

首次覆盖

新光圆成 002147.SZ

目标估值：--
 当前股价：16.19 元
 2017 年 03 月 05 日

项目高盈利，集团促发展

基础数据

上证综指	3218
总股本 (万股)	140621
已上市流通股 (万股)	22421
总市值 (亿元)	228
流通市值 (亿元)	36
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	8.0
资产负债率	53.7%
主要股东	新光控股集团有限公
主要股东持股比例	62.05%

股价表现



资料来源：贝格数据、招商证券

赵可
 0755-82943231
 zhaoke@cmschina.com.cn
 S1090513110001

刘义
 0755-82940790
 liuyi5@cmschina.com.cn
 S1090512050003

研究助理
 黄梓钊
 0755-83295441
 huangzizhao@cmschina.com.cn

公司是以义乌为大本营的浙中区域龙头地产商，开发业务体量不大但盈利能力较强，自持物业体量大且增值空间也较高，重组承诺保障未来两年业绩维持高位；估值优势虽不明显（市值较 RNAV 溢价 42%、2017PE=16X）但仍在可接受范围之内。集团资源丰富并积极打造地产+、互联网等相关产业，依托集团资源，公司由传统地产开启的转型预期是未来看点，可积极关注。

- **借壳上市、打造“地产为主+制造为辅”双主业。**壳公司主要从事回转支承业务，通过发行股份购买资产（作价 112 亿），新光集团旗下地产业务实现借壳上市，并募集配套资金（27.4 亿）助力项目开发。交易完成后，新光控股集团与关联自然人虞云新合计持股 68.94%。
- **浙中区域龙头、开发业务高盈利、自持物业高增值。**公司主要从事“商业+住宅”综合性开发，截至 2016Q3 末开发业务权益未结货量近 70 万平米、货值近 200 亿；其中，义乌货量占比达 38%、货值占比达 53%，义乌、东阳、金华等浙中地区货值合计占比达 70%；近年来也开始布局西安、南通等省外市场。核心项目区位优势，土地成本低，地价房价比极具优势，导致公司盈利能力显著高于行业平均水平，综合净利率持续提升至近 30%。自持物业已与开发业务权益未结规模基本相当，预计租金收入将逾 7 亿/年，并且历史成本低，增值空间大。此外，大本营义乌将受益于“一带一路”战略。
- **集团资源丰富并积极打造互联网相关产业、对上市平台支持力度高。**新光集团是集饰品、房地产、旅游、金融、互联网等板块于一体的多元化企业，是中国流行饰品龙头企业，地产借壳上市（集团旗下唯一上市平台）、金融快速布局、旅游发力新疆，长期协同可期。集团近年来借力跨境贸易积极打造“互联网+”战略，在相关领域已有多处布局，未来将基于产业优势（饰品等跨境贸易）和地缘优势（义乌等地区作为一带一路的核心起点）在跨境及互联网等领域进一步延伸，打造跨境及互联网方面的优势产业资源。
- **估值优势虽不明显，但由传统地产开启转型之路的预期提供未来看点，可积极关注。**中性预期下，公司 RNAV 为 161 亿，目前市值较 RNAV 溢价 42%，溢价率较中等市值转型标的难有优势；重组承诺为公司业绩提供有力保障，预计 2017 年净利润为 14 亿左右，对应市盈率为 16X，略低于中等市值转型类标的。虽然地产业务储备偏小，但开发项目盈利能力较高，自持物业增值空间较大，未来两年业绩维持高位，估值优势虽不明显但仍在可接受范围之内，依托集团资源，由传统地产开启转型之路的预期提供未来看点，可积极关注。鉴于目前转型尚未有实质性进展，暂不给予评级和目标价。
- **风险提示：**土地储备量不足；预收款较少，业绩锁定性不强；商铺和酒店实际市场价格与重估价格的潜在差异超预期；整合及转型进展低于预期；定增 7 月份解禁。

正文目录

一.借壳上市、打造“地产为主+制造为辅”双主业.....	5
1.壳公司主要从事回转支承制造业务.....	5
2.新光集团房地产业务借壳上市，并募集配套资金助力项目开发.....	5
二.浙中区域龙头、开发业务高盈利、自持物业高增值.....	7
1.开发业务权益未结货值近 200 亿、义乌等浙中区域占比 70%.....	7
2.核心项目区位优势、义乌世贸为旗舰项目.....	9
3.土地成本低成就项目高盈利.....	13
4.自持物业体量大、增值高.....	14
5.大本营义乌受益于“一带一路”战略.....	15
三、公司财务杠杆率较低、流动性指标还需改善.....	16
四、集团资源丰富并积极打造地产+、互联网等相关产业.....	18
1.集团产业布局多元，总资产达 300 多亿.....	18
2.中国流行饰品龙头企业.....	19
3.借力跨境贸易打造“互联网+”战略.....	22
4.地产延伸至商业/物流/旅游等领域、金融快速布局、长期协同效应可期.....	22
5.旅游、能源、农业等其他业务也有布局.....	24
五、主要结论：估值优势虽不明显，但由传统地产开启的转型升级预期较强，可积极关注.....	26
1.绝对估值.....	26
2.相对估值.....	27
3.主要结论.....	28
六、风险提示.....	28

图表目录

图 1：2011-2015 年方圆支承主营业务收入.....	5
图 2：2011-2015 年方圆支承毛利率和净利率.....	5
图 3：重大资产重组交易方案示意图.....	6
图 4：交易前公司股权结构.....	7
图 5：交易后公司股权结构.....	7
图 6：义乌世贸中心项目.....	10

图 7: 义乌世贸中心项目区位图.....	10
图 8: 新光天地三期项目	11
图 9: 新光天地三期项目区位图.....	11
图 10: 千岛湖皇冠假日酒店及附楼项目	11
图 11: 千岛湖皇冠假日酒店及附楼项目区位图	11
图 12: 西安 1912 项目效果图	12
图 13: 西安 1912 项目区位图	12
图 14: 南通 1912 项目效果图	12
图 15: 南通 1912 项目区位示意图	12
图 16: 义乌青口地块示意图	13
图 17: 义乌青口地块区位图	13
图 18: 公司房地产营收及净利率 (%)	13
图 19: 公司住宅及商业毛利率 (%)	13
图 20: 新光圆成净负债率所处行业水平	16
图 21: 新光圆成有息负债率所处行业水平	16
图 22: 新光圆成现金/即期负债所处行业水平	16
图 23: 新光圆成流动性指标所处行业水平	17
图 24: 新光圆成重组后净负债率明显改善	17
图 25: 新光圆成重组后有息负债率明显改善	17
图 26: 新光圆成重组后有息负债即期占比有所回落	17
图 27: 新光圆成重组后流动性明显增强	17
图 28: 新光集团旗下产业示意图	18
图 29: 2015 年新光集团主营业务收入 (亿)	18
图 30: 2015 年新光集团主营业务收入结构	18
图 31: 2015 年新光集团毛利构成	19
图 31: 2015 年新光集团各业务毛利率变化 (%)	19
图 32: 2013-2015 年新光集团总资产 (亿)	19
图 33: 新光集团资产负债率	19
图 36: 2013-2016Q1 饰品及相关贸易主营业务收入	20
图 37: 2013-2016Q1 饰品及相关贸易主营业务毛利率	20
图 38: 2013-2016Q1 公司自产/贸易业务营收	21

图 39: 2013-2016Q1 公司自产/贸易饰品业务毛利率.....	21
图 40: 2015 年饰品及饰品配件销售区域情况.....	21
图 41: 网仓科技业务模式.....	22
图 42: 西台子天池旅游生态园效果图.....	25
图 43: 西台子天池旅游生态园效果图.....	25
图 44: 天山天池风光.....	25
图 45: 五彩湾古海温泉风光.....	25
表 1: 发行股份购买资产.....	6
表 2: 配套募资投向项目.....	6
表 3: 配套募资投向义乌世贸中心等三个项目.....	6
表 4: 公司已开发完成项目列表(截至 2015 年 7 月 31 日).....	8
表 5: 公司开发项目表.....	8
表 6: 义乌世贸中心项目.....	9
表 7: 新光天地二期基本信息.....	10
表 8: 新光天地三期基本信息.....	10
表 9: 千岛湖皇冠假日酒店及附楼项目.....	11
表 10: 公司项目楼面价与预计售价比较.....	14
表 11: 自持物业总表.....	14
表 12: 自持物业租金收入.....	15
表 13: 义乌世茂中心业态分布.....	15
表 15: 2015&2016Q1 饰品及相关贸易业务分类别占比收入结构.....	20
表 16: 表: 新光集团饰品及饰品配件收入情况一览表.....	20
表 17: 表: 新光集团 13-15 年饰品产销情况表.....	20
表 18: 南粤银行基本资料.....	23
表 19: 百年人寿基本资料.....	24
表 20: 新光圆成 RNAV.....	27
表 21: 新光集团业绩承诺.....	28

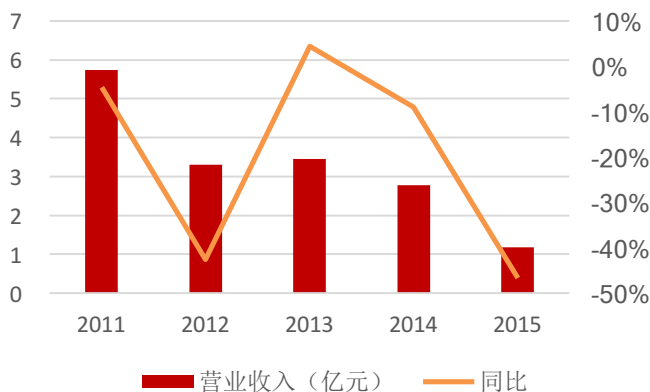
一.借壳上市、打造“地产为主+制造为辅”双主业

1.壳公司主要从事回转支承制造业务

方圆支承为业内首家上市公司。公司原为马鞍山方圆回转支承股份有限公司，成立于2003年7月，是国内规模最大的集研发、设计和制造于一体的回转支承生产厂家。公司产品广泛运用于建筑机械、冶金机械、清洁能源、医疗CT和军工等领域，是徐工、玉柴、三一、柳工、福田雷沃等国内著名企业的重要供货商，并批量出口美国、加拿大、日本、意大利等国家和地区。2007年8月，公司在深圳证券交易所挂牌上市，成为行业内首家也是唯一一家上市公司。

