

2019年05月09日

新华联 (000620.SZ)

## 18年报&19Q1 点评：业绩高成长符合预期，文旅项目有望加速发力

■事件：1) 公司18年：实现营收140.01亿元/+88.16%，归母净利9.69亿元/+205.89%。其中，18Q4单季度营收78.33亿元/+109.61%，归母净利8.806亿元/+44.79%。2) 公司19Q1单季度：实现营收8.97亿元/-14.08%，归母净利748万元/-79.92%，利润同比下滑我们判断或系已售项目尚未结算和财务费用增加所致，待后续带项目结算后有望回复到正常水平。

■文旅转型继续推进，带动其他业务收入大增。①商品房销售18年实现营业收入113.54亿元/+84.88%，主要系本期新增项目完工结转导致收入增加，占总营业收入比例为81.10%，较去年同期下降1.44pct；②建筑、装修业实现营业收入0.44亿元/-22.90%，占总营业收入比例为0.32%，较去年同期下降0.45pct；③其他业务的营收26.02亿元/+109.53%，占营收比例为18.59%，较去年同期上升1.6pct，主要系湖南海外旅行社并表、铜官窑古镇开业及新增酒店带动收入增加所致。

■18年毛利率稳步提高，管理费用率下降较显著。1) 18全年：实现毛利率33.49%/+1.73pct，其中，商品房销售18年毛利率38.06%/+3.97pct；销售费用率为6.38%/YOY+0.18pct，主要系本期销售规模增加所致；管理费用率为5.50%/YOY-3.13pct，费用率较显著压缩；财务费用率为5.59%/YOY-2.61pct，主要系部分项目竣工交付，借款利息费用化所致；但由于17年投资收益共计7.69亿而18年仅4.15亿元，因此公司18年净利率8.93%/-2.66%；18年ROE（摊薄）15.26%，较去年提高1.93%；2) 19Q1：毛利率20.31%/-5.31pct，销售费用率为8.06%/YOY-0.63pct；管理费用率为13.79%/YOY+4.57pct；财务费用率为18.86%/YOY+8.69pct，19Q1净利率-0.56%/-4.49pct。

■文旅产业是公司未来核心竞争，18年文旅版图不断扩大有望持续释放业绩。①铜官窑古镇：2018年8月盛大开业，涵盖5D影院、博物馆群、演艺中心、酒店、客栈等数十种业态的大型文旅项目，是全国旅游优选项目、湖南省重点工程；②鸠兹古镇：已于18年末实现东岸景区全面开放，同时西岸完成竣工交付，海洋秀场和绿心谷酒店正式营业，古镇计划于2019年7月实现整体封园运营；③阆中古城：公司于2018年并购成功，已于19年初正式开张，公司计划将其打造升级版的中国国际文化旅游度假胜地；④西宁童梦乐园：已在18年全面展开内外装并计划于2019年7月开业运营。⑤韩国锦绣山庄：于报

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

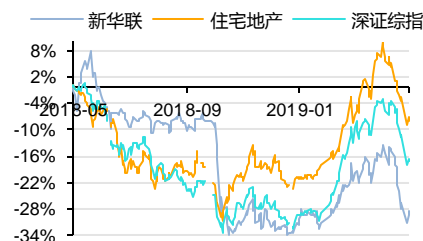
6个月目标价：5.50元

股价(2019-05-08) 4.20元

交易数据

总市值(百万元)	7,966.10
流通市值(百万元)	7,965.69
总股本(百万股)	1,896.69
流通股本(百万股)	1,896.59
12个月价格区间	3.88/6.44元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.08	-13.11	-10.91
绝对收益	-14.63	3.7	-26.1

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：韩国项目获开发许可，公司文旅转型稳步推进/刘文正	2019-03-19
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

告期内已获当地道议会审批通过，并已于2019年3月取得济州特别自治道《新华联锦绣山庄观光园区项目开发许可》。⑥北外西宁国际中学&长沙北外雅礼国际中学：公司试水教育产业，以期实现教育、文化、旅游等产业联动。

