

新城控股 (601155.SH) 双轮驱动，稳中求进，吾悦高举高打全国布局

2022年06月28日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

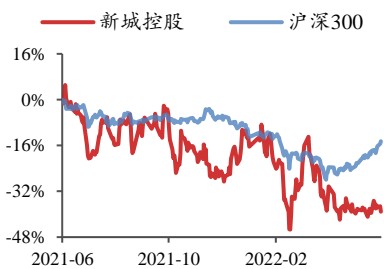
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/6/28
当前股价(元)	24.22
一年最高最低(元)	44.42/20.09
总市值(亿元)	548.24
流通市值(亿元)	547.50
总股本(亿股)	22.64
流通股本(亿股)	22.61
近3个月换手率(%)	67.48

股价走势图



数据来源：聚源

● 双轮驱动，稳中求进，给予“买入”评级

新城控股开发业务稳中向好，负债结构进一步优化，预计将维持现有规模；商管业务持续扩张，吾悦广场轻重并举，未来业绩可期。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为131.1、138.5、147.1亿元，EPS分别为5.79、6.12、6.50元，当前股价对应PE估值分别为4.2、4.0、3.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 商管规模持续提升，吾悦广场走向全国

截至2022年3月末，新城控股在135城市布局了189座吾悦广场，累计在营130座，商场开业数量及面积均保持行业领先。在近两年疫情散发的挑战下，公司商业租金仍大幅提升，2021年吾悦广场租金收入86.0亿元，近五年CAGR达81.1%，26座吾悦广场单广场运营总收入超亿元，出租率处于行业领跑位置。伴随全国化布局深入，吾悦广场轻重并举、产品持续升级、创新运营，未来业绩可期。

● 逆周期稳抓销售回款，拿地灵活土储充裕

新城控股2021年签约销售额2338亿元，同比下滑6.8%，年度回款2387亿元，回款率位于行业前列。公司在长三角区域销售占比达到53%，在江苏省和天津市市占率进入前三。同时公司根据市场变化，灵活调整拿地策略，上半年顺势投资积极，下半年逆势谨慎拓储，全年权益拿地金额390亿元，较年初计划节省近300亿元现金支出。土地储备方面，公司拥有土储1.38亿平方米，能保证超过三年的开发运营需求，其中综合体地块占比49%，在高潜力城市布局超过65%。

● 商业运营业务毛利率稳定，负债结构持续优化

新城控股2021年商管业务毛利率达到73%，且近年来商管业务毛利率维持高位稳定。我们认为伴随储备项目逐步开业和公司运营能力提升，公司整体盈利水平将触底回升。公司2021年不断优化负债结构，三道红线转为绿档，截至2021年底有息负债898.7亿元，平均融资成本降至6.57%。

● **风险提示：**房地产政策调控风险，三四线城市去化风险，疫情影响商场运营风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	145,475	168,232	182,801	189,966	197,907
YOY(%)	69.5	15.6	8.7	3.9	4.2
归母净利润(百万元)	15,256	12,598	13,115	13,845	14,708
YOY(%)	20.6	-17.4	4.1	5.6	6.2
毛利率(%)	23.5	20.4	20.0	19.3	19.5
净利率(%)	10.5	7.5	7.2	7.3	7.4
ROE(%)	20.0	14.2	12.7	12.1	11.5
EPS(摊薄/元)	6.74	5.57	5.79	6.12	6.50
P/E(倍)	3.6	4.4	4.2	4.0	3.7
P/B(倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 商管规模持续提升，吾悦广场走向全国.....	5
1.1、 全国化布局加深，商业规模行业领先.....	5
1.2、 精细化高效运营，经营业绩稳步提升.....	6
1.3、 深耕长三角，城市能级布局均衡.....	8
1.4、 吾悦广场迭代升级，商户合作打造全新竞争力.....	10
2、 逆周期稳抓销售回款，拿地灵活土储充裕.....	11
2.1、 销售规模保持相对稳定，长三角销售贡献较大.....	11
2.2、 增量转为提质，逆势拿地投资谨慎.....	13
2.3、 土地储备较充裕，聚焦核心城市群.....	16
3、 商业运营业务利润率稳定，负债结构持续优化.....	18
3.1、 营收业绩稳步提升，商业运营业务利润高企.....	18
3.2、 负债结构不断改善，多元化融资能力加强.....	20
4、 盈利预测与投资建议.....	22
4.1、 分部估值.....	22
4.2、 相对估值.....	23
4.3、 投资建议.....	23
5、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

图表目录

图 1： 吾悦广场开业及委托管理数量稳步提升.....	5
图 2： 吾悦广场近五年布局数量稳步提升.....	5
图 3： 吾悦广场 2019-2021 年储备数量稳定在 80 座左右.....	5
图 4： 吾悦广场开业在管面积逐步提高.....	5
图 5： 新城控股 2021 年开业在管商业面积排名行业第二.....	6
图 6： 新城控股 2021 年开业商场数量排名行业第二.....	6
图 7： 新城控股 2021 年开业面积行业领先.....	6
图 8： 新城控股 2021 年底商场开业比例保持中游水平.....	6
图 9： 吾悦广场近年来商业运营收入大幅增长.....	7
图 10： 吾悦广场 2021 年平均出租率有所回落.....	7
图 11： 新城控股 2021 年商业运营收入排名行业前三.....	7
图 12： 新城控股商业 2021 年平均出租率排名行业前列.....	7
图 13： 新城控股近两年轻资产项目开业数量占比提升.....	8
图 14： 新城控股轻资产项目孝感吾悦广场 2021 年开业.....	8
图 15： 吾悦广场在长三角区域分布数量及出租率较高.....	8
图 16： 吾悦广场在长三角可出租面积及收入占比较高.....	8
图 17： 吾悦广场在长三角已开业数量达 67 座.....	9
图 18： 近十年三四线城市购物中心占比逐年提升.....	9
图 19： 吾悦广场在人均购物面积较低的三四线分布较多.....	9
图 20： 吾悦广场近三年客流量及会员数显著增长.....	10
图 21： 吾悦广场商家销售额及客户消费水平稳步提升.....	10
图 22： 南京建邺吾悦广场打造城市会客厅.....	10

图 23: 沈阳沈北吾悦广场打造 MALL+X 创新试点	10
图 24: 新城控股近四年销售金额保持相对稳定	11
图 25: 新城控股近三年销售面积保持稳定	11
图 26: 新城控股 2021 年销售目标达成率 90%	11
图 27: 新城控股单城市销售规模同比小幅下滑	11
图 28: 新城控股相较其他主流房企单城市销售规模较低 (亿元)	12
图 29: 新城控股一二线城市销售金额贡献占比 44%	12
图 30: 新城控股长三角销售金额贡献占比超过 50%	12
图 31: 新城控股在江苏和天津销售额市占率超 4%	12
图 32: 新城控股 2021 年十座城市签约面积超 50 万方	12
图 33: 新城控股 2021 年下半年销售节奏加快, 销售均价走低	13
图 34: 新城控股近年来土储建面稳步增长	14
图 35: 新城控股近年来商业综合体拿地面积占比较高	14
图 36: 新城控股 2021 年拿地金额权益比下降	14
图 37: 新城控股 2021 年拿地面积权益比下降	14
图 38: 新城控股拿地金额占销售金额比例逐年走低	14
图 39: 新城控股近五年房地价差逐年走低	14
图 40: 新城控股近三年拿地金额排名前十的城市变化较大	15
图 41: 新城控股 2021 年上半年拿地较积极, 下半年拿地骤减	15
图 42: 新城控股 2021 年土储面积同比微降	16
图 43: 新城控股综合体地块土储面积占比 49%	16
图 44: 新城控股已售未结面积和未售面积同比微降	16
图 45: 新城控股 2021 年货销比为 3.5 年	16
图 46: 新城控股位于长三角和中西部的土储较多	17
图 47: 新城控股 67%土储位于高潜力城市	17
图 48: 新城控股在江苏和山东土储建面超过 1000 万方	17
图 49: 新城控股未结转土储排名前十的城市中重点城市占 8 个	17
图 50: 新城控股近十年营业收入逐年增长	18
图 51: 新城控股物业出租收入占比不断提升	18
图 52: 新城控股近三年合同负债金额保持相对稳定	18
图 53: 新城控股近六年预收账款覆盖倍数超过 1 倍	18
图 54: 新城控股 2021 年归母净利润同比下滑	19
图 55: 新城控股 2021 年毛利率和净利率同比持续下降	19
图 56: 新城控股物业出租业务毛利率保持高位	19
图 57: 新城控股物业出租业务盈利贡献逐年增加	19
图 58: 新城控股近年销售费用增长明显	20
图 59: 新城控股近两年三费占比保持较低水平	20
图 60: 新城控股 2021 年底有息负债同比下降 2%	20
图 61: 新城控股 2021 年底有息负债规模处于行业低位	20
图 62: 新城控股 2021 年底三道红线全转绿	21
图 63: 新城控股截至 2021 年底开发贷负债占比 49%	21
图 64: 新城控股 2021 年融资成本同比下降	22
图 65: 新城控股融资成本相较主流房企有改善空间	22

表 1: 2021 年新城控股对比商业地产及商管头部公司经营情况排名前列	7
--------------------------------------	---

表 2: 新城控股发行债权方式多样, 融资成本持续改善.....	21
表 3: 部分商业地产及商管公司或基金 2021 年利润率情况表现良好.....	22
表 4: 可比公司 2022 年 PE 估值均值为 7.6 倍.....	23

1、商管规模持续提升，吾悦广场走向全国

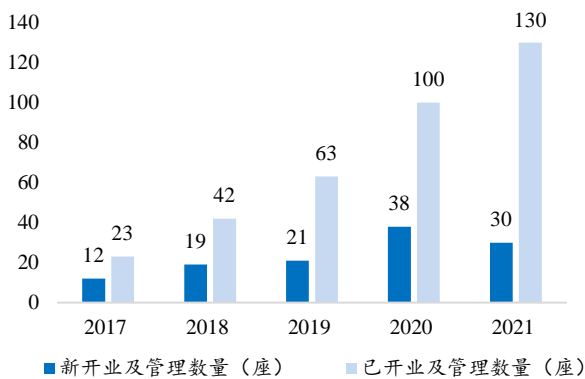
新城控股商业标杆吾悦广场以“千城千面、城城不同”的风格，坚持产品升级和进化，实现资源与品牌的共享。公司通过“住宅+商业”双轮发展，打造了“开发+持有”的闭环经营模式。截至2022年3月末，新城控股已在全国范围内布局吾悦广场189座，开业及委托管理的商场130座。

1.1、全国化布局加深，商业规模行业领先

商场布局和开业数量提升，开业比例逐年提高。自2012年公司第一座吾悦广场在常州开业后，公司不断打磨产品，更新换代，让吾悦广场从长三角走向全国。公司用了10年光阴，基本实现吾悦广场的全国化布局，总布局及开业商场数量逐年提升，累计在135城市布局了189座吾悦广场，其中55%位于一二线及强三线城市。

