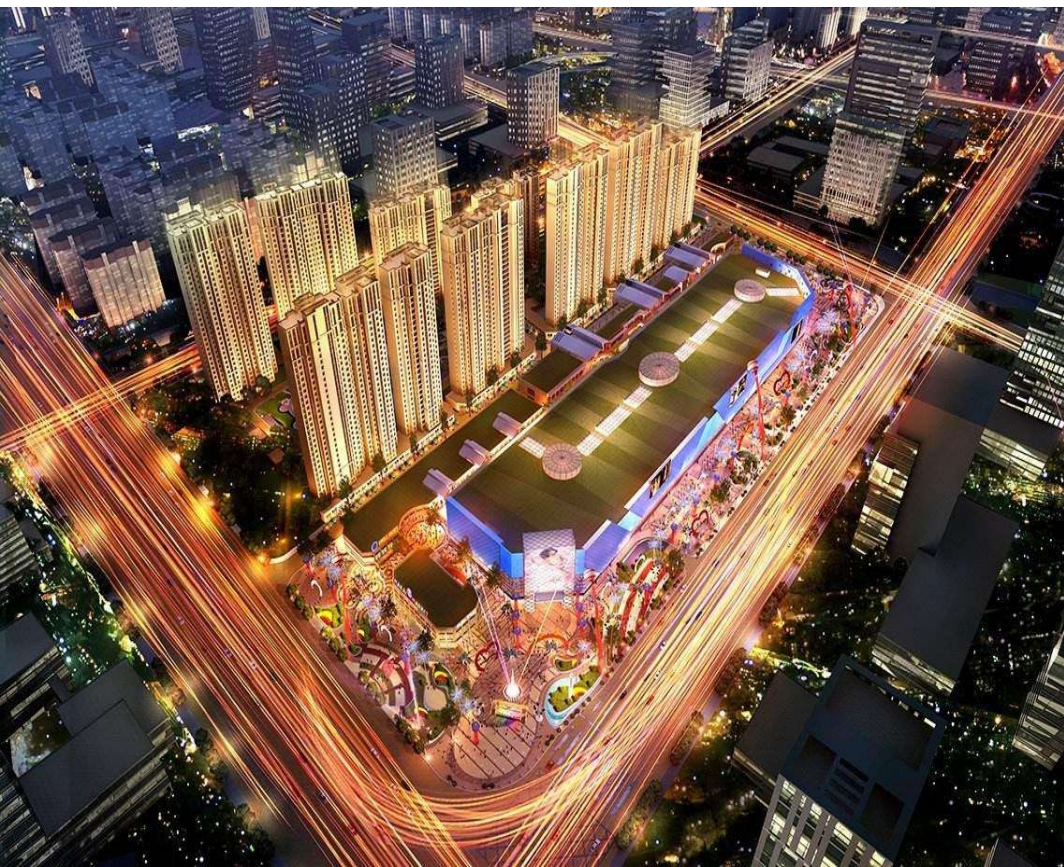




新城控股  
FUTURE  
HOLDINGS

seazen

新城控股

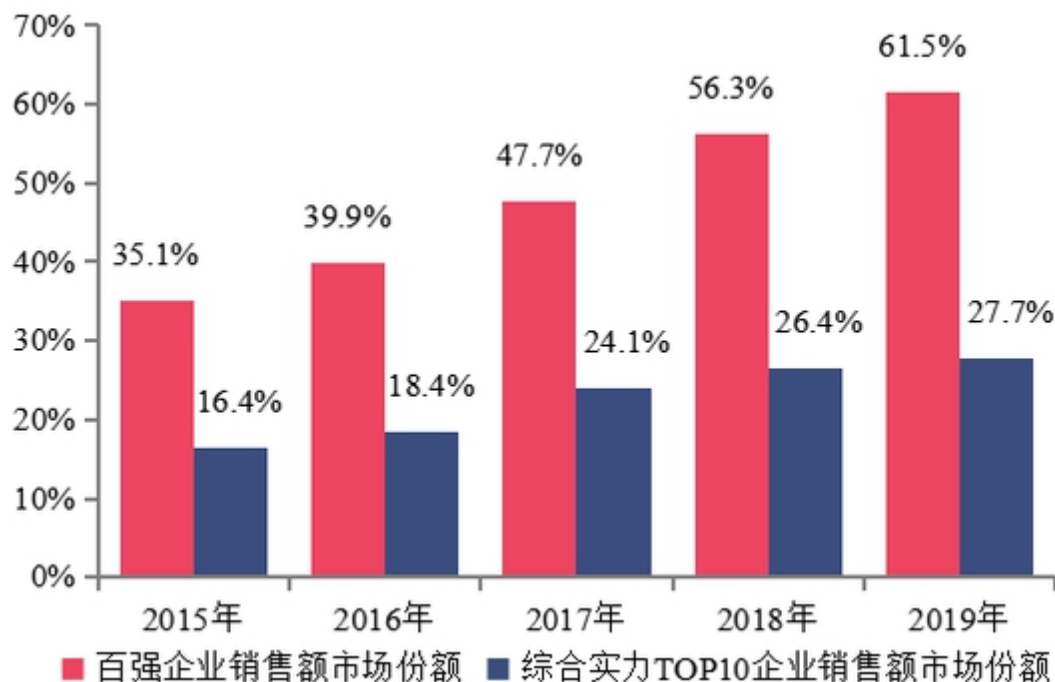


# 目录

1. 公司概况及战略分析
2. 会计与财务分析
3. 前景分析

# 行业概览

## 集中度



- 在中国房地产行业中，龙头企业市场份额持续扩大至六成，与往年相比行业集中度有着进一步提升。截止至2019年，百强企业销售额市场份额稳步上升至61.5%，较上年提高5.2个百分点，综合实力TOP10企业销售额市场份额为27.7%，较上年提高1.3个百分点。

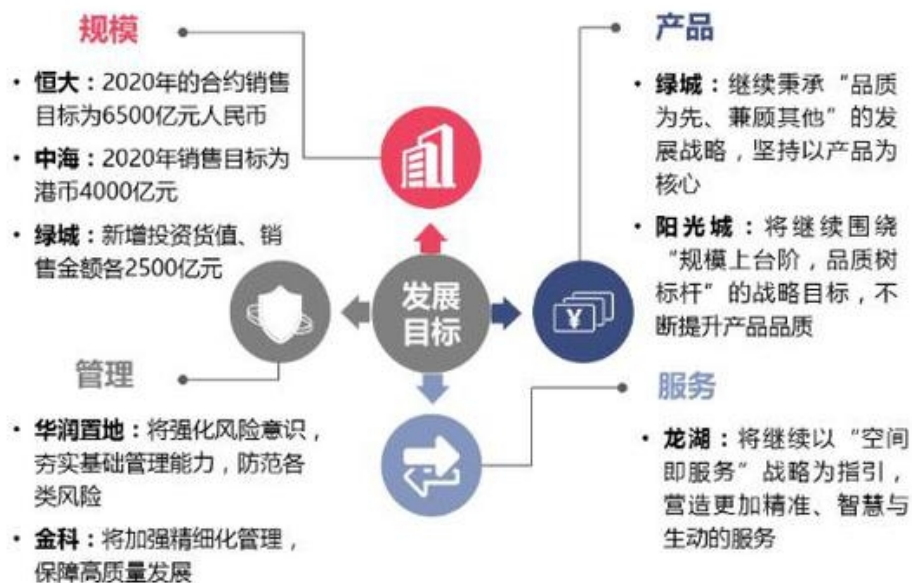




- 百强企业在阵营分化的同时，阵营内部的企业分化也在加剧。截止至2019年，百强前10企业销售额增长率均值为11.9%；11-30企业均值达24.1%，为百强企业销售增速最高的阵营。世茂房地产、龙光地产等销售增速均在30%以上，融创、中海、绿城、龙湖等销售增速均超过20%。由此可见，在竞争激烈的房地产行业中，龙头企业更收到资本市场的青睐，大型房企的优势持续凸显。

## 核心价值

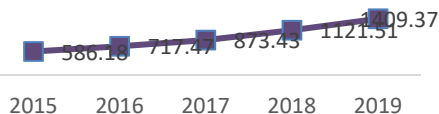
- 中国房地产行业中，百强企业的核心发展目标着重于经营质量的提升。主要包括规模、管理、产品和服务这四个方面。在规模上追求稳健增长，强化管理能力，提升企业管理水平，注重产品品质、提高服务质量。
- 房企要从提供优质产品到提供更好的居住服务，聚合资源打造社区生态。从行业的大视角来看，社群运营拥有着必不可挡的趋势。在存量时代的背景下，过去的卖房市场在向买方市场转变，把握住消费者即客户的真实诉求，成为地产房企的重点。市场上做社群的房地产企业，无外乎都是在两个模块上努力：从人与物业的关系到人与人的关系。虽然在很大程度上，不动产开发本身仍然是核心，但改变的思路实际上是在往平台型的房企靠拢——平台的发展和进化。华润置地作为平台型房企要做好核心竞争力，既离不开不动产开发的持续扩张，也离不开产品、服务、品牌内涵的丰富和完善。



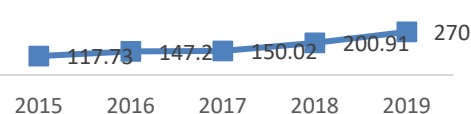
## 市场总量

- 根据近5年的《中国房地产上市公司测评研究报告》数据分析，上市房企总资产均值大幅上升，房地产业务收入均值和净利润均值稳定增长，资产负债率均值和净负债率均值也随之增长。中国的房地产市场在大周期层面已经步入成熟期，在人口红利快速爆发期过后，对新房的需求逐步减少，户均住房套数比例达到1.06~1.07，整体供需已基本平衡。但考虑到城镇化的进程、居民收入增长和家庭户均规模小型化、住房更新等因素，房地产市场未来仍有较大的发展空间。

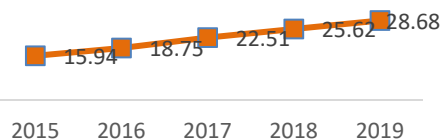
上市房企总资产均值  
(亿元)



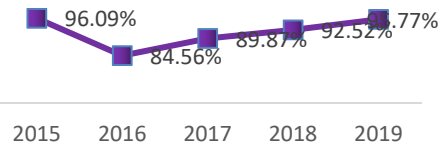
房地产业务收入均值  
(亿元)



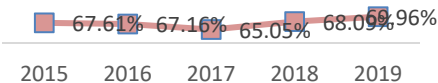
净利润均值 (亿元)



净负债率均值 (亿元)



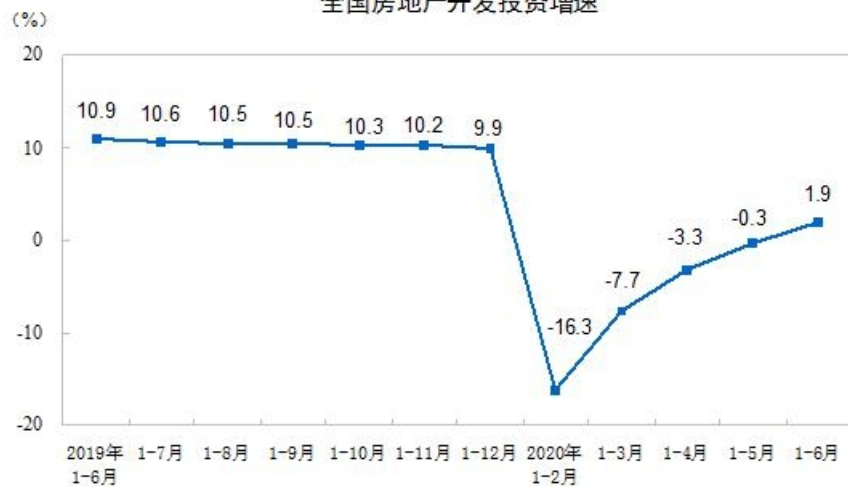
资产负债率均值 (亿元)



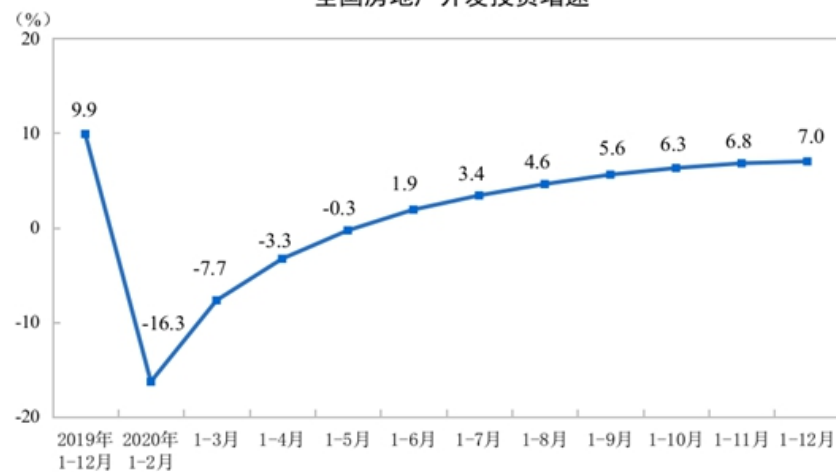
- 总体看，进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目开复工及销售出现停摆，对房企一季度销售影响较大，随着疫情的延续，预计全年销售下行压力较大；政策层面，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、延后开竣工时间、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响形成的资金压力、促进需求端复苏；但少数地区也出现了“政策一日游”的现象，可见“房住不炒、因城施策”仍是政策的主基调，预计短期内行业政策难有显著放松。



