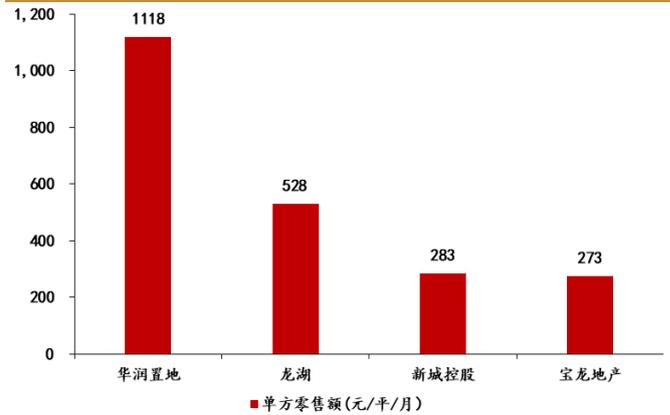
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 33: 2020 年公司运营效率逆势提升


数据来源: 公司业绩会, 西南证券整理

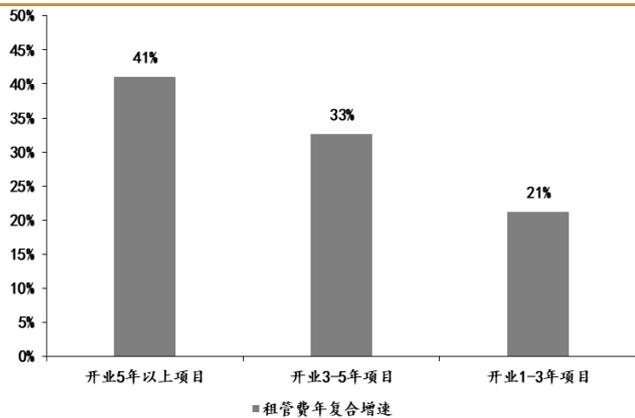
图 34：2020 年公司单方租金 50 元/平/月位居行业中游


数据来源：公司公告，西南证券整理

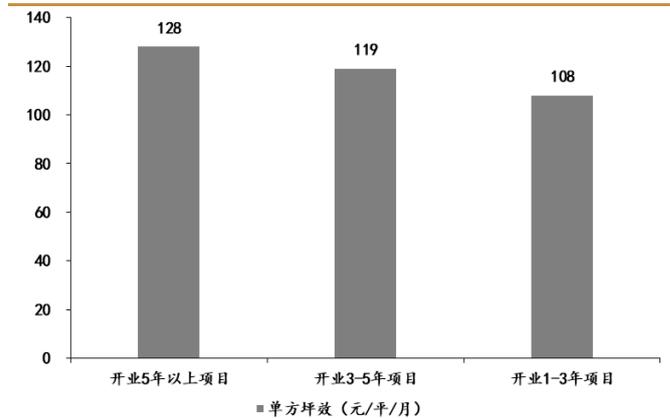
图 35：2020 年公司单方坪效 283 元/平/月位居行业中游


数据来源：公司公告，西南证券整理

时间沉淀加速租管费增长，开业更久的项目效益更佳。从租管费年复合收益率上看，排除疫情影响，开业 5 年以上项目租管费 CAGR 达 41.1%；开业 3-5 年项目租管费 CAGR 达 32.7%；开业 2 年项目租管费 CAGR 达 21.2%。从租金坪效上看，开业 5 年以上的项目单方坪效达 128 元/平/月，大幅领先于开业 3-5 年项目（119 元/平/月）及开业 2 年项目（108 元/平/月），无论是单座吾悦广场租金还是租金坪效，开业时间越久的项目表现均更好。

图 36：到 2019 年开业 5 年以上项目租管费 CAGR 达 41%


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：2020 年开业 5 年以上项目单方坪效 128 元/平/月


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 立新城、快周转叠加商住协同开发，实现井喷式扩张

公司“吾悦”模式能实现井喷式扩张，核心原因在于“立新城、快周转、商住协同开发”等 3 条。

1) 布局立新城，抓住低线城市商业潜力

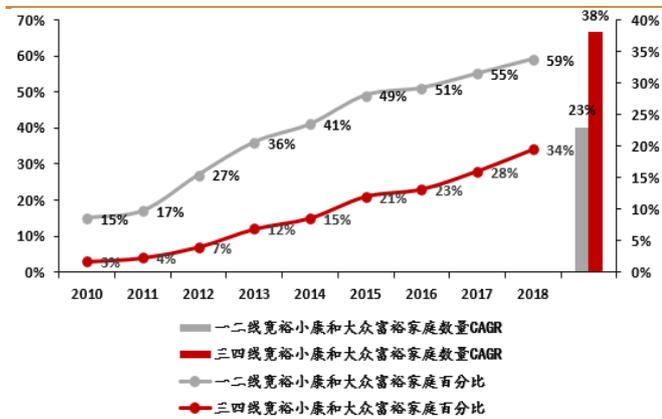
城市布局上，吾悦广场重点关注具有长期发展潜力的二线城市和三四线城市。其中三四线普遍缺乏强有力的商业对手，已有业态往往是百货或小型商超，但存在良好的消费升级趋势，经济基础并不薄弱，可以支撑起一个或多个大型商业综合体，部分城市还可享受到一二线城市的溢出效应（长三角尤其突出），仍在高速城镇化进程中，整体来看具有良好的基本

面支撑。除此之外，相比一二线城市，强三四线城市开发环境相对简单，具有更好的迁移复制性，降低了使用标准化产品模型难度，这也是吾悦广场能够快速扩张的关键之一。

三四线城市竞争烈度较低，享受中产阶级崛起带来的消费升级红利。一方面从竞争烈度上看，三线及以下城市人均购物中心面积仅有 0.17 平，仅为一线城市的 20.7%，存在巨大供给差距，竞争烈度明显更小，低线城市相对缺乏优质大型购物中心，降低了开发难度，吾悦广场等优质大型购物中心的进入反而会产生更强的虹吸效应。另一方面低线城市正享受中产阶级崛起的消费升级红利，根据麦肯锡数据，2010-2018 年三四线城市的宽裕小康和大众富裕家庭数量的 CAGR 高达 38%，大幅高于一二线城市；而预计中产阶级人群占比中三四线城市人群占比将从 2012 年的 17% 大幅提升至 39%，成为中产阶级的主力军。竞争烈度相对较低和中产崛起带来的消费升级红利，为吾悦广场提供了降维打击的基础，实际上普通二线和三四线城市正是新城商业大力拓展的重点区域，从结果来看，吾悦模式在此类城市也取得了优异的成绩。

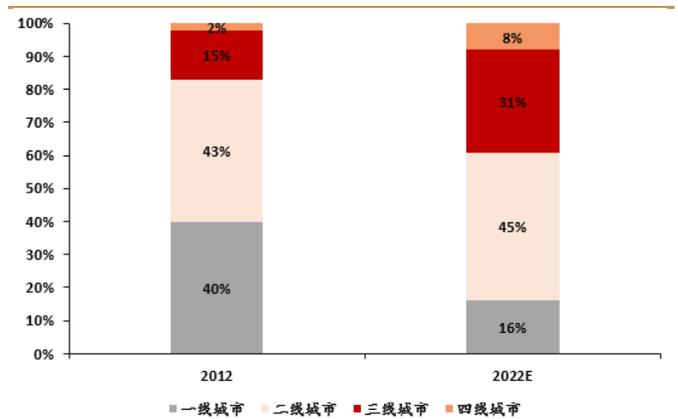
精准把握选址，占据先发优势。在区域选址上，吾悦广场主要布局于具有强规划利好和较好商业基础的区域，或者缺乏有力竞争综合体布局的城市新区，此类区域成长性良好，当地政府往往希望在这些区域引入大型商业综合体吸引人气，从而推动区域发展，并因自身诉求以价换量，公司最终实现商业勾地，以低价获得相对优质土地。一线城市商业市场逐步饱和，目前诸多以一二线城市为传统深耕区域的商业地产开发商也呈现出下沉三四线的趋势。由于低线城市不可能同时支持大量大型集中商业，越早进入越易抢占市场、培养消费习惯，从而提高后入场者的进入成本和风险，得益于提前布局的敏锐嗅觉，吾悦广场可以享受极佳的先发优势。

