

理性进取，科学扩张

2018年1月8日

投资要点

- 全国布局的准一线房地产开发商。** 公司从长三角起步，已经跻身准一线房企之列，初步完成了全国布局。公司业务主要包括住宅开发、商业综合体开发、影视、儿童娱乐和金融等。公司持有 A 股上市公司新城控股 67.1% 的股权。
- 持续补充土地储备，业务极具弹性。** 公司在过去几年持续增加土地储备，2017 年前三季度新增土储面积（全口径）超过同期销售面积数倍。且公司善于利用并购等方式控制拿地成本，地价占房价比例较低，楼面地价增长不明显。2017 年，公司销售额仍主要来自于长三角，但土地储备已经开始在全国均衡布局，预计未来增长主要依赖于新进入城市市场占有率的提高。我们预计，2018 年后公司销售和业绩仍将维持较快的增长。此外，公司产品溢价能力较强，有利于维持公司较稳定的毛利率水平。尽管房价趋势走稳和拿地成本小幅抬高可能使得未来公司毛利率下降，但预计这一降幅会比较有限。
- 金融助力，城市综合体业务快速增长。** 公司最近三年来大幅发力商业综合体业务，快速推进各地“吾悦广场”的建设。到 2017 年三季度，公司经营管理吾悦广场已达 17 座，其中自持的 14 座实现租金和管理费达 5.3 亿元，在建项目则更多。同时，公司积极通过创新融资办法盘活存量资产，避免商业综合体业务占用过多资金。
- 优化管理体系，积极利用杠杆。** 公司树立了独特的价值主张和管理文化，不断寻求管理创新，并建立了完善的激励考核体系。由于拿地十分进取，公司净负债率在 2017 年中期超过 150%。但由于公司销售回款情况良好，经营规模较大，财务成本仍然维持在较低水平，融资渠道较为通畅。2017 年，公司（当然包括子公司新城控股）债券发行利率一般在 5%-7% 之间。未来只要公司销售回款稳定，即使资金成本由于市场因素略有上升，其幅度也不会太大。
- 风险因素。** 市场发生调整，导致公司销售速度放缓的风险；公司作为总部，承担较多费用，导致费用率偏高的风险；商业综合体的开发沉淀过多资金的风险。
- 盈利预测、估值及投资评级。** 我们预测公司 2017-2019 年核心 EPS 分别为 0.35/0.61/0.71 元。公司经营态势进取，土地储备较为丰富，管理激励在业内颇具特色。我们测算，相对估值法参考价值为每股 6.62 港元，NAV 绝对估值法参考合理价值为每股 7.62 港元（已给予 15% 的 NAV 折价），我们结合两种估值方法，给予公司 7.12 港元的目标价格，首次给予公司“买入”的投资评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23836	28232	41648	68340	87239
增长率 YoY%	15.0	18.4	47.5	64.1	27.7
净利润(百万元)	1031	1384	2430	3952	4523
增长率 YoY%	0.5	34.2	75.6	62.6	14.5
核心净利润(百万元)	724	1156	1970	3451	3996
增长率 YoY%	2.3	59.7	70.4	75.2	15.8
每股收益 EPS(元)	0.18	0.24	0.43	0.70	0.80
EPS(核心, 股东应占)(元)	0.13	0.20	0.35	0.61	0.71
毛利率%	20.4	23.4	30.9	29.9	28.3
净资产收益率 ROE%	12.6	15.0	22.0	28.2	26.0
PE	26.9	20.0	11.4	7.0	6.1
PB	3.4	3.0	2.5	2.0	1.6

资料来源：中信证券量化投资分析系统，股价为 2018 年 1 月 5 日收盘价，除非明确标明，均为人民币



买入 (首次)

当前价: 5.90 港元

目标价: 7.12 港元

中信证券研究部

陈聪

电话: 010-60838249

邮件: chencong@citics.com

执业证书编号: S1010510120047

张全国

电话: 010-60838015

邮件: zhangquanguo@citics.com

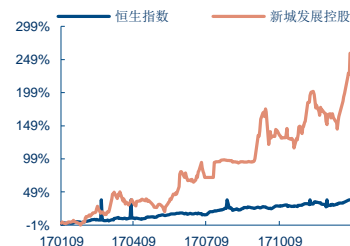
执业证书编号: S1010517050001

联系人: 郭一辰

电话: 010-60836751

邮件: guoyichen@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	30736.48 点
总股本/港股流通股	0.57/0.57 百万股
近 12 月最高/最低价	5.9 港元/1.67 港元
近 1 月绝对涨幅	34.09%
近 6 月绝对涨幅	100.0%
今年以来绝对涨幅	20.41%
12 个月日均成交额	0.05 百万港元

目录

公司概况——长三角起步，准一线开发龙头	1
行业分析——经营环境稳定，龙头崛起	2
经营环境稳定	2
产业集中度持续提高	3
优质商业综合体前景值得看好	3
土地储备量足质高，开发能力助力盈利	4
公司近几年加速扩张土地储备，发展势头迅猛	4
从长三角到全国——公司销售具备弹性	5
产品具备溢价能力，助力毛利率稳定	7
城市综合体：快速增加布局配合金融运作	8
其他业务介绍	10
优化管理体系，积极利用杠杆	11
优化管理体系	11
抓住时机，适度利用杠杆	12
风险因素	13
综合体开发沉淀大量资金的风险	13
销售减速风险	13
费用率高致使盈利下降的风险	13
盈利预测和估值讨论	13
关键假设	13
盈利预测	13
相对估值法：PE 估值	14
NAV 估值和估值结论	14

插图目录

图 1: 公司营业收入.....	1
图 2: 公司归母核心净利	1
图 3: 公司控股股东以及公司和新城控股的关系	2
图 4: A 股地产板块净负债率变化	2
图 5: 100 城住宅类用地成交额和溢价率	2
图 6: 网络零售额的规模及增长速度	3
图 7: 消费升级背景下, 消费者诉求发生变化	3
图 8: 子公司新城控股新增土地储备面积和均价估算	4
图 9: 子公司新城控股销售面积和拿地面积比较	4
图 10: 子公司新城控股新增土储价格与销售价格比例	5
图 11: 子公司新城控股销售面积与拿地面积比例	5
图 12: 公司销售金额	6
图 13: 公司销售面积	6
图 14: 子公司新城控股物业销售金额按区域分布	6
图 15: 物业销售均价	6
图 16: 新城控股以能级划分的土地储备	6
图 17: 新城控股以区域划分的土地储备	6
图 18: 公司毛利率	7
图 19: 子公司新城控股房地产开发业务毛利率	7
图 20: 子公司新城控股投资性房地产科目	8
图 21: 子公司新城控股出租业务收入和毛利率	8
图 22: 青浦吾悦广场外景	9
图 23: 青浦吾悦广场儿童体验业态	9
图 24: 星轶影院	11
图 25: “多奇妙” 乐园	11
图 26: 公司净负债率变化	12
图 27: 公司财务费用率	12
图 28: 债务性质结构	12
图 29: 公司加权平均财务成本	12