全国房地产开发投资增速



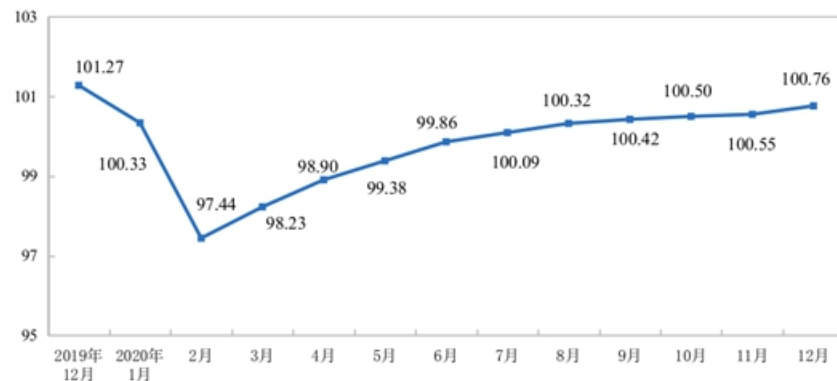
全国房地产开发投资增速



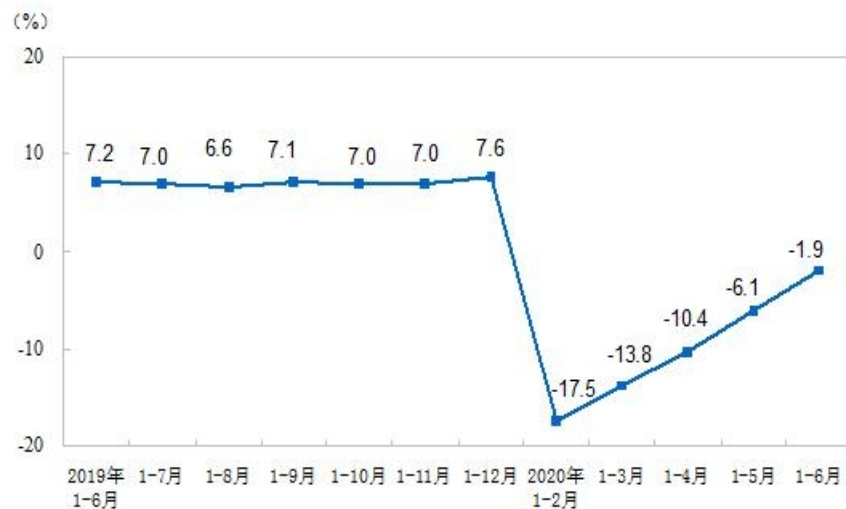
国房景气指数



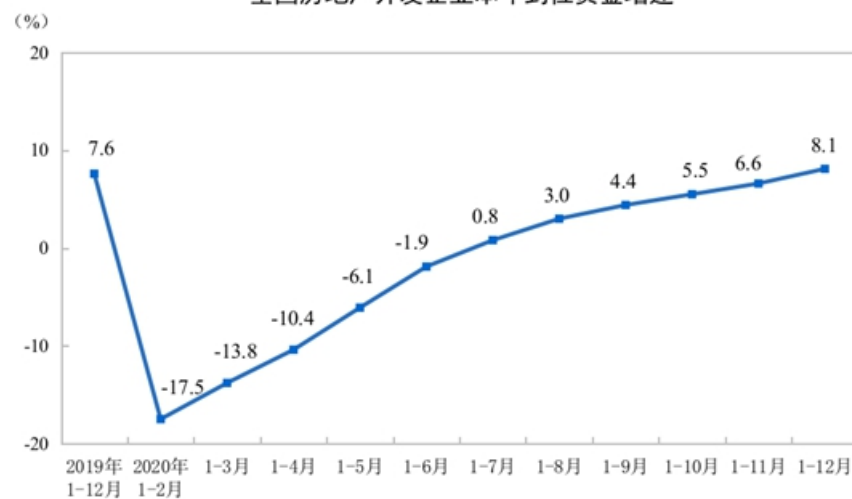
国房景气指数



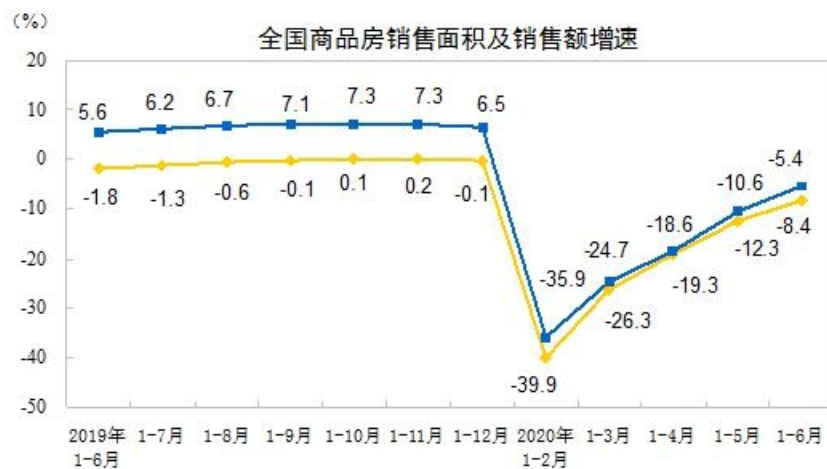
全国房地产开发企业本年到位资金增速



全国房地产开发企业本年到位资金增速



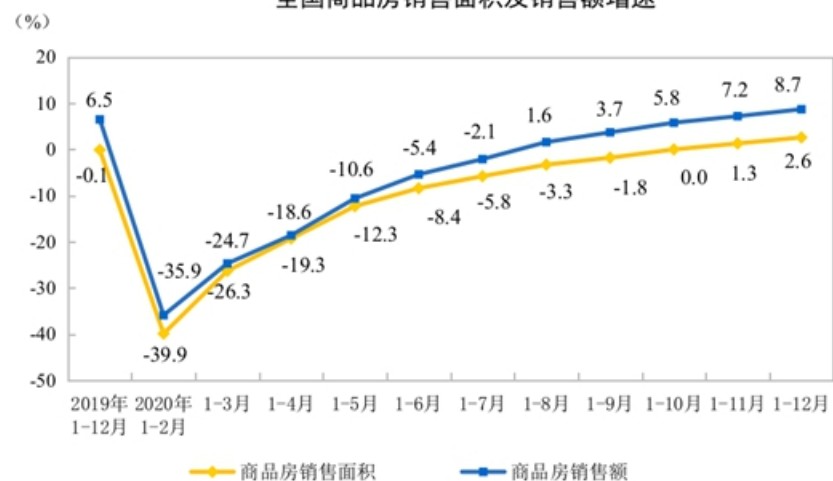
全国商品房销售面积及销售额增速



商品房销售面积

商品房销售额

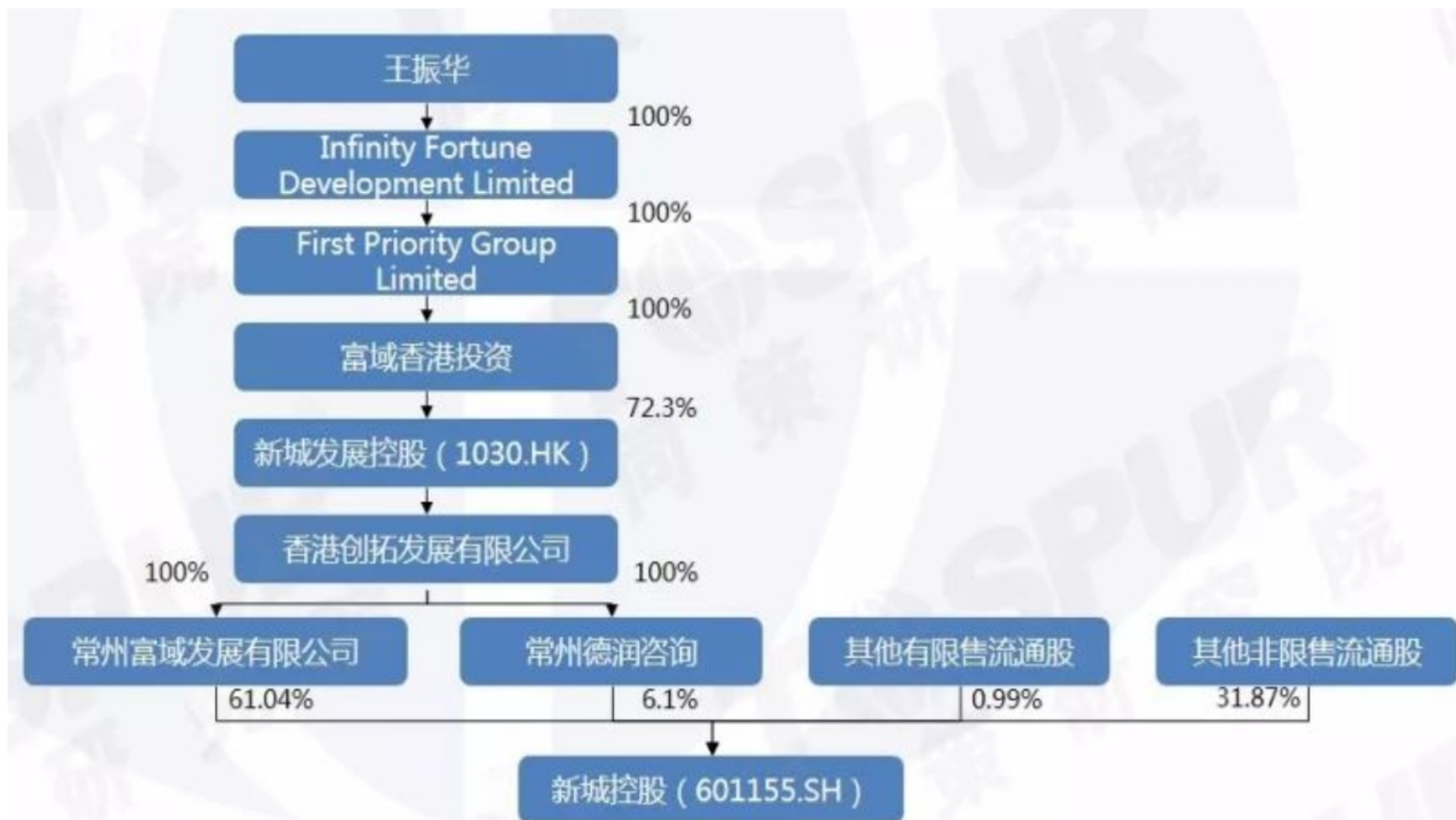
全国商品房销售面积及销售额增速



商品房销售面积

商品房销售额

# 1.公司概述及战略分析

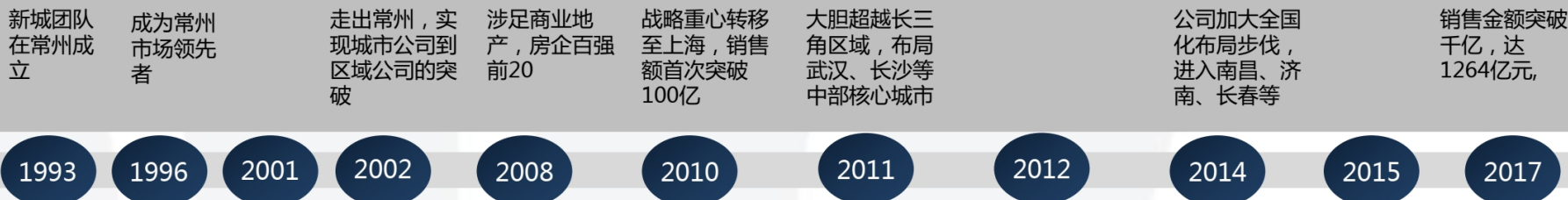




# 新城控股的简要情况介绍

- 新城控股集团股份有限公司（简称新城控股，601155.SH）
- 1993 年成立于常州，在常州一直保持着龙头房企地位。
- 2002 年，公司首次尝试异地扩张，进入了南京和上海，借此实现了城市房企向区域房企的跨越。
- 2008 年，公司将业务拓展至商业地产，并于2009 年将集团战略中心转至上海，开始构建布局长三角，深入专业化战略版图。
- 2011 年，公司进军武汉和长沙，业务拓展至泛长三角区域并陆续向中西部、环渤海、珠三角地区进军，
- 2016 年公司正式启动全国化布局进程，目前公司已经进入全国77 个城市投资开发逾300 个项目。

## 业务线历程



新城借壳“五菱B”  
登陆资本市场，股票  
简称“新城B”

新城发展登陆H股，  
成为双平台上市房企

公司将B股停止上  
市，而整体打包A股  
上市，实现A股H股  
同时上市

## 资本线历程

- 公司在积极扩张同时，注重拥抱资本市场，借资本之力进一步提升规模。
- 公司的上市之路始于**2001**年，子公司新城地产借壳江苏五菱成功于**B**股上市，成为江苏省首家以房地产开发经营为主业的上市公司。
- **2012**年，母公司新城发展控股于香港联交所主板成功上市
- **2015**年公司**B**股转**A**股市场，成为全国首家成功**B**转**A**的民营企业，解决了**B**股融资渠道不通畅的问题，完善了公司资本市场融资渠道，从而实现公司竞争力的加速释放。公司拥有优异的拿地能力、成本把控能力、高周转和融资能力，在激烈的行业竞争中不断突破，销售规模从**2002**年不足**4**亿元，增长至**2017**年的**1,265**亿元，年复合增速高达**47%**，二线龙头实现向一线龙头跃迁。

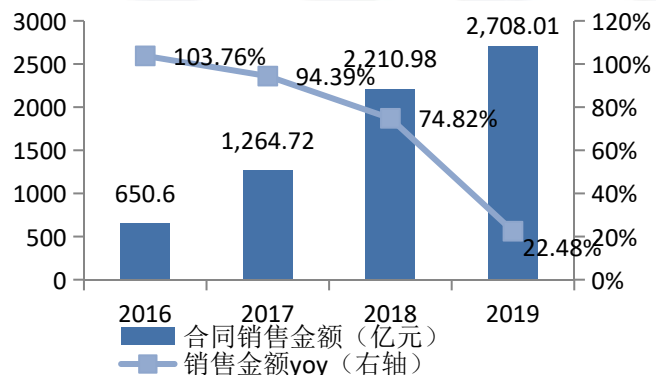


年份	全国排名	销售额
2010年	19	140
2011年	24	142
2012年	31	163
2013年	28	223
2014年	25	251
2015年	21	323
2016年	15	685
2017年	13	1260.1
2018年	9	2,210.98

图：2010-2017年新城控股销售金额、同比及排名情况（单位：亿元、%、位）



代表房地产企业销售金额排名



	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
	销售毛利率(%)	销售毛利率(%)	销售毛利率(%)	销售毛利率(%)
华润置地	43.3882	40.2543	33.7417	31.2382
金地集团	42.6846	34.2461	29.2723	28.5887
大悦城	42.5069	36.3265	34.2643	26.4471
华夏幸福	41.6233	47.9306	33.0272	34.5153
招商蛇口	39.4925	37.6588	34.5363	37.6770
宝龙地产	38.5459	33.5099	33.4238	32.9365
中国海外发展	37.7949	32.9428	27.8196	28.5745
中国金茂	37.5348	32.3112	37.3745	38.6660
万科A	37.4816	34.0956	29.4144	29.3525
新城控股	36.6873	35.5590	27.8703	26.8085
富力地产	36.3653	35.3628	28.2647	32.0767
中国恒大	36.2395	36.0946	28.1029	28.1026
滨江集团	35.7445	30.4006	25.0484	32.2716
新城发展控股	34.7884	33.2705	23.4023	20.3735
龙湖集团	34.1357	33.9033	29.0794	27.4440
龙光地产	33.7289	34.3709	31.9387	30.3973
合景泰富集团	32.7821	34.8255	34.6332	36.0852
保利地产	32.4784	31.0539	28.9957	33.1977
世茂房地产	31.5147	30.4285	27.5758	28.4905
中国奥园	31.0721	26.7403	27.7079	27.6448
时代中国控股	30.8970	27.9096	26.2257	26.0038
泰禾集团	30.3648	27.6290	21.5767	29.9018
花样年控股	29.9151	29.6201	32.3102	30.8507
中国海外宏洋集团	29.0862	20.0638	17.1703	15.6473
佳兆业集团	28.7528	27.2556	13.0094	3.1426
金科股份	28.5716	21.3168	20.7406	28.4122
新湖中主	28.5332	28.1707	20.2923	25.6970
蓝光发展	27.7501	25.0375	24.9739	29.6469
碧桂园	27.0329	25.9081	21.0574	20.1932
阳光城	26.0587	25.0773	23.3057	25.5601
旭辉控股集团	25.0494	27.0909	25.4027	22.7285
融创中国	24.9596	20.6877	13.7169	12.4170
融信中国	23.4675	16.5610	20.2417	36.6064
绿城中国	22.8056	19.2493	20.7829	20.8121
正荣地产	22.7622	21.0920	21.7050	23.4324
远洋集团	20.0050	24.5189	22.1013	20.6138



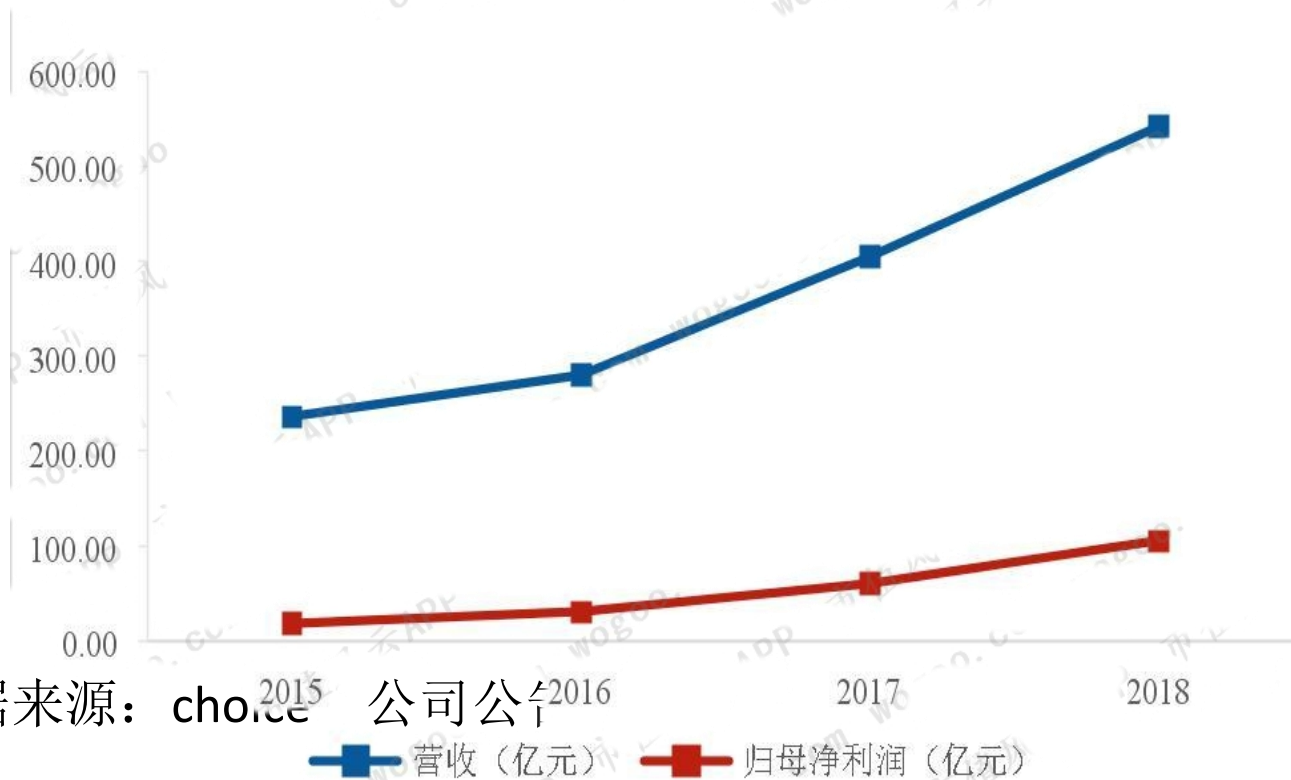
A股市场目前市值前6的六大房企，按市值大小分别为万科A、招商蛇口、保利地产、华夏幸福、绿地控股与新城控股，而新城控股2018年的利润增长速度在六家头部房企中是最快的。

序号	公司	净利润（亿元）	净利润YOY	归母净利润（亿元）	归母净利润YOY
1	万科A	492.72	32.42%	337.73	20.39%
2	招商蛇口	194.61	26.03%	152.40	20.42%
3	保利地产	261.49	32.78%	189.04	20.92%
4	华夏幸福	118.03	33.13%	117.46	32.88%
5	绿地控股	160.23	18.06%	113.75	25.86%
6	新城控股	122.09	95.02%	104.91	74.02%

2018年，新城控股营收541.33亿元，同比增长33.58%，归属于上市公司股东净利润104.91亿元，同比大增74.02%。

- 自从2015年，新城控股以换股方式吸收合并江苏新城，实现了房地产开发业务在A股的整体上市。从2015年至2018年，新城控股营收从235.69亿元增长至541.33亿元，年均复合增长31.94%，归母净利润从18.36亿元增长至104.91亿元，年均复合增长率78.77%，销售合同金额从319.29亿元涨至2018年的2,210.98亿元，三年时间增长6倍。

新城控股营收及归母净利润情况



# 未来之房产销售

- 2018年报里，公司房产销售营业收入508亿，同比仅增长31%，它与16年销售金额的翻倍式增长不太对得上。但仔细一看竣工面积，2018年竣工面积是979.8万平方，只增长了35%，而2019年才是“竣工大年”，预计竣工面积为1881万方（第49页），将比18年多92%，所以2019年很可能也是营收大幅增长的“结算大年”。
- 基于过去几年合同销售金额与竣工面积数据的增长比例，预测新城控股2019年房产销售营业收入为850 ~ 1000亿，2020年为1450 ~ 1600亿，2021年为1750 ~ 2000亿元。



合同销售额 (亿)		同比增长
2015	323.8	
2016	650.6	100.9%
2017	1265	94.4%
2018	2204	74.2%
2019预计	2700	22.5%

竣工面积 (万方)		同比增长
2015	386.5	
2016	401.4	3.9%
2017	724	80.4%
2018	979.8	35.3%
2019预计	1881	92.0%

房产销售营业收入 (亿)		同比增长
2015	229.7	
2016	270.5	17.8%
2017	387.9	43.4%
2018	508.4	31.1%
2019预计	850-1000	
2020预计	1450-1600	
2021预计	1750-2000	

新城控股2019年实际经营数据:

2019年累计合同销售金额2708.01亿元, 同比增长22.48%

2019年实际竣工的1854万平方

2019房产销售营业收入803亿

# 未来之吾悦

- 再看吾悦广场。2015～2018年已开业吾悦广场的数量分别为6座、10座、23座、42座，2019年公司计划新开22座，故今年年底开业数量将达到64座。此外，有31座处于在建或代建状态，如开发顺利（吾悦广场工期平均24个月），2021年底开业的吾悦广场数量将达到95座。
- 据此就可以大致推算出2019年～2021年的吾悦广场租管收入，而吾悦广场的重估增值金额我保守地取个定值，每年25～35亿，两者具体如下

	吾悦广场数量	完整年度开业数量	租金收入（亿）	重估增值（亿元）
2016	10	6	4.4	5.9
2017	23	10	10.2	9.1
2018	42	23	22.1	27.8
2019计划	64	42	35-40	保守25-35
2020预计	80	64	55-65	保守25-35
2021预计	95	80	75-85	保守25-35

2019年，21座吾悦广场实现开业，开业运营的吾悦广场累计达到63座

2019年实际物业出租及管理费收入41.08亿

- 最后一步就是要确定利润率，结合历史数据，我们保守假定新城的房产销售净利润率为12%、吾悦广场租管的净利润率35%，根据“总净利润=房产销售利润+吾悦广场租管利润+吾悦广场重估增值利润”得出：

➤ 2019年净利润

$$=12\% \times (850+1000)/2 + 35\% \times (35+40)/2 + 30 = 154 \text{ 亿元} \pm 10\%$$

2019年实际净利润126.5亿

➤ 2020年净利润

$$=12\% \times (1450+1600)/2 + 35\% \times (55+65)/2 + 30 = 234 \text{ 亿元} \pm 10\%$$

➤ 2021年净利润

$$=12\% \times (1750+2000)/2 + 35\% \times (75+85)/2 + 30 = 283 \text{ 亿元} \pm 10\%$$

➤ 2019 ~ 2021年合计净利润=154+234+283=671亿元±20%

- 2019年营业收入858.47亿
  - 房地产物业销售收入为 803.22亿
  - 商业物业出租及管理收入 40.55亿
  - 其他业务 14.7亿
- 归母净利润126.54亿
- 公司实现竣工面积 1,853.65 万平方米（含合联营项目），其中 116 个子项目或分期实现竣工；实现营业收入 858.47 亿元，实现归属于上市公司股东净利润 126.54 亿元，分别比2019 年增长 58.58%和 20.61%。截止 2019 年 12 月 31 日，公司总资产 4,621.10 亿元，归属于上市公司股东的净资产 384.27 亿元，分别比上年同期增长 39.90%和 26.02%。报告期末，公司共有350 个子项目在建，在建面积为 8,497.78 万平方米（含合联营项目）。
- 2019 年合同销售金额达 2,708.01 亿元，同比增长 22.48%，销售面积达 2,432.00 万平方米，同比增长 34.21%，增速位列 2019 年度十强房企第二。根据克而瑞信息集团(CRIC)统计，公司 2019 年度销售金额及销售面积位列行业第 8 位。
- 2019年，21座吾悦广场实现开业，开业运营的吾悦广场累计达到63座

# 新城控股的商业模式：主要特色及竞争力

- 新城采取的是商业+地产双轮驱动的方式
  - 新城实际上是以吾悦广场为核心的驱动方式。
  - 吾悦广场的拿地，要确保周边3 ~ 5公里有30 ~ 50万人口，先有人，再造商业，新城已经初步形成了自己的特殊地产开发模式与比较优势与核心竞争力。新城吾悦广场的数量占到总数量的22%，面积占到总面积的越31%，但是权益占到总权益的约35%，净利润预估超过总利润的40%。吾悦广场的土地成本非常低，仅仅占到吾悦广场售价的约9.6%，换句话讲在当地地产市场遇冷的情况下，吾悦广场是有能力度过寒冬的。
- 公司内部的想法是商业追求利益，住宅追求规模
- 新城有很多综合体并不仅仅是综合体，而是在综合体有商住和住宅
  - 综合体和住宅就可以相互促进。测算下来综合体的利润占比达到40%多。住宅紧邻综合体比较好卖也可以卖得更贵，同时住宅对综合体也有一定的促进作用，住宅本身可以聚集一定人流，综合体的发展与周边的人流息息相关，住宅为综合体带来了人流量。由于综合体具有特殊的属性，即他完全不属于是商业同时含有当地的地标属性、形象属性或区域属性，所以综合体在拿地时候的优势凸显特别强。综合体拿地优势强不光体现在综合体本身，因为综合体及住宅是统一拿地，其中8-12万方是综合体，其他是住宅，这样对住宅的成本控制有非常大的促进作用。