图 38: 10-18 年低线城市富裕消费者增速高于一二线城市



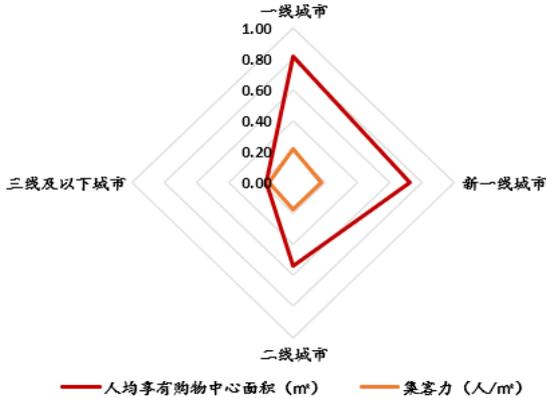
数据来源：麦肯锡，西南证券整理

图 39: 三四线城市居民渐成中产阶级主力



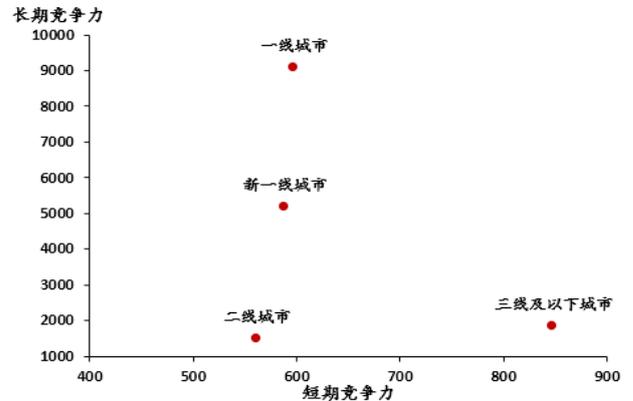
数据来源：麦肯锡，西南证券整理

图 40: 三四线城市购物中心相对缺乏且竞争烈度更低



数据来源: 汇纳科技, 西南证券整理

图 41: 普通二线和低线城市购物中心竞争力较弱



数据来源: 麦肯锡, 西南证券整理

2) 产品标准化兼顾创新, 打造快周转模式

产品与时俱进, 打造强劲产品力。吾悦广场历经四次产品迭代, 由纯销售物业的吾悦广场 1.0 持续迭代至复合业态的“Mall+X”模式, 并在加速开发试验第五代产品。经过不断创新, 吾悦产品形成了“三区两线五位一体”的核心价值标准体系, 在未来新城控股将持续打造更先进的产品模型, 吾悦广场产品力不断提升。

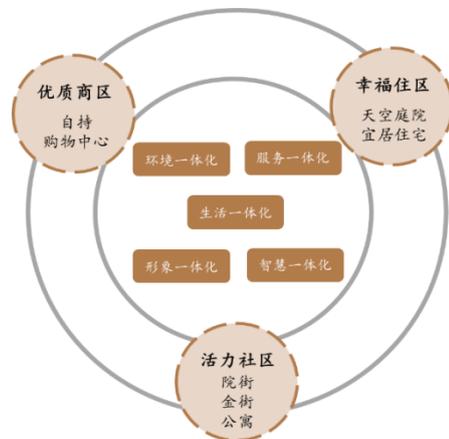
标准化兼顾创新的开发模式, 推动吾悦快速扩张。商业综合体设计施工难度较高, 由于不同商业综合体面临的内外部环境存在复杂差异, 如果每建一座商业都需要重新进行大量规划设计, 必然会减缓商业体的扩张速度。除了多布局开发定位难度较低的城市外, 新城控股根据积累的经验, 对不同城市进行了详细归类分级 (ABC 类等), 针对每个级别的城市都有相匹配的标准化模型, 不同模型的设计参数、业态模型、现金流回正要求等指标有所区别, 如: 低线城市项目有数亿的销售现金流回正要求, 而高线城市或标杆项目等则不要求通过销售实现回正, 更加注重打磨品牌形象和影响力。总体来看, 单个吾悦广场购物中心总体建筑面积从 8-14 万方不等。为保证符合当地市场情况, 每座吾悦广场保留 80% 标准化的同时兼具 20% 的创新, 确保吾悦广场的适应能力, 还可以持续推动迭代创新, 业态上根据区域人口结构调整模式, 如老龄化较高城市相应增加儿童业态占比等。标准化兼顾创新的开发模式, 推动吾悦广场快速扩张。

图 42: 吾悦广场产品持续迭代



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 43: 吾悦“三区两线五位一体”核心价值体系

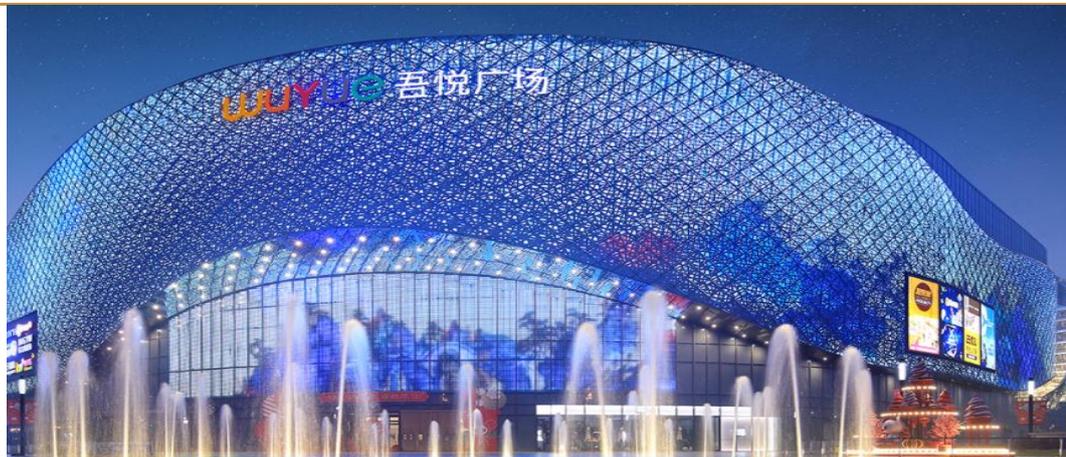


数据来源: 西南证券

公司打造快周转开发模式，高效率加速商业项目落地。吾悦广场之所以能够实现一年数十座的新开业数量，并能在快速扩张的同时面临较小的现金流压力（经营性现金流连续3年为正），与单座吾悦广场的落地速度有很大关系。商业综合体的施工建造速度越快，各类资源的占用时间就越短，可以更早产生收益，对提升经营杠杆意义巨大。在产品标准化程度较高的基础上，结合商业勾地模式实现早定标、早定人、早策划、早设计，摘牌即开工，大大减少各个审批流程的时间占用，有效缩小了土地金支出的时间缺口，同时结合大商业强穿插施工管理、商开商管无缝对接等高效运营手段，实现快周转，单个商业项目的项目周期甚至比许多企业的纯住宅项目周期还要短，且这种开发模式本质上是通过工作前置、管理效率和业务标准化实现，而非赶工抢工，因此成本不会因工期的显著缩短而大幅提升。

一个标准吾悦广场从落子到开业的时间往往只有20个月。以重庆大足吾悦广场为例，2020年7月28号摘牌，11月21日即实现商住双首开，期间仅相隔116天，有效缓解了资金沉淀，该项目预计2021年底开业，拿地到开业周期只有17个月，快于许多住宅项目的竣工速度。

图 44：公司快周转开发打造吾悦广场



数据来源：公司官网，西南证券整理

3) 商住协同开发，打造现金流滚投模式，改善自持资金沉淀问题

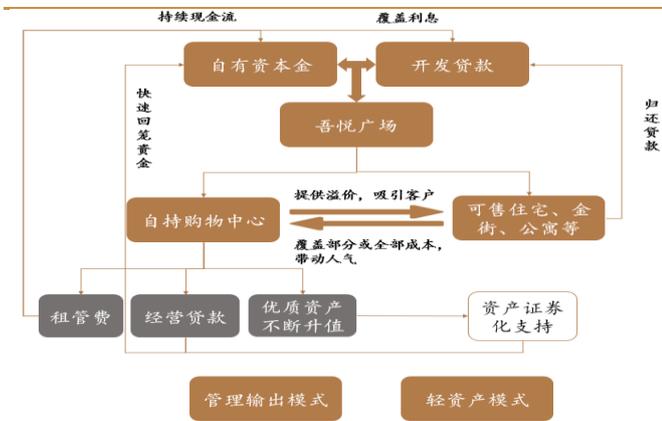
吾悦广场以自持重资产模式，进行快速扩张，主要源于“吾悦模式”现金流滚投模式，改善资金沉淀问题。商业开发相比住宅开发的最大劣势在于资金沉淀时间较长，一座商业综合体单纯依靠租金收入回收初始成本往往需要十年左右，若不能解决其对资金的占用问题，商业项目数量便无法实现快速增长。在好资产模型（商住结合）中，吾悦广场的配套可以提升销售物业的溢价，通过销售物业（住宅+可售商办物业等）获得的净利润，又可以部分覆盖持有购物中心的建造成本，最后通过对自持商业的高水准运营，获得持续的投资收益，推算过程如下：