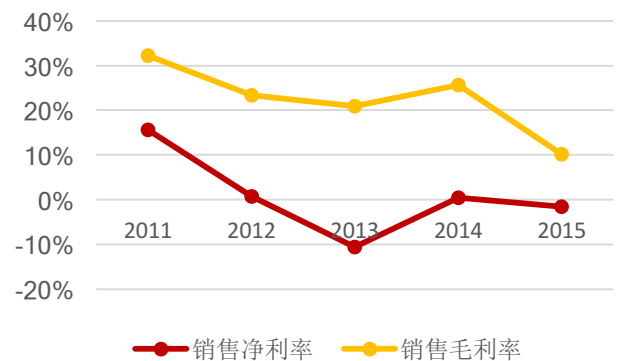
回转支承业务面临发展困境，转型升级势在必行。2011年以来，方圆支承主营业务规模呈现不断下滑趋势，盈利能力也显著下降。其原因一方面在于，国内的工程机械行业仍处于库存高企的状态，去库存和调结构是行业发展的主基调；另一方面在于，公司当前生产的回转支承产品主要属于中低端系列，在饱和市场上缺乏议价能力和核心竞争力。由此看来，公司的转型和升级势在必行。

图 1：2011-2015 年方圆支承主营业务收入



资料来源：Wind、招商证券

图 2：2011-2015 年方圆支承毛利率和净利率



资料来源：Wind、招商证券

2.新光集团地产业务借壳上市，并募集配套资金助力项目开发

地产业务借壳上市，打造“地产为主+制造为辅”双主业。2016年4月，方圆支承以11.54元/股的价格，发行9.69亿股，购买新光集团、自然人虞云新合计持有的万厦房产100%股权和新光建材城100%股权，标的资产合计作价112亿；本次发行股份锁定期为36个月；随后募集配套资金助力项目开发。重组后新光控股集团与关联方自然人虞云新合计持有上市公司68.94%的股份，地产业务成功实现借壳上市。上市公司原回转支承业务仍得以保留，成功打造“地产为主+制造为辅”的双主业。

表 1：发行股份购买资产

交易方案	方圆支承拟通过发行股份的方式向新光集团、自然人虞云新购买其合计持有的万厦房产 100% 股权和新光建材城 100% 股权
标的资产作价	111.87 亿元
标的资产净资产	万厦房产为 13.58 亿元，新光建材城为 6.10 亿元
标的资产增值率	万厦房产为 340.91%，新光建材城为 752.91%
股份发行价格	11.54 元/股
发行股数	9.69 亿股
上市日期	2016/4/18
锁定期	36 个月（新光集团、虞云新）

资料来源：公司公告、招商证券

募集配套资金助力地产项目开发。2016 年 6 月，方圆支承以 15.36 元/股，向 10 名特定投资者非公开发行 1.78 亿股，募集 27.4 亿配套资金（原拟募不超 32 亿），用于万厦房产和新光建材城旗下义乌世贸中心、千岛湖皇冠假日酒店及附楼、新光天地三期等项目的开发建设；本次发行股份锁定期为 12 个月。

表 2：配套募资投向项目

募集配套资金方案	为提高本次重组绩效，公司向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金
资金投向	用于义乌世贸中心、千岛湖皇冠假日酒店及附楼、新光天地三期等项目的开发建设及补充流动资金
募集配套资金总额	27.38 亿元
发行价格	15.36 元/股
新增股数	1.78 亿股
上市时间	2016/7/15
锁定期	12 个月

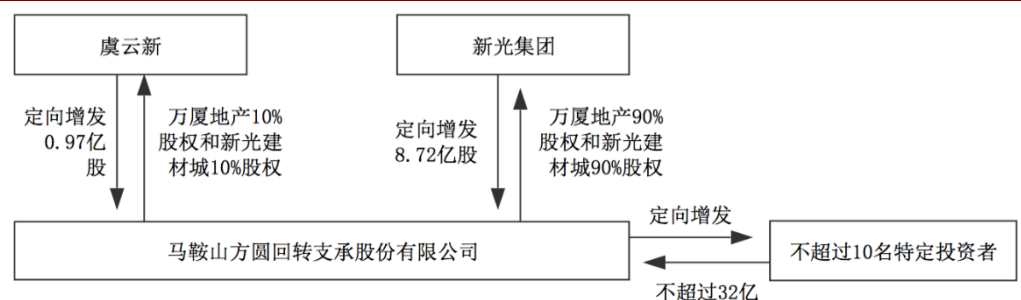
资料来源：公司公告、招商证券

表 3：配套募资投向义乌世贸中心等三个项目

项目名称	开发总面积（万方）	开工时间	拟竣工时间
新光天地三期	6.26	2014 年 9 月	2016 年 6 月
千岛湖皇冠假日酒店及附楼	9.34	2015 年 4 月	2016 年 5 月
义乌世贸中心	47.00	2012 年 4 月	商品房：2016 年 3 月；自持物业：2016 年 9 月

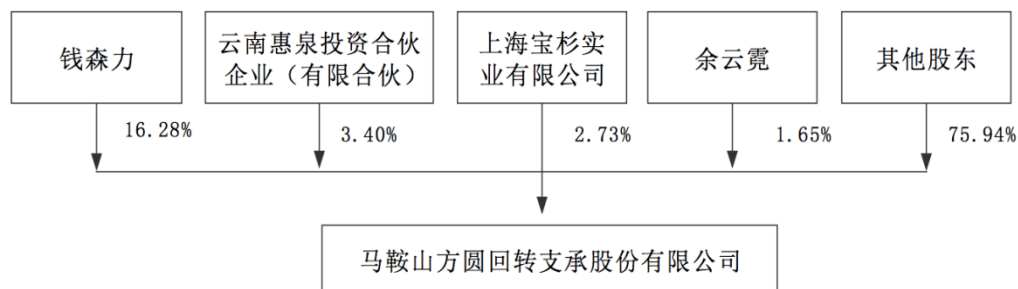
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：重大资产重组交易方案示意图



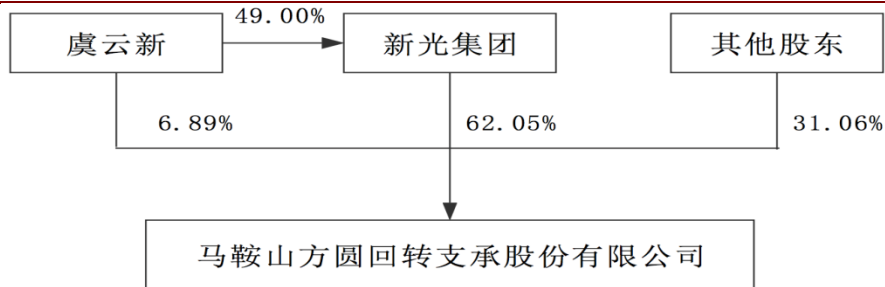
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：交易前公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：交易后公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

二.浙中区域龙头、开发业务高盈利、自持物业高增值

1.开发业务权益未结货值近 200 亿、义乌等浙中区域占比 70%

新光圆成以万厦房产和新光建材城为主体耕耘房地产开发业务，主要从事住宅及商业综合性开发。截至 2015 年 7 月，万厦房产和新光建材城累计开发房地产建筑面积近 210 万平方米，积累了丰富的开发和经营经验，是浙中地区房地产龙头企业。公司近年来开始走出浙中市场，已布局杭州建德、西安、南通等地，主要是商业项目，未来还计划进入一线城市，进一步完善区域布局。

表 4：公司已开发完成项目列表(截至 2015 年 7 月 31 日)

序号	项目名称	开发单位	开工时间	竣工时间	土地面积	开发建筑面
1	义乌欧景名城	万厦房产	2007.08	2010.09	18.62	60.72
2	银联大厦	万厦房产	2010.01	2011.01	0.68	2.79
3	财富大厦	万厦房产	2003.11	2005.01	1.13	5.45
4	国贸大厦	万厦房产	2005.01	2006.04	0.96	5.25
5	新科花园	万厦房产	2005.06	2006.11	7.11	23.47
6	新天地广场	万厦房产	2005.12	2008.01	1.02	17.02
7	涌金广场	万厦房产	2003.09	2004.12	0.30	2.90
8	东阳国际建材	新光建材城	2007.01	2008.12	16.59	24.40
9	东阳欧景名城	新光建材城	2012.07	2014.05	3.70	15.08
10	新光天地一期	新光建材城	2011.09	2014.07	1.32	8.28
11	金华欧景名城	金华欧景	2010.07	2014.06	10.76	44.04
合计					62.19	209.40

资料来源：公司资料、招商证券

截至 2016Q3 开发业务权益未结货量近 70 万平米、货值近 200 亿。截至目前，公司待开发土地储备权益可售面积 27 万平米，预估总货值 70 亿。截至 2015 年底，竣工项目（尾盘）权益未售面积 11 万平米，预估总货值 18 亿；在建项目权益未售面积（不含自持）合计 31 万平米，预估总货值 118 亿，其中，义乌世贸中心为旗舰项目（权益可售面积 19.89 万平米，预估货值 84 亿）。截至 2015 年底权益未售项目及待开发土地合计总货值超过 200 亿，加上预收款再扣掉 2016 年前三季度累计结算货值，即可得出截至 16Q3 末的权益未结货量近 70 万平米、货值近 200 亿量级。区域分布来看，义乌货量占比达 38%，货值占比达 53%；义乌、东阳、金华等地区合计货值占比达 70%。

表 5：公司开发项目表

项目名称	项目所在地	土地面积	拿地成本	权益规划建面	权益可售面积	2015 年底待售	楼面成本	预计售价	货值
待开发土地									
西安 1912 项目	西安	4.27		10.50	10.50	10.50		2	21
义乌江东街道青口项目	义乌	6.63	12.54	7.29	7.29	7.29	1.72	3.5	26
南通 1912 项目	南通	10.21	2.72	11.90	11.90	11.90	0.16	2	24
合计				29.69	29.69	29.69			70
已开发未销售完成项目									
东阳欧景名城	东阳	3.70	3.39	15.08	10.10	2.06	0.22	1.3	3
新光天地一期	东阳	1.32	6.06	8.28	4.33	1.38	0.73	3.0	4
金华欧景名城	金华	10.76	10.12	44.04	32.99	5.76	0.23	1.3	7
万厦房产零星项目		无	无	24.4011	1.89	1.89	无	2	4
合计				91.80	49.30	11.08			18
在建项目									
新光天地二期	东阳	1.62	6.99	10.01	9.29	2.54	0.70	3.0	8
新光天地三期	东阳	1.19	4.61	6.32	5.65	4.92	0.73	3.0	15
义乌世贸中心	义乌	4.95	10.96	48.47	19.89	19.89	0.23	4.2	84
千岛湖皇冠假日酒店及附楼	杭建德市	19.19	0.67	9.34	4.06	4.06	0.07	3.0	12
合计		26.94		74.13	38.89	31.42			118

