



文旅之路开启 发展之花绽放

——新华联（000620）2016 年报点评

2017 年 04 月 28 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	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司 4 月 27 日公布 2016 年报。报告期内, 公司实现营业收入 75.16 亿元, 同比增长 61.41%, 归属于上市公司股东净利润 5.24 亿元, 同比上升 70.35%, 扣非后净利润 4.9 亿元, 同比上升 211.52 个百分点; 截至 2016 年, 公司总资产 445.7 亿元, 比年初增长 31%; EPS 为 0.28 元/股, 同比增长 64.71%; 加权 ROE 为 8.69%, 同比上升 3.51 个百分点。前述业绩指标基本与业绩预告区间一致。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 (百万元)	1107.19	2625.26	843	793.17	1166.5	4713.14	856.99
增长率 (%)	40.49%	41.61%	140.12%	38.49%	5.36%	79.53%	1.66%
毛利率 (%)	24.02%	26.29%	27.10%	20.98%	21.96%	31.97%	26.18%
期间费用率 (%)	17.27%	17.48%	20.65%	25.17%	21.04%	12.00%	35.14%
营业利润率 (%)	-0.41%	7.49%	8.50%	2.03%	3.97%	12.50%	13.66%
净利润 (百万元)	35.79	181.87	56.85	24.63	53.34	341.74	61.60
增长率 (%)	18.06%	-00.21%	367.92%	-58.44%	49.04%	87.90%	08.35%
每股盈利 (季度, 元)	0.03	0.09	0.04	0.02	0.03	0.19	0.04
资产负债率 (%)	79.69%	80.05%	80.64%	83.35%	83.53%	84.37%	83.99%
净资产收益率 (%)	0.55%	2.68%	0.84%	0.37%	0.80%	4.91%	0.87%
总资产收益率 (%)	0.11%	0.53%	0.16%	0.06%	0.13%	0.77%	0.14%

观点:

- 营业收入大幅增长而净利润却降低。公司实现营业收入 75.16 亿元, 同比增长 61.41%, 归属于上市公司股东净利润 5.24 亿元, 同比上升 70.35%, 扣非后净利润 4.9 亿元, 同比上升 211.52 个百分点。

业绩大增主要归因于房地产业务结算收入较去年同期大幅加同时毛利率水平大幅提升。受益于自 2015 年下半年的销售行情, 公司重点布局的京津冀、上海、一带一路重点区域均有良好表现, 我们预期此轮行情将助力公司未来 2-3 年销售业绩保持平稳上升趋势。

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	2016 年	2015 年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	28.71%	26.52%	2.19	毛利率大幅提升
净利率 (%)	6.34%	6.2%	0.14	净利润增幅超过营收增幅
资产负债率 (%)	84.37%	80.05%	4.32	公司债发行+预收账款大幅增长
费用比率 (%)	15.76%	18.38%	-2.52	控费用能力显著提升, 仍有巨大空间
加权 ROE (%)	8.69%	5.18%	3.51	净利润大幅增长
总资产	445.74	339.94	31.12%	本期公司资产规模大幅增长
货币资金	80.86	48.61	66.34%	公司债发行+销售回款
预收账款	42.23	23.59	79.02%	签约销售额大幅增长
一年内到期非流动 负债	22.48	52.61	-57.27%	负债正常到期
经营活动净现金流	-9.9	-29	-65.86%	经营现金流正常波动
稀释 EPS	0.28	0.17	64.71%	转送股促使股本大幅增长从而摊薄收益

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **销售金额和面积创历史新高, 为未来持续增长奠定良好基础。**报告期内公司全年销售金额109.83亿元, 创历史新高, 结算面积64.05万平, 结算金额65.92亿元。同时公司土地储备城市布局优化, 以北京为大本营, 重点关注京津冀、上海区域以及一带一路重点城市, 虽然公司致力于转型升级, 对土储增加步伐有所放慢, 但仍然可以看到2016年公司通过招拍挂和并购方式获取土地219.41万方, 规划建面311.07万方, 是创历史新高。

公司具备普通住宅、保障性住房、商业地产、文化旅游地产等多业态的开发能力, 形成涵盖住宅、商业、写字楼、酒店、大型城市综合体等多条产品线, 现已形成集开发建设、施工运营、商业管理、物业服务等多项业务为一体的产业链, 将在城市服务综合运营商的道路走得更快、更远。

图 1: 近几年公司销售金额与面积情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 近几年新增土地储备情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

- **三大板块定位: 文旅是主线, 地产是脉络, 金融是节点。**公司自2011年借壳上市后即确立了“地产+文旅+金融”的战略思路, 公司于2016年8月将名称变更为“新华联文化旅游发展股份有限公司”, 更加明确未来转型的方向和业务的侧重点。

表 1：公司文旅项目表

项目名称	地理位置	项目面积	建设内容	项目优势
芜湖鸠兹古镇	安徽省芜湖市扁担河沿岸	36.8 万平方米	徽派古镇、商业古街、名人故居、中江书院、客栈等	毗邻方特乐园，资源整合可短期培养；差异化旅游资源，减少竞争
芜湖大白鲸海洋公园	安徽省芜湖市扁担河沿岸	3.2 万平方米，水体量 1.12 万吨	淡水王国、海底世界、南北极大陆冰海原生态环境	产品类型丰富、互动体验效果优异、规模大、性价比高
长沙铜官窑国际文化旅游度假区	长沙市望城区铜官窑国家考古公园以南，紧邻湘江	82 万平方米	旅游、艺术人文、商业于一体的游览项目	当地文化底蕴深厚、旅游资源供给不足、经济基础良好
北京房山区十渡国际旅游度假区	北京市房山区西南	301 平方公里	蹦极、攀岩、拒马河漂流等	周边游古镇需求旺盛，京津冀市场潜力充分
韩国新华联锦绣山庄国际度假区	韩国济州岛翰林邑今岳	100 万平方米	五星级旅游酒店、度假公寓、购物中心等	出国方便、环境优美、持有稀缺的博彩牌照

资料来源：公司公告，WIND，东兴证券研究所

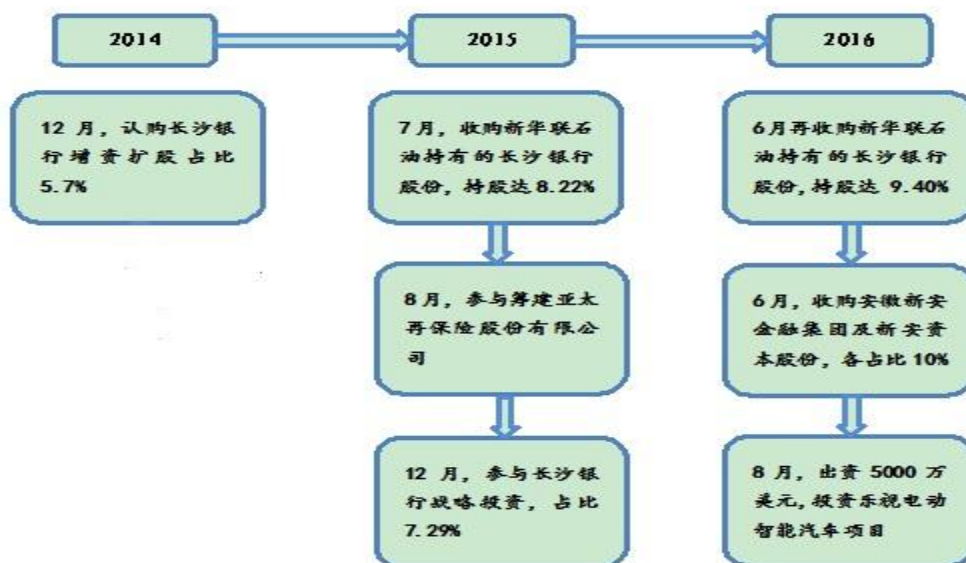
目前芜湖鸠兹古镇、芜湖大白鲸海洋公园已经开街并投入运营，长沙铜官窑国际文化旅游度假区、韩国新华联锦绣山庄国际度假区项目、北京十渡景区项目（详见附录）也将陆续投入运营，这三个项目采用梯度开发的模式，将采用“销售+自持”的方式实现盈利，这种长短期相匹配的形式一方面有利于公司现金流回笼，另一方面将使公司可以享受长期稳定现金流的自持收益，公司将实现“快周转”模式向资源型企业的过度。预期近两年文旅产业营收将开始贡献力量，有利于公司估计进一步提升。

图 3：公司经营思路——文旅是主线，地产是脉络，金融是节点


资料来源：东兴证券研究所

- **金融战略布局优质资产，高增值能力可期。**地产与金融存在天然而密切的联系，作为公司战略转型的重要方向，甚至可称之为顺应行业大趋势，公司不断加大、加深金融板块布局力度，其中尤以**参股长沙银行、收购新安金融及新安资本股份、参与筹建亚太再保险**三个投资案例为代表。未来公司将进一步加大金融领域布局力度和广度，分享金融行业的高增速带来的巨大收益，集中的体现是公司2016年长期股权投资同比增长87.44%。同时，控股股东新华联在金融投资领域经验丰富，目前金融投资标的包括北京银行、亚太财保、大兴安岭农商行、宁夏银行等。

图 4:公司金融投资布局长沙银行、亚太再保险以及新安金融集团等优质资产

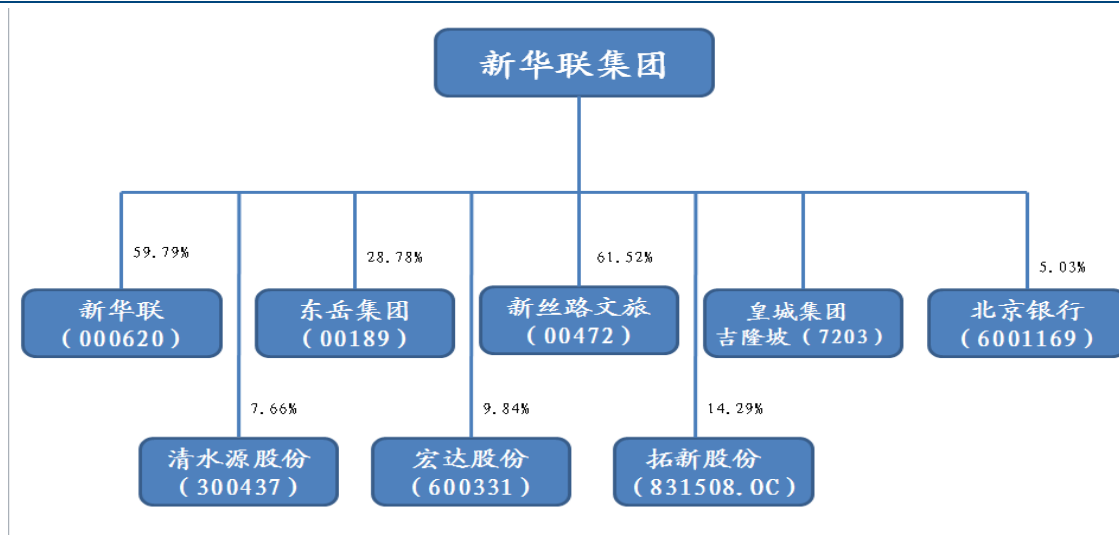


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **“大股东、小上市公司”势必会有个好未来。**截止2016年三季报，大股东新华联控股有限公司持有公司股权59.79%，拥有绝对控股地位。

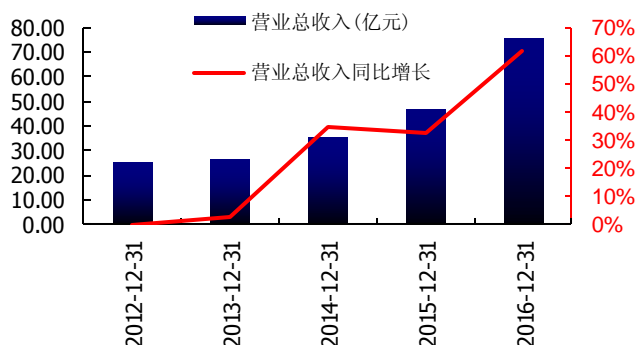
具体来看，新华联集团创建于1990年10月，拥有全资、控股、参股企业90余家，其中拥有控股、参股上市公司8家。2016年营业收入突破700亿元。27年来，集团成功创建和合作打造了新华联地产、东岳化工、华联陶瓷、金六福酒、香格里拉·藏秘、开口笑酒等一系列行业知名品牌，拥有13个中国驰名商标，连续12年跻身中国企业500强和中国民营企业100强行列。集团内部优质资源丰富，呈现出“大股东、小上市公司”的格局，公司未来大概率获得集团资产注入，从而实现公司业务多元化领域的进一步拓宽。

图 5:新华联集团实际控制的海内外上市公司



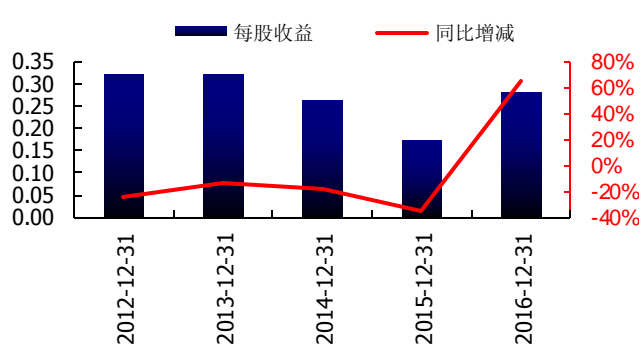
资料来源: 新华联集团官网, WIND, 东兴证券研究所

图 4: 营业收入情况



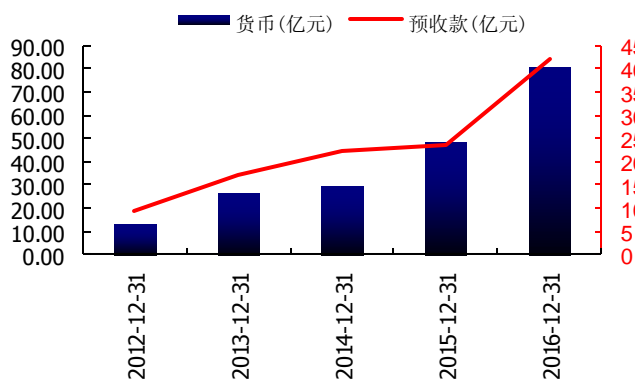
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 每股收益情况



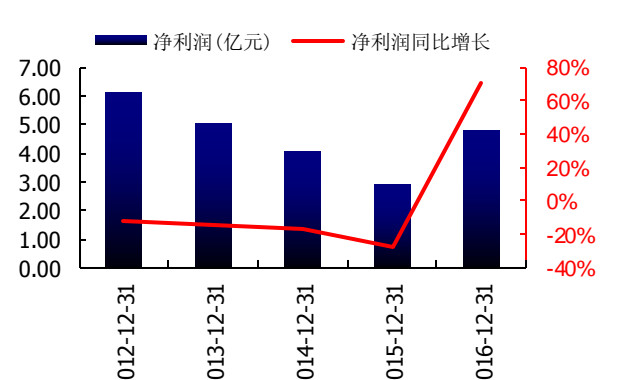
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 货币和预收款情况

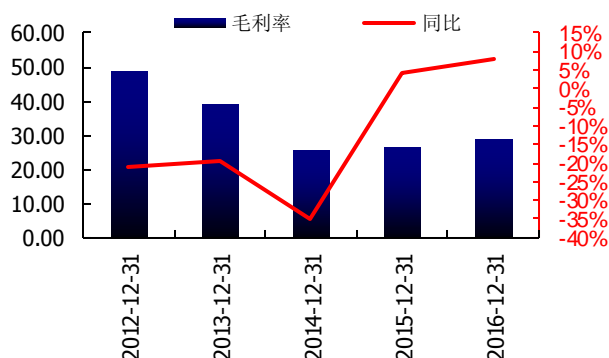


资料来源: 公司公告, 东兴证券

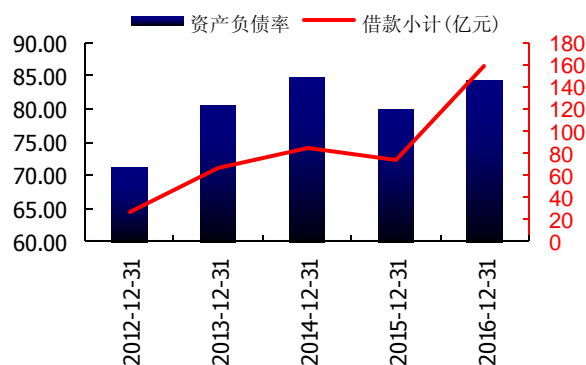
图 7: 净利润情况



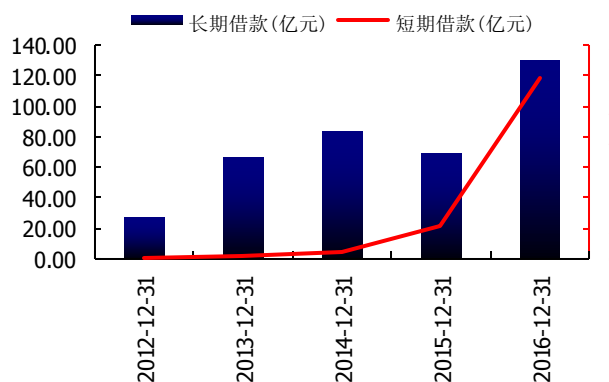
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8：销售毛利率情况


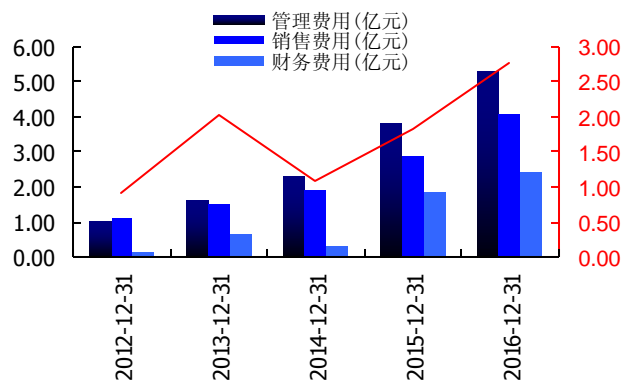
资料来源：公司公告、东兴证券

图 9：资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 10：贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 11：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：

公司正处于由综合地产开发商向文旅、金融及地产多元化服务供应商转型的关键时期，三大主业协同发展的框架已经基本搭建完成，未来公司业绩增长短时期内仍由地产业务贡献，但长期文旅项目和金融投资必然实现快速突破。我们看好公司多元化业务的战略方向和实际落地进程，在定增融资助力的基础上，公司多元化布局将进一步加速，从而实现“快周转”型房企向综合服务供应商的转变。我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 96 亿元、119 亿元和 137 亿元，每股收益分别为 0.36 元、0.45 元和 0.52 元，对应 PE 分别为 20.67、16.56 和 14.49，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：销售不及预期、金融布局进展缓慢、调控政策进一步收紧

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	24903	32056	38951	42867	44409	营业收入	4647	7516	9638	11866	13668
货币资金	4861	8086	8192	10086	11618	营业成本	3414	5358	6891	8365	9704
应收账款	187	345	370	455	524	营业税金及附加	369	564	771	949	1093
其他应收款	388	422	542	667	768	营业费用	286	409	530	653	752
预付款项	1271	662	938	1272	1660	管理费用	381	531	626	771	888
存货	18175	21946	28318	29794	29246	财务费用	187	245	339	451	427
其他流动资产	2	592	592	592	592	资产减值损失	9.17	-1.03	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	9091	12518	11425	10768	10110	公允价值变动收益	68.46	37.21	100.00	100.00	100.00
长期股权投资	1307	2450	2450	2450	2450	投资净收益	182.39	275.93	180.00	198.00	217.80
固定资产	1418.10	3814.52	3988.12	3449.71	2911.29	营业利润	251	723	761	974	1121
无形资产	611	1191	1072	953	834	营业外收入	144.18	42.50	150.00	165.00	181.50
其他非流动资产	52	52	0	0	0	营业外支出	3.50	26.13	5.00	5.00	5.00
资产总计	33994	44574	50377	53634	54519	利润总额	392	740	906	1134	1297
流动负债合计	14670	17977	26573	28331	27893	所得税	104	263	235	295	337
短期借款	545	2977	13322	13252	11083	净利润	288	477	670	839	960
应付账款	3489	4638	6985	8480	9837	少数股东损益	-19	-47	-20	-22	-24
预收款项	2359	4223	4464	4761	5103	归属母公司净利润	307	524	690	861	984
一年内到期的非流	5261	2248	0	0	0	EBITDA	1126	2320	1757	2083	2205
非流动负债合计	12541	19630	14834	15615	16115	BPS (元)	0.17	0.28	0.36	0.45	0.52
长期借款	6914	12978	14478	15478	15978	主要财务比率					
应付债券	5256	6258	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	27211	37608	41407	43946	44008	成长能力					
少数股东权益	865	798	778	756	732	营业收入增长	32.72%	61.75%	28.23%	23.12%	15.19%
实收资本(或股本)	536	536	1897	1897	1897	营业利润增长	-42.47%	188.40	5.13%	28.06%	15.08%
资本公积	2104	2110	2110	2110	2110	归属于母公司净利润	31.72%	24.78%	31.72%	24.78%	14.30%
未分配利润	3018	3345	3718	4183	4715	获利能力					
归属母公司股东权	5918	6169	8192	8933	9779	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	33994	44574	50377	53634	54519	净利率(%)	6.20%	6.34%	6.95%	7.07%	7.02%
现金流量表						总资产净利润(%)	0.90%	1.18%	1.37%	1.61%	1.81%
						ROE(%)	5.18%	8.49%	8.42%	9.64%	10.06%
经营活动现金流	-2900	-990	-4233	1238	3449	偿债能力					
净利润	288	477	670	839	960	资产负债率(%)	80%	84%	82%	82%	81%
折旧摊销	688.19	1352.45	0.00	657.51	657.51	流动比率	1.70	1.78	1.47	1.51	1.59
财务费用	187	245	339	451	427	速动比率	0.46	0.56	0.40	0.46	0.54
应收账款减少	0	0	-24	-85	-69	营运能力					
预收帐款增加	0	0	241	297	342	总资产周转率	0.16	0.19	0.20	0.23	0.25
投资活动现金流	-2886	-1198	354	298	318	应收账款周转率	19	28	27	29	28
公允价值变动收益	68	37	100	100	100	应付账款周转率	1.48	1.85	1.66	1.53	1.49
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	182	276	180	198	218	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.28	0.36	0.45	0.52
筹资活动现金流	7237	4333	3985	358	-2234	每股净现金流(最新)	2.71	4.00	0.06	1.00	0.81
应付债券增加	0	0	-6258	0	0	每股净资产(最新摊)	11.04	11.51	4.32	4.71	5.16
长期借款增加	0	0	1500	1000	500	估值比率					
普通股增加	84	0	1361	0	0	P/E	44.24	26.86	20.67	16.56	14.49
资本公积增加	2007	5	0	0	0	P/B	0.68	0.65	1.74	1.60	1.46
现金净增加额	1451	2145	105	1894	1532	EV/EBITDA	15.23	8.79	19.28	15.80	13.47

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”。

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。