

# 理清“新”战略，期待“华”丽转型

## 买入 上调

目标价格：上调 8.00 元

### 报告摘要:

- **战略转型思路清晰，从纯零售转向“商业+地产”双翼齐飞。**2013年，是新华都的全面转型的一年。从建设沙县城市综合体到注入长沙万家城地产项目，新华都从纯零售业务转向“商业+地产”双翼战略已经日渐清晰。在零售行业整体面临电商冲击、渗透饱和以及宏观低迷的三重夹击之下，公司不再纠结于在零售业务中挣扎，同时也抵制住选择转向“电子商务”的诱惑，而做出选择向地产业务进军战略转型。我们认同公司转型地产作为新增长点的思路，同时我们认为公司没有进军“电商”是正确选择：首先，实体零售“上网”难以形成竞争优势（从技术到基因）；其次，电子商务行业前期学习成本巨大，将持续拖累业绩（苏宁的案例）。第三，价格战仍是主要手段，公司将长期陷入业绩泥潭之中。
- **零售业务从“外延扩张驱动型”转向“追求利润型”战略。**零售业务的转型具体体现在：（1）战略上收缩战线，谨慎扩张。跨省扩张方面，除南昌、赣州、潮州、汕头之外，基本不再新开门店；（2）坚决关停扭亏无望门店，宁波门店是重点关注，如无法实现盈利则坚决关停；（3）避开一线地区激烈竞争，主攻渠道下沉，在县一级区域布局门店。
- **地产业务：住宅地产+商业地产两驾马车先行。**商业地产方面，公司从沙县的城市综合体项目开始作为商业地产的切入点，同时布局了安溪十个乡镇的商业综合体，其中1个已经建成，3个在建，6个代建；此外，还有福州马尾单体商业大厦等项目；**住宅地产方面**，以长沙万家城19.5%的股权注入为出发点，我们推测未来公司仍有继续注入可能。
- **集团地产业务储备丰富，未来不排除继续注入的可能。**除上市公司外，集团层面地产项目储备丰富，漳州旅游住宅地产占地面积10000亩，海南旅游地产占地面积达到6000亩。项目可供开发持续十年以上，未来不排除注入上市公司可能性。
- **风险提示：**今年关店导致商业业绩负增长；地产项目结算缓慢；未来如果收购地产项目需要增加贷款，将带来财务成本增加。
- **盈利预测和投资建议。**我们推测，公司未来仍有继续注入地产可能，地产贡献有望大幅提升，上调公司目标价至8.0元。看好公司后续资本运作能力，以及向“商业+地产”双翼发展转型战略，上调至“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	5686.51	6662.46	7627	11191	12076
增长率(%)	30.30%	17.16%	14.47%	46.73%	7.91%
归母净利润(百万)	146.18	159.53	110	334	665
增长率(%)	89.35%	9.14%	-31.13%	204%	99%
每股收益	0.270	0.295	0.203	0.616	1.23
市盈率	24.44	22.37	32.51	10.71	5.02

### 消费服务研究组

#### 分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

#### 研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

#### 分析师:

孙妍(S1180512090001)

电话: 010-88085720

Email: [sunyan@hysec.com](mailto:sunyan@hysec.com)

### 房地产研究组:

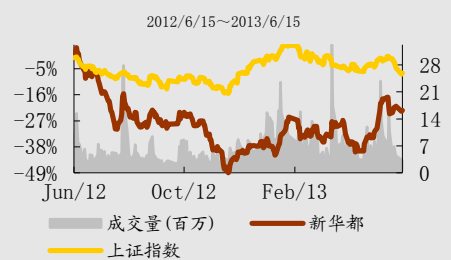
#### 分析师

洪俊骅 CFA (S1180513030001)

电话: 021-51782232

Email: [hongjunhua@hysec.com](mailto:hongjunhua@hysec.com)

### 市场表现



### 相关研究

公司深度报告，向“商业+地产”双翼战略再迈一步

2013-05-29

公司动态跟踪报告，进军城市综合体，发展谋变促转型

2013-05-19

1季度业绩下滑49%，未来逐季改善

2013-04-17

年报，业绩见底，将受益城镇化

## 目录

一、战略转型思路清晰，“商业+地产”双翼齐飞 .....	4
(一) 零售行业“黑云压城”，新华都谋变促转型 .....	4
1、电商冲击，黑云压城 .....	4
2、宏观低迷+行业趋于饱和 .....	5
(二) 思路清晰：不谋“上线”谋“落地” .....	6
二、零售业务：从“外延扩张驱动型”转向“追求利润型” .....	6
(一) 谨慎扩张，收缩战线 .....	6
(二) 坚持渠道下沉，巩固优势区域 .....	7
三、地产业务：住宅地产+商业地产两驾马车先行 .....	8
(一) 进军城市综合体，商业地产扬帆起航 .....	8
1、三明沙县城市综合体 .....	8
2、福州马尾单体商业大厦 .....	9
3、安溪十乡镇商业综合体 .....	9
(二) 注入长沙项目，住宅地产拉开序幕 .....	10
1、交易概况 .....	10
2、项目概况 .....	10
四、集团地产业务储备丰富，未来不排除继续注入的可能 .....	13
(一) 漳州白塘湾国际旅游度假城 .....	14
(二) 海南“七仙紫园”项目简介 .....	16
五、盈利预测及投资建议 .....	17