统计2018-2020年已竣工且公布售价的综合体项目共22个，平均计划投资24.3亿元，平均销售回款37.1亿元，销售回款覆盖投资比例达153%，考虑税费因素等整体覆盖比例也在100%左右。从在建过程的资金占用来看，根据新城控股内部要求，低线城市配建住宅的好资产项目由于项目周期较短，预售应有数亿元的正现金流，而其他高线项目或优资产项目（不配建住宅，多见于一二线城市）则允许产生一定的现金流缺口。单个吾悦广场平均建筑面积约9.43万方（2020年），平均可出租面积5.66万方，平均出租率99.49%，租金坪效约120元/㎡/月，毛利率70%，则1年可得租金毛利5676万元。

吾悦速度首屈一指，新开业项目/已开业项目领先同行。纵观国内外商业地产领域，能够实现“吾悦速度”的商业地产开发商较少。一类是偏精耕细作模式，依靠住宅开发来对商业综合体进行短期补贴、加速开业，如华润、龙湖、美国的西蒙地产等；一类是以万达为代表的通过轻资产与合作开发来加速商业地产布局的模式。2020年新城新开吾悦广场38座，远高于华润置地、龙湖等公司，仅次于万达新开45座广场，但新开业项目数/已开业项目数比值上看，新城以38%的比值远远领先于其他同行。

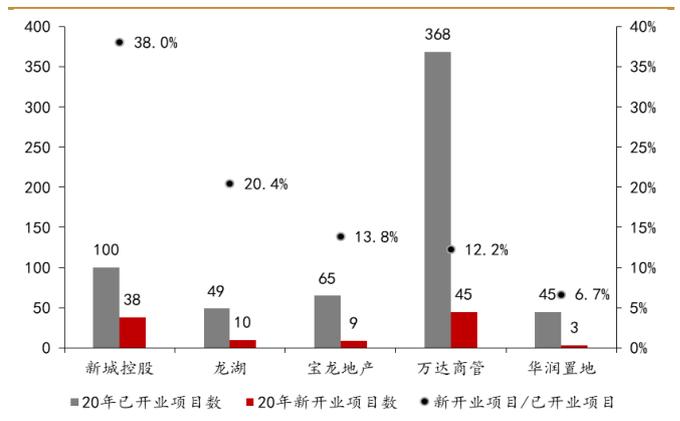
此外公司积极利用资产证券化工具打通投融资管退全流程，并开始尝试推行轻资产模式。公司对吾悦广场资产进行积极盘活，2020年6月，新城吾悦商业物业首单CMBS成功发行，全年公司通过CMBS及经营性物业贷盘活资产合计102.7亿元（不含已拿函），初步打通投融资管退全流程。新城控股还将不断加大以管理输出、品牌合作为主的轻资产模式，根据公司战略披露，未来每年新获取的40座吾悦广场中将有10座是轻资产项目。

图 45：商住协同现金流滚动开发模式



数据来源：西南证券整理

图 46：新城 2020 年新开业项目/已开项目比值高达 38%

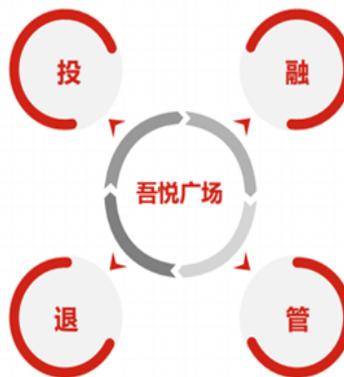


数据来源：公司公告，西南证券

图 47：公司积极盘活吾悦广场资产

2020年吾悦广场资产盘活情况

产品类型	发行规模 (亿元)	期限(年)	利率
CMBS	一期 29.47	3+3+3+3+3	4.80%
CMBS	二期 21.37	3+3+3+3+3	5.50%
CMBS	三期 20.53		已拿函
CMBS	四期 13.27		已拿函
经营性物业贷	51.88	8.8	6.50%
合计	102.72 (不含已拿函)		



数据来源：公司业绩会，西南证券整理

表 4：吾悦广场资产模型

分项物业	分项指标							
	平均建筑面积		平均出租面积		平均出租率	租金坪效	毛利率	租金毛利
自持商业	9.43 万m ²		5.66 万m ²		99.49%	120 元/m ² /月	70%	5676 万元
项目名称	项目类别	计划投资 (万元)	累计签约面积 (平)	平均售价 (元/平方米)	累计结算面积 (平)	销售回款 (元)	回款覆盖投资比例	结算比例
临沂河东项目	综合体	138,491	204,940	30,035	196,986	615537	444%	96.12%
台州黄岩项目	综合体	405,447	363,777	23,651	348,133	860369	212%	95.70%
蚌埠蚌山项目	综合体	140,000	113,873	58,588	112,991	667159	477%	99.23%
常州天宁项目	综合体	291,728	216,065	14,039	216,065	303334	104%	100.00%
汉中汉台项目	综合体	215,408	374,235	9,444	367,450	353428	164%	98.19%
连云港赣榆项目	综合体	298,102	603,439	7,499	603,439	452519	152%	100.00%
泰州泰兴项目	综合体	251,744	341,981	9,444	333,664	322967	128%	97.57%
台州玉环项目	综合体	359,989	334,229	11,870	327,743	396730	110%	98.06%
西安沣东项目	综合体	170,300	69,466	11,660	69,051	80997	48%	99.40%
台州仙居项目	综合体	262,615	320,911	12,083	318,770	387757	148%	99.33%
长春新区项目	综合体	323,490	351,808	6,565	350,946	230962	71%	99.75%
常州溧阳项目	综合体	439,813	412,831	13,000	412,831	536680	122%	100.00%
温州瑞安项目	综合体	111,345	57,310	24,827	57,310	142284	128%	100.00%
南昌新建项目	综合体	112,152	42,933	11,734	42,933	50378	45%	100.00%
泰州泰兴项目	综合体	251,744	318,419	9,983	317,907	317878	126%	99.84%
金华义乌项目	综合体	286,003	254,956	12,625	254,480	321882	113%	99.81%
商开如皋项目	综合体	59,133	33,866	15,029	33,866	50897	86%	100.00%
商开桐乡项目	综合体	212,580	302,693	18,893	297,499	571878	269%	98.28%
安庆吾悦广场	综合体	317,470	567,222	5,290	566,047	300060	95%	99.79%
长春新城吾悦广场	综合体	300,669	496,229	14,486	496,229	718837	239%	100.00%
商开晋江项目	综合体	148,231	160,620	12,002	155,921	192776	130%	97.07%
商开南昌项目	综合体	253,059	376,438	8,060	373,744	303409	120%	99.28%
均值		243,160				371,760	153%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

综上所述，公司打造“立新城、快周转、商住协同开发”三大核心竞争力。业内对“商住协同开发”关注较多，普遍看好的是商业勾地的低成本和配建住宅的成本覆盖，但从企业治理角度来看，我们认为吾悦模式最核心的护城河在于强大的管理创新能力和成体系的模式。

国内涉猎商业地产的房企众多，且很多公司都有全国闻名的标杆式项目，但真正形成品牌、实现持续发展的却凤毛麟角，并未上升到战略高度，更多是一种战术式经营。与这些房企不同，新城商开事业部在集团内享有极高的战略地位和资源保障，配备了大量优秀商业人才，因此能够在短短数年间形成成体系的开发流程，此后的迭代创新也皆为系统化的全盘升级，只有这样才能算作一种成熟可持续的经营模式。“快周转”、“三区两线五位一体”这类开发模式本质上考验的是企业的管理能力和创新能力，而优秀的管理和创新能力才是伟大企业发展长青的根基。即使未来政策及环境发生改变，商业勾地这一模式不再可持续，凭借诚

信力、执行力与创新力，新城控股一样能找到立身之道，目前公司已将重心向提升品质上倾斜，我们持续看好吾悦品牌的后续发展。

2.4 连云港项目案例-深耕三线城市，广场城市级联动

公司在连云港布局 2 座吾悦广场，打造差异化定位，执行城市深耕策略。其中，海州吾悦广场位于连云港核心区域，为城市首座 15 万方体验式购物中心，致力于用新潮、新意、新趣的商业体验，打造连云港潮趣生活新地标；赣榆吾悦广场位于连云港北翼沿海发展带，为多元业态集合，现代城市别具特色性、文化性、舒适性、互动性、情景性和丰富性的大型城市综合体项目。