表格目录

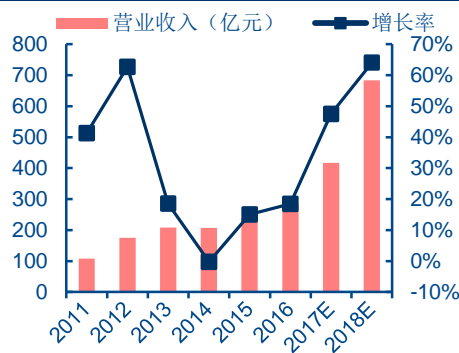
表 1: 新城发展控股发展历程	1
表 2: 前 3/前 10 和前 100 的公司市占率情况比较	3
表 3: 龙头房地产企业的商业综合体	3
表 4: 2017 年中国房地产企业新增土地货值排行榜	4
表 5: 公司并购拿地举例	5
表 6: 公司地域扩张路径	7
表 7: 公司在部分城市市占率	7
表 8: 子公司新城控股 2017 年上半年主力项目城市内排名	7
表 9: 公司项目与周边楼盘价格对比	8
表 10: 公司商业综合体 2017 年上半年经营情况	9
表 11: 资产支持证券概要	10
表 12: 上海青浦吾悦广场概况（截至 2016 年年底）	10
表 13: 商业地产事业部核心管理人员	10
表 14: 公司价值主张	11
表 15: 公司 2017 年以来债券发行情况	12
表 16: 2017 年上半年房企销售及营销费用率和行政费用率对比	13
表 17: 可比公司估值表，A 股部分	14
表 18: 可比公司估值表：港股部分	14

公司概况——长三角起步，准一线开发龙头

公司从长三角起步，逐渐成为了全国布局的行业龙头。2017 年，公司下属子公司新城控股以 1260 亿元的销售额排名全行业第 13 位（根据 CRIC 统计，非公司公告）。2012 年，公司于香港联交所主板上市；2015 年，子公司新城控股吸收合并新城地产，A 股上市。公司实际控制人为王振华，通过控股股东富域香港持公司 73.7% 的股份。

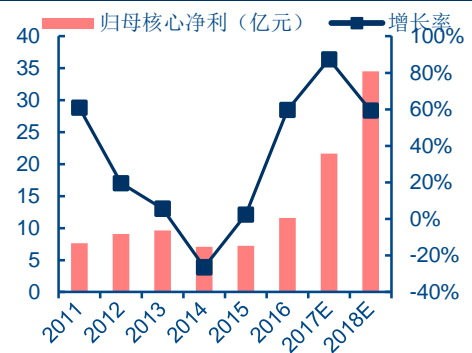
公司通过富域发展有限公司和常州德润咨询管理有限公司合计持有 A 股上市公司新城控股 67.14% 的股份，为新城控股（A 股公司）控股股东。公司主要从事住宅地产开发，商业综合体开发运营和一些创新业务。

图 1：公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 2：公司归母核心净利（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

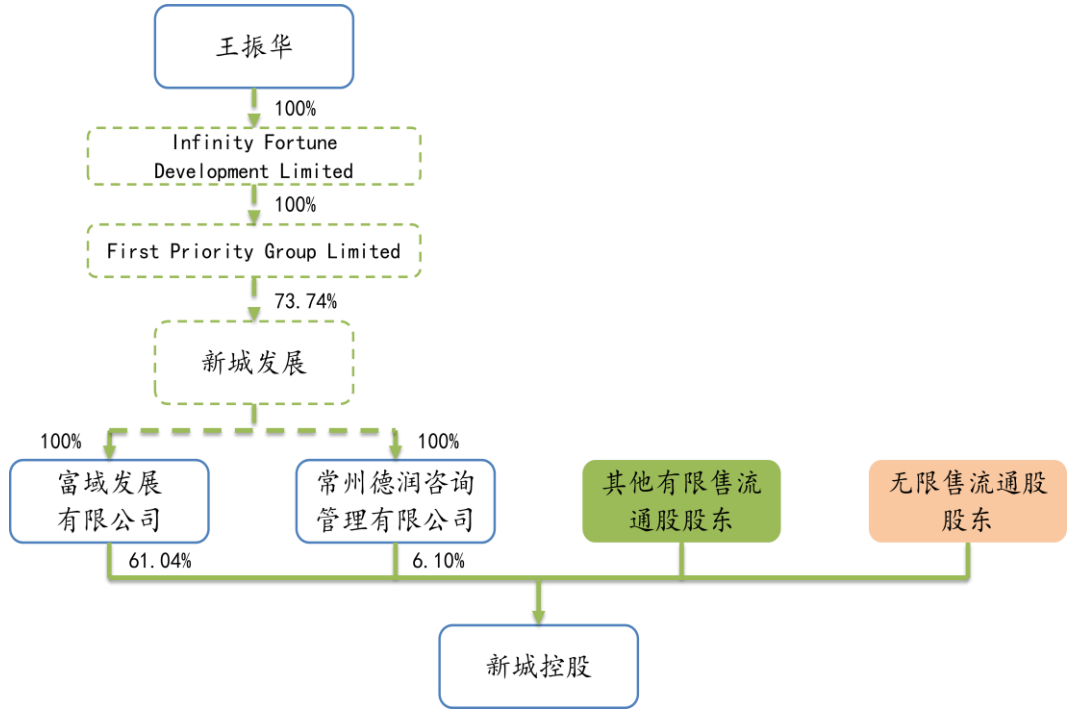
2017 年 7 月 18 日，公司发布公告称，要约人王振华将以每股 3.3 港元的注销价，向计划股东支付现金，并计划撤销股份于联交所的上市地位，相当于已发行股本的 27.44%。2017 年 10 月，公司发布公告称，称私有化计划未获得通过。

表 1：新城发展控股发展历程

时间	事件
1993 年	开始房地产开发与经营业务，并迅速成为常州市市场的领先者。
2001 年	新城地产 (900950.SH) 在 B 股上市，成为江苏省最早上市的房地产公司之一。
2002 年	住宅开发成功拓展至中国长三角沪宁沿线，实现城市公司向区域公司跨越。
2008 年	中国房地产 100 强中排名第 20 位，业务拓展至商业地产。
2009 年	集团战略中心转移至上海，构建“布局长三角深入专业化”战略版图。
2010 年	销售总额超 100 亿人民币。
2012 年	新城发展控股 (01030.HK) 与香港联交所主板成功上市。
2013 年	年度销售总额超 200 亿人民币。
2014 年	加速全国化布局，进入南昌、长春、安庆、济南、青岛、海口。
2015 年	荣耀新里程，开展多元化业务，旗下新城控股吸收合并新城地产由 A 股上市，年度销售总额超 300 亿人民币。
2016 年	旗下新城控股完成销售额 650.6 亿元人民币，行业排名第 15 位。