## 插图

图 1: 网购规模占社零总额比重不断提高.....	4
图 2: 新增网购交易额占新增社零比重超过 11%.....	4
图 3: 服装网购占服装零售额比重.....	5
图 4: 3C 网购占 3C 零售额比重.....	5
图 5: 家电网购占家电零售额比重.....	5
图 6: 宏观经济低迷以及零售行业后周期特征导致目前行业整体萎靡, 压制短期表现.....	5
图 7: 闽南、闽东地区是公司收入主要贡献区域.....	7
图 8: 公司在福建密集布局 115 家门店.....	7
图 9: 未来公司重点扩张区域仍将围绕附件周边展开.....	8
图 10: 湖头新华都商业广场.....	10
图 11: 长坑新华都商业广场.....	10
图 12: 项目区位情况.....	13
图 13: 项目规划情况.....	13
图 14: 项目一期规划.....	13
图 15: 项目一期实景图.....	13
图 16: 漳州项目位于厦门湾南岸的龙海市隆教畲族乡.....	14
图 17: 漳州项目规划用地布局, 土地面积 10000 亩.....	14
图 18: 房地产用地面积约 4000 亩.....	14
图 19: 旅游用地面积约 1800 亩.....	14
图 20: 规划沙滩面积约 1500 亩.....	15
图 21: 规划高尔夫用地面积 2500 亩.....	15
图 22: 规划中的希尔顿酒店.....	15
图 23: 规划中的万豪酒店.....	15
图 24: 规划中的火山矿泉中心.....	15
图 25: 规划中的室外水上乐园.....	15
图 26: 规划中的大型室内冰雪世界.....	16
图 27: 沙滩、海上娱乐项目.....	16
图 28: 项目位于海南保亭, 距三亚仅 1.5 小时车程.....	16
图 29: 项目规划用地布局.....	16
图 30: 规划中的华尔道夫酒店.....	17
图 31: 规划中的希尔顿酒店.....	17

## 表格

表 1: 未来公司扩张将继续渠道下沉至县级地区.....	7
表 2: 安溪十乡镇中湖头和长坑案例.....	9
表 3: 万家城二期项目规划指标.....	11
表 4: 中泛置业项目预计收入计算.....	11
表 5: 项目评估报告评估价值基于已有土地证面积 59.6 万平米, 存在低估.....	12
表 6: 万家城一期已预售部分.....	12
表 7: 万家城一期未售部分.....	12
表 8: 盈利预测 (仅考虑商业部分, 加总业绩以首页为准).....	18

## 一、战略转型思路清晰，“商业+地产”双翼齐飞

2013年，是新华都的全面转型的一年。从建设沙县城市综合体到注入长沙万家城地产项目，新华都从纯零售业务转向“商业+地产”双翼战略已经日渐清晰。

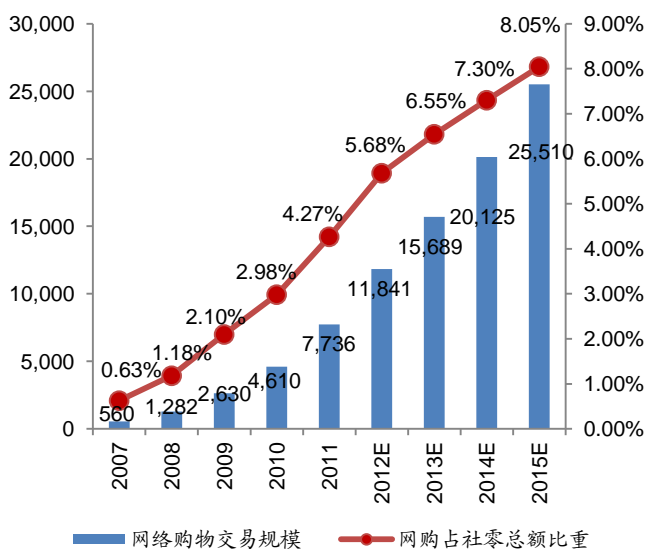
我们认为，在零售行业整体面临电商冲击、渗透饱和以及宏观低迷的三重夹击之下，战略转型是一个正确选择。

### （一）零售行业“黑云压城”，新华都谋变促转型

#### 1、电商冲击，黑云压城

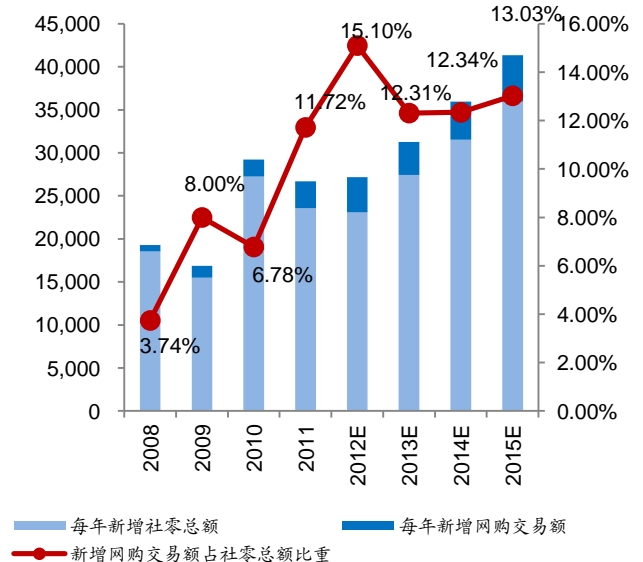
网购渗透率不断提升，2012年网购销售额占社会消费品零售总额比重接近6%，对传统零售企业渠道已经产生明显替代作用，尤其对百货子行业造成了较大的冲击。从艾瑞咨询提供的数据看，服装网购占全部服装零售额比重连年快速攀升，2011年已达到14.30%。3C和家电也面临同样的情况：2011年3C和家电网购交易额分别占到其品类全部零售额的15.6%和6.3%，并且上升趋势还将继续。此外，化妆品网购占比也于2011年达到16.3%。因此，随着高基数网购交易继续高速增长，零售行业将受到持续冲击，这是促使新华都实现战略转型的重要原因之一。

