

## 打造文旅巨头，布局全面开花

——新华联（000620）2015 年年报点评

2016 年 04 月 19 日

强烈推荐/维持

新华联

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号：S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

### 事件：

公司日前发布 2015 年年报，报告期内，公司实现营业收入 46.47 亿元，同比增长 32.72%，实现归属于母公司所有者的净利润 3.07 亿元，同比下降 27.22%。截止 2015 年 12 月 31 日，公司净资产 339.94 亿元，同比增长 37.65%。实现每股收益 0.17 元，同比下降 34.62%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 1 元（含税）。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	559.73	788.1	1853.83	351.07	572.75	1107.19	2615.68
增长率（%）	-10.64%	67.90%	103.35%	17.27%	2.32%	40.49%	41.10%
毛利率（%）	22.73%	23.07%	24.92%	32.90%	28.31%	24.02%	26.33%
期间费用率（%）	10.51%	14.75%	11.26%	27.74%	18.63%	17.27%	17.54%
营业利润率（%）	28.62%	4.74%	11.07%	0.67%	10.05%	-0.41%	7.47%
净利润（百万元）	178.38	30.31	182.26	12.15	59.25	35.79	180.73
增长率（%）	-29.67%	-49.07%	199.88%	-01.55%	-66.78%	18.06%	-00.84%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.02	0.12	0.01	0.03	0.03	0.09
资产负债率（%）	82.60%	83.23%	84.81%	78.09%	78.69%	79.69%	80.05%
净资产收益率（%）	4.94%	0.83%	4.86%	0.21%	0.96%	0.55%	2.66%
总资产收益率（%）	0.86%	0.14%	0.74%	0.05%	0.21%	0.11%	0.53%

### 观点：

- 营业收入大幅上涨，净利润降低。**报告期内，公司实现营业收入46.47亿元，同比增长32.72%，主要系本期满足收入确认条件的项目增加以及酒店和白酒销售营收增加，共同作用使公司营业收入大幅增加；实现归属于母公司所有者的净利润3.07亿元，同比下降27.22%，2015年公司整体利润下降，主要原因在于公司一线城市等高毛利在售项目尚未达到结算期，暂无法结转销售收入，但其已发生的营销及管理费用已进行确认。其中，房地产业务实现收入41.59亿元，同比增长31.36%，占总收入比重达到89.50%。报告期内，公司实现签约销售面积61.44万平方米，销售金额48.21亿元，结算面积56.49万平方米，结算金额41.59亿元。随着市场逐渐回暖，公司房地产业务有望进一步释放，行业地位有望进一步提升。

**表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

（单位：亿元、百分比）

项目	2015 年	2014 年	变动比率	原因分析
毛利率（%）	26.52%	25.44%	4.25%	变化较小
净利率（%）	6.20%	11.52%	-46.18%	净利润大幅下降
资产负债率（%）	80.05%	84.81%	-5.61%	大幅降低，增发降低杠杆率
费用比率（%）	18.39%	13.13%	40.06%	促销导致管理费用、销售费用增加
加权 ROE（%）	5.89%	12.49%	-52.84%	净利润大幅下降
总资产	339.94	246.96	92.98%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	48.61	29.77	18.84%	本期非公开发行股票以及债券所致
预收账款	12.71	11.49	12.2%	变化较小
经营活动净现金流	-29	-20.13	—	本期项目开发建设投入增加所致
稀释 EPS	0.17	0.26	-34.62%	净利润减少

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- 融资渠道通畅，定增助推公司战略转型。** 报告期内，公司完成非公开发行股票工作，募集资金21亿元，极大地增强了公司资本实力，为公司的下一步战略转型奠定了基础；公开发行5+2年期公司债券13亿元，成功完成非公开发行公司债券30亿元，发行中期票据10亿元，极大改善了公司的资产负债结构，降低了公司的资金成本；公司下属控股子公司新丝路文旅完成定向增发3.96亿港元，实现海外资本市场融资零的突破。截至本报告披露日，公司45亿元非公开发行股票的申请获得中国证监会发审委的审核通过；10亿元公开发行公司债券取得中国证监会的核准文件，目前相关发行工作正在进行。
- 公司土地储备丰富，满足公司未来多年发展需求。** 公司土地储备布局立足北京上海等一线城市，项目均衡分布在经济相对发达的二、三线城市，有针对性地选择具有区域优势及发展前景的海南、唐山地区进行深耕，另外合理储备海外热门移民城市土地资源。报告期内，公司通过“招拍挂”和股权收购等方式，共获取土地111万平方米，规划建面83.29万平方米。按照公司海外发展战略，公司先后取得了马来西亚南洋度假中心项目、韩国济州岛锦绣山庄国际度假项目及澳大利亚悉尼麦考瑞大街71号项目用地。同时，在文化旅游产业方面持续发力，获取长沙铜官窑文化旅游项目用地。依托大量低成本的优质土地储备，为公司持续健康发展提供了良好的发展空间。
- 落实战略转型，布局“地产+文旅+金融”。** 2015年，公司着力打造文化旅游地产项目，继续加强金融行业布局，加快落实海外发展战略，整合完善境外投融资平台，全面推动战略转型目标的实现。