资料来源：公司官网

图 3：公司控股股东以及公司和新城控股的关系



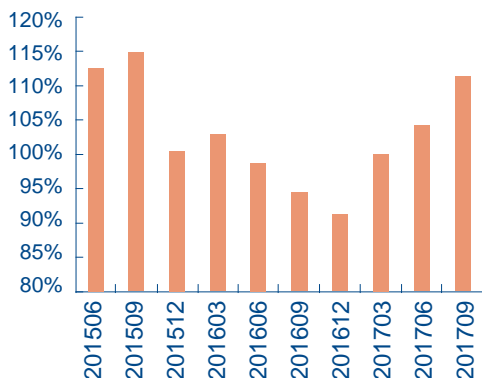
资料来源：公司公告整理

行业分析——经营环境稳定，龙头崛起

经营环境稳定

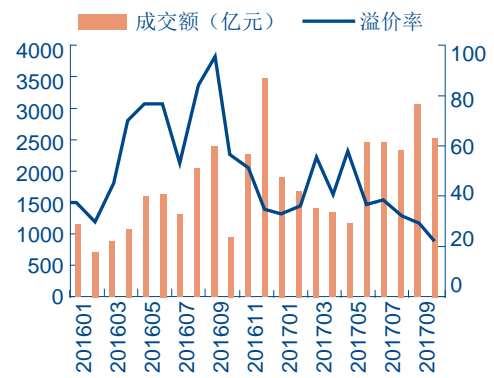
我们预计，未来行业政策环境相对平稳，既不会明显放松，又不会刻意收紧。开发企业的生产经营安排也更加从容。2017 年板块净负债率有所提高，大公司在拿地方面也有一定的优势。目前各地土地溢价率保持在较低水平，龙头企业具备增加优质土地储备的可能性。

图 4：A 股地产板块净负债率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部计算

图 5：100 城住宅类用地成交额和溢价率



资料来源：Wind

产业集中度持续提高

房地产行业集中度不断提升，大企业品牌效应和规模效应凸显。2017年，TOP10企业全口径市占率达到24.10%（全口径），较2016年上升5.4个百分点。每年企业上榜的门槛都在提高。

表 2：前 3/前 10 和前 100 的公司市占率情况比较

	全口径			权益（假设权益比 70%）		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
TOP3	7.70%	8.90%	12.00%	5%	6%	8%
Top10	17.00%	18.70%	24.10%	12%	13%	17%
Top100	40%	44.80%	55.50%	28%	31%	39%

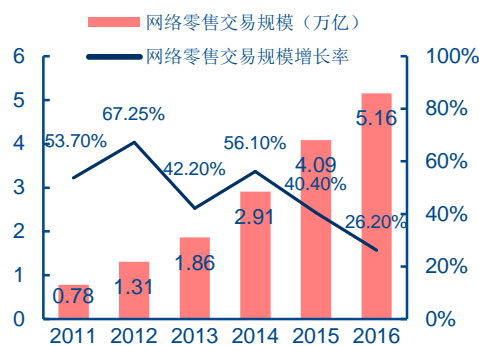
资料来源：Cric

2017年下半年，地产企业迎来差别化的资金成本上升浪潮，在这一浪潮中，只有较大规模的企业可以维持较低的资金成本。企业的股东性质、区域布局等因素无法在短期改变，且企业发展不进则退，停滞就可能排名下降。一旦排名下降，企业拿地优势就会下降，资金成本优势也可能下降，企业就可能进入发展的恶性循环。龙头公司的优势也就更加显著，产业集中度预计将加速提高。

优质商业综合体前景值得看好

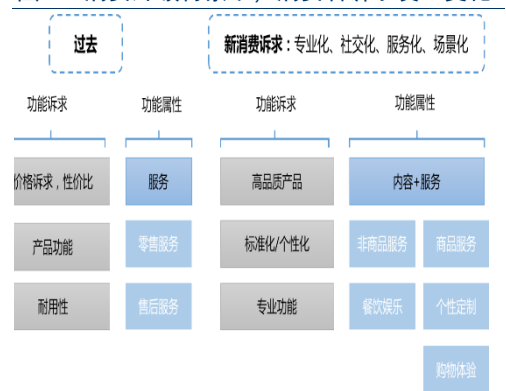
随着社会发展，消费体验重要性越来越高。线下购物的直接性、便捷性、反馈性、社交性等优势逐渐凸显。电商对商业地产造成巨大冲击的时代已经接近尾声，商业地产迎来新的发展起点，一些线上电商也开始线下布局。

图 6：网络零售额的规模及增长速度



资料来源：《中国电子商务报告（2016）》（商务部）

图 7：消费升级背景下，消费者诉求发生变化



资料来源：中信证券研究部

在线上零售企业布局线下的同时，线下零售企业也在不断进化。现代商场已经从传统的零售综合体进化成集零售、餐饮、娱乐、亲子为一体的商业综合体，展示出旺盛的生命力。商场不再是产品集散地，而变成了城市居民生活中心，商业综合体开发也成为房地产企业重要的业务组成部分。

表 3：龙头房地产企业的商业综合体

地产开发商	代表品牌
龙湖地产	天街、星悦荟、家悦荟
万达集团	万达广场
华润置地	万象城、万象城
大悦城地产（中粮）	大悦城
新城发展控股	吾悦广场
万科企业	印象城

资料来源：各企业公告

资产证券化的发展为商业地产提供有力的金融支持，ABS 在盘活存量，降低资金占用方面发挥了积极作用。

土地储备量足质高，开发能力助力盈利

公司通过其间接控股的 A 股上市公司新城控股从事住宅和商业房地产开发业务。

公司近几年加速扩张土地储备，发展势头迅猛

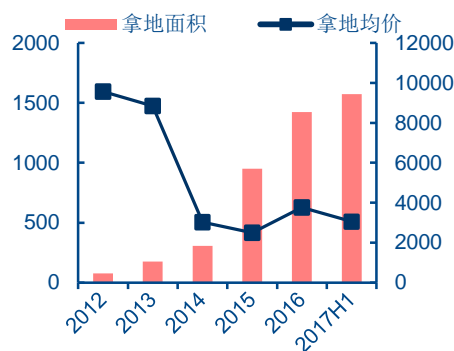
公司在最近几年以来拿地一直十分积极，新增土地储备面积/销售面积比值较高，明显呈扩张姿态。在 2017 年前三季度，子公司新城控股销售面积为 546 万平方米，而同期其新增土地储备建筑面积达到销售面积 4 倍以上（权益比等可能有所下降，但仍不掩盖公司积极拿地的态势）。

表 4：2017 年中国房地产企业新增土地货值排行榜

排名	企业名称	新增土地货值(亿元)
1	融创中国	14358.5
2	碧桂园	11963.3
3	中国恒大	8785.1
4	万科地产	6379.7
5	保利地产	5319.1
6	中海地产	3553.0
7	福晟集团	3199.4
8	富力地产	3100.0
9	龙湖地产	2814.9
10	新城控股	2811.6

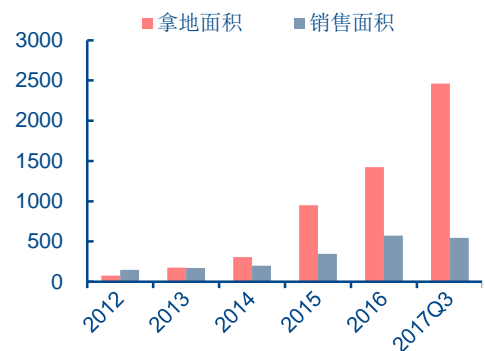
资料来源：Cric，本表为具备一定研究能力的第三方测算，既非我们的研究成果，也非公司披露的数据，请使用时留意

