

高端住宅结算，商业、文旅接力

——新华联（000620）2013年半年报点评

2013年08月18日

推荐/首次

新华联

财报点评

郑闯钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmg@dxzq.net.cn 010-66554031	
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn 010-66554029	

事件:

公司日前发布2013年中报。报告期内，公司实现营业收入11.83亿元，同比增长94.93%；归属于上市公司股东净利润3.07亿元，同比增长123.04%；基本每股收益0.19元，同比增长111.11%。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入(百万元)	1006.51	282.16	324.58	690.24	1165.58	580.52	602.19
增长率(%)	60.38%	-32.02%	-55.49%	121.65%	15.80%	105.74%	85.53%
毛利率(%)	73.54%	52.87%	56.00%	34.42%	53.57%	49.77%	43.68%
期间费用率(%)	6.04%	10.01%	14.25%	7.07%	9.24%	9.43%	14.66%
营业利润率(%)	39.49%	33.62%	29.58%	10.55%	35.92%	28.80%	38.49%
净利润(百万元)	301.22	73.35	63.36	52.35	327.68	128.05	178.41
增长率(%)	88.19%	05.67%	-68.27%	34.69%	08.78%	74.57%	181.57%
每股盈利(季度,元)	0.67	0.16	0.14	0.10	0.71	0.28	0.40
资产负债率(%)	62.11%	65.19%	68.94%	70.16%	73.35%	75.07%	75.61%
净资产收益率(%)	10.86%	2.86%	2.59%	2.06%	12.15%	4.53%	6.06%
总资产收益率(%)	4.11%	1.00%	0.81%	0.62%	3.24%	1.13%	1.48%

观点:

- **公司营业收入大幅增长。**报告期内，公司商品房销售业务实现营业收入10.28亿元，同比增长97.99%；建筑业实现营业收入1.13亿元，同比增长141.57%。公司营业收入大幅增长，主要原因一是公司2012年末收购到了湖南新华联建设有限公司，为公司新添建筑业务的收入；二是公司商品房销售的结算量同比增加较大。报告期内，公司主要结算了通州的运河湾家园、唐山的新华联广场和惠州的新华联广场，其中通州的运河湾家园盈利能力强，为公司净利润增长做了主要贡献。

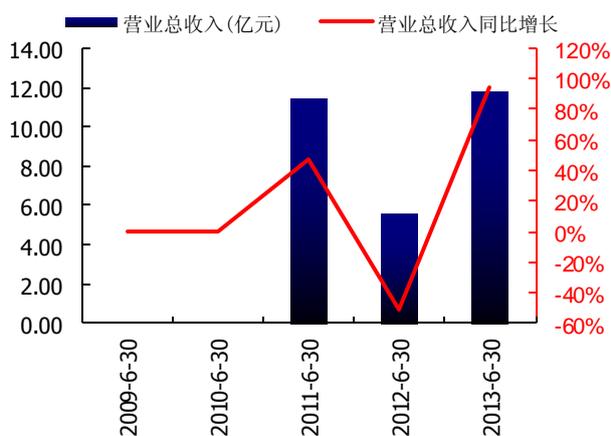
表 1 主营业务构成情况

分行业	营业收入（元）	营业成本（元）	毛利率（%）	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
房产销售	1,028,581,367.00	508,781,003.98	50.54%	97.99%	119.95%	-4.94%
建筑业	113,682,695.84	105,009,020.86	7.63%	141.57%	300.36%	-36.63%

