安信证券 ESSENCE SECURITIES

2018 年 03 月 14 日

新华联（000620.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

文旅地产

地产金融双助力，文旅巨轮创未来

■**新华联：加速战略转型，实现综合运营升级：1）公司概况：**公司成立于 1992 年，在 2012 年起开始积极由单一地产开发商，向“文旅+金融+地产”的战略转型；**2）股权结构：**公司为新华联集团的重点控股企业，集团 16 年总营收 719 亿元，实力雄厚。截止 17Q3，上市公司的 59.79%股权均由新华联控股持有，股权集中；**3）公司战略：**根据公司新定位，公司计划以文旅为转型核心，未来 60%以上的资源将投向文化旅游；**4）财务表现：**公司 16 年和 17Q3 分别实现营收 75 亿元（+61.74%）、37 亿元（+30.31%），持续高成长趋势；归母净利润在 16 年和 17Q3 分别实现 5.24 亿元（+70.35%）、2.44 亿元（+47.53%），未来预计有望受益多个在建文旅项目的陆续开业，持续给公司业绩增长注入强劲动力。

■**文旅：外力与内生加码转型，古镇+模式大有可为：1）转型逻辑：外部环境利好文旅业发展，内部优势助力公司转型：**①外部优势：我国旅游行业已由成长期切入至高速发展期，未来在政策支持、高铁加密、休闲度假游需求提升背景下，有望继续稳步发展；②内部优势：公司为房地产开发起家，在景区建设和地产开发方面拥有成熟且完整的护城河优势。此外，公司拥有自己的文旅设计院、酒店管理公司、旅行社等产业链布局，转型文旅领域的内部优势显著。**2）运营逻辑：布局选址核心要件清晰，发展运营模式良好：**①选址逻辑：位置与人口并重，文化与经济双优；②发展模式：“古镇+”模式丰富项目业态，多层次服务扩大兼容性与适应性；③运营与开发：“销售+自持”适度配比，梯度开发、科学衔接。**3）重点项目：5 大文旅项目重点打造，未来有望为公司带来持续业绩增量：**长沙铜官窑文旅度假区、芜湖国际文旅度假区、西宁新华联旅游城、北京房山十度风景区、以及韩国锦绣山庄。五大文旅项目开业时间相互交错，形成良好的中长期业绩梯度释放，实现战略转型。

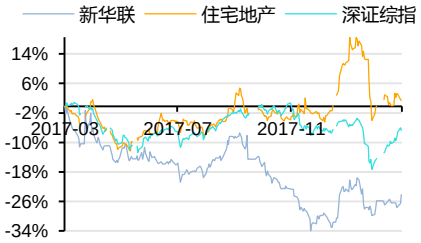
■**地产：重点聚焦一二线城市，加速推进海外布局：1）侧重布局：**2017 年，公司新增包括天津武清及江苏太仓在内的多个地块，并购了三亚优居和加拿大信安橡树湾两个项目，土地储备充足，布局集中在一线城市与热点二线城市；**2）业绩保障：**文旅项目开发周期往往较长，在转型过程中，地产板块可作为业绩保障，以稳定的现金流反哺文旅项目。此外，伴随着 17 年下半年及 18 年一批优质项目的集中入市，地产业绩预计将进入快速释放期；**3）主要地产项目：**公司房地产项目区位优、品质好、品牌影响力较强，销售情况良好，国内与海外并举，未完全结算的地产项目依旧多达 22 个，储备项目丰富。

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	8.21 元
股价（2018-03-13）	6.32 元

交易数据

总市值（百万元）	11,987.08
流通市值(百万元)	11,609.50
总股本（百万股）	1,896.69
流通股本(百万股)	1,836.95
12 个月价格区间	5.50/8.43 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.47	9.88	-18.1
绝对收益	8.03	8.78	-24.76

黄守宏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

相关报告

新华联：地产金融双助力，文旅巨轮创未来/张龙 2017-12-26

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**金融：长期看好发展，布局“银行+保险+金融科技”：**我国金融市场蓬勃发展，资本市场规模稳步扩张；公司布局金融板块，多元化利润、拓宽融资渠道。1）**投资高成长性长沙银行**：公司持长沙银行 9.40%股权，长期投资收益稳步向上；2）**参与筹建亚太再保险**：为国内首家民营资本创办及主导的再保险公司，完善金融板块业务；3）**拟收购你我金融，迈入创新金融科技领域**：公司在 17 年 10 月拟通过控股子公司新丝路定增收购你我金融 100%的股权，卖方公司业绩承诺为 2017-19 年间净利润分别不低于 0.7 亿元/2 亿元/3 亿元，若收购成功后在未来有望持续增厚公司业绩。

■**投资建议：**经 6 年深度布局，芜湖鸠兹古镇、长沙铜官窑、西宁国际度假村、韩国锦绣山庄等项目相继落地，预计公司将在 2018 年迎来转型的质变，文旅+金融业务进入持续收获期。预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 25.7%/32.3%/19.4%，归母净利分别为 8.32/10.87/13.11 亿，对应 EPS 分别为 0.44/0.57/0.69 元。考虑到公司未来转型文旅+金融+地产趋势明确，且文旅及地产的储备项目丰富，给予 2018 年 PE 14.4x，6 个月目标价为 8.21 元，给予买入-A 投资评级。

■**风险提示：1）行业风险；2）财务资金风险；3）海外业务风险；**

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,646.7	7,515.8	9,450.8	12,502.8	14,924.0
净利润	306.7	523.9	1,092.6	1,382.8	1,651.3
每股收益(元)	0.16	0.28	0.58	0.57	0.69
每股净资产(元)	3.12	3.25	4.30	4.63	5.06

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	39.1	22.9	14.4	11.0	9.1
市净率(倍)	2.0	1.9	1.5	1.4	1.2
净利润率	6.6%	7.0%	8.8%	8.7%	8.8%
净资产收益率	5.2%	8.5%	10.2%	12.4%	13.7%
股息收益率	1.6%	1.6%	2.3%	4.0%	4.1%
ROIC	3.3%	3.8%	4.9%	3.6%	4.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 新华联：加速战略转型，实现综合运营升级 6
1.1. 公司概况：战略全面升级，由开发商转变为综合运营商 6
1.2. 股权结构：股权集中，母公司实力雄厚 6
1.3. 公司战略：定位“文旅＋金融＋地产”，海内外布局同步推进 7
1.4. 财务表现：营收保持增长，偿债能力与行业持平 9
2. 文旅：外力与内生加码转型，古镇+模式大有可为 11
2.1. 转型逻辑：外部环境利好文旅业发展，内部优势助力公司转型 11
2.1.1. 外部优势：外部环境利好消费升级，居民文旅需求进一步释放 11
2.1.2. 内部优势：转型文旅具备天然优势，完整产业链丰富项目内涵 14
2.2. 运行逻辑：布局选址核心要件清晰，发展运营模式良好 15
2.2.1. 布局选址逻辑：位置与人口并重，文化与经济双优 15
2.2.2. 发展模式：古镇+模式丰富项目业态，多层次服务扩大兼容性与适应性 15
2.2.3. 运营与开发：“销售+自持”，梯度开发、科学衔接 15
2.3. 重点项目：五大文旅项目稳步推进，共筑业绩增量新驱动力 16
2.3.1. 长沙铜官窑：预计 18 年下旬开业，丰富业态有望带来可观业绩增量 17
2.3.2. 芜湖度假区：鸠兹古镇+海洋公园渐进佳境，客流收入稳步提升 20
2.3.3. 西宁新华联：5A 级国家景区标准，重点打造西北文旅居住综合旅游城 24
2.3.4. 北京房山十渡：拟高标准重塑十渡风景区，力图打造成国际旅游目的地 25
2.3.5. 韩国锦绣山庄：业态丰富预计 2020 年开业，携众信旅游等加快海外布局 26
3. 地产：重点聚焦一二线城市，加速推进海外布局 28
3.1. 侧重布局：土地储备充足，集中在一二线城市 28
3.2. 业绩保障：持续贡献业绩，为转型保驾护航 29
3.3. 主要地产项目：区位与品质双优，国内与海外并举 29
4. 金融：长期看好发展，布局“银行+保险+金融科技” 32
4.1. 投资长沙银行，IPO 进展顺利有望分享高增长空间 32
4.2. 参与筹建亚太再保险，完善金融板块业务 33
4.3. 收购你我金融，迈入创新金融科技领域 34
4.4. 集团持续布局金融领域，优质金融资产助力转型 35
5. 盈利预测 36
6. 风险提示 37

图表目录

图 1：新华联文旅转型相关重要收购与合作事件 6
图 2：新华联文旅股权及控制关系 7
图 3：新华联集团业务版图 7
图 4：新华联文旅“文旅+金融+地产”战略示意图 8
图 5：通过控股新丝路文旅，加速布局、整合海外业务 9
图 6：新华联文旅营收仍保持较高增速 9
图 7：14 年后盈利能力基本保持稳定 9
图 8：随着转型推进，公司负债水平有所上升 10
图 9：公司偿债能力与行业水平基本持平 10

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 10：我国人均 GDP 保持稳定增长态势 11
图 11：居民人均可支配收入（单位：元）逐年上升 11
图 12：我国文旅产业已经入高速发展期 12
图 13：旅游收入增速逾 10% 12
图 14：接待游客人次增速逾 10% 12
图 15：2020 年高铁网络图 13
图 16：我国文化资源区域分布 14
图 17："古镇+"模式 15
图 18：新华联文旅"销售+自持"运营模式 16
图 19：长沙新华联铜官窑古镇项目（规划图） 17
图 20：截止 18 年 3 月，古镇已全部封顶并进行精装修 17
图 21：铜官窑古镇项目建设近况（18 年 3 月） 18
图 22：铜官窑古镇项目建设近况（18 年 3 月） 18
图 23：长株潭地区的居民人均可支配收入国内领先 18
图 24：长沙项目地处长株潭中心，挖掘周边游市场潜力大 18
图 25：新华联铜官窑古镇集旅游、艺术、人文、商业于一体，业态丰富 19
图 26：古镇内有 10 余家高端酒店及精品客栈 19
图 27：古镇内的博物馆群 19
图 28：古镇古街风貌展示（规划图） 19
图 29：度假区内 2 大演艺节目及 2 大影院 19
图 30：芜湖度假区的三大主体项目 20
图 31：芜湖度假区覆盖长三角核心区域，游客基数庞大 21
图 32：不与芜湖方特乐园业态重合，有望享受溢出效应 21
图 33：芜湖市全年接待游客量稳步提升 21
图 34：芜湖市旅游收入在近年来快速增长 21
图 33：鸠兹古镇的风貌展示 22
图 34：鸠兹古镇的相关可售地产——西江月 23
图 35：鸠兹古镇的相关可售地产——西江月 23
图 36：大白鲸海洋公园内的海底隧道 23
图 37：大白鲸海洋公园设有众多场精彩表演节目 23
图 38：海洋公园内节目期间剧场级的灯光效果 24
图 39：海洋秀场在春节期间迎来了可观的客流量 24
图 40：西安新华联旅游城规划图 24
图 41：西安新华联旅游城规划图 24
图 44：西宁旅游城有望与青海湖等景区产生协同效应 25
图 45：西宁市本地消费能力近年来持续提升 25
图 42：北京房山十度景区 25
图 43：北京房山十度景区 25
图 44：北京房山十渡国际旅游度假区规划图 26
图 45：锦绣山庄业态丰富，打造"医美+旅游" 27
图 46：锦绣山庄占地广阔，开发面积约 100 万平方米 27
图 47：历年来，一、二线城市营收为房地产营收大头 28
图 50：房产销售收入保持增长 29
图 51：房产销售收入占比逾 75% 29
图 52：上海新华联国际中心 30

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 53：北京新华联 YOYO 悦城 30
图 54：悉尼歌剧院壹号 30
图 55：多伦多橡树湾 30
图 56：13 年后房地产销售面积保持增长 31
图 57：金融行业 GDP 增长稳健 32
图 58：境内上市公司总市值攀升、资本市场规模扩大 32
图 59：长沙银行受到国内外诸多榜单认可 33
图 60：长沙银行总资产扩张迅速 33
图 61：长沙银行营业收入规模可观 33
图 62：截至 2017Q3 净利润已超 2016 全年净利润 33
图 63：我国保费收入步入快速上升通道 34
图 64：我国保险密度、深度不断提高 34
图 65：你我金融致力于社交金融科技创新 35
图 66：你我金融业绩承诺增长可观 35
图 67：新华联的 PE 处于历史较低位置，安全边际较高 36

表 1：文旅产业政策一览 13
表 2：文旅重点项目情况概览 16
表 3：长沙铜官窑文旅度假区的 50 亿元首期项目有望在 2021~23 年左右达到成熟期 20
表 4：新华联自上市以来房地产项目经营情况（单位：万平方米） 28
表 5：截至 2017H 未开发土地储备情况 28
表 6：新华联主要地产项目 29
表 7：盈利预测主要假设或指标 36

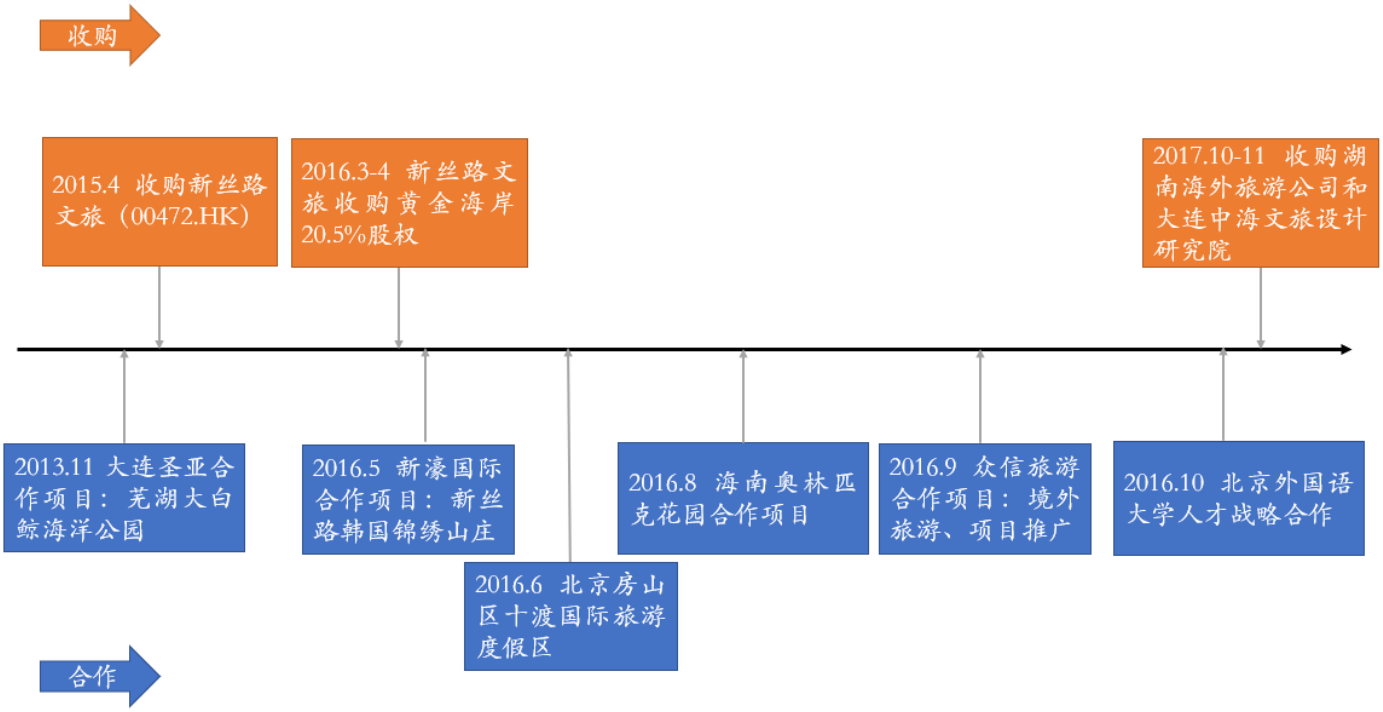
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 新华联：加速战略转型，实现综合运营升级