图 8：子公司新城控股新增土地储备面积和均价估算（单位：万平米、元/平米）



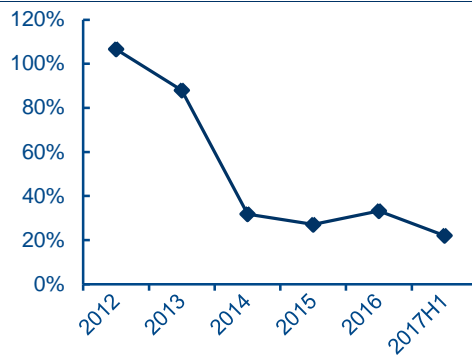
资料来源：中信证券研究部根据子公司新城控股公告测算

图 9：子公司新城控股销售面积和拿地面积比较（单位：万平米）



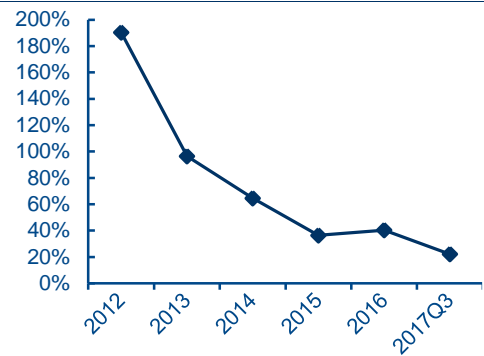
资料来源：中信证券研究部根据子公司新城控股公告测算

图 10：子公司新城控股新增土储价格与销售价格比例



资料来源：子公司新城控股公告

图 11：子公司新城控股销售面积与拿地面积比例



资料来源：子公司新城控股公告

从拿地成本来看，公司通过并购等手段控制拿地成本，一定程度上控制了企业土地成本上升的压力。当然，并购拿地本身也具有挑战，尽管地价低廉但可能存在开发难度。直到目前，我们注意到公司项目进展的问题并不大，侧面证明公司拿地能力值得信赖。2017 年公司结算项目中，有不少是公司在 2015 年新增的土地储备，楼面地价较低，因此公司毛利率维持在较高水平。

2016 年以后，尽管公司拿地的区域有所发散，楼面地价稍有反弹，但整体新增土地储备价格和销售价格之比仍然维持较低位置。我们预计未来公司利润水平会略有下降，但下降幅度十分有限。销售面积增长的弹性，将明显超过盈利能力下降带来的影响。

表 5：公司并购拿地举例

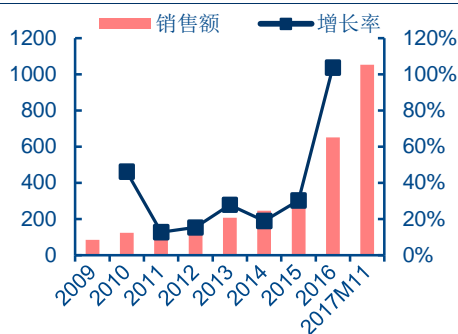
地理位置	项目名称	计容建面 (万平方米)	权益	价款 (万元)
苏州市吴江区	盛泽镇南麻社区地块、同里镇九里湖村委会地块、同里镇外果圩地块及宿迁市宿迁经济开发区编号为 09C-开发区-05 号地块	112.46	100%	278880
成都市新都区	XD2017-01252/211) 号地块	19.89	50%	41856
湘潭市	湖南省湘潭市九华工业园项目	54.58	100%	34819.74
东莞市石碣镇	石碣镇旧改项目	6.84	100%	38315.2
泰州泰兴市	皇家水岸项目	37.88	100%	111789
惠州市	博罗县罗阳镇项目	70.59	100%	120000

资料来源：公司公告

从长三角到全国——公司销售具备弹性

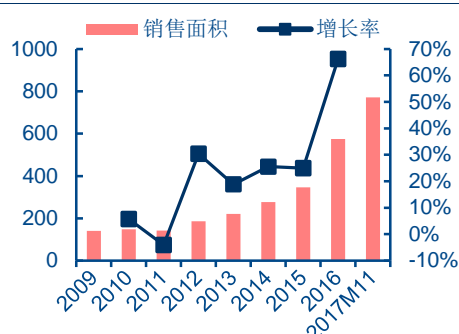
公司销售的弹性来自于快速拿地所带来的资源增长。资源快速增长的同时伴随市场房价明显上升，且公司开发能力和销售能力都不差，也就带来了公司销售额快速增长。2017 年 1-11 月，公司实现签约销售金额 1052.95 亿元，同比增长 75.1%；销售面积 771.78 万平米，同比增长 44.5%，折合销售均价约 13643 元/平米。

图 12: 公司销售金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告

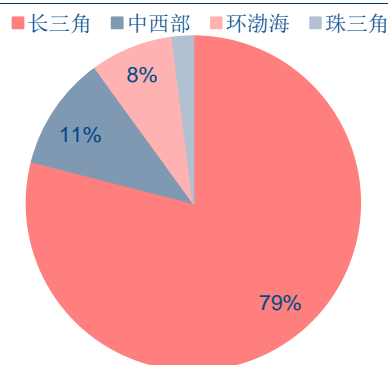
图 13: 公司销售面积 (单位: 万平方米)



资料来源: 公司公告

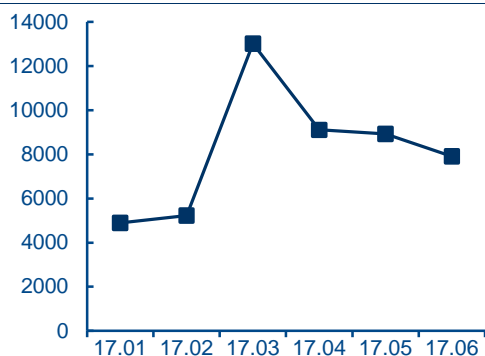
2017 年是公司销售从长三角走向全国的关键年份。公司的土地储备均衡度明显超过销售结构的均衡度, 其子公司新城控股土地储备长三角占比不到 60%, 而销售额中长三角区域的占比接近 80%。

图 14: 子公司新城控股物业销售金额按区域分布



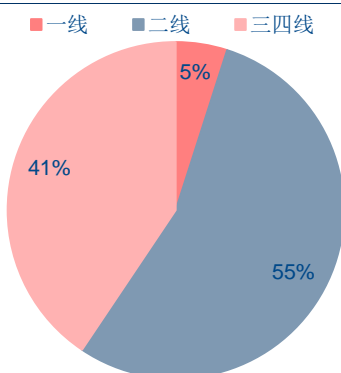
资料来源: 子公司新城控股公告 (2017 年 1-9 月)

图 15: 物业销售均价 (单位: 元/平米)



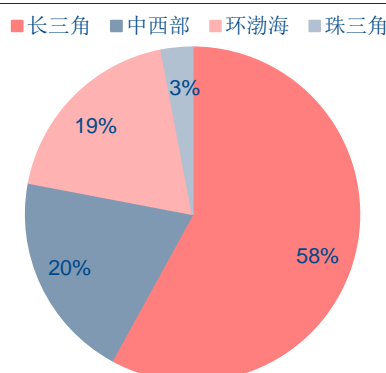
资料来源: 公司公告

图 16: 新城控股以能级划分的土地储备



资料来源: 子公司新城控股公告 (截至 2017 年 6 月)