资料来源：公司公告、招商证券注：面积（万平米）、价格（万元）、货值（亿元）

2.核心项目区位优势、义乌世贸为旗舰项目

公司已开发在售、在建项目位于城市的商业核心区，地理位置优越，资源稀缺，增值空间巨大。其中，义乌世贸中心是新的城市地标，也是新光集团商业地产板块的旗舰项目。东阳新光天地项目位于红椿巷区域，周围各类生活、市政实施配套极为完善齐全，购物，娱乐，金融，教育，医疗等配套则皆在步行范围内。土地储备中，公司联手专注于休闲文化商业运营与管理开发的南京一九一二集团，在西安城墙朝阳门—中山门段周边与南通港闸区核心区域展开城市休闲商业体的开发，未来休闲商业体开发将成为公司重点方向；同时继续在义乌拿下一块毗邻义乌世贸中心的住宅用地，将受益于公司核心项目义乌世贸中心给片区带来的价值提振。

义乌世贸中心项目：新光商业地产旗舰、地段核心、项目体量巨大、盈利能力强

义乌世茂中心坐落于金融商务区地，与义乌国际商贸城仅一街之隔，与义乌国际博览中心、义乌国际文化中心隔江相望。项目占地面积 4.95 万平方米，总建筑面积 48.47 万平方米，项目拿地时间于 2010 年 7 月，计划于 2016 年 3 月（商品房）/6 月（写字楼）竣工。楼面成本约 0.23 万/平米、预计销售均价达 4 万/平米左右。项目为涵盖超五星级酒店、高档商务精品办公、公寓、高档住宅、商业广场于一体的综合性物业。

项目包括 215 米超高层五星级酒店、三幢各为 150 米高的公寓式酒店和高档住宅，以及 14.80 万超大面积的商业裙房。

215 米超高层建筑：分为超五星级酒店、高档商务精品办公两大部分；酒店层高 3.9 米，提供约 500 间豪华客房，客房面积约 50-120 平方米；高档商务精品办公由专门电梯经过设在 36 层的空中大堂转换到达，标准层高 4.1 米，每层面积 721~1896 平方米。

高档住宅：CBD 唯一地标级豪宅住宅，分为 A 栋与 B 栋；A 栋住宅共 41 层，1 层为入口大堂，2-5 层为商业广场，6 层以上为高级住宅，标准层户型在 130-240 平方米左右，层高 3.3 米，共计 204 户；B 栋住宅计 42 层，1 层为入口大堂，2-5 层为商业广场，6 层以上为高级住宅，标准层户型在 125-167 平方米，层高 3.2 米，共计 261 户。

公寓：分为两大功能，1 层为入口大堂，2-5 层为商业，6 层以上为公寓式酒店，共计 39 层，层高 3.4 米，共计 240 户。

商业广场：建成后将是义乌目前最大规模商业旗舰。

表 6：义乌世贸中心项目

拿地时间	开工时间	拟竣工时间	拿地成本	项目规模	
2010.07.30	2012.04	商品房：2016.03 自持物业：2016.09	2261 元/平方米	48.47	
可售项目业态					
住宅	商务楼	公寓式酒店	商铺	储藏室	车位（个）
9.0	1.29	4.0	2.6	0.96	869

资料来源：公司公告、招商证券注：项目规模为万平方米

图 6：义乌世贸中心项目



资料来源：公司官网、招商证券

图 7：义乌世贸中心项目区位图



资料来源：百度地图、招商证券

新光天地二期/三期：

新光天地位于东阳市老城区的繁华地段——红椿巷区域，属于旧城区改造的中高端项目，北侧为两幢高层住宅楼，西侧为多层的商住楼。项目周边集聚了东阳知名的小学、初中、医院、酒店、超市、最大广场绿地及休闲娱乐场所等，配套设施完整，居住和商业氛围浓厚。项目合计建筑面积 23.71 万平方米，一共分为三期开发。

新光天地二期：项目占地面积 1.62 万平方米，建筑面积规模 10.1 万方，其中可售面积 9.29 万平方米。项目于 2013 年 5 月 14 日拿地，楼面成本约 0.7 万/平方米，预计售价 3 万/平方米。截至 2015 年底待售面积约为 2.54 万方。

表 7：新光天地二期基本信息

拿地时间	开工时间	拟竣工时间	拿地成本	项目规模
2013.05.14	2014.04	2015.12	6978 元/	10.01
可售项目业态				
商铺	商务楼	安置房	车位 (个)	
4.707	1.2906	4.1550	145	

资料来源：公司公告、招商证券注：项目规模为万平方米

新光天地三期项目：项目占地面积 1.19 万平方米，建筑面积 6.32 万平方米，可售面积为 5.65 万平方米。项目于 2013 年 10 月 8 日拿地，楼面成本为 0.7 万/平方米。项目业态为商铺。截至 2015 年底待售面积约为 4.92 万方。

表 8：新光天地三期基本信息

拿地时间	开工时间	拟竣工时间	拿地成本	项目规模
2013.10.08	2014.09	2016.06	7296 元/平	6.32
可售项目业态				
住宅 (非普通)	商业	安置房	公寓	车位 (个)
2.7575	2.8889	0.3645	0.5299	203

资料来源：公司公告注：项目规模为万平方米

图 8：新光天地三期项目



资料来源：公司官网、招商证券

图 9：新光天地三期项目区位图



资料来源：百度地图、招商证券

千岛湖皇冠假日酒店及附楼项目：千岛湖皇冠假日酒店及附楼项目地处于建德市新安江岭后塘坞口，该项目为建德市招商引资重点工程，也是截至 2015 年底建德唯一一家国际品牌的五星级酒店。千岛湖是国务院首批公布的国家级重点风景名胜区之一，也是目前国内最大的国家级森林公园。

项目占地面积 19.19 万平方米，建筑面积 9.33 万平方米，可售面积 4.06 万平方米。项目于 2008 年 01 月 10 日拿地，楼面成本为 0.07 万/平方米，预计可售部分售价 3 万元/平方米。项目可出售业态为酒店附楼。截至 2015 年底待售面积约为 4.06 万平方米。项目业态包括 119 套酒店附楼，27 套酒店温泉客房和 1 栋游艇会所。

表 9：千岛湖皇冠假日酒店及附楼项目

拿地时间	开工时间	拟竣工时间	拿地成本	项目规模	项目业态
2008.01.10	2015.04	2016.05	705 元/平方米	9.33	酒店附楼 4.0606

资料来源：公司公告、招商证券注：项目规模为万平方米

图 10：千岛湖皇冠假日酒店及附楼项目



资料来源：公司官网、招商证券

图 11：千岛湖皇冠假日酒店及附楼项目区位图



资料来源：百度地图、招商证券

三个待开发项目分布于西安、南通、义乌。公司现有的土地储备权益可售货值 29.69 万平方米，包括西安长安里 1912 项目、南通 1912 项目，以及 2016 年 8 月竞得的义乌

市金融小镇（毗邻义乌世贸中心）一宗面积为 6.6 万平方米的沿江地块。

西安 1912 项目：2015 年年末，万厦房产就西安长安里 1912 项目与江苏一九一二文化产业发展有限公司达成合作协议，双方拟成立江苏新玖实业投资有限公司在西安共同打造特色文化主题商业街区，万厦房产持股 70.00%。项目占地面积约 4.27 万平方米，建筑面积约 15 万平方米（万厦地产权益面积 10.5 万方）。其中，地上商业建筑面积约 5 万平方米，地下建筑为商业、配套用房及车库，面积约 10 万平方米。预计售价约 2 万/平方米。项目位于西安城墙内于西安市东五路以南，顺城东路以西，尚爱路以东，东二路以北。东部区域，融合了本土历史人文和现代商业元素，是西安地区首个反映本土历史文化特色的标志性商业体。

图 12：西安 1912 项目效果图



资料来源：公司官网、招商证券

图 13：西安 1912 项目区位图



资料来源：百度地图、招商证券

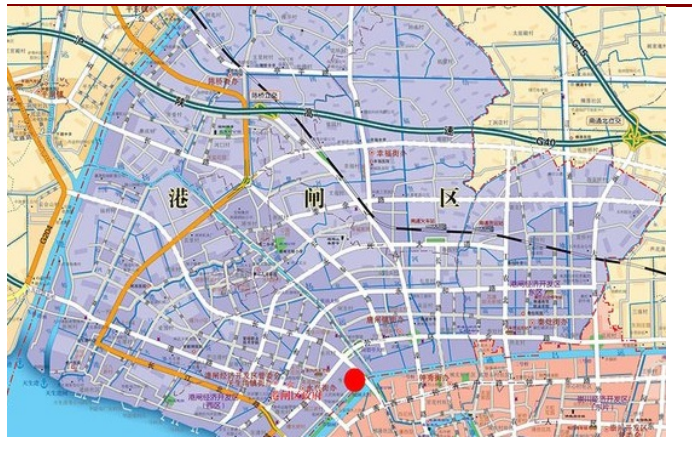
南通 1912 项目：2016 年 4 月，公司控股子公司江苏新玖实业投资有限公司（万厦房产占 70% 权益）以 2.6 亿获得南通市 CR16008 地块，土地面积为 10.2 万平方米，建筑面积 17.7 平方米。项目楼面成本 0.16 万/平方米，预计售价 2 万/平方米。该地块将被打造成集酒吧、餐饮、娱乐、购物、住宅为一体的文化商业街区和住宅区。项目北侧与万达华府接壤，南侧享有通吕运河的景观资源，项目将同时享有万达广场和 1912 的高端商业配套，是该区域绝无仅有的改善型住宅精品项目。

图 14：南通 1912 项目效果图



资料来源：公司官网、招商证券

图 15：南通 1912 项目区位示意图



资料来源：百度、招商证券

义乌青口地块：公司于2016年8月拿地，占地面积6.63万平方米，容积率1.1，权益可售面积7.29万平方米，楼面成本约1.72万/平方米，预计售价3.5万/平方米。项目地处义乌丝路新区义乌江绿廊地带，沿江风景优美，交通便利，配套设施完善。未来受益于公司义乌世贸中心对该片区的价值提振与丝路新区金融小镇的开发，物业价值提升空间较大。