图1：网购规模占社零总额比重不断提高



资料来源：艾瑞咨询，宏源证券

图2：新增网购交易额占新增社零比重超过11%



资料来源：艾瑞咨询，宏源证券

图 3: 服装网购占服装零售额比重

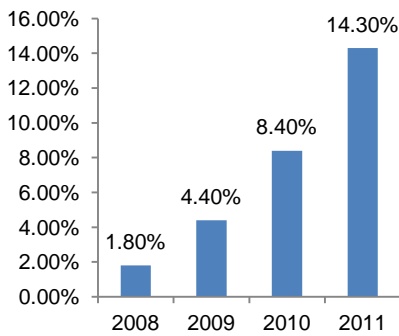


图 4: 3C 网购占 3C 零售额比重

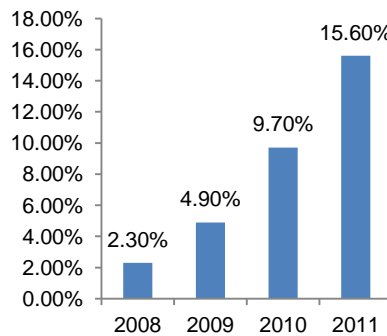
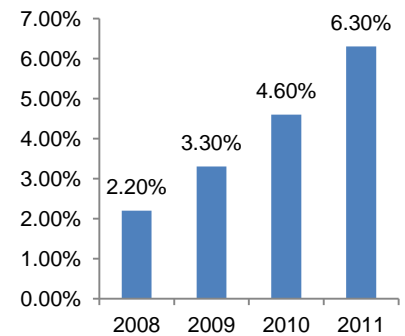


图 5: 家电网购占家电零售额比重



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

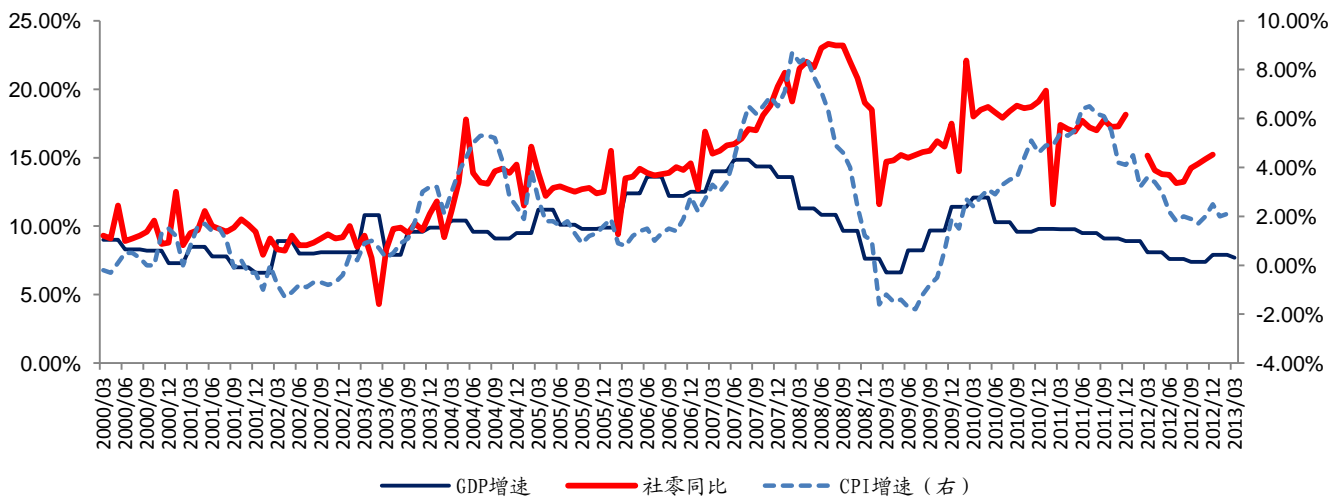
资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

## 2、宏观低迷+行业趋于饱和

2013 度零售行业整体增速仍然低迷。造成社会消费品零售总额增速低迷主要原因有二: **首先**, 零售增速受到收入增速和 CPI 增速变化趋势的影响较大, 而持续的经济低迷导致宏观经济增速和 CPI 增速都没有明显反弹迹象, 弱复苏趋势尚未确定; **第二**, 零售行业本身呈现后周期特征, 约滞后于收入增速 1 年, 由于 2012 年整体经济呈现下行趋势, 呈现后周期特征的零售在 13 年难有大幅反弹。宏观经济低迷以及零售后周期特征使得零售行业显示出低迷态势。

图 6: 宏观经济低迷以及零售行业后周期特征导致目前行业整体萎靡, 压制短期表现



资料来源: Euromonitor, 宏源证券

此外, 零售企业的外延扩展空间受限。一方面, 随着前期零售企业大幅扩张攻城略地, 目前零售行业已经形成稳定的地方割据局面, 各地区的饱和程度不断提升, 我们通过上市公司样本发现, 近几年外延扩张门店的增速逐年放缓; 另一方面, 以商业地产公司主导的替代性业态“MALL”也对传统百货带来了冲击, 近年来关闭的门店中, 相当一部分原因来自于“MALL”业态的替代, 而电商以及商业地产“MALL”业态的冲击将在未来长期内延续。这也是促使新华都向地产行业转型的重要催化剂之一。