图 17: 新城控股以区域划分的土地储备



资料来源: 子公司新城控股公告 (截至 2017 年 6 月)

目前, 公司仍然十分有赖于个别城市的销售贡献, 苏州、杭州、上海分别占 2017 年上半年公司销售额的 20%、15%和 10%。不过, 公司已经拓展到 47 个城市, 在布局上已经不输给一些传统一线开发龙头。未来, 我们预计公司在长三角以外城市市占率也将逐渐提高。

表 6：公司地域扩张路径

时间	扩张路径	截至期末进入城市数量	截至期末项目数量
2012	上海、苏州、武汉，武汉是新开拓市场。	9	78
2013	进入杭州、镇江、南通	10	93
2014	进入长春、青岛、济南、安庆、南昌、海口。	16	100
2015	进入成都、宁波、台州、绍兴、嘉兴、义乌、衢州、泉州。	25	116
2016	进入天津、佛山。	32	145
2017H1		47	191

资料来源：公司公告整理

表 7：公司在部分城市市占率

城市	2016 年占有率	排名	2017 年上半年占有率	排名
常州	7.50%	1	10.60%	1
南京	2.70%	3	4.30%	1
苏州	3.50%	5	6.00%	4
杭州	1.10%	23	3.00%	5
上海	1.00%	21	2.30%	9

资料来源：中信证券研究部根据新城控股运营数据测算

表 8：子公司新城控股 2017 年上半年主力项目城市内排名

项目名称	城市	销售金额（亿元）	销售面积（万方）	成交均价	1-6 月销售金额所在城市排名
新城上坤樾山	上海	39.15	7.94	49277	1
新城香溢紫郡	南通	10.10	12.16	8308	2
虞悦豪庭	常熟	10.64	6.18	17220	2
新城樾府	常州	12.23	7.22	16934	3
郡未来	常州	12.13	11.30	10726	4
香溪源	吴江	12.92	8.81	14665	5

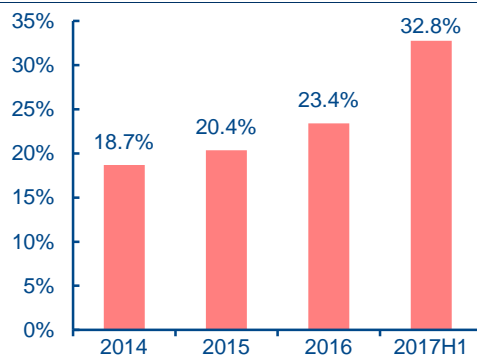
资料来源：新城控股公告资料整理，各地市场公开交易数据

从业态分布来看，实际上商业综合体中的大部分销售额，也是来自于住宅/类住宅（商住公寓）的销售。因此，公司实际上绝大多数销售回款，都有赖于居住功能物业产品的销售。公司在可以标准化的环节注意缩短流程。例如，通过前期拿地时研究开发方案，使得拿地之后加快进度；标准化施工流程，以便快速异地复制。通常，公司项目的开发周期只有 18 个月左右。

产品具备溢价能力，助力毛利率稳定

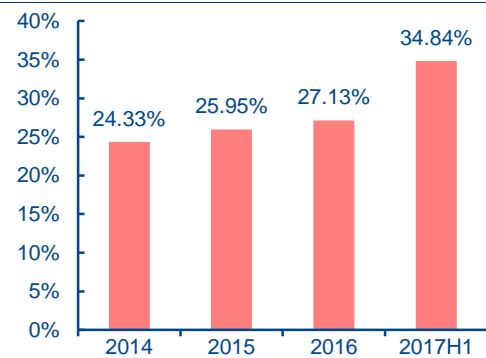
2017 年上半年，公司毛利率达到 32.8%。毛利率提升主要应归功于过去几年房价的上涨，各家地产公司普遍出现此一情况。但公司本身的产品能力，即同等的项目投入以创造更高溢价产品的能力，也对高毛利有所帮助。

图 18：公司毛利率



资料来源：公司公告

图 19：子公司新城控股房地产开发业务毛利率



资料来源：子公司新城控股公告

表 9: 公司项目与周边楼盘价格对比

城市	项目名称	建筑年代	二手房均价	溢价率
常州	新城香溢紫郡	2015 年	12581	13.59%
	常发豪郡	2013 年	11076	
	新城春天里	2015 年	13180	
	中天名园	2011 年	11343	
上海	新城忆华里	2012 年	35652	11.02%
	旭辉玫瑰湾	2013 年	32113	
南京	新城玫瑰湖	2017 年	31269	9.32%
	保利中央公园	2017 年	28604	
杭州	新城西溪逸境	2016 年	34401	28.72%
	合景叠彩园	2015 年	26726	

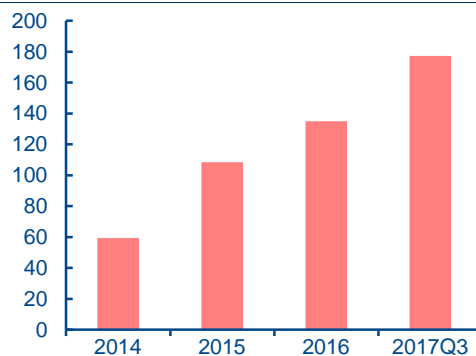
资料来源: 房天下

城市综合体: 快速增加布局配合金融运作

2008 年, 新城控股将业务拓展至商业地产, 确立“住宅+商业”双轮驱动的发展战略。“吾悦”是公司的城市综合体品牌, 目前已形成吾悦国际广场、新城吾悦广场、吾悦生活广场三大产品线, 吾悦国际广场定位高端、主打国际精品, 新城吾悦广场定位为区域型时尚商业中心, 吾悦生活广场则定位为社区生活中心。截至 2017 年三季度, 公司在建的吾悦广场共计 26 座; 已签订国有土地使用权出让合同并待建的吾悦广场项目共计 10 个, 公司经营管理的吾悦广场已达 17 座, 其中自持的 14 座吾悦广场在 2017 年前三季度实现租金及管理费 5.29 亿元。

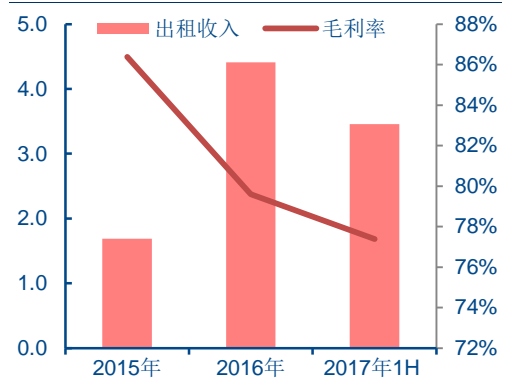
商业综合体集商业、办公、休闲、居住等多种功能于一身, 通过不同业态的配比带动居民消费, 依靠客流量的增加提升商业价值。“吾悦”广场的收入来源分为三部分: 物业销售、租金和管理费, 其中管理费收入又包含向商户收取的管理费、多种经营收入和地下车库停车费等。