图 16：义乌青口地块示意图



资料来源：公司官网、招商证券

图 17：义乌青口地块区位图



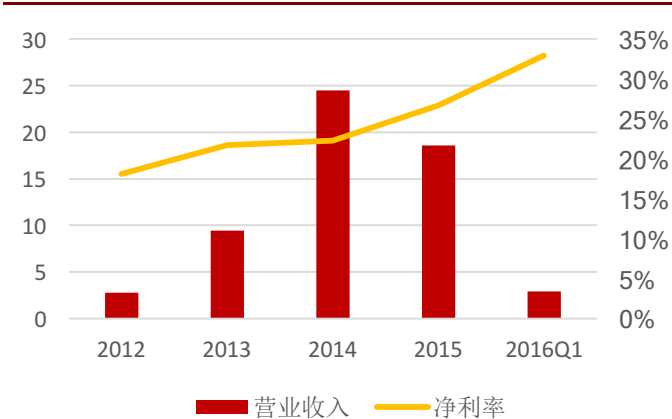
资料来源：百度地图、招商证券

3.土地成本低成就项目高盈利

公司房地产业务盈利能力显著高于行业平均水平，其中，住宅开发毛利率接近40%，商业项目毛利率逐年提高至超过70%，综合净利率也持续提升至近30%。

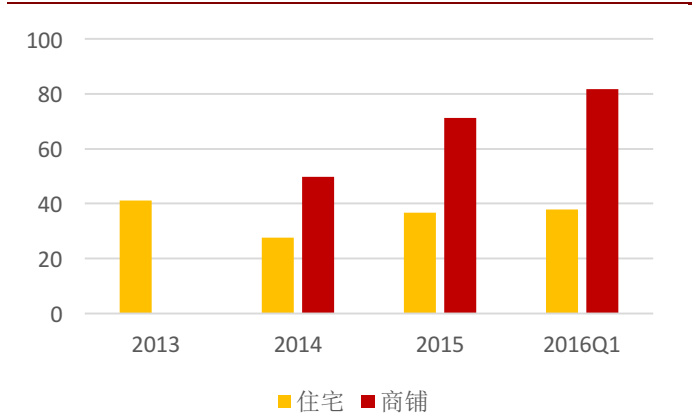
项目高盈利主要得益于土地成本普遍偏低，地价房价比极具优势。公司主要项目拿地时间较早，主要在建项目在2008-2013年拿地。其中，千岛湖皇冠楼假日酒店来自2008年所拍地块，拿地成本仅为705元/平方米，地价房价比只有个位数百分比；义乌世贸中心在2010年拿地，土地成本只有2千多元/平米，地价房价比也只有个位数百分比；新光天地拿地成本7千/平米，地价房价比20%+。此外，公司凭借丰富的开发经验和优秀的选址战略，给旗下产品提供了较高附加值。

图 18：公司房地产营收及净利率（%）



资料来源：公司公告、招商证券数据来自万厦地产与新光建材城

图 19：公司住宅及商业毛利率（%）



资料来源：公司公告、招商证券数据来自万厦地产与新光建材城

表 10：公司项目楼面价与预计售价比较

项目	地区	楼面成本	预计售价
待开发土地			
西安 1912 项目	西安		2
义乌江东街道青口单元区块 01 单元	义乌	1.7	3.5
南通 1912 项目	南通	0.2	2
已开发未销售完成项目			
东阳欧景名城	东阳	0.2	1.3
新光天地一期	东阳	0.7	3
金华欧景名城	金华	0.2	1.3
万厦房产零星项目		无	2
在建项目			
新光天地二期	东阳	0.7	3
新光天地三期	东阳	0.7	3
义乌世贸中心	杭州建德市	0.2	4.2

资料来源：公司公告、招商证券

4. 自持物业体量大、增值高

公司历史上累计留存了大量的自持物业，主要是商铺，伴随千岛湖项目及义乌世贸中心的竣工，公司自持物业规模将进一步扩大至 60 多万平米，自持物业规模已与开发业务权益未结规模基本相当，预计租金收入将逾 7 亿/年，成为公司业绩的有力保障。自持面积最大的主要是义乌世贸中心和东阳国际建材城，其中，义乌世茂中心自持体量达 25.61 万方，预估货值 102 亿，主要自持业态为超五星酒店、高档写字楼、商业广场与车位。东阳国际建材城自持体量 18.39 万方，主要业态为商铺，用于出租，预估货值 28 亿。此外，公司自持物业成本极低，截至 2016Q3 末，投资性房地产账面成本不到 22 亿，考虑在建工程（投入基本到位）未来转自持，预计自持物业总成本也不到 40 亿，而预估总货值近 200 亿，增值空间极大。

表 11：自持物业总表

项目名称	所在地	自持面	业态	预计售价	货值
财富大厦、银联大厦、国贸大厦等		1.68	商铺、车库	3.0	5
东阳国际建材城	东阳	18.39	商铺	1.5	28
东阳欧景名城	东阳	4.82	商铺	3.0	14
金华欧景名城	金华	4.72	连体商业裙房	3.0	14
新光天地二期	东阳	3.13	商铺	3.0	9
新光天地一期	东阳	2.75	商场	3.0	8
千岛湖皇冠假日酒店	杭州建德	5.11	酒店综合体及部分商业裙房	2.0	10
义乌世贸中心	义乌	25.61	酒店、办公、商铺等	4.0	102
合计		66.23			192

资料来源：公司公告、招商证券注：面积（万平米）、价格（万元）、货值（亿元）

表 12: 自持物业租金收入

项目名称	预计自留面积 (万平方米)	预计年租金收入 (亿元)
已完工物业		
财富大厦、银联大	1.7	0.21
东阳国际建材城	18.4	0.32
东阳欧景名城	4.82	0.35
金华欧景名城	4.72	0.43
新光天地二期	3.13	0.54
新光天地一期	2.75	0.48
在建项目		
千岛湖皇冠假日酒店	5.11	1.18
义乌世贸中心	25.61	4.29
合计	46.16	7.78

资料来源: 公司公告、招商证券

表 13: 义乌世茂中心业态分布

序号	业态	建筑面积	
		地上	地下
1	超五星级酒店	9.11	2.78
2	高档商务写字楼	2.02	
3	商业广场	5.44	0.88
4	车位	1.44	4.83
在建工程小计		18.01	8.50
1	A 栋住宅楼	4.56	0.51
2	B 栋住宅楼	4.43	0.40
3	C 栋住宅楼	4.00	0.38
4	可售商业	2.04	0.56
5	地下车位		3.49
6	物业管理用房	0.10	
商品房小计		15.14	5.35

资料来源: 公司公告、招商证券注: 建筑面积为万平米

5. 大本营义乌受益于“一带一路”战略

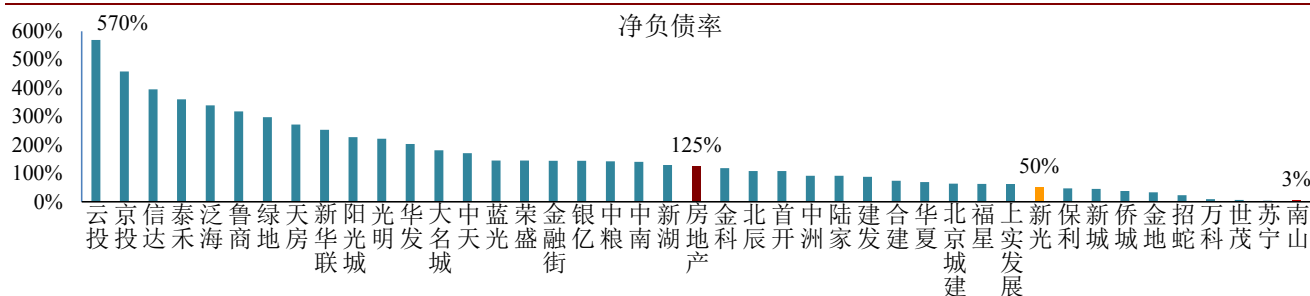
公司房地产业务大本营在“一带一路”的核心起点——义乌，将长期受益于国家战略的快速推进。义乌是全球最大的小商品集散中心，世界第一大市场。习近平总书记在国际场合中多次向世界推销义乌，同时在“一带一路”国家战略倡导下，义乌和世界各地的经贸合作也将更加多样化，双边贸易也将更加活跃，这也为标的公司所处的房地产市场提供新的机遇。东阳市和义乌一样地处长江三角洲核心经济区域，连续两年被评为“长三角最具投资价值县市”；金华（义乌的上辖市）是国家级历史文化名城、中国十佳宜居城市之一。此外，杭州市作为浙江的省会城市，正在着力开发“千岛湖—新安江”水域旅游线路，积极打造“淳安—建德旅游经济开发区域”。

三、公司财务杠杆率较低、流动性指标还需改善

横向对比：截止到 2016Q3，新光圆成净负债率 50%，有息负债率 78%，杠杆率明显低于行业水平，资本结构相对稳健（图 20、21）。但短期负债占比偏高，导致流动性指标还需改善，其中，且现金/即期负债为 60%，低于行业平均水平，（流动资产-存货）/（流动负债-预收款）也低于行业平均水平。但因其持有物业比例较高，与相似上市公司比较，该类指标尚可。