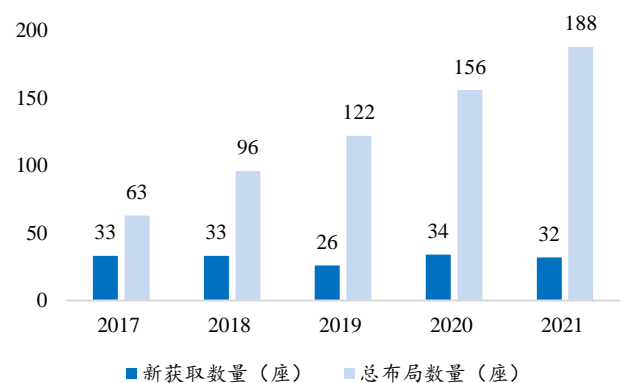
2020-2021年，在疫情反复的挑战下，公司仍保持商业规模扩张速度，2020-2021年新获取商场66座，保持年均30+座的拓展力度。截至2021年末，公司在管商业建筑面积1248万，前期投资基金逐年释放成稳定的现金流，充足的商业运营经验也为公司轻重并举打下了扎实的基础。

图1：吾悦广场开业及委托管理数量稳步提升



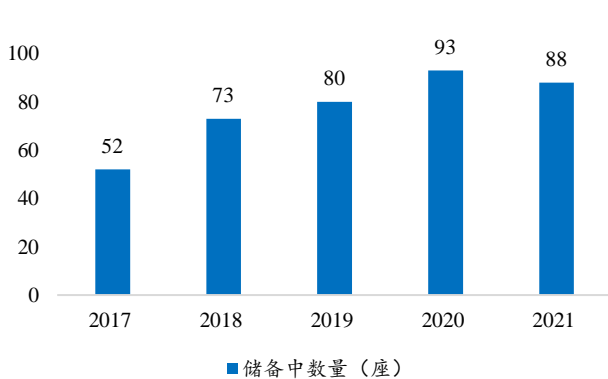
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：吾悦广场近五年布局数量稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：吾悦广场2019-2021年储备数量稳定在80座左右



数据来源：公司公告、开源证券研究所

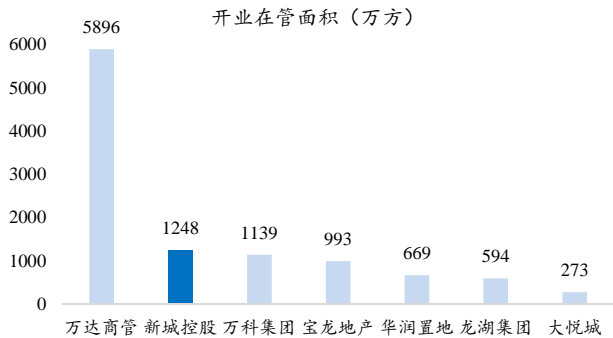
图4：吾悦广场开业在管面积逐步提高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

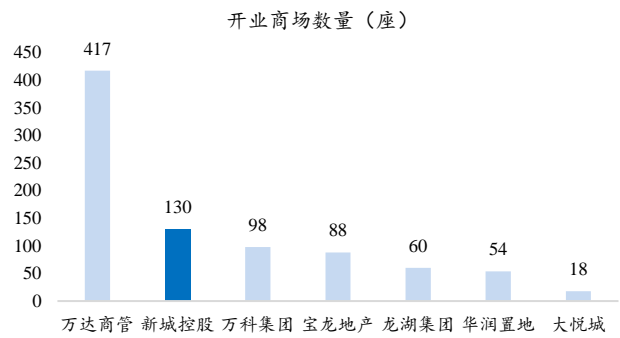
商场开业数量及在管面积行业领先。我们选取了万达商管、万科集团、华润置地、龙湖集团、宝龙地产和大悦城地产六家头部商业地产企业与公司进行比较。新城控股 2021 年已开业商场面积及数量均处于行业前两名水平，且 2021 年当年新开业面积也仅次于万达，扩张趋势明显。公司的项目开业比例维持在中游水平，未来整体规模增长潜力较大。

图5：新城控股 2021 年开业在管商业面积排名行业第二



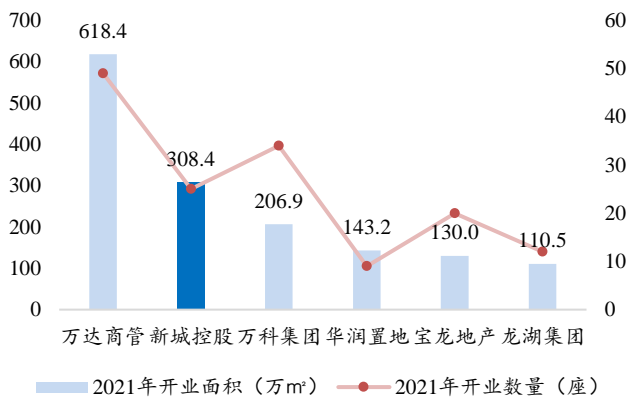
数据来源：公司公告、万达商管招股书、开源证券研究所

图6：新城控股 2021 年开业商场数量排名行业第二



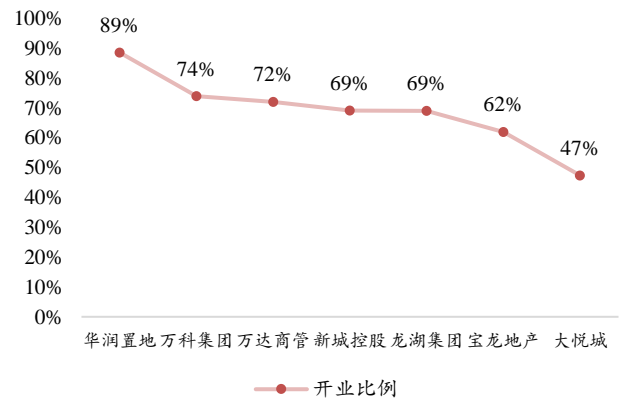
数据来源：公司公告、万达商管招股书、开源证券研究所

图7：新城控股 2021 年开业面积行业领先



数据来源：公司公告、万达商管招股书、开源证券研究所

图8：新城控股 2021 年底商场开业比例保持中游水平



数据来源：公司公告、万达商管招股书、开源证券研究所

1.2、精细化高效运营，经营业绩稳步提升

商业运营收入大幅增长，出租效率行业领先。2016 年至 2021 年，公司商业运营收入大幅提升，由 4.4 亿元增长至 86.0 亿元（含税口径，包括租金、管理费、停车场、多种经营及其他零星管理费收入），年化复合增长率 81.1%。2021 年公司实现商业运营总收入 86.0 亿元，同比增长 51%，同店增长 11%，超额完成 85 亿的年度目标。分结构看，26 座吾悦广场运营总收入超亿元，常州武进吾悦广场收入超 2 亿元。

从行业来看，公司商业运营总收入仅次于万达商管和华润万象生活，排名行业前三。2021 年全年吾悦广场平均出租率 97.63%，其中重资产出租率 98%，有 87 个项目出租率在 98% 以上，其中有 51 个项目出租率为 100%，公司 2022 年全年计划新开业吾悦广场 25 座，预计年底吾悦开业总数达到 155 座，全年商业运营总收入目标

为 105 亿元。我们认为，尽管 2022 年一季度疫情多发对华东区域业绩有一定影响，但伴随吾悦广场全国化布局的不断深入，运营效率不断提升，业绩目标达成可期。

图9：吾悦广场近年来商业运营收入大幅增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

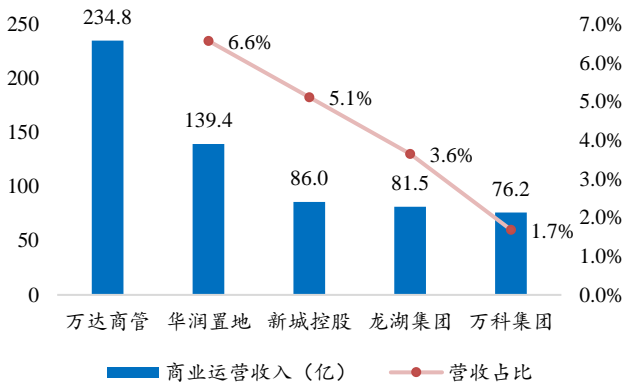
备注：商业运营收入为含税口径，包括租金、管理费、停车场、多种经营及其他零星管理费收入

图10：吾悦广场 2021 年平均出租率有所回落



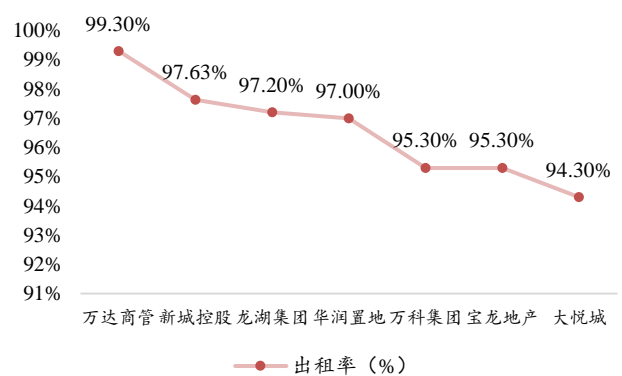
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：新城控股 2021 年商业运营收入排名行业前三



数据来源：公司公告、万达商管招股书、开源证券研究所

图12：新城控股商业 2021 年平均出租率排名行业前列



数据来源：公司公告、万达商管招股书、开源证券研究所

表1：2021 年新城控股对比商业地产及商管头部公司经营情况排名前列

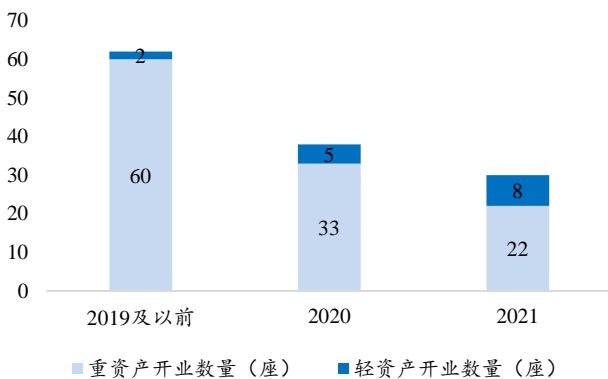
企业	商业运营收入 (亿)	开业面积 (万方)	出租率 (%)	开业数量 (座)	2021 年开业项目数
万达商管	234.8	5896	99.30%	417	49
华润置地	139.4	669	97.00%	54	9
新城控股	86.0	1248	97.63%	130	25
龙湖集团	81.5	594	97.20%	60	12
万科 A	76.2	1139	95.30%	211	34

资料来源：公司公告、万达商管招股书、开源证券研究所

备注：不同公司对商业运营收入定义有差异；万达商管使用营业收入口径，包括委托管理模式和租赁运营模式；华润置地使用公司购物中心租金口径，包含租金及物业管理费；新城控股使用不含税口径的租金收入，包含租金、管理费、停车场、多种经营及其他零星管理费收入；龙湖集团使用租金收入，包含租金、管理费；万科 A 使用商业业务营业收入口径，包含租金、商业运营管理费、停车场收入和多种经营收入。