- 新城的全国商业布局口号为1+3，1是以上海（华东区）为核心，3是环渤海湾地区、大湾区（华南地区）及中西部。而以省为单位，江苏、浙江、山东、安徽（均为华东区）占比达到60%以上，所以新城的销售核心还是围绕其核心地域。

18年新城销售 各省份情况		
行标签	值	求和项:报告期
	求和项:报告期 销售金额 (U*W)2	求和项:报告期 销售金额 (U*W)
江苏	32.45%	74,042,843,298
浙江	19.26%	43,950,529,003
山东	9.90%	22,587,728,107
安徽	4.65%	10,611,589,785
上海	4.31%	9,836,881,966
湖北	3.46%	7,884,930,963
天津	3.43%	7,817,368,966
四川	3.17%	7,239,469,283
陕西	2.53%	5,779,462,525
重庆	2.41%	5,505,492,249
湖南	2.41%	5,497,821,751
#REF!	2.39%	5,452,748,574
广东	2.38%	5,429,976,725
吉林	1.09%	2,481,470,828
山西	1.05%	2,398,392,926
云南	1.04%	2,365,089,845
江西	0.92%	2,109,934,590
北京	0.91%	2,079,735,980
广西	0.72%	1,638,343,753
河南	0.66%	1,509,350,962
内蒙	0.42%	948,690,510
河北	0.40%	912,922,194
福建	0.05%	118,375,726
青海	0.00%	0
辽宁	0.00%	0
贵州	0.00%	0
总计	100.00%	228,199,529,529



季度销售数据

行标签	值	计数项:权益销售面积	计数项:权益销售面积2	求和项:权益销售面积3	求和项:权益销售面积4			数量同比	面积同比
2015年4季度		65		961,524					
2016年1季度		79	21.54%	620,897	-35.43%				
2016年2季度		79	0.00%	1,223,193	97.00%				
2016年3季度		80	1.27%	1,067,649	-12.72%				
2016年4季度		86	7.50%	1,192,550	11.70%			32.31%	24.03%
2017年1季度		71	-17.44%	1,145,883	-3.91%			-10.13%	84.55%
2017年2季度		88	23.94%	1,405,152	22.63%			11.39%	14.88%
2017年3季度		109	23.86%	1,402,584	-0.18%			36.25%	31.37%
2017年4季度		149	36.70%	2,766,166	97.22%			73.26%	131.95%
2018年1季度		152	2.01%	1,988,274	-28.12%			114.08%	73.51%
2018年2季度		148	-2.63%	3,365,414	69.26%			68.18%	139.51%
2018年3季度		217	46.62%	3,239,367	-3.75%			99.08%	130.96%
2018年4季度		279	28.57%	4,013,027	23.88%			87.25%	45.08%
2019年1季度		283	1.43%	2,816,270	-29.82%			86.18%	47.62%
总计		1885		27,207,950					

- 控股的吾悦广场从拿地到开业平均耗时为**24**个月，富力地产与龙湖地产后两者花费的时间约**40~50**个月。吾悦广场的开发速度与万达的开发速度近似，但是万达广场在本轮危机中放缓了脚步，同时吾悦广场的选址与万达广场的选址很少重叠，因为吾悦广场以长三角强三四线和内地地级市为主。
- 吾悦品牌是新城控股旗下旗舰型的城市综合体项目品牌，涵盖吾悦国际广场、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；新城吾悦广场以缤纷动感塑造区域型时尚商业中心；吾悦生活广场致力成为便捷的社区生活中心。目前新城控股已落地**42**座吾悦广场，**2020 ~ 2021**年将落地**100 ~ 120**座，中长期全布局有可能超**300**座+，商业地产力争进入第一集团军（万科旗下的印力商业地产的面积超过**2000**万方，目前是第二名，万达还是第一位）。

# 吾悦广场商业综合体的优势

- 首先，投资性物业在会计处理上的一大优势是可以按照“公允价值”法入账。这样处理是可以不计折旧。这有利于公司对业绩的释放。
- 其次，每年还有规模客观的“公允价值重估”收益。不过不要担心这部分非真实发生的收益被扣税。它只是被相应计入递延所得税资产/负债科目加以平衡。待以后有实际交易发生时才计算。
- 最后，“管理费及租金”收入毛利率（可达到70%）高，净利率可达近40~50%。

- 这是18年报开业的吾悦的经营业绩情况表：
- 是以半年度为单位统计的整个新城的商业交付，可以看出从近两年才开始发力。在2012年有2个交付，2013年没有，2014年1个，2015年3个，从2016年才多起来，再到17~18年开始发力。从商业的数量及经营数据来说，吾悦的排名还比较靠后。

不同半年份吾悦广场开业情况				
行标签	值 计数项:出租房地 产的建筑面积 (平方米)	计数项:出租房地 产的建筑面积	求和项:出租房地 产的建筑面积 (平方米)	求和项:出租房地 产的建筑面积
2012H1	1	2.33%	98,838	4.03%
2012H2	1	2.33%	61,994	2.53%
2014H2	1	2.33%	58,591	2.39%
2015H1	1	2.33%	61,969	2.53%
2015H2	2	4.65%	127,107	5.19%
2016H1	1	2.33%	30,947	1.26%
2016H2	5	11.63%	305,941	12.48%
2017H1	2	4.65%	114,064	4.65%
2017H2	10	23.26%	562,641	22.95%
2018H1	1	2.33%	42,154	1.72%
2018H2	18	41.86%	987,054	40.27%
总计	43	100.00%	2,451,300	100.00%

- 下表是目前已经开业的吾悦布局。43个开业中有14个在江苏，13个在浙江，2个在上海。也就是60%以上都集中在新城的大本营江浙沪。

不同省份吾悦广场开业情况							
行标签	值	计数项:出租房地 产的建筑面积 (平方米)	计数项:出租房地 产的建筑面积 (平方米)	平均值项:出租房地 产的建筑面积 (平方米)	求和项:出租房地 产的建筑面积 (平方米)	求和项:出租房地 产的建筑面积 租赁费合计	求和项:出租房地 产租赁费合计2
安徽省	1		2.33%	49,823	49,823	2.03%	58,138,323
福建省	1		2.33%	51,712	51,712	2.11%	8,697,328
广西省	1		2.33%	65,765	65,765	2.68%	89,879,355
海南省	1		2.33%	52,696	52,696	2.15%	13,749,682
湖南省	1		2.33%	57,546	57,546	2.35%	80,517,924
吉林省	1		2.33%	57,822	809,505	33.02%	870,224,289
江苏省	14		4.65%	55,167	110,334	4.50%	77,205,642
江西省	2		4.65%	68,256	136,512	5.57%	105,963,485
山东省	2		2.33%	42,154	42,154	1.72%	21,058,487
陕西省	1		4.65%	44,769	89,538	3.65%	168,880,534
上海市	2		4.65%	50,315	100,629	4.11%	140,776,430
四川省	2		2.33%	55,411	55,411	2.26%	14,279,747
云南省	1		30.23%	58,765	763,951	31.17%	456,552,923
浙江省	13						
总计	43		100.00%	57,007	2,451,300	100.00%	2,163,749,118

# 吾悦的公允价值

- 统计了吾悦的公允价值进行了统计，2018年Q4，43个广场排除轻资产后39个，平均每个吾悦广场的公允价值为8.36亿元。

吾悦广场公允价值				
行标签	值	计数项:开业年	计数项:房地产业求和项:房地产业公允价值2	单座平均公允价值
2015Q4	6	6	7,090,793,602	1,181,798,934
2016Q4	11	10	10,034,992,035	1,003,499,203
2017Q4	24	21	17,729,467,554	844,260,360
2018Q4	43	39	32,612,099,230	836,207,731
总计	84	76	67,467,352,421	803,258,415

截止18年报吾悦区域分布		
行标签	值	计数项:所在城市 计数项:所在城市2
东北	3	3.03%
华北	4	4.04%
华东	61	61.62%
华南	8	8.08%
华中	6	6.06%
西北	8	8.08%
西南	9	9.09%
(空白)		0.00%
总计	99	100.00%



# 全面对标碧桂园

- 碧桂园身上有两个耀眼的标签，一是“宇宙第一房企”，二是极致的高周转。碧桂园的高周转被业内称为“456模式”，即拿地4个月开盘，5个月资金回笼，6个月资金再周转。这一模式其实是把双刃剑，既助推碧桂园快速扩张登上“宇宙第一房企”的宝座，也让其工程质量饱受争议。
- 仿照碧桂园的“456模式”，新城控股提出了“0346战略”，新城控股为了严格控制每一个节点，专门设立了计划管理部门，专人专岗日常考核部门工作进度，如有明显落后，则直接向分管总裁汇报。

## “0346” 战略

0

拿地即开工



3

3个月示范区开放



4

4个月开盘



6

6个月融资性现金回正

12

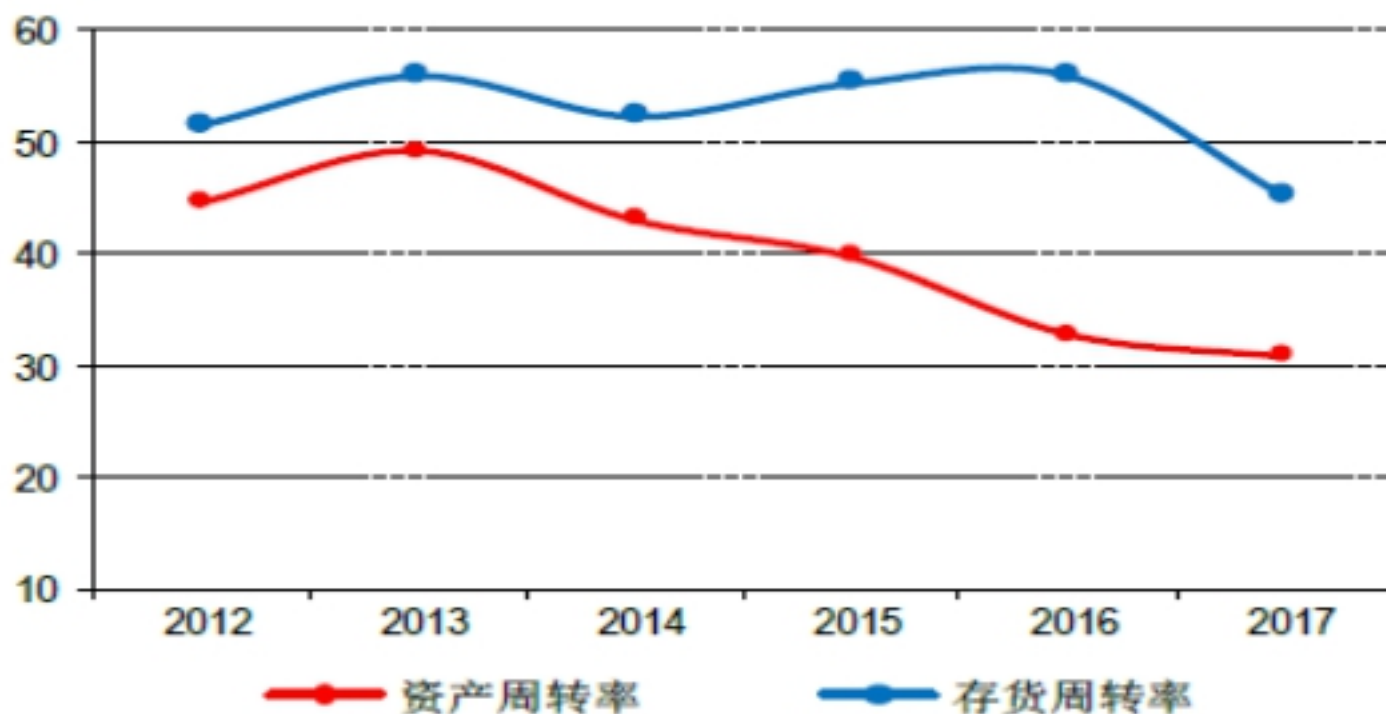
12个月现金流回正，  
包括拿地、销售、租  
赁、融资

2年

标准化项目（20-30万  
方）竣工周期一般为2  
年，大型项目则稍慢

在国家严格楼市调控、去杠杆的背景下，企业周转速度对于企业的运营来看更显得重要。从新城自身来看，从2012年至2017年6年的时间内其总资产周转率和存货周转率是下降的，这主要是由于自身资产规模以及土地储备增加所导致的，特别是从2015年进入快速发展期后，总资产周转率快速下滑，2017年土地储备的快速增长也导致存货周转率的快速下滑。

公司资产周转率&存货周转率



资料来源: Wind, 华创证券

# 跟投制度

- 新城控股还同步学习了碧桂园的杀手锏——跟投制度，以“新城合伙人”跟投制度和及“共创、共担、共享”计划，让项目管理团队绩效与项目经营业绩挂钩，还推出“竞创百亿”计划，鼓励城市公司提高所在区域的市场占有率。

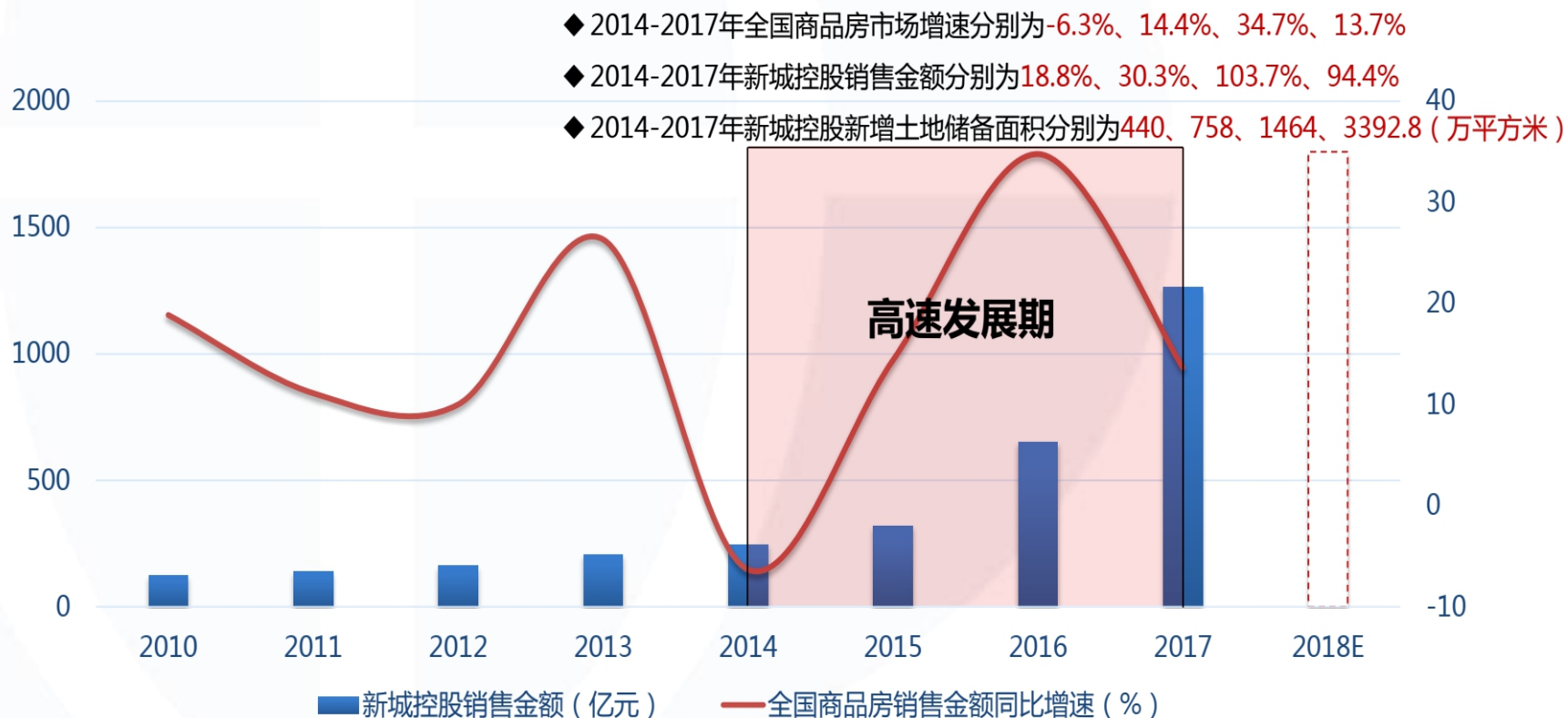
# 重点布局二三线城市

- 新城控股高周转还有两个重要前提：重点布局二三线城市为主，产品系列标准化。
- 相对来说，二三线城市的调控政策更为温和，竞争小，土地资源相对丰富，拿地成本也更低，而且这一地区对住宅和高端商业综合体也更为渴求。

项目名称	城市	项目类别	项目状态	权益比例	计划投资(万元)	2018 年实际投资额(万元)	占地面积	总建筑面积
廊坊广阳道项目	廊坊	住宅	在建	75.00%	126,564	12,054	71,464	223,109
廊坊凯旋城项目	廊坊	住宅	竣工	75.00%	174,901	5,377	87,068	235,689
唐山澜樾府	唐山	住宅	在建	68.29%	298,630	138,568	156,245	542,761
北京石景山五里坨	北京	住宅	在建	21.00%	1,086,908	977,158	216,499	736,106
北京顺义 SY00 0013 6022 地块	北京	住宅	拟建	100.00%	338,778	72,200	69,856	186,290
重庆新城金科桃李郡	重庆	住宅	在建	47.97%	138,822	22,256	45,575	211,641
重庆金樾府	重庆	住宅	在建	95.24%	102,517	20,061	55,336	174,536
重庆朗隽大都会	重庆	住宅	在建	95.94%	282,405	173,556	104,548	327,556
重庆悦隽风华	重庆	住宅	在建	95.24%	46,488	27,153	56,578	139,024
重庆西著七里	重庆	住宅	在建	32.38%	166,663	78,034	74,503	260,482
重庆玺樾九里	重庆	住宅	在建	52.38%	272,454	98,018	182,766	576,212
重庆琅樾江山	重庆	住宅	在建	31.43%	273,510	134,845	130,592	468,101
重庆和昱麟云	重庆	住宅	在建	95.24%	164,782	64,862	121,313	491,691
重庆黛山道 8 號项目	重庆	住宅	在建	33.33%	169,342	72,503	136,246	385,170
湘潭新城璟隽项目	湘潭	住宅	在建	99.88%	227,071	10,595	207,601	736,803
长沙新城和樾项目	长沙	住宅	在建	89.89%	65,516	21,734	34,667	182,375
长沙君合新城玺樾	长沙	住宅	在建	50.94%	96,006	24,754	30,913	165,930
长沙金茂湾项目	长沙	住宅	在建	49.94%	428,654	26,549	120,729	638,518
株洲樾府	株洲	住宅	在建	49.94%	219,580	22,305	84,518	285,688
长沙新城国际花都	长沙	住宅	在建	99.88%	442,644	22,027	344,291	508,362
贵阳云岩区三马 97 亩地块	贵阳	住宅	拟建	75.53%	158,723	28,465	64,870	233,070
遵义市新蒲新区 45 号地块	遵义	住宅	在建	100.00%	79,032	30,215	47,277	160,395
遵义市新蒲新区 48 号地块	遵义	住宅	拟建	100.00%	122,082	40,033	74,031	251,750
半岛云著	成都	住宅	在建	47.62%	166,607	19,890	110,510	284,434
京汉新城悦隽风华	成都	住宅	在建	46.67%	81,028	56,208	29,868	154,794
成都新城悦隽天府	成都	住宅	在建	47.62%	115,878	20,752	69,859	186,781
京汉新城悦隽江山	成都	住宅	在建	34.29%	93,049	51,058	32,157	169,954
成都新城金樾府	成都	住宅	在建	76.19%	150,390	13,714	126,607	318,270
成都新里珑园	成都	住宅	在建	47.62%	100,033	31,358	53,725	149,997
万科时代之光一期	成都	住宅	在建	47.62%	49,818	28,157	22,829	92,504
万科时代之光二期	成都	住宅	在建	47.62%	88,565	31,224	40,565	163,165
美的新城公园天下	成都	住宅	在建	28.57%	115,540	48,485	51,108	218,013
新城悦隽盛世城	成都	住宅	在建	57.14%	274,579	116,531	124,145	447,229
万科城市之光	成都	住宅	在建	31.43%	112,119	49,658	68,501	185,066
新城悦隽天骄	成都	住宅	在建	77.14%	41,266	20,131	33,489	99,495
新城金樾华府	成都	住宅	在建	95.24%	136,083	67,387	76,247	238,653
新城金樾世家	成都	住宅	在建	95.24%	92,563	44,270	60,440	160,819
新城悦隽锦城	成都	住宅	在建	77.14%	30,134	12,248	14,589	51,028