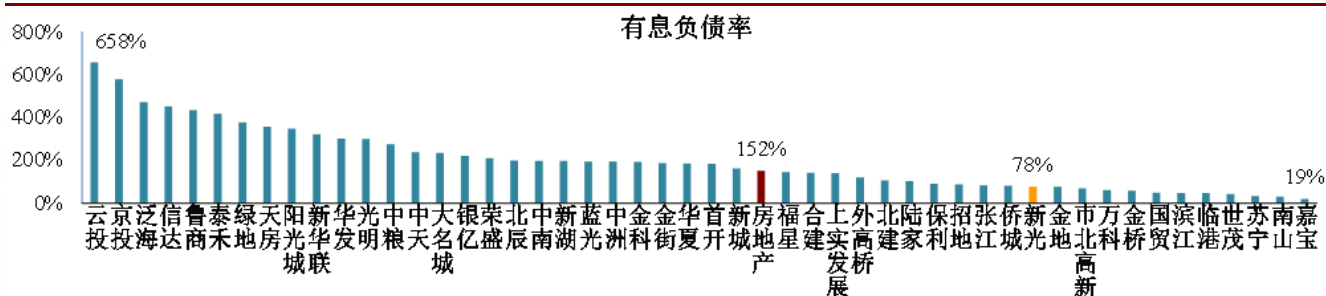
纵向比较：重组后公司杠杆率显著降低，流动性指标已有一定改善。

图 20：新光圆成净负债率所处行业水平



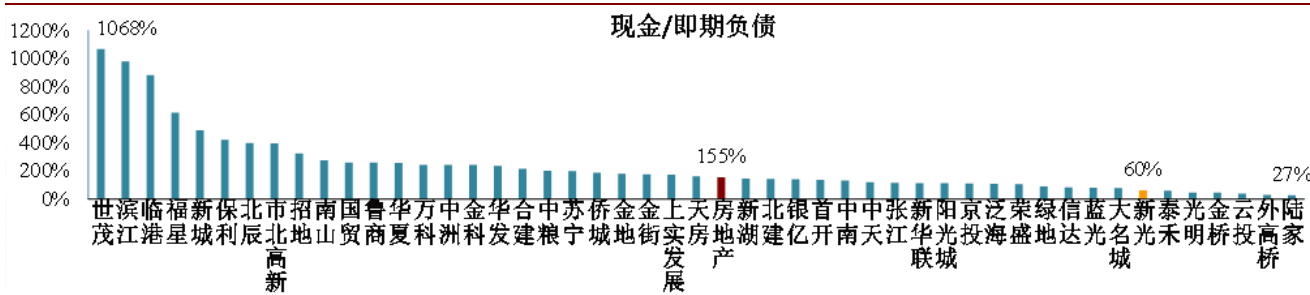
资料来源：Wind，招商证券

图 21：新光圆成有息负债率所处行业水平



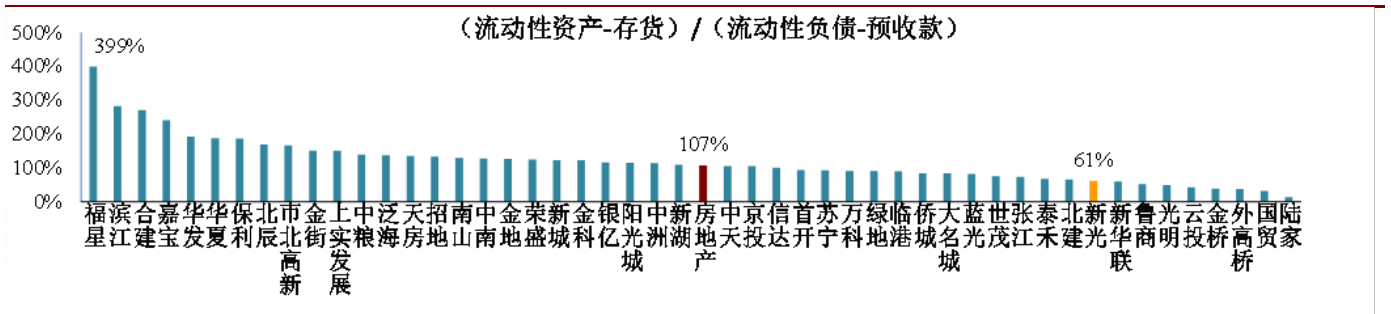
资料来源：Wind，招商证券

图 22：新光圆成现金/即期负债所处行业水平



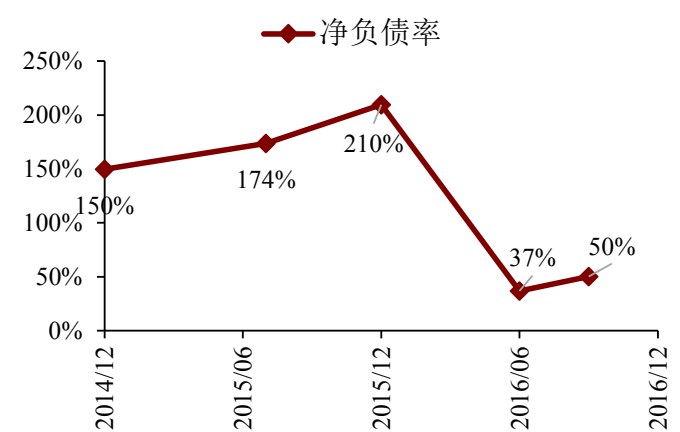
资料来源：Wind，招商证券

图 23：新光圆成流动性指标所处行业水平



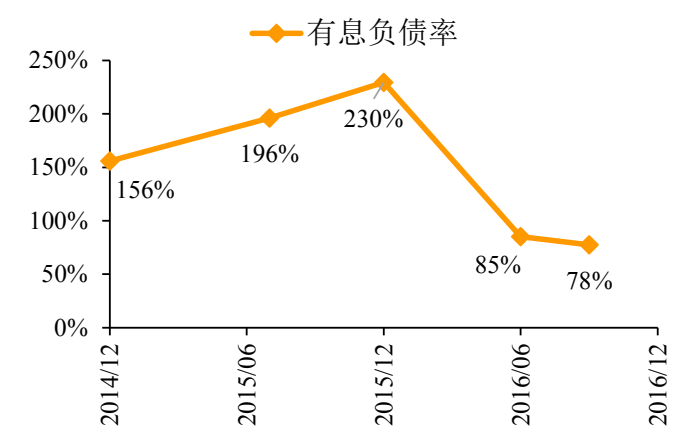
资料来源：Wind，招商证券

图 24：新光圆成重组后净负债率明显改善



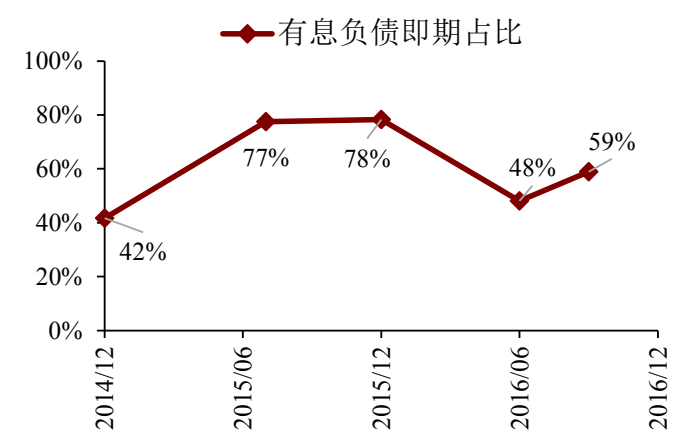
资料来源：Wind，招商证券

图 25：新光圆成重组后有息负债率明显改善



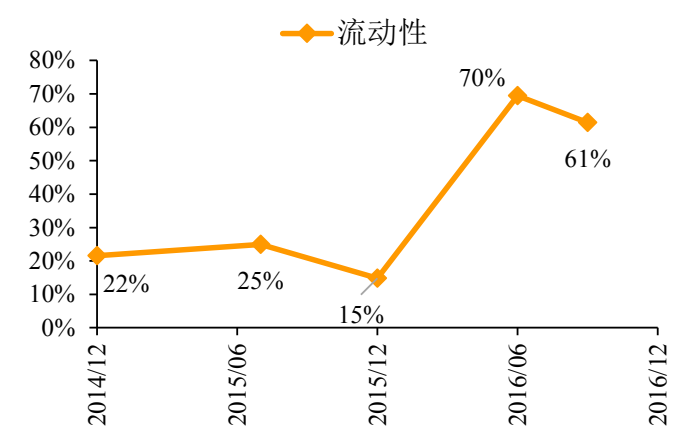
资料来源：Wind，招商证券

图 26：新光圆成重组后有息负债即期占比有所回落



资料来源：Wind，招商证券

图 27：新光圆成重组后流动性明显增强



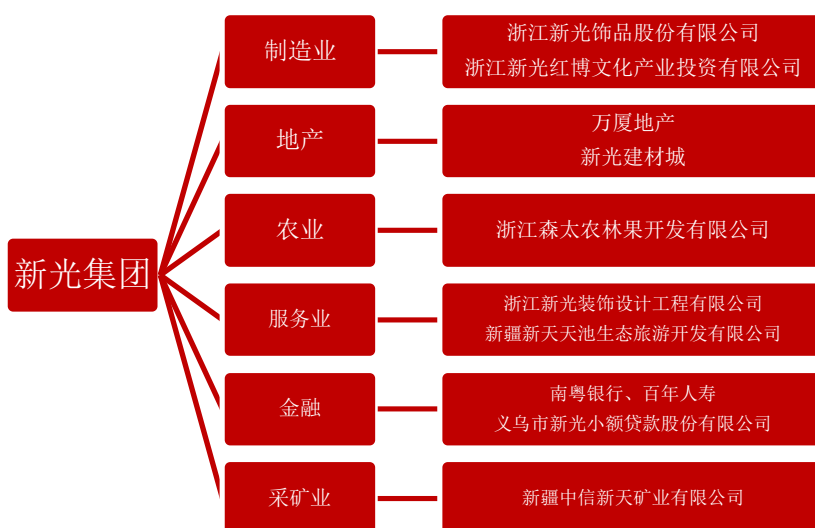
资料来源：Wind，招商证券

四、集团资源丰富并积极打造地产+、互联网等相关产业

1. 集团产业布局多元，总资产达 300 多亿

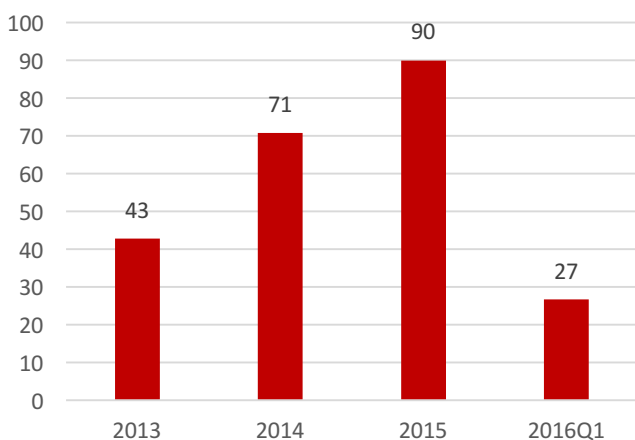
饰品及房地产为最核心业务。新光圆成的控股股东新光集团是一家集饰品、房地产、农业、旅游及能源和金融等五大板块的多元化企业，实际控制人为义乌首富，并且具备显著的社会资源。截止 2015 年，集团旗下有 1 家上市公司，40 多家全资子公司及控股公司，近百家参股公司，总资产达 366 亿元，业务版图宏大，资金实力雄厚。新光圆成为集团唯一上市平台，集团做大上市平台的意愿极强，旗下产业资源（尤其是金融及互联网相关等资源）存在整合预期。

图 28：新光集团旗下产业示意图



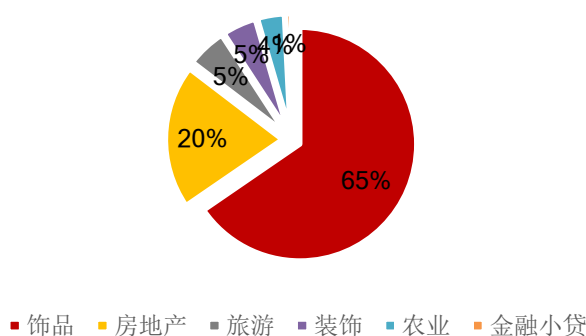
资料来源：公司公告、招商证券

图 29：2015 年新光集团主营业务收入（亿）



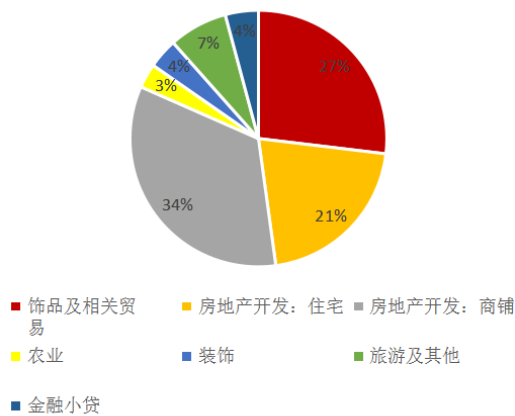
资料来源：公司公告、招商证券

图 30：2015 年新光集团主营业务收入结构



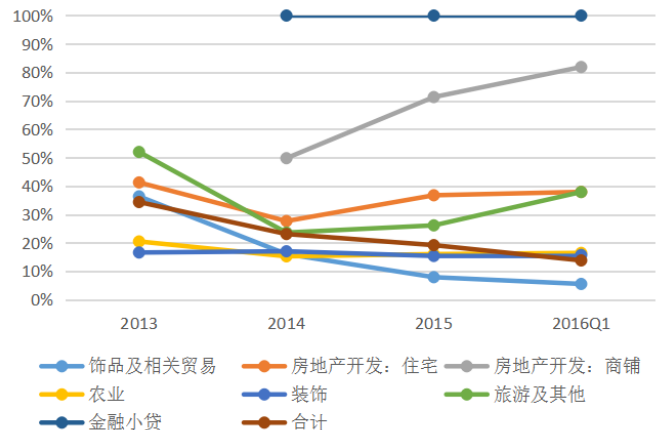
资料来源：公司公告、招商证券

图 31：2015 年新光集团毛利构成



资料来源：公司公告、招商证券

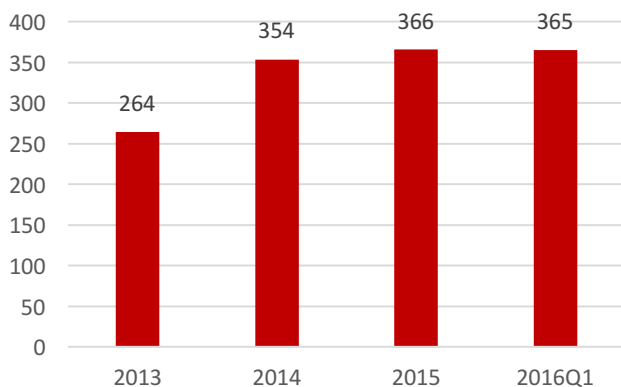
图 31：2015 年新光集团各业务毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