资料来源：东兴证券研究所

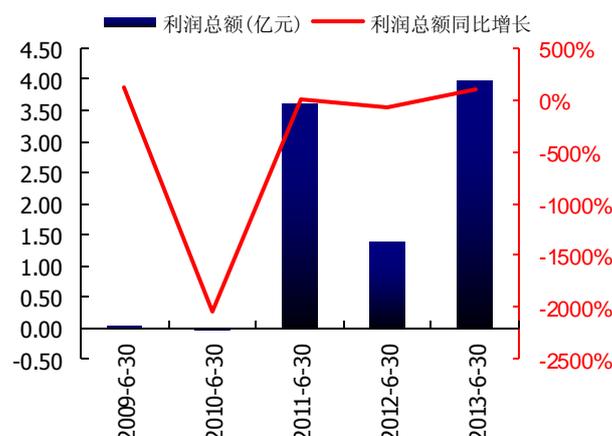
- 业务结构和结算结构差异导致毛利率下降。**报告期内公司实现毛利率46.67%，较2012年同期下降8.74%。一方面原因是因为公司新增增加的建筑业务毛利率较低，仅为7.63%，从而整体上拉低了毛利率水平。另一方面我们判断由于公司房产销售业务交房结构的不同，导致毛利率也下降约5个百分点。
- 公司拿地节奏稳健，商业地产和旅游地产布局加大。**报告期内，公司获得项目3个，分别位于西宁、芜湖（文化旅游地产）和上海（商业地产），总规划建筑面积47.3万平方米，总地价款17.86亿元，平均地价3776元/平方米。公司在把握二、三线城市机会的同时，加大一线城市优质物业的布局。另外公司还大力推进旅游地产的开发，报告期内获得芜湖鸠江市区文化旅游用地一宗，并在芜湖、炎陵和长沙分别成立三家以文化旅游地产为导向的子公司。
- 公司期末财务稳健。**报告期末公司资产负债率为75.61%，较2012年末提高2.27个百分点；扣掉预收款项的真实资产负债率为63.18%，较2012年末下降0.96个百分点；其中长期借款占负债总额比重为36.25%，财务状况较为稳健。
- 公司各项经营计划顺利实施。**报告期内，公司实现销售面积13.75万平方米，其中通州新华联运河湾和惠州新华联广场超额完成计划，结算面积8万平米；开复工面积150万平米，完成全年计划的50%。

图 1：营业收入情况



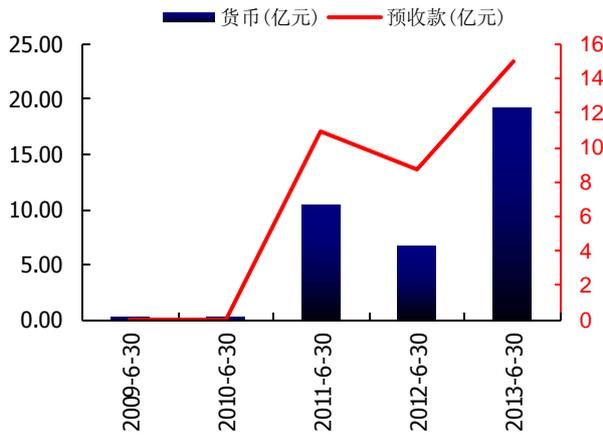
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2：利润总额情况



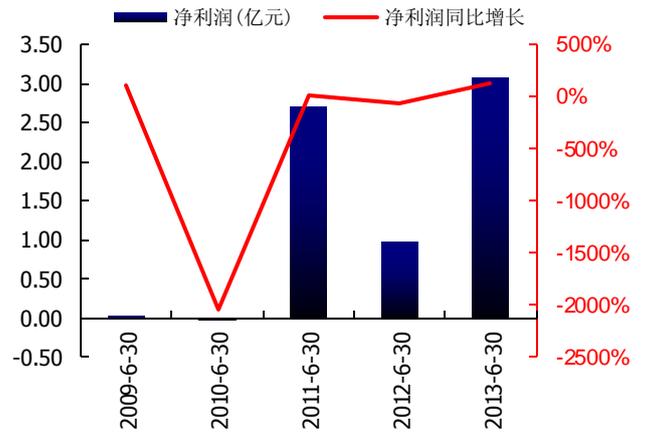
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3：货币和预收款情况