实施轻重并举模式，轻资产项目穿越周期。商业购物中心经过多年的高速增长，逐渐进入了存量运营的时代，头部企业市场份额进一步扩大，在行业风口下，轻资产模式因其更高的资本回报率逐渐受到商业地产企业的青睐。新城商业的轻重并举战略也进一步取得成效，2021年新拓展轻资产吾悦广场16座，全年开业轻资产项目达到8座，其中孝感、宿迁宿城、湖州织里和淄博经开4座为净地项目，孝感吾悦广场开业做到了招商100%，35%以上品牌为首进孝感的新品牌，为城市商业注入了新的活力。轻资产运营的完整闭环展现出公司强大的开发及运营能力，多形态的商业项目组合通过经营管理和资产管理为公司带来了更多增值收益。

图13：新城控股近两年轻资产项目开业数量占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：新城控股轻资产项目孝感吾悦广场2021年开业

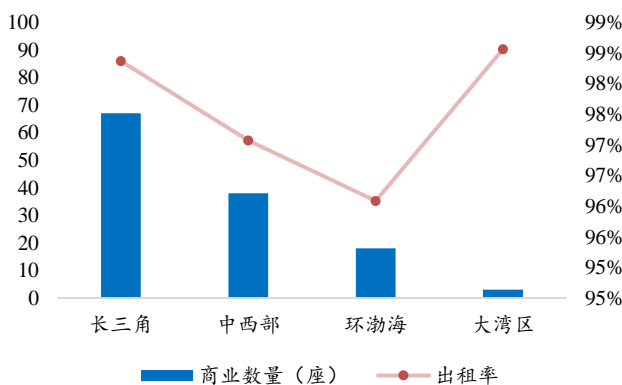


资料来源：公司官网

1.3、深耕长三角，城市能级布局均衡

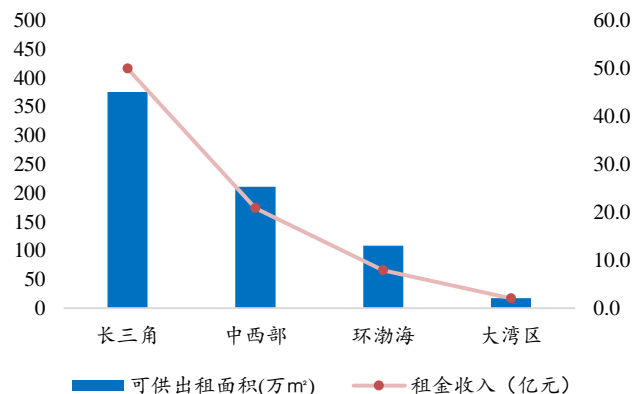
深耕长三角，布局全国各个区域。截至2022年3月底，吾悦广场已进驻28个省份，135个城市。从已开业商场布局来看，长三角区域作为公司战略重心，已开业吾悦广场67座，可供出租面积375.8万平方米，占比52.8%，其中江苏作为公司深耕大本营开业37座；中西部和环渤海区域为公司重点建设的区域，目前主要拓展地级市，是公司未来租金的重要增长点；大湾区目前仅开业了肇庆一家吾悦广场，2022年云浮项目正在开业准备中。从出租率来看，长三角及大湾区作为传统核心消费区域表现良好，平均出租率均超过98%，平均租金水平较高。

图15：吾悦广场在长三角区域分布数量及出租率较高



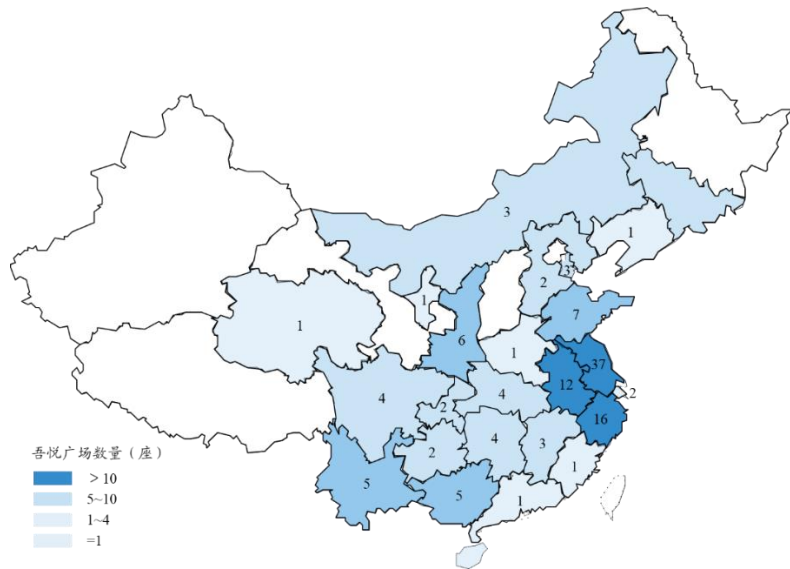
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：吾悦广场在长三角可出租面积及收入占比较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：吾悦广场在长三角已开业数量达 67 座

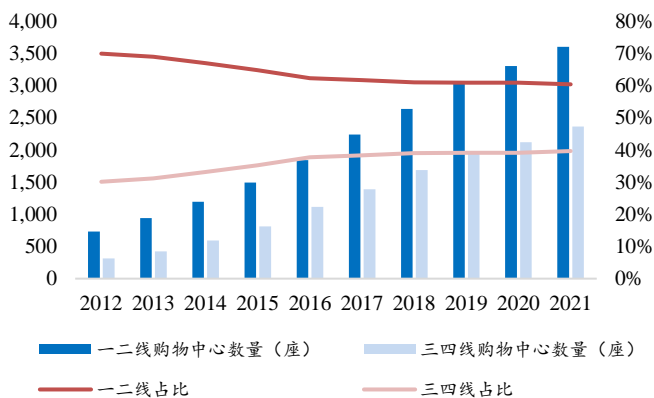


数据来源：公司公告、开源证券研究所

三四线城市购物中心发展空间潜力大。从近十年购物中心数量变化趋势来看，购物中心下沉趋势十分明显，主要原因是低能级城市的城镇居民收入水平不断提高，消费升级趋势下沉。早期我国购物中心相对集中在一二线城市，但随着居民收入和城镇化率提升，三四线及以下城市也逐渐摆脱以临街商铺、住宅底商和各种批发商城为主的模式，2021年三四线城市购物中心占比接近已40%。根据赢商网统计，2021年一线、二线和三四线的人均购物中心持有面积分别为0.78、0.57和0.28平方米，伴随消费结构升级和居民消费水平持续改善，三四线城市购物中心增长潜力可期。

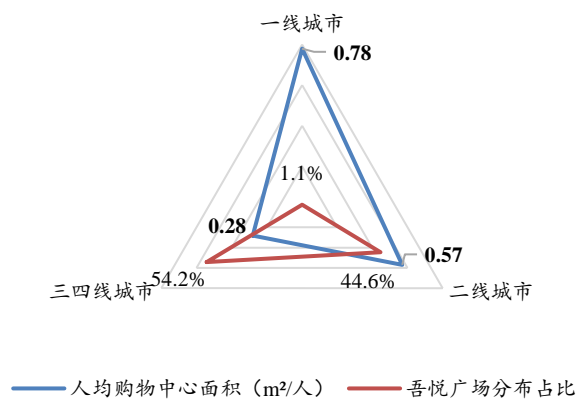
商场结构分布合理，下沉市场布局更多。截至2021年底，吾悦广场在一线城市仅上海布局1座，二线和三四线城市分布占比分别为44.6%和54.2%，分布结构仍有提升空间。公司通过一二线城市商场的深度运营输出品牌价值，维持稳定高价的租金收入；同时三四线城市庞大的购物中心需求可助力公司规模不断扩张，用先发优势快速复制标准化产品，抢占核心市场。

图18：近十年三四线城市购物中心占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：吾悦广场在人均购物面积较低的三四线分布较多



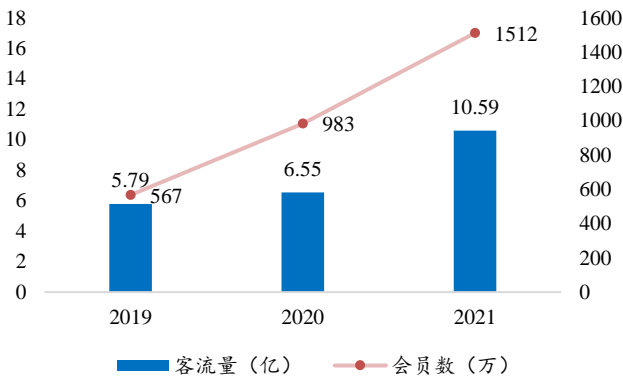
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

1.4、吾悦广场迭代升级，商户合作打造全新竞争力

一店一策打造差异化竞争，经营规模提升明显。在规模扩张的同时，公司也突破常规，持续深化“一店一策”，实现吾悦广场的迭代升级。举例来说：(1) 南京建邺吾悦广场结合城市人文特色及地理区位属性，将项目精准定位为精致消费族群的轻享乐活引力场，为消费者打造了一个活力不息的多元城市会客厅。开业三天总客流 60 万人次，总销售额 3524 万元；(2) 沈阳沈北吾悦广场作为首个 MALL+X 创新试点项目，定位为新青年活力中心，打造了沈北地区体量最大、业态最完整的一站式旗舰购物中心，也是运动加社交的全新商业模式。

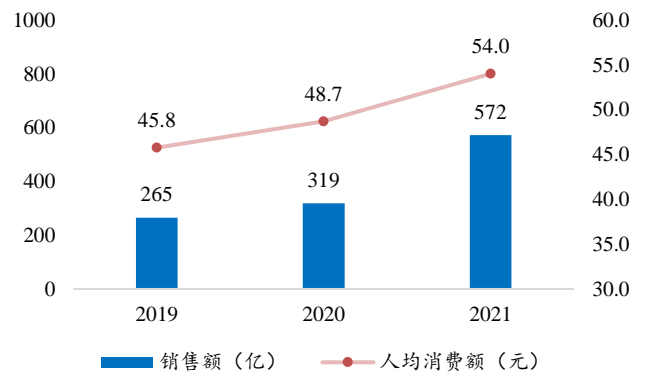
2021 年，公司围绕三大商业 IP 活动“我爱你五月”、“狂潮吾悦”、“幸福中国家”，全年举办了 10 余场大型品牌活动，吸引了众多优质资源，扩充了品牌容量，客流总量达 10.59 亿人次，同比增长 63%，其中同店增长 17%；会员总数 1512 万人，同比增长 54%；销售总额 572 亿元，同比增长 79%，其中同店增长 32%；人均消费额 54.0 元，同比增长 11%，通过一系列活动，公司经营效率明显提升。