1.1. 公司概况：战略全面升级，由开发商转变为综合运营商

新华联文旅发展成立于 1993 年，于 2011 年 7 月 8 日在深交所借壳 ST 圣方上市，是新华联集团旗下的重点控股公司。公司上市初期以房地产业务为核心，主营房地产住宅、商业地产的开发和销售。根据公告，公司上市后，通过洞察市场消费需求的转变，结合自身优势，公司积极推动战略转变，确定了“文旅＋金融＋地产”的战略布局，将公司名称变更为“新华联文化旅游发展股份有限公司”，由原来单一的地产“开发商”角色向综合的“开发商+运营商+服务商”角色转变，业务范围扩大至包括文化旅游、景区管理、酒店管理、金融和房地产等。

图 1：新华联文旅转型相关重要收购与合作事件



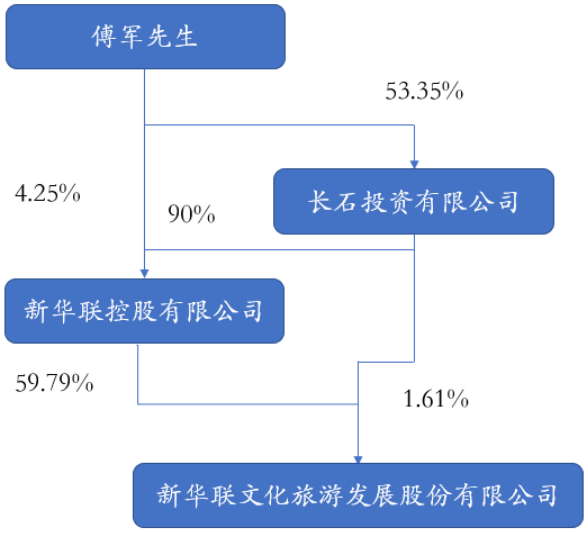
资料来源：公司公告

1.2. 股权结构：股权集中，母公司实力雄厚

新华联文旅发展是母公司新华联集团控股重点控股企业，截至 17 年三季度，**新华联控股持有上市公司 59.79%的股份**，实际控制人为集团创始人傅军先生。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：新华联文旅股权及控制关系



资料来源：公司公告

母公司实力强劲，资源储备深厚。新华联集团创立于 1990 年，是拥有文旅地产、矿业、石油、化工、投资、金融、陶瓷、酒业等多个产业的大型现代企业集团。2016 年年营收达到 718.98 亿元，总资产超过 990 亿元。作为国内前 50 强的大型民营企业集团，新华联集团拥有深厚的资源储备，管理层目光长远，持续加码海外扩张。公司作为新华联集团在 A 股的主要上市平台，在资本运作、战略投资方面持续走在市场前列，项目开发运作实力强劲。

图 3：新华联集团业务版图

资料来源：新华联集团官网

1.3. 公司战略：定位“文旅＋金融＋地产”，海内外布局同步推进

近年来，随着人均可支配收入的提高，大消费开始崛起，人们对文化旅游等方面的需求高速增长。消费升级使得原先的住宅需求逐步转化为更多层次的复合需求，人们在基本居住需求之上，还有了更多关于居住环境、生活文化等精神层面的需求。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司顺应市场大势，结合自身优势，提出“文旅+金融+地产”的战略定位。在新战略格局中，公司计划：**1）将以文化旅游为战略转型核心，未来60%以上的资源投向文化旅游；2）通过并购方式适时注入优质金融资产以持续优化金融行业布局；3）聚焦一线城市及周边和热点二线城市的项目发展，由传统开发商向运营商转变。**

图 4：新华联文旅“文旅+金融+地产”战略示意图

资料来源：公司公告

构建全新文旅生态圈，并购打造产业链闭环。文化旅游产业是公司转型发展战略中的重要支柱。公司自 2011 年上市以来，把握文旅产业大发展、大繁荣的契机，加速向文旅产业转型升级，致力构建以“景点+酒店+儿童乐园+文化演艺+旅行社”为主力业态的新华联旅游生态圈。2017 年 11 月与湖南海外旅游的签约，是公司立足中南，布局全国，拓展海内外旅游资源，打通旅游客户端，完善旅游产业链的里程碑事件。而斥近百亿元巨资打造的文旅精品——铜官窑古镇，也将成为湖南海外旅游加盟公司后业务落地的首站和重要发力点。

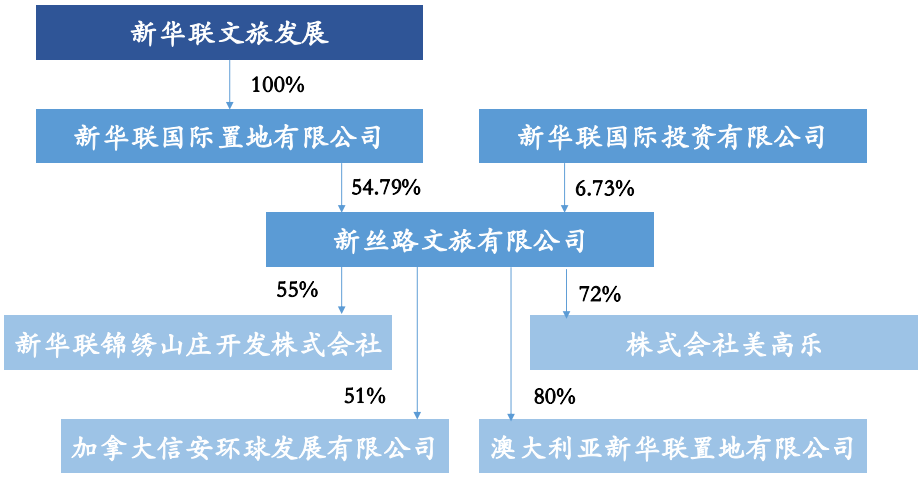
“银行+保险+金融科技”布局初步形成，置入优质资产助推跨越发展。公司 15 年开始介入金融业务，16-17 年先后收购长沙商业银行股份和你我金融，进一步拓宽金融业务范围，当前已初步形成“银行+保险+金融科技”布局。公司进入金融板块的原因在于：1）长期看好金融业发展希望分享其未来成长；2）助力公司从单一房地产开发向立体的多元融资转变，同时可为公司提供额外投资来源。未来，公司将通过投资、并购等多种方式，依托控股股东新华联控股多元化发展的优势，助推公司在金融领域跨越式发展。

立足一线城市及周边和热点二线城市，全面升级为综合运营商。公司的城市布局主要位于一线城市及其周边热点地区，人口基数大、GDP 高速增长的二线城市以及部分省会城市，上述地区的城市功能完善、经济发展动力强劲、市场需求广泛，从而为公司业务的发展奠定了稳定的基础。另外，公司拥有住宅、商业、酒店、城市综合体等丰富的经营业态和完善的配套设施，涵盖消费者全方位生活所需，为公司从单一的房地产开发商升级为综合的运营商提供了保障。

海外布局稳步推进，国际业务有望进一步拓展。房地产及文旅项目国际化布局是公司海外发展的重要组成部分，公司控股子公司新丝路文旅收购株式会社美高乐（原黄金海岸株式会社）、与新濠国际建立战略性合作关系，强化了公司在韩国济州岛的旅游业务布局。当前公司澳大利亚“新华联歌剧院壹号”项目已取得喜人成果，马来西亚南洋度假中心项目及韩国锦绣山庄项目的开发正在稳步推进，未来新丝路文旅将继续通过收购兼并、优质资产注入方式加速推进海外战略布局。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：通过控股新丝路文旅，加速布局、整合海外业务

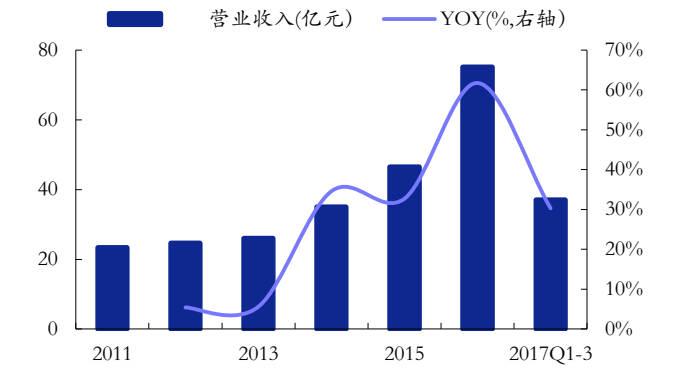


资料来源：公司公告

1.4. 财务表现：营收保持增长，偿债能力与行业持平

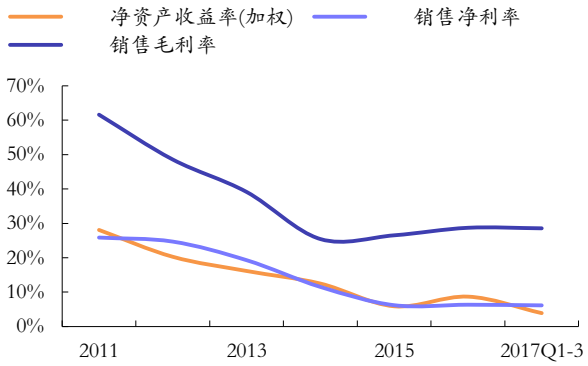
公司营业收入增速可观，盈利能力保持稳定。截至 16 年公司营业收入总计 75.16 亿元，同比增长 61.74%；毛利率 28.71%，同比增长 2pct；净利率 6.34%，同比增长 0.14pct；净资产收益率 8.69%，同比增长 2.8pct。截至 17 年 Q3，公司营收总计 37.04 亿元，同比增长 30.31%；毛利率 28.56%，净利率 6.15%，与 16 年基本持平。 从历年收益情况来看，公司在 12-14 年受行业普遍开发成本端上涨影响，利润率有所下滑，14 年以后基本保持平稳，整体来看，公司盈利能力稳定。**预计在建文旅项目的完工开业，将给公司带来新的强劲增长动力。**

图 6：新华联文旅营收仍保持较高增速



资料来源：wind

图 7：14 年后盈利能力基本保持稳定

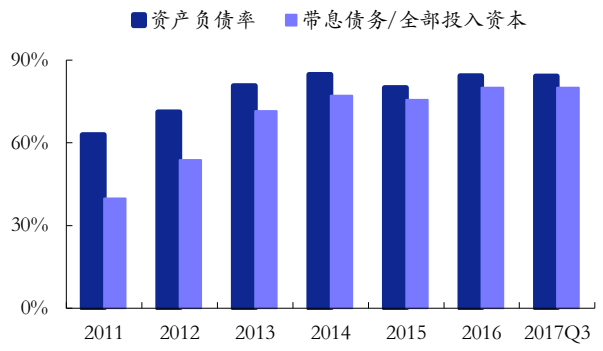


资料来源：wind

规模扩张与战略转型致使负债水平偏高，但偿债能力尚可。近五年，随着公司发展规模的扩大与重心转移至文旅项目，前期资金沉淀量增加，公司的负债水平有所上升。截至 17 年 Q3，公司资产负债率为 84%，带息负债/全部投入资本比例为 79.99%，负债率水平相对偏高。17 年 Q3 的流动比率和速动比率分别为 1.5 和 0.4，长期呈现小幅下降趋势，但仍保持行业平均水平。

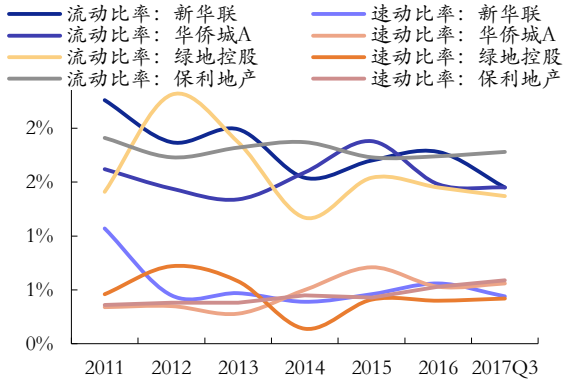
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 8：随着转型推进，公司负债水平有所上升



资料来源：wind

图 9：公司偿债能力与行业水平基本持平



资料来源：wind

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

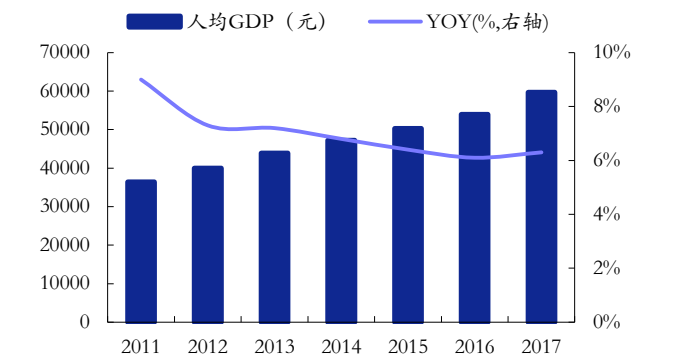
2. 文旅：外力与内生加码转型，古镇+模式大有可为

2.1. 转型逻辑：外部环境利好文旅业发展，内部优势助力公司转型

2.1.1. 外部优势：外部环境利好消费升级，居民文旅需求进一步释放

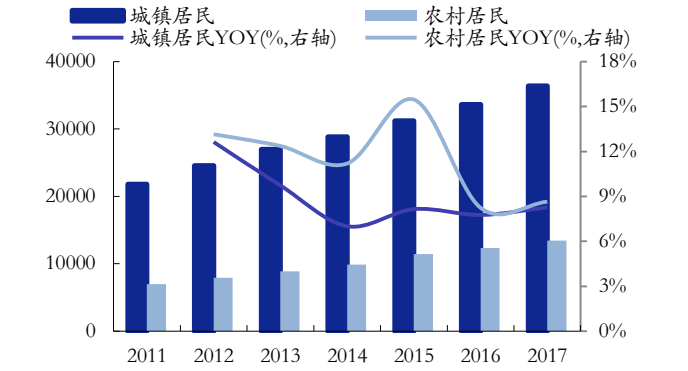
宏观经济持续增长、居民可支配收入水平提高刺激旅游需求进一步释放。 近年来，我国宏观经济保持增长、城市化进程不断加快、居民可支配收入水平不断提高，2017 年实现人均 GDP 59660 元，同比增长 6.3%；17 年城镇居民与农村居民人均可支配收入分别为 36296 元、13432 元，分别同比增长 8.3%、8.6%。宏观经济面的向好使得社会经济结构和居民对地产的物业形态、结构和专业性能提出了更高的要求，除了住宅需求外，城镇居民对商业物业、消费娱乐物业和依托于旅游地产的文化旅游需求将进一步释放。随着经济步入新常态阶段，经济结构调整需加速发展服务业，动力转换需增强内需消费的拉动力，改善民生需进一步释放国民的休闲需求，这些为文化旅游业的发展提供了重要机遇。

图 10：我国人均 GDP 保持稳定增长态势



资料来源：国家统计局

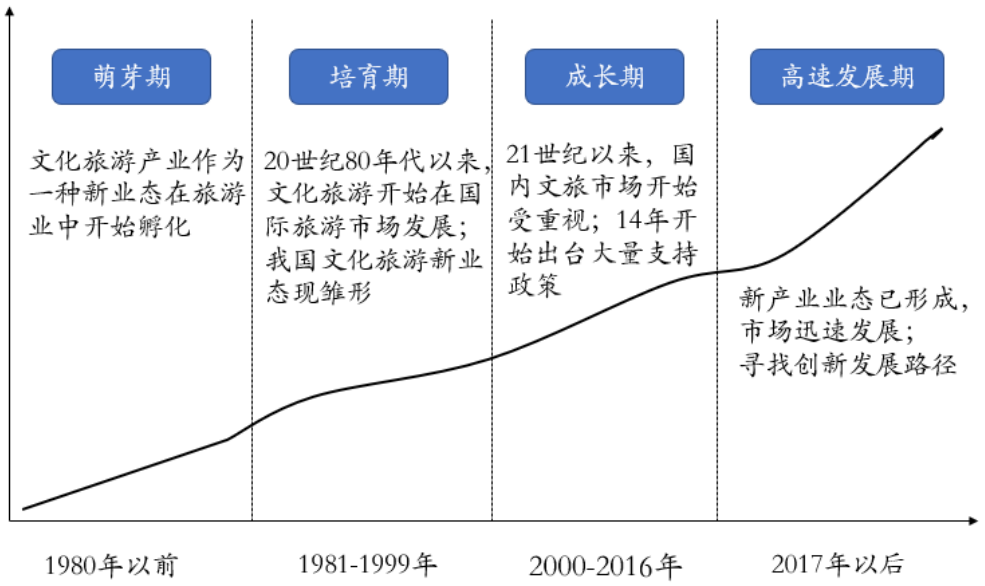
图 11：居民人均可支配收入（单位：元）逐年上升



资料来源：国家统计局

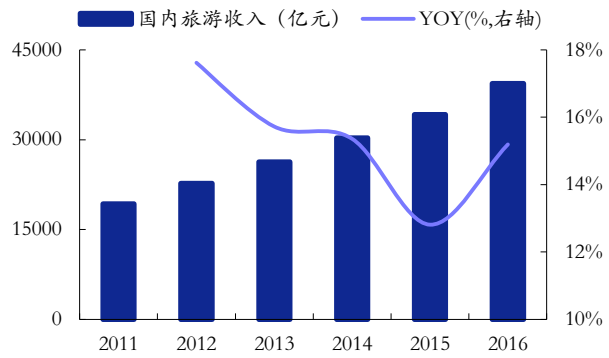
我国文旅行业已进入高速发展期，旅游行业市场规模庞大。根据世界休闲组织预测，一个国家或地区人均 GDP 超过 1000 美元，大众型观光旅游需求将急剧膨胀；人均 GDP 达到 2000 美元，休闲需求极速增长，形成对休闲的多样性需求和多样化选择；人均 GDP 达到 3000 美元，度假需求规模化产生。2017 年我国人均 GDP 已经达到 9481.88 美元，从旅游发展的规律看，我国正处在休闲度假旅游规模化快速发展的重要时期。另外，经过萌芽期、培育期和成长期的积累，我国旅游行业市场规模实现了较大的跨越，2016 年全年接待国内外游客人次 44.4 亿，同比增长 11.3%；实现旅游收入 3.94 万亿元,同比增长 15.2%。

图 12：我国文旅产业已经入高速发展期



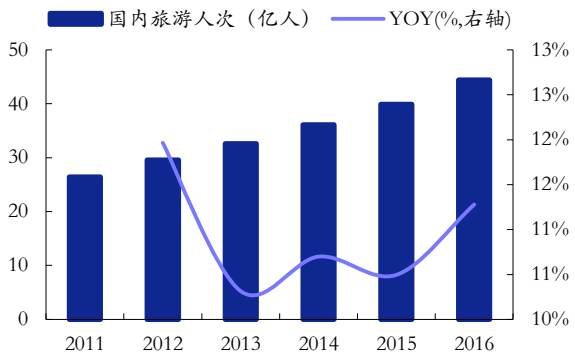
资料来源：中投顾问

图 13：旅游收入增速逾 10%



资料来源：国家旅游局

图 14：接待游客人次增速逾 10%



资料来源：国家旅游局

受益于高铁的快速发展，居民外出旅游的便利性大为改善。中国高铁快速发展，给旅游业带来更多便捷，居民外出旅游也开始常态化，人们的生活半径逐步扩大。再者，高铁的公交化、快速化、便捷化等特点，能够提高居民出游率，使旅游更具休闲性，让游客能够有更多的时间去从容地享受旅游，激发了人们的出游欲望，促进了休闲度假旅游市场规模的不断增长。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 15：2020 年高铁网络图

资料来源：搜狐新闻

国家多项发展规划详细阐述了文旅的发展目标和措施，文旅行业的地位越来越重要。文化旅游产业是传统旅游的转型升级，旅游产业产值的逐渐扩大带动了文旅产业的飞速发展。同时，国家也出台了多项发展规划，例如国民经济发展“十三五”、旅游业“十三五”等，都对文化旅游的发展目标和措施进行了详细的阐述；《国务院关于加快发展旅游业的意见》提出，力争到 2020 年我国旅游产业规模、质量、效益基本达到世界旅游强国水平；在地方上，广西、甘肃等多个旅游省市都出台了文化旅游融合发展的规模方案，改善了当地的经济结构，促进了产业的发展。不管是国家层面还是地方层面，文旅行业越来越受到重视，而发展趋势良好的文旅产业也将成为未来我国经济发展新的重要源泉。

表 1：文旅产业政策一览

时间	发布单位	政策名称	政策内容
2014 年	国务院	《关于促进旅游改革发展的若干意见》	明确提出创新文化旅游产品
2015 年	国务院	《关于推进文化创意和设计服务于相关产业融合发展的若干意见》	以文化提升旅游内涵质量，以旅游扩大文化消费传播
2016.6	发改委、文化部等	《关于推动文化文物单位文化创意产品开发的若干意见》	开发具有地域特色、民族风情、文化品位的旅游商品和纪念品。推动优秀文化资源与新型城镇化紧密结合，更多融入公共空间、公共设施、公共艺术的规划设计，丰富城乡文化内涵，优化社区人文环境，使城市、村镇成为历史底蕴厚重、时代特色鲜明、文化气息浓郁的人文空间。
2016.10	国家发改委	《国家发展改革委关于加快美丽特色小（城）镇建设的指导意见》	指出发展美丽特色小（城）镇是推进供给侧结构性改革的重要平台，是深入推进新型城镇化的重要抓手，有利于推动经济转型升级和发展动能转换，有利于促进大中小城市和小城镇协调发展，有利于充分发挥城镇化对新农村建设的辐射带动作用。
2016.12	国务院	《国务院关于印发“十三五”旅游业发展规划的通知》	提出“十三五”旅游业发展的主要目标是：旅游经济稳步增长。城乡居民出游人数年均增长 10%左右，旅游总收入年均增长 11%以上，旅游直接投资年均增长 14%以上。到 2020 年，旅游市场总规模达到 67 亿人次，旅游投资总额 2 万亿元，旅游业总收入达到 7 万亿元。

2017.3	国家发改委等	《“十三五”时期文化旅游提升工程实施方案》	针对文化旅游发展面临的突出矛盾，提出着力解决广播电视覆盖、民文出版等突出问题，到 2020 年，在公共文化服务、遗产保护利用、旅游设施方面取得显著提升。

资料来源：各部位官网

2.1.2. 内部优势：转型文旅具备天然优势，完整产业链丰富项目内涵

公司具有强大的资源整合能力，向文旅转型具备天然优势。文旅项目的开发模式为旅游+地产，一方面利用主题旅游公园或古镇提升房地产开发水准，推出风格独特的地产项目，提高景区内物业价格；另一方面，物业资金回收反过来又可以支持文旅业的发展。因此，旅游地产的运营需要强大的资源整合能力作为后盾，从而顺利解决前端的研发、推广以及后端的商业、酒店、娱乐等领域的细分，且抄袭成功案例的时间成本较高，因而文旅行业的进入具有很高的行业壁垒。而公司的传统地产业务就是一个资源整合的过程，其在多年发展过程中培育的成熟整合能力形成了企业护城河，在转型文旅上具备其他非地产类公司无可比拟的天然优势。

公司已形成完整产业链结构，内容打造上具有较大优势。中国当前面临着文化旅游地产市场规模巨大，文化旅游市场消费潜力巨大，旅游消费需求增长，文旅产品升级空间巨大的新机遇。旅游投资获得成功的必要条件使要用心创内容、用心作模式。总体来看，当前国内在旅游景区投资的需求方面往往侧重于重资产投资，即固定资产，却忽略由轻资产主导的内容打造。而公司拥有自己的文旅设计院、建筑公司、园林公司、酒店管理公司、旅行社等，文旅生态圈基本构建完毕，在内容打造上具备较大优势。

湖湘文化尚未被挖掘，铜官窑项目具备独一无二优势。我国幅员辽阔，历史悠久，在长期的历史发展中形成了多种多样的文化，随着文化资源被旅游项目产业化，类型各异的文化旅游也就应运而生。文化资源中较具代表性的有：陕西地区的周秦汉唐文化，代表性文旅景点有秦俑、大明宫、阿房宫等；山西地区的晋商文化，相关文旅项目包括晋商豪宅大院、乔家大院、平遥古城等；京冀地区的明清文化，代表性文旅项目包括皇家文化景区等；以及江浙地区的水乡文化、西藏青海四川地区的藏族佛教文化、闽粤台的侨乡文化和湖南地区的湖湘文化。公司耗费巨资开发的铜官窑项目所代表的即湖湘文化的缩影，铜官窑文化作为世界陶瓷发展的支点、丝路传奇的见证者和唐韵悠扬的重现者，必将引领新一波的文旅风尚。

图 16：我国文化资源区域分布

资料来源：中投顾问

2.2. 运行逻辑：布局选址核心要件清晰，发展运营模式良好

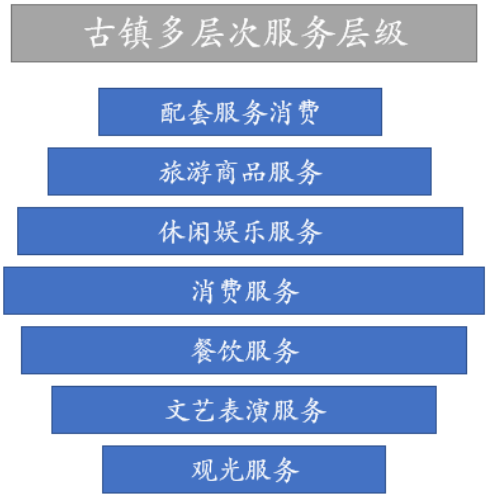
2.2.1. 布局选址逻辑：位置与人口并重，文化与经济双优

公司在项目选址上偏好地理位置好、覆盖人口广、经济水平高、文化底蕴深的城市。选址是开发文旅项目的核心问题，直接决定了项目后续的生命力。公司目前已开业及在建项目地理位置均满足以下条件：1）交通便利、通达条件好，否则无法将游客顺利导流至景点；2）要有足够的人口覆盖，项目周边辐射人口密集，否则无法支撑项目长期稳定的游客数量；3）经济水平发达，人均消费能力高，且消费意愿强，否则无法确保项目长期的收入来源；4）要有文化底蕴，有内容、有内涵，否则缺失文旅项目的核心灵魂。

2.2.2. 发展模式：古镇+模式丰富项目业态，多层次服务扩大兼容性与适应性

“古镇+”模式充分挖掘古镇资源，满足游客深层次需求。我国古镇旅游发展迅速，现有原地修缮或复建的封闭或半封闭古镇、凭空打造的开放式仿古小镇、兼具观光与度假的主题公园型古镇等三种主要类型。当前古镇旅游面临着旅游产品偏少、开发利用较初级的问题。公司采用“景点+酒店+儿童乐园+文化演艺+旅行社……”的开发模式，将古镇作为平台，依托该平台搭建多层次服务层级，从而衍生出观光、住宿、演艺、购物、儿童主题乐园、博物馆等多种业态，深化了古镇资源的开发利用，具有强大的兼容性和适应性，可以产生较大的经济价值。

图 17：“古镇+”模式



资料来源：公司调研

2.2.3. 运营与开发：“销售+自持”，梯度开发、科学衔接

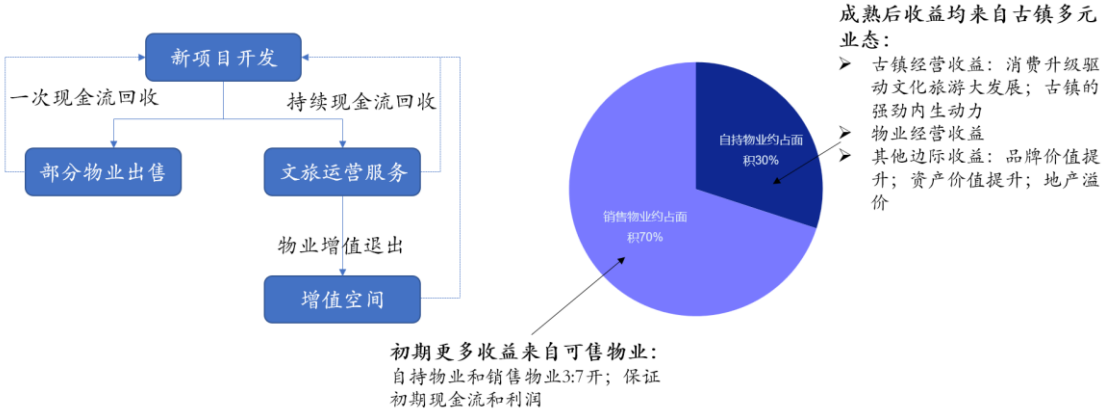
公司文旅业务采用“销售+自持”的运营模式，以平衡长短期收益。由于文旅项目具有显著的生命周期特征，公司在持续开发新项目的同时，通过出售部分物业实现一次性现金流回收，通过运用部分文旅项目以达到增值空间，从而实现持续现金流回收，以平滑长短期收益、形成稳定增长的业绩模式。

梯度开发，科学衔接，自持、销售适度配比。公司秉持“梯度开发”的新项目开发节奏，其中自持物业与销售物业保持适度配比，前者通过古镇经营收益（消费升级驱动文旅大发展、

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

古镇强劲内生动力等)、物业经营收益、其他边际收益（品牌价值提升、资产价值提升、地产溢价等）实现自持运营增值，后者通过一次性销售确保现金流与利润的稳定，实现衔接科学、可持续经营的长久发展战略。

图 18：新华联文旅“销售+自持”运营模式

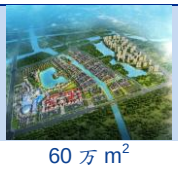


资料来源：公司调研

2.3. 重点项目：五大文旅项目稳步推进，共筑业绩增量新驱动力

公司目前重点打造的文旅项目包括 4 个国内以及 1 个国外项目。具体包括了长沙新华联铜官窑国际文化旅游度假区、芜湖新华联国际文化旅游度假区、西宁新华联国际旅游城、北京房山十度风景区、以及韩国锦绣山庄。目前已经投入运营的项目为芜湖新华联国际文化旅游度假区（鸠兹古镇、大白鲸海洋公园、海洋秀场），短期内预计将投入运营的景区包括长沙新华联铜官窑国际文化旅游度假区（预计 18 年 8 月）、西宁新华联国际旅游城（预计 19 年 5 月）。公司景区均采取“销售+自持”的梯度开发，可在景区初期实现现金流收回并平滑增厚业绩，随着文旅项目未来的相继落地，有望给公司带来持续可观的业绩增长新动力。

表 2：文旅重点项目情况概览

	长沙铜官窑	芜湖鸠兹古镇	西宁旅游城	北京房山十渡	韩国锦绣山庄
项目照片					
占地面积	3000 亩	60 万 m^2	131 万 m^2	开发面积：301km^2	130 万 m^2
建筑面积	82 万 m^2	34 万 m^2	134 万 m^2	-	20 万 m^2
预计总投资	100 亿元	19 亿元	100 亿元	150 亿元	51.8 亿元
区位	位于长沙市望城区铜官窑国家考古遗址公园以南，紧邻湘江。周边旅游资源丰富，包括韶山、毛泽东故居、刘少奇故居等多个传统观光型旅游热门景点。	位于安徽省芜湖市扁担河沿岸，区位优势明显。毗邻芜湖成熟主题公园方特乐园，二者可实现游客互相引流。	位于新西宁湟中县城鲁沙尔北部，距省会西宁市25km,湟水河从项目中部穿过，河流沿岸分布有密集林地，生态良好，资源丰富。	位于北京市房山区西南，距市区仅 70 多公里，北京唯一未断流的河流拒马河流经景区，十渡景区为京郊知名旅游景点，在北京及周边人群具有极高知名度。	位于韩国济州岛中心区域，距济州机场 30 分钟车程，距中文旅游区 15 分钟车程，距挟才海水浴场 12 分钟车程，紧邻黑石高尔夫度假村。
周边居民	长株潭地区历来为富裕地区，2017 年人均可支配收入 36162 元，是全省人均可支配收入的 1.6 倍，是全国的 1.4 倍	覆盖芜湖周边长三角区约 4000 万人口，提供庞大游客基数，周边人群出游意愿高，消费能力强。	2016 年常住人口为 233.37 万人，同比增长 1.03%; 2016 年生产总值 1248.16 亿元，增长 9.8%。	2016 年北京居民人均可支配收入 52530 元，同比增长 8.4%。	2 小时移动圈覆盖中日韩三国核心城市约 9000 万人口。

项目内容	1）集旅游、艺术、人文、商业于一体，恢复一批长沙古城的历史街巷、名人会馆、楼堂庙宇、园林宅院以及盛唐时期的陶瓷交易区——“石渚湖”； 2）结合“山、水、洲、窑”等胜迹，开发高端酒店、博物馆、文化演艺中心、儿童游乐场等业态	1）建设鸠兹古镇，包括名人故居、中江书院、客栈、酒坊、明清戏楼、民俗馆、国学馆、贾儒堂、百杰馆以及贯穿整个老街的商业古街； 2）项目开发建设中国首家第五代海洋公园及海洋秀场，配套有五星级酒店等业态	项目以“文化旅游+儿童主题乐园”为开发宗旨，致力打造集海洋文化、体验式游乐于一体的旅游度假中心	项目将打造集石门古镇、蝙蝠山庄、国际露营岛、儿童主题乐园和特色小镇等业态于一体的居游共享型国际旅游目的地，成为引领京津翼协同发展的文旅引擎	建成集五星级旅游酒店、度假公寓、别墅、儿童乐园、购物中心、养生中心、娱乐城、免税商店、整形美容医院、水疗度假村、高尔夫球场、高尔夫度假村以及中国美食街等业态于一体的国际一流度假休闲目的地
预计开业	2018 年 8 月	2016 年	2019 年	-	2020 年
项目殊荣	湖南首家 5D 影院	大白鲸海洋公园为中国第一座第五代海洋极地馆，中国第一大企鹅种群基地，安徽最大海洋极地馆	将成为国家级旅游黄金路线，以及青海省新的 5A 级国家景区	拥有中国北方唯一一处大规模喀斯特岩溶地貌，是中国 4A 景区和中国国家地质公园，有北方小桂林之称	-

资料来源：公司公告，星辰在线,公司新闻，

2.3.1. 长沙铜官窑：预计 18 年下旬开业，丰富业态有望带来可观业绩增量

长沙铜官窑项目计划总投资 50 亿元，于 2015 年 11 月开工，预计 2018 年下旬开园。长沙新华联铜官窑文旅度假区位于长沙望城，紧邻湘江，以长沙铜官窑国家考古遗址公园为依托，按照国家 5A 级景区的标准整体规划设计，总占地面积约 48 万 m^2、计划总投资 50 亿元、建筑面积约 54 万平米，为全国旅游优选项目、湖南省重点工程、长沙市重点工程，并致力于打造成为唐文化、陶瓷文化、湖湘文化与现代气息相互融合的经典旅游产品。公司于 2012 年开始筹划该项目，2015 年 11 月 27 日正式举行开工仪式，预计于 2018 年 8 月开业运营。

图 19：长沙新华联铜官窑古镇项目（规划图）

资料来源：集团官方新闻稿

图 20：截止 18 年 3 月，古镇已全部封顶并进行精装修

资料来源：实地拍摄，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 21：铜官窑古镇项目建设近况（18 年 3 月）

资料来源：实地拍摄

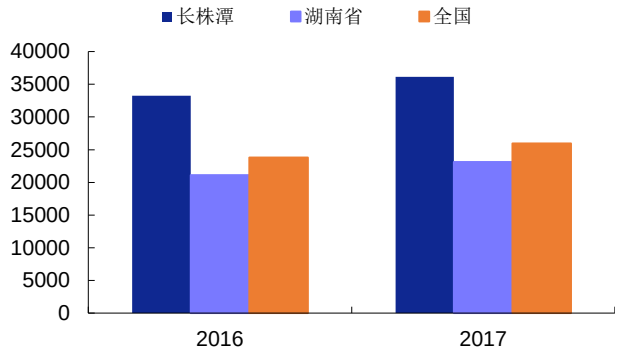
图 22：铜官窑古镇项目建设近况（18 年 3 月）

资料来源：实地拍摄

长株潭为湖南经济最富裕地区，人均可支配收入位居全国第五，消费潜力巨大。长沙铜官窑文旅度假区位于长株潭地区中心，是湖南省内经济最富裕的区域，总人口约 1500 万人，2017 年人均可支配收入 36162 元，是湖南省人均可支配收入的 1.6 倍，全国人均可支配收入的 1.4 倍。根据 2017 年国家统计局的省及直辖市人均可支配收入数据排名，若将长株潭地区的数据也列入排名，则可位居第五，超过了江苏、福建、广东等省份，区域消费潜力巨大。

度假区与周边重点城市交通便捷，发展休闲度假游空间广阔。长沙铜官窑周边 1.5 小时交通圈涵盖长株潭的全部重要地区，车程分别为：长沙市区（45 分钟）、长沙黄花国际机场（1 小时）、株洲（1.5 小时）、湘潭（1.5 小时）。近年来，长株潭区域旅游呈现家庭游、出游群体年轻化等特点，出游氛围良好，叠加铜官窑古镇便捷的交通，以及汇集景区、演艺、酒店、博物馆、餐饮等综合旅游业务于一体，发展休闲度假游的空间可期。此外，长沙古镇项目的周边旅游资源丰富，包括了韶山、毛泽东故居、刘少奇故居等多个传统观光型旅游热门景点，未来有望同周边景区形成协同效应，在深耕长株潭地区休闲度假游基础上，吸引更多中长线客流。

图 23：长株潭地区的居民人均可支配收入国内领先



资料来源：国家统计局

图 24：长沙项目地处长株潭中心，挖掘周边游市场潜力大

资料来源：集团新闻稿

长沙铜官窑文旅度假区的业态丰富，前期可售地产平滑并增厚业绩，成熟后商铺、酒店、门票、演艺等多元渠道有望提供稳定可观收入。长沙铜官窑古镇项目集旅游、艺术、人文、商业于一体，将恢复一批长沙古城的历史街道、名人会馆、楼堂庙宇、园林宅院以及盛唐时期的陶瓷交易区——“石渚湖”，展现首创釉下多彩瓷的铜官窑文化；并结合“山、水、洲、窑”等胜迹，开发高端酒店、博物馆、文化演艺中心、儿童游乐场、书院、风情商业街区、飞行影院、5D 影院、大型水秀表演以及水上运劲、丛林运劲、陶瓷论坛、艺术家创作基地等业态。同时，有大量具有显著特色的宅院及沿街商铺作为可售物业进行出售，以保证项目

建设的现金流。

图 25：新华联铜官窑古镇集旅游、艺术、人文、商业于一体，业态丰富

铜官窑古镇业态丰富

- **高端酒店**
  - ① **3家高端酒店**：1家五星级的新华联丽景酒店、1家四星级的新华联瑞景酒店、1家高端的绿心谷温泉度假酒店；
  - ② **10家精品特色客栈**。
- **风情商业街**：铜官窑古街、沿江商业街
- **人文艺术**
  - ① **7个博物馆**：陶瓷、刺绣、钱币、奇石和酒文化博物馆、 机器人博物馆、湖湘名人馆等7个博物馆；
  - ② **27栋古建筑**：从安徽、江西、福建等地迁建而来的百年老宅以及复建的欧阳询书院、曾氏祠堂等当地历史名人宅院；
  - ③ **艺术家创作基地。**
- **户外运动**：儿童游乐场、水上运动、丛林运动
- **影院歌剧**
  - ① **2个大型演艺中心**：新华联演艺制作大型原创作品《铜官窑·传奇》，全场荷载1800人；黑石号特技秀：由美国幻景公司打造。全场荷载1500人；
  - ② **2大影院**：湖南首家5D影院：由《少年派乩奇幻漂流》原创团队进行视觉创作；飞行影院：以飞行角度总览湖湘美景。
  - ③ **5个戏楼**：评弹、花鼓戏、黄梅戏等特色剧种会轮番上演；
- **可售地产**：古镇的可售地产包括了沿江商业区、商业院落等，以保证项目建设的现金流。

资料来源：集团新闻稿、长沙晚报、公司调研、安信证券研究中心整理

图 26：古镇内有 10 余家高端酒店及精品客栈（规划图）

资料来源：公司官网

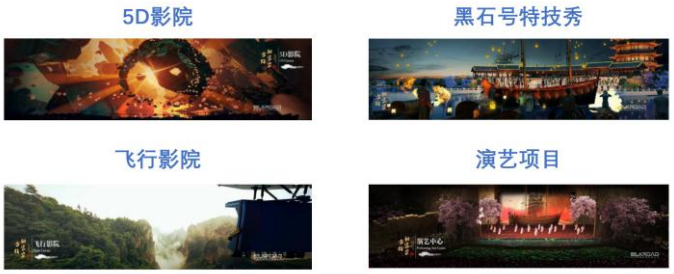
图 27：古镇内的博物馆群（规划图）

资料来源：公司官网

图 28：古镇古街风貌展示（规划图）

资料来源：公司官网

图 29：度假区内 2 大演艺节目及 2 大影院



资料来源：公司官网

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

长沙铜官窑项目 2019 年客流预计 300 万人次，成熟期后拟达 500 万人次，期间平均净利润约 2.79 亿元/年，有望带来稳定业绩增量。根据长沙晚报的报道及集团官方新闻稿，新华联于 17 年并购了湖南省最大的旅行社——湖南海外旅游，有望成为古镇到客、引客的重要合作者。在客流规划方面，公司预计 18 年下旬开园后，在 2019 年游客数预计可达 300 万人次，3~5 年增长至成熟期的 500 万人次客流量。在古镇净利润方面，根据公司的定增项目报告，长沙铜官窑古镇的首期项目（50 亿元投资），预测其运营期间将累计实现销售收入 2,078,914 万元，实现净利润 697,819 万元（自持运营设施按照预测期 25 年测算，算数平均约每年 2.79 亿元净利润，净利润率约 33.6%）。