图：2010-2017年新城控股销售金额及全国商品房销售金额对比情况





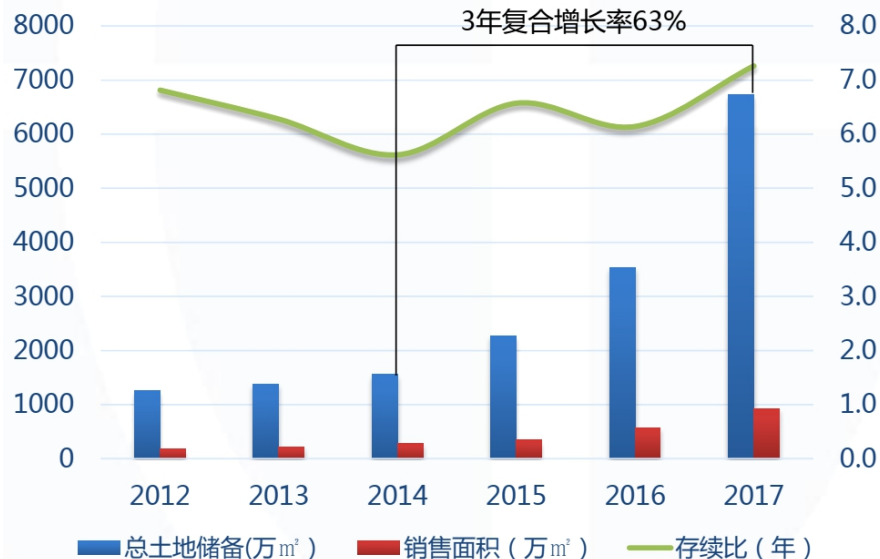
# 新城控股储备城市规模比例及区域比例分体图

(来源：地产K线)

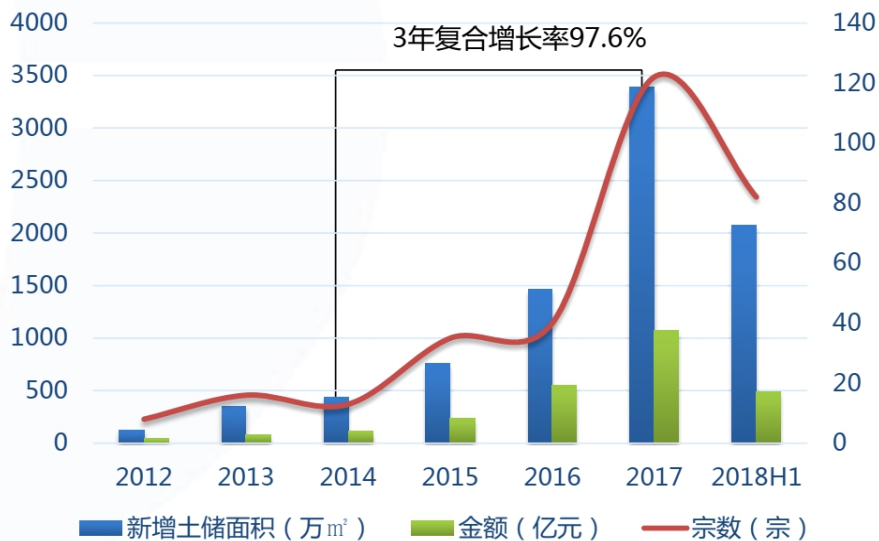
## 土地储备能级及区域分布



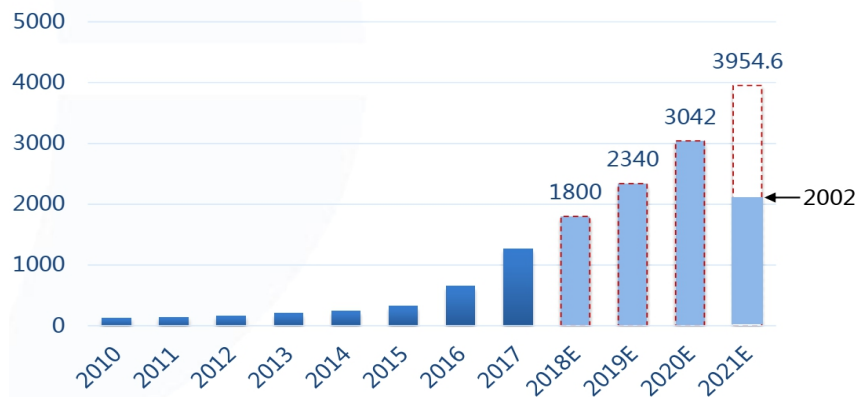
## 图：2012-2017年新城控股土地储备和存续比情况



## 图：2012-2018H1新城控股新增土地储备情况



## 图：2017土储总货值可覆盖开发年限(单位：亿元)



备注 1、平均售价按2017年的13624元/㎡计算  
2、销售金额增速按每年增长30%计算

# 标准化布局

- 在产品标准化方面，新城控股制定了
  - 景观标准化
  - 水电标准化
  - 智能标准化
  - 土建标准化
- 标准化的优势在于节省设计和开发周期。



## 芯·住宅

以产业化生产方式  
筑造品质建筑

## 芯·生命

以舒适、低耗、人  
本打造健康生活

## 芯·创想

以颠覆传统住宅观的指标技术  
创造包年可变空间

- 智变空间：通过套内减少沉重墙，实现大跨度空间，占供空间拓展
- 智变技术：通过支撑体和填充体的分离技术，保证维修和更换的便利性

## 芯·智汇

以时代科技服务于人的智慧服务

- 打造智慧社区 幸福社区以及THINK芯是基于智慧云科技服务平台
- 将智慧生活、智慧家居、智慧健康、智慧安全与智慧教育统合为一，用户可通过APP全面体验

房地产权益销售占流量销售比数据-

排名	公司名称	18/2	18/3	18/4	18/5	18/6	18/7	18/8	18/9	18/10	18/11	18/12	19/1	19/2	19/3	19/4	19/5
1	碧桂园	70.2%	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%	75.4%	75.4%	72.0%	75.0%	75.0%	71.4%		71.0%	71.0%	71.0%	71.0%
2	中国恒大	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%		95.1%	93.8%	95.1%	95.1%
3	万科地产	72.3%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%		70.0%	60.0%	60.0%	60.0%
4	绿地集团	96.0%	96.0%	96.0%	96.0%	96.0%	96.0%	96.0%	96.0%	96.0%	96.0%	90.0%		90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
5	融创中国	74.8%	74.5%	74.5%	74.3%	72.2%	71.9%	72.0%	70.9%	71.1%	71.0%	70.9%		69.0%	68.9%	68.6%	68.6%
6	保利地产	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%		71.0%	71.0%	71.0%	71.0%
7	中海地产	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%		93.5%	93.4%	93.4%	93.4%
8	新城控股	73.0%	75.3%	76.6%	78.2%	78.2%	78.3%	78.4%	78.8%	77.6%	77.3%	77.0%		69.6%	66.2%	70.6%	70.1%
9	华润置地	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%		66.9%	71.5%	71.5%	69.9%
10	华夏幸福	94.0%	97.2%	99.5%	99.0%	97.7%	97.4%	94.6%	94.6%	95.0%	95.0%	95.8%		95.6%	96.1%	94.9%	90.7%
11	龙湖地产	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%		70.0%	70.1%	70.0%	70.0%
12	世茂房地产	87.3%	87.3%	87.3%	87.3%	87.3%	87.3%	87.3%	87.3%	87.3%	87.3%	86.5%		86.0%	65.0%	65.1%	63.8%
13	阳光城	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	87.5%	85.0%	83.0%	79.8%	76.8%		70.0%	70.0%	67.5%	70.1%
14	富力地产	94.5%	88.5%	87.0%	88.9%	89.2%	89.9%	90.5%	90.9%	91.6%	92.2%	92.6%		93.2%	89.0%	91.2%	91.7%
15	招商蛇口	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%		72.8%	72.8%	71.8%	71.8%
16	金科集团	74.1%	74.1%	82.9%	91.7%	91.7%	91.9%	91.9%	91.9%	90.0%	90.0%	82.0%		88.7%	83.3%	87.2%	88.1%
17	泰禾集团	89.0%	89.0%	89.0%	89.0%	85.0%	85.0%	81.4%	81.4%	86.8%	84.8%	84.0%		88.8%	78.2%	86.4%	81.9%
18	中南置地	89.7%	89.7%	89.7%	86.4%	79.8%	78.0%	76.5%	74.8%	73.4%	72.2%	70.0%		61.0%	62.2%	60.9%	60.7%
19	中梁地产	103.7%	83.5%	91.5%	88.8%	84.5%	85.5%	86.3%	81.1%	82.7%	84.1%	76.9%		62.0%	55.3%	54.1%	67.1%
20	金地集团	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%		62.0%	62.0%	62.0%	62.0%
21	蓝光实业	87.2%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	88.0%		80.5%	78.6%	79.0%	81.7%
22	中国金茂	75.2%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%		69.0%	69.0%	69.0%	69.0%
23	正荣集团	70.9%	77.0%	71.4%	71.4%	71.4%	71.4%	67.7%	66.0%	64.0%	64.0%	64.0%		59.3%	58.2%	55.5%	51.5%
24	龙光集团	99.0%	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%		97.1%	97.2%	97.2%	97.2%
25	融信集团	76.1%	70.6%	75.2%	68.9%	71.4%	70.8%	71.9%	70.7%	69.2%	67.0%	68.1%		62.1%	60.6%	64.0%	62.6%
26	招商乐	95.1%	94.4%	91.5%	91.3%	90.3%	87.8%	84.7%	83.8%	83.3%	84.1%	78.9%		76.7%	76.1%	74.8%	74.7%
27	祥生地产	99.1%	99.7%	98.4%	97.9%	89.0%	90.0%	91.6%	92.0%	96.7%	95.4%	85.2%		89.1%	79.1%	83.9%	85.8%
28	荣盛发展	94.8%	94.9%	94.9%	94.9%	94.9%	94.9%	94.9%	94.9%	94.9%	94.9%	95.1%		95.0%	95.5%	96.8%	97.0%
29	旭辉集团	60.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%		55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
30	佳源集团	#N/A	102.4%	112.2%	88.2%	71.6%	80.1%	78.3%	76.0%	77.0%	79.0%	80.6%		#N/A	77.0%	69.8%	76.0%

- 中国恒大权益比一直稳定在95.1%，大概可看到恒大的开发独立自主性非常强，小股东很稳定或者很少以特定人群为主，如高管等；而新城控股权益占比一直在下降至70%；融创的权益占比是70%左右，可看到融创的合作伙伴中小股东相对会多一些，因为融创的跟投比较少。碧桂园权益比在70%多左右，碧桂园的跟投在20%左右，也就是说还有另外10%的小股东权益。

# 融资

- 2019年上半年，新城控股累计斥资543亿元拿地，这一数额相当于公司2018年全年营收，远超前五年净利润之和，且高于公司2019年一季度末433.02亿元的账面货币资金。显然，新城控股疯狂拿地扩张的资本源于大量举债。
- 年报显示，新城控股仅在2018年就密集发行了19次融资证券，包括可转债、非公开定向债、中期票据等，其中，以人民币计价的融资产品合计134.5亿元，以美元计价的债券合计13亿元。债务资金用途一是拿地，二是偿还到期借款，可见新城控股近年债务压力不小。财报数据也说明了这一点，截至2019年一季度，新城控股负债已超过3000亿元，资产负债率达85.47%，而国资委公布的2018年房地产全行业平均负债率为69%。此外，公司一年内需要偿还的债务达133.65亿元。

单位：万股 币种：人民币

股票及其衍生 证券的种类	发行日期	发行价格 (或利率)	发行数量	上市日期	获准上市交易数量	交易终止日期
可转换公司债券、分离交易可转债、公司债类						
新城控股非公开发行 2018 年公司债券(第一期)	2018 年 8 月 20 日	7.97%	60,000	2018 年 9 月 12 日	60,000	2021 年 8 月 19 日
新城控股非公开发行 2018 年公司债券(第二期)	2018 年 11 月 7 日	7.50%	120,000	2018 年 11 月 23 日	120,000	2021 年 11 月 6 日
新城控股 2018 年公开发行公司债券(第一期)(品种二)	2018 年 10 月 29 日	7.43%	216,000	2018 年 11 月 12 日	216,000	2022 年 10 月 28 日
其他衍生证券						
新城控股 2018 年度第一期非公开定向债务融资工具	2018 年 3 月 27 日	7.00%	80,000	2018 年 3 月 27 日	80,000	2023 年 3 月 26 日
新城控股 2018 年度第二期非公开定向债务融资工具	2018 年 4 月 28 日	6.90%	100,000	2018 年 4 月 28 日	100,000	2023 年 4 月 27 日
新城控股 2018 年度第三期非公开定向债务融资工具	2018 年 12 月 17 日	7.00%	70,000	2018 年 12 月 18 日	70,000	2020 年 12 月 17 日
招商-新城控股购房尾款资产支持专项计划优先级资产支持证券	2018 年 6 月 4 日	7.50%	151,300	2018 年 8 月 6 日	151,300	2021 年 5 月 19 日
招商-新城控股购房尾款资产支持专项计划次级资产支持证券	2018 年 6 月 4 日	不适用	8,000	2018 年 8 月 6 日	8,000	2021 年 5 月 19 日
新城控股 2018 年度第一期超短期融资券	2018 年 9 月 4 日	6.24%	150,000	2018 年 9 月 5 日	150,000	2019 年 6 月 1 日
新城控股 2018 年度第二期超短期融资券	2018 年 9 月 25 日	5.98%	90,000	2018 年 9 月 26 日	90,000	2019 年 6 月 22 日
新城控股 2018 年度第二期中期票据	2018 年 9 月 17 日	7.39%	90,000	2018 年 9 月 18 日	90,000	2021 年 9 月 17 日
新城控股 2018 年度第三期中期票据	2018 年 10 月 15 日	7.43%	110,000	2018 年 10 月 16 日	110,000	2021 年 10 月 15 日
新城控股 2018 年度第一期中期票据	2018 年 12 月 28 日	7.00%	100,000	2018 年 12 月 29 日	100,000	2021 年 12 月 27 日
高级无抵押定息债券 (US\$ 300,000,000 4.75 PER CENT. BONDS DUE 2019)	2018 年 2 月 11 日	4.75%	30,000	2018 年 2 月 11 日	30,000	2019 年 2 月 9 日
高级无抵押定息债券 (US\$ 500,000,000 6.50 PER CENT. BONDS DUE 2021)	2018 年 4 月 23 日	6.50%	50,000	2018 年 4 月 23 日	50,000	2021 年 4 月 22 日
高级无抵押定息债券 (US\$ 300,000,000 7.125 PER CENT. BONDS DUE 2021)	2018 年 5 月 23 日	7.125%	30,000	2018 年 5 月 23 日	30,000	2021 年 5 月 22 日
高级无抵押定息债券 (US\$ 200,000,000 7.50 PER CENT. BONDS DUE 2022)	2018 年 6 月 20 日	7.50%	20,000	2018 年 6 月 20 日	20,000	2022 年 3 月 19 日

图源：巨潮资讯



# 为什么融资？

- 据克而瑞统计，  
**2019年上半年，新城控股新增土地建筑面积1571.8万平方米，新增货值约1770.4亿元。**
- 详细梳理新城控股2019年上半年通过招拍挂方式拿地的情况，公司上半年通过招拍挂共拿地70宗，其中在长三角沪苏浙皖拿地27宗，占比38.57%。  
如下图所示：

城市	出让面积（平方米）	需支付地价款（亿元）
江苏盐城	226792	5.99
安徽滁州	219782	8.00
浙江台州	114369	26.49
浙江嘉兴	31864.7	2.49
江苏徐州	90236.29	18.26
江苏淮安	241591	2.97
浙江杭州	48953	27.16
浙江嘉兴	27154	3.82
浙江宁波	48361	7.76
江苏常熟	44671	14.46
江苏常州	21500	8.42
江苏常州	111718	22.11
江苏镇江	49964	3.00
安徽合肥	241.9 亩	10.98
安徽阜阳	57136	5.57
安徽宿州	111826.66	8.72
江苏苏州	77914.6	19.55
浙江台州	25886	4.78
安徽芜湖	62643	8.74
安徽亳州	109619.9	4.15
安徽阜阳	63721	3.68
江苏镇江	191427.16	9.34
江苏东台	198689	9.28
江苏无锡	56266	8.08
浙江嘉兴	48625.1	1.76
安徽滁州	226919.45	4.68
安徽铜陵	214900.55	10.32



- 目前房企融资已有收紧趋势。今年5月，中国银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，多处提到房地产领域融资乱象，直指违规资金变相用于拿地和购房；6月13日，银保监会主席郭树清在陆家嘴论坛上发言点名房地产信贷；7月6日，银保监会又针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司展开约谈，要求控制房地产信托业务增量和增速。监管加码，房地产融资承压，这对于高杆杠扩张的新城控股而言，无疑是又一个不利因素。

## 2.会计与财务分析

# 利润调节之资产重估

- 从新城控股2018年利润表数据看，净利润122.09亿元，同比大增95.02%，其中，公允价值变动收益27.85亿元，投资收益22.67亿元，两者金额占净利润的41.38%。而拉长时间跨度（自2015年至2018年），2018年度，公允价值变动收益及投资收益两者占净利润的比重仍旧是最大的。

项目	2015	2016	2017	2018	2019
公允价值变动收益（亿元）	8.15	5.94	9.11	27.85	26.47
投资收益（亿元）	1.19	1.60	5.39	22.67	26.9
净利润（亿元）	24.00	31.56	62.60	122.09	133.3
（公允价值变动收益+投资收益）/净利润	38.91%	23.88%	23.15%	41.38%	40.04%

（数据来源：choice、公司公告）

# 利润调节之资产重估

## 一、资产重估术：投资性房地产变动收益28.09亿元

- 截至2018年12月31日，新城控股投资性房地产账面价值为407.58亿元，同比增长为73.47%，投资性房地产账面价值占总资产的12.34%。
- 2018年，投资性房地产公允价值变动收益为28.09亿元，同比增长209.02%，占归母净利润的26.78%。其中，年初已完工项目产生的收益为6.85亿，年度内新完工项目产生的收益为14.64亿元，年末在建项目产生的收益为6.60亿元。
- 公允价值变动收益主要是公司按照公允价值模式核算投资性房地产而产生，并据评估价值确定。作为非经常性损益，与生产经营活动收入无关。业界的做法，就是找家评估机构，出个报告，据此确认增值收益。
- 新城控股商业地产开发涉及的投资性房地产主要为综合性购物中心，即“吾悦广场”，包括重资产和轻资产两种模式运营。



**吾悦广场**

# 利润调节之资产重估

- 重资产模式指由公司自主投资、开发、建设并运营的吾悦广场，轻资产模式指由其他第三方开发建设，公司通过收取商业管理服务费用，或租赁其他第三方持有的商业物业进行运营的吾悦广场。
- 新城控股持有的投资性房地产主要为在重资产模式下运营的吾悦广场。截至**2018年12月31日**，新城控股开业及储备的吾悦广场共计**96座**，其中采用重资产模式运营的吾悦广场共计**89座**。
- **24座**位于二线城市，**45座**位于长三角地区的三、四线城市，**20座**位于其他地区的三、四线城市。重资产模式下，新城控股约一半的吾悦广场分布于三四线城市。