## （二）思路清晰：不谋“上线”谋“落地”

在实体零售业低迷的环境下，公司并没有选择“上线”的战略，去发展电子商务，而是选择了“落地”，深耕细作地产业务。

我们认同公司的战略选择。第一个方面，实体零售“上网”难以形成竞争优势：首先，电子商务行业竞争的特点是赢者通吃，规模效应显著，最终市场只可能留下少数“赢家”，因为网购的世界是“平的”，不存在传统零售由于物理空间限制而形成的“地方割据”的竞争格局。其次，电子商务行业学习成本大，为了维护“客户体验”，需要建立自己的网络平台、信息系统和物流仓储，投资金额和运营风险对于传统百货来说都超过了其能够承受的范围。第三，价格战仍是主要手段，尽管电商大佬都在强调自己的主要竞争优势是“客户体验”，但价格仍然是最重要的竞争手段，在电商的广告中“便宜”、“实惠”、“大促销”始终是最核心的关键词。传统百货如果参与电商的竞争，毛利率也将面临剧烈下滑。因此，我们认为公司没有选择向电子商务发展，转而进军地产行业，是较为明智的选择。

公司目前初步形成了“商业地产”+“住宅地产”的两架马车，从集团层面看，旅游地产业务也在发展之中，未来不排除注入上市公司的可能性。目前新华都集团旗下地产板块业务由董事长陈发树之弟陈晋江亲力亲为，我们看好公司未来地产业务的运作能力。

## 二、零售业务：从“外延扩张驱动型”转向“追求利润型”

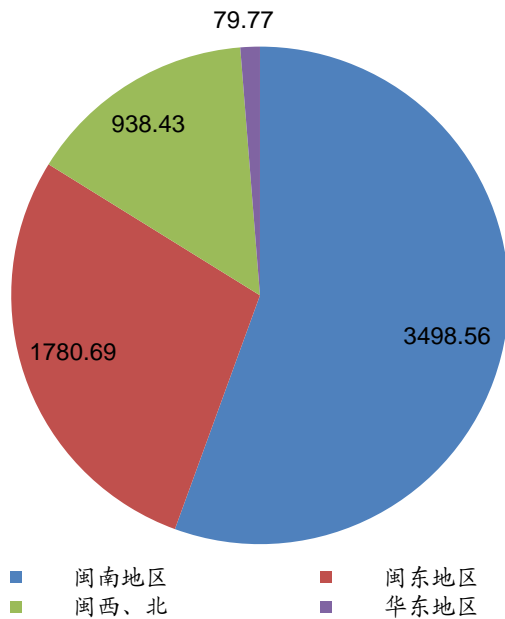
公司零售业务未来将从“外延扩张驱动型”转向“追求利润型”战略，具体体现在：

（1）战略上收缩战线，谨慎扩张；（2）坚决关停扭亏无望门店；（3）避开一线地区激烈竞争，主攻渠道下沉。

### （一）谨慎扩张，收缩战线

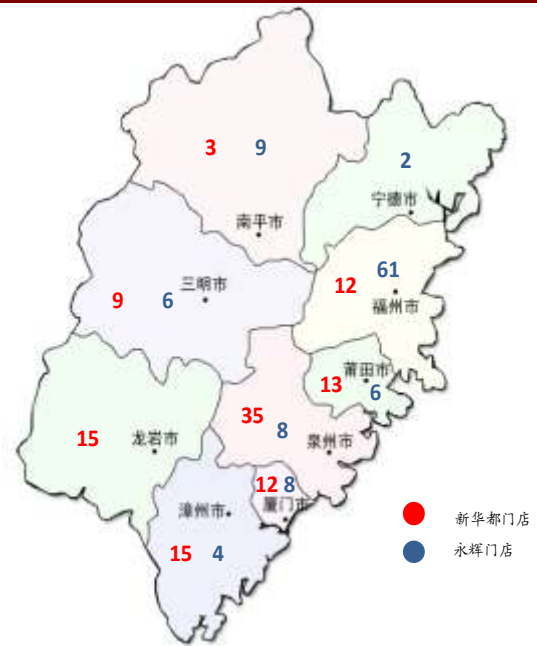
扩张速度方面，随着福建省内布局，渗透率逐步提升，未来公司外延扩张速度将有所放缓。一方面，公司在福建省内已经拥有 115 家门店，此外竞争对手永辉在省内布局 104 家门店，另外还有外资卖场渗透，福建地区扩张空间较为有限；另一方面，公司虽然开始探索华东地区跨省外延扩张，但华东地区较为激烈的竞争环境使得公司扩张极为谨慎。最后，行业层面的电商冲击、渗透接近饱和以及宏观经济低迷也迫使公司未来外放放缓外延扩张步伐。我们预计，在较为乐观的情境下，13-15 年每年新开超市家数分别为 12 家、10 家、10 家。按平均面积 5000 平方米计算，未来新增营业面积分别为 6 万、5 万和 5 万平方米。

图 7: 闽南、闽东地区是公司收入主要贡献区域



资料来源: 公开资料, 宏源证券

图 8: 公司在福建密集布局 115 家门店



资料来源: 公司公告, 宏源证券

## (二) 坚持渠道下沉, 巩固优势区域

扩张区域方面, 未来重点将在渠道下沉, 同时巩固优势区域, 坚决关停扭亏无望门店。在一线城市渗透率极高, 外资竞争白热化的现状下, 未来公司主要扩张区域将在三四线地区下沉, 人口较多的县也将成为公司进入的重点区域。另一方面, 公司转向“追求利润型”思路的主导下, 将坚决关闭扭亏无望的门店, 止住出血点。我们判断, 公司未来新开门店分布地域更多向三四线城市和县级地区扩展。周边跨省扩张方面, 南昌和赣州可能成为扩张重点, 汕头和潮州也有可能进入。华东地区方面, 除了宁波和杭州外, 暂时不考虑新的扩张区域, 杭州区域目前已经盈利, 宁波如果两年内能够盈利, 未来就有望打通从附件到浙江的战略通道。由于未来扩张主要集中于三四线地区, 因此可能意味着较低的首年坪效和较长的培育期。(公司一般门店培育期为 2 年)。