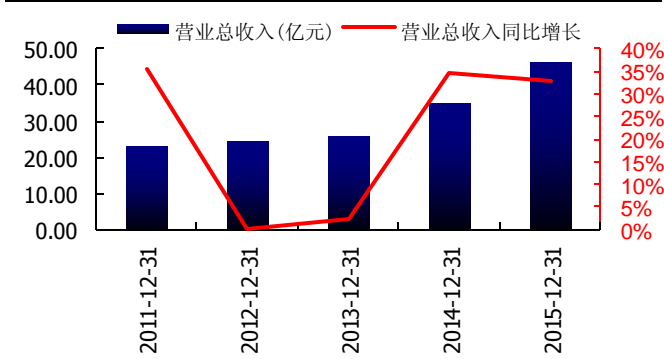
**在文化旅游方面**，2015年，公司加快推进文化旅游地产项目，首个文旅项目芜湖鸠兹古镇首期开街亮相，芜湖新华联文化旅游（海洋公园）项目结构封顶，预计2016年下半年试营业；同时，全国旅游优选项目、湖南省重点工程—长沙铜官窑文旅项目已正式开工建设；此外，公司与四川广元市就文化旅游项目达成合作意向，并签订了《合作意向书》，有望进一步扩展公司文化旅游项目规模。

**海外战略布局方面**，报告期内，公司全资子公司国际置地完成对香港上市公司新丝路文旅（00472.HK）的收购，进而获得优质的海外投融资平台。收购完成后，新丝路文旅成功完成定向增发，募集资金总额3.96亿港元，同时，新丝路文旅以增资方式获得锦绣山庄55%的股权。此外，为丰富该项目旅游资源，新丝路文旅收购具有经营娱乐场业务资格的黄金海岸株式会社59%的股权，上述两项投资有利于新丝路文

旅整合及拓展海外旅游度假业务, 提升盈利能力和可持续发展能力。

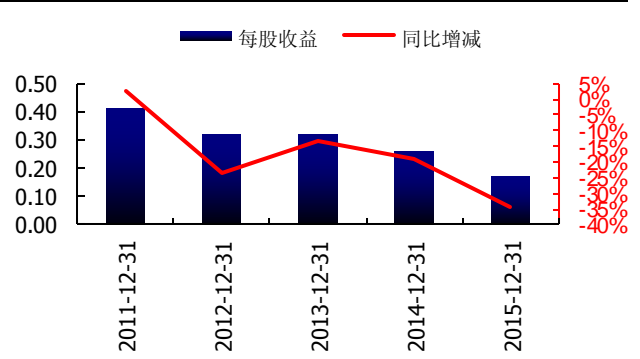
**金融方面**, 报告期内, 公司继续强化金融行业布局, 公司通过全资子公司湖南华建参与增资长沙银行, 截至目前, 合计持有长沙银行7.29%股份, 未来在控股股东的大力支持下或将继续增持长沙银行的股份, 将成长性强的城市商业银行纳入公司投资版图中, 为公司整体盈利能力及抗风险能力带来积极影响。此外, 与泛海控股股份有限公司以现金出资方式共同发起设立国内首家民营资本创办及主导的再保险公司——亚太再保险股份有限公司, 进一步实现公司整体战略转型, 保障公司多元化业绩发展

图 1: 营业收入情况



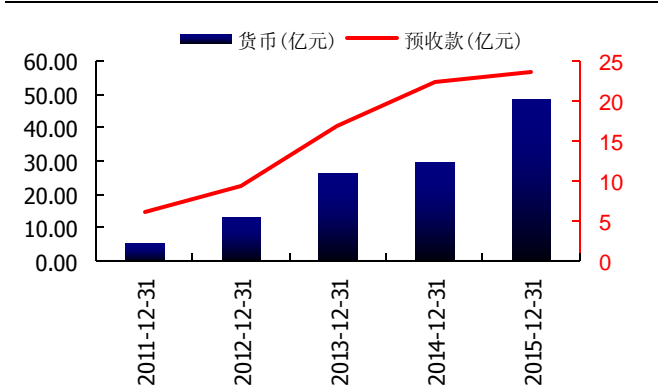
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 每股收益情况