表 3：长沙铜官窑文旅度假区的 50 亿元首期项目有望在 2021~23 年左右达到成熟期

	长沙铜官窑文旅度假区	古北水镇	乌镇
占地面积	2 km^2（首期 0.48km^2）	9 km^2	5.38 km^2
建筑面积	约 82 万 m^2（首期 54 万 m^2）	42 万 m^2	31 万 m^2
项目投资	约 100 亿元（首期 50 亿元）	约 50 亿元	东栅未公布，西栅约 29 亿元
2 小时交通圈	长沙、株洲、湘潭	北京	上海、杭州、苏州、无锡
涵盖人口	约 1500 万人	约 2170 万人	约 5060 万人
成熟期客流量	预计 500 万（官方）	预计 500 万	1000 万以上（17 年实际）
成熟期净利润	预计 2.79 亿元（首期）*	5.3 亿元**	9.0 亿元***

资料来源：公司公告、星辰在线，集团新闻稿

*注：*长沙铜官窑项目首期的成熟净利润取起公司在定增项目可行性分析公告的数据算数平均计算得年均净利润约 2.79 亿元；*

***古北水镇的成熟期净利润假设 500 万人次客流，以及 1800 间客房假设下，经我们模型测算，可对应扣非后净利润约 5.3 亿元（16 年古北水镇在 244 万人次客流下，对应净利润约 2.09 亿元）；*

****乌镇的成熟期净利润保守假设 1200 万人次客流，以及 2400 间客房假设下，经我们模型测算，可对应扣非后净利润约 9.0 亿元（16 年乌镇在 906 万人次客流下，对应扣非后净利润 3.88 亿元）。*

2.3.2. 芜湖度假区：鸠兹古镇+海洋公园渐进佳境，客流收入稳步提升

芜湖新华联国际文化旅游度假区主体由鸠兹古镇、大白鲸海洋公园、海洋秀场 3 部分组成。2016 年 7 月和 9 月，公司首个文旅地产项目鸠兹古镇 09、10 地块和大白鲸海洋公园主馆先后开业运营。项目依托古徽州深厚的历史积淀和开埠多元文化的精髓，开发建设徽派老街——鸠兹古镇，包括名人故居、中江书院、客栈、酒坊、明清戏楼、民俗馆、国学馆、贾儒堂、百杰馆以及贯穿整个老街的商业古街。同时，项目开发建设有中国首家第五代海洋公园及海洋秀场（已于 18 年 2 月开业），配套有五星级酒店等多种业态。

图 30：芜湖度假区的三大主体项目

鸠兹古镇

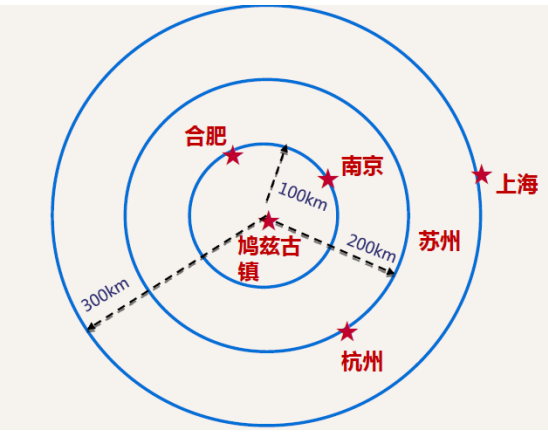
大白鲸海洋公园

海洋秀场

资料来源：集团官网

地处安徽省芜湖市，覆盖周边长三角约 4000 万人口，提供庞大游客基数。公司的芜湖度假区 100 公里范围涵盖合肥和南京两大都市，300 公里范围则涵盖苏州、杭州、上海、无锡等长三角重点城市，合计覆盖周边人口约 4000 万，提供了庞大的游客基数。长三角地区历来为中国最富裕地区，出游意愿高，消费能力强，且每千人汽车保有量名前茅（上述 6 城千人汽车保有量约 236 辆，为全国平均数 125 辆的 2 倍），为周边休闲游提供了广阔市场。高铁开通同时也大大缩短了南京、合肥、上海等大城市到芜湖的距离，车程分别为 40 分钟/2 小时/3 小时。此外，公司的芜湖度假区毗邻芜湖当地的成熟主题乐园—方特乐园，二者在业态上不存在竞争关系，且互为补充，目前芜湖方特乐园年接待游客量在 560 万人左右，鸠兹古镇有望享受游客溢出效应。

图 31：芜湖度假区覆盖长三角核心区域，游客基数庞大



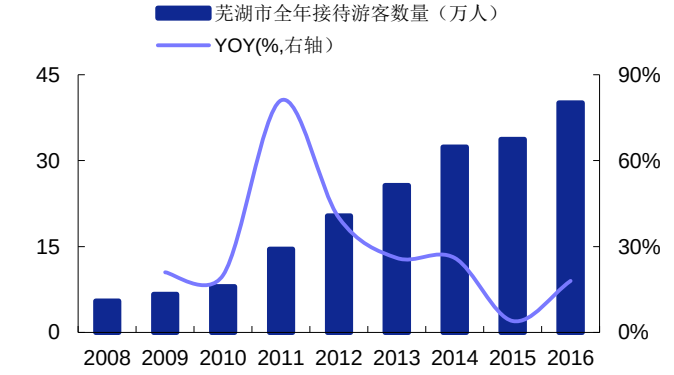
资料来源：公司官网

图 32：不与芜湖方特乐园业态重合，有望享受溢出效应

资料来源：百度地图

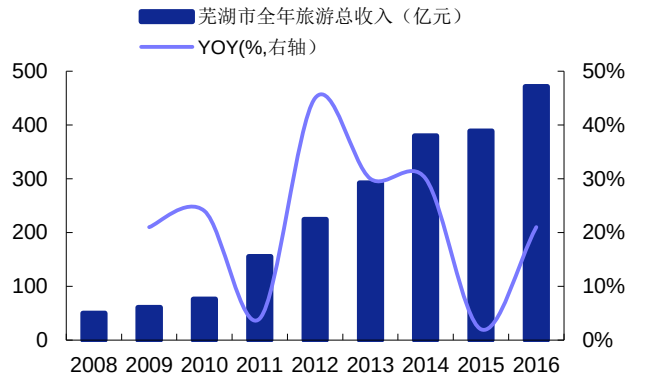
芜湖市近年来接待游客数及旅游收入快速增长，为安徽仅次于黄山的第二大旅游城市。2016 年芜湖市的旅游业总收入471.67亿元,2017年1-11月旅游产品收入同比16年增长18.1%，国庆假期安徽各市旅游排行榜中，芜湖以 30.6 亿元收入排名第二，仅比黄山市少 7 亿元，近年来芜湖旅游业总收入呈快速发展。

图 33：芜湖市全年接待游客量稳步提升



资料来源：Wind

图 34：芜湖市旅游收入在近年来快速增长



资料来源：Wind

鸠兹古镇依托徽派建筑群深挖地方文化，商业及酒店为其核心两大主体。根据公司公告，芜湖鸠兹古镇总建筑面积 23.54 万平方米，具体包括：东古镇、西古镇、鸠兹福街，其中商业、酒店及客栈、别墅、古建等其他业态建筑面积占比分别为 68.4%、15.9%、11.80%和 3.9%。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

古镇深入挖掘地方文化，高度浓缩芜湖历史，纯手工打造徽派建筑群，涵盖中式院落、书院、会馆、名人故居、风情酒店、商业街区等，将居住与游览融为一体。并以民俗活动、实景演出传播传统文化、加强游客体验。

鸠兹古镇目前仍处培育期，收入及客流均快速增长。截止 17 年 6 月末已实际投资 10.9 亿元（计划总投资 19 亿元）。已开业的区域为东古镇 09、10 地块，其中自持和销售面积分别为 1.6 万平方米和 1.3 万平方米。目前古镇仍处培育期，已投入运营的部分自开业以来运营情况良好，人流量以及营业收入均呈现稳步增长趋势。根据集团新闻稿，鸠兹古镇今年“十一”黄金周期间接待游客数超过 21 万人次，同比增长 70%。未来随着鸠兹古镇开业面积的继续增加、配套设施的完善、以及知名度提升，其对客流的吸附能力及收入水平有望持续增长。

图 35：鸠兹古镇的风貌展示

资料来源：公司宣传册

古镇内别墅及可售商铺有望为景区初期提供可观收入。根据公司新闻，公司在鸠兹古镇打造的高端徽派别墅群——西江月座落于城市中心，并临近与古镇商业街区，并于 2017 年 10 月 29 日开盘，推出的 21 套别墅已全部售罄。考虑到扁担河西侧中式宅院销售均价约 1.8~2.3 万元/平米，远高二当地商品房价格，以及公司在每个文旅项目开发中建筑面积的大头均为可售地产，预计未来几年古镇及周边的可售地产及商铺的销售有望为景区初期运营提供可观的现金流，平滑项目初期业绩并大大缓解财务压力。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 36：鸠兹古镇的相关可售地产——西江月

资料来源：公司新闻

图 37：鸠兹古镇的相关可售地产——西江月

资料来源：公司新闻

大白鲸海洋公园为安徽最大海洋极地馆，一期项目的月均人流量约 5 万人次。芜湖新华联大白鲸海洋公园占地面积约 8.2 万平方米，是一个涵盖海洋极地馆、海洋秀场、风情商业街等多种业态的旅游休闲之地。大白鲸海洋公园以故事线为主轴，以互动参与为主导，以高科技多媒体为手段，将淡水王国、海底世界、南北极大陆冰海的原生态环境与海洋极地生灵的生活状态进行全方位的展现。海洋馆内共有白鲸部落、奇幻大堡礁等十二大主题展区，并引入白鲸、海狮、北极熊、北极狼、北极狐、南极企鹅、斑海豹等百余种、上万尾的海洋极地生物，为中国第一座第五代海洋极地馆，中国第一个零距离接触企鹅馆，中国第一大企鹅种群基地，以及安徽省最大海洋极地馆。根据公司新闻以及公司的路演材料，公园一期开园以来，运营情况良好，月均人流量约 5 万人次。收入主要以门票为主，以及园区内的餐饮收入，客单价约在 100 元/人左右，月均销售收入约 500 万元。

与专业团队大连圣亚强强联手，合作运营海洋馆。芜湖大白鲸海洋公园是由新华联文旅以及和中国海洋公园“黄埔军校”之称的大连圣亚联手打造，其中新华联文旅发展持股 90%并进行房地产开发，大连圣亚旅游控股股份有限公司持股 10%，主要负责海洋馆的运营、动物的日常饲养维护等。此外，大白鲸海洋公园还推出了多种精彩的表演节目，如海豚湾恋歌、梦幻芭蕾、与鲸共舞、海豹湾表演、鳐鱼秀等等，进一步丰富了游客的游玩及视觉体验。

图 38：大白鲸海洋公园内的海底隧道

资料来源：公司官网

图 39：大白鲸海洋公园设有众多场精彩表演节目

资料来源：公司官网

海洋秀场为国内最高水平的剧场式海洋表演秀之一，进一步丰富了海洋公园的游客体验。根据公司官网介绍，与大白鲸海洋公园配套的海洋秀场项目已于 2018 年大年初一正式开放。海洋秀场根据生动原创故事展开规划设计，可容纳 1800 名观众，是目前国内最高水平的剧情式海洋动物表演秀之一，并糅合了马戏、舞台剧、高空跳水、花样游泳等多种艺术形式，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

也是华东地区唯一的剧情式海洋动物表演秀场。秀场在大年初一即刻上演了一场浪漫的开年大秀-海豚湾恋歌，并配合剧场级的灯光效果、柔美的音乐喷泉、高科技影像以及海豚等众多可爱的海洋动物，共同编织出一场视觉及感官的饕餮盛宴。根据公司新闻，海洋秀场在春节期间共接待游客超过 1.5 万人次。

图 40：海洋公园内节目期间剧场级的灯光效果

资料来源：公司官网

图 41：海洋秀场在春节期间迎来了可观的客流量

资料来源：公司官网

2.3.3. 西宁新华联：5A 级国家景区标准，重点打造西北文旅居住综合旅游城

西宁新华联旅游城占据多巴新城门户，交通便捷并引领西宁市发展方向。青海省省会西宁市地理空间狭小，且西宁承担了全省 40%的吃住行教等公共服务，原有的规划已不能满足城市建设的需要，多巴新城的建设应运而生。公司的西宁新华联国际旅游城项目位于多巴新城的东门户，距省会西宁仅 25km，且地处 109 国道以北、双寨路以东、轻轨 1 号线等主干道从项目穿过，交通便捷。旅游城内湟水河从中穿过，河流沿岸分布有密集林地，生态良好、资源丰富。

图 42：西安新华联旅游城规划图

资料来源：公司官网

图 43：西安新华联旅游城规划图

资料来源：公司官网

5A 级景区标准打造文旅居住综合旅游城，一期工程预计于 2019 年投运。根据青海日报及新华联集团的新闻，西宁新华联项目预计总投资 100 亿元，占地面积约 200 公顷、总建筑面积约 150 万平米，将分五期开发。旅游城内的业态涵盖多个主题乐园（奇幻冒险主题乐园、大型海洋公园、国际温泉度假酒店、文化演艺中心）、高端教育（私属幼儿园、国际学校、北外西宁新华联附校）、三甲医院（规划建设 1000 床以上规模的生态三级甲等综合性医院）、可售别墅（一期“山水韵·御澜湾”，总建筑面积约 12 万平米的生态别墅群）等综合配置，并以国家 5A 级景区标准打造，力图建设成集文化、旅游、新型城镇功能为一体的文旅综合

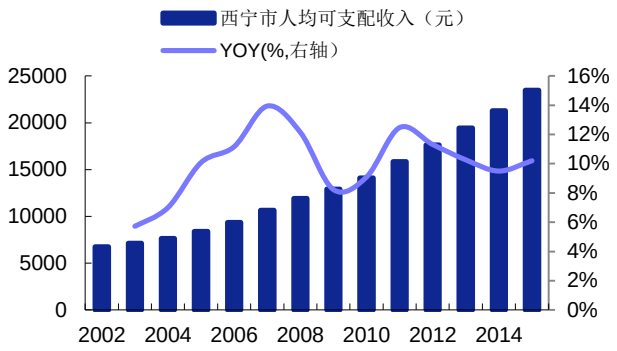
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

项目。目前，园区内的项目场地平整完毕、接待中心已经主体封顶、样板间开始施工，一期的 A 区和 B 区开始建设。占地 66.7 公顷、投资 20 亿元的大型主题乐园（含大型海洋公园）正在优化、定位和布局，并已于 17 年 3 月份正式复工，预计 2019 年一期将开放运营。

图 44：西宁旅游城有望与青海湖等景区产生协同效应

资料来源：青海旅游网

图 45：西宁市本地消费能力近年来持续提升



资料来源：西宁市统计局

深耕本地消费升级+中长线游客流量，西宁新华联旅游城项目大有可为。传统青海旅游景区景点主要为青海湖、茶卡盐湖、可可西里等自然景观，旅游人群主要以景观游览为主，当地的服务型旅游资源相对稀缺，新华联国际旅游城的运营可以弥补青海旅游这个短板，旅游城内的多个主题乐园有望与青海省内的自然旅游资源形成协同效应，吸引中长线游客流量。此外，近年来随着当地居民收入稳步提高带动的消费升级下，西宁旅游城的园区内不仅包括多个主题乐园，可满足西宁以及西北部地区的休闲游需求，还包含了多个高端教育、三甲医疗、高端别墅等业态，且地处西宁市发展的桥头堡区域，预计未来也将承担起青海省内居民对高端医疗、教育、购物、娱乐等方面的需求，发展大有可为。

2.3.4. 北京房山十渡：拟高标准重塑十渡风景区，力图打造成国际旅游目的地

公司于 16 年 6 月同房山人民政府签署合作框架，共同开发十渡风景区。根据公告，公司在 2016 年 6 月 22 日与北京市房山区人民政府共同签署《房山区十渡国际旅游度假区整体合作开发框架协议》，合作的规划范围为北京市十渡风景名胜区，总面积约为 301 平方公里。北京市十渡风景名胜区位于北京市房山区西南，拥有中国北方唯一一处大规模喀斯特岩溶地貌，是中国国家地质公园，山水相依，在北京本地拥有极高的知名度，2015 年游客接待量超过 300 万人次。

图 46：北京房山十度景区

资料来源：北京本地宝

图 47：北京房山十度景区

资料来源：北京本地宝

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司拟以高标准重塑十渡风景区，致力打造成国际旅游目的地，目前为公司的核心储备项目。根据合作框架，公司将与北京市房山区人民政府共同合作，在保护生态环境的前提下，重点整合十渡风景名胜区旅游资源，完善交通和市政配套、建设旅游休闲度假设施，提升旅游服务质量和区域旅游品牌，加快景区旅游产业结构转型升级，彻底改变十渡景区的旅游现状，努力将该区域打造成国家 5A 级景区和世界级旅游目的地。项目计划打造集石门古镇、蝙蝠山庄、国际露营岛、儿童主题乐园和特色小镇等业态于一体的居住共享型国际旅游目的地，成为引领京津冀协同发展的文旅引擎，预计项目总规模约 150 亿元。考虑到公司目前在签署合作框架后尚未实际投资，我们预计该项目将会是公司未来发展文旅业态的核心储备项目之一。

图 48：北京房山十渡国际旅游度假区规划图

资料来源：集团官网

2.3.5. 韩国锦绣山庄：业态丰富预计 2020 年开业，携众信旅游等加快海外布局

赴韩游中长期看大概率有望回暖，锦绣山庄预计 2020 年开业有望享受复苏红利。韩国锦绣山庄项目坐落于济州岛翰林邑今岳里，距离济州机场约 30 分钟车程，交通便利，项目总开发面积约 100 万平方米，预计总投资约 51.8 亿元，2 小时移动圈覆盖中日韩三国核心城市约 9000 万人。济州岛作为韩国著名的旅游景点，逐步开放对我国公民的免签政策、增加诸多签证申请中心，曾一度是国内访韩游客的第二大旅游目的地。但受近年政治因素影响，赴韩游 17 年大幅降温。在 2018 年初，随着中韩两国高层领导人在多次会晤下两国关系有呈回暖趋势，未来中长期看两国的旅游互访人数仍有望大概率复苏。考虑到公司的项目预计在 2020 年才实现开业，预计有望正好度过本轮赴韩游的低谷，在访客复苏后实现开业。

锦绣山庄规划完善，位置优越、业态丰富。1）价值提升：济州岛土地私有化，规划审批的完善程度与土地价值提升成正比，目前锦绣山庄各项规划审批手续有序推进，土地价值有望大幅提升；2）**地理位置优越：**项目位于韩国济州岛中心区域，距济州机场 30 分钟车程，距中文旅游区 15 分钟车程，距挟才海水浴场 12 分钟车程，紧邻拥有 27 洞世界锦标赛级别球场的黑石高尔夫度假村；3）**业态丰富：**项目建成后将成为集五星级旅游酒店、度假公寓、别墅、儿童乐园、购物中心、养生中心、娱乐城、免税商店、整形美容医院、水疗度假村、高尔夫球场、高尔夫度假村以及中国美食街等业态于一体的国际一流度假休闲目的地；**4）收入构成：**别墅销售，预计可贡献可观利润。娱乐场、商铺租赁、酒店、餐饮、整形美容医院、高尔夫球场、会展中心、儿童乐园等相关物业经营性收入。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 49：锦绣山庄业态丰富，打造“医美+旅游”

资料来源：公司官网

图 50：锦绣山庄占地广阔，开发面积约 100 万平方米

资料来源：公司官网

持股美高乐，拓展博彩业务。韩国博彩业发展历史悠久，济州岛被国际公认为继拉斯维加斯、大西洋城、蒙特卡罗和澳门之后的第五大博彩胜地，年博彩收益可观。2015 年 8 月公司通过新丝路文旅与黑石度假株式会社签约，以 385 亿韩元（约 2.48 亿港币）收购黄金海岸株式会社 51.5%的股权，后通过两次继续收购股权，合计持有黄金海岸 72%的股份，并更名为株式会社美高乐。公司从而持有由济州政府颁发的第 8 号博彩牌照，成为 A 股市场中稀缺的持有博彩牌照的上市公司。

携手众信旅游、湖南海外，加快海外布局。1）根据公告，2016 年 9 月，公司与众信旅游签订《全面战略合作协议》，双方共同开展出境游产业链上游资源的布局、开发，同时拓展出境服务业务，在完善众信旅游出境游产业链和出境服务业务，宣传推广众信旅游品牌的同时，提升新华联文化旅游品牌知名度，促进新华联文旅项目的健康发展；2）根据公告，2017 年 11 月，公司以 1.8 亿元收购湖南海外旅游有限公司 60%股权，标的经营范围主要为国内旅游业务、入境旅游业务与出境旅游业务，此举有助于公司凭借湖南海外在旅游运营方面的丰富经验，提升公司文化旅游品牌知名度，形成“资源端+客源端”的产业链条，增加协同效应，进一步扩展公司文化旅游项目规模，有利于促进公司文化旅游项目快速发展。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 地产：重点聚焦一二线城市，加速推进海外布局

房地产业务作为公司传统业务，是当前阶段营收的主要来源，在向文旅产业转型过渡阶段，房地产仍将占据重要地位。公司未来地产业务的战略在国内将以北上广深等一线城市为核心，布局二线热点城市，在国外深耕法律健全的海外移民热点城市及国际一线城市。

3.1. 侧重布局：土地储备充足，集中在一二线城市

公司土地储备充足，可满足公司未来多年的开发需求。随着转型的深入，公司重心逐渐转移至文旅项目，获取土地增速放缓，但存量面积仍较可观。公司土地储备布局立足北京、上海等一线城市及其周边热点地区，项目均衡分布在经济相对发达的二、三线城市。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。2017 年，公司新增土地包括天津武清及江苏太仓在内的多个地块，并购了三亚优居和加拿大信安橡树湾两个项目，储备土地充足。

表 4：新华联自上市以来房地产项目经营情况（单位：万平方米）

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H
获取土地面积	136.34	145.68	146.05	240.46	110.88	219.41	3.51
竣工面积	104.44	186.99	232.22	100.67	130.25	119	22.39
开复工面积	155.52	60.46	41.97	377	417.97	476	416
签约销售面积	12.35	27.23	23.34	51.86	61.44	96.15	36.53
结算面积	14.89	16.66	19.96	45.30	56.49	64.05	19.06

资料来源：公司公告

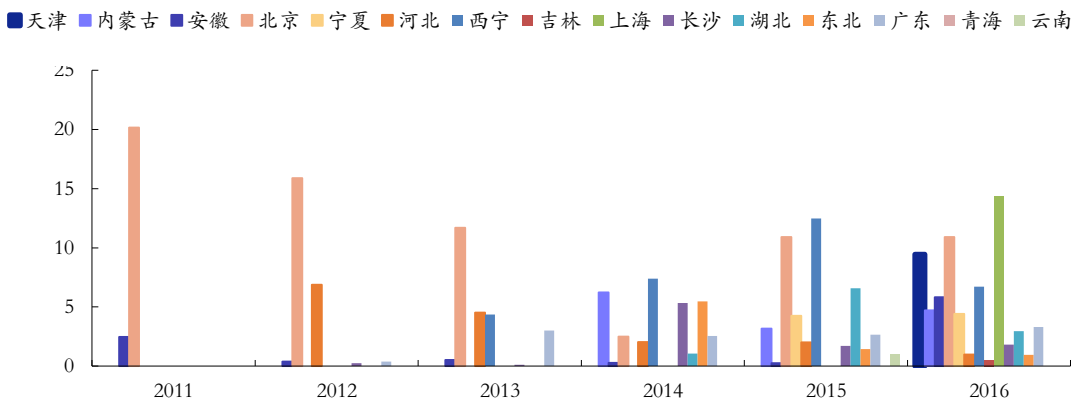
表 5：截至 2017H 未开发土地储备情况

项目名称	位置	权益比例	待开发面积（m2）	规划建筑面积
海南新华联香水湾	陵水县	95%	297641	216742
韩国新华联济州岛锦绣山庄国际度假区	济州岛	65.13%	1246004	192954
三亚优居	三亚市	51.74%	35102.52	192076.01
总计	-	-	1578747.52	601722.01

资料来源：公司公告

房地产布局焦点聚集在一线城市与热点二线城市。公司的项目主要位于一线城市及其周边热点地区、人口基数大、GDP 高速增长的二线城市及部分省会城市，这些城市的城市功能成熟、经济发展强劲、人口数量庞大，从而可以更好地支撑公司的房地产业务发展。从房地产业务历年营收分布来看，公司营收大头主要来自一线城市与二线城市。

图 51：历年来，一、二线城市营收为房地产营收大头

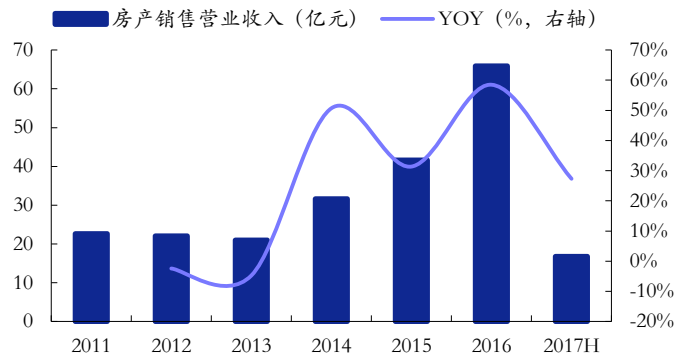


资料来源：公司公告

3.2. 业绩保障：持续贡献业绩，为转型保驾护航

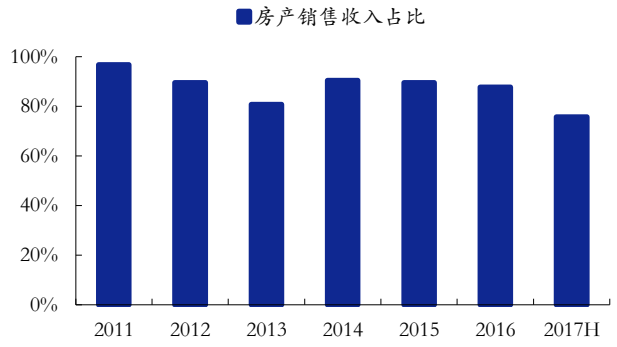
房产销售收入保持增长，构筑公司安全边际。房地产板块作为公司传统业务，在长期的开发建设过程中积累了丰富的开发经营与先进的管理经验，优势显著。自 2013 年以来，公司地产板块保持高速增长，2013-2016 年 CAGR 为 46.40%，2017 上半年增速有所放缓，为 27.32%。自上市以来，每年地产业务营收占公司总营收比例均超过 75%，17 上半年为 75.7%。考虑到文旅项目较长的开发周期，在转型过程中，地产板块可作为业绩保障，以稳定的现金流反哺文旅项目。此外，伴随着 17 年下半年及 18 年一批优质项目的集中入市，业绩即将进入快速释放期。

图 52：房产销售收入保持增长



资料来源：wind

图 53：房产销售收入占比逾 75%



资料来源：wind

3.3. 主要地产项目：区位与品质双优，国内与海外并举

国内布局聚焦一线城市及热点二线城市，海外布局聚焦法律健全的移民城市及国际一线城市。经过多年发展，公司在房地产开发领域已经形成集开发、施工运营、商业管理、物业服务等多项业务于一体的产业链开发，其业态包括中高端住宅和自持商业地产（写字楼、购物中心和酒店）。国内地产项目主要以青年城、小镇、度假村为开发模式，遍布全国 20 个城市（以一二线城市为主）；海外项目则主要由控股公司新丝路管控，分布在**韩国济州岛、马来西亚、加拿大多伦多和澳大利亚悉尼**，其中韩国济州岛和马来西亚为综合度假村，加拿大多伦多和澳大利亚悉尼为纯住宅开发项目。

表 6：新华联主要地产项目

项目名称	位置	项目说明
北京新华联 YOYO 悦城	北京市平谷区马坊新城	紧邻地铁马坊站，直连京平高速，快速接驳北京核心；总建筑面积 30 万平方米，为城市综合体，目前基本售罄
北京新华联温泉公馆	北京市顺义区李遂镇	总建筑面积近 20 万平方米，建设有 80 栋高端企业会所和温泉会所；酒店已全面营业，别墅区已全面建成
上海新华联国际中心	上海市虹桥商务核心区	建筑面积超 28 万平方米，即高品质企业独栋办公楼、综合购物中心、五星级酒店、写字楼等于一体；独栋办公楼于 15 年 8 月正式对外销售，酒店于 2016 年 9 月 28 日开业
上海新华联奥莱悦府	上海市大虹桥赵巷板块	总建面约 10.6 万平方米，涵盖法式原石精装别墅、公寓、主题公园和私人会所，是地铁沿线的高端别墅区，16 年 6 月首日开盘签约金融近 10 亿，去化率超 90%
天津新华联梦想城	天津市武清区高村核心区	建筑面积约 18 万平方米，毗邻京津间面积最大的纯自然芦苇湿地大黄堡湿地；16 年累计销售 11.3 亿元，公寓部分已售罄，别墅销售情况良好
武汉新华联青年城	武汉市江夏区庙山经济开发区	建筑面积约 60 万平方米，规划有 5600 平方米恒温泳池体

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

		育馆，为南光谷稀有低密度人文社区；自开盘来保持江夏区销冠位置，16 年累计回款近 10 亿，17 年 6 月三期开盘秒空，销售金额达 2.65 亿
海南新华联香水湾	海南省陵水县香水湾	建筑面积超 21 万平方米，有五星级酒店、精品住宅及高端度假别墅构成，为高品质旅游度假休闲目的地
三亚奥林匹克花园	三亚市中心	建筑面积约 19 万平方米，业态由产权式酒店和精品住宅构成，为三亚精品度假型产品和高科技职能社区，未来升值空间大
马来西亚新华联南洋国际度假中心项目	马来西亚南部柔佛州依斯干达经济开发区	项目拟打造集酒店式公寓、住宅以及商业于一体的高端生活社区，于 2016 年 7 月已正式开盘销售。该项目距马来西亚西亚的第二大城市新山市仅 15 分钟车程，距离马来西亚和新加坡第二口岸仅 7 公里。
悉尼歌剧院壹号	澳大利亚悉尼麦考瑞大街	占地面积 1207 平方米，距悉尼歌剧院仅 200 米，左邻环形码头，右邻皇家植物园，为整个环形码头区域内唯一一个开发机会，土地性质属于永久产权，规划建设 20 层高的超豪华公寓，含 104 套豪华公寓及约 1000 平方米底商
多伦多橡树湾	加拿大安大略省万锦市	分住宅和商业两部分，住宅分两期开发 195 套联排别墅；商业部分拟建设 500 套公寓及商业楼宇，预计建筑面积逾 40000 平方米。截至 17 年底已售 150 套公寓

资料来源：公司公告，集团新闻

图 54：上海新华联国际中心

资料来源：公司官网

图 55：北京新华联 YOYO 悦城

资料来源：公司官网

图 56：悉尼歌剧院壹号

资料来源：公司官网

图 57：多伦多橡树湾

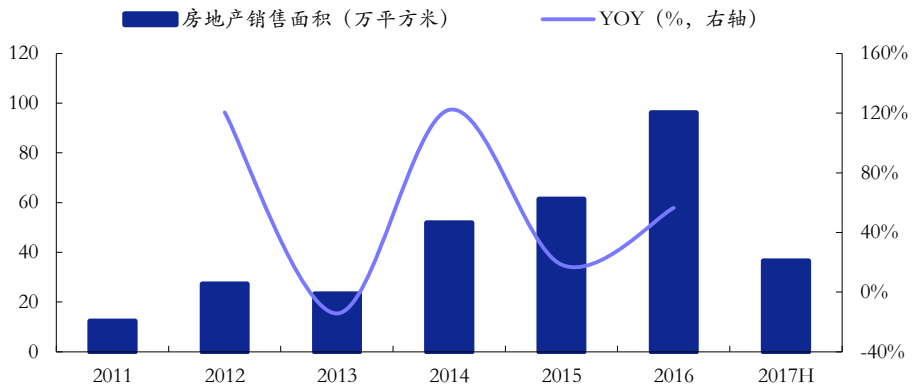
资料来源：公司官网

公司房地产项目区位优、品质好、品牌影响力较强，销售情况良好。以上海新华联奥莱悦府项目为例，该项目位于上海虹桥赵巷板块，总建面约 10.6 万平方米，业态涵盖法式原石精装别墅、公寓、主题公园和私人会所，是地铁沿线的高端别墅区。项目于 17 年 6 月底开盘，首日签约金额近 10 亿元，去化率超过 90%。湖北武汉新华联青年城同样表现不俗，总建面 60 万平方米，自开盘以来销售位列江夏区冠军，17 年 6 月三期开盘当日售空。此外，公司

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

在悉尼的新华联歌剧院壹号住宅项目同样大获成功,项目距离悉尼歌剧院直线距离仅200米,为20层高的超豪华公寓楼,16年一经开盘即在2.5个小时内售罄,售价刷新澳大利亚豪华公寓全国纪录,且70%顾客为澳大利亚当地居民。公司国内外中高端住宅的良好销售情况,从侧面反映了其产品品质的优秀与较高的市场认可度。

图58:13年后房地产销售面积保持增长



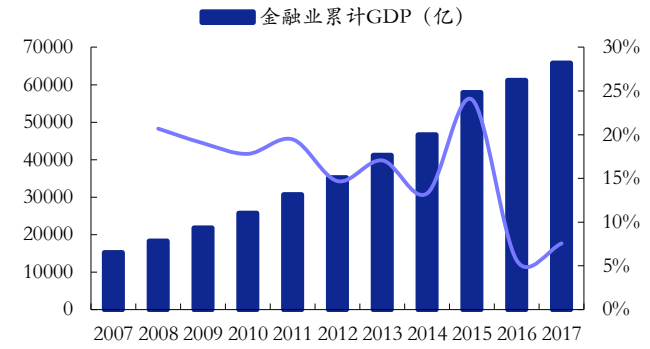
资料来源:公司公告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. 金融：长期看好发展，布局“银行+保险+金融科技”

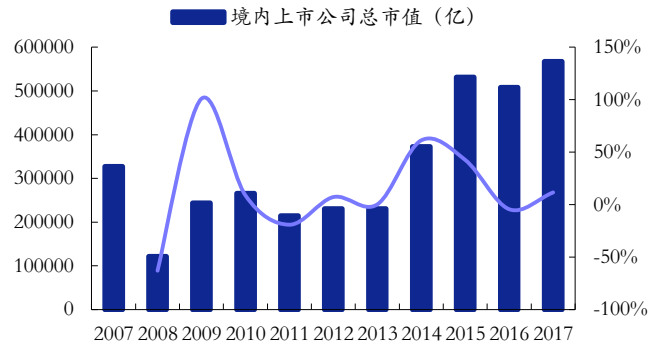
我国金融市场蓬勃发展，资本市场规模稳步扩张。随着国民经济的不断发展、居民理财意识的不断增长，我国金融产业呈现出良好的发展态势。根据国家统计局数据，2009 年，我国金融行业 GDP 已突破 2 万亿元；截至 2017 年 12 月底，我国金融业累计 GDP 已达 6.57 万亿元，占整体 GDP 比例从 2005 年的 4.02 稳步上涨至 2017 年的 7.95%；资本市场方面，2017 年我国境内上市公司总市值为 56.75 万亿元/11.65%，说明我国金融市场体量不断扩大、资本市场规模逐步扩张。

图 59：金融行业 GDP 增长稳健



资料来源：Wind

图 60：境内上市公司总市值攀升、资本市场规模扩大



资料来源：Wind

布局金融板块，多元化利润、拓宽融资渠道。公司基于地产与文旅产业，进军金融产业，主要带来以下竞争优势：1）寻求更大增量市场，突破现有业务发展瓶颈，多元化业务收入来源；2）房地产企业布局金融市场，有助于实现融资渠道向信托、私募、互联网金融等领域拓展，并基于地产业务不断发展出融资租赁、房地产资产证券化等新型融资方式，不断调整融资结构，降低融资成本，实现公司的收益最大化。

4.1. 投资长沙银行，IPO 进展顺利有望分享高增长空间

大力投资高成长性城市商业银行，IPO 进展顺利有望分享高增长空间。为进一步实现公司整体战略转型，保障公司多元化业务发展需要，全资子公司湖南华建持有长沙银行 3.51%的股份，而后通过一次定增与两次股权转让，合计持有长沙银行股份 2.894 亿股，占比 9.40%，为其第二大股东。基于资本充足率、成本收入比、不良贷款率等各项指标均全面达到监管要求且符合上市要求，长沙银行首次公开发行股票申请于 2016 年 12 月获中国证监会受理；2017 年 12 月，已获得中国证监会反馈；长沙银行若成功 IPO，将为公司带来可观业绩收入。

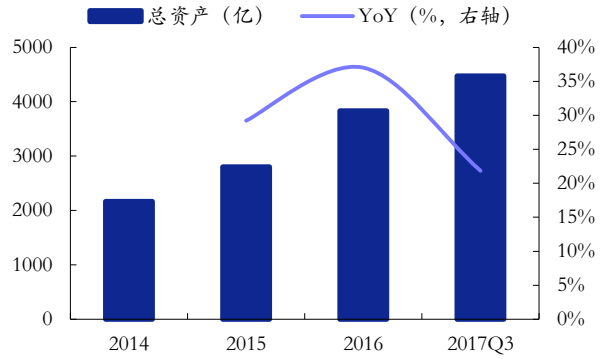
业务增长受国际认可，增长强劲、高收益助力金融布局。1）长沙银行成立于 1997 年，注册资本 30.79 亿人民币，由长沙市财政局持股 21.05%，为第一大股东。在国际权威金融媒体英国《银行家》杂志“2017 年全球银行 1000 强”榜单中，长沙银行一级资本规模排名第 340 名， 在 2016 年上升 22 名的基础上，再度上升 33 个名次，稳居前 400 强。2）长沙银行一直保持良好发展，各项业务指标强劲增长，资产总额、存款、贷款、利润增速均高于行业平均水平，市场地位不断提升；公司将成长性强的商业银行纳入投资版图中，将分享其高成长性带来的高收益，提高公司整体盈利能力和抗风险能力，符合公司的战略定位及长远发展，为实现公司的跨越式发展奠定良好的经济基础。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 61：长沙银行受到国内外诸多榜单认可

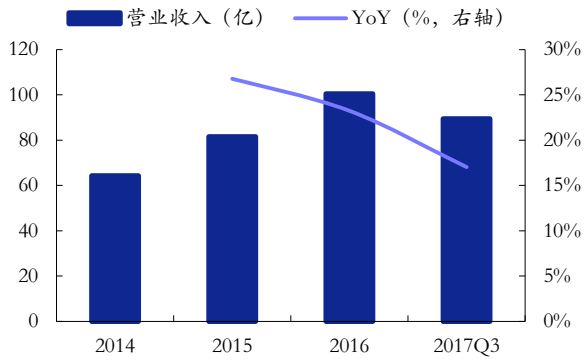
资料来源：公司公告，

图 62：长沙银行总资产扩张迅速



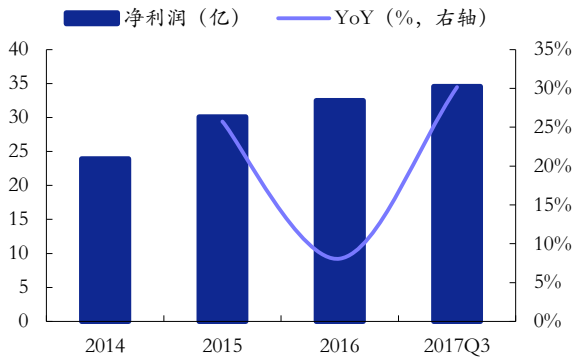
资料来源：公司公告，

图 63：长沙银行营业收入规模可观



资料来源：公司公告，

图 64：截至 2017Q3 净利润已超 2016 全年净利润



资料来源：公司公告，

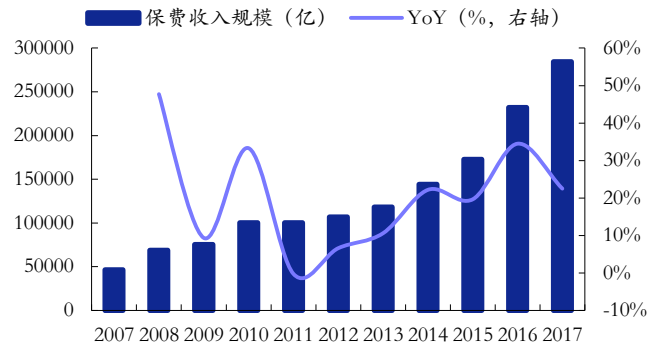
长沙银行资产端扩张迅速、收入端加速增长。长沙银行作为发展较快的城市商业银行之一，表现出可观的高增长性，为公司贡献可观业绩。在总资产方面，由 2015 年的 2799.08 亿增长至 2017 年 Q3 的 4475.85 亿，扩张速度快速，2016、2017 年 Q3 分别为 37.01%、21.84%的同比增长率；在收入方面，长沙银行 2017 年 Q3 营业收入 89.40 亿元，同比增长 17.03%，净利润 34.56 亿元，同比增长 30.16%。

4.2. 参与筹建亚太再保险，完善金融板块业务

保险行业发展可观，再保险逐步渗透。我国再保险行业起步较晚、主体较少，根据国务院发布的《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，明确指出要加快发展再保险市场，加大再保险产品和技术的创新力度；同时，我国消费者购买保险产品的能力及投保意愿逐步提升，中国保险市场已成为全球增长速度最快的保险市场之一。我国保费收入由 2007 年的 4.66 万亿增长至 2017 年的 28.45 万亿，10 年 CAGR 高达 19.83%，步入快速上升通道；同时，我国保险密度、保险深度均表现出明显的上涨趋势，2016 年分别为 2241.83 元/人、4.15%，仍存在可观上升空间，未来需求有望进一步扩大。

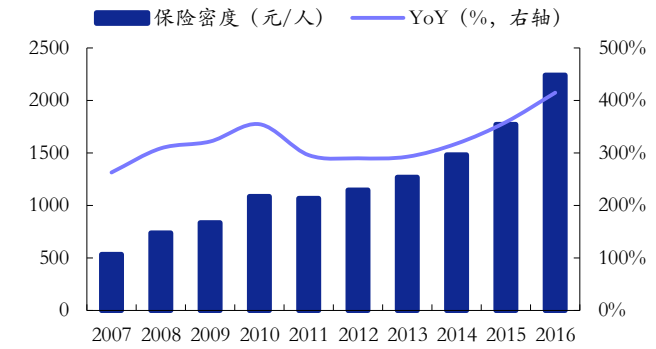
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 65：我国保费收入步入快速上升通道



资料来源：Wind

图 66：我国保险密度、深度不断提高



资料来源：Wind

参与筹建亚太再保险，完善金融板块业务。2015 年 8 月，与泛海集团、巨人投资、亿利资源集团、汇源集团共同发起设立**国内首家民营资本创办及主导的再保险公司**——亚太再保险公司，注册资本人民币 100 亿元，分别以现金出资 20 亿元持股 20%。公司经营范围主要为财产保险、人身保险（包括人寿、健康及意外伤害保险）的再保险业务，目前正等待保监会审批，通过后将成为国内仅次于中国再保险集团的第二大再保险公司。本次进军再保险行业，有利于进一步完善公司的金融板块业务、提高公司的盈利能力和核心竞争力、提升公司的资本运作能力，加速实现公司“地产+金融”的战略转型步伐。

4.3. 拟收购你我金融，迈入创新金融科技领域

拟收购你我金融，迈入创新金融科技领域。2017 年 10 月 18 日，控股子公司新丝路文旅拟通过发行股份收购派生科技持有的你我金融 100%的股权，交易对价 14.118 亿港元（约合人民币 12 亿元）。卖方承诺你我金融 2017 年、2018 年、2019 年的净利润分别不低于 0.7 亿元、2 亿元、3 亿元，如未达到以上利润标准，卖方须以现金方式向买方补偿该笔不足保证部分金额的 6.3 倍。考虑本次定增收购后公司对新丝路文旅的股权拟有所稀释，但仍将持股 40.93%，若收购成功后将有给公司带来显著的业绩增量。

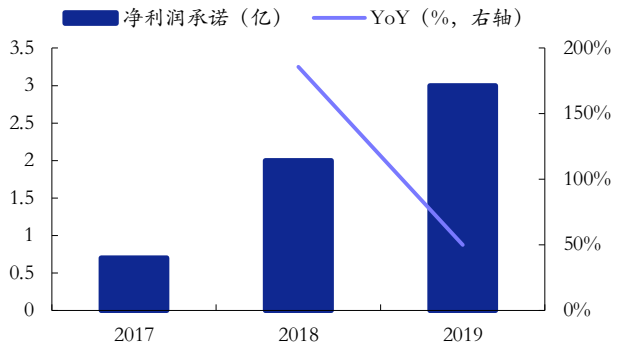
主营金融科技创新，构建良性金融生态圈。你我金融致力于**社交金融科技创新**，现有注册用户超过 680 万，经营范围主要包括互联网信息科技研发、互联网技术开发、计算机软件研发及金融信息咨询。本次收购为公司迈入创新金融科技领域的重要里程碑，拓展金融创新科技业务极大增强了公司可持续发展及盈利能力，符合公司战略转型规划。作为国内移动社交金融领域的创新开拓者与国家高新科技企业，你我金融 2017 年业务迅猛增长，发展态势良好，未来将扩大国内与国际业务板块，继续深耕移动社交金融领域，用科技创新服务金融，构建一个良性循环、可持续发展的金融生态圈。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 67：你我金融致力于社交金融科技创新

资料来源：公司公告

图 68：你我金融业绩承诺增长可观



资料来源：公司公告

4.4. 集团持续布局金融领域，优质金融资产助力转型

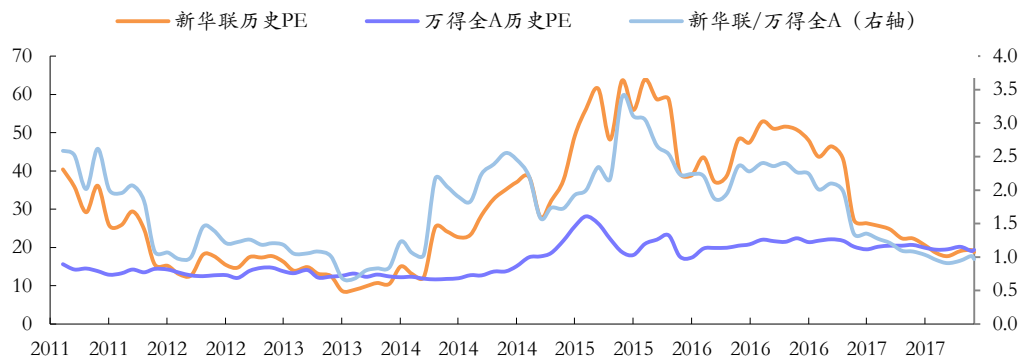
集团层面投资经验丰富，储备诸多优质金融资产。新华联集团公司金融资产众多，目前金融投资标的包括北京银行、天津银行、宁夏银行、大兴安岭农商行、新华联融资租赁、亚太财险、微众银行、蚂蚁金服等。2014 年 12 月，全资子公司新华联国际投资出资 1 亿美元参股万达商业地产，成为其基石投资者之一；2016 年 8 月，新华联控股以 5000 万美元投资乐视电动智能汽车项目； 2016 年，新华联控股出资 10 亿收购云锋基金，间接投资蚂蚁金服、圆通快递、乐视体育等前景良好标的；同时，新华联控股还持有北京银行 18.03 亿股，持股比例为 8.53%，为第四大股东；以及万达影视 1.91%股份。未来，公司将综合各项金融业务，以投资、并购等方式，持续兼并其他优质金融资产，落实集团多元化发展战略，协同公司向金融领域整体拓展。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5. 盈利预测

公司估值低于历史平均水平，当前安全边际较高。回顾公司历史估值情况，2011-2017 年公司相对万得全 A 的 PE 估值倍数平均约为 1.72，期间公司营业总收入规模迅速提升（5 年 CAGR 为 26.33%）；公司自 2015 年 10 月达到 63.95 倍的估值小高峰后开始波折下降，截至 2018 年 3 月 11 日，新华联的市盈率 PE（TTM）为 19.7x，低于 2011 年以来公司平均市盈率 30.1x，PE 相对万得全 A 倍数降至 1.02，当前相对估值处于公司的历史低位水平。

图 69：新华联的 PE 处于历史较低位置，安全边际较高



资料来源：Wind

盈利预测与投资评级：

综上所述，我们盈利预测中的核心假设如下：

表 7：盈利预测主要假设或指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
房产销售业务收入（百万元）	4158.73	6592.19	8075.20	9690.24	11434.48
YoY（%）	31.36%	58.51%	22.50%	20.00%	18.00%
毛利率（%）	26.48%	31.29%	31.57%	31.89%	32.02%
建筑、装修业业务收入（百万元）	91.25	101.63	127.04	149.27	171.66
YoY（%）	-24.85%	11.38%	25.00%	17.50%	15.00%
毛利率（%）	23.03%	17.28%	19.95%	21.65%	21.99%
其他业务收入（百万元）	396.71	821.99	1248.54	2528.27	3177.82
YoY（%）	85.72%	107.20%	51.89%	102.50%	25.69%
毛利率（%）	27.72%	9.45%	4.22%	12.52%	12.22%

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

公司具备景区建设、设计、运营等完整产业链优势，以及优质金融资产的注入，经 6 年深度布局后，芜湖鸠兹古镇、长沙铜官窑、西宁国际度假村、韩国锦绣山庄等项目相继落地，预计公司将在 2018 年迎来转型的质变，文旅+金融业务进入持续收获期。预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 25.7%/32.3%/19.4%，归母净利分别为 8.32/10.87/13.11 亿，对应 EPS 分别为 0.44/0.57/0.69 元。考虑到公司未来转型文旅+金融+地产趋势明确，且文旅及地产的储备项目丰富，给予 2018 年 PE 14.4x，6 个月目标价为 8.21 元，给予买入-A 投资评级。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

6. 风险提示

1）行业风险：房地产行业与我国宏观经济发展密切相关。受到国民经济结构调整影响，房地产行业增长逐渐迎来拐点，未来面临增速进一步放缓的风险；

2）财务资金风险：随着公司转型战略的推进，公司逐步加大文化旅游地产项目的投资，具有开发周期长、资金占用数额大、资金回笼缓慢的风险；

3）海外业务风险：海外项目的推动可能受到海外政局、当地法律、市场环境以及环保要求等复杂因素影响。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,646.7	7,515.8	9,450.8	12,502.8	14,924.0
减:营业成本	3,414.3	5,358.0	6,828.3	8,947.7	10,705.6
营业税费	369.1	563.9	633.2	937.7	1,079.7
销售费用	285.8	409.2	475.4	638.9	759.6
管理费用	381.3	530.8	620.9	817.7	971.6
财务费用	187.0	244.6	324.3	364.9	418.6
资产减值损失	9.2	-1.0	6.2	4.8	3.3
加:公允价值变动收益	68.5	37.2	-	-	-
投资和汇兑收益	182.4	275.9	379.1	454.9	523.1
营业利润	250.8	723.4	941.5	1,246.1	1,508.6
加:营业外净收支	140.7	16.4	95.8	99.0	106.7
利润总额	391.5	739.8	1,037.3	1,345.1	1,615.3
减:所得税	103.6	263.2	259.3	336.3	403.8
净利润	306.7	523.9	832.4	1,087.7	1,311.4

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,861.2	8,086.4	756.1	1,000.2	1,193.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	575.1	767.7	1,719.8	1,255.6	2,126.5
应收票据	18.5	2.0	28.4	18.2	29.9
预付帐款	1,271.3	662.0	3,295.9	1,621.6	3,695.8
存货	18,175.1	21,945.7	39,697.6	37,935.1	51,963.2
其他流动资产	1.6	592.2	198.1	264.0	351.4
可供出售金融资产	1.7	1.7	1.2	1.5	1.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,306.9	2,449.6	2,449.6	2,449.6	2,449.6
投资性房地产	2,865.9	3,340.2	3,340.2	3,340.2	3,340.2
固定资产	1,418.1	3,836.2	3,749.1	3,661.9	3,574.7
在建工程	2,119.5	712.0	712.0	712.0	712.0
无形资产	611.4	1,166.8	1,147.6	1,128.5	1,109.3
其他非流动资产	767.8	1,011.8	867.1	853.5	825.0
资产总额	33,994.2	44,574.4	57,962.8	54,242.0	71,373.0
短期债务	545.1	2,976.6	6,023.4	5,458.7	6,935.5
应付帐款	4,598.6	6,224.2	12,268.2	10,373.4	15,529.0
应付票据	83.7	-	152.1	68.5	154.7
其他流动负债	9,443.0	8,776.6	10,674.0	12,437.5	12,573.6
长期借款	6,913.7	12,978.1	15,763.2	10,977.1	20,578.5
其他非流动负债	5,626.8	6,652.2	4,177.2	5,485.4	5,438.3
负债总额	27,210.9	37,607.7	49,058.1	44,800.6	61,209.6
少数股东权益	864.8	798.0	746.4	668.8	571.1
股本	535.9	535.9	1,896.7	1,896.7	1,896.7
留存收益	5,369.0	5,701.9	6,261.7	6,875.9	7,695.6
股东权益	6,783.2	6,966.7	8,904.8	9,441.3	10,163.4

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	32.7%	61.7%	25.7%	32.3%	19.4%
营业利润增长率	-42.5%	188.4%	30.1%	32.3%	21.1%
净利润增长率	-27.2%	70.8%	58.9%	30.7%	20.6%
EBITDA 增长率	1.3%	120.1%	19.9%	25.2%	18.4%
EBIT 增长率	-6.9%	121.1%	30.8%	27.3%	19.6%
NOPLAT 增长率	-3.8%	93.7%	52.2%	27.3%	19.6%
投资资本增长率	69.3%	16.5%	73.4%	-10.9%	37.2%
净资产增长率	80.9%	2.7%	27.8%	6.0%	7.6%
利润率					
毛利率	26.5%	28.7%	27.7%	28.4%	28.3%
营业利润率	5.4%	9.6%	10.0%	10.0%	10.1%
净利润率	6.6%	7.0%	8.8%	8.7%	8.8%
EBITDA/营业收入	11.2%	15.2%	14.5%	13.7%	13.6%
EBIT/营业收入	9.4%	12.9%	13.4%	12.9%	12.9%
运营效率					
固定资产周转天数	71	126	144	107	87
流动营业资本周转天数	708	536	698	681	663
流动资产周转天数	1,706	1,364	1,481	1,264	1,224
应收帐款周转天数	49	32	47	43	41
存货周转天数	1,258	961	1,174	1,118	1,084
总资产周转天数	2,273	1,882	1,953	1,615	1,515
投资资本周转天数	1,019	858	1,004	910	852
投资回报率					
ROE	5.2%	8.5%	10.2%	12.4%	13.7%
ROA	0.8%	1.1%	1.3%	1.9%	1.7%
ROIC	3.3%	3.8%	4.9%	3.6%	4.9%
费用率					
销售费用率	6.2%	5.4%	5.0%	5.1%	5.1%
管理费用率	8.2%	7.1%	6.6%	6.5%	6.5%
财务费用率	4.0%	3.3%	3.4%	2.9%	2.8%
三费/营业收入	18.4%	15.8%	15.0%	14.6%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	80.0%	84.4%	84.6%	82.6%	85.8%
负债权益比	401.1%	539.8%	550.9%	474.5%	602.3%
流动比率	1.70	1.78	1.57	1.49	1.69
速动比率	0.46	0.56	0.21	0.15	0.21
利息保障倍数	2.34	3.96	3.90	4.42	4.60
分红指标					
DPS(元)	0.10	0.10	0.14	0.25	0.26
分红比率	61.8%	36.2%	32.7%	43.6%	37.5%
股息收益率	1.6%	1.6%	2.3%	4.0%	4.1%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	287.9	476.6	832.4	1,087.7	1,311.4
加:折旧和摊销	86.5	203.2	106.3	106.3	106.3
资产减值准备	9.2	-1.0	-	-	-
公允价值变动损失	-68.5	-37.2	-	-	-
财务费用	227.4	268.0	324.3	364.9	418.6
投资损失	-182.4	-275.9	-379.1	-454.9	-523.1
少数股东损益	-18.8	-47.3	-54.4	-78.9	-99.9
营运资金的变动	-3,010.5	-1,785.3	-14,109.9	3,550.6	-11,144.2
经营活动产生现金流量	-2,900.2	-989.7	-13,280.3	4,575.8	-9,930.8
投资活动产生现金流量	-2,886.2	-1,197.6	379.6	454.5	523.2
融资活动产生现金流量	7,237.3	4,332.6	5,570.3	-4,786.1	9,601.4

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.16	0.28	0.44	0.57	0.69
BVPS(元)	3.12	3.25	4.30	4.63	5.06
PE(X)	39.1	22.9	14.4	11.0	9.1
PB(X)	2.0	1.9	1.5	1.4	1.2
P/FCF	-91.9	2.8	-1.4	15.3	15.9
P/S	2.6	1.6	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	30.9	15.4	27.1	19.2	21.3
CAGR(%)	51.9%	36.5%	24.5%	51.9%	36.5%
PEG	0.8	0.6	0.6	0.2	0.3
ROIC/WACC	0.8	0.9	1.2	0.9	1.2
REP	1.2	1.0	0.9	1.3	0.9

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。