图20：吾悦广场近三年客流量及会员数显著增长



数据来源：公司业绩发布会材料、开源证券研究所

图21：吾悦广场商家销售额及客户消费水平稳步提升



数据来源：公司业绩发布会材料、开源证券研究所

图22：南京建邺吾悦广场打造城市会客厅



资料来源：公司业绩发布会材料

图23：沈阳沈北吾悦广场打造 MALL+X 创新试点



资料来源：公司业绩发布会材料

2、逆周期稳抓销售回款，拿地灵活土储充裕

2.1、销售规模保持相对稳定，长三角销售贡献较大

签约销售金额及面积保持稳定，单城销售规模同比下滑。2012至2019年，公司销售额增长迅速，销售额复合增长率达到54.1%，销售面积复合增长率达到49.4%，远超同期行业平均增速。2021年公司全年实现合同销售金额2337.75亿元，销售面积2354.73万平方米，销售金额和面积分列克而瑞行业销售排行榜单第16位和第13位。

图24：新城控股近四年销售金额保持相对稳定

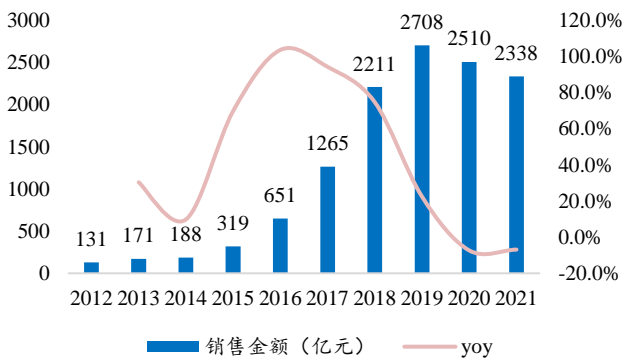
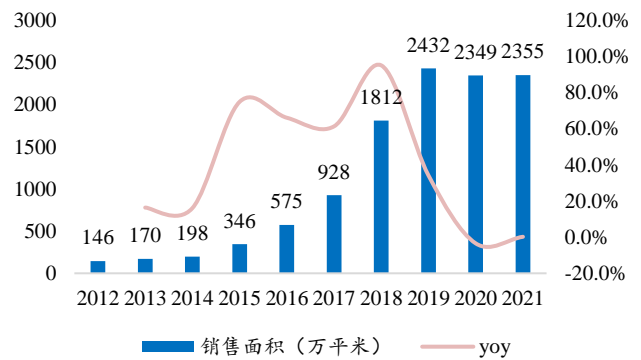


图25：新城控股近三年销售面积保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：新城控股2021年销售目标达成率90%

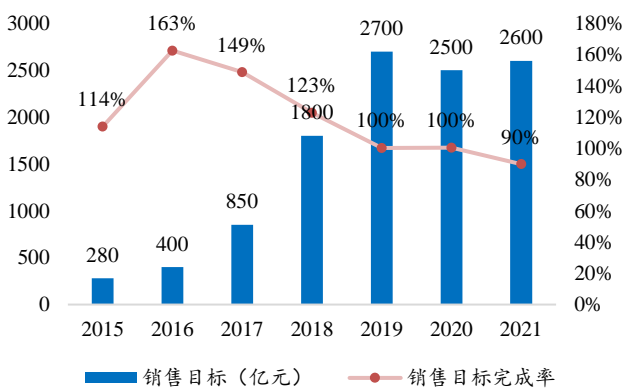
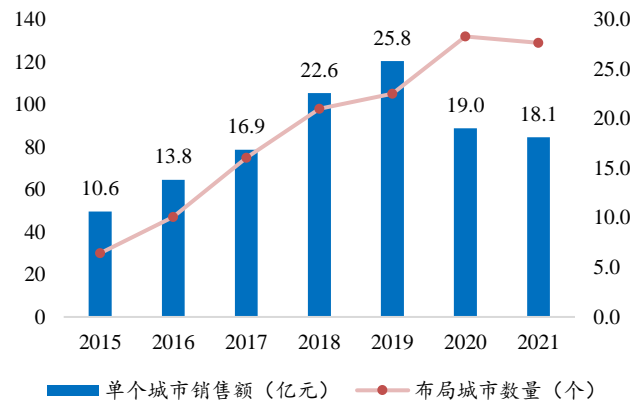


图27：新城控股单城市销售规模同比小幅下滑

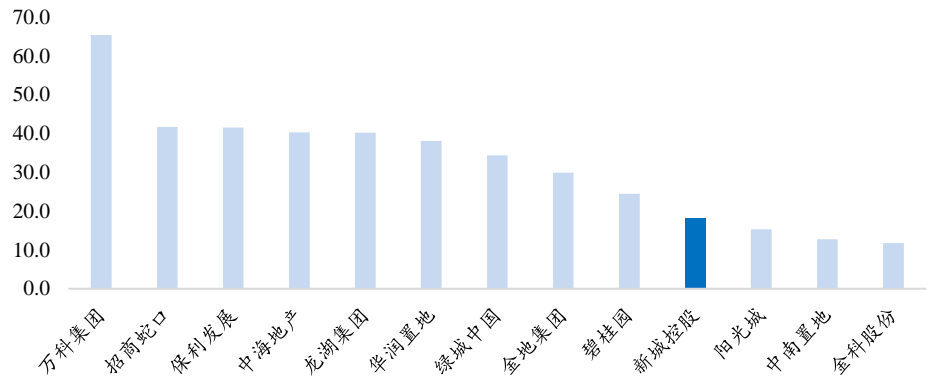


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

截至2021年底，公司已进入全国135个城市，从单城市销售规模来看，公司近两年单城销售额相较2018-2019年有所下滑，2021年单城产能仅18.1亿，意味着公司规模扩张主要依靠布局城市数量的增长，相较于其他头部房企而言，公司在城市深耕方面表现略显不足。

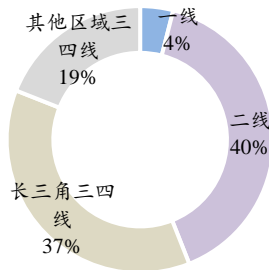
图28：新城控股相较其他主流房企单城市销售规模较低（亿元）



数据来源：各公司公告、中指数据库、开源证券研究所

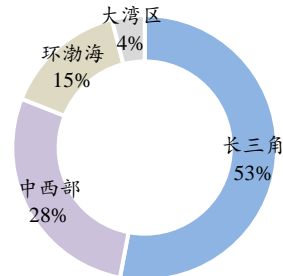
销售贡献主要来自长三角。从城市能级来看，公司2021年在一二线城市销售额占比44%，长三角三四线城市占比37%，其他区域三四线城市占比19%，公司在低能级市场规模贡献占比更高。从销售区域来看，公司在长三角区域销售占比达到53%，其中江苏省签约金额797亿，市占率达到4.1%，天津市市占率达到4.5%，均排到前三位。从具体城市来看，公司2021年有十座城市签约销售面积超过50万平方米，其中苏州销售面积超100万平方米，常州、连云港、宿迁、台州、温州等城市的市占率达当地前五位，在长三角区域具有一定深耕优势。

图29：新城控股一二线城市销售金额贡献占比44%



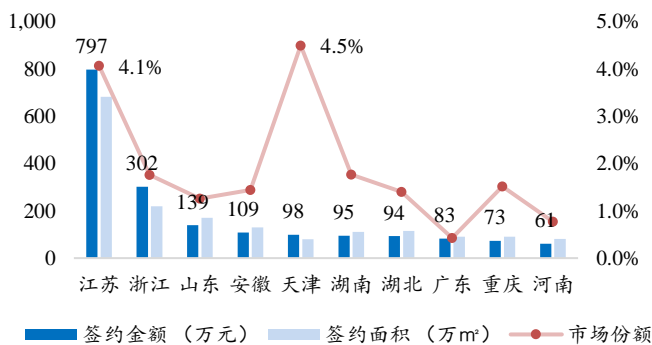
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：新城控股长三角销售金额贡献占比超过50%



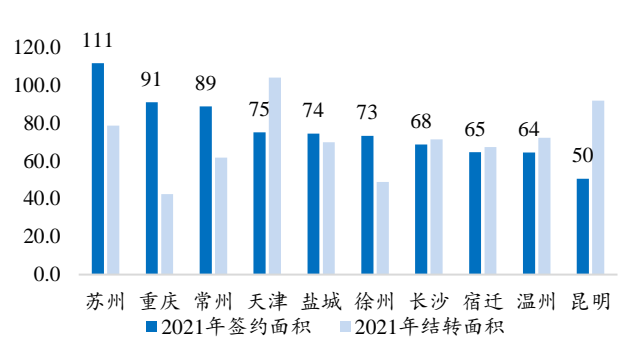
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：新城控股在江苏和天津销售额市占率超4%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

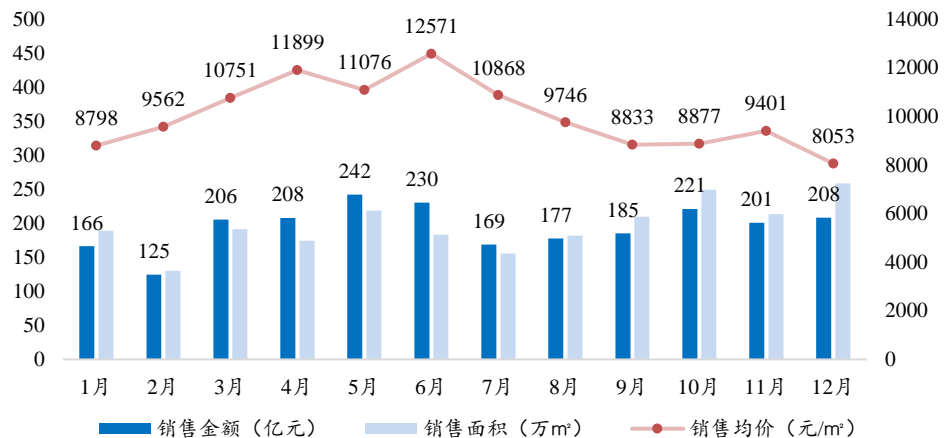
图32：新城控股2021年十座城市签约面积超50万方



数据来源：公司公告、开源证券研究所

销售节奏加快，销售均价走低。公司 2021 年月度销售情况整体较均衡，下半年以来重销售抓回款，其中四季度单月销售额均超 200 亿元，年度回款 2387 亿元，回款率、归集率位于行业前列。公司 2021 年销售均价 9928 元/平方米，同比下滑 7.1%，一方面是由于公司战略性投资下沉拉低均价，另一方面由于 2021 年下半年销售市场降温，公司采取“重销售，抓回款，强归集”的策略，销售均价由于部分降价促销项目被拉低。

图33：新城控股 2021 年下半年销售节奏加快，销售均价走低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