公司在连云港的吾悦项目，具有三大优势：

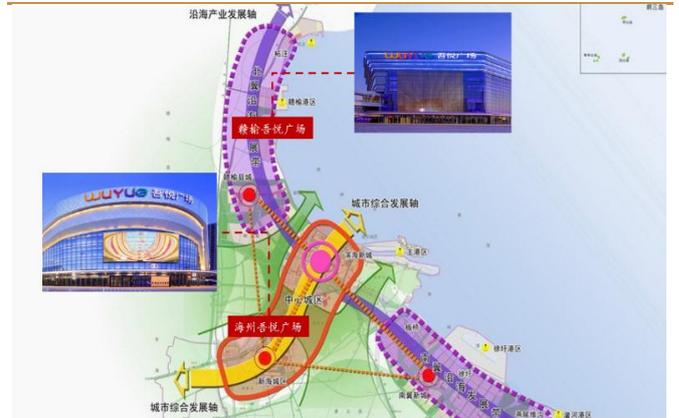
第一、商业深耕重点三线城市，消费需求旺盛。 1) 两座吾悦广场都是重点三线城市的**核心区域**：在一带一路战略中，连云港市是该战略部署实施的重要枢纽，占据着重要的地位；在江苏省城镇体系规划中，连云港定位为现代化的港口工业、海滨旅游城市和区域性国际物流枢纽；在江苏省沿海城镇轴的规划中，连云港定位为外向型经济发展窗口，作为东部沿海开发与中西部内陆开发的接力点和纽带。2 座吾悦广场分别位于城市核心地带和北翼沿海发展带，区位优势，未来发展可期。2) **消费需求旺盛**：相较于全国，连云港人均社零支出增长较快，2019 年增长至 26776 元（复合增长率为 29%），全国人均社零支出在 2019 年为 29402 元（复合增长率为 22%），数据表明连云港居民的消费需求是在不断上涨的。

图 48：连云港为重点三线城市



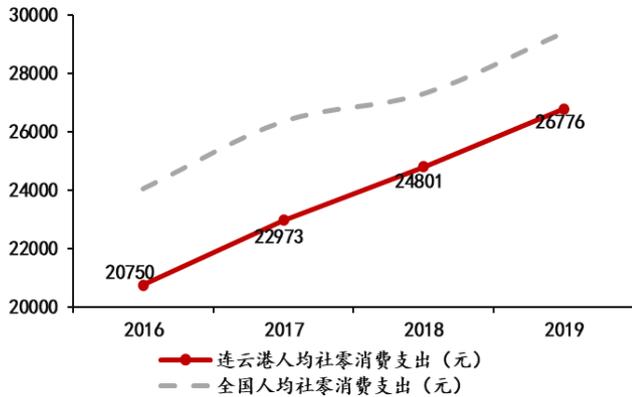
数据来源：连云港市政府，西南证券整理

图 49：连云港吾悦广场分布



数据来源：连云港市政府，西南证券整理

图 50: 连云港常住人口消费需求旺盛



数据来源: WIND, 西南证券整理

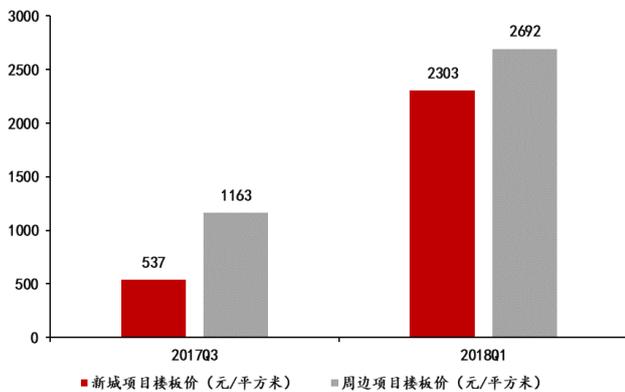
图 51: 吾悦广场品牌差异化, 联动发展



数据来源: 大众点评, 西南证券整理

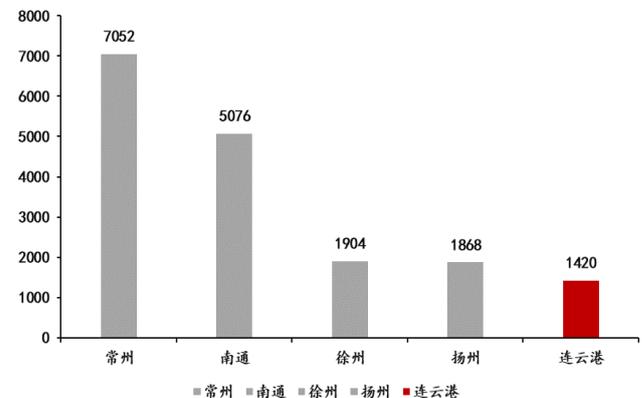
第二、拿地价格较周边竞品低, 租金收入可观, 深耕三四线城市性价比。2017-2018 年期间, 公司先后竞得连云港市赣榆区和海州区的两块宗地打造吾悦广场商业+住宅的模式, 2 块宗地的楼板价分别为 536.5 元/平方米和 2303.4 元/平方米, 均低于同一时期其它企业的楼板价, 且溢价率都为 0%。一方面, 相对于江苏二线城市, 连云港的平均拿地楼板价最低, 仅为 1420 元/平方米, 常州吾悦广场拿地价格高达 7052 元/平方米; 在租金收入方面, 由于连云港吾悦广场的虹吸效应, 海州吾悦广场与赣榆吾悦广场分别位于大众点评热门商场 top1, 具体体现在海州吾悦广场 2020 年的租金收入为 7680 万元、赣榆吾悦广场租金收入达到 7063 万元, 基本与扬州吾悦广场的租金收入 (7177 万元) 持平。因此, 相较于部分二线城市来说, 重点布局三线城市的吾悦广场项目性价比更高。

图 52: 新城拿地价格相比周边竞品更低



数据来源: 克而瑞, 西南证券整理

图 53: 连云港吾悦项目综合地价相比江苏二线城市更低



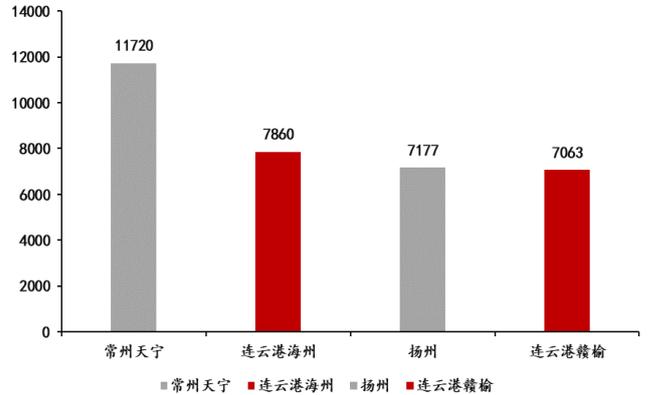
数据来源: 克而瑞, 西南证券整理

图 54: 2 座吾悦广场均为片区居民热门商圈 top1



数据来源: 大众点评, 西南证券整理

图 55: 连云港吾悦项目综合地价相比江苏二线城市更低



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

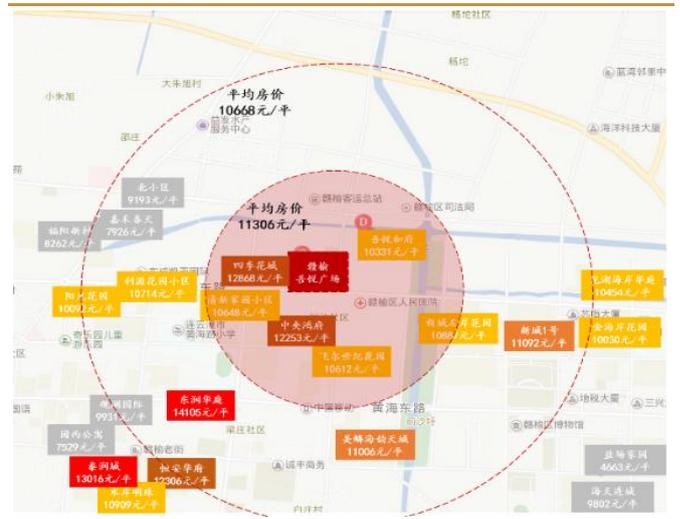
第三、吾悦广场深耕城市带动片区物业升值。我们统计了 2 座吾悦广场周边 2km 的房价, 可以看出吾悦广场对周边的房价有明显的带动作用。在海州吾悦广场周边, 同档次的住宅保利泰门府 (14600 元/平) 和玉龙花园 (12867 元/平) 差距较大; 在赣榆吾悦广场该现象则更加明显, 除去赣榆老街对街道的带动作用, 吾悦广场街道周边的楼盘售价 (11306 元/平) 要高于距离吾悦广场较远的楼盘售价 (10668 元/平)。