图 20: 子公司新城控股投资性房地产科目
单位: 亿元



资料来源: 公司公告

图 21: 子公司新城控股出租业务收入和毛利率
单位: 亿元 (左轴)



资料来源: 公司公告

图 22：青浦吾悦广场外景



资料来源：红商网

图 23：青浦吾悦广场儿童体验业态



资料来源：房产之窗

表 10：公司商业综合体 2017 年上半年经营情况

项目名称	总建筑面积	出租率
吴江吾悦广场	11.3	95.71%
张江港吾悦广场	12.7	95.55%
丹阳吾悦广场	13.7	99.88%
武进吾悦广场	19.7	92.88%
吾悦国际广场	14.3	94.48%
海口吾悦广场	10.3	97.75%
南昌吾悦广场	8.7	99.49%
金坛吾悦广场	8.8	98.08%
安庆吾悦广场	11.0	97.91%
成都吾悦广场	8.0	100%
桐乡吾悦广场	8.7	100%
衢州吾悦广场	8.6	100%

资料来源：公司公告

公司商业综合体近期发展也较为迅速，也有赖于资产证券化助力。2016 年 6 月 23 日，公司发布公告，以 104982 万元的价格将旗下上海迪裕商业经营管理有限公司的全部相关权益转让给东证资管发起设立的东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划，东证资管继而持有其名下上海青浦吾悦广场，以青浦吾悦广场所产生的经营收入作为资产专项计划的收益来源。我们认为，这类资产证券化尝试有利于盘活公司存量资源，降低资产负债表压力。

表 11：资产支持证券概要

证券简称	实际发行金额 (亿元)	还本付息方式	预期年收益率	期限
16 吾悦 A	5.00	2017 年 1 月 23 日、7 月 23 日及以后每年 1 月 23 日和 7 月 23 日付息，过手摊还本金	2016/6/16-2019/7/23 (不含): 5.35%	3+2 年
16 吾悦 B	2.50		2019/7/23 (含)-2020/7/23 (不含): 5.75%	
16 吾悦 C	3.00	2020/7/23 (含)-专项计划终止日: 5.95%		
合计	10.50	-		
		不参与期间利益分配	-	
			-	

资料来源：联合信用评级有限公司《东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划 2017 年跟踪评级报告》

表 12：上海青浦吾悦广场概况（截至 2016 年年底）

基本情况	详情
可营业总建筑面积	86348.80 平米
实际可租赁面积	69245.32 平米（其中商场部分可租赁面积为 62561.63 平米，全季酒店承租剩余 6683.69 平米）
租户	共 150 家（不含酒店）
出租率	100%
2016 年下半年日均客流	4.52 万人次

资料来源：联合信用评级有限公司《东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划 2017 年跟踪评级报告》

表 13：商业地产事业部核心管理人员

姓名	职务	履历
陈德力	新城控股集团联席总裁，分管商业管理事业部与资产管理中心	西南财经大学 EMBA。1997 年 9 月至 2001 年 9 月任新加坡谊来集团武汉公司总经理；2001 年 9 月至 2006 年 5 月任四川华立集团舜苑商业地产公司总经理；2006 年 6 月至 2010 年 8 月任新加坡嘉德置地凯德商用中国区域总经理；2010 年 8 月至 2016 年 7 月历任大连万达商业地产股份有限公司商业管理营运中心常务副总经理、万达商业管理副总裁兼招商中心总经理、万达商业管理常务副总裁兼营运中心总经理、万达商业地产副总裁兼商管公司常务副总裁、综合管理中心总经理等职务。
钱文虹	新城商业集团招商中心总经理	原万达商管公司南区营运中心副总经理兼营运部总经理
唐剑锋	新城商业集团营运中心总经理	原万达商管综合管理中心副总经理
胥建新	新城商业集团工程物业中心总经理	1996 年加入新城地产。

资料来源：公司公告、观点地产网等

展望未来，我们相信公司的商业综合体业务的发展，将有利于进一步增强公司品牌的影响力，方便公司增加土地储备，丰富融资渠道，巩固产品溢价。

其他业务介绍

除了通过子公司新城控股经营的房地产业务之外，公司还有一些处于开发阶段的新业务。这部分业务从体量上无法和房地产主业相提并论。

影院业务。2016 年，公司子公司上海星轶影院管理有限公司与 IMAX China 及其母公司 IMAX Corporation 达成战略合作，共同建设 IMAX 影院，目前已完成布局 20 家。公司建设影院的初衷是为吾悦广场吸引客流，不过随着影院业务逐渐培育成熟，公司也开始在其他购物中心内布局影院。

儿童娱乐产业。公司旗下“多奇妙”品牌专注于儿童游玩、体验式业态，通过进驻吾悦广场等购物中心带动客流量的增长。

金融业务。公司参与一些金融投资，以期获得一些投资收益。

图 24：星轶影院



资料来源：腾讯房产

图 25：“多奇妙”乐园



资料来源：镇江房产网

优化管理体系，积极利用杠杆

优化管理体系

公司重视价值主张，锻造了独特的客户产品观，组织观，员工评价观和风险管控观。

表 14：公司价值主张

价值主张	具体含义
公司使命：让幸福变得简单	为客户提供精心打造的优质产品和周到细致的真诚服务；为员工营造简单高效的工作氛围和持久宽广的成长舞台；为股东创造合理丰厚的投资回报，并确保企业长期持续成长；为社会坚持共生共赢的合作理念，贡献更大的企业社会价值。
公司愿景：传播幸福，成就卓越	让所有人的幸福梦想成真是我们一切工作的出发点和努力方向。通过坚持不懈地为客户、为员工、为股东、为社会传播幸福的体验，使我们实现“从优秀到卓越”的成长，从而成为行业领先、绿色发展、受人尊敬、基业长青的企业。
核心价值观：诚信、开放、创新、共赢	诚实守信——无论做人还是做事，无论是对待客户、员工、还是对待合作伙伴、股东和社会，新城人都将以心致诚，视诚实守信为生存之本；开放包容——新城人始终保持开放、包容的心态，在坚持自己的特色与优势的同时，不断反思和自我批评，总结经验教训，寻找改进的力量和方法；创新求先——新城人强调与时俱进，持续保持危机感和创新力，勇于突破、敢于争先、持续创新、不断超越，努力成为行业领先的标杆企业；合作共赢——新城人坚信精诚合作、共生共赢的力量，在尊重市场原则的基础上，与企业相关方密切精诚合作，关注、支持企业相关方的发展需要，也受益于企业相关方的发展。
骆驼精神	形成一支有组织、有纪律的团队；在艰苦的环境下抗住最大的压力、有耐力、有动力；坚定信心，不讲困难，只讲方法，执着地向既定目标前进。
诚实做人，踏实做事	新城人主张以真诚之心善待每一个人，以工匠精神做好每一件事；诚实做人意味着坦诚待人，勇于担当，对自己负责，对他人负责，对企业和社会负责；踏实做事意味着勤勉认真，注重结果质量，也意味着思考的系统性、做事的高效率。