# 利润调节之资产重估

据2018年年报问询函回复公告，新城控股投资性房地产除受商业物业土地成交情况影响外，主要取决于实际租金收入、预计租金收入、租期收益率、开发利润率等因素的影响。





# 利润调节之资产重估

- 采用公允价值计量模式的投资性房地产

	2019年			2018年		
亿元	期初	期末	变化	期初	期末	变化
已完工	318.39	492.57	174.18	151.92	318.39	166.47
在建	89.19	189.64	100.45	83.04	89.19	6.15
已完工公允价值变动	24.47			21.49		
在建公允价值变动	1.04			6.61		
合计公允价值变动	25.51			28.1		

# 利润调节之资产重估

- 新城不仅把完工计算了，就连新完工的和正在建设的也计算了升值，而且幅度最大，共计**21.24**亿。这些未开业的广场，有**43%**位于三四线城市，除了三四线城市，新城控股的足迹还涉及诸多县和县级市，如淮安市涟水县、聊城市阳谷县等。

城市能级 状态	二线	三、四线		合计
		长三角	其他区域	
重资产-已开业	11	25	2	38
重资产-未开业	13	20	18	51
合计	24	45	20	89

理由是这些广场的租金会有显著增长。

依据是6个广场在2018年度租金及商业物业管理费收入年增长率在16.85%至57.90%之间，6个超过30%。

2012年起，移动互联网兴起，网络购物渗透率飞速提升，A股的上市商场股迎来拐点，一直萎靡至今。

# 利润调节之资产重估

- 新城控股解释，对于已完工的投资性房地产，评估机构按照投资法对其公允价值进行评估，评估价值主要受项目运营全周期内可以实现的租金收入影响；**2018**年度新完工项目投资性房地产在**2017**年末尚未开业，由于该等项目在**2018**年末已完工并签订租约，因此**2018**年末评估机构进行评估时，调整为根据实际租金水平测算评估价值；
- **2018**年度新完工项目投资性房地产于完工前尚处于在建状态，对于在建项目的估值计算，先采用投资法计算在建项目的完工后价值，扣除尚未投入的开发成本与预计开发利润等，得到在建投资性房地产的公允价值，**2018**年度在建的吾悦广场，随着项目持续投入的增加会产生公允价值变动收益。
- 总结关键的一点就是：租金收入是投资性房地产评估增值的关键。
- 新城控股约一半的吾悦广场分布于三四线城市，即使资产价值重估常常作为会计调节的工具，但一方面三四线租金收入不可能持续暴涨，资产价值重估带来的收益暴涨暴增不可持续，另一方面资产价值重估也是没有真金白银的“账面利润”。

# 利润调节之资产重估

- 万科、保利、招商蛇口、绿地、华侨城、中华企业、首开，都是采取成本法计量
- 华夏幸福、金地采用公允价值法后续计量

# 利润调节之投资收益与选择性并表

## 二、投资收益与选择性并表

- 2018年，新城控股的投资收益为22.67亿元，同比增长321.02%。
- 其中，合营、联营企业转子公司带来了6.77亿元投资收益，占公司2018年归母净利润的6.45%。新城控股原合营企业转子公司时，主要是子公司存货评估增值带来了收益。
- 为什么从长期股权投资到作为子公司并表处理，摇身一变就能变出6.77亿元的投资收益呢？因为，按照企业会计准则规定，合表时，原持有的股权会按合表日的公允价进行重新计量，与原来股权账面价值的差异，就是“变出来的收益”，其本质仍然可看作是资产重估创造的收益。
- 2016年及2017年，新城控股合、联营企业转为子公司产生的投资收益分别为0.46亿元、2.62亿元，而到了2018年，这部分投资收益增加得更多。

# 投资收益主要组成

## (44) 投资收益

√适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

项目	本期发生额	上期发生额
权益法核算的长期股权投资收益	1,511,722,578	226,752,958
处置长期股权投资产生的投资收益		
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益		
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益		
持有至到期投资在持有期间的投资收益		
处置持有至到期投资取得的投资收益		
可供出售金融资产等取得的投资收益	5,607,448	18,164,346
处置可供出售金融资产取得的投资收益		
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得		
交易性金融资产持有期间取得的投资收益		
其他权益工具投资持有期间取得的股利收入		
债权投资持有期间取得的利息收入		
其他债权投资持有期间取得的利息收入		
处置交易性金融资产取得的投资收益		
处置其他债权投资取得的投资收益		
处置子公司取得的投资收益/(损失)(附注五(3)(b))	72,486,907	36,756,066
合营及联营企业转子公司投资收益(附注五(1)(b))	677,445,119	261,765,805
其他	-	-4,928,531
合计	2,267,262,052	538,510,644



# 对于并表的要求，会计准则规定：

- 1、 母公司直接或通过子公司间接拥有被投资单位半数以上的表决权，表明母公司能够控制被投资单位，应当将该被投资单位认定为子公司，纳入合并会计报表的合并范围。但是，有证据表明母公司不能控制被投资单位的除外。
- 2、 母公司拥有被投资单位半数或以下的表决权，满足以下条件之一的，视为母公司能够控制被投资单位，应当将该被投资单位认定为子公司，纳入合并会计报表的合并范围;但是，有证据表明母公司不能控制被投资单位的除外：
  - ①通过与被投资单位其他投资者之间的协议，拥有被投资单位半数以上的表决权;
  - ②根据公司章程或协议，有权决定被投资单位的财务和经营政策;
  - ③有权任免被投资单位的董事会或类似机构的多数成员;
  - ④在被投资单位的董事会或类似机构占多数表决权。

公司章程约定，相应的决议需要全体股东或董事一致通过，就认为没有控制权？？？

公司名称	未纳入公司合并报表的依据
上海佳朋房地产开发有限公司	据公司章程约定，权力机构股东会作出所有决议需经全体股东一致通过，未纳入合并范围。
上海嘉禹置业有限公司	据公司章程约定，权力机构股东会作出的包括利润分配等重大决议需经代表三分之二表决权的股东以上通过，未纳入合并范围。
佛山鼎域房地产开发有限公司	据公司章程约定，权力机构股东会作出所有决议需经全体股东一致通过，未纳入合并范围。
唐山郡成房地产开发有限公司	据公司章程约定，权力机构股东会作出所有决议需经全体股东一致通过，未纳入合并范围。
天津俊安房地产开发有限公司	据公司章程约定，权力机构股东会作出所有决议需经全体股东一致通过，未纳入合并范围。
天津市淀兴房地产开发有限公司	据公司章程约定，权力机构股东会作出包括利润分配等重大决议需经所有股东一致通过，未纳入合并范围。
常州新城创恒房地产开发有限公司	据公司章程约定，权力机构股东会作出所有决议需经全体股东一致通过，未纳入合并范围。
常州新城宏业房地产有限公司	据公司章程约定，权力机构股东会作出所有决议需经全体股东一致通过，未纳入合并范围。
常州新城紫东房地产发展有限公司	据公司章程约定，权力机构董事会作出所有决议需经全体董事一致通过，我方董事人数占三分之二，未纳入合并范围。

# 利润调节之投资收益与选择性并表

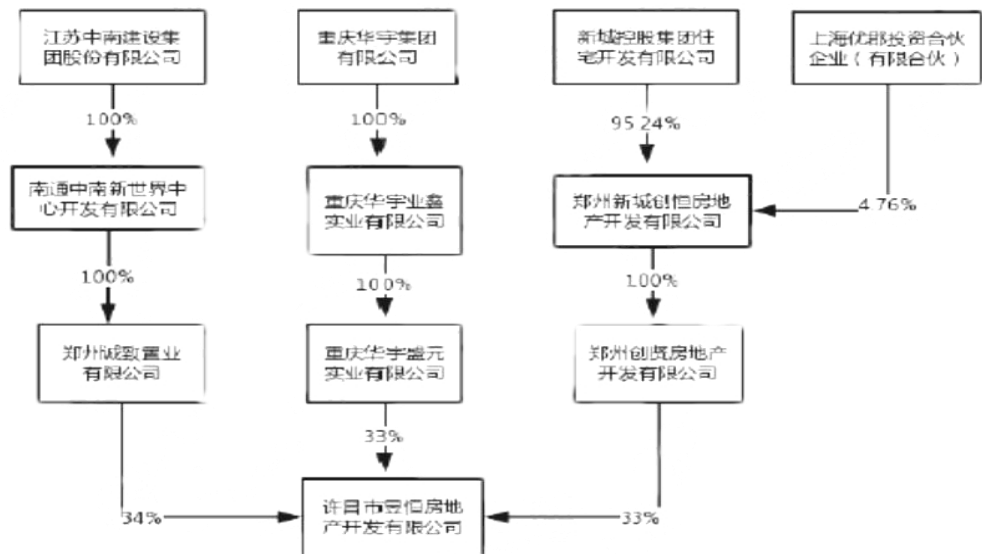
- 下表为2018年合营、联营企业转子公司的具体明细：

合营、联营企业转子公司名称	间接持股	备注
扬州新城悦盛房地产发展有限公司	99.01%	2018年9月26日之前为合营企业，2018年9月26日之后为子公司
许昌市昱恒房地产开发有限公司	32.38%	2018年7月6日之前为合营企业，2018年7月6日之后为子公司
义乌吾悦房地产发展有限公司	50.50%	2018年7月5日之前为合营企业，2018年7月5日之后为子公司
青岛卓越新城置业有限公司	49.51%	2018年7月1日之前为合营企业，2018年7月1日之后为子公司
青岛新城东郡房地产开发有限公司	49.51%	2018年7月1日之前为合营企业，2018年7月1日之后为子公司（青岛卓越新城全资子公司）
长沙君正房地产开发有限公司	50.94%	2018年7月5日之前为联营企业，2018年7月5日之后为子公司
南京新城创锦房地产有限公司	95.87%	2018年11月15日之前为合营企业，2018年11月15日之后为子公司
台州新城万博房地产发展有限公司	99.01%	2018年12月24日之前为合营企业，2018年12月24日之后为子公司

新城控股对相关股权投资是否选择性并表以调节利润优化财务指标？接下来我们来看**2018**年其中几家从合营企业转子公司（上表已标黄）的具体情况。

### （1）许昌昱恒

- **2018**年，公司通过协议约定方式，将持股**49.51%**的青岛卓越和持股**50.50%**的义乌吾悦并表；通过收购许昌昱恒**1%**股权和进行协议约定的方式，将持股**32.38%**的许昌昱恒并表。
- 是否存在通过收购少量股权或签署相关协议，变更子公司会计核算方法以调节利润，这是上交所质疑的问题之一。虽然公司洋洋洒洒几千字对该问题进行了周密的回复，但进一步核查后，我们仍然发现隐藏其中的矛盾。
- 按照**2018**年年报披露信息，许昌昱恒**2018**年**7月6日**之前为新城控股的合营企业，**2018**年**7月6日**之后为其子公司，即并表日为**2018**年**7月6日**。
- 不过，许昌昱恒其中的一个间接控股股东，为上市公司中南建设（**000961.SZ**）。**2018**年**11月19日**，中南建设发布《关于新增为子公司融资提供担保的公告》中，许昌昱恒作为其子公司赫然在列。



公司信用情况：不是失信责任主体，信用情况良好

公司财务情况：

单位：万元

时间	资产总额	负债总额	净资产	营业收入	营业利润	净利润
2018年9月 (未经审计)	129,164.21	127,950.57	1,213.65	0	-513.14	-38

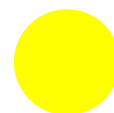
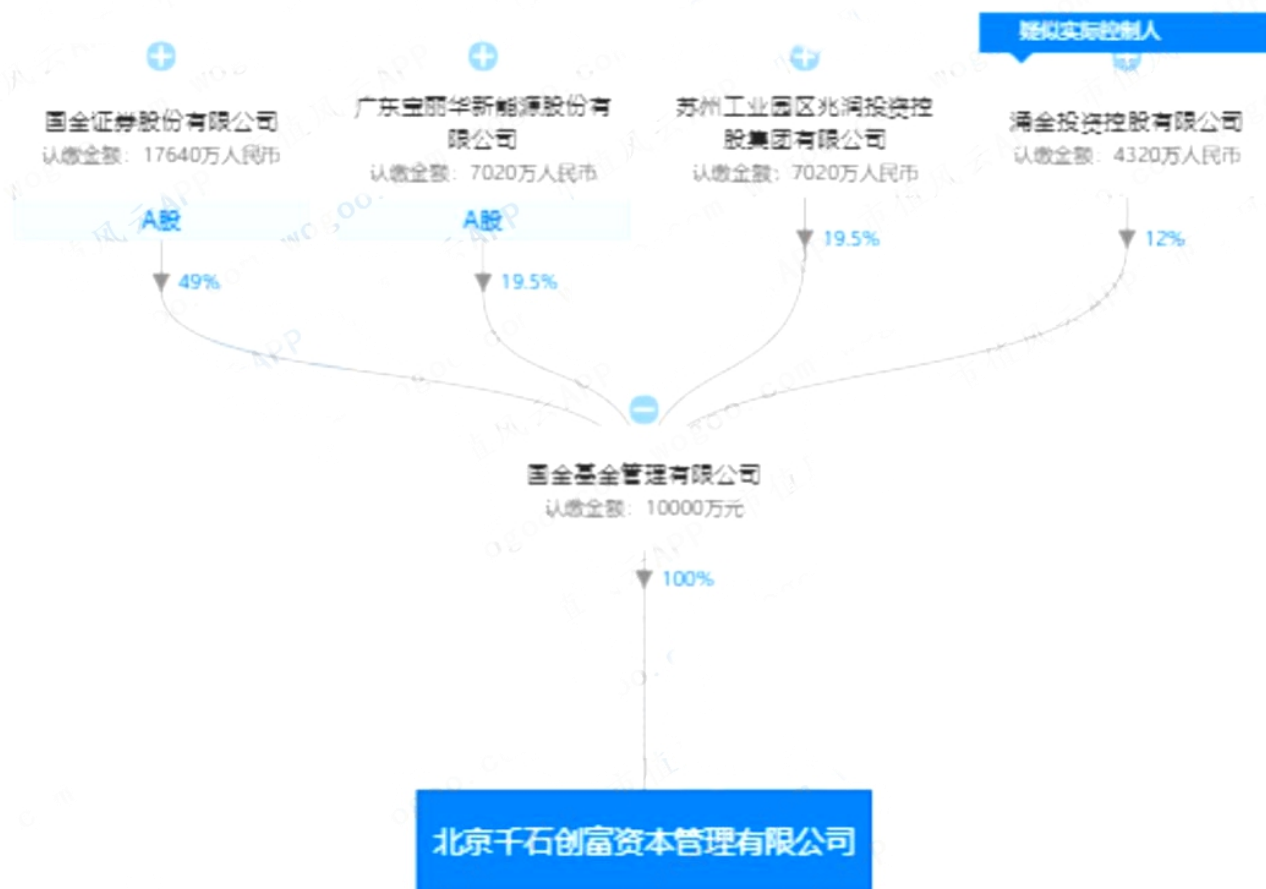
（数据来源：中南建设《关于新增为子公司融资提供担保的公告》）

- 按照中南建设的公告，至少在2018年11月19日及以前，许昌昱恒都为中南建设的子公司，而新城控股年报中披露，自2018年7月6日开始，许昌昱恒为新城控股的子公司，两家公司的数据出现了矛盾。
- 2019年报中新城为控股，中南建设为合营

## (2) 扬州悦盛

- 扬州新城悦盛房地产发展有限公司最初由新城控股新设成立，成立时间为2016年7月25日。
- 2016年12月26日，北京千石创富资本管理有限公司以1亿元取得扬州悦盛20%股权，新城控股对扬州悦盛的持股比例则下降至80%。当时，新城控股认为与其他投资方对扬州悦盛为共同控制，故对持股80%的扬州悦盛作为合营企业，以权益法核算。
- 另一股东方的基金背景也引起我们的注意。公开数据显示，扬州悦盛的另一股东方北京千石创富资本管理有限公司，为国金基金管理有限公司的子公司，主要从事资产管理业务。





- 工商变更信息中显示，2016年北京千石创富赫然纸上。


序号	变更日期	变更项目	变更前	变更后
1	2018-10-10	法定代表人变更	梁志诚	杨可
2	2018-09-26	注册资本变更	50000.000000	40000.000000 ( - 20.00% )
3	2018-09-26	股东变更	新城万博置业有限公司, 北京千石创富资本管理有限公司 [退出]	新城万博置业有限公司
4	2018-09-26	企业类型变更	其他有限责任公司	有限责任公司 (非自然人投资或控股的法人独资)
5	2016-12-26	注册资本变更	2000.000000	50000.000000 ( + 2400.00% )
6	2016-12-26	股东变更	新城万博置业有限公司	新城万博置业有限公司, 北京千石创富资本管理有限公司 [新增]
7	2016-12-26	企业类型变更	有限责任公司 (非自然人投资或控股的法人独资)	其他有限责任公司

- 以下几点说明新城控股可能对扬州悦盛选择性并表：
- 第一，扬州悦盛的法人在2018年10月10日之前一直为梁志诚，而梁志诚曾为新城控股财务负责人，2015年3月30日至2018年3月29日任职新城控股董事及副总裁，2018年4月4日至今为新城控股董事及联席总裁。
- 新城控股对扬州悦盛持股80%，而另一股东方北京千石创富资本管理有限公司并非专业地产开发公司，既出很多钱又担任法人的新城控股竟不能控制项目开发公司？
- 第二，2016年及2017年，扬州悦盛分别亏损700.00万元、8,677.25万元(6,941.80万元/80%)。2018年扬州悦盛的具体盈利数未见披露，但从披露的2018年9月26日（购买日）至2018年12月31日期间，扬州悦盛实现净利润26,717.70万元推测，扬州悦盛2018年应该已经盈利，且业绩不会太差，新城控股选择了在这一年以10,940.08万元现金购买另一股东方20%的股权。
- 最后，从2016年12月26日入股至2018年9月26日退出，北京千石创富资本管理有限公司最终获得的收益为940.08万元（10,940.08万元～10,000万元），按持有1年9个月平均测算，年化收益率仅5.38%，股权收益率实在太低。

- 据前述资料，新城控股2018年度的加权净资产收益率高达41.91%，即使2017年也有34.18%，且扬州悦盛2018年最后三个多月就有净利润26,717.70万元了。
- 北京千石创富资本管理有限公司为什么选择在这时候“急流勇退”？股权投资不是做慈善，这实在不像股权投资。

### （3）南京创锦

- 南京新城创锦房地产有限公司，成立于2015年11月25日，成立之初法定代表人为王振华。
- 在2015年年报中，南京创锦为新城控股的间接控股子公司，当年其净利润为亏损78.71万元。
- 2016年4月13日，南京创锦的法人变更为新城控股的副总裁唐云龙。
- 2016年6月28日，南京德顺房产开发有限公司向南京创锦注资20,000.00万元，新城控股持股比例被稀释至70.15%。这时，新城控股根据相关投资协议及章程，将南京创锦由子公司转为合营企业。2016年，南京创锦净利润亏损1,345.00万元。
- 2018年11月15日，新城控股又以223,81.78万元现金从南京德顺房地产开发有限公司手上买回了南京创锦29.85%的股权。这时，南京创锦又由合营企业变为了新城控股的子公司。
- 而与新城控股来回倒腾南京创锦的南京德顺房地产开发有限公司，目前还参股了南京新城万博房地产开发有限公司（持股30%）及佛山鼎域房地产有限公司（持股30%），而新城控股分别持有这两家公司剩余各70%股权，但新城控股将这两家公司作为合营企业核算。

序号	被投资企业名称	被投资法定代表人	投资占比	注册资本	成立日期	经营状态
1	 佛山鼎域房地产有限公司	 陆兆传 他有 29 家公司 >	30%	50000万人民币	2017-02-10	存续
2	 南京新城万博房地产开发有限公司	 唐云龙 他有 284 家公司 >		33000万人民币	2017-03-02	存续

（数据来源：天眼查）

- 南京新城万博房地产开发有限公司及佛山鼎域房地产有限公司均由新城控股在2017年新设成立。2017年11月17日，南京德顺房产开发有限公司向佛山鼎域房地产有限公司注资人民币15,000.00万元，新城控股持股比例被稀释至70%；2017年8月9日，南京德顺房产开发有限公司向南京新城万博房地产开发有限公司注资人民币9,900.00万元，新城控股持股比例被稀释至70%。