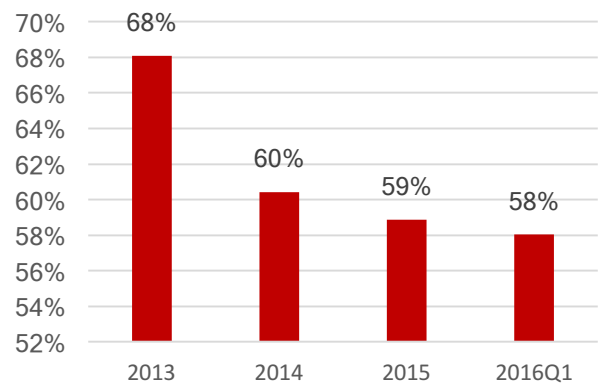
公司 2013-2015 年末总资产分别为 264.2、353.6 和 365.8 亿元，资产规模呈持续快速上升的趋势；资产负债率也持续降低，集团综合财务实力快速提升，有望给上市公司提供持续支持。

图 32：2013-2015 年新光集团总资产 (亿)



资料来源：公司公告、招商证券

图 33：新光集团资产负债率



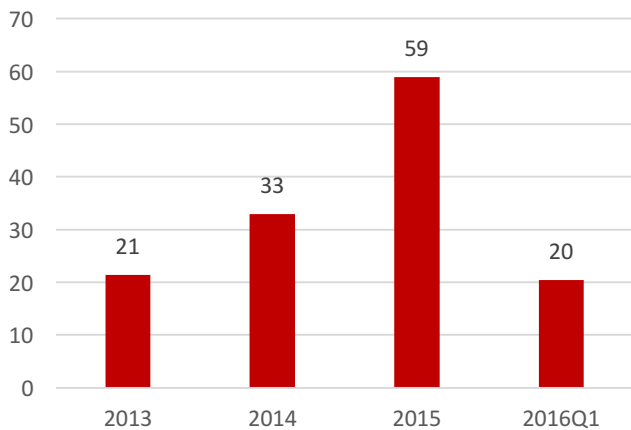
资料来源：公司公告、招商证券

2. 中国流行饰品龙头企业

新光饰品股份有限公司是中国流行饰品行业龙头企业，浙江省饰品行业协会会长单位、国家高新技术企业，浙江省创新型示范企业，浙江省文化出口重点企业。新光饰品旗下拥有新光、SU 素、TOFU、EVE、善辰、NEO' S 等多个子品牌及超百万个款式的产品，销售网络覆盖全球 90 多个国家和地区，稳居国内流行饰品行业龙头地位。公司位于义乌的生产、研发基地占地 13.4 万平方米、建筑面积约 16.8 万方，是目前国内乃至世界最大的流行饰品生产基地之一，日开发新品 100 余款，获准国家授权专利 427 件，销售网络覆盖全球 90 多个国家和地区。

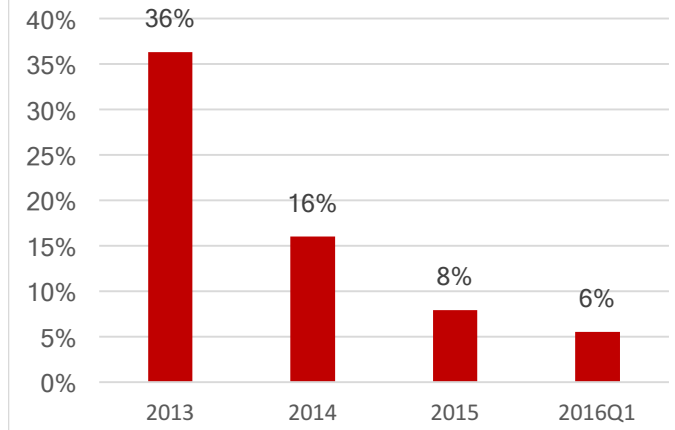
2013-2016Q1，饰品及相关贸易主营业务收入分别为 21.4/32.9/58.9/20.4 亿元，占主营业务收入分别为 50.05%、46.52%、65.43%、76.77%，其中 2014 年销售收入大幅增加，主要由于收购美国 FA 公司、迪拜业务的增长以及饰品业务的上下游整合所致，2015 年销售收入增长，主要由于 2015 年新并入了上海希宝实业有限公司,实现收入 30.41 亿元。

图 36: 2013-2016Q1 饰品及相关贸易主营业务收入



资料来源: 公司公告、招商证券

图 37: 2013-2016Q1 饰品及相关贸易主营业务毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

表 14: 2015&2016Q1 饰品及相关贸易业务分类别占比收入结构

产品种类	2015 年	占比	2016 年 1-3	占比
饰品及饰品配件	45.1	76.56%	16.54	80.96%
百货	10.49	17.81%	3.07	15.03%
红木	3.32	5.64%	0.82	4.01%
合计	58.91	100.00%	20.43	100.00%

资料来源: 公司公开资料、招商证券

饰品及配件业务

新光集团拥有 13 万方占地面积, 16.8 万方建筑面积的生产基地, 是目前国内最大的流行饰品产业园。公司已形成接单-设计到生产-品检-物流的一体化运作, 逐步成为饰品行业内最大的集约化生产基地。

2013 年至 2016 年第一季度, 公司饰品及配件业务收入分别为 5.93 亿元、23.14 亿元、45.10 亿元和 16.54 亿元; 近年销售收入大幅增长的原因在于公司大力开拓海外市场(新光饰品(迪拜))带来的海外销售增长, 同时新光贸易与子公司上海希宝的合并报表影响。

表 15: 表: 新光集团饰品及饰品配件收入情况一览表

产品构成	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流行饰品	4.75	80%	12.04	52%	12.54	28%	2.96	18%
饰品配件及其	1.18	20%	11.10	48%	32.56	72%	13.58	82%
合计:	5.93	100%	23.14	100%	45.10	100%	16.54	100%

资料来源: 公司公告、招商证券单位: 亿

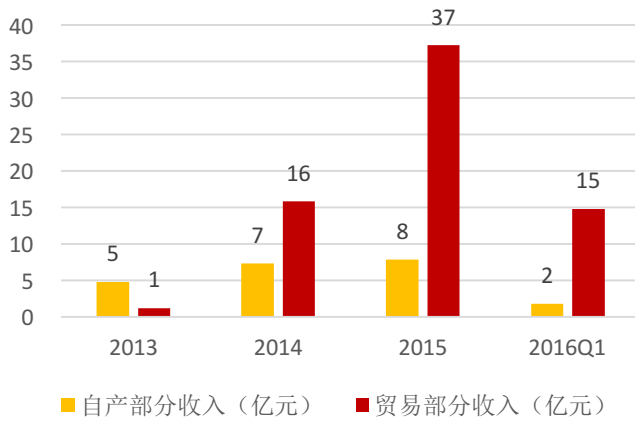
表 16: 表: 新光集团 13-15 年饰品产销情况表

项目	2013 年	2014 年	2015 年
产量 (万件/年)	2,002	2,930	3,054
销量 (万件)	2,052	2,925	3,046
产销率 (%)	102.50%	99.83%	99.74%

资料来源: 公司公告、招商证券

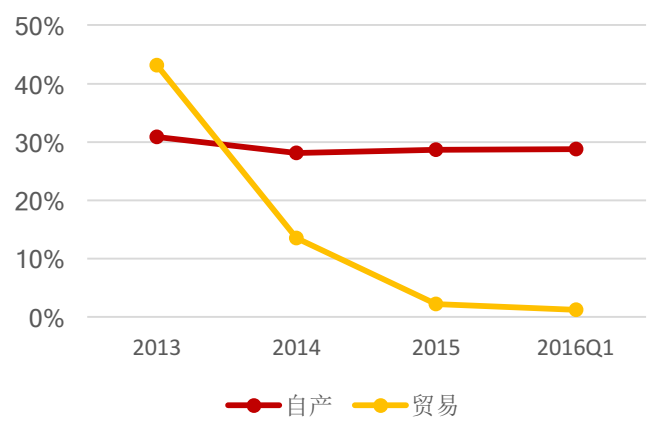
公司饰品与配件业务主要通过自产+贸易两种模式。近年公司该业务毛利率不断走低，原因在于：1)贸易占比不断提升。2)淘宝等电商平台营销影响。3)公司原电商营销渠道转批发零售。4)被合并的希宝实业从事的低毛利的有色金属贸易所拖累。

图 38：2013-2016Q1 公司自产/贸易业务营收



资料来源：公司公告、招商证券

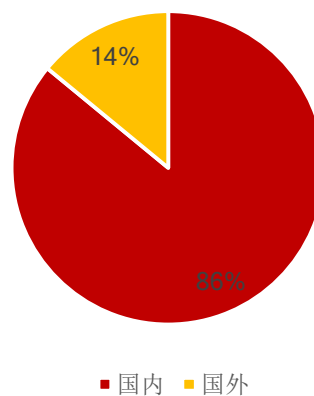
图 39：2013-2016Q1 公司自产/贸易饰品业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

未来，公司致力于变制造商为渠道商，除加强新材料的研发和新款式的设计、提升生产技术与制造工艺，更将营销渠道的建设作为发展的重心，直接推动销售的增长，实施“走出去”战略，2015 年，公司饰品及饰品配件分境内销售及境外销售，客户群体稳定，同时，公司积极开拓海外市场，品牌影响力和竞争实力不断增大。其中，国内销售量占比约为总量的 85.96%，国外销售占比为 14.04%。