图 56: 海州吾悦对周边房价的带动作用



数据来源: 安居客, 西南证券整理

图 57: 赣榆吾悦对周边房价的带动作用更为明显



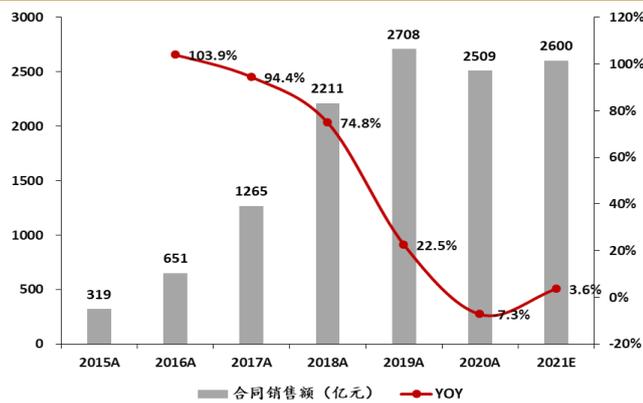
数据来源: 安居客, 西南证券整理

3 销售由“增速”转向“提质”，土储资源质优量足

3.1 销售有望重回增长，“规模优先”转向“利润优先”

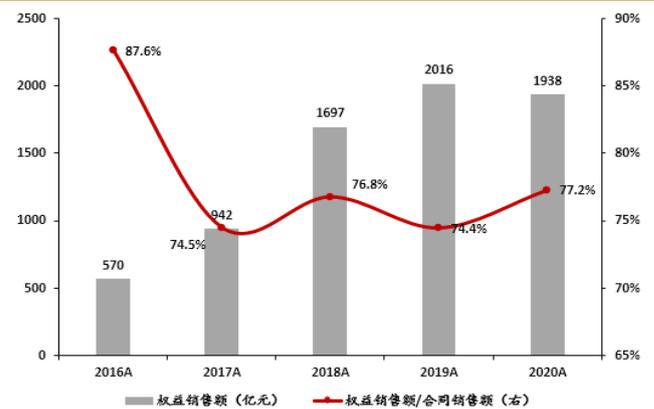
三大因素影响 2020 年销售额略有下降，预计重回稳健增长态势。2020 年公司累计合同销售额约 2510 亿元，较上年同期下降 7.3%，同期 3000 亿以上房企销售额增长率均值为 6.9%，1000-3000 亿房企销售额增长率均值 19.7%，新城控股位列房企合同销售额排行榜第 12 位。销售增速下降有多方面原因，预计未来将有所缓解，首先公司在 2019 年年末拿地节奏骤停，同时出让了较多项目，导致 2020 年货值计划受到冲击；其次上半年由于疫情影响，销售有所承压；最后公司策略主动从“增速”到“提质”转变，三方面影响下，2020 年销售额略有下跌，仍符合预期。但 2020 年公司拿地恢复正常，2021 年可售货值达 4200 亿元，销售目标为 2600 亿元，达标压力不大。2020 年 12 月公司共实现合同销售金额约 311 亿元，同比增长 28%，创下年内增速新高，去化能力仍十分卓越。2020 年公司销售权益比例 77.2%，明显高于百强平均水平 73.7%，注重合作同时有效保证规模增长质量。

图 58：公司 2021 年销售额预计重回增长趋势



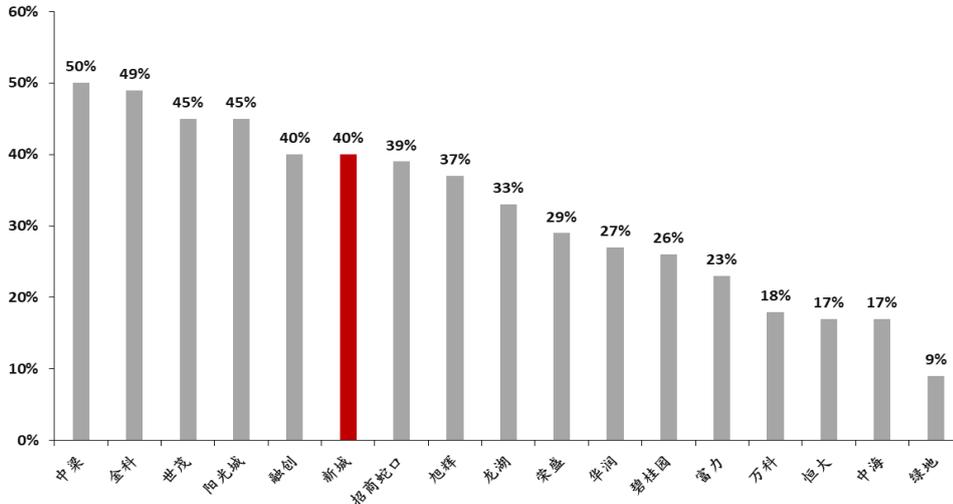
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 59：公司销售权益比例维持稳定

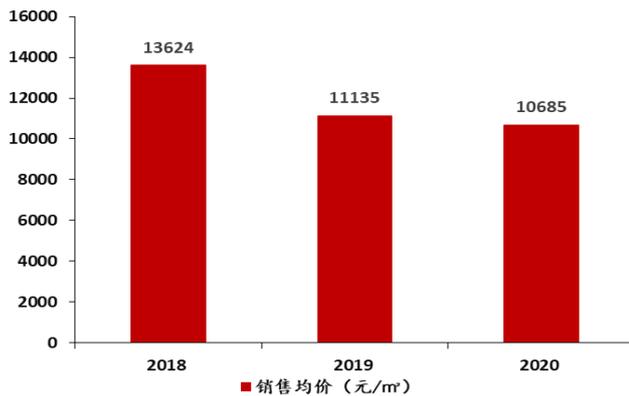


数据来源：克而瑞，西南证券整理

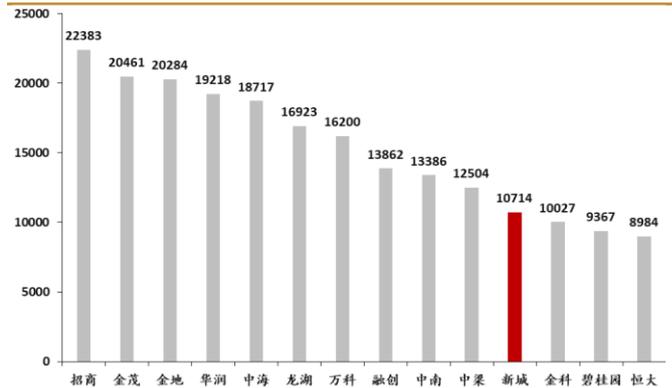
16-20 年销售额增速位居行业前列，前期公司销售以规模为先。2020 年公司销售目标为 2500 亿，与 2019 年 2708 亿元销售目标相比调低 7.7%，2020 年销售目标达成率 100.4%，相对稳健的目标，体现出公司对内外环境变化的思考和谨慎。在 2016-2020 年公司保持了较快的销售额增长速度，CAGR 达到 40%，在主流房企中排名前列，属于较为典型的黑马房企。2020 年公司销售均价 10714 元/平，相比 2017 年有所下降，处于同规模房企偏低水平，这与公司加速下沉三四线城市，布局城市新区的扩张策略联系密切，同时也受到房住不炒、低线城市库存政策等外部影响，但公司由于商业模式优质，冲击属于可控范围。