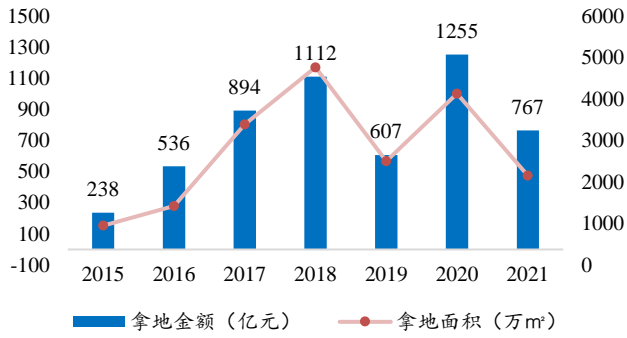
2.2、增量转为提质，逆势拿地投资谨慎

拿地金额及面积同比下降。2015-2018 年，伴随全国化规模扩张，公司拿地金额及面积快速增长，三年拿地金额复合增长率 67.3%，拿地面积复合增长率 71.2%。2019 年公司黑天鹅事件导致拿地收缩，2020 年公司在经营稳定的情况下拿地金额达到最高值。进入 2021 年，在融资收紧、行业流动性风险加剧的情况下，公司调整投资策略，投资拿地谨慎，拿地金额和面积同比下滑 38.9%及 47.9%，保证现金流健康。

商业综合体拿地能力较强。公司商业地产开发业务主要为商业综合体的开发及购物中心的运营管理，产品以出售为主，辅以自持运营。公司近年来商业综合体拿地面积占比有所提高，近四年拿地面积占比均超过 40%，2019 和 2020 年占比接近 60%，2020 年在常德鼎城、昆明太平、徐州丰县获取超过百万方的大盘项目，2021 年综合体拿地面积降至 1029 万方，占比 47.7%，拿地节奏有所放缓。公司发展商业综合体业务一方面展现了强大的勾地能力和操盘实力，另一方面综合体拿地合作较少也提高了公司拿地的权益比，减少了流动性风险。

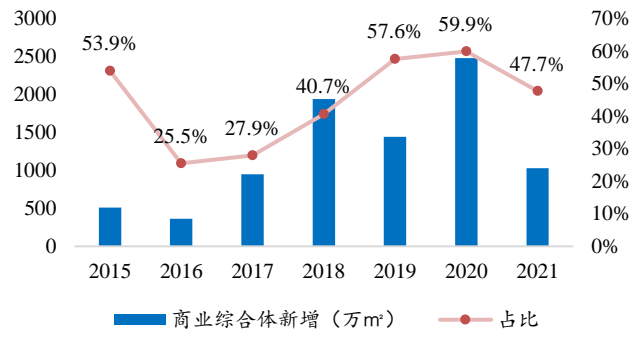
拿地权益比同比下降。2017-2020 年公司拿地金额权益比保持在 65%以上，拿地面积权益比保持在 70%以上，2021 年公司合作拿地增多，两指标分别下滑至 50.9%和 65.7%，说明公司在公开市场合作拿地增多，通过合作开发扩大规模及市占率。

图34：新城控股近年来土储建面稳步增长



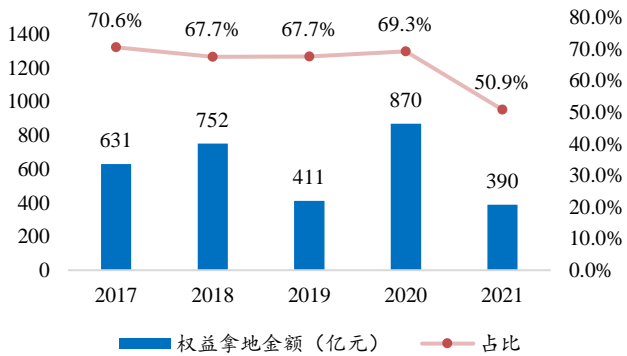
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：新城控股近年来商业综合体拿地面积占比较高



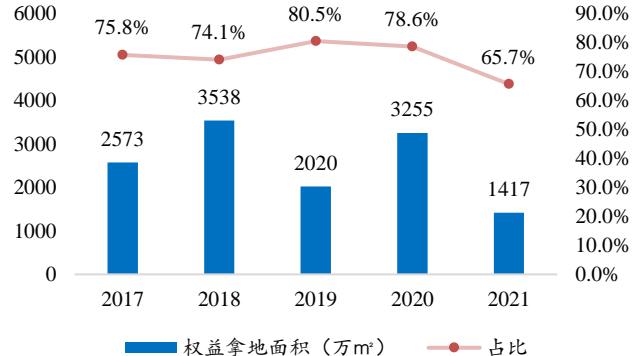
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：新城控股 2021 年拿地金额权益比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

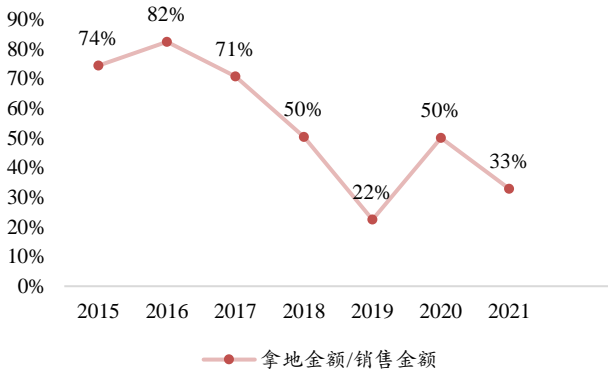
图37：新城控股 2021 年拿地面积权益比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

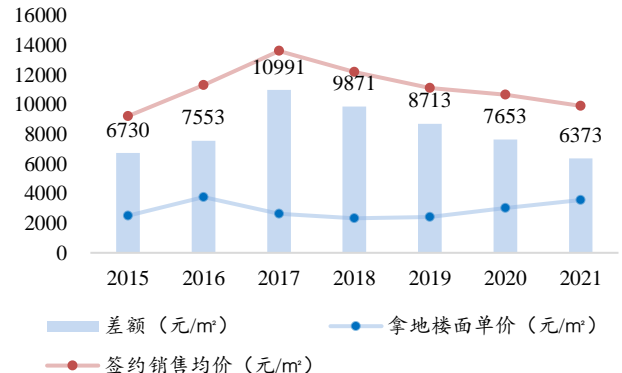
公司投销比和房地价差逐年走低。2015-2017年，公司出于快速扩张期，投销比（投资金额/销售金额）三年保持70%以上，2018-2021年公司投资节奏放缓，投销比维持在50%以下。公司近年来拿地均价维持在较低水平，2021年公司在高能级城市拿地增多导致拿地楼板价微涨，同时伴随城市下沉策略及三四线城市房价上涨不及预期，公司销售均价近五年持续走低。土地价格的涨幅持续超过销售均价，导致公司自2017年开始房地价差不断被压缩，未来盈利空间或将承压。

图38：新城控股拿地金额占销售金额比例逐年走低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

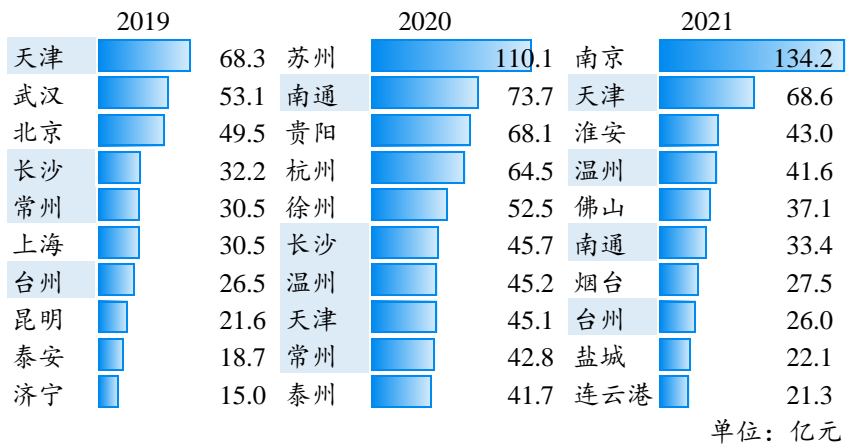
图39：新城控股近五年房地价差逐年走低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

重仓长三角，不断拓展新进城市。从 2019-2021 年公司拿地金额前十名的城市来看，仅有天津连续三年在榜，五座城市两次在榜，布局城市重复率较低，表明公司在不断拓展新的市场机会，近三年城市持续深耕优势不明显。同时，2020 年和 2021 年拿地金额前十均有七座城市位于长三角，2021 年在南京拿下四宗宅地，体现了公司重仓长三角区域的决心。

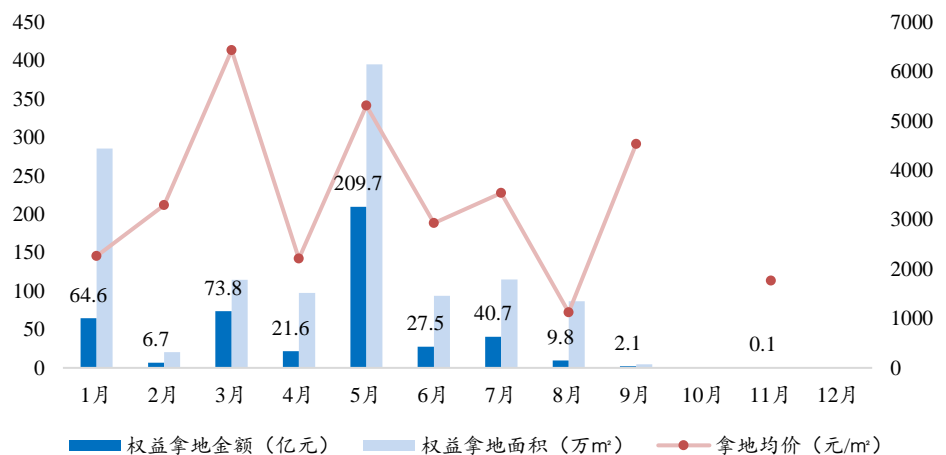
图40：新城控股近三年拿地金额排名前十的城市变化较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：蓝底城市为三年内至少两次在榜的城市）

上半年顺势投资积极，下半年谨慎拿地骤减。从 2021 年月度权益拿地数据来看，公司在上半年市场量价齐升时期投资较积极，权益拿地金额占比 88.5%，其中在五月份积极参与第一轮双集中土拍，权益拿地金额超 200 亿。在下半年市场降温、民企暴雷频发后，公司灵活调整拿地策略，严守投资纪律，三季度拿地锐减，四季度几乎停止投资，较年初投资计划节省 300 亿元现金支出，增厚了资金安全垫。我们认为公司 2022 年上半年将持续维护现金流安全，推动长期稳健的发展战略，预计下半年现金流充裕后将重新恢复投资。

图41：新城控股 2021 年上半年拿地较积极，下半年拿地骤减

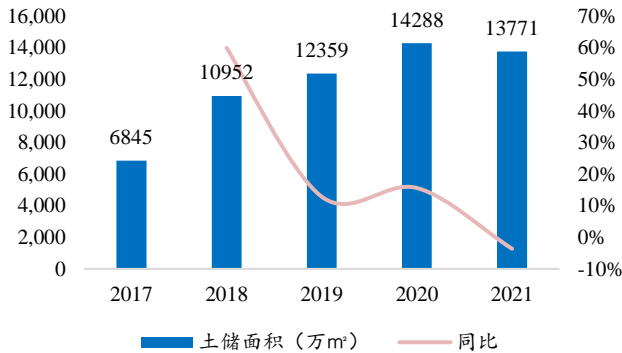


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2.3、土地储备较充裕，聚焦核心城市群

土地储备同比微降，未售资源相对充足。公司土储资源充沛，2017-2020 年土储面积由 6845 万平方米增至 14288 平方米，2021 年由于拿地投资收缩导致总土储微降，但仍能保证超过三年的开发运营需求。截至 2021 年末，公司在全国范围内合计拥有土地储备 13771 万平方米，其中住宅地块占比 51%，综合体地块占比 49%，土储结构合理，其中已售未结面积 3422 万平方米，未售面积 8133 万平方米，未售面积可覆盖 2021 年销售面积 3.5 倍，可售资源较充裕。

