

2019年03月19日

新华联 (000620.SZ)

## 韩国项目获开发许可，公司文旅转型稳步推进

■事件：3月15日，公司发布公告，子公司韩国新华联近日收到韩国济州特别自治道的《新华联锦绣山庄观光园区项目开发许可》。公司在自2014年4月成立韩国新华联以来，一直在积极开展“济州岛锦绣山庄国际度假区”项目的各项工作。但由于韩国属于土地私有制，审批流程较繁琐。本次公司获得济州岛项目开发许可，意味着公司前期的筹备工作已经完成，后续有望进入施工建设阶段。

■点评：韩国项目筹建有望继续推进，丰富业态推动公司中长期文旅业绩增厚。1) 韩国锦绣山庄项目为公司海外布局的首个文旅项目，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，总投资约51.8亿元，预计2021年开业。2) 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、高尔夫度假村等业态于一体的国际一流度假休闲目的地。3) 在盈利方面，项目初期将通过别墅销售实现快速现金流回收及利润增厚，中长期则通过娱乐场、酒店、餐饮、整形美容医院、高尔夫球场、会展中心等业态实现持续性营业收入，增厚利润。

■依托成熟的地产开发运营优势，加之文旅项目进入持续落地期，公司中长期业绩有望持续向好。1) 未来文旅项目布局：公司为房地产开发起家，在景区建设和地产选址开发运营等方面拥有丰富资源与成熟经验。目前重点打造五大文旅项目，芜湖国际文旅度假区（2016年开园）、长沙铜官窑文旅度假区（2018年开园）、阆中古城（2018年合资开发）、西宁新华联旅游城（一期预计2019年）、韩国锦绣山庄（预计2021年），开业时间呈梯队式分布，未来有望持续为公司带来业绩增厚。2) 存量景区方面：长沙铜官窑古镇在2018年8月28日开园一日内就吸引了3万游客前来参观，更是在国庆黄金周迎来首个客流高峰，当日购票人数过万。国庆黄金周前三天，铜官窑古镇已累计接待游客量超过3万人，体现了古镇较好的客流吸引力。鸠兹古镇则预计2019年有望实现封园收费，增厚项目持续性收入。

■投资建议：买入-A 投资评级。公司存量文旅项目鸠兹古镇、长沙铜官窑逐步步入成熟，阆中古城、西宁度假村、韩国锦绣山转等项目稳步推进，“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11.3/13.6/15.7亿，EPS分别为0.60/0.72/0.83

## 公司快报

证券研究报告

住宅地产

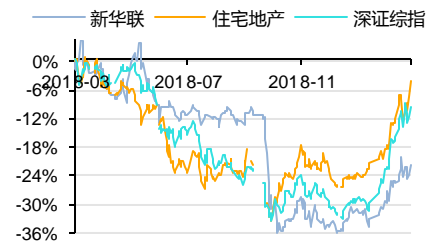
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**6.05元**  
股价（2019-03-18）**4.76元**

### 交易数据

总市值(百万元)	9,028.25
流通市值(百万元)	9,028.20
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	3.88/6.47元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.12	-9.14	-15.68
绝对收益	13.88	19.3	-23.02

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

### 相关报告

新华联：18Q3 业绩高增长，文旅转型持续推进/黄守宏	2018-11-04
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

元，PE 分别为 8.0x/6.6x/5.7x ，给予 6 个月目标价 6.05 元。

■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	9,859.9	11,751.0	13,219.9
净利润	523.9	857.2	1,130.2	1,364.2	1,574.7
每股收益(元)	0.28	0.45	0.60	0.72	0.83
每股净资产(元)	3.25	3.39	4.57	5.11	5.73
<b>盈利和估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
市盈率(倍)	17.2	10.5	8.0	6.6	5.7
市净率(倍)	1.5	1.4	1.0	0.9	0.8
净利润率	7.0%	11.5%	11.5%	11.6%	11.9%
净资产收益率	8.5%	13.3%	13.0%	14.1%	14.5%
股息收益率	2.1%	2.1%	3.1%	3.8%	4.4%
ROIC	3.8%	6.8%	7.8%	5.2%	8.1%

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
<b>营业收入</b>	7,515.8	7,441.4	9,859.9	11,751.0	13,219.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,358.0	5,075.4	7,123.9	8,409.6	9,483.2	营业收入增长率	61.7%	-1.0%	32.5%	19.2%	12.5%
营业税费	563.9	424.9	562.0	669.8	754.0	营业利润增长率	188.4%	61.0%	24.7%	18.4%	15.4%
销售费用	409.2	460.7	404.3	475.9	456.1	净利润增长率	70.8%	63.6%	31.8%	20.7%	15.4%
管理费用	530.8	632.8	451.6	475.9	482.5	EBITDA 增长率	120.1%	78.0%	24.9%	6.1%	13.7%
财务费用	244.6	610.1	804.1	692.0	796.4	EBIT 增长率	121.1%	79.8%	29.6%	6.9%	15.3%
资产减值损失	-1.0	27.3	11.8	12.7	17.3	NOPLAT 增长率	93.7%	109.5%	29.5%	6.9%	15.3%
加:公允价值变动收益	37.2	151.5	-	-	-	投资资本增长率	16.5%	12.2%	60.2%	-25.9%	58.2%
投资和汇兑收益	275.9	768.7	950.0	705.0	755.0	净资产增长率	2.7%	17.6%	27.3%	9.8%	10.3%
<b>营业利润</b>	723.4	1,164.6	1,452.2	1,720.0	1,985.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	16.4	7.4	54.8	99.0	114.2	毛利率	28.7%	31.8%	27.7%	28.4%	28.3%
<b>利润总额</b>	739.8	1,172.0	1,507.0	1,819.0	2,099.6	营业利润率	9.6%	15.7%	14.7%	14.6%	15.0%
减:所得税	263.2	309.3	376.7	454.7	524.9	净利润率	7.0%	11.5%	11.5%	11.6%	11.9%
<b>净利润</b>	523.9	857.2	1,130.2	1,364.2	1,574.7	EBITDA/营业收入	15.2%	27.4%	25.8%	23.0%	23.2%
						EBIT/营业收入	12.9%	23.4%	22.9%	20.5%	21.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	126	192	145	114	94
货币资金	8,086.4	8,797.6	788.8	940.1	1,057.6	流动营业资本周转天数	536	546	652	613	636
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,364	1,655	1,438	1,224	1,273
应收账款	767.7	1,090.9	1,211.4	1,381.4	1,720.5	应收账款周转天数	32	45	42	40	42
应收票据	2.0	5.9	23.8	2.8	25.1	存货周转天数	961	1,117	1,131	1,086	1,129
预付账款	662.0	1,348.1	2,131.2	1,359.6	2,748.3	总资产周转天数	1,882	2,319	1,975	1,663	1,655
存货	21,945.7	24,232.2	37,745.0	33,137.8	49,767.4	投资资本周转天数	858	989	1,027	924	902
其他流动资产	592.2	896.6	496.8	661.8	685.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	ROE	8.5%	13.3%	13.0%	14.1%	14.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	1.7%	2.0%	2.6%	2.3%
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%	7.8%	5.2%	8.1%
投资性房地产	3,340.2	2,957.4	2,957.4	2,957.4	2,957.4	<b>费用率</b>					
固定资产	3,836.2	4,113.0	3,849.5	3,586.1	3,322.6	销售费用率	5.4%	6.2%	4.1%	4.1%	3.5%
在建工程	712.0	2,927.7	2,927.7	2,927.7	2,927.7	管理费用率	7.1%	8.5%	4.6%	4.1%	3.7%
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%	8.2%	5.9%	6.0%
其他非流动资产	1,011.8	1,312.0	1,192.5	1,163.3	1,105.3	三费/营业收入	15.8%	22.9%	16.8%	14.0%	13.1%
<b>资产总额</b>	44,574.4	51,295.4	56,914.1	51,684.1	69,859.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,976.6	2,813.8	2,483.9	4,104.0	5,406.6	资产负债率	84.4%	84.0%	81.7%	77.8%	81.9%
应付账款	6,224.2	5,832.0	11,404.4	7,699.1	14,638.7	负债权益比	539.8%	526.1%	445.9%	351.5%	453.2%
应付票据	-	100.0	69.5	96.2	103.6	流动比率	1.78	1.52	1.77	1.30	1.66
其他流动负债	8,776.6	15,240.5	9,942.6	16,833.7	13,521.3	速动比率	0.56	0.51	0.19	0.15	0.19
长期借款	12,978.1	15,965.2	17,445.3	6,520.6	19,133.9	利息保障倍数	3.96	2.85	2.81	3.49	3.49
其他非流动负债	6,652.2	3,151.4	5,143.5	4,982.4	4,425.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	37,607.7	43,103.0	46,489.1	40,236.0	57,229.8	DPS(元)	0.10	0.10	0.15	0.18	0.21
少数股东权益	798.0	1,759.1	1,759.1	1,759.1	1,759.1	分红比率	36.2%	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	535.9	535.9	1,896.7	1,896.7	1,896.7	股息收益率	2.1%	2.1%	3.1%	3.8%	4.4%
留存收益	5,701.9	5,921.5	6,769.2	7,792.4	8,973.4						
<b>股东权益</b>	6,966.7	8,192.4	10,425.0	11,448.2	12,629.2						

## 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	476.6	862.8	1,130.2	1,364.2	1,574.7	EPS(元)	0.28	0.45	0.60	0.72	0.83
加:折旧和摊销	203.2	346.5	287.4	287.4	287.4	BVPS(元)	3.25	3.39	4.57	5.11	5.73
资产减值准备	-1.0	27.3	-	-	-	PE(X)	17.2	10.5	8.0	6.6	5.7
公允价值变动损失	-37.2	-151.5	-	-	-	PB(X)	1.5	1.4	1.0	0.9	0.8
财务费用	268.0	868.0	804.1	692.0	796.4	P/FCF	2.1	144.9	-1.0	19.5	19.9
投资损失	-275.9	-768.7	-950.0	-705.0	-755.0	P/S	1.2	1.2	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	-47.3	5.5	-	-	-	EV/EBITDA	15.4	9.0	13.8	9.3	12.6
营运资金的变动	-1,785.3	-20.5	-13,190.7	8,732.3	-15,154.3	CAGR(%)	42.0%	22.2%	57.7%	42.0%	22.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-989.7	934.8	-11,918.9	10,371.0	-13,250.8	PEG	0.4	0.5	0.1	0.2	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,197.6	-344.3	950.0	705.0	755.0	ROIC/WACC	0.7	1.3	1.5	1.0	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	4,332.6	-1,064.2	2,960.1	-10,924.7	12,613.3	REP	1.3	0.6	0.7	1.0	0.6

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

刘文正声明, 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
	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	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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