资料来源：新城控股官网

在日常管理方面，公司颇多亮点。例如，公司设置事业部架构模式，实行产品全系列标准化，住宅户型标准化和结构&机电专业标准化等。

公司在激励方面十分到位。长期激励方面，子公司新城控股向符合授予条件的 58 名激励对象（公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干）授予 3800 万股限制性股票，授予价格前复权后为 6.57 元/股（原授予价格为 6.90 元/股），按照 40%、30%、30% 的比例解锁，解锁条件为 2016 年、2017 年、2018 年净利润分别不低于 25、35 和 50 亿元。目前第一期限限制性股票共 1476 万股已经解锁上市。

中短期激励方面，实行新城合伙人制度，房地产项目公司和城市公司的负责人强制跟投，下属员工自愿跟投，由此加快项目进度，提高项目收益率。此外，新城控股还对短期销售超预期的区域进行奖励，将员工收入和项目经营情况直接挂钩。

抓住时机，适度利用杠杆

公司处于快速扩张的历史阶段，因此杠杆率有所提升。2017 年上半年，净负债率达到 157.4%，较 2016 年底上升 68.7 个百分点。不过，公司整体资金成本仍较为稳定。

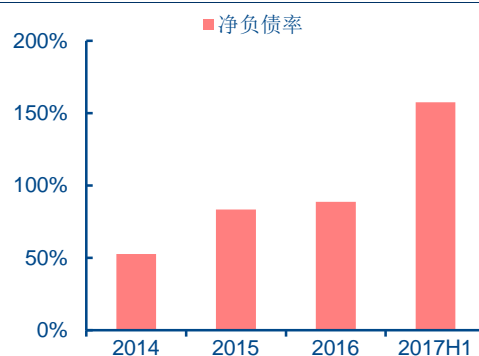
公司抓住了较低的利率窗口，迅速做大的规模，当然也存在杠杆率较高的客观事实。不过，我们认为在公司销售回款尚表现良好的情况下，目前的杠杆水平是可以接受的。2016 年底公司加权平均财务成本为 5.7%。2017 年全年，公司及子公司新城控股的新增债券发行成本约为 5%-7%。我们认为，目前公司的各类融资渠道较为通畅。未来只要公司销售回款稳定，即使资金成本由于市场因素略有上升，其幅度也不会太大。

表 15：公司 2017 年以来债券发行情况

债券	品种	起息日	发行总额	期限	发行利率
新城发展控股 N2020	企业债	2017 年 2 月 16 日	3.5 亿美元	3 年	5%
17 新城控股 MTN001	中期票据	2017 年 3 月 16 日	15 亿元	3+2 年	5.4%
17 新城控 MTN002	中期票据	2017 年 4 月 14 日	15 亿元	3+2 年	5.25%
17 新城控 PPN001	定向工具	2017 年 5 月 17 日	20 亿元	3+2 年	6.3%
17 新城控 MTN003	中期票据	2017 年 7 月 13 日	15 亿元	3+2 年	6.0%
新城控股境外子公司债券	美元债	2017 年 8 月 8 日	2 亿美元	3+2 年	5.0%

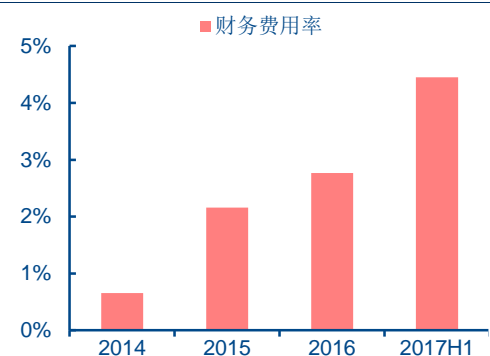
资料来源：Wind

图 26：公司净负债率变化



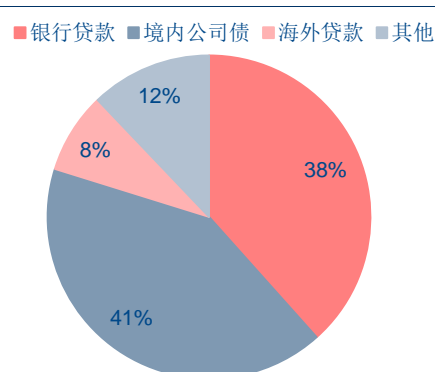
资料来源：公司公告

图 27：公司财务费用率



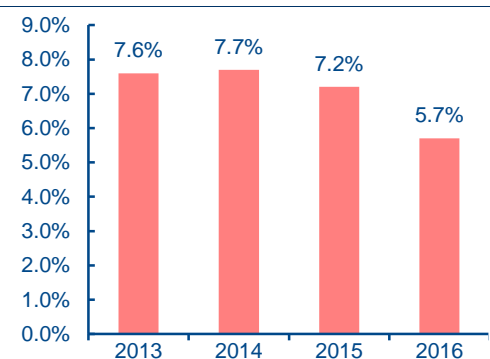
资料来源：公司公告

图 28：债务性质结构



资料来源：公司公告 (2017 年上半年)

图 29：公司加权平均财务成本



资料来源：公司公告

风险因素

综合体开发沉淀大量资金的风险

“住宅+商业”双轮驱动是公司的发展战略，但与住宅快速建设、快速销售、快速回笼资金不同，综合体的建设运营是一个长期的过程。资产证券化的确可以盘活存量资源，但目前规模仍有限。考虑到公司综合体开发速度进展较快，公司可能面临过多沉淀资金风险。

销售减速风险

公司是扩张型姿态的，这种高杠杆，高速扩张的姿态需要一定的市场热度以配合。公司的开发和销售能力是经历过市场考验的，但如果市场销售速度下降过快，公司也会面临一些去化风险。如果公司去化速度下降，销售回款不达预期，公司杠杆率较高的负面影响就会暴露出来，从而可能进一步推高资金成本。总体来说，我们认为公司是具备进攻性特点的房地产企业。

费用率高致使盈利下降的风险

公司作为控股集团，可能会承担较多的销售和管理费用。

表 16：2017 年上半年房企销售及营销费用率和行政费用率对比

公司名称	销售费用率	行政费用率
新城发展控股	4.4%	9.7%
龙湖地产	2.8%	4.9%
华润置地	4.3%	4.5%
绿城中国	5.0%	8.9%
金地集团	2.6%	9.3%
招商蛇口	2.2%	2.4%
世茂房地产	1.6%	4.7%
旭辉集团	2.4%	5.3%

资料来源：公司公告

盈利预测和估值讨论

关键假设

1. 行业整体保持平稳，重点城市的限价政策不会有明显的放松，但是对于一二手倒挂比较严重的城市，新房项目合理范围内的涨价可能会被默许。
2. 公司销售规模平稳上升，结算保持稳定。
3. 由于房价上涨趋缓，公司毛利率有所下降，但下降幅度不大。
4. 公司仍将维持较高的费用率水平

盈利预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2017-2019 年每股收益为 0.43、0.70 和 0.80 元。我们预计，公司 2017/2018/2019 年核心净利润分别为 19.7 亿元，34.5 亿元和 40.0 亿元，合核心每股收益为 0.35、0.61 和 0.71 元。