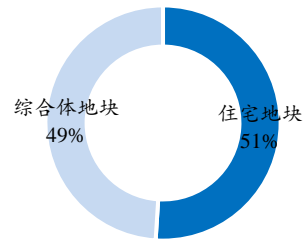
图42：新城控股 2021 年土储面积同比微降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

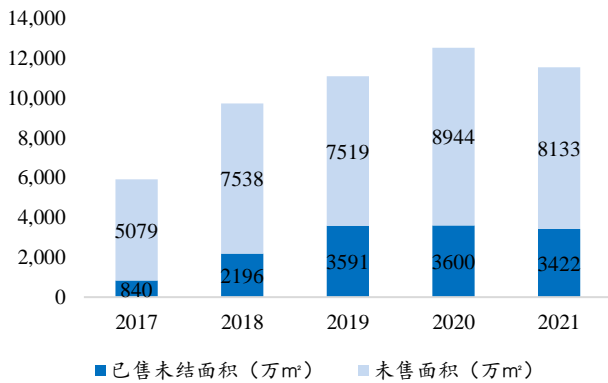
图43：新城控股综合体地块土储面积占比 49%

以产品划分的土地储备面积



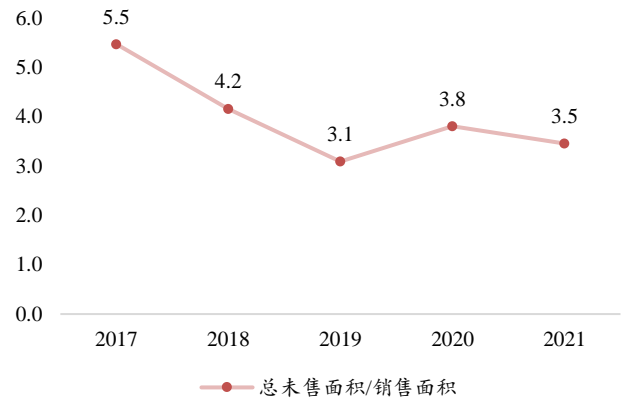
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：新城控股已售未结面积和未售面积同比微降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

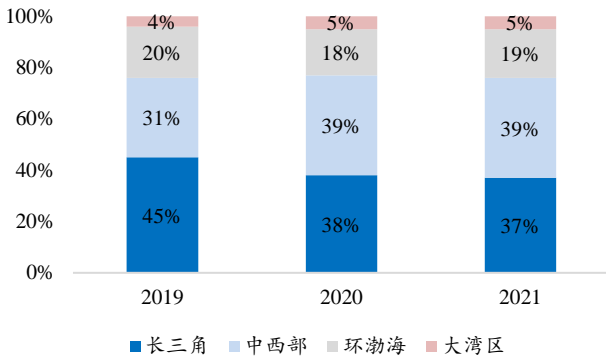
图45：新城控股 2021 年货销比为 3.5 年



数据来源：公司公告、开源证券研究所

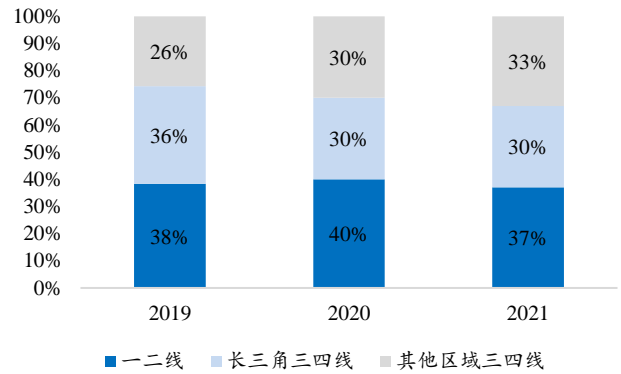
深耕长三角，聚焦高潜力城市。公司坚持深耕长三角区域，并聚焦其他核心城市群，形成以长三角、环渤海、粤港澳大湾区、长江中部、成渝等城市群为重点的布局体系。2021 年公司在长三角、中西部、环渤海和大湾区土储占比分别为 37%、39%、19%及 5%，在长三角区域覆盖了 90%以上地级市，在中西部和环渤海区域关注经济活力和人口密度高的城市重点布局。从城市能级来看，2021 年公司在一二线城市土储占比 37%，长三角区域三四线城市土储占比 30%，近三年土储在高潜力城市布局均超过 65%。全国重点城市群全面开拓、相对优良的战略布局与丰富土地储备保障了公司的持续稳步发展。

图46: 新城控股位于长三角和中西部的土储较多



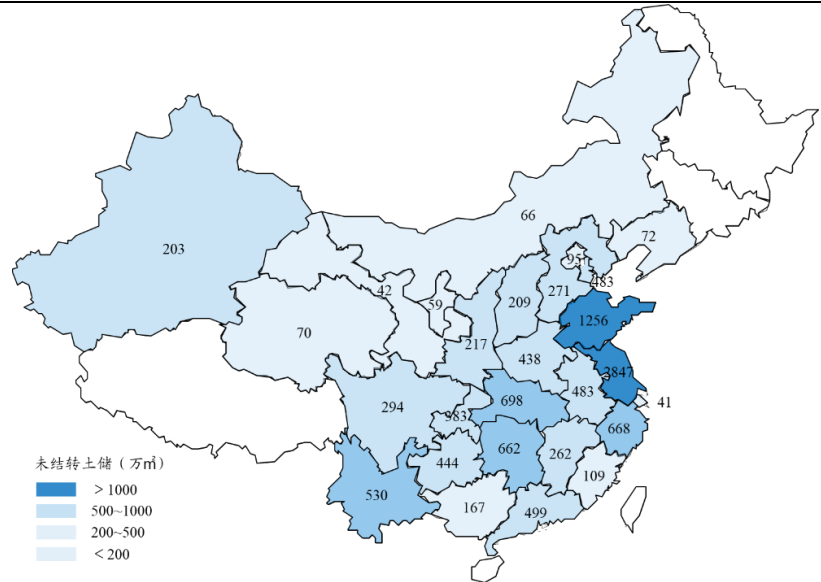
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图47: 新城控股 67%土储位于高潜力城市



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图48: 新城控股在江苏和山东土储建面超过 1000 万方



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图49: 新城控股未结转土储排名前十的城市中重点城市占 8 个

城市	未结转土储	已售未结土储	未售土储	2021年签约面积
天津	483	161	322	75
苏州	404	160	243	111
重庆	383	92	291	91
昆明	368	73	295	50
徐州	363	107	257	73
淮安	342	61	280	43
常州	289	120	169	89
长沙	270	103	167	68
青岛	267	38	229	31
宿迁	262	112	150	65

单位: 万平方米

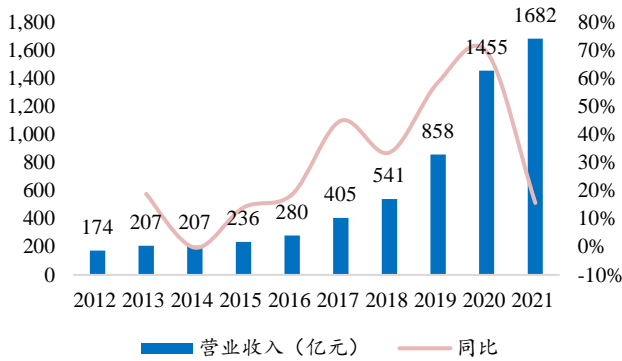
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、商业运营业务利润率稳定，负债结构持续优化

3.1、营收业绩稳步提升，商业运营业务利润高企

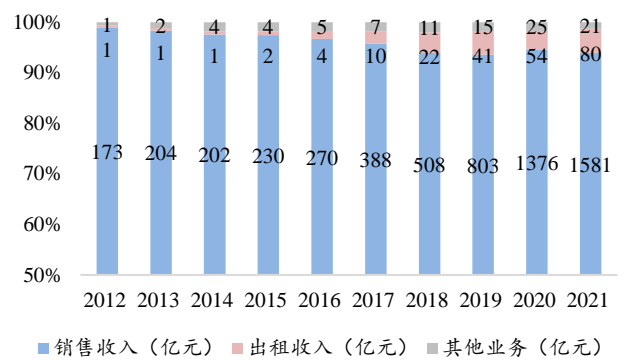
营收持续增长，业绩释放可期。2012至2021年，公司营收由174亿元增长至1682亿元，复合增长率28.6%。2021年，公司营业收入同比增长15.6%，其中销售收入占比94%，物业出租收入占比4%，其他业务收入占比1%，业绩增长主要依靠销售结转收入增长。公司2021年预收账款和合同负债总额1943亿元，近三年保持在1900亿元以上；预收账款覆盖倍数连续六年超过1倍，2021年为1.15倍，未来营收业绩有进一步释放空间。

图50：新城控股近十年营业收入逐年增长



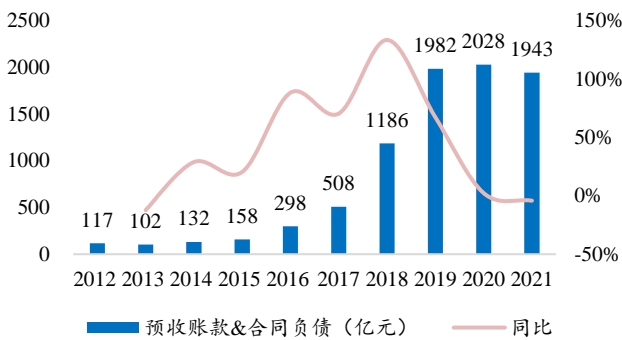
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：新城控股物业出租收入占比不断提升



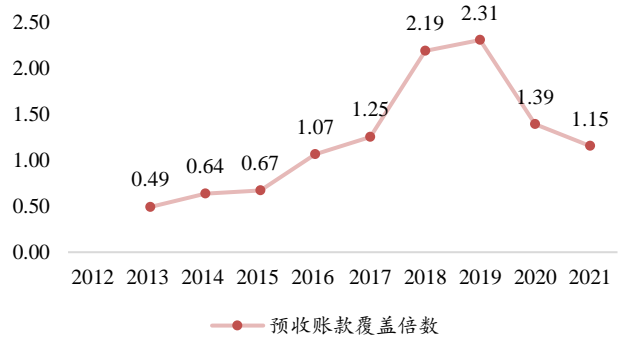
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：新城控股近三年合同负债金额保持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：新城控股近六年预收账款覆盖倍数超过1倍