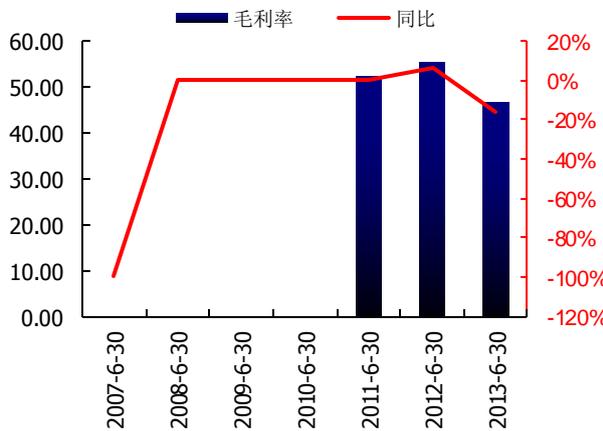
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4：净利润情况



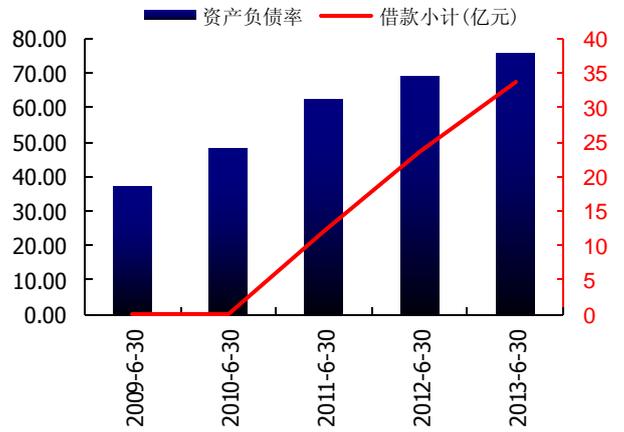
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：销售毛利率情况



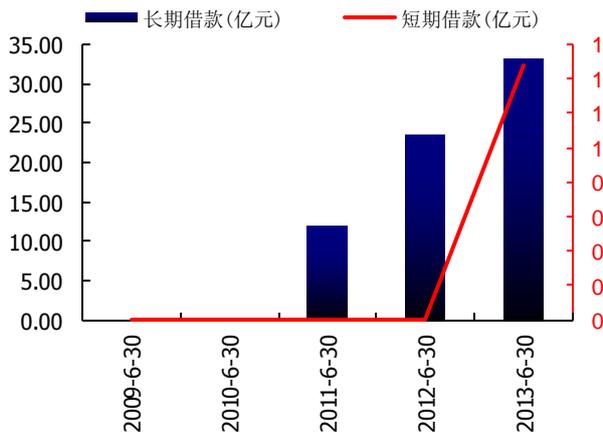
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 6：资产负债率情况



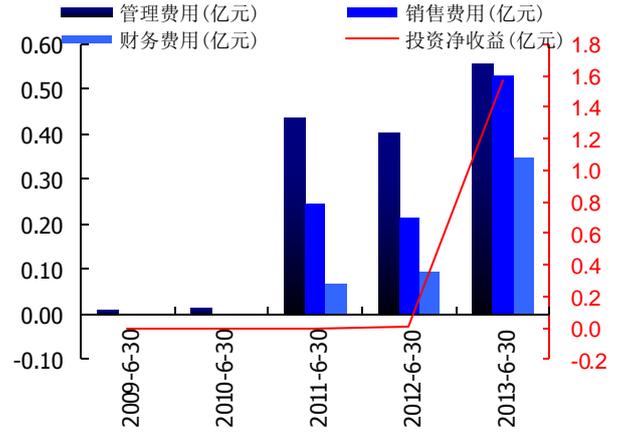
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 8：销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源：公司公告、东兴证券

结论:

公司是全国布局的综合物业运营商, 擅长城市综合体的开发与运营, 同时辅以住宅进行盈利和周转。公司项目储备丰富、布局分散, 拿地价格较低, 具有很好的安全边际。我们预计公司2013-2015年的营业收入分别为33.37亿元、49.23亿元和59.64亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为6.54亿元、9.73亿元和10.72亿元, 基本每股收益分别为0.41元、0.61元和0.67元, 对应PE分别为11.51、7.74和7倍。首次关注给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	6036	8706	12332	16347	20893	营业收入	2336	2463	3337	4923	6464
货币资金	541	1325	3786	3462	2434	营业成本	897	1270	1646	2444	3466
应收账款	77	133	183	270	354	营业税金及附加	469	371	534	788	1034
其他应收款	419	222	301	444	583	营业费用	59	111	150	197	259
预付款项	1826	431	842	1453	2319	管理费用	92	103	133	197	259
存货	3174	6594	7217	10711	15192	财务费用	15	16	6	5	22
其他流动资产	0	0	3	7	10	资产减值损失	3.84	-0.43	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	727	1410	1403	1472	1482	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	149	413	413	413	413	投资净收益	-0.70	90.85	0.00	0.00	0.00
固定资产	180.37	160.93	755.63	828.82	843.01	营业利润	800	682	867	1293	1425
无形资产	42	41	37	33	29	营业外收入	23.18	1.46	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	100	0	0	0	营业外支出	6.21	2.46	2.00	2.00	2.00
资产总计	6763	10115	13735	17819	22376	利润总额	817	681	873	1299	1431
流动负债合计	2670	4644	5547	7687	10320	所得税	213	165	218	325	358
短期借款	0	30	0	0	0	净利润	604	517	655	974	1073
应付账款	784	1163	1353	2008	2848	少数股东损益	-2	12	1	2	1
预收款项	606	932	1599	2584	3877	归属母公司净利润	607	505	654	973	1072
一年内到期的非流	61	704	1367	1867	2367	EBITDA	870	753	980	1429	1587
非流动负债合计	1587	2775	3782	4888	5888	BPS (元)	0.41	0.32	0.41	0.61	0.67
长期借款	1550	2735	3735	4735	5735	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	4257	7419	9329	12576	16208	成长能力					
少数股东权益	42	35	36	38	39	营业收入增长	#DIV/0!	5.43%	35.52%	47.53%	31.29%
实收资本(或股本)	452	452	1598	1598	1598	营业利润增长	-37758.	-14.73	27.04%	49.16%	10.23%
资本公积	246	185	185	185	185	归属于母公司净利润	29.53%	48.82%	29.53%	48.82%	10.25%
未分配利润	1556	1777	2130	2655	3235	获利能力					
归属母公司股东权	2464	2661	4369	5206	6128	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	6763	10115	13734	17819	22375	净利率(%)	25.87%	20.98%	19.62%	19.79%	16.61%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	8.97%	4.99%	4.76%	5.46%	4.79%	
经营活动现金流	-1292	-201	4	-1482	-2206	偿债能力					
净利润	604	517	655	974	1073	资产负债率(%)	63%	73%	68%	71%	71%
折旧摊销	54.99	54.31	0.00	130.90	139.90	流动比率	2.26	1.87	2.22	2.13	2.02
财务费用	15	16	6	5	22	速动比率	1.07	0.45	0.92	0.73	0.55
应收账款减少	0	0	-50	-87	-84	营运能力					
预收帐款增加	0	0	667	985	1293	总资产周转率	0.69	0.29	0.28	0.31	0.32
投资活动现金流	-104	-696	-210	-200	-150	应收账款周转率	61	23	21	22	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.96	2.53	2.65	2.93	2.66
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	91	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.32	0.41	0.61	0.67
筹资活动现金流	524	1497	2667	1359	1328	每股净现金流(最新)	-1.93	1.33	1.54	-0.20	-0.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.46	5.89	2.73	3.26	3.83
长期借款增加	0	0	1000	1000	1000	估值比率					
普通股增加	140	0	1146	0	0	P/E	11.49	14.72	11.51	7.74	7.02
资本公积增加	-477	-61	0	0	0	P/B	0.86	0.80	1.72	1.45	1.23
现金净增加额	-872	600	2461	-324	-1028	EV/EBITDA	3.68	5.67	9.02	7.46	8.31

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

联系人简介

李东

就职于中华联合保险控股股份有限公司资产管理中心，在此报告工作中提供了贡献。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。