表 1: 未来公司扩张将继续渠道下沉至县级地区

福建地市	门店数量	已进入区域	未进入区域
福州市	11	鼓楼区、仓山区、台江区、晋安区、福清市、连江县、永泰县、平潭县、	马尾区、长乐市、闽侯县、罗源县、闽清县
厦门市	12	思明区、湖里区、集美区、同安区、翔安区	海沧区
莆田市	13	城厢区、涵江区、荔城区、秀屿区、仙游县、	湄洲湾北岸经济开发区
三明市	9	梅列区、永安市、宁化县沙县、尤溪县、大田县	三元区、建宁县、泰宁县、明溪县、将乐县明溪县、清流县
泉州市	37	鲤城区、丰泽区、洛江区、石狮市、晋江市、南安市、惠安县、安溪县、德化县、永春县	泉港区金门县、泉州经济技术开发区
漳州市	15	芗城区、龙海市、云霄县、漳浦县、东山县	龙文区、诏安县平和县、南靖县、长泰县、华安县

南平市	3	延平区、邵武市建瓯市	武夷山市建阳市、顺昌县、浦城县、光泽县、松溪县、政和县
龙岩市	15	新罗区、漳平市、长汀县、永定县、上杭县、连城县	武平县
宁德市	0		蕉城区、福安市、福鼎市、霞浦县、古田县、屏南县、寿宁县、周宁县、柘荣县

资料来源：公开资料，宏源证券

图 9：未来公司重点扩张区域仍将围绕附件周边展开



资料来源：公司资料，宏源证券

### 三、地产业务：住宅地产+商业地产两驾马车先行

#### (一) 进军城市综合体，商业地产扬帆起航

##### 1、三明沙县城市综合体

公司在 2013 年，从沙县的城市综合体项目开始作为商业地产的切入点。

5 月 17 日公司公告，以 1.71 亿元竞得沙县金沙大道城市综合体项目国有建设用地使用权，规划用地面积 60132 平方米，容积率：≤3.2,其中商服建筑面积 ≥ 65000 平方米、地下停车建筑面积 ≥ 45000 平方米。

公司竞得此块土地，将开设大型城市综合体。含停车场建筑面积将超过 11 万平方米，将成为沙县最大的商业体（目前沙县仅有夏商百货、嘉华联百货等小型百货）。根据招标要求，未来建成后购物中心将引进超市、百货、餐饮、知名品牌的影院或 IMAX 影院（影院面积 2000 平方米以上）、娱乐等业态，在沙县形成绝对竞争优势。公司此次建设城市综合体也意味着公司将逐步实现从纯商业到地产的战略转型，控股股东的强力支持将极大程度上确保公

司此次战略转型的成功。

但单就沙县项目来说，未来不确定性仍然较大。沙县经济体量较小，项目成长空间较为有限。沙县常驻人口 26 万，城区人口 10 万人，“十二五”内城市人口将达到 15 万；2012 年地区生产总值 150 亿元，增长 13.5%，城镇居民人均可支配收入 2.3 万元，农民人均纯收入 1.04 万元。我们认为沙县城镇人口规模较为有限，单靠沙县本身的消费能力，项目成长空间将较为有限，未来能否实现持续增长，重点关注能否吸引周边三明市（距离 25 公里）以及旅游消费人群。我们预计项目建设周期约为 2-3 年，短期内对公司业绩影响较小。由于此次公司获得地块将建设大型综合体，建设周期较长，乐观估计将在 2 年左右，因此对于公司短期内并无业绩方面影响（可能产生少量人工费用）。

## 2、福州马尾单体商业大厦

2013 年 3 月 2 日，公司以 1.31 亿元竞得于马尾罗星路（原马江大厦地块），土地面积为 13,768.2 平方米；土地用途为商业金融业（兼容商务办公 C2）；主要规划指标要求：容积率  $\leq 3.1$ ，建筑密度  $\leq 33\%$ ，绿地率  $\geq 30\%$ ，商业建筑不大于总建筑面积的 30%，应为集中式商场；出让年限为商服用地（含商务办公）40 年。未来计划建筑面积：4.27 万平方米（商场占 30%），楼面地价 3200 元/平方米。公司将通过合作或自己开发等方式，建设商业地产，建成后的商业物业将由公司自用于开设百货商场、大卖场、体育用品专卖店等。

商业地产（沙县和马尾，以及在谈的漳州项目）业绩预计将在 15 年对业绩产生贡献，预计 15-16 年分别贡献 EPS0.2、0.3 元。

## 3、安溪十乡镇商业综合体

公司在安溪县的十个乡镇的最中心地段建设商业综合体。每个综合体土地面积 10-20 亩，容积率平均 2，建设集超市、专卖店、娱乐、餐饮、快捷酒店为一体的小型商业综合体（无住宅）。目前已建成 1 个，年内开，在建 3 个，待建 6 个。

预计到 15 年能全部投入使用，贡献 13-15 年 EPS 预计为 0、0.05、0.09 元

表 2：安溪十乡镇中湖头和长坑案例

序号	项目	湖头新华都商业广场	长坑新华都商业广场
1	用地面积(m <sup>2</sup> )	12209.33 (18.31 亩)	9929.17 (14.894 亩)
2	总建筑面积(m <sup>2</sup> )	18665.56	14161.37
3	层数	商场 3 层	商场 3 层，酒店 8 层
4	建筑占地面积(m <sup>2</sup> )	5917.26	3672.63
5	建筑密度 (%)	49	36.99
6	容积率	1.6	1.4
7	绿化率 (%)	21	30
8	地址	湖头镇上田村	长坑乡长坑村
9	工程进度	已完工，未验收	已封顶，即将竣工