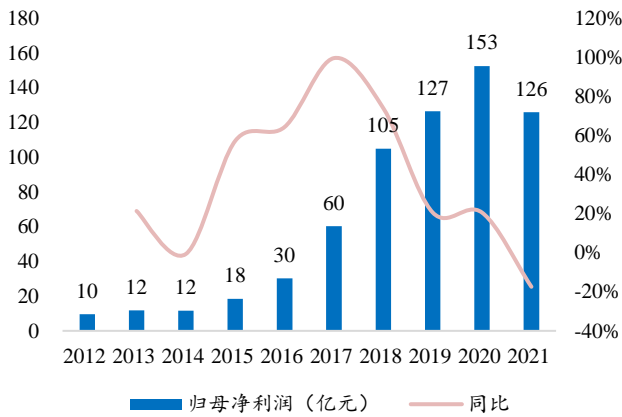


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力同比下滑，物业出租业务利润贡献不断提升。2015-2018年公司归母净利润快速增长，主要源于全国化扩张带来的结转规模大幅上涨，期间由于全国房价快速上涨，公司房地价差空间增大，毛利率和净利率都稳步上涨；2018-2020年公司部分城市楼盘房价涨幅不及预期或遭遇限价，使得房地价差缩小，且规模扩张使三费快速上涨，公司盈利水平下滑；2021年公司归母净利润同比下滑17.4%至126.0亿元，毛利率和净利率分别下降至20.4%和8.2%。2021年盈利水平触底是行业的整体趋势，一方面是由于高价地结转导致利润空间不足，另一方面市场下行导致销售成本增加，

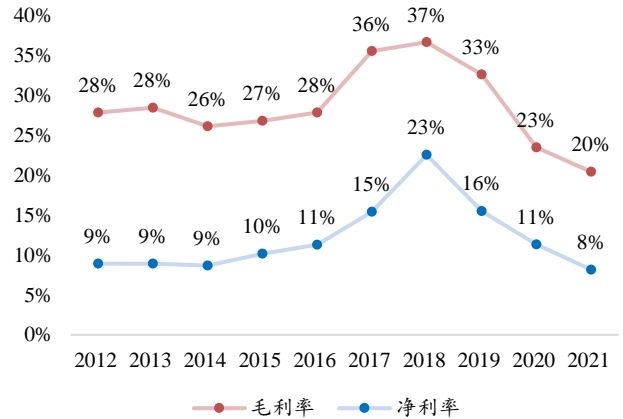
盈利水平进一步承压。公司盈利能力下滑主要有如下几点原因：(1) 房价增速不及土地增速，房地差空间不断被压缩；(2) 原材料上涨导致单位面积建安成本增加，毛利润进一步下滑；(3) 公司不断拓展新城市导致销售和管理费用增长；(4) 部分项目盈利前景堪忧导致的存货减值的情况。在销售业务利润下滑的情况下，公司物业出租业务盈利水平不断提高，近两年毛利率维持在70%以上，用4%的营收贡献了17%的毛利润。凭借如下三点原因，我们依旧看好在行业流动性风险出清，市场信心恢复后，公司盈利水平将触底回升：(1) 公司高价地结转完成，房地差进一步扩大；(2) 公司近两年三费率持续优化，控制在7%左右的行业低位；(3) 吾悦广场运营能力随开业时间不断提升，毛利率水平将进一步提高。

图54：新城控股 2021 年归母净利润同比下滑



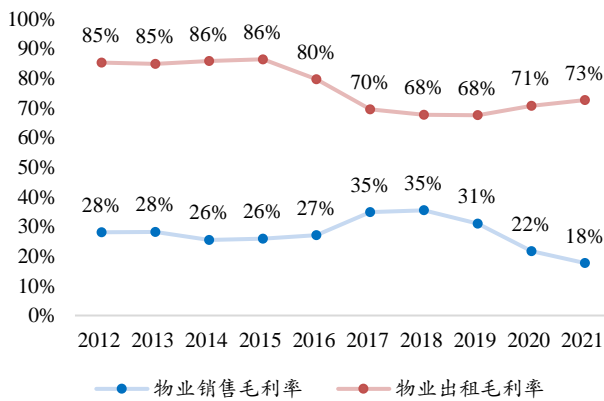
数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：新城控股 2021 年毛利率和净利率同比持续下降



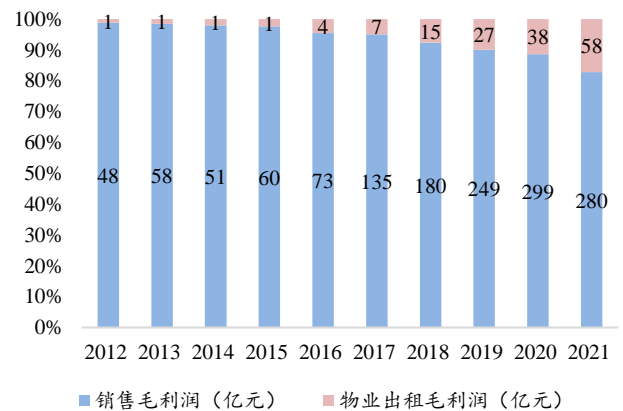
数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：新城控股物业出租业务毛利率保持高位



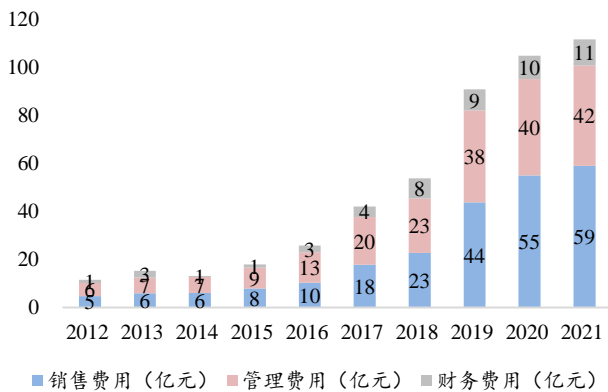
数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：新城控股物业出租业务盈利贡献逐年增加



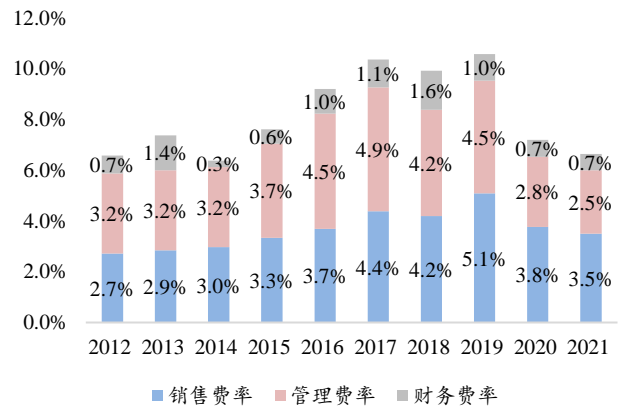
数据来源：Wind、开源证券研究所

图58: 新城控股近年销售费用增长明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图59: 新城控股近两年三费占比保持较低水平

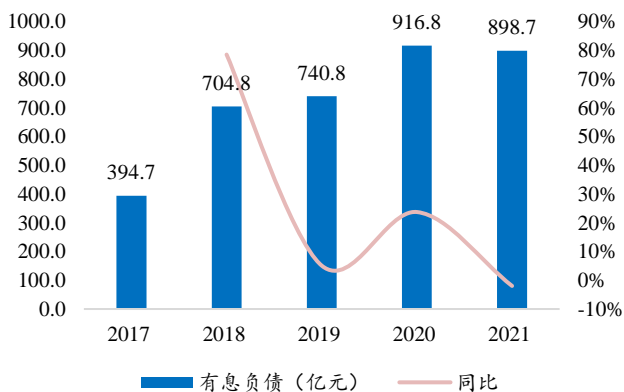


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、负债结构不断改善，多元化融资能力加强

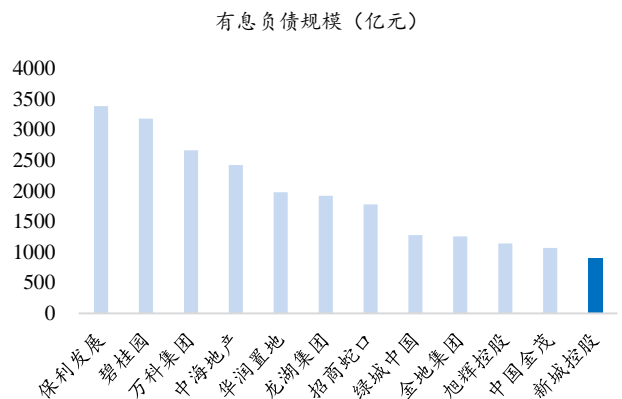
有息负债处于行业低位，三道红线转为绿档。公司近年来有息负债规模一直保持行业低位，2021年公司有息负债898.7亿，同比下降2%。公司不断优化负债结构，降低负债规模，截至21年底，公司净负债率48.1%，剔除预收账款后的资产负债率69.95%，近三年来首次达到绿线标准，现金短债比1.07，转为“三道红线”绿档企业。同时公司融资方式较多元化，除了占比接近50%的开发银行贷款外，公司通过经营性物业贷、ABS、超短融、公司债、中票等多种方式优化融资成本，短期负债占比32%，整体负债结构较健康。2022年公开市场的债务到期有126亿元，远低于公司在手现金462亿元，且一季度已偿还债务46亿元，占比37%，偿债压力相对较小。

图60: 新城控股2021年底有息负债同比下降2%

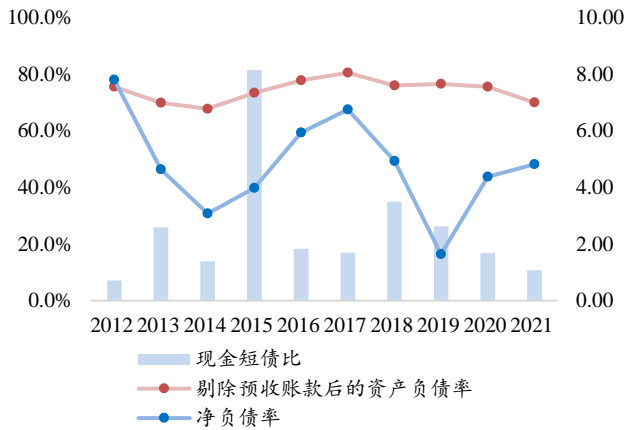


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

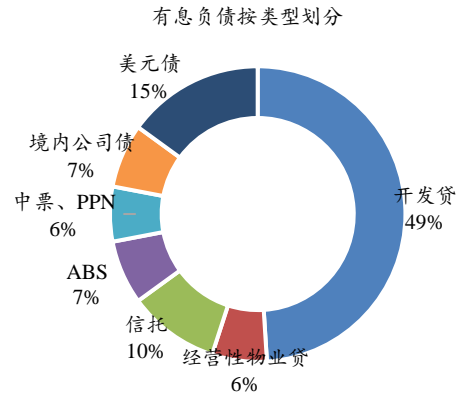
图61: 新城控股2021年底有息负债规模处于行业低位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图62：新城控股 2021 年底三道红线全转绿


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图63：新城控股截至 2021 年底开发贷负债占比 49%