图 40：2015 年饰品及饰品配件销售区域情况



资料来源：公司公告、招商证券

百货（贸易）

新光贸易运营公司百货业务，涵盖小饰品、箱包文具、日常百货、家用电器、数码产品、工艺品等各类商品。日常百货占比 38%，办公用品和电器占比 34%，床上用品占比 10%，工艺品及其他占比 17%。经营模式以批发销售为主，采取统一招标，统一签订合同，盈利方式为赚取差价。公司 2015 年百货业务供应商与销售客户中，前五大供货商金额仅占比 0.52%，而前五大销售客户金额仅占比 0.26%，呈现出分散的特点。

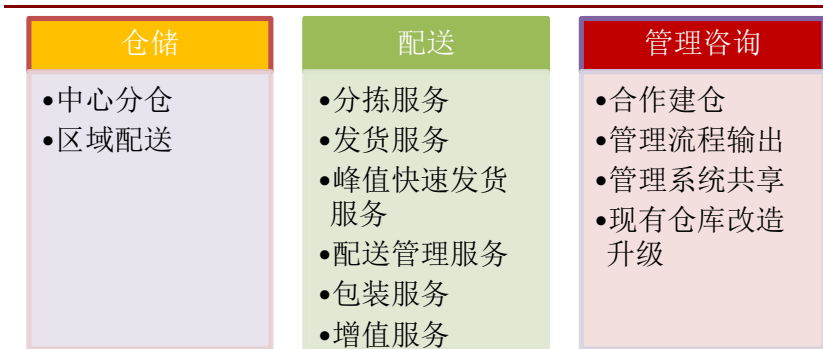
3.借力跨境贸易打造“互联网+”战略

借力跨境贸易打造“互联网+”战略。随着公司饰品行业不断拓展海外销售渠道，海外占比不断提升，同时公司经营的贸易行业呈现出交易高频、种类多的特点，公司正借力跨境贸易打造“互联网+”战略。公司已积极布局互联网相关领域（包括网仓科技、聚饰云、极配中国、产业互联网及电商园区服务平台等），未来将基于产业优势（饰品等跨境贸易）和地缘优势（义乌等地区作为一带一路的核心起点），在跨境及互联网等领域进一步延伸，打造跨境及互联网方面的优势产业资源。

网仓科技，其成立于2011年6月，致力于为品牌、商家、平台等提供电子商务（包括跨境电商）后端（仓储、物流和系统）服务的全数字化解决方案，协助电商进行电子商务供应链管理。现拥有自主研发的仓储管理系统及多项自主知识产权，已获批为国家高新技术企业，创新多种业务模式，包括跨境电商智能仓储服务，服务客户已超500家。

同年，网仓与平安银行签订战略合作协议，推出创新性的供应链金融服务计划，打造出业内首个以银行体系与第三方仓储数据平台相结合的全面线上金融服务体系。而围绕网仓核心仓储物流服务形成的“大网仓”体系，逐渐形成了向上下游纵深扩展的产业生态雏形，未来将成为驱动集团从商业物业到金融的各板块发展的新动力。

图 41：网仓科技业务模式



资料来源：公司公告、招商证券

聚饰云成立于2014年12月，是全球流行饰品行业第一家致力于全链条供应链整合的网络平台，链接流行饰品行业从配件生产到终端消费者的最前和最后端，通过搭建配件、产能、销售对接三大平台，致力于为行业贸易商、成品商、配件商、设计师及第三方服务商提供一站式供应链解决方案。

极配中国由前Nokia中国资深产品经理，原菜鸟驿站、顺丰速运等资深负责人为班底创立的问问科技，凭借在共同配送和社会化配送、社群营销等领域多年深耕，将致力于搭建社区化，社会化的末端，解决最后一公里配送痛点。

4.地产延伸至商业/物流/旅游等领域、金融快速布局、长期协同效应可期

新光控股房地产业务主体为浙江万厦房地产开发有限公司与浙江新光建材装饰城开发有限公司，公司主要开发业务涵盖了住宅、酒店式公寓、零售、餐饮、娱乐、酒店等多元化业态。公司曾多次荣获业内殊荣，曾被评为金华、义乌地区百强企业，国家统计局授

予中国房地产百强企业，中国房地产先进单位，中国房地产企业 500 强等。

未来，公司开发业务业态将由传统以开发住宅为主转型为房地产开发与商业经营并重的房地产经营公司，涵盖物流地产、旅游地产。其中，物流地产将有望与公司互联网电商物流相结合，打造电商物流园及配套商业地产生态圈。

金融领域，新光控股集团通过收购重组上海“美丽华”、参股“百年人寿”保险、投资武汉中百、新光小额贷款等，逐步搭建金融板块。未来公司旨在通过金融板块，盘活存量、做大增量，利用上市平台打通产业与资本的融合，实现生产经营和资本运作的双重跨越。

2016 年 7 月，新光控股集团作为战略投资者通过定增入股 13 亿股南粤银行获批。入股后占增资扩股后总股本的 17.28%。成为第一大股东。

广东南粤银行股份有限公司成立于 1998 年 1 月，前身是湛江市商业银行。2011 年 9 月，更名为“广东南粤银行股份有限公司”。成立至今历经十八年的创新发展，广东南粤银行形成了以公司金融、零售金融、互联网金融、金融市场四大业务板块为核心的业务发展模式。截至 2016 年 12 月底，广东南粤银行资产规模超 2000 亿元，存款规模超 1200 亿元。跨区域经营稳步推进，目前除了在湛江下辖有三家直属支行外，在广州、深圳、重庆、长沙、佛山、东莞、肇庆、江门、惠州、揭阳、珠海、云浮等地区开设有 12 家分行，营业网点 110 余家，员工近 4000 人。同时，在广东中山发起成立并控股中山古镇南粤村镇银行，广东自贸试验区南沙分行也获批筹建

表 17：南粤银行基本资料

南粤银行	
成立时间	1998 年 1 月
注册资本	75.21 亿
总资产	超 2000 亿
业务范围	贷款融资、票据业务、投资银行、国际业务、代客理财、资金同业、财务顾问、支付结算等
所获荣誉	亚洲金融年会 2016“年度卓越城市商业银行”，综合竞争力在 2016 年度中国城商行百强榜单中排名第 28 位，在广东省内城商行中排名第 3 位。

资料来源：百度、招商证券

2009 年 6 月，百年人寿保险有限公司成立于大连，是东北地区首家中资寿险法人机构。成立初期，公司注册资本为 16.6 亿元人民币，由 14 家股东构成。其中，新光控股、融达投资、大连港集团、一方地产各持股 12.0482%并列第一。

公司业务涉及人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。经营期间，公司连续被评为行业最具发展潜力和最具成长性的保险公司、最佳保险企业和最佳责任典范公司；2015 年、2016 年连续被中央财经大学《中国保险公司竞争力评价研究报告》和中国保险报联合评为“中国价值成长性十佳寿险公司”。

截至最新年报披露，百年人寿注册资本 77.95 亿元，已在全国开设 21 家省级分公司，累计拥有分支机构近 300 家，全国主要省市战略布局已基本完成，全国网络销售体系日益完善。截至 2016 年底，公司总资产突破 500 亿元。

表 18：百年人寿基本资料

百年人寿	
成立时间	2009 年 6 月
注册资本	77.95 亿元
总资产	504.79 亿元
业务范围	人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。
所获荣誉	2015 年、2016 年连续被中央财经大学《中国保险公司竞争力评价研究报告》和中国保险报联合评为“中国价值成长性十佳寿险公司”

资料来源：百度、招商证券

金融小贷板块：

新光小额贷款为公司小贷板块运营主体，主要为新光集团其他板块上下游企业提供小额贷款服务。截止 2015 年底，新光小贷对外贷款规模为 4.2 亿元，贷款期限主要为三个月主要经营类型以担保贷款为主，少量抵押贷款及信用贷款，贷款行业广泛，涉及如农、林、牧、渔、批发零售与仓储、交通、邮政业等。

5. 旅游、能源、农业等其他业务也有布局

在深耕核心业务之余，公司也充分利用多种资源，探索新的盈利空间。公司在重组新天集团后，增加了旅游与能源板块。

旅游板块：“西台子天池旅游生态园”项目与天山天池、五彩湾古海温泉等新疆王牌景点的运营权为旅游板块最具潜力业务。

公司主要以新疆天池旅游生态开发投资有限公司（全资）、新疆西域旅游股份有限公司（参股）等为实施主体，以“新天”为品牌，利用得天独厚的天山天池自然景观和新疆的独特区位，发展旅游/健康养生/物流与旅游地产产业。公司未来目标是将天山天池形象对标“瑞士”，建设具有世界级品牌影响力的国际会议中心、养生基地和旅游目的地。

全资子公司新疆新天天池旅游生态开发有限公司，主要负责“西台子天池旅游生态园”项目的建设和运营。项目规划用地约 1.5 万亩，位于被列入世界自然遗产的国家 5A 级名胜——新疆天山天池风景区内。项目将利用天山水源及现场地形地貌“引水入区”，打造一个以娱乐大众、运动休闲、旅游生态为核心的“塞外江南”。项目一期工程已取得 238 亩建设用地和 5450 亩草原证。重点开发项目包括天山天池滑雪场、高尔夫球场、天池西域马文化博览中心、拓展训练营、葡萄酒庄园、酒店宾馆、商务会所、旅游房地产、旅游产业链深度开发、景区娱乐观光等。

目前，“西台子天池旅游生态园”已累计完成投资 4 亿元，完成两期雪道工程、天池滑雪场雪具大厅工程、停车场工程等。2016 年全国第十三届冬运会雪上项目也将在天山天池国际滑雪场举行。

图 42: 西台子天池旅游生态园效果图



资料来源: 宝富花都官网、招商证券

图 43: 西台子天池旅游生态园效果图

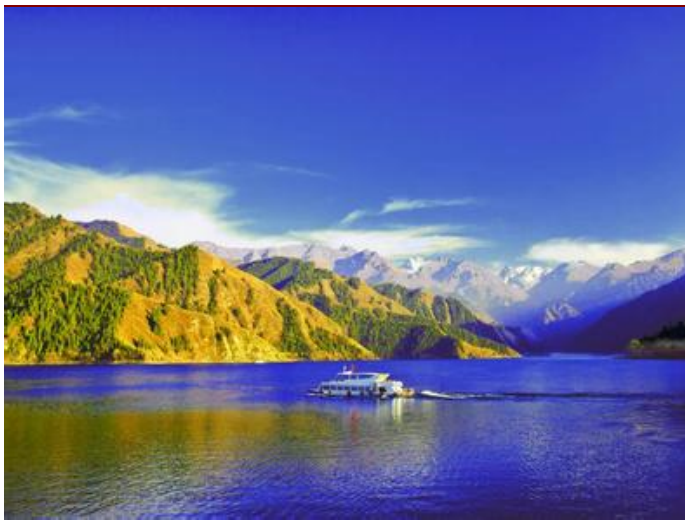


资料来源: 宝富花都官网、招商证券

此外, 公司旗下参股公司西域旅游开发股份有限公司拥有天山天池、五彩湾古海温泉等新疆王牌景点的运营权。天山天池在 2013 年 6 月 21 日被正式列入世界自然遗产, 对未来旅游业务开展无疑是重大利好。