图 60：2016-2020 年新城控股销售额 CAGR 达到 40% 位居行业前列


数据来源：西南证券整理

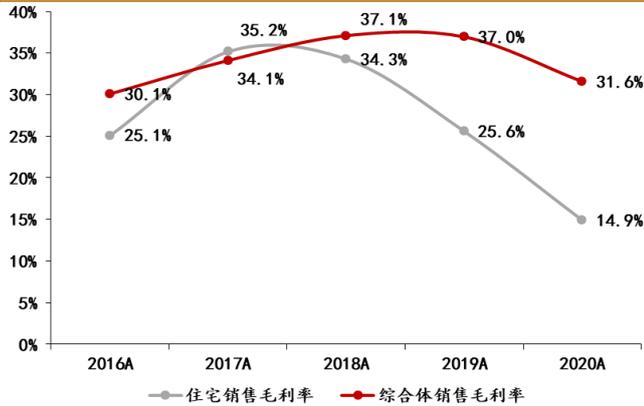
图 61：2018-2020 年公司销售单价有所下滑


数据来源：WIND，西南证券整理

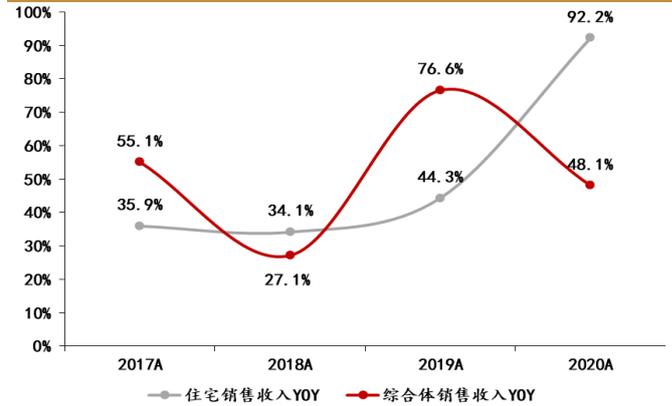
图 62：2020 年公司销售均价处于主流房企中低游


数据来源：克而瑞，西南证券整理

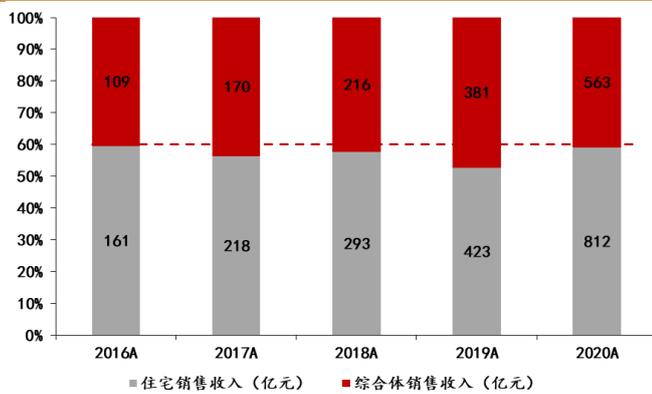
高毛利综合体项目业绩占比持续提升，公司策略从“规模为先”逐步转为“利润为先”。2016-2020 年住宅销售毛利率由 25.1% 降至 14.9%，综合体销售毛利率则维持在 30% 以上，综合体销售毛利率较高主要得益于新城商业勾地模式带来的低地价，同时综合体产品的溢价能力也普遍高于普通住宅。公司策略从“规模为先”逐步转为“利润为先”，同期公司高毛利的综合体销售收入占比持续提升，由 40.5% 增至 47.4%，2020 年由于疫情影响有所承压，短期降至 41.0%，同期毛利占比更为显著，综合体销售毛利占比由 44.9% 增至 59.5%。剔除 2020 年疫情影响，2016-2019 年公司住宅销售营收复合增速为 38.1%，而综合体销售营收复合增速达 51.6%。

图 63: 2016-2020 年综合体销售毛利率维持在 30% 以上


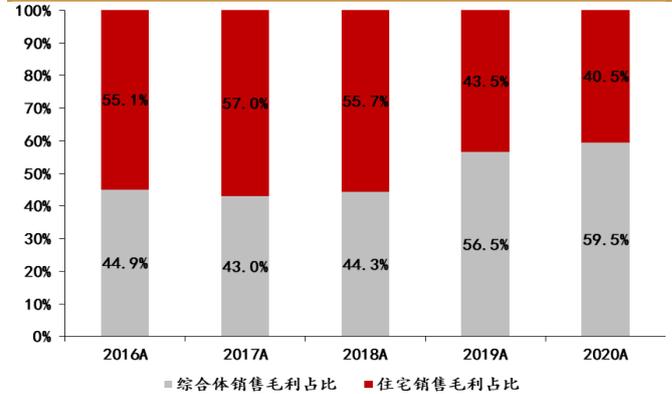
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 64: 公司综合体销售创造营收增速高于普通住宅


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

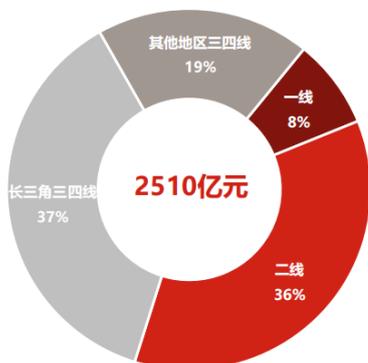
图 65: 2016-2020 年综合体销售收入占比保持 40% 以上


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

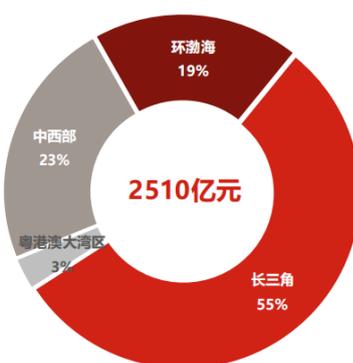
图 66: 2016-2020 年公司综合体销售毛利占比增至 60%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司布局深耕长三角, 聚焦高潜力城市。从区域上看, 公司坚持深耕长三角区域, 同时布局其他核心城市群, 2020 年长三角地区销售额占比达到 55%, 中西部销售额占比 23%, 环渤海占比 19%, 粤港澳及其他占比 3%, 覆盖了 19 个主要的城市群。从城市能级上看, 公司聚焦高潜力城市, 一线、二线、长三角三四线及其他三四线城市销售额占比分别为 8%、36%、37% 和 19%。

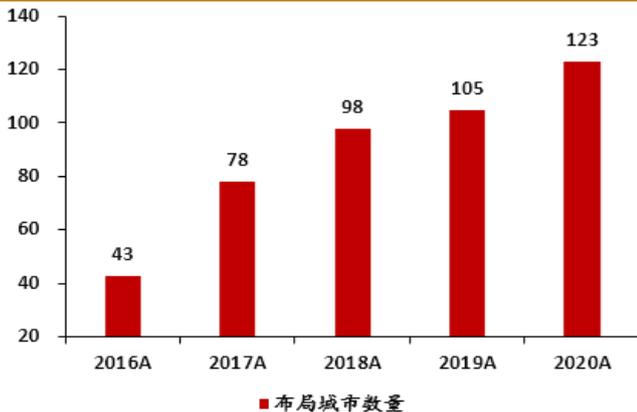
图 67: 销售金额结构 (按城市能级)


数据来源: 公司业绩会, 西南证券整理

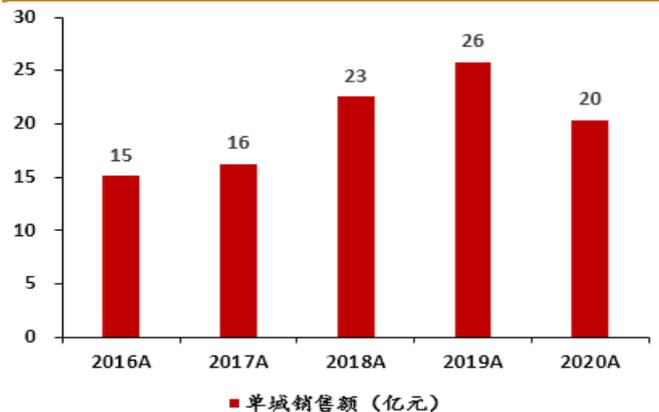
图 68: 销售金额结构 (按区域)


数据来源: 公司业绩会, 西南证券整理

全国化程度提升迅猛，未来将由城市扩张转为城市深耕。截至 2020 年末，新城控股布局了 123 个城市，已基本完成全国布局。公司逐步由城市扩张战略转为城市深耕，平均单城销售额由 2016 年的 14 亿元增至 2020 年的 20 亿元，此外已有 26 个城市市占率位列当地 Top5。根据 2020 年业绩会披露，公司未来将适当放慢新城市拓展速度，围绕城市现有布局做大做强，进一步释放规模红利。

图 69：公司全国布局 123 个大中城市


数据来源：公司公告，西南证券整理

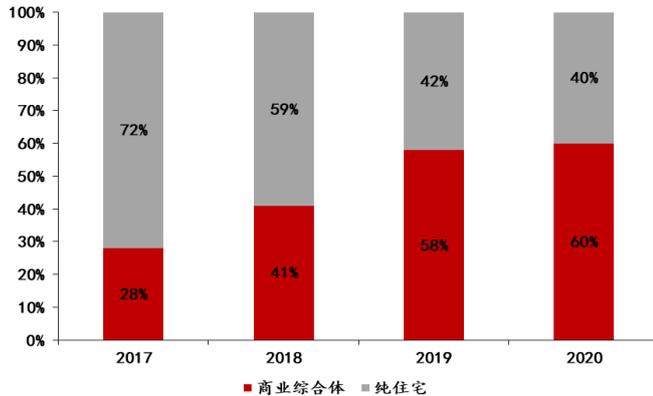
图 70：2016-2020 年公司单城销售额有所提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