相对估值法：PE 估值

我们观察，A 股可比公司当前市场估值超过 2018 年 10 倍，港股可比公司当前市场估值超过 2018 年 7 倍。且港股可比公司的 EPS 为 Wind 市场对报表盈利的一致预期，因此港股可比公司的实际估值水平可能更高（因为核心 EPS 可能更低）。公司业绩增速较快，我们给予公司 2018 年核心净利润 9 倍的 PE 估值，即 6.62 港元/股的相对估值结论。

表 17：可比公司估值表，A 股部分

代码	公司名称	股价	EPS				PE			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
000002.SZ	万科 A	34.76	1.90	2.45	3.19	3.88	18.3	14.2	10.9	9.0
600383.SH	金地集团	14.72	1.40	1.45	1.62	1.72	10.5	10.2	9.1	8.6
001979.SZ	招商蛇口	21.49	1.21	1.57	1.91	2.13	17.8	13.7	11.3	10.1
600376.SH	首开股份	10.22	0.74	0.83	0.93	1.09	13.8	12.3	11.0	9.4
002244.SZ	滨江集团	8.20	0.45	0.55	0.71	0.85	18.2	14.9	11.5	9.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测，股价为 2018 年 1 月 5 日收盘价

表 18：可比公司估值表：港股部分

代码	公司名称	股价 (港元)	记账本 位币	EPS				PE			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
00960.HK	龙湖地产	23.40	CNY	1.31	1.68	2.48	2.99	14.8	11.6	7.8	6.5
00813.HK	世茂房地产	20.35	CNY	1.50	2.38	2.71	2.87	11.3	7.1	6.2	5.9
00884.HK	旭辉控股集团	5.54	CNY	0.42	0.50	0.63	0.77	10.9	9.2	7.3	6.0
00688.HK	中国海外发展	27.95	HKD	3.64	3.74	4.24	4.76	7.7	7.5	6.6	5.9

资料来源：Wind，其中龙湖地产为我们对核心 EPS 的预测，其他公司参考市场一致预期，其 EPS 为报表 EPS，或高于公司核心 EPS，股价为 2018 年 1 月 5 日收盘价

NAV 估值和估值结论

我们测算，公司 NAV 约为 420.7 亿元，每股 NAV7.44 元/股，即 8.96 港元/股。我们给予公司 NAV15% 的折价，即 7.62 港元/股的绝对价值估值结论。

结合两种估值方法，我们给予新城发展控股 7.12 港元/股的目标价。公司当前股价 5.90 港元/股，我们首次给予公司“买入”的投资评级。

利润表(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,836	28,232	41,648	68,340	87,239
营业成本	18,980	21,625	28,761	47,888	62,594
毛利率	20.37%	23.40%	30.94%	29.93%	28.25%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	828	1,098	1,912	2,746	3,366
营业费用率	3.47%	3.89%	4.59%	4.02%	3.86%
管理费用	1,036	1,608	2,574	3,518	4,387
管理费用率	4.34%	5.69%	6.18%	5.15%	5.03%
财务费用	515	780	986	1,384	1,939
财务费用率	2.16%	2.76%	2.37%	2.03%	2.22%
投资收益	42	178	170	130	159
营业利润	3,335	3,881	8,229	13,611	15,747
营业利润率	13.99%	13.75%	19.76%	19.92%	18.05%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3,335	3,881	8,229	13,611	15,747
所得税	1,508	1,668	3,557	6,012	7,048
所得税率	45.21%	42.98%	43.22%	44.17%	44.76%
少数股东损益	825	1,083	2,243	3,648	4,175
归属于母公司股东的净利润	1,031	1,384	2,430	3,952	4,523
净利率	4.32%	4.90%	5.83%	5.78%	5.18%
每股收益(元)(摊薄)	0.18	0.24	0.43	0.70	0.80
归属于母公司股东核心盈利	724	1,156	1,970	3,451	3,996
核心盈利利润率	3.04%	4.09%	4.73%	5.05%	4.58%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,031	1,384	2,430	3,952	4,523
少数股东损益	825	1,083	2,243	3,648	4,175
折旧和摊销	107	226	308	308	308
营运资金变动	1,224	2,691	-7,511	-9,410	-12,285
其他	-5,564	192	274	651	1,249
经营现金流	-2,376	5,575	-2,256	-851	-2,030
资本支出	-3	-3	-3	-3	-3
投资收益	42	178	170	130	159
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-2,040	-8,215	-8,279	-10,029	-12,216
投资现金流	-2,002	-8,040	-8,112	-9,902	-12,059
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-1,820	1,595	10,468	16,381	19,194
股息支出	-283	-283	-607	-988	-1,131
其他	8,151	6,569	-986	-1,384	-1,939
融资现金流	6,047	7,882	8,874	14,009	16,125
现金净增加额	1,669	5,417	-1,493	3,256	2,035

资产负债表(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,479	11,905	10,412	13,668	15,703
存货	32,740	39,505	65,569	107,735	141,447
应收账款	6,527	20,235	29,986	51,255	65,430
其他流动资产	8,083	9,201	12,493	18,612	24,385
流动资产	53,829	80,847	118,460	191,270	246,964
固定资产	2,261	2,443	2,135	1,827	1,519
长期股权投资	2,320	4,870	13,795	24,505	37,357
无形资产	36	37	37	37	37
其他长期资产	12,373	16,682	16,955	17,151	17,384
非流动资产	16,990	24,032	32,922	43,520	56,298
资产总计	70,819	104,879	151,382	234,790	303,262
短期借款	3,976	10,176	18,368	37,024	56,218
应付账款	20,008	28,976	20,133	33,521	43,816
其他流动负债	17,612	32,365	72,806	119,567	150,650
流动负债	41,596	71,516	111,307	190,112	250,684
长期负债	15,005	17,036	17,036	17,036	17,036
其他长期负债	755	1,152	3,798	1,790	2,123
非流动性负债	15,760	18,188	20,835	18,826	19,159
负债合计	57,356	89,704	132,141	208,939	269,843
股本	5	5	5	5	5
资本公积	0	0	0	0	0
股东权益合计	13,463	15,175	19,240	25,852	33,419
少数股东权益	5,293	5,940	8,183	11,831	16,006
负债股东权益总计	70,819	104,879	151,382	234,790	303,262

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)					
营业收入	15.0	18.4	47.5	64.1	27.7
营业利润	19.9	16.4	112.0	65.4	15.7
净利润	0.5	34.2	75.6	62.6	14.5
利润率 (%)					
毛利率	20.4	23.4	30.9	29.9	28.3
EBIT Margin	12.6	13.8	20.2	20.8	19.4
EBITDA Margin	13.0	14.6	20.9	21.2	19.7
净利率	4.3	4.9	5.8	5.8	5.2
回报率 (%)					
净资产收益率	12.6	15.0	22.0	28.2	26.0
总资产收益率	1.6	1.7	2.0	2.2	1.8
其他 (%)					
资产负债率	81.0	85.5	87.3	89.0	89.0
所得税率	45.2	43.0	43.2	44.2	44.8
股利支付率	15.5	12.8	13.0	13.0	13.0

资料来源：中信证券量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。