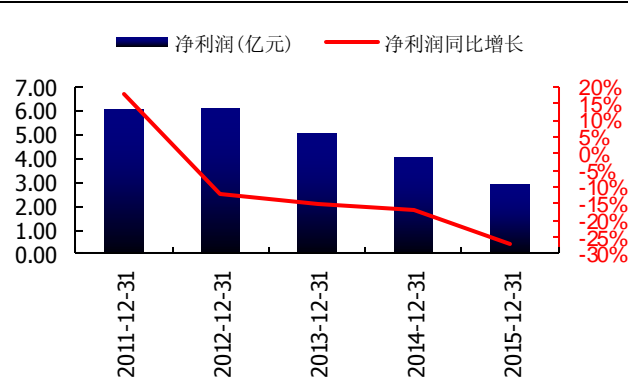
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 货币和预收款情况

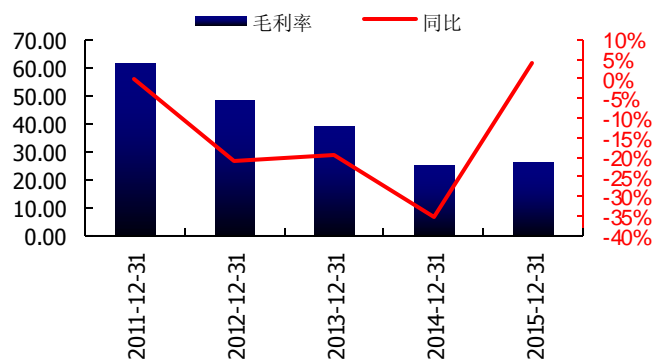


资料来源: 公司公告, 东兴证券

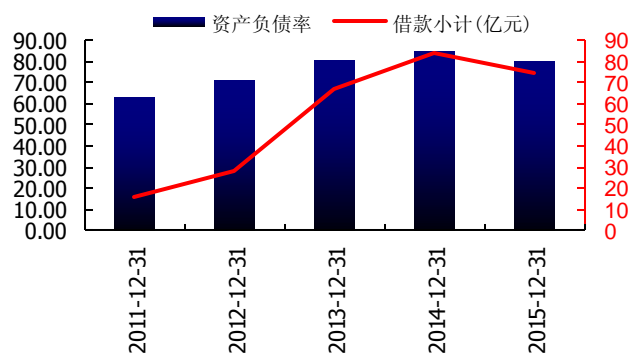
图 4: 净利润情况



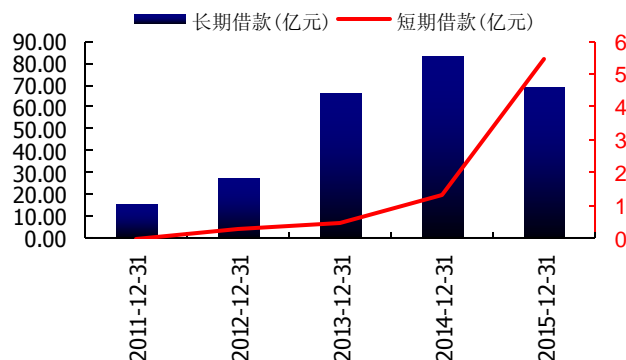
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 5：销售毛利率情况**