■地产业务仍持续为公司贡献稳定的业绩和现金流支撑，帮助公司文旅转型稳步推进。报告期内房地产行业整体降温，地产板块受到“去杠杆，去库存”监管基调的影响，增速趋于平缓，但公司仍以良好的区位优势，卓越的经营战略，优质的客户服务得到了市场认可。①地产项目开发：品质与速度兼具，全年开复工479万m<sup>2</sup>，竣工交付125万m<sup>2</sup>，有效保证了上市公司收入和利润的结转；商品房存货238.26亿元/-1.18%，反映公司响应“去库存”政策基调，小幅去化；②地产项目销售：18年实现签约销售面积88.04万平方米，销售金额107.02亿元，结算面积104.36万平方米，结算金额113.54亿元，创下历史新高，新华联铜官窑古镇景区助力长沙地区销售增长，成功实现文旅与地产板块互相渗透，共同发展。

■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2019-2021年归母净利润为13.7亿元/15.8亿元/17.9亿元，EPS为0.72/0.83/0.94元，PE为5.8x/5.1x/4.5x，给予6个月目标价5.50元。

■风险提示：房地产市场竞争与政策不确定性；文旅项目投入大、开发周期长，爬坡不及预期风险；宏观经济风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	7,441.4	14,001.0	16,686.4	18,772.2	20,367.8
净利润	857.2	1,186.5	1,366.2	1,575.8	1,786.4
每股收益(元)	0.45	0.63	0.72	0.83	0.94
每股净资产(元)	3.39	4.10	5.31	5.93	6.64