资料来源：公司资料，宏源证券

图 10: 湖头新华都商业广场



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 11: 长坑新华都商业广场



资料来源: 公司资料, 宏源证券

## (二) 注入长沙项目, 住宅地产拉开序幕

2013年5月27日, 新华都集团注入其持有的长沙万家城19.5%股权, 标志着上市公司的住宅地产业务正式开始帷幕。

长沙万家城项目位于长沙市东部, 北临浏阳河, 南临机场高速, 西临京珠高速。其中, 中泛置业(建面431.51万平, 其中计容314.45万平)和武夷置业(武夷置建面29.67万平, 其中计容25.02万平)分别开发“新华都万家城”房地产项目二期和一期。目前, 一期项目已经建成, 二期正在建设中。

### 1、交易概况

2013年5月27日, 公司与新华都集团就收购新华都集团持有的控股子公司中泛置业和武夷置业各19.5%股权事宜, 在福建省福州市签署了《股权转让协议》, 本次交易金额63,800万元。交易完成后, 新华都集团仍为中泛置业和武夷置业的控股股东。

公司与新华都集团双方同意以评估后的净资产作为股权转让的作价依据。中泛置业19.5%股权的评估净资产价值为57,161.98万元, 武夷置业19.5%股权的评估净资产价值为6,733.79万元。新华都集团同意将中泛置业19.5%股权以57,100万元的价格转让给公司, 将武夷置业19.5%股权以6,700万元的价格转让。

值得注意的是, 集团承诺, 交易完成后的三个会计年度, 新华都购物广场股份有限公司收购标的资产的总投资(合计: 63,800万元)的年平均收益率不低于12%, 即年平均现金收益不低于7,656万元。若低于12%即低于7,656万元的, 新华都集团将以现金补足。

### 2、项目概况

中泛置业和武夷置业分期开发“新华都万家城”房地产项目, 项目一期由武夷置业开发建设, 项目二期开始由中泛置业开发建设。“新华都万家城”项目位于长沙市东部,

距离长沙市城中心区约 7.5 公里，距离黄花机场 13 公里，行政区划上属雨花区行政范围，控规区划上属于黎托片（武广新城）控制性详细规划，项目北侧为浏阳河，南临机场高速（机场高速以南为武广新城），西临京珠高速。项目以住宅为主，并规划建设商业、酒店、教育等。

- 1、中泛置业规划用地总面积约 100.98 万平方米，规划总建筑面积 431.51 万平方米，其中：计容（板上）建筑总面积 314.45 万平方米（包含住宅建筑面积 263.94 万平方米、商业建筑面积 50.51 万平方米），不计容（板下但在地上）建筑总面积 43.9 万平方米（规划为商业和停车场），不计容（地下室）建筑总面积 73.16 万平方米（规划为车库和配套）。

**表 3：万家城二期项目规划指标**

项目概况	指标	面积m <sup>2</sup>	备注
土地面积	596,026.62	596,026.62	
总建筑面积	1,668,874.54	1,668,874.54	
地上建筑面积	1,668,874.54	1,668,874.54	
其中：	高层住宅	1,518,675.83	按总面积的 91%计算
	商业用房	133,509.96	按总面积的 8%计算
	物业管理、幼儿园等相关配套	16,688.75	按总面积的 1%计算
地下建筑面积	288,645.00	288,645.00	
其中：	车位（个）	8,247.00	35 m <sup>2</sup> /个
容积率	2.8		
建筑密度	30%		
绿化率	40%		

资料来源：公司公告，宏源证券

**表 4：中泛置业项目预计收入计算**

序号	可销售项目	建筑面积m <sup>2</sup>	开盘时间	预计销售单价（单位：元/个）	预计销售总价（单位：元）
1	住宅	1,518,675.83	2014/6/30	7000	10,630,730,794.00
2	店面	133,509.97	2014/6/30	30000	4,005,298,886.00
3	车位	8,247.00	2014/9/30	90000	742,230,000.00
	合计				15,378,259,680.00

资料来源：公司公告，宏源证券

根据评估报告书，项目评估值 = 开发完成后的房地产价值 - 开发成本 - 管理费用 - 投资利息 - 销售费用 - 销售税金及附加 - 土地增值税 - 开发利润 - 所得税 = 2,886,828,354.55 元。

但值得注意的是，由于土地证相关问题，评估价值只基于 59 万平米的面积计算，仍有 40 万平米土地面积未被考虑，实际上已经取得土地转让合同，我们判断这部分未纳入计算的约造成价值低估达到 3.7 亿元。（净利率同评估报告中计算）。

**表 5: 项目评估报告评估价值基于已有土地证面积 59.6 万平米, 存在低估**

序号	土地证号或出让合同号	用途	土地性质	土地使用权终止日期	总用地面积
					(M2)
1	长国用(2006)第052517号	商业/住宅	出让	2044年4月29日(商业) /2074年4月29日(住宅)	94,946.26
2	长国用(2006)第052518号	商业/住宅	出让	2044年4月29日(商业) /2074年4月29日(住宅)	289,565.10
3	长国用(2009)第020293号	商业/住宅	出让	2043年5月8日(商业) /2073年5月8日(住宅)	76,570.61
4	长国用(2009)第020294号	商业/住宅	出让	2043年5月8日(商业) /2073年5月8日(住宅)	118,526.63
5	长国用(2009)第020295号	商业/住宅	出让	2043年5月8日(商业) /2073年5月8日(住宅)	16,418.02
合计					596,026.62