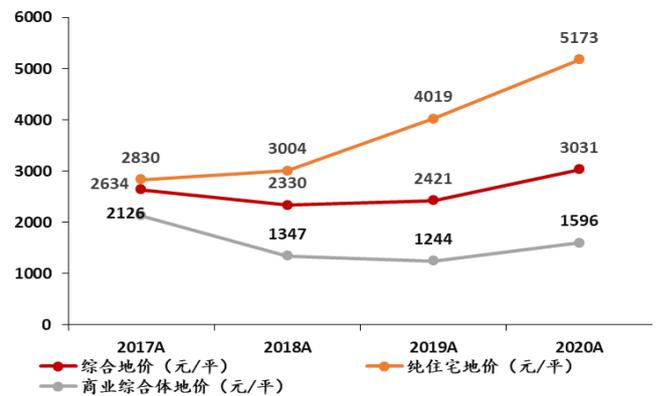
3.2 商业勾地保持地价优势，充沛土储提供业绩保障

公司强化商业勾地模式，地价优势显著。2017-2020 年公司强化商业勾地模式，商业综合体建面占比由 28% 提升至 60%，同期商业综合体项目楼面价由 2126 元/平降至 1596 元/平，而纯住宅项目楼面价则由 2830 元/平大幅提升至 5173 元/平，由于商业勾地模式可以以远低于招拍挂的方式获取土地，公司综合地价保持平稳，同期由 2634 元/平微升至 3031 元/平。与同行对比，公司权益地价 3488 元/平处于行业较低水平，其中有城市布局的原因，但更多是由于公司综合体拿地议价能力强。

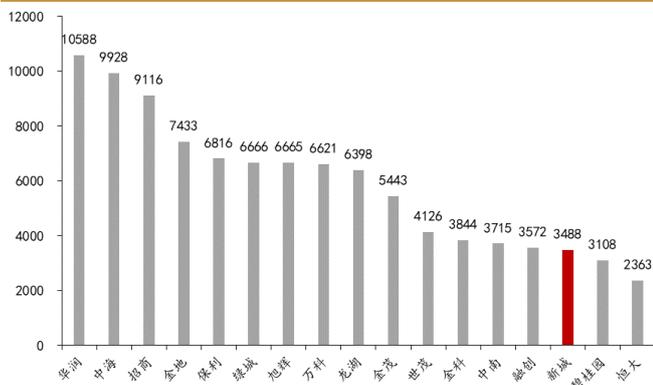
拿地力度回升明显，聚焦二线和长三角三四线城市。受 2019 年负面事件影响，公司几乎没有新增土地，2019 年拿地指标较 2018 年下降明显。经过迅速调整恢复，公司在 2020 年加大拿地力度，2020 年面积投销比达到 1.7，显著高于 19 年投销比 (1.0)。拿地结构方面，2020 年拿地以二线城市和长三角三四线城市为主，金额占比分别达到 49% 和 31%。2020 年公司战略性增加北京、上海、天津、苏州、杭州等核心一二线城市的项目，并积极拓展西安、郑州、昆明等重点省会城市，拿地城市层级显著提高，对开发经营品质也有更高要求。

图 71: 2016-2020 年公司综合体拿地建面占比由 28% 增至 60%


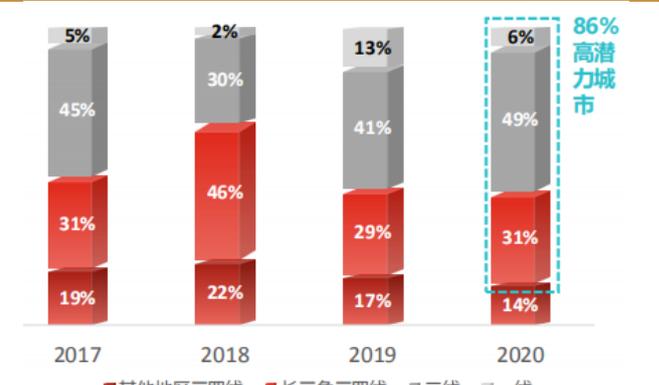
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 72: 2016-2020 年公司单综合体拿地议价能力突出


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 73: 2020 年公司权益地价处于行业中下游


数据来源: 观点指数研究院, 西南证券整理

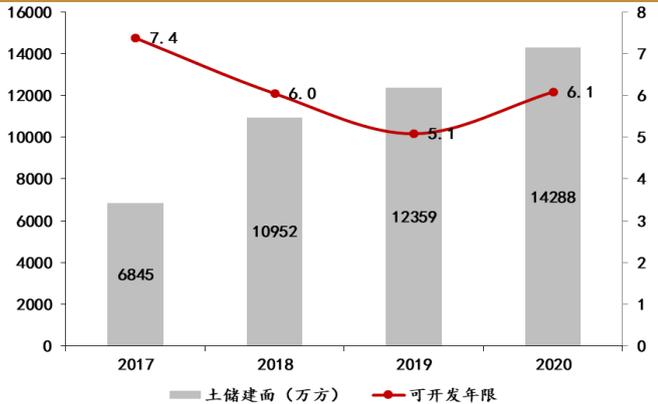
图 74: 公司 86% 新增土地聚焦于高潜力城市


数据来源: 公司业绩会, 西南证券整理

土储资源充沛, 可开发年限处于行业前列。2017-2020 年公司土储由 6845 万方增至 14288 万方, 土地资源充沛, 除 2019 年受负面事件影响可开发年限微降至 5.1 年外, 近年公司土储可开发年限始终保持在 6 年左右。公司土储可开发年限与同行相比, 也处于领先状态。

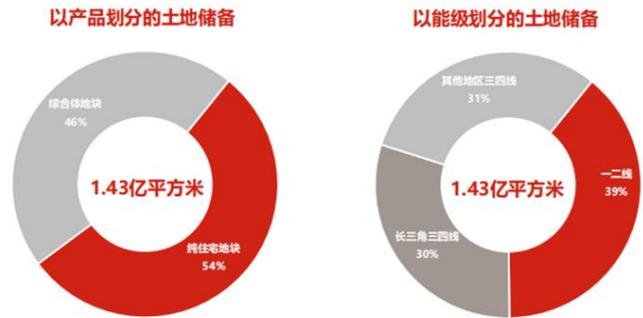
土储质量较优, 高潜力城市占比高。公司 1.43 亿平土储中, 按产品划分, 综合体地块占比达 46%, 纯住宅占比 55%; 按城市能级划分, 一二线城市、长三角三四线城市和其他三四线城市分别占比达 39%、30%和 31%, 高潜力城市占比较高, 合计约 70%; 按区域划分, 环渤海、长三角、中西部和大湾区分别占比达 18%、38%、39%和 5%。

图 75: 2020 年公司土储达 1.43 亿平 (可开发 6.1 年)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

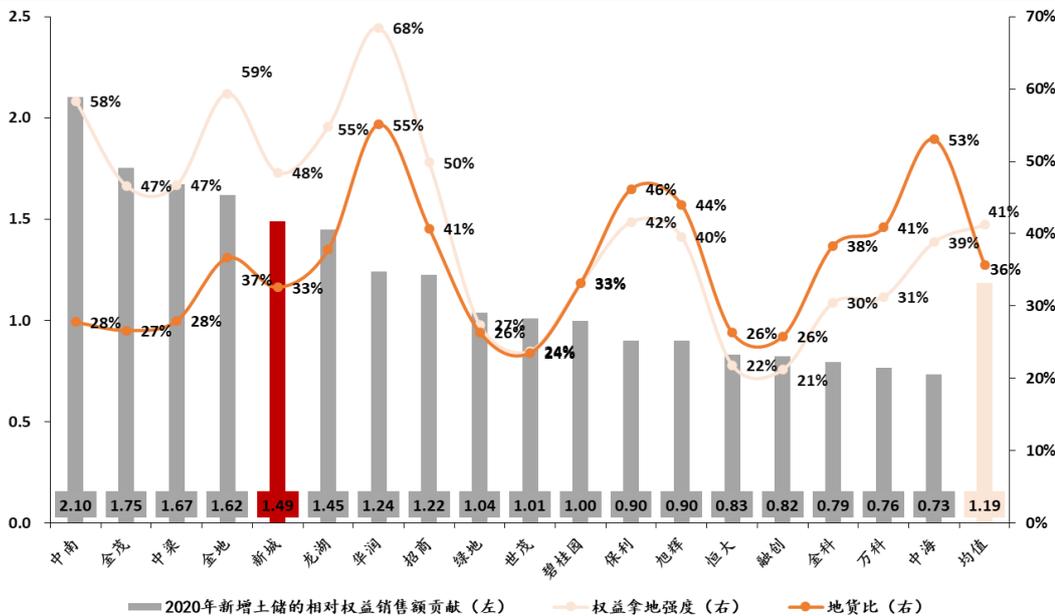
图 76: 公司土储质量较高



数据来源: 公司业绩会, 西南证券整理

公司 2021 年货值可观, 销售额增速有望重回快车道。公司 2021 年计划可售货值近 4200 亿元, 若 2020 年 70% 左右的去化率能继续保持 (业绩会披露), 可以超额完成 2600 亿的销售目标。推算 2020 年拿地对未来销售额的贡献水平, 20 年当年拿地全部转化能够贡献的绝对权益销售额 = (权益拿地金额/权益拿地均价) × (20 年销售均价 + 未来房价增长), 假设各房企去化周转速度接近, 相对权益销售额贡献 = 绝对权益销售额贡献 / 2020 年权益销售额, 考虑行业未来房价增长保持平稳, 仅从贡献水平角度考虑, 统一消去房价增长影响, 可计算得到 20 年拿地的相对权益销售额贡献 = (权益拿地金额/权益销售额) × (销售均价/权益拿地均价), 即 2020 年新增土储的相对权益销售额贡献 = 权益拿地强度/地货比, 该指标新城处于行业前列, 一定程度上可反映出稳健又优于行业平均的增长势头。