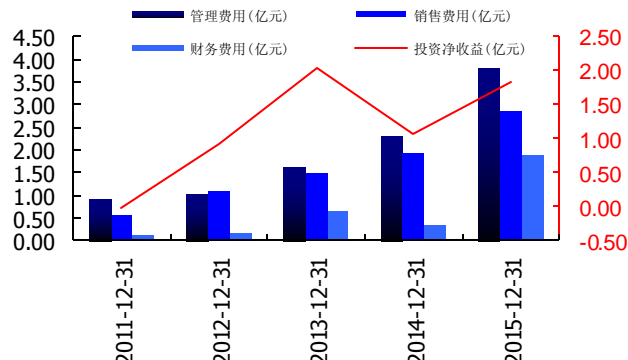
资料来源：公司公告，东兴证券

**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：

公司为一家集投资规划、开发建设、施工运营、商业管理、物业服务等多项业务为一体、多业态综合开发能力的房地产上市公司。报告期内，公司贯彻落实“地产+文旅+金融”的战略定位，由单一“开发商”转变为“开发商+运营商+服务商”的多重角色，加大转型力度，继续布局全产业链；2015年，公司着力打造文化旅游地产项目，继续加强金融行业布局，加快落实海外发展战略，整合完善境外投融资平台，成长空间看好。我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为62.73亿元、87.82亿元和118.56亿元，每股收益分别为0.27元、0.29元和0.32元，对应PE分别为28.41、26.39和23.19，维持“强烈推荐”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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	19126	24903	34364	48667	66353	<b>营业收入</b>	3501	4647	6273	8782	11856
货币资金	2977	4861	5332	7465	10078	<b>营业成本</b>	2610	3414	4705	6587	8892
应收账款	291	187	516	722	974	营业税金及附加	292	369	521	729	984
其他应收款	398	388	523	733	989	营业费用	194	286	345	483	652
预付款项	1147	1271	2212	3530	5308	管理费用	232	381	408	571	771
存货	14306	18175	25780	36091	48723	财务费用	34	187	50	117	165
其他流动资产	1	2	2	127	281	资产减值损失	10.44	9.17	10.00	10.00	10.00
<b>非流动资产合计</b>	5570	9091	8554	8070	7586	公允价值变动收益	199.59	68.46	200.00	200.00	200.00
长期股权投资	821	1307	1307	1307	1307	投资净收益	107.64	182.39	100.00	100.00	100.00
固定资产	412	1418	3115	2692	2269	<b>营业利润</b>	436	251	535	585	682
无形资产	33	611	550	489	428	营业外收入	131.11	144.18	100.00	100.00	100.00
其他非流动资产	55	52	0	0	0	营业外支出	0.76	3.50	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	24696	33994	42918	56737	73939	<b>利润总额</b>	566	392	633	683	780
<b>流动负债合计</b>	12384	14670	25679	37350	52383	所得税	163	104	146	157	179
短期借款	129	545	14487	22830	33621	<b>净利润</b>	403	288	488	526	601
应付账款	2805	3489	4963	6948	9379	少数股东损益	-18	-19	-15	-15	-15
预收款项	2239	2359	3300	4617	6395	归属母公司净利润	421	307	503	541	616
一年内到期的非流	3204	5261	1120	1120	1120	EBITDA	544	1126	1069	1187	1331
<b>非流动负债合计</b>	8561	12541	8914	10914	12914	<b>BPS (元)</b>	0.26	0.17	0.27	0.29	0.32
长期借款	8308	6914	8914	10914	12914	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	5256	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	20945	27211	34592	48264	65296	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	237	865	850	835	820	营业收入增长	34.59%	32.72%	35.00%	40.00%	35.00%
实收资本(或股本)	452	536	1897	1897	1897	营业利润增长	-37.35%	-42.47	113.41%	9.36%	16.53%
资本公积	97	2145	2145	2145	2145	归属于母公司净利润	63.86%	7.67%	63.86%	7.67%	13.77%
未分配利润	2711	3018	2767	2496	2188	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	3513	5918	7457	7619	7804	毛利率(%)	25.44%	26.52%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>负债和所有者权益</b>	24696	33994	42899	56718	73920	净利率(%)	11.52%	6.20%	7.77%	5.99%	5.07%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	1.71%	0.90%	1.17%	0.95%	0.83%
						ROE(%)	12.00%	5.18%	6.74%	7.10%	7.89%
<b>经营活动现金流</b>	-2013	-2900	-7118	-8005	-9872	<b>偿债能力</b>					
净利润	403	288	488	526	601	资产负债率(%)	85%	80%	81%	85%	88%
折旧摊销	73.58	688.19	0.00	483.88	483.88	流动比率	1.54	1.70	1.34	1.30	1.27
财务费用	34	187	50	117	165	速动比率	0.39	0.46	0.33	0.34	0.34
应收账款减少	0	0	-328	-206	-253	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	941	1317	1778	总资产周转率	0.16	0.16	0.16	0.18	0.18
<b>投资活动现金流</b>	-705	-2886	344	290	290	应收账款周转率	17	19	18	14	14
公允价值变动收益	200	68	200	200	200	应付账款周转率	1.57	1.48	1.48	1.47	1.45
长期股权投资减少	0	0	2	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	108	182	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.17	0.27	0.29	0.32
<b>筹资活动现金流</b>	3013	7237	7246	9847	12195	每股净现金流(最新)	0.65	2.71	0.25	1.12	1.38
应付债券增加	0	0	-5256	0	0	每股净资产(最新摊)	7.78	11.04	3.93	4.02	4.11
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	84	1361	0	0	P/E	29.69	45.41	29.13	27.05	23.78
资本公积增加	-14	2047	0	0	0	P/B	0.99	0.70	1.96	1.92	1.88
<b>现金净增加额</b>	295	1451	471	2133	2613	EV/EBITDA	22.34	15.32	31.66	35.43	39.23

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

### 魏子森

就读于南开大学区域经济学硕士，现在东兴证券研究所房地产小组实习。

## 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。