资料来源: 公司公告, 宏源证券

- 2、武夷置业位于整个项目的西南部, 用地总面积约 14 万平方米, 建筑总面积 29.67 万平方米, 其中: 计容(地上)建筑总面积 25.02 万平方米(规划为住宅), 不计容(地下室)建筑总面积 4.65 万平方米(规划为车库)。目前该项目已全部封顶, 已经房产测绘队预测面积。项目已取得土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程规划许可证及商品房预售许可证, 于 2010 年 9 月底开始销售。

**表 6: 万家城一期已预售部分**
**A. 已预售部分**

序号	可销售项目	已预售		备注
		面积m <sup>2</sup>	金额(元)	
1	高层住宅	25,897.07	142,207,924.00	
2	商业用房			
3	车位			
4	24#商业			
5	高层住宅	13,415.37	84,867,188.00	2013年1-3月已售
6	合计	39,312.44	227,075,112.00	

资料来源: 公司公告, 宏源证券

**表 7: 万家城一期未售部分**

预计销售金额计算表如下:

序号	可销售项目	未销售部分		
		面积m <sup>2</sup>	预计单价(元/m <sup>2</sup> )	预计总价(元)
1	高层住宅	100,500.25	7,000.00	703,501,750.00
2	商业用房	2419.43	30,000.00	72,582,900.00
3	车位	1,394(个)	90,000.00	125,460,000.00
4	24#商业	1926.95	20,000.00	38,539,000.00
	合计	106,240.63		940,083,650.00

资料来源: 公司公告, 宏源证券

根据评估报告书，销售总价=已签约合同金额+预计销售金额  
=227,075,112.00+940,083,650.00=1,167,158,762.00元。

评估值=销售总价-销售费用-税金及附加-土地增值税-所得税-适当利润折减  
=1,167,158,762.00-20,499,017.00-65,360,891.00-80,776,520.00-84,632,374.00-50,543,810.00  
=865,346,150.00元。

图 12: 项目区位情况



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 13: 项目规划情况



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 14: 项目一期规划



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 15: 项目一期实景图



资料来源: 公司资料, 宏源证券

#### 四、集团地产业务储备丰富，未来不排除继续注入的可能

新华都集团地产储备项目丰富，漳州和海南旅游住宅地产项目总用地面积面积可达到16000亩以上，体量巨大。我们推测，为帮助上市公司成功转型，未来不排除集团将旗下地产业务逐步注入上市公司的可能性。

目前集团漳州和海南项目都在上市公司体外运营，并非上市公司业务，因此我们对两块项目仅做简要介绍如下：

## (一) 漳州白塘湾国际旅游度假区

漳州白塘湾国际旅游度假区项目位于厦门湾南岸的龙海市隆教畲族乡，项目总规划用地面积约 10000 亩。厦漳跨海大桥 5 月 28 日已通车，厦门到本项目车程约 50 分钟。未来厦漳海底隧道建成后，厦门岛内到本项目将缩短为 35 分钟。

图 16: 漳州项目位于厦门湾南岸的龙海市隆教畲族乡



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 17: 漳州项目规划用地布局, 土地面积 10000 亩



资料来源: 公司资料, 宏源证券

1、项目规划房地产用地面积约 4000 亩, 综合容积率: 1.5-2。总建筑面积: 400 万  $m^2$ -533 万  $m^2$ 。规划分为三个片区: 东部居住片区, 面积约 724 亩; 北部居住片区, 面积约 2050 亩; 南部居住片区, 面积约 1239 亩。

图 18: 房地产用地面积约 4000 亩



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 19: 旅游用地面积约 1800 亩



资料来源: 公司资料, 宏源证券

2、旅游用地面积约 1800 亩，旅游项目分两期开发：一期旅游项目沿白塘湾布局，形成公众的核心景区；二期旅游项目以湖前湾布局，规划高端私密型休闲养生项目，以及游艇码头和游艇俱乐部。

**图 20: 规划沙滩面积约 1500 亩**



资料来源：公司资料，宏源证券

**图 21: 规划高尔夫用地面积 2500 亩**



资料来源：公司资料，宏源证券

**图 22: 规划中的希尔顿酒店**



资料来源：公司资料，宏源证券

**图 23: 规划中的万豪酒店**



资料来源：公司资料，宏源证券

**图 24: 规划中的火山矿泉中心**



资料来源：公司资料，宏源证券

**图 25: 规划中的室外水上乐园**



资料来源：公司资料，宏源证券

图 26: 规划中的大型室内冰雪世界



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 27: 沙滩、海上娱乐项目



资料来源: 公司资料, 宏源证券

## (二) 海南“七仙紫园”项目简介

海南“七仙紫园”项目位于海南保亭，项目总规划用地面积约 6014 亩，距三亚仅 1.5 小时车程。容积率： $< 0.3$ ；总建筑面积：23 万 $m^2$ ；规划分为南、北两个片区。设有“华尔道夫七星级酒店”、“希尔顿五星级酒店”。

图 28: 项目位于海南保亭，距三亚仅 1.5 小时车程



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 29: 项目规划用地布局



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 30: 规划中的华尔道夫酒店



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 31: 规划中的希尔顿酒店



资料来源: 公司资料, 宏源证券

## 五、盈利预测及投资建议

我们预计公司 13-15 年商业部分业绩分别为 0.2、0.2 和 0.3 元。

基于目前 20%权益的地产业务, 每年贡献 EPS 约为 0.2 元。考虑到公司未来向地产业务转型, 我们判断, 公司未来仍有继续注入地产可能, 地产贡献有望大幅提升。如果公司考虑继续分步注入长沙地产业务, 考虑到购买地产公司股权的需求, 预计公司 13-15 年的贷款余额为 2 亿、6 亿、10 亿元, 利息费用预计约拖累 EPS 0.007、0.06、0.1 元。同时地产业务 2014-2015 将贡献 EPS 分别达到 0.4、0.6 元。