图 77: 2020 年公司新增土储的销售额贡献潜力较高



数据来源: 观点指数研究院、克而瑞, 西南证券整理

4 财务预测及估值

4.1 盈利预测

假设 1: 公司房地产开发销售业务在 2021-2023 年销售结算金额的增速分别为 25%/22%/19%，毛利率逐渐筑底，2021-2023 年分别对应 21%/20.5%/19.5%；

假设 2: 公司物业出租及管理业务在 2021-2023 年开业面积增速分别为 45%/50%/40%，整体出租率和单方租金水平保持平稳，毛利率分别为 70%/69%/68%；

假设 3: 2021-2023 年其他收入和毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
地产开发	收入	1375.8	1719.7	2098.1	2496.7
	增速	71.3%	25.0%	22.0%	19.0%
	毛利率	21.7%	21.0%	20.5%	19.5%
物业出租及管理	收入	54.4	78.8	118.2	165.5
	增速	34.0%	45.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	70.8%	70.0%	69.0%	68.0%
其他	收入	24.6	24.6	24.6	24.6
	增速	67.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
合计	收入	1454.8	1823.2	2240.9	2686.8
	增速	69.5%	25.3%	22.9%	19.9%
	毛利率	23.5%	23.1%	23.0%	22.5%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4.2 相对估值

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 191/224/252 亿元，EPS 分别为 8.45/9.92/11.15 元。考虑到公司商住性质越发受到市场认可，并且商业勾地推动拿地成本保持低位且商业运营规模加速扩张，我们给予公司 2021 年 8 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 67.60 元。

表 6: 相对估值法

代码	可比公司	股价 (人民币)	每股收益 EPS(人民币)				市盈率 PE			
			2020A	2021E	2022E	2022E	2020A	2021E	2022E	2022E
0960.HK	龙湖集团	41.17	3.34	4.17	4.91	5.58	11.57	9.81	8.32	7.32
1109.HK	华润置地	30.90	-	4.44	4.96	5.58	6.44	6.90	6.19	5.50
1238.HK	宝龙地产	7.16	1.47	1.61	1.92	2.38	3.06	4.42	3.70	2.98
平均值							7.02	7.04	6.07	5.27

数据来源: WIND, 西南证券整理 (股价以 2021/4/28 计, 港元兑人民币汇率 0.842)

5 风险提示

商业勾地过度竞争；公司销售额下行；低线城市租金水平不稳定。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	145475.23	182315.53	224089.92	268681.67	净利润	16465.73	20437.79	24078.43	27024.41
营业成本	111291.59	140251.72	172489.94	208309.28	折旧与摊销	326.11	305.81	315.07	325.04
营业税金及附加	5669.27	7292.62	8963.60	10747.27	财务费用	969.95	1066.95	1013.60	962.92
销售费用	5490.83	7292.62	8963.60	10747.27	资产减值损失	-1597.02	-1756.72	-1405.38	-1545.92
管理费用	4018.70	6061.72	7030.58	8597.49	经营营运资本变动	-24502.61	-4332.93	24292.35	14907.37
财务费用	969.95	1066.95	1013.60	962.92	其他	8719.72	-3344.38	-3828.19	-3761.25
资产减值损失	-1597.02	-1756.72	-1405.38	-1545.92	经营活动现金流净额	381.87	12376.51	44465.87	37912.57
投资收益	3081.05	2588.08	2613.96	2744.66	资本支出	-236.97	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	2523.89	2608.39	2586.67	2583.45	其他	-15733.24	-4490.72	-5369.47	-6213.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15970.20	-4590.72	-5499.47	-6343.20
营业利润	22018.46	27303.10	32234.62	36191.48	短期借款	-220.30	150.30	-54.00	22.00
其他非经营损益	218.25	200.63	206.50	204.54	长期借款	19254.48	1000.00	1250.00	1152.00
利润总额	22236.71	27503.73	32441.12	36396.02	股权融资	-345.30	4.86	0.00	0.00
所得税	5770.98	7065.94	8362.69	9371.61	支付股利	-3835.70	-4576.74	-5727.35	-6729.30
净利润	16465.73	20437.79	24078.43	27024.41	其他	-135.28	10826.72	11505.52	11662.53
少数股东损益	1209.93	1346.62	1647.44	1826.21	筹资活动现金流净额	14717.89	7405.14	6974.17	6107.24
归属母公司股东净利润	15255.80	19091.16	22430.99	25198.21	现金流量净额	-1035.90	15190.93	45940.56	37676.61
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	62423.60	77614.53	123555.09	161231.70	成长能力				
应收和预付款项	60345.19	71932.86	88479.78	106255.52	销售收入增长率	69.46%	25.32%	22.91%	19.90%
存货	270579.80	291528.61	316106.40	351125.77	营业利润增长率	24.77%	24.00%	18.06%	12.28%
其他流动资产	24517.43	30703.56	37718.21	45205.94	净利润增长率	23.52%	24.12%	17.81%	12.23%
长期股权投资	22326.19	22326.19	22326.19	22326.19	EBITDA 增长率	23.60%	23.00%	17.04%	11.67%
投资性房地产	88291.50	97120.65	106832.72	117515.99	获利能力				
固定资产和在建工程	2226.12	2131.83	2051.13	1963.31	毛利率	23.50%	23.07%	23.03%	22.47%
无形资产和开发支出	1019.81	913.72	814.78	712.99	三费率	7.20%	7.91%	7.59%	7.56%
其他非流动资产	6023.19	6875.81	7728.42	8581.03	净利率	11.32%	11.21%	10.74%	10.06%
资产总计	537752.83	601147.76	705612.71	814918.44	ROE	20.05%	20.97%	20.79%	19.85%
短期借款	449.70	600.00	546.00	568.00	ROA	3.06%	3.40%	3.41%	3.32%
应付和预收款项	77174.27	110841.97	136013.28	163998.64	ROIC	-296.10%	223.28%	1136.49%	-193.07%
长期借款	43623.25	44623.25	45873.25	47025.25	EBITDA/销售收入	16.03%	15.73%	14.98%	13.95%
其他负债	334367.14	347604.22	407350.79	467202.05	营运能力				
负债合计	455614.37	503669.45	589783.32	678793.94	总资产周转率	0.29	0.32	0.34	0.35
股本	2255.74	2260.60	2260.60	2260.60	固定资产周转率	80.04	114.04	148.28	188.29
资本公积	2334.03	2334.03	2334.03	2334.03	应收账款周转率	356.65	463.62	459.62	454.49
留存收益	45095.96	59610.39	76314.02	94782.93	存货周转率	0.44	0.49	0.56	0.62
归属母公司股东权益	50590.79	64584.01	81287.65	99756.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.96%	—	—	—
少数股东权益	31547.68	32894.30	34541.74	36367.95	资本结构				
股东权益合计	82138.47	97478.31	115829.39	136124.50	资产负债率	84.73%	83.78%	83.58%	83.30%
负债和股东权益合计	537752.83	601147.76	705612.71	814918.44	带息债务/总负债	14.97%	15.76%	15.35%	14.99%
					流动比率	1.11	1.14	1.16	1.18
					速动比率	0.39	0.44	0.51	0.55
					股利支付率	25.14%	23.97%	25.53%	26.71%
					每股指标				
					每股收益	6.75	8.45	9.92	11.15
					每股净资产	36.33	43.12	51.24	60.22
					每股经营现金	0.17	5.47	19.67	16.77
					每股股利	1.70	2.02	2.53	2.98
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	23314.52	28675.85	33563.28	37479.43					
PE	6.72	5.37	4.57	4.07					
PB	1.25	1.05	0.89	0.75					
PS	0.71	0.56	0.46	0.38					
EV/EBITDA	-6.11	-6.01	-7.02	-7.82					
股息率	3.74%	4.46%	5.58%	6.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn