

2018年11月04日

新华联 (000620.SZ)

18Q3 业绩高增长，文旅转型持续推进

■公司发布三季报：①18Q1-3：实现营收61.68亿元/+66.51%，归母净利润3.06亿元/+25.14%，扣非净利3.13亿元/+176.20%；②18Q3：实现营收32.02亿元/+115.71%，归母净利润1.75亿元/+199.81%，扣非净利1.84亿元/+210.41%；

■湖南海外并表推动收入大幅增长，扣非业绩高增或系地产结算+投资收益增多所致。受益项目结转收入及收购湖南海外，公司18Q3实现营收32.02亿元/+115.71%。18年Q3毛利率34.13%，同比提高2.38pct；销售费用率7.03%/-0.79pct（主要系项目销售增加所致）；管理费用率5.15%/-3.10pct；财务费用率6.88%/-0.03pct（主要系随着项目完工费用化利息增加所致）；期间费用率合计下降3.92pct；18Q3投资净收益1.26亿元，同比增多8113万元，估测主要系长沙银行在9月末成功上市带来的投资收益。18Q3实现归母净利润1.75亿元/+199.81%，扣非净利1.84亿元/+210.41%。

■铜官窑景区国庆热度高涨，公司文旅转型持续推进。①铜官窑景区：公司的长沙铜官窑在今年8月28日正式开园，根据公司官方微信，国庆期间的入园游客总量近10万人次，景区经营模式包括了门票+酒店+餐饮+演艺+商铺租金等丰富的业态，预计在前期的相关商业地产结算有望帮助公司快速回笼现金流及增厚利润，后续则在景区成熟后带来可观的持续性经营业绩。②鸬鹚古镇：根据18年半年报，鸬鹚古镇继东岸全面开街后，海洋秀场于报告期内正式营业，鸬鹚古镇西岸业已全面竣工。我们认为鸬鹚古镇的东西岸建设完工有望为封园做好准备，19年实现整体收门票的预期强化，利好景区业绩释放。③西宁童梦乐园：根据公告，该项目预计将于2019年试运营，建成后将成为西北亲子旅游度假的新地标；④韩国锦绣山庄：在18年上半年已获得当地道议会审批通过，正全面开展开工筹备工作。⑤地产业务：公司地产业务在未来继续聚焦一线及热点城市，但预计纯地产业性质的拿地未来或将放缓，更多资金和资源将逐步向文旅业务转移。考虑到文旅项目前期对现金流需求大，且培育周期较长，短中期来看，我们预计地产业务仍将继续为公司提供业绩支撑与现金流。

■投资建议：买入-A投资评级。公司18年芜湖鸬鹚古镇、长沙铜官窑、西宁国际度假村等项目稳步推进，“文旅+金融”业务有望进入持续收获期。预计公司2018-2020年的归母净利润分别为10.9/13.1/15.7亿，EPS分别为0.57/0.69/0.83元，PE分别为6.9x/5.7x/4.8x，给予6个月目标价4.75元。

公司快报

证券研究报告

住宅地产

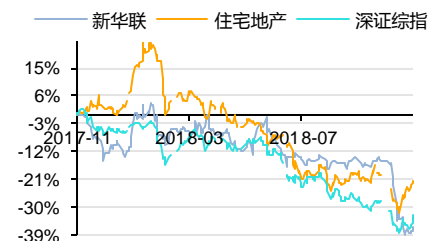
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**4.75元**
股价(2018-11-02) **4.03元**

交易数据

总市值(百万元)	7,643.66
流通市值(百万元)	7,643.62
总股本(百万股)	1,896.69
流通股本(百万股)	1,896.68
12个月价格区间	3.88/6.70元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-19.58	-16.38	-7.72
绝对收益	-25.23	-23.24	-37.7

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：中报扣非业绩高速增长，文旅产业转型潜力可期/黄守宏	2018-08-29
新华联：业绩略超预期，文旅项目稳步推进/黄守宏	2018-04-25
新华联：地产金融双助力，文旅巨轮创未来/黄守宏	2018-03-14

■风险提示：1) 景区项目客流不及预期；2) 财务资金风险；3) 海外业务风险；4) 地产政策变化风险。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	7,515.8	7,441.4	9,844.5	11,750.9	13,540.6
净利润	523.9	857.2	1,090.0	1,310.2	1,569.9
每股收益(元)	0.28	0.45	0.57	0.69	0.83
每股净资产(元)	3.25	3.39	4.51	4.90	5.42

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	14.3	8.7	6.9	5.7	4.8
市净率(倍)	1.2	1.2	0.9	0.8	0.7
净利率	7.0%	11.5%	11.1%	11.1%	11.6%
净资产收益率	8.5%	13.3%	12.7%	14.1%	15.3%
股息收益率	2.5%	2.5%	4.8%	7.6%	7.9%
ROIC	3.8%	6.8%	5.3%	3.7%	5.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,515.8	7,441.4	9,844.5	11,750.9	13,540.6	成长性					
减:营业成本	5,358.0	5,075.4	6,824.2	8,138.7	9,363.3	营业收入增长率	61.7%	-1.0%	32.3%	19.4%	15.2%
营业税费	563.9	424.9	541.4	646.3	744.7	营业利润增长率	188.4%	61.0%	11.9%	16.9%	19.4%
销售费用	409.2	460.7	586.7	698.0	798.9	净利润增长率	70.8%	63.6%	27.2%	20.2%	19.8%
管理费用	530.8	632.8	807.2	969.5	1,110.3	EBITDA 增长率	120.1%	78.0%	-4.4%	18.7%	17.5%
财务费用	244.6	610.1	221.4	262.6	286.4	EBIT 增长率	121.1%	79.8%	-12.4%	17.2%	17.9%
资产减值损失	-1.0	27.3	11.8	12.7	17.3	NOPLAT 增长率	93.7%	109.5%	-12.4%	17.2%	17.9%
加:公允价值变动收益	37.2	151.5	-	-	-	投资资本增长率	16.5%	12.2%	68.9%	-20.2%	44.9%
投资和汇兑收益	275.9	768.7	452.0	501.0	600.0	净资产增长率	2.7%	17.6%	25.0%	6.3%	7.9%
营业利润	723.4	1,164.6	1,303.6	1,524.2	1,819.6	利润率					
加:营业外净收支	16.4	7.4	54.8	96.0	114.2	毛利率	28.7%	31.8%	30.7%	30.7%	30.9%
利润总额	739.8	1,172.0	1,358.4	1,620.2	1,933.8	营业利润率	9.6%	15.7%	13.2%	13.0%	13.4%
减:所得税	263.2	309.3	339.6	405.0	483.4	净利润率	7.0%	11.5%	11.1%	11.1%	11.6%
净利润	523.9	857.2	1,090.0	1,310.2	1,569.9	EBITDA/营业收入	15.2%	27.4%	19.8%	19.7%	20.1%
						EBIT/营业收入	12.9%	23.4%	15.5%	15.2%	15.6%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	126	192	179	189	186
货币资金	8,086.4	8,797.6	787.6	940.1	1,083.2	流动营业资本周转天数	536	546	667	650	629
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,364	1,655	1,442	1,227	1,183
应收账款	767.7	1,090.9	1,500.3	1,296.3	1,772.3	应收账款周转天数	32	45	47	43	41
应收票据	2.0	5.9	25.8	18.0	25.6	存货周转天数	961	1,117	1,126	1,082	1,045
预付账款	662.0	1,348.1	2,607.5	1,865.4	2,785.2	总资产周转天数	1,882	2,319	1,995	1,704	1,608
存货	21,945.7	24,232.2	37,373.9	33,239.8	45,386.7	投资资本周转天数	858	989	1,063	1,006	948
其他流动资产	592.2	896.6	198.1	264.0	351.4	投资回报率					
可供出售金融资产	1.7	1.7	1.2	1.5	1.5	ROE	8.5%	13.3%	12.7%	14.1%	15.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	1.7%	1.8%	2.3%	2.1%
长期股权投资	2,449.6	2,387.7	2,387.7	2,387.7	2,387.7	ROIC	3.8%	6.8%	5.3%	3.7%	5.4%
投资性房地产	3,340.2	2,957.4	2,957.4	2,957.4	2,957.4	费用率					
固定资产	3,836.2	4,113.0	5,678.5	6,660.3	7,316.0	销售费用率	5.4%	6.2%	6.0%	5.9%	5.9%
在建工程	712.0	2,927.7	1,963.8	1,481.9	1,241.0	管理费用率	7.1%	8.5%	8.2%	8.3%	8.2%
无形资产	1,166.8	1,224.5	1,200.6	1,176.6	1,152.6	财务费用率	3.3%	8.2%	2.2%	2.2%	2.1%
其他非流动资产	1,011.8	1,312.0	1,148.3	1,139.0	1,074.9	三费/营业收入	15.8%	22.9%	16.4%	16.4%	16.2%
资产总额	44,574.4	51,295.4	57,830.7	53,428.1	67,535.7	偿债能力					
短期债务	2,976.6	2,813.8	4,578.5	4,008.3	5,449.3	资产负债率	84.4%	84.0%	82.3%	79.6%	82.6%
应付账款	6,224.2	5,832.0	12,649.1	7,945.3	14,709.4	负债权益比	539.8%	526.1%	464.6%	390.6%	474.6%
应付票据	-	100.0	52.0	148.7	46.6	流动比率	1.78	1.52	1.72	1.39	1.78
其他流动负债	8,776.6	15,240.5	7,425.1	14,969.1	8,738.7	速动比率	0.56	0.51	0.21	0.16	0.21
长期借款	12,978.1	15,965.2	18,705.5	9,981.9	21,399.6	利息保障倍数	3.96	2.85	6.89	6.80	7.35
其他非流动负债	6,652.2	3,151.4	4,177.2	5,485.4	5,438.3	分红指标					
负债总额	37,607.7	43,103.0	47,587.5	42,538.7	55,781.8	DPS(元)	0.10	0.10	0.19	0.30	0.31
少数股东权益	798.0	1,759.1	1,691.4	1,598.0	1,481.0	分红比率	36.2%	22.1%	32.7%	43.6%	37.5%
股本	535.9	535.9	1,897.0	1,897.0	1,897.0	股息收益率	2.5%	2.5%	4.8%	7.6%	7.9%
留存收益	5,701.9	5,921.5	6,654.8	7,394.5	8,375.9						
股东权益	6,966.7	8,192.4	10,243.2	10,889.4	11,753.9						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	476.6	862.8	1,090.0	1,310.2	1,569.9	EPS(元)	0.28	0.45	0.57	0.69	0.83
加:折旧和摊销	203.2	346.5	422.3	524.0	609.3	BVPS(元)	3.25	3.39	4.51	4.90	5.42
资产减值准备	-1.0	27.3	-	-	-	PE(X)	14.3	8.7	6.9	5.7	4.8
公允价值变动损失	-37.2	-151.5	-	-	-	PB(X)	1.2	1.2	0.9	0.8	0.7
财务费用	268.0	868.0	221.4	262.6	286.4	P/FCF	1.8	120.2	-0.8	9.3	9.6
投资损失	-275.9	-768.7	-452.0	-501.0	-600.0	P/S	1.0	1.0	0.8	0.6	0.6
少数股东损益	-47.3	5.5	-71.2	-95.0	-119.6	EV/EBITDA	15.4	9.0	18.2	11.8	14.5
营运资金的变动	-1,785.3	-20.5	-14,153.7	7,874.6	-12,620.6	CAGR(%)	36.6%	18.9%	52.4%	36.6%	18.9%
经营活动产生现金流量	-989.7	934.8	-12,943.1	9,375.4	-10,874.5	PEG	0.4	0.5	0.1	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-1,197.6	-344.3	-547.4	-499.4	-399.9	ROIC/WACC	1.3	2.3	1.8	1.2	1.8
融资活动产生现金流量	4,332.6	-1,064.2	5,480.5	-8,723.5	11,417.6	REP	0.7	0.4	0.5	0.8	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@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