- 可以看出，南京德顺房地产开发有限公司与新城控股有着良好的业务合作关系。
- 在新城控股的财报上，南京创锦经历了从子公司到合营企业，又从合营企业到子公司的角色转化，这是新城控股的经营需要。在2018年从合营企业转为子公司时，南京创锦的净资产评估增值了20,244.79万元。
- 另外，从2016年6月28日入股至2018年11月15日退出，在约28个月的持有期，南京德顺房地产开发有限公司所持南京创锦20,000.00万元的股权投资，最终收益为2,381.78万元（223,81.78万元-20,000.00万元），平均年化收益率仅为5.10%。

#### （4）台州万博

- 台州新城万博房地产发展有限公司，新城控股在2018年12月24日以7.04亿元的成本取得其另外60%的股权，合计间接持股比99.01%，在2018年12月24日从合营企业转为新城控股的子公司。
- 公开资料显示，台州万博成立于2015年2月9日，由新城控股出资设立（直接股东为新城控股子公司新城万博置业有限公司），成立之初其法定代表人为新城控股实控人王振华。
- 2015年8月4日，台州万博引进了股东方深圳平安大华汇通财富管理有限公司（持股比例60%），深圳平安大华汇通财富管理有限公司的直接控股股东为平安基金管理有限公司，平安基金管理有限公司系平安保险（集团）子公司。

序号	变更日期	变更项目	变更前	变更后
21	2016-03-29	换发统一社会信用代码执照	注册号: *****37657 组织机构代码证: *****	统一社会信用代码: 9*****589357
22	2015-08-04	注册资本(金)变更	40000	100000 ( + 150.00% )
23	2015-08-04	投资人(股权)变更	企业名称: 新城万博置业有限公司; 出资额: 40000; 百分比: 100%; 法人性质: 企业法人	企业名称: 新城万博置业有限公司; 出资额: 40000; 百分比: 40%; 法人性质: 企业法人 企业名称: 深圳平安大华汇通财富管理有限公司; 出资额: 60000; 百分比: 60%; 法人性质: 企业 [新增]

(数据来源: 天眼查)

- 2016年9月19日, 台州万博的法人由王振华变更为梁志诚, 梁志诚曾为新城控股财务负责人, 2015年3月30日至2018年3月29日任职新城控股的董事及副总裁, 2018年4月4日至今为新城控股董事及联席总裁。

18	2016-09-19	法定代表人(负责人、董事长、首席代表)变更	王振华	梁志诚
----	------------	-----------------------	-----	-----

(数据来源: 天眼查)

- 2017年8月24日，股东方之一深圳平安大华汇通财富管理有限公司退出，深圳市平安德成投资有限公司进入。深圳市平安德成投资有限公司的直接控股股东为深圳平安金融科技咨询有限公司，深圳平安金融科技咨询有限公司也为平安保险（集团）子公司。实际上这也仅是集团层面的挪移。

12	2017-08-24	投资人(股权) 变更	企业名称: 新城万博置业有限公司; 出资额: 40000 万; 百分比: 40% <del>企业名称: 深圳平安大华汇通财富管理有限公司; 出资额: 60000万; 百分比: 60% [退出]</del>	企业名称: 新城万博置业有限公司; 出资额: 40000 万; 百分比: 40% <del>企业名称: 深圳平安大华汇通财富管理有限公司; 出资额: 60000万; 百分比: 60% [退出]</del> 企业名称: 深圳市平安德成投资有限公司; 出资额: 60000万; 百分比: 60% [新增]
----	------------	---------------	---	--

（数据来源：天眼查）

台州万博2015年、2016年的净利润分别为-1,028.62万元，-5,730.00万元，这两年都处于亏损状态。这也很好理解，一开始成立地产项目公司，亏损很正常。

2017年、2018年年报没有直接披露台州万博的净利润，但从2017年披露的权益法下对台州万博确认的投资损益4,259.60万元测算，其2017年净利润约为10,649.00万元（4,259.60万元/40%）。

- 从历年年报上未见到台州万博进行过分红。从2015年8月4日入股到2018年12月24日退出时，共计3年4个月20天，按持股比例测算，平安保险（集团）下的子公司实际取得收益为10,438.41万元（60%股权的对价70,438.41万元与原入股成本60,000.00万元的差额），就是说，3年4个月20天，60,000.00万元的最终收益为10,438.41万元，年均收益率约为5.80%。
- 简单总结台州万博的情况：台州万博2015年2月9日由新城控股出资成立，其后引入保险资金背景的股东，新城控股持股比降为40%。在作为合营企业期间，台州万博的法人在2016年9月19日之前为新城控股的实控人，2016年9月19日至2018年12月23日为新城控股的高管梁志诚。新城控股的另一股东方6亿元的股权投资收益，年化收益率约为5.79%。

- 综上，通过以上对四家从合营企业转为子公司的具体分析，我们认为，新城控股对子公司并表进行选择性的操作，已有相当明显的操控痕迹。
- 另外，2018年，新城控股持股超过50%的合（联）营企业有24家，24家企业中仅两家盈利。24家合（联）营企业的资产合计总额为835.30亿元，负债合计总额为737.27亿元，合计净利润为负的8,255.12万元。
- 如果这些合营企业作为子公司并表，新城控股的资产负债率等相关财务指标将受到一定影响。
- 而上述其他几个股东方的股权投资年化收益率均在5%至6%的区间范围，如此低的收益率，投资方的保险、基金、资管性质，都让人怀疑股权投资的合理商业实质：新城控股是否存在“明股实债”？

项目公司名称	股权处置时点	股权处置价款(万元)	股权处置比例	股权回购时点	股权收购价款（万元）	投资方年化退出收益率	同期新城控股ROE
南京新城创锦房地产有限公司	2016/6/28	20,000	29.85%	2018/11/15	22,382	5.79%	41.05%
合肥新城创晟房地产有限公司	2017/11/7	5,000	50%	2019/4/29	5,900	8.63%	36.72%
南京新城万博房地产开发有限公司	2017/8/9	9,900	30%	2019/12/27	12,499	12.36%	36.72%



# 利润调节之明股实债

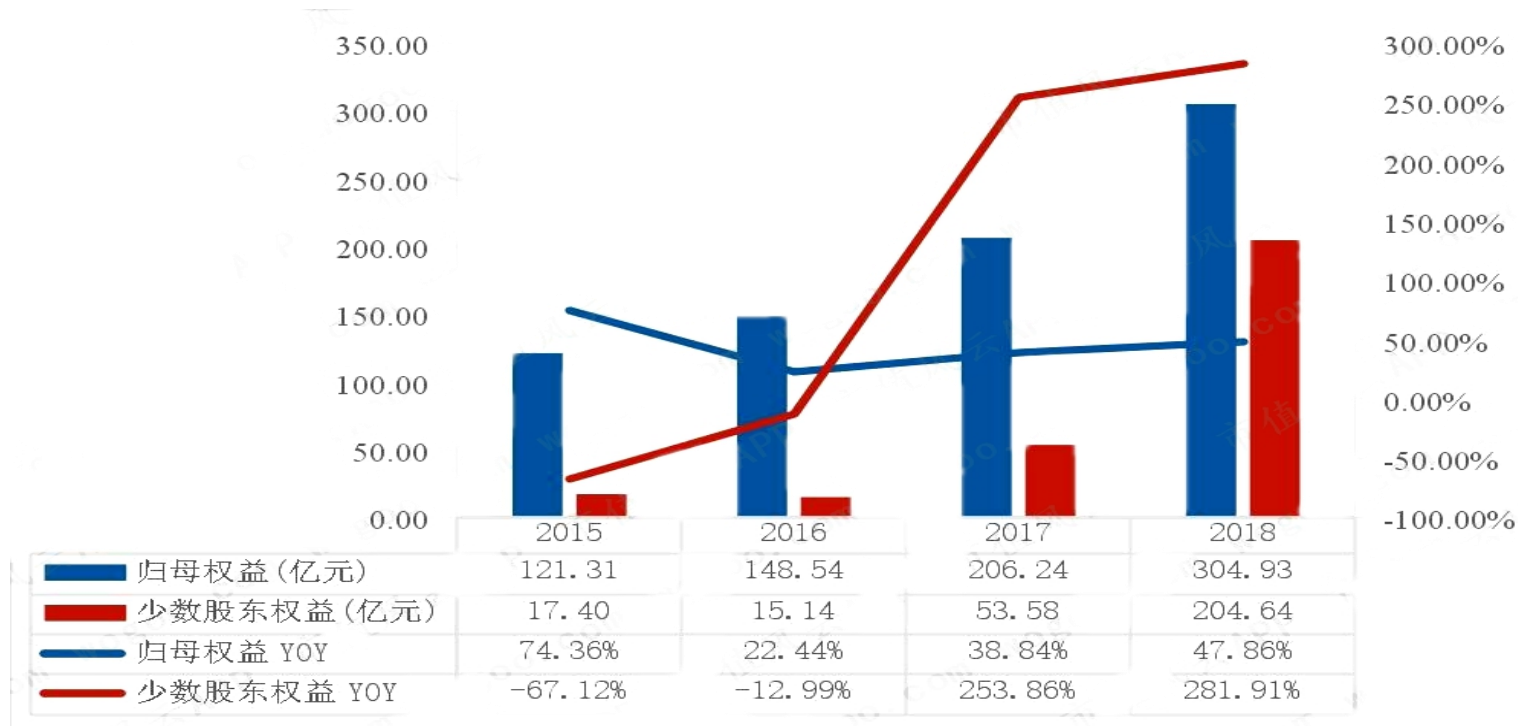
## 三、“明股实债”？

- “明股实债”，简单说，就是实质为金融负债的投资方股权入资。
- 其他投资方的股权投资，在新城控股的报表上，以“控制”为判断，或并表（子公司）或不并表。若并表，投资方的股权投资体现为新城控股的少数股东权益。
- 对资金密集型的房企来说，“明股实债”处理，降低了负债率，提高了账面利润，能更加大杠杆融资。当然，对上市房企，业绩与股价的关联即市值考量也不无关系。
- 针对2018年年报，上交所从新城控股与关联方、合作方的应收应付款项增长较快且金额较大方面对其形成原因、背景、与交易对手、少数股东的关联关系等方面提出了质疑。

# 利润调节之明股实债

- 我们再从新城控股少数股东权益规模变化、收益回报、同行比较角度对新城控股是否存在“明股实债”进行分析。

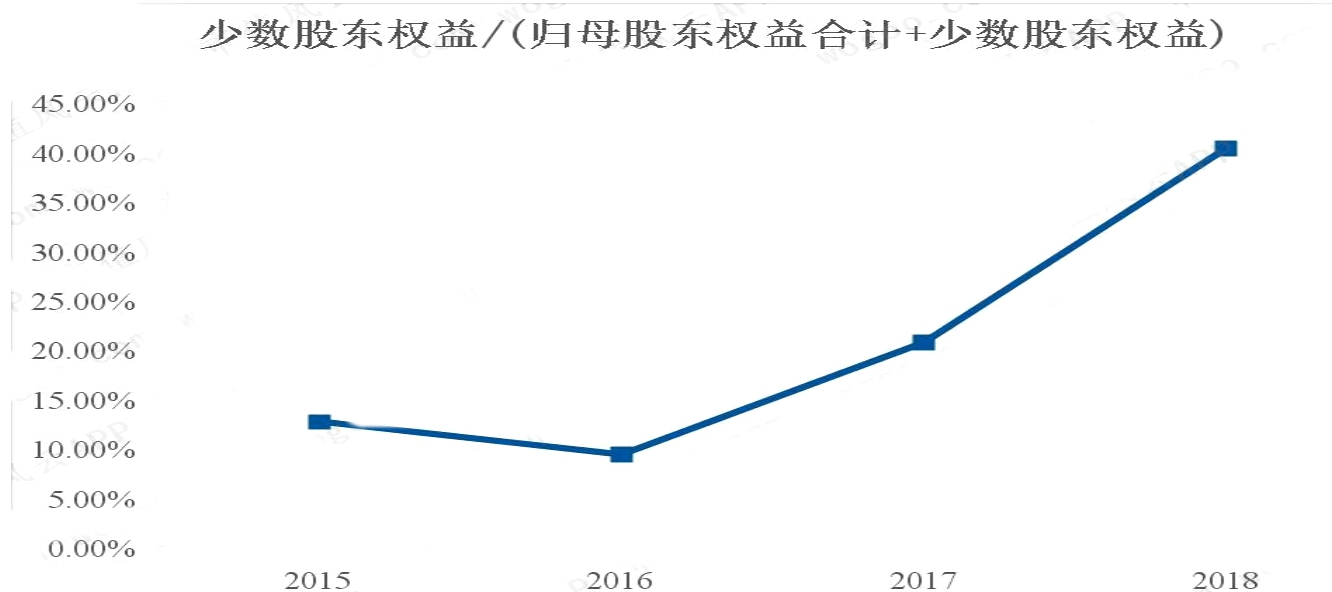
## 1、少数股东权益规模变化、收益回报



(数据来源: choice、公司公告)

# 利润调节之明股实债

- 从新城控股少数股东权益规模变化，2015年至2018年，少数股东权益从17.40亿元增长到了204.64亿元，年均复合增长率高达127.40%。其中的2017年、2018年，同比增速高达253.86%、281.91%，是少数股东权益增速最高的两年。



(数据来源: choice、公司公告)

# 利润调节之明股实债

- 少数股东权益占归属于母公司股东的权益与少数股东权益合计数的比重，从2016年开始一路抬升，到2018年到40.16%。而同期的归属于母公司股东的权益，年均复合增长率为35.97%，在2017年、2018年同比增速分别为38.84%、47.86%。
- 从2018年年报数据看，新城控股的子公司数量从2017年的357家增长到576家。其中，直接持股比例为100%的有18家，间接持股比例为100%的有112家，合计为130家。新城控股少数股东权益的大幅增长，来自于剩余446家非全资控股的子公司。

# 利润调节之明股实债

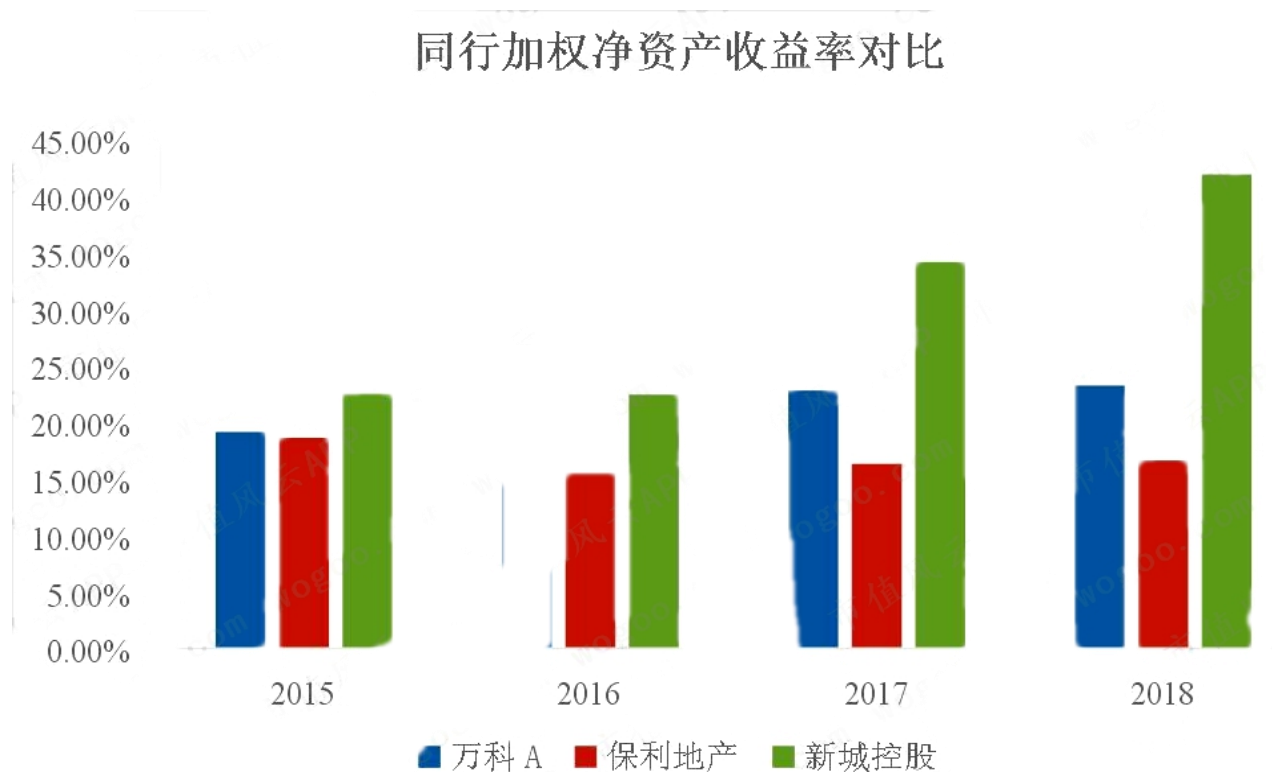
项目	2015	2016	2017	2018	2019
少数股东损益/少数股东权益	32.37%	9.03%	4.32%	8.39%	2.87%
归母净利润/归属于母公司股东权益	15.14%	20.33%	29.23%	34.41%	32.93%
净资产收益率（加权）	22.53%	22.44%	34.18%	41.9%	36.86%

（数据来源：choice、公司公告）

- 从股权收益对比看，2018年，少数股东损益为17.18亿元，对应204.64亿元的少数股东权益，权益报酬率为8.39%，而新城控股合并口径的加权净资产收益率为41.91%，归属于母公司股东权益对应的权益报酬率34.41%。三者对比，少数股东的权益报酬率低得不太正常。
- 2019年度少数股东损益6.76亿，对应的少数股东权益235.08亿；归属于母公司股东的净利润126.54亿，对应归属于母公司所有者权益384.27亿。

# 利润调节之明股实债

## 2、同行比较



(数据来源: choice、公司公告)

# 利润调节之明股实债

- 对比万科A、保利地产，从加权净资产收益率看，新城控股一直是最高的，且增速也非常快。

公司	项目	2015	2016	2017	2018
万科A	少数股东损益/少数股东权益	21.67%	15.19%	16.96%	19.41%
	归母净利润/归属于母公司股东权益	18.09%	18.53%	21.14%	21.68%
保利地产	少数股东损益/少数股东权益	17.49%	16.12%	7.90%	11.22%
	归母净利润/归属于母公司股东权益	17.26%	13.92%	14.61%	15.50%
新城控股	少数股东损益/少数股东权益	32.37%	9.03%	4.32%	8.39%
	归母净利润/归属于母公司股东权益	15.14%	20.33%	29.23%	34.41%

（数据来源：choice、公司公告）

对比万科A、保利地产，最近三年，新城控股少数股东损益/少数股东权益的比值不仅是最底的，而且远远低于归属于母公司股东权益的报酬率，两者偏离加大，而其他两家公司少数股东权益与归母权益的报酬率差距没有那么悬殊。

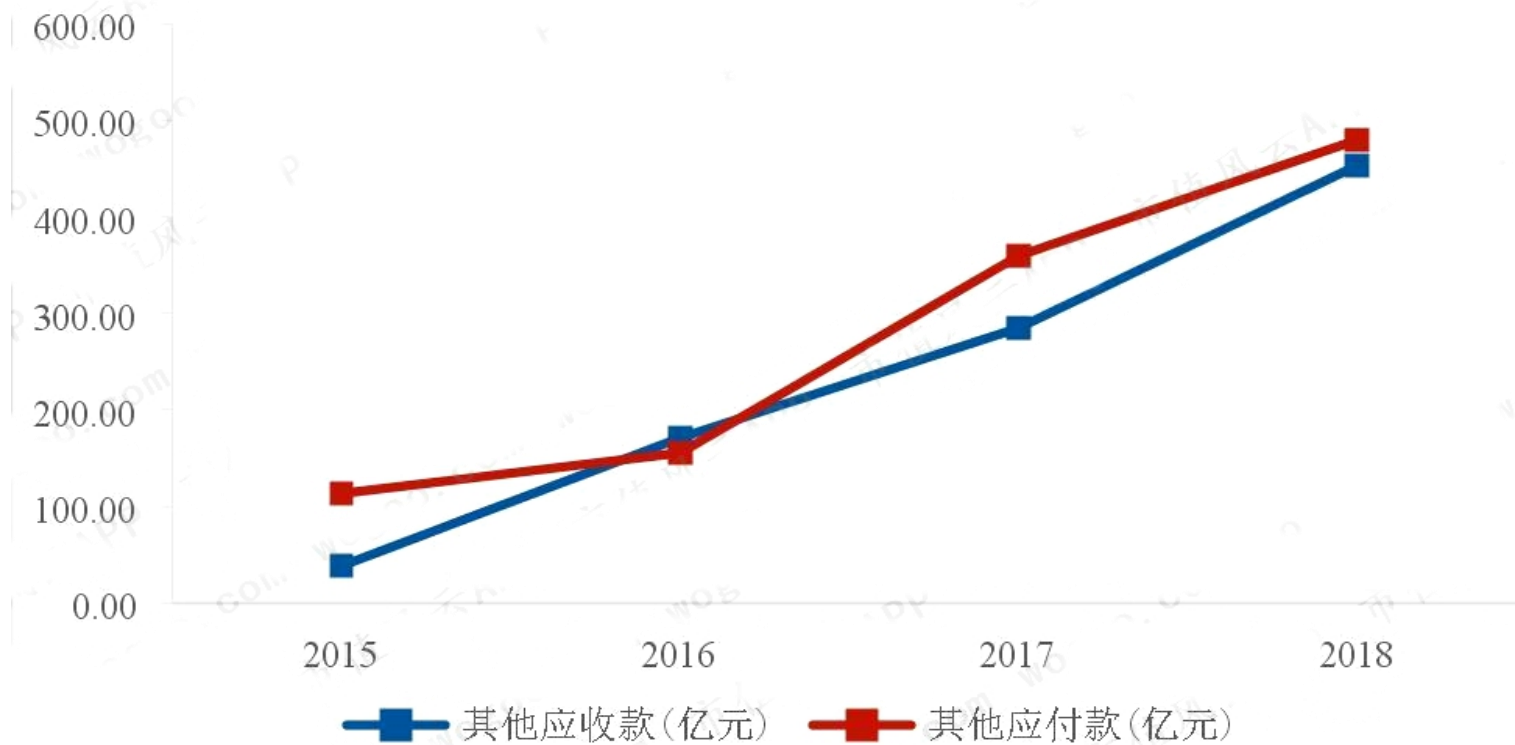


# 利润调节之明股实债

- 2016年，新城出售上海青浦吾悦广场给东方证券资管公司，做了一个类REITs的资产证券化的方案，作价10.5个亿，这被看作是新城项目“轻资产”化的典型案例。但诡异的是，新城同时还买入价值1.5亿元的三年期看跌期权。
- 原来这根本不是什么轻资产，这可能又是一次债务融资，新城可能与东方证券资管约定了未来回购的日期和金额。
- 当然，这些小动作也被监管层发现了，列示于问询函十六个问题的最后。
- 截至2018年12月31日，公司开业及储备的吾悦广场共计96座，其中轻资产的有7座，如果都是类似上面的这个案例，那么这个表外的负债值得怀疑。

关联方往来

## 新城控股其他应收、应付款变化一览



(数据来源: choice、公司公告)

# 2019年其他往来款

	合并资产负债表		母公司资产负债表	
	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
其他应收款	46,504,553,851	45,325,965,291	79,607,843,735	71,653,076,191
其他应付款	67,300,479,313	47,922,108,033	58,484,051,359	49,180,873,209

单位：元 币种：人民币

项目	期末余额	期初余额
应付关联方款项(附注八(6))	35,295,777,189	33,638,420,054

- 根据公司2018年资产负债表显示，其他应收款高达453亿。*P148*披露的是其他应收款前五名的情况。其中苏州聿盛、常州新城宏业、惠州中奕皆为关联方借款。

(d) 按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款情况

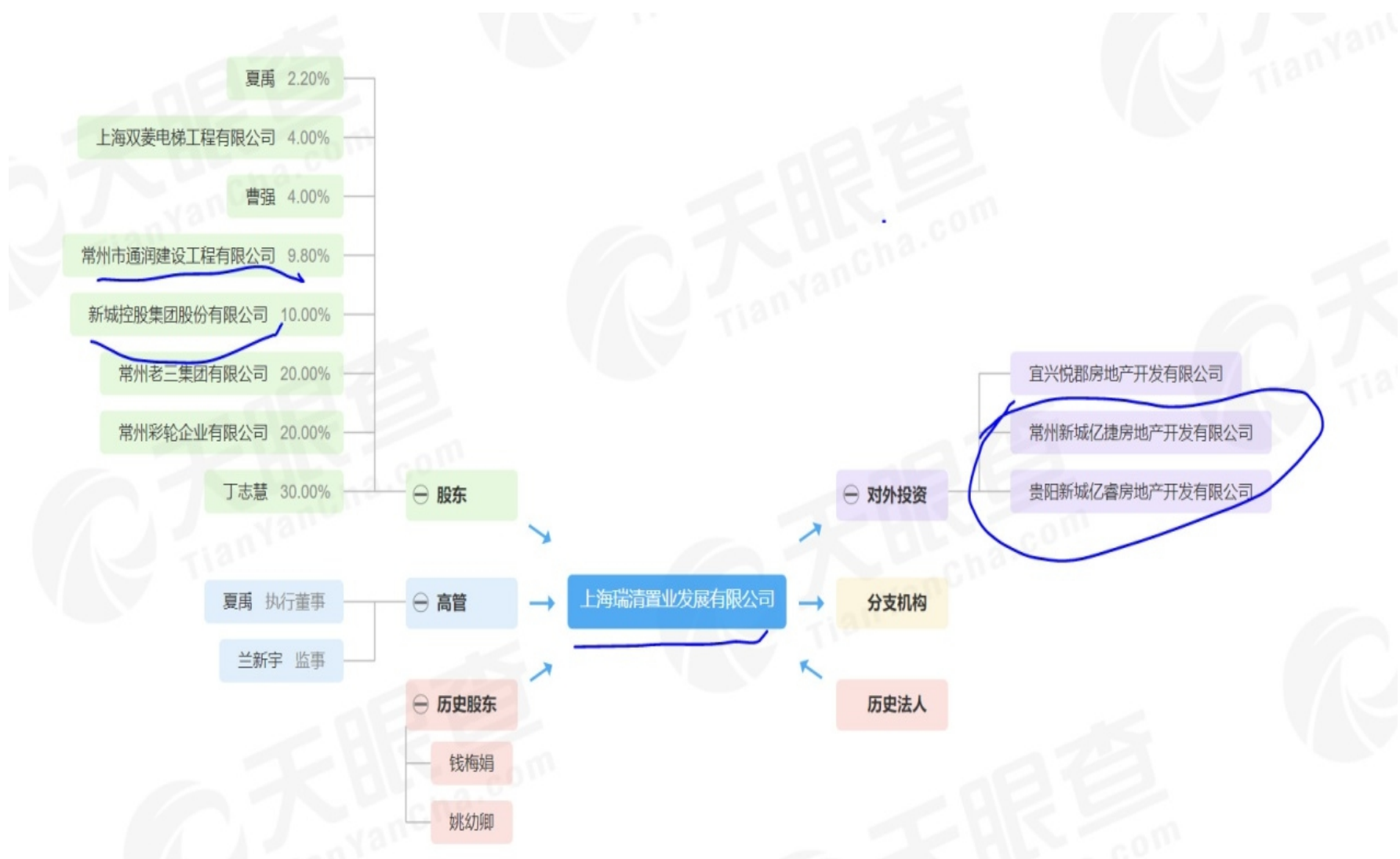
√适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例(%)	坏账准备期末余额
苏州聿盛房地产开发有限公司	应收关联方款项	3,084,522,993	两年以内	7	30,845,230
常州新城宏业房地产有限公司	应收关联方款项	3,066,267,643	一年以内	7	30,662,676
地方政府	城中村改造意向金	2,300,000,000	两年以内	5	2,300,000
惠州中奕房地产开发有限公司	应收关联方款项	1,480,359,331	两年以内	3	14,803,593
卓越置业集团有限公司	应收少数股东款项	1,278,246,195	一年以内	3	12,782,462
合计	/	11,209,396,162	/	25	91,393,961

- 2017年新城年报显示，其排名前五的供应商采购金额超过36亿，这些供应商如常州通润、江苏龙地，在股权穿透到最后，其实就是新城的影子公司。

前五大供应商	金额（元）	占比
宜兴市建工建筑安装有限责任公司	1,692,223,783	10.12%
江苏兴厦建设工程集团有限公司	758,875,133	4.54%
常州市中大建设工程有限公司	457,754,484	2.74%
常州市通润建设工程有限公司	361,537,989	2.16%
江苏龙地建设工程有限公司	338,300,757	2.02%
合计	3,608,692,147	21.57%





- 2018年的前五大供应商采购金额超过58亿，就比如排在第一的宜兴市建工建筑安装有限责任公司，又和新城控股存在着某种神秘的关系。

单位：元

前五大供应商	金额	占比
宜兴市建工建筑安装有限责任公司	2,362,842,636.26	5.51%
中天建设集团有限公司	1,020,541,301.98	2.38%
武汉中泽建安集团有限公司	958,348,160.00	2.24%
天元建设集团有限公司	802,631,266.31	1.87%
荣华建设集团有限公司	727,718,802.17	1.70%
合计	5,872,082,166.72	13.70%



- 除了264亿的应付账款以外，公司2018年末账上还有479.22亿的其他应付款，其中应付关联方和少数股东（影子公司）的占比分别达到70%、12%。

- 再看看公司在极端情况下，有多少可以用来还债的资产。
- 2018年报中，有一段话被藏得很深，可能没有多少人会注意到。
- P43，截至报告期末主要资产受限情况下面提到：
- “存货中的开发成本账面价值**481**亿元、投资性房地产账面价值**118.5**亿元、固定资产中的房屋及建筑物账面价值**9.55**亿元、其他非流动资产中的工业用地及房产账面价值**2.88**亿元均已用于借款抵押，以上资产待借款还清后即解除抵押。

## 2. 截至报告期末主要资产受限情况

√适用 □不适用      存货**145,573,050,094**      投资性房地产**40,758,000,000**

存货中的开发成本账面价值 48,103,258,403 元、投资性房地产账面价值 11,851,000,000 元、固定资产中的房屋及建筑物账面价值 955,526,563 元、其他非流动资产中的工业用地及房产账面价值 280,000,000 元均已用于借款抵押，以上资产待借款还清后即解除抵押。

387,247,647

2019年报P45

固定资产**2,112,269,272**

## 2. 截至报告期末主要资产受限情况

投资性房地产**682.2亿**

√适用 □不适用

全部

存货**2313亿**

固定  
资产  
19.89  
亿

交易性金融资产账面价值 274,860,000 元，存货中的开发成本账面价值 56,587,001,986 元、长期股权投资账面价值 1,028,380,534 元、投资性房地产账面价值 20,820,000,000 元、固定资产中的房屋及建筑物账面价值 921,197,395 元均已用于借款抵押或质押，以上资产待借款还清后即解除抵押或质押。货币资金中的其他货币资金价值 4,860,245,346 元为受限资金。

长投**188.9亿**

货币资金**639.4亿**

# 利润调节之存贷双高

- 公司账面上不是还有**400**多亿货币资金吗？
- 增加自己的账面资产和账面资金的存量，来粉饰财务报表。
- 新城控股虽然上年末货币资金高达**454.09**亿元，同比翻倍。但矛盾的是，我们看**P194** 表格中显示的利息收入仅**1.87**亿，仅占到货币资金规模的**0.5%**左右。

(38) 财务费用

√适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

项目	本期发生额	上期发生额
利息支出	9,356,724,179	2,159,845,238
-借款及债券利息支出	3,996,387,133	2,159,845,238
-合同负债内含融资成分利息支出	5,360,337,046	-
减：已资本化的利息支出(附注四(6)(12))	-8,850,410,664	-1,673,191,994
利息费用	506,313,515	486,653,244
减：利息收入	-186,679,692	-154,142,594
汇兑损失	416,464,349	46,540,826
手续费	105,595,994	67,699,456
合计	841,694,166	446,750,932

- 净负债率

- 净负债率为有息负债减去货币资金后与净资产的比值，通常被认为对衡量房企总体负债水平，比资产负债率要更靠谱。
- 2015年至2018年，新城控股的净负债率分别为42.99%、69.41%、75.22%、49.21%。显然，2018年总体偿债能力有相对的改善。
- 不过，表外还是表内，股权还是债券，对这个指标影响很大。

- 根据资产负债表显示，公司2018年的有息债务包括短期借款22.7亿，其他的短期负债220亿（包括1年内到期的债券、短期融资债券等等）、长期借款236.69亿、应付债券266.85亿，这些合计大概是750亿。

<b>流动负债：</b>				
短期借款	四(19)	2,270,060,000	750,000,000	778,615,000
衍生金融负债	四(2)	7,850,857		
应付票据及应付账款	四(20)	26,464,103,044	21,547,829,390	13,768,183,555
预收款项	四(22)	331,017,927	50,813,608,697	29,828,457,266
合同负债	四(21)	118,230,991,718		
应付职工薪酬	四(23)	1,327,227,709	1,159,662,635	450,519,597
应交税费	四(24)	7,195,720,902	4,117,434,190	1,784,923,840
其他应付款	四(25)	47,922,108,033	35,896,034,519	15,804,424,725
其中：应付利息		1,209,259,233	564,463,072	306,215,234
一年内到期的非流动负债	四(26)	10,748,662,120	12,196,204,851	6,533,149,335
其他流动负债	四(27)	10,997,775,373	3,995,568,593	2,124,063,490
流动负债合计		225,495,517,683	130,476,342,875	71,072,336,808
<b>非流动负债：</b>				
长期借款	四(28)	23,669,253,118	10,580,707,222	4,856,702,790
应付债券	四(29)	26,685,368,327	14,857,438,348	9,786,398,365

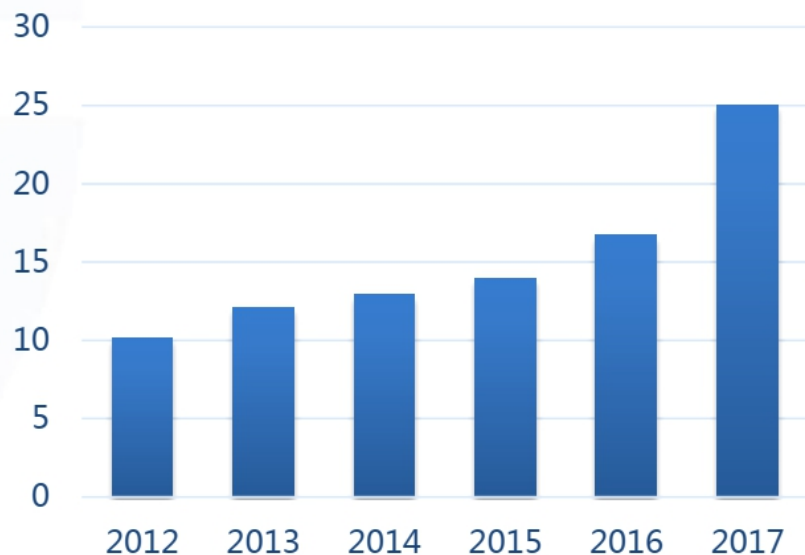
106 / 286

2018 年年度报告

长期应付款				36,670,220
递延所得税负债		3,511,404,149	1,630,398,620	1,050,544,984
非流动负债合计		53,866,025,594	27,068,544,190	15,730,316,359
负债合计		279,361,543,277	157,544,887,065	86,802,653,167
<b>所有者权益（或股东权益）：</b>				

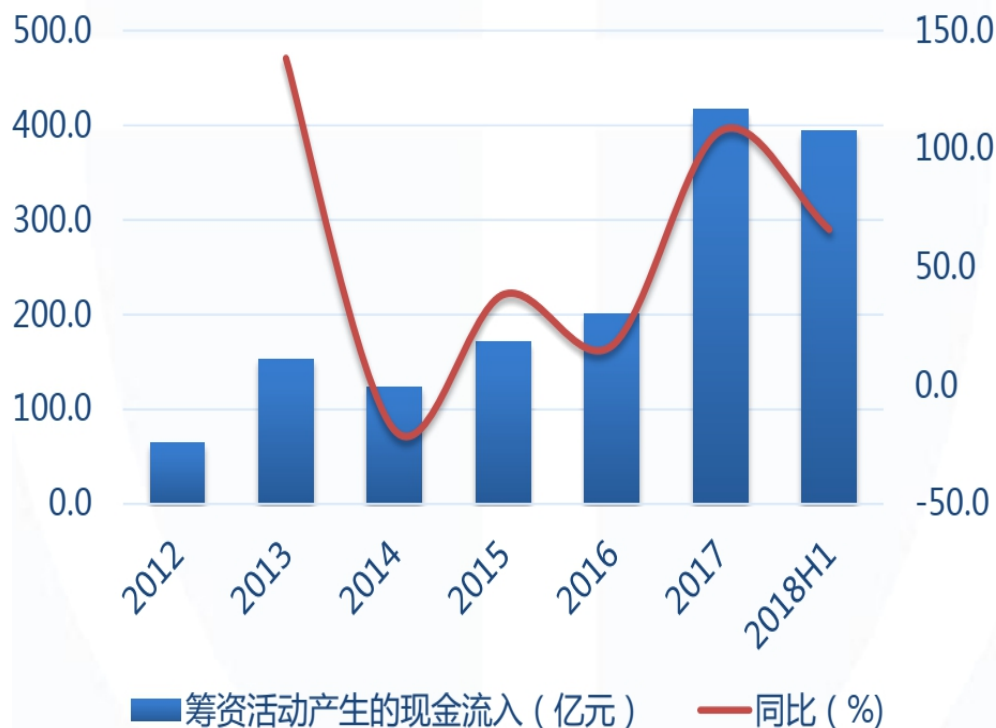


图：2012-2017年新城发展利息支出情况（亿元）



- 利息支出是财务费用的主体构成，2017年支出增幅最大，表明该年融资量较高
- 利息支出中有部分会作为资本化，实际财务支持要低

图：2012-2018H1新城控股融资规模及同比情况



## 2019年报表

单位：元 币种：人民币

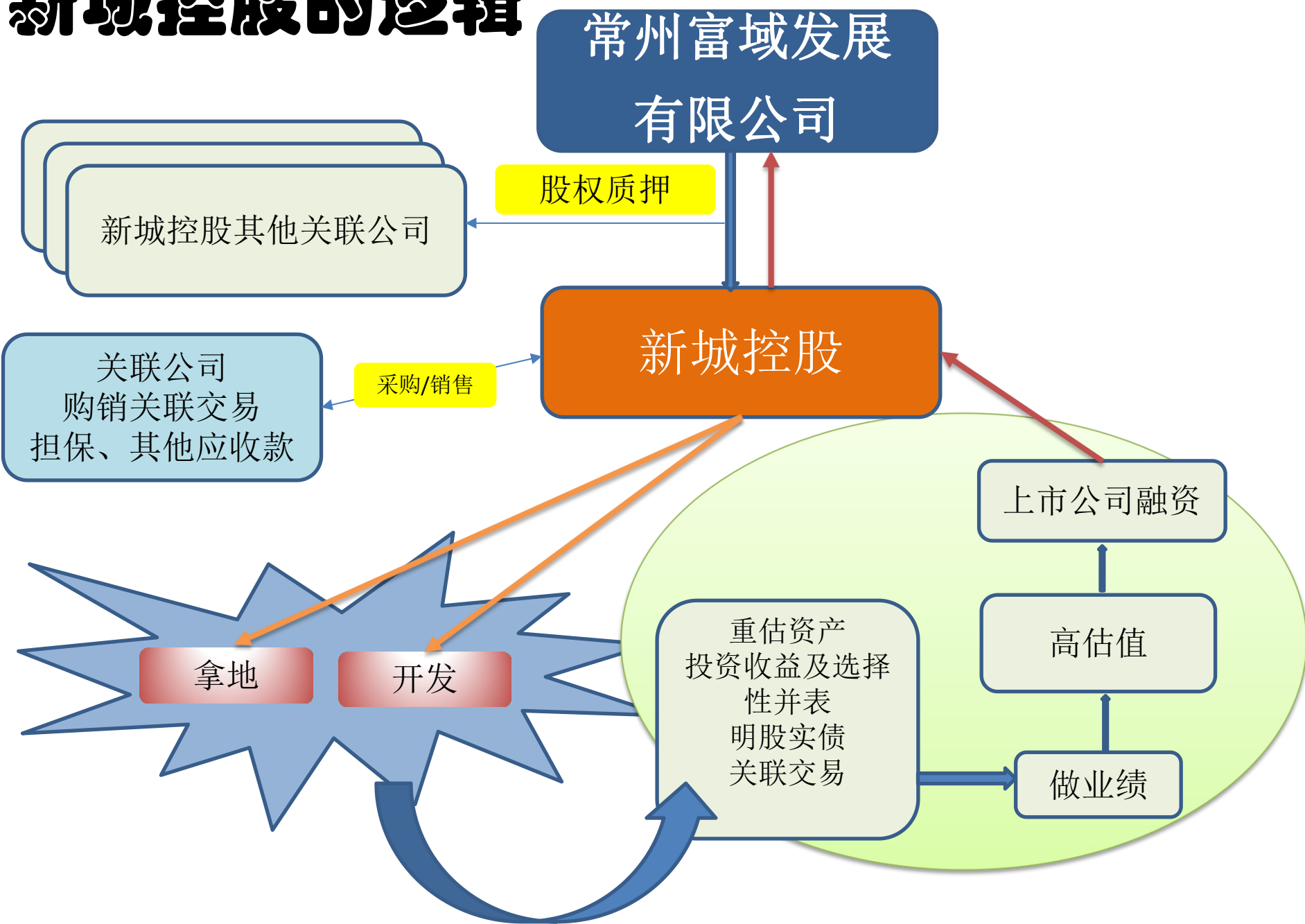
项目	本期发生额	上期发生额
利息支出	14,666,975,143	9,356,724,179