与此同时, 子公司地处新疆, 将物流地产与集团内的电商物流产业对接, 打造电商物流和地产一体化的生态圈。将旅游地产和公司在新疆天山天池的旅游项目对接, 进一步加强旅游地产板块的部署和延伸。

图 44: 天山天池风光



资料来源: 宝富花都官网、招商证券

图 45: 五彩湾古海温泉风光



资料来源: 宝富花都官网、招商证券

能源板块:

新天集团能源板块包括煤炭、石油两大产业, 分别通过下属新疆中信新天矿业有限公司和新疆中新资源有限公司两家公司进行运作。

旗下全资子公司新疆中信新天矿业有限公司, 主要负责哈密淖毛湖、大南湖煤田的投资运营。哈密淖毛湖煤田东部区块位于新疆哈密伊吾县淖毛湖镇, 是新疆距离内地最近的

煤炭资源富积区之一，预测当地资源量达到 64.8 亿吨。公司拟与国内外专业的煤化工企业等合作，启动淖毛湖东部矿区基础建设，南部空白区及大南湖矿区 500 万吨/年采选项目，将通过多元股权及多元业务的合作方式开发，现原煤资源的增值并提升挖掘附加值。

旗下参股公司新疆中新资源有限公司成立于 2006 年 3 月，新天集团占股 50%，主要负责哈萨克斯坦 EM 油田和 KMK 油田项目的建设和开发。目前 KMK 石油业务已与中石油进行较为深入的股权合作，EM 油田业务的股权合作也在谈判之中。

农业板块：

农业板块主要包括香榧种植和采棉业务。种植业的运营主体为 2007 年集团收购重组的浙江森太农林果开发有限公司，公司可综合开发林地 8,000 余亩，已种植香榧 5000 余亩，现有投产面积 3000 亩。未来将致力成为全中国规模最大、科技含量最高的香榧产品龙头企业和珍稀绿化苗木花卉基地，同时综合开发旅游观光度假休闲园区。当香榧林进入丰产期后，每年可产 2500 吨干果，可创收 6 亿元人民币。

采棉业务主体为新疆新建现代农业工程开发有限公司。其经营专业采棉业务，通过收取服务费实现收入，现有有采棉机 237 台，番茄收获机 3 台，迪尔 7810 拖拉机 35 台。

装饰板块：

运营主体为新光装饰，提供高档住宅、别墅、写字楼和商业的设计装饰工程，毛利率近年维持稳定；近年来承接了北门街新天地商厦、新光国际大厦、义乌欧景销售展厅、义乌欧景别墅样板房、东阳新光天地展厅等 30 余项工程。

五、主要结论：估值优势虽不明显，但由传统地产开启的转型升级预期较强，可积极关注

1. 绝对估值

中性预期下，公司 RNAV 为 161 亿，其中，权益净资产 63 亿（2016Q3），销售部分评估增值 30 亿，自持部分评估增值 67 亿，目前市值较 RNAV 溢价 38%。

销售部分土地成本较低，评估增值达 30 亿。截至 16Q3 末，公司销售部分权益未结货值近 200 亿体量，其中，截至 15 年底 159 亿（包括竣工未售尾盘、义乌世贸中心销售部分、千岛湖、金华新光天地二期及三期、西安 1912 等），16 年以来新增 49 亿（义乌江东街道项目、南通 1912），16 年前三季度结算 14 亿左右。土地成本低导致项目净利率极高，其中，预计义乌世贸中心销售部分净利率超过 30%，其他项目净利率可达 10-20%，综合预计平均净利率为 22.5%，权益未结货值可贡献 36 亿潜在净利。折现率取 10%，公司未结货值大部分将在 16-18 年体现为业绩，三年结算周期对应折现系数取 85%，则公司项目储备销售部分评估增值为 30 亿。

自持部分大多为商铺，亦包括部分酒店，评估增值达 67 亿。公司目前存量自持物业达 30 多万平米，主要包括历史留存底商及东阳国际建材城；预计新增自持物业也将超过 30 万平米，主要是义乌世贸中心、千岛湖酒店，届时公司自持物业总量将达 66 万平米，公司预计自持物业运营收入将超过 7 亿，账面成本 38 亿。运营逻辑下，假设净现金流比例为 50%左右，给予 20X 重估倍数，则评估增值超过 30 亿；出售逻辑下，预计自持

物业总货值近 200 亿，按照 35% 的净利率测算，对应评估增值达 67 亿。考虑到租售比整体偏低及运营效率等问题，运营逻辑难以完全体现自持物业的最终价值，这也是大多数持有型物业普遍面临的问题，所以重估时我们取出售逻辑。

机械业务整体运营前景和效率不高，并且体量较小，假设不产生增值。

表 20：新光圆成 RNAV

新光圆成 RNAV	谨慎 2	谨慎 1	中性	乐观 1	乐观 2
1. 权益净资产 (亿元 2016Q3)	63	63	63	63	63
2. 开发项目评估增值 (亿元)					
权益未售面积 (万平米 2015 年底)	53	53	53	53	53
预计均价 (万元/平米)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
权益未售货值 (亿元 2015 年底)	157	157	157	157	157
权益已售未结货值 (亿元 2015 年底)	2	2	2	2	2
权益未结货值 (亿元 2015 年底 A)	159	159	159	159	159
权益新增货值 (亿元 2016 累计 B)	49	49	49	49	49
权益结算收入 (亿元 2016 累计 C)	14	14	14	14	14
权益未结货值 (亿元 2016 最新 A+B-C)	195	195	195	195	195
净利率预估	17.5%	20.0%	22.5%	25.0%	27.5%
权益未结净利 (亿元)	28	32	36	40	44
折现率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
折现系数 (三年开发周期)	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
评估增值 (亿元)	24	27	30	34	37
3. 自持物业评估增值 (亿元 假设出售)	67	67	67	67	67
4. 机械业务评估增值 (亿元)	0	0	0	0	0
RNAV (1+2+3+4 亿元)	154	158	161	164	168
总股本 (亿)	14	14	14	14	14
每股 RNAV (元)	11.02	11.26	11.50	11.74	11.98
市值/RNAV	144%	141%	138%	135%	132%

资料来源：公司资料、招商证券

2. 相对估值

重组承诺为公司业绩提供有力保障，预计 2017 年净利为 14 亿左右，对应市盈率为 16X。公司重组时承诺，2016 年度扣除非经常性损益后的归母净利润不低于 14 亿，2016-2017 年度累计不低于 27 亿，2016-2018 年度累计不低于 40 亿元。公司已发布业绩预告，预计 2016 年归母净利润为 16 亿左右，超额完成业绩承诺，则 2017 年净利底线为 11 亿，2017-2018 年合计净利底线为 24 亿。公司超额完成业绩承诺是大概率事件，预计 2017 年归母净利为 14 亿左右，对应 2017PE 为 16X 左右。

表 21：新光集团业绩承诺

	2016	2016-2017	2016-2018
累计扣除非经常性损益后归属于母公司净利润（亿元）	≥14	≥27	≥40

资料来源：公司公告，招商证券

3. 主要结论

公司估值优势虽不明显，但由传统地产开启的转型升级预期较强，且集团资源禀赋优异，可积极关注。

公司估值优势尚不明显，但持有型属性提高溢价空间：绝对估值角度，公司目前市值较RNAV溢价40%左右，与小市值转型标的相比并不算高，但与中等市值转型标的（200亿左右）相比，公司溢价率并没有优势；相对估值角度，目前A股主流开发商2017年算术平均市盈率为12X左右，公司2016-2018年业绩快速释放，对应2017PE为16X左右，虽高于行业平均水平，但略低于中等市值转型类标的（平均20X左右），此外，公司具备持有型属性，市盈率理应有一定溢价。综合而言，公司估值虽不具备优势，但仍在可接受范围之内。

依托集团资源，由传统地产开启的转型预期以及集团优异资源禀赋的协同提供未来看点：公司最核心的看点，是依托集团多元化产业优势的协同和转型预期。集团已积极布局互联网相关领域（包括网仓科技、聚饰云、极配中国、产业互联网及电商园区服务平台等），**基于产业优势（饰品等跨境贸易）和地缘优势（义乌等地区作为一带一路的核心起点），**未来将在跨境及互联网等领域进一步延伸，打造跨境及互联网方面的优势产业资源。公司作为集团的唯一上市平台，或有望得到集团资源的全方位支持，进而开启公司由传统地产开始的转型之路。

综合而言，虽然公司地产业务储备偏小，但开发项目盈利能力较高，自持物业增值空间较大，未来两年业绩维持高位，估值优势虽不明显但仍在可接受范围之内，依托集团资源，由传统地产开启的转型升级预期提供核心看点，可积极关注。目前转型尚未有实质性进展，暂不给予评级和目标价。

六、风险提示

1. 土地储备量不足；
2. 预收款较少，业绩锁定性不强；
3. 商铺和酒店实际市场价格与重估价格的潜在差异超预期；
4. 整合及转型进展低于预期；
5. 定增7月份解禁。

参考报告:

1. 《阶段性估值修复可以有信贷收紧将加速行业探底--周观点&高频追踪报告》
2016-02-14
2. 《加快研究建立长效机制去库存与防泡沫并举—中央经济工作会议点评》
2016-12-18
3. 《强调流动性决定行业指数走势，小票注意安全边际—周观点&高频追踪报告》
2016-12-12
4. 《房地产行业 2017 年度投资策略-这个冬天不太冷》 2016-12-06
5. 《三大模块与七对指标---招商证券房地产资金链专题研究》 2016-10-17
6. 《国庆后销售数据用反弹来描述是不准确的—房地产高频追踪报告》 2016-10-17
7. 《存量明珠、高端未来 - 物流地产专题深度研究报告》 2016-10-10
8. 《政策边际如期收紧、金九旺季略有褪色—房地产高频追踪报告》 2016-09-18
9. 《政策收紧预期增强行业周期弹性，股票相对房市配置价值回升—帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》 2016-09-15

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，同济大学金融专业，8 年证券行业研究经验（4 年房地产+4 年纺织服装），2012 年加盟招商证券纺织服装团队（2008-2014 年所在团队一直保持新财富前三），2016 年再次从事房地产行业研究。

黄梓钊：2015 年 7 月加入招商证券，美国东北大学金融学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5% 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。