此外, 安溪十乡镇的项目预计到 15 年能全部投入使用, 产生 EPS 13-15 年预计为 0、0.05、0.09 元。商业地产(沙县和马尾, 以及在谈的漳州项目)业绩预计将在 15 年对业绩产生贡献, 预计 15-16 年分别贡献 EPS 0.2、0.3 元。

我们维持公司目标价 8.0 元。我们仍然看好公司后续资本运作能力, 以及向“商业+地产”双翼发展转型战略, 上调公司至“买入”评级。

**表 8: 盈利预测 (仅考虑商业部分, 加总业绩以首页为准)**

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,662.46	7,626.85	8,390.69	9,275.55	<b>收益率</b>				
减: 营业成本	5,307.37	6,086.23	6,645.43	7,327.68	毛利率	20.33%	20.34%	20.20%	20.80%
营业税金及附加	45.59	52.19	57.42	63.48	三费/销售收入	16.53%	16.89%	17.77%	18.52%
营业费用	972.78	1,193.26	1,382.66	1,545.06	EBIT/销售收入	3.24%	2.72%	1.41%	1.18%
管理费用	158.70	174.57	192.03	211.23	EBITDA/销售收入	5.71%	5.17%	4.84%	4.29%
财务费用	-5.96	-12.89	-21.05	-26.56	销售净利率	2.43%	2.27%	1.36%	1.25%
资产减值损失	12.36	11.00	11.00	11.00	<b>资产获利率</b>				
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	12.62%	12.09%	7.68%	7.17%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.63%	5.33%	3.36%	2.56%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	52.24%	55.18%	30.41%	63.12%
<b>营业利润</b>	171.61	122.48	123.20	143.66	<b>增长率</b>				
加: 其他非经营损益	29.37	13.72	13.72	13.72	销售收入增长率	30.30%	17.16%	14.47%	10.02%
<b>利润总额</b>	200.98	136.20	136.92	157.37	EBIT 增长率	136.46%	-1.54%	-40.62%	-8.35%
减: 所得税	50.02	32.23	32.40	37.24	EBITDA 增长率	77.78%	6.02%	7.18%	-2.44%
<b>净利润</b>	150.96	103.97	104.52	120.13	净利润增长率	113.83%	9.20%	-31.13%	0.53%
减: 少数股东损益	-8.57	-5.90	-5.93	-6.82	总资产增长率	57.32%	22.38%	-5.79%	20.16%
<b>归属母公司股东净利润</b>	159.53	109.87	110.45	126.95	股东权益增长率	105.50%	13.99%	8.32%	7.72%
					经营营运资本增长率	-35.83%	-50.39%	18.73%	-38.59%
<b>资产负债表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>资本结构</b>				
货币资金	1,142.23	1,389.00	2,006.18	2,039.32	资产负债率	58.35%	61.46%	58.99%	63.16%
应收和预付款项	551.73	427.77	645.29	539.25	投资资本/总资产	10.32%	6.93%	3.21%	-10.44%
存货	719.41	772.57	856.50	939.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他流动资产	9.59	9.59	9.59	9.59	流动比率	1.23	1.16	1.38	1.45
长期股权投资	22.40	22.40	22.40	22.40	速动比率	0.83	0.81	0.96	1.09
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	10.97%	17.91%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	440.42	314.92	290.14	265.36	收益留存率	89.03%	82.09%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	29.04	25.79	22.54	19.29	<b>资产管理效率</b>				
其他非流动资产	488.39	244.20	0.00	0.00	总资产周转率	2.04	1.96	2.38	2.18
<b>资产总计</b>	3,403.21	3,206.22	3,852.64	3,835.04	固定资产周转率	18.79	19.61	24.22	28.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	445.50	485.66	459.52	500.80
应付和预收款项	2,010.23	1,810.00	2,351.90	2,214.17	存货周转率	7.12	7.38	7.88	7.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
其他负债	81.41	81.41	81.41	81.41	EBIT	181.40	107.72	98.72	111.86
<b>负债合计</b>	2,091.64	1,891.41	2,433.31	2,295.58	EBITDA	344.23	368.95	359.95	128.89
股本	541.50	541.50	541.50	541.50	NOPLAT	114.25	71.76	64.89	74.92
资本公积	336.73	336.73	336.73	336.73	净利润	159.53	109.87	110.45	126.95
留存收益	441.84	551.71	662.16	789.11	EPS	0.295	0.203	0.204	0.234
<b>归属母公司股东权益</b>	1,320.07	1,429.94	1,540.39	1,667.34	BPS	2.438	2.641	2.845	3.079
少数股东权益	-8.50	-14.40	-20.33	-27.15	PE	18.91	27.45	27.31	23.76
<b>股东权益合计</b>	1,311.57	1,415.54	1,520.06	1,640.18	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	3,403.21	3,306.95	3,953.36	3,935.76	PB	2.28	2.11	1.96	1.81
<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	PS	0.45	0.40	0.36	0.33
经营性现金净流量	476.77	207.82	568.52	-22.84	PCF	6.33	14.51	5.31	-132.04
投资性现金净流量	-320.35	10.47	10.47	10.47	EV/EBIT	10.65	15.68	10.87	9.32
筹资性现金净流量	3.48	28.48	38.20	45.51					
<b>现金流量净额</b>	159.91	246.77	617.18	33.14					

**作者简介:**

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

姜天骄: 商贸零售行业分析师, 复旦大学经济学学士, 上海财经大学数量经济学硕士。2012 年加入宏源证券。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。