# 利润调节之股权质押融资

新城控股股权质押时间图



# 新城控股的逻辑



### 3.前景分析

# 新城地产未来风险分析

## （一）融资环境恶化，融资成本上升

- 国内调控政策不断加码，其中部分政策就指向房企融资，通过行政的手段对房企融资环境进行控制。在此背景下，以融资推动规模增长的新城必然受到影响，融资环境的恶化，如果在政策环境不发生松动的情况下，将直接导致新城融资受阻，资金链必将承压。



图：2018年上半年1-8月新城地产发债情况

时间	产品名称	目标募集资金	状态	用途
2018年6月20日	境外美元债券	2亿美元	新加坡上市	
2018年4月23日	境外美元债券	3亿美元	新加坡上市	
2018年6月26日	非公开发行公司债券	47亿	审批通过	
2018年5月4日	绿色债	38亿	中止	偿还绿色项目金融机构借款以及绿色项目建设
2018年7月20日	新城控股2018年公开发行公司债券	21.6	审核中	拟用于偿还公司存续的公司债券，即用于偿还新城控股2016年非公开发行的、将于2019年3月末到期的两单公司债券

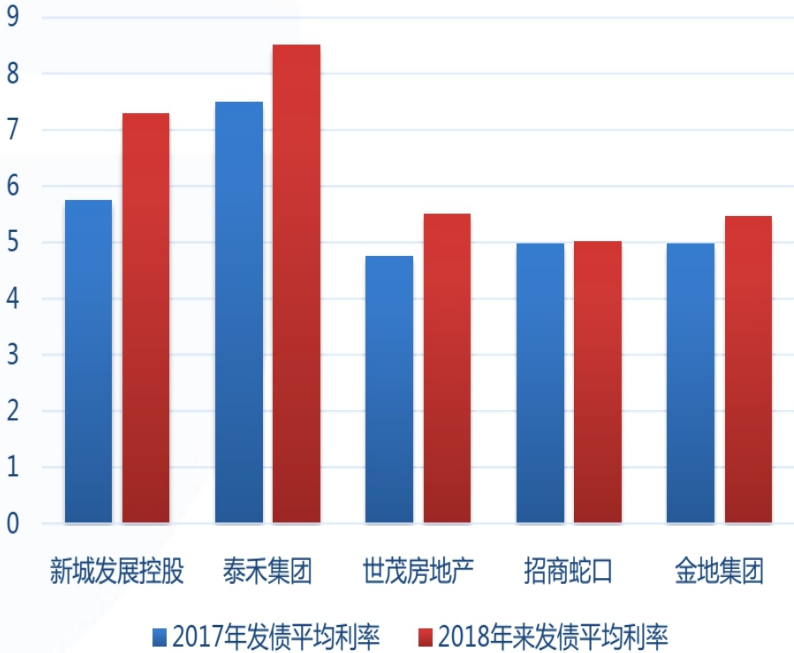
绿色债券：不同于一般债券，其募集资金主要用于支持节能减排技术改造、绿色城镇化、能源清洁高效利用、新能源开发利用等绿色循环低碳发展项目的企业债券

图：2015年以来新城地产债券发行情况以及融资成本

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (万元)	当前余额 (万元)	票面利率(当期)
18新控01	私募债	2018-08-20	2021-08-20	60000	60000	7.97
18新城控股PPN002	定向工具	2018-04-27	2023-04-27	100000	100000	6.90
18新城控股PPN001	定向工具	2018-03-26	2023-03-26	80000	80000	7.00
17新城控股MTN003	一般中期票据	2017-07-13	2022-07-13	150000	150000	6.00
17新城控股PPN001	定向工具	2017-05-17	2022-05-17	200000	200000	6.30
17新城控股MTN002	一般中期票据	2017-04-14	2022-04-14	150000	150000	5.25
17新城控股MTN001	一般中期票据	2017-03-16	2022-03-16	150000	150000	5.40
16新城05	私募债	2016-10-17	2021-10-17	250000	250000	4.41
16新城04	私募债	2016-09-12	2023-09-12	50000	50000	4.80
16新城03	私募债	2016-08-15	2021-08-15	200000	200000	4.48
16新城01	私募债	2016-03-29	2019-03-29	185000	118500	6.70
16新城02	私募债	2016-03-29	2019-03-29	115000	84000	6.70
15新城02	私募债	2015-11-10	2018-11-10	200000	172700	6.00
15新城01	一般公司债	2015-11-03	2020-11-03	300000	300000	4.50

持续走高

图：2017与2018年以来典型企业发债平均利率对比（单位：%）



2019 年中期票据(第一期)(xxv)	100	2019 年 1 月 7 日	2+1 年	1,000,000,000	-	1,000,000,000	-	-	1,000,000,000
2019 年公开发行公司债券(第一期)(品种一)(xxvi)	100	2019 年 3 月 20 日	2+2 年	1,100,000,000	-	1,094,300,000	1,098,837	-	1,095,398,837
2019 年公开发行公司债券(第一期)(品种二)(xxvii)	100	2019 年 3 月 20 日	3+2 年	1,000,000,000	-	992,700,000	1,077,576	-	993,777,576
2019 年美元债-吾悦八期(xxviii)	100	2019 年 5 月 20 日	3 年	300,000,000 美元	-	2,035,004,437	29,537,959	-	2,064,542,396
2019 年美元债-吾悦九期(xxix)	100	2019 年 12 月 16 日	2 年	350,000,000 美元	-	2,404,653,014	-4,428,848	-	2,400,224,166
合计	/	/	/		32,361,023,677	8,526,657,451	233,194,612	6,904,250,000	34,216,625,740

## （二）受汇率变动影响，境外债融资受积压

图：2018年2月26日-2018年8月23日美元兑换人民币价格情况



表：新城尚未兑付的境外债存量

时间	发行债券金额	票面利率
2017年2月	3.5亿美元	5%
2017年8月	2亿美元	6.5%
2018年2月	23.46亿港元	2.25%
2018年4月	3亿美元	6.5%
2018年6月	2亿美元	6.5%
2018年6月	2亿美元	7.5%
合计	≈15.5亿美元	

高级无抵押定息债券 (US\$ 300,000,000 6.75 PER CENT. BONDS DUE 2020)	2019 年 1 月 28 日	6.75%	300,000,000	2019 年 1 月 28 日	300,000,000	2020 年 1 月 26 日
高级无抵押定息债券 (US\$ 300,000,000 6.5 PER CENT. BONDS DUE 2022)	2019 年 5 月 20 日	6.5%	300,000,000	2019 年 5 月 20 日	300,000,000	2022 年 5 月 19 日
高级无抵押定息债券 (US\$ 350,000,000 7.5 PER CENT. BONDS DUE 2021)	2019 年 12 月 16 日	7.5%	350,000,000	2019 年 12 月 16 日	350,000,000	2021 年 12 月 15 日



## 2016-2019年新城控股债券融资情况

年份	融资手段	筹集资金 (亿元)
2016	私募公司债	80
2017	中期票据	45
	PPN	20
	高级美元债券	2
	ABN	21
2018	中期票据、永续中期票据、定向债务融资工具、超短期融资债券	79
	购房尾款资产支持证券、公开及非公开公司债券	55.53
	高级美元债券	13
2019	中期票据、超短期融资债券、资产支持票据	31.58
	公司债	21
	高级美元债券	9.5

来源：公司年报整理



### （三）资产担保等处于高位

表：2017年末新城地产担保额情况（单位：亿元）

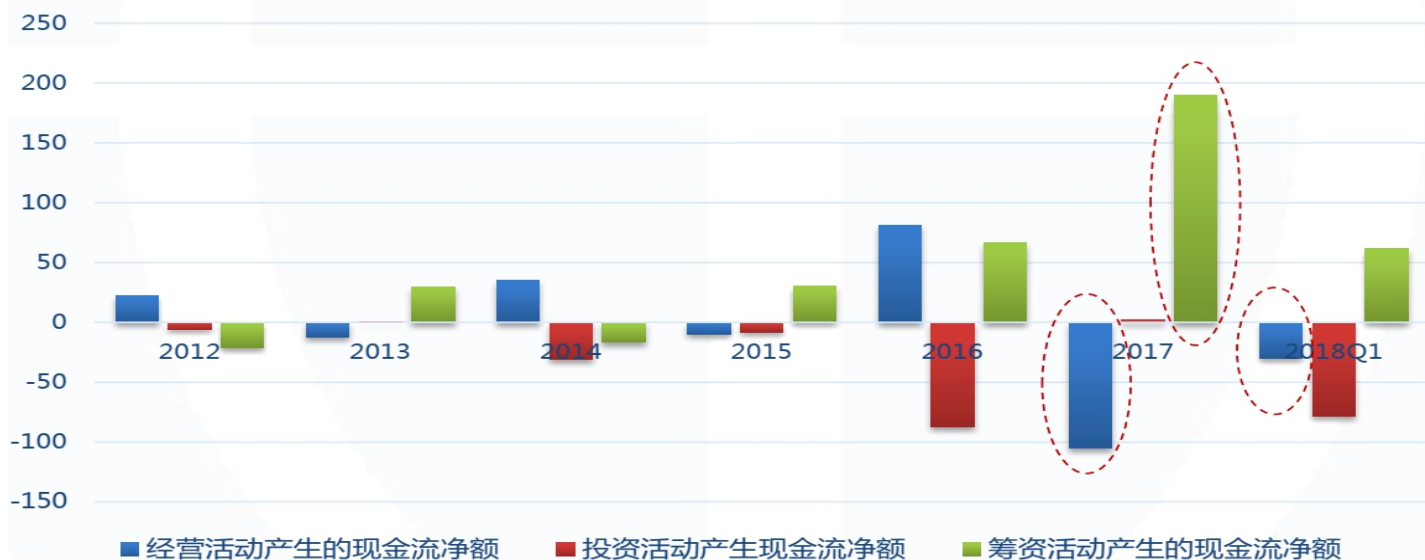
公司担保总额情况（包括对子公司的担保）	
担保总额（A+B）	411.8
担保总额占公司净资产的比例(%)	158.49%
其中：	
直接或间接为资产负债率超过70% 的被担保对象提供的债务担保金额 （D）	388.2
担保总额超过净资产50%部分的金 额（E）	281.9

表：2017年末新城地产资产用于借款抵押情况（单位：亿元）

资产属性	抵押金额
存货中开发成本	266.8亿元(存货开发成本共计513.2亿 元)
投资性房地产	63.5亿元
房屋及建筑	9.8亿元
其他非流动资产种的工业用地及房产	2.8亿元
合计	342.9亿元

## （四）现金流高度依赖融资

表：2012年-2018Q1新城控股担保额情况（单位：亿元）



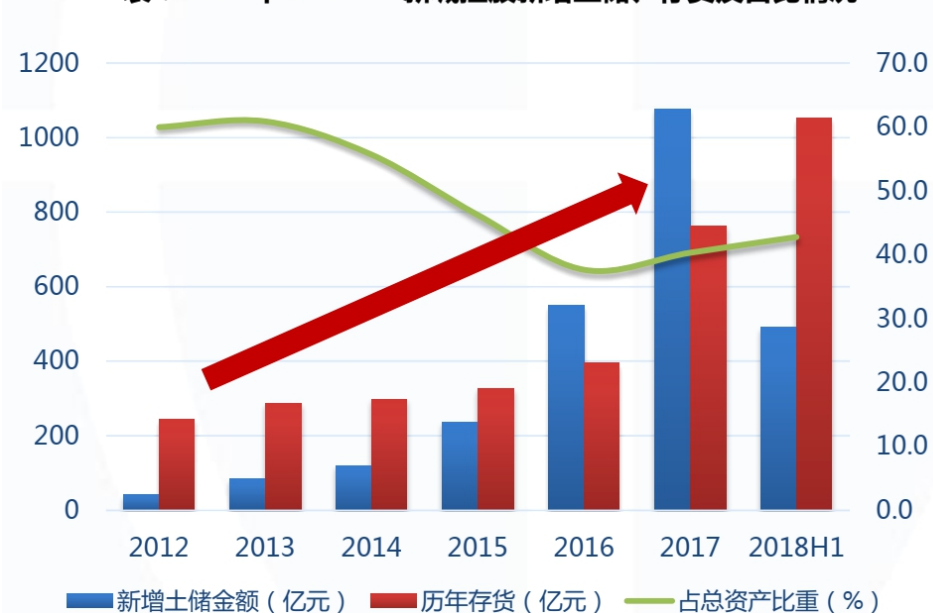
年份	2016	2017	2018	2019
合同销售金额（亿元）	650.6	1264.72	2210.98	2708.01
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	382.37	554.87	1057.38	1666.18
销售商品、提供劳务收到的现金/合同销售金额	58.77%	43.87%	47.82%	61.53%

年份	2016	2017	2018	2019
吸收投资收到的现金（亿元）	2.66	25.95	134.99	94.52
支付其他与筹资活动有关的现金（亿元）	32.95	67.07	293.83	422.19

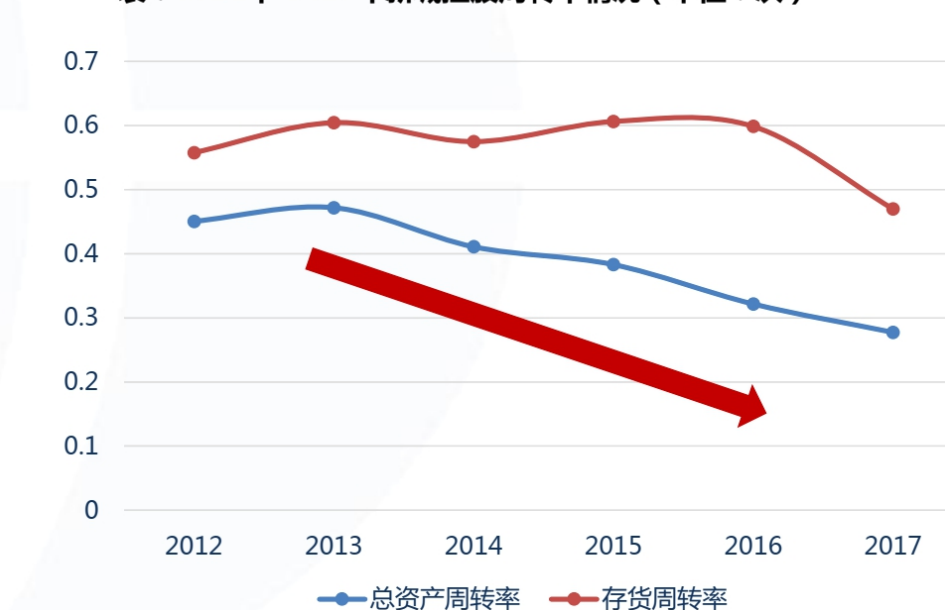
回购了部分股份

## （五）规模化致存货高企，拖累周转率

表：2012年-2018H1新城控股新增土储、存货及占比情况



表：2012年-2017年新城控股周转率情况（单位：次）



## （六）商业资产较重、资金沉淀施压周转率、现金流

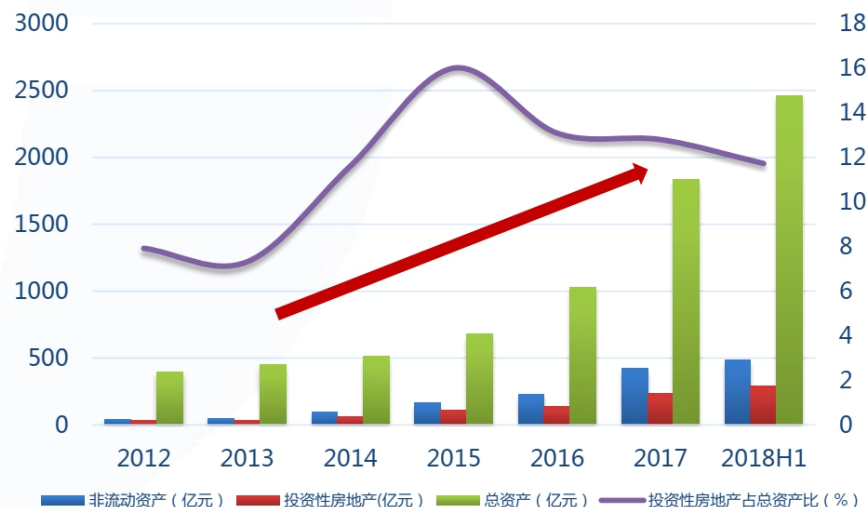
图：2012-2017年新城控股销售结构占比情况



图：2015-2017年新城控股吾悦广场现状及运营计划情况



图：2012-2017年新城控股投资性房地产占资产比重情况



# 结语

- 新城控股承认，受调控政策持续影响，2018年及2019年一季度，其在三四线城市的房地产项目去化率同比有所下降，2019年第一季度实际可售货值为1,519.27亿元，实际销售467.14亿元，去化率仅为30.75%，而2018年度及2019年一季度，新城控股在三、四线城市的房地产合同销售额占比分别为50.72%及59.51%。
- 在三、四线城市去化率下降的情况下，这家快速成长房企的财务总监以及实控人压力自是不小。

# 新城控股发布公告称，出售40个项目

- 金科、招商以及仁恒均为接盘方。其中，金科、招商各自收购新城控股的项目都有10个左右。

## 二、澄清说明

近日，为积极应对市场变化，公司正与合作伙伴就公司近期公开市场新获取项目的合作方式进行洽谈、协商，筹划出售部分项目公司股权。前述项目尚未开始销售，转让该部分项目公司股权不会对公司2019年经营业绩产生较大影响。

截至目前，公司已在洽谈、协商出售的项目约为40个（含合联营项目），但拟出售的标的公司范围、交易对方及交易金额均存在不确定性。如上述交易最终

新城此次处置资产几乎都为平价出售。

保守估算，至少可回笼150亿资金。

回款后新城控股的资金值将暂时恢复到安全状态。

完成，公司可通过转让项目公司股权收回部分上半年已支付的土地款，将增加公司货币资金、优化公司资产结构。

截至目前，公司已就5个项目与交易对方签订了股权转让协议，交易成交总额约为24亿元，约占公司2018年未经审计归母净资产的8%，未达到《上海证券交易所股票上市规则》应当披露的交易披露标准，后续如达到相关披露标准，公司将按照《上海证券交易所股票上市规则》相关规定，对相关股权出售交易情况进行及时披露。

公司2019年度合同销售目标仍为2700亿元，目前整体管理团队和人员结构稳定，各项经营情况正常，公司将围绕上述销售目标并按计划开展公司的各项业务。

谢谢聆听！