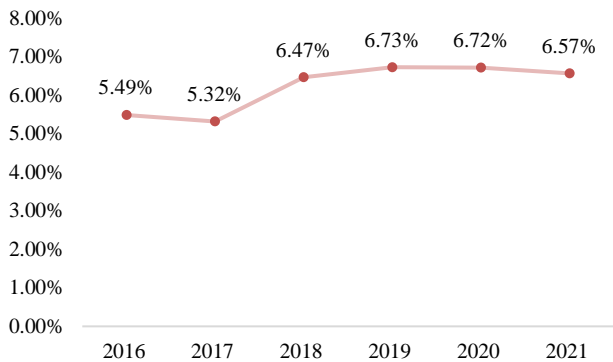
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：新城控股发行债权方式多样，融资成本持续改善

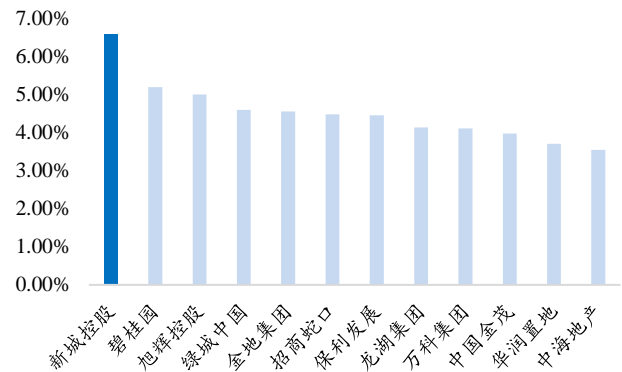
证券名称	发行日期	剩余期限	当前余额 (亿元)	票面利率 (当期)%	证券类别
PR 优 1A	证监会主管 ABS	2020-06-09	2038-06-09	4.8	28
吾悦次 1C	证监会主管 ABS	2020-06-09	2038-06-09	0	1.47
20 新控 03	一般公司债	2020-09-01	2024-09-01	5.7	5
20 新控 04	一般公司债	2020-09-01	2025-09-01	5.9	10
新城 20 次	证监会主管 ABS	2020-10-30	2022-10-19	0	0.46
新城 20 优	证监会主管 ABS	2020-10-30	2022-10-19	6.5	8.64
吾悦 2 优	证监会主管 ABS	2020-11-24	2038-11-24	5.5	20.3
吾悦 2 次	证监会主管 ABS	2020-11-24	2038-11-24	0	1.07
21 新城控股 MTN001	一般中期票据	2021-04-21	2024-04-21	6.3	8
21 新控 01	一般公司债	2021-06-22	2024-06-22	6	7.8

资料来源：Wind、开源证券研究所

融资成本同比下降，相较主流房企有改善空间。2021 年，公司主体信用评级持续提升，惠誉与标普的主体评级皆为 BB+，穆迪与中诚信亚太亦分别将公司主体评级上调至 Ba1 与 BBBg。年内公司发行了 17.85 亿元公司债及应收账款 ABS、8 亿元中期票据和 7.04 亿美元的美元债，同时还成功发行了首笔 3 亿绿色美元债，票面利率为 4.625%，通过多元化融资方式公司 2021 年平均融资成本降至 6.57%，但相比于其他主流房企仍有进一步优化空间。

图64：新城控股 2021 年融资成本同比下降


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图65：新城控股融资成本相较主流房企有改善空间


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

我们对公司经营做出以下假设，给出盈利预测：

新城控股秉承“住宅+商业”双轮驱动战略，各项业务发展趋势稳中向好，结合公司销售预期与在手预收账款规模，我们认为公司结算收入将平稳增长，假设公司 2022-2024 年整体营收增速分别为 8.7%、3.9%、4.2%，对应营业收入分别为 1828.0、1899.7、1979.1 亿元。

4.1、分部估值

基于分部估值法，我们对公司住宅开发业务和商业管理业务分别进行估值。

(1) 住宅开发业务

我们根据 NAV 估值法来估计公司住宅开发业务的净资产价值。土储情况基于 2021 年公司年报披露为准，公司综合融资成本按照 6.57% 计算，根据公司每年销售面积预估目前土储转换可供开发约 5 年。截至 2021 年底公司共拥有未开发和在建土地储备计容建面 13771 万方，销售均价取过去三年均值，3% 的年均涨幅，预计公司项目以 70% 的权益并表。

(2) 商业运营管理业务

参考公司收入分类，公司 2021 年实现物业出租业务收入 79.69 亿元。我们参考目前几家商业地产及商管公司 2021 年财务数据，考虑到新城控股商业运营业务毛利率更高，我们估算出租业务净利率在 30-40% 区间内。

表3：部分商业地产及商管公司或基金 2021 年利润率情况表现良好

上市公司名称	PE	毛利率 (%)	净利率 (%)
中国国贸	15.03	50.8	31.7
万达商管	NA	44.8	14.9
越秀房产信托基金	NA	NA	37.5

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

4.2、相对估值

由于公司在业务模式上采取“住宅+商管”双轮驱动的战略，我们选取了四家在商业领域具有一定实力的可比公司进行相对估值，分别为华润置地、龙湖集团、万科 A 和招商蛇口。我们预测公司当前股价对应 2022 年的 PE 估值为 4.2 倍，估值显著低于可比公司。

表4：可比公司 2022 年 PE 估值均值为 7.6 倍

证券代码	证券简称	PE (倍)				EPS (元)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
1109.HK	华润置地	6.4	6.3	5.7	5.1	4.54	4.78	5.29	5.96
0960.HK	龙湖集团	7.1	6.6	5.8	5.2	4.05	4.42	4.97	5.62
000002.SZ	万科 A	9.6	8.8	8.0	7.3	1.94	2.10	2.31	2.56
001979.SZ	招商蛇口	9.3	8.6	7.9	7.2	1.16	1.45	1.57	1.72
	均值	8.1	7.6	6.9	6.2	2.92	3.19	3.53	3.96
601155.SH	新城控股	4.5	4.2	4.0	3.7	5.57	5.79	6.12	6.50

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：除新城控股、万科 A 为开源证券预测外，其余均使用 Wind 一致预期，日期截至 2022 年 6 月 28 日）

4.3、投资建议

公司住宅开发业务稳中向好，负债结构进一步优化，预计将维持现有规模；商管业务持续扩张，吾悦广场轻重并举、产品持续升级、创新运营，未来业绩可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 131.1、138.5、147.1 亿元，EPS 分别为 5.79、6.12、6.50 元，当前股价对应 PE 估值分别为 4.2、4.0、3.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

房地产政策调控风险，三四线城市市场去化风险，受疫情影响吾悦广场租金及出租率下滑风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	417866	389275	348758	356175	326935	营业收入	145475	168232	182801	189966	197907
现金	62424	55226	61135	36133	32879	营业成本	111292	133836	146259	153398	159269
应收票据及应收账款	382	478	457	514	497	营业税金及附加	5669	4997	10208	9668	9527
其他应收款	46597	52143	8790	45486	11059	营业费用	5491	5896	6571	6771	7074
预付账款	13366	4820	14941	5595	15800	管理费用	4019	4170	4790	4843	5116
存货	270580	250351	237178	242190	240442	研发费用	0	33	18	28	24
其他流动资产	24517	26257	26257	26257	26257	财务费用	970	1090	-965	-413	-161
非流动资产	119887	145018	156390	168121	179885	资产减值损失	-1597	-4837	-1828	-1140	-1187
长期投资	22326	26475	32339	38500	44762	其他收益	132	221	124	136	144
固定资产	1646	1818	2775	3762	4897	公允价值变动收益	2524	2824	2338	2624	2591
无形资产	1020	1016	1090	1181	1203	投资净收益	3081	2275	2170	2497	2543
其他非流动资产	94895	115709	120186	124678	129024	资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产总计	537753	534293	505148	524296	506820	营业利润	22018	18227	18724	19787	21148
流动负债	377592	363957	309572	309606	280482	营业外收入	290	258	203	236	249
短期借款	450	559	940	978	719	营业外支出	72	167	81	92	101
应付票据及应付账款	57828	59928	37578	58295	12491	利润总额	22237	18318	18846	19931	21296
其他流动负债	319314	303471	271054	250333	267273	所得税	5771	4558	4666	4916	5342
非流动负债	78022	73212	84268	90555	88116	净利润	16466	13760	14180	15015	15954
长期借款	67763	61163	72219	78506	76067	少数股东损益	1210	1162	1066	1171	1246
其他非流动负债	10259	12049	12049	12049	12049	归母净利润	15256	12598	13115	13845	14708
负债合计	455614	437169	393840	400161	368599	EBITDA	25904	21669	20544	22174	24010
少数股东权益	31548	37814	38880	40050	41296	EPS(元)	6.74	5.57	5.79	6.12	6.50
股本	2256	2260	2264	2264	2264						
资本公积	2334	2264	2264	2264	2264						
留存收益	45096	53061	65092	78211	92351						
归属母公司股东权益	50591	59310	72428	84085	96925						
负债和股东权益	537753	534293	505148	524296	506820						

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	69.5	15.6	8.7	3.9	4.2
营业利润(%)	24.8	-17.2	2.7	5.7	6.9
归属于母公司净利润(%)	20.6	-17.4	4.1	5.6	6.2
获利能力					
毛利率(%)	23.5	20.4	20.0	19.3	19.5
净利率(%)	10.5	7.5	7.2	7.3	7.4
ROE(%)	20.0	14.2	12.7	12.1	11.5
ROIC(%)	13.2	10.3	8.9	8.4	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	84.7	81.8	78.0	76.3	72.7
净负债比率(%)	37.4	42.6	32.0	58.8	57.1
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	327.3	391.3	391.3	391.3	391.3
应付账款周转率	2.3	2.3	3.0	3.2	4.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.74	5.57	5.79	6.12	6.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	9.71	5.37	-12.56	1.38
每股净资产(最新摊薄)	22.35	26.20	32.00	37.15	42.82
估值比率					
P/E	3.6	4.4	4.2	4.0	3.7
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.5	6.2	6.3	7.6	7.3

现金流量表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	382	21985	12157	-28430	3119
净利润	16466	13760	14180	15015	15954
折旧摊销	326	305	500	596	763
财务费用	970	1090	-965	-413	-161
投资损失	-3081	-2275	-2170	-2497	-2543
营运资金变动	-14497	8020	2951	-38508	-8304
其他经营现金流	198	1085	-2338	-2623	-2591
投资活动现金流	-15970	-22460	-7363	-7207	-7394
资本支出	20442	15946	2297	2263	2096
长期投资	-4732	-3795	-5864	-6308	-6261
其他投资现金流	-261	-10309	-10930	-11253	-11559
筹资活动现金流	14718	-11341	1114	10636	1021
短期借款	-220	109	381	38	-258
长期借款	24290	-6601	11056	6287	-2439
普通股增加	-1	4	4	0	0
资本公积增加	-344	-70	0	0	0
其他筹资现金流	-9006	-4783	-10326	4310	3719
现金净增加额	-1036	-11837	5908	-25002	-3254

数据来源：聚源、开源证券研究所

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