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	9.3	6.7	5.8	5.1	4.5
市净率(倍)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
净利润率	11.5%	8.5%	8.2%	8.4%	8.8%
净资产收益率	13.3%	15.3%	13.6%	14.0%	14.2%
股息收益率	2.4%	0.0%	4.3%	4.9%	5.6%
ROIC	6.8%	8.2%	8.8%	4.4%	9.0%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	7,441.4	14,001.0	16,686.4	18,772.2	20,367.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,075.4	9,310.7	11,941.7	13,466.1	14,640.4	营业收入增长率	-1.0%	88.2%	19.2%	12.5%	8.5%
营业税费	424.9	983.7	1,067.9	1,153.0	1,191.0	营业利润增长率	61.0%	62.7%	-11.4%	18.3%	16.1%
销售费用	460.7	893.3	675.8	750.9	804.5	净利润增长率	63.6%	38.4%	15.1%	15.3%	13.4%
管理费用	632.8	769.9	834.3	1,004.3	1,079.5	EBITDA 增长率	78.0%	36.4%	11.8%	8.2%	6.8%
财务费用	610.1	783.2	1,175.0	1,121.6	1,031.3	EBIT 增长率	79.8%	40.9%	16.4%	8.9%	7.4%
资产减值损失	27.3	14.1	18.3	15.3	15.7	NOPLAT 增长率	109.5%	35.0%	21.3%	8.9%	7.4%
加:公允价值变动收益	151.5	8.0	-	-	-	投资资本增长率	12.2%	12.5%	116.6%	-47.1%	83.5%
投资和汇兑收益	768.7	414.6	705.0	725.0	700.0	净资产增长率	17.6%	21.8%	22.9%	9.6%	10.0%
<b>营业利润</b>	1,164.6	1,895.2	1,678.4	1,986.0	2,305.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	7.4	2.1	143.2	115.1	76.4	毛利率	31.8%	33.5%	28.4%	28.3%	28.1%
<b>利润总额</b>	1,172.0	1,897.3	1,821.5	2,101.1	2,381.8	营业利润率	15.7%	13.5%	10.1%	10.6%	11.3%
减:所得税	309.3	647.6	455.4	525.3	595.5	净利润率	11.5%	8.5%	8.2%	8.4%	8.8%
<b>净利润</b>	857.2	1,186.5	1,366.2	1,575.8	1,786.4	EBITDA/营业收入	27.4%	19.8%	18.6%	17.9%	17.6%
						EBIT/营业收入	23.4%	17.5%	17.1%	16.6%	16.4%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	192	144	150	129	115
						流动营业资本周转天数	546	264	505	487	440
						流动资产周转天数	1,655	894	1,111	1,053	966
						应收帐款周转天数	45	30	36	37	34
						存货周转天数	1,117	624	936	929	848
						总资产周转天数	2,319	1,349	1,545	1,428	1,309
						投资资本周转天数	989	591	831	773	698
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	13.3%	15.3%	13.6%	14.0%	14.2%
						ROA	1.7%	2.3%	1.5%	2.7%	2.0%
						ROIC	6.8%	8.2%	8.8%	4.4%	9.0%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	6.2%	6.4%	4.1%	4.0%	4.0%
						管理费用率	8.5%	5.5%	5.0%	5.4%	5.3%
						财务费用率	8.2%	5.6%	7.0%	6.0%	5.1%
						三费/营业收入	22.9%	17.5%	16.1%	15.3%	14.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	84.0%	81.4%	86.3%	77.3%	83.3%
						负债权益比	526.1%	437.1%	630.4%	341.2%	500.0%
						流动比率	1.52	1.20	1.43	0.93	1.38
						速动比率	0.51	0.32	0.15	0.13	0.16
						利息保障倍数	2.85	3.13	2.43	2.77	3.24
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.10	-	0.18	0.21	0.24
						分红比率	22.1%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
						股息收益率	2.4%	0.0%	4.3%	4.9%	5.6%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,797.6	5,560.8	1,334.9	1,501.8	1,629.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,090.9	1,237.6	2,070.5	1,773.6	2,091.8
应收票据	5.9	0.7	22.9	9.2	10.3
预付帐款	1,348.1	875.3	3,088.0	1,251.4	3,106.3
存货	24,232.2	24,268.8	62,489.7	34,343.8	61,625.1
其他流动资产	896.6	1,190.1	893.0	993.2	1,025.4
可供出售金融资产	1.7	13.4	5.6	6.9	8.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,387.7	2,612.7	2,612.7	2,612.7	2,612.7
投资性房地产	2,957.4	2,965.4	2,965.4	2,965.4	2,965.4
固定资产	4,113.0	7,076.9	6,858.0	6,639.1	6,420.2
在建工程	2,927.7	4,196.1	4,196.1	4,196.1	4,196.1
无形资产	1,224.5	1,654.3	1,620.3	1,586.3	1,552.4
其他非流动资产	1,312.0	1,949.7	1,450.9	1,470.3	1,504.9
<b>资产总额</b>	51,295.4	53,601.9	89,608.0	59,349.9	88,748.6
短期债务	2,813.8	2,068.0	13,196.9	11,998.2	13,261.3
应付帐款	5,832.0	9,098.9	14,780.4	12,056.2	15,253.9
应付票据	100.0	-	183.3	22.2	179.6
其他流动负债	15,240.5	16,393.7	20,728.8	18,732.4	21,566.0
长期借款	15,965.2	13,923.1	24,470.4	-	20,626.0
其他非流动负债	3,151.4	2,137.9	3,980.5	3,089.9	3,069.4
<b>负债总额</b>	43,103.0	43,621.5	77,340.2	45,899.0	73,956.1
少数股东权益	1,759.1	2,202.9	2,202.9	2,202.9	2,202.9
股本	535.9	535.9	1,896.7	1,896.7	1,896.7
留存收益	5,921.5	7,151.3	8,168.2	9,351.4	10,692.9
<b>股东权益</b>	8,192.4	9,980.4	12,267.8	13,451.0	14,792.5

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	862.8	1,249.7	1,366.2	1,575.8	1,786.4
加:折旧和摊销	346.5	387.7	252.9	252.9	252.9
资产减值准备	27.3	14.1	-	-	-
公允价值变动损失	-151.5	-8.0	-	-	-
财务费用	868.0	871.0	1,175.0	1,121.6	1,031.3
投资损失	-768.7	-414.6	-705.0	-725.0	-700.0
少数股东损益	5.5	63.2	-	-	-
营运资金的变动	-20.5	1,583.2	-28,122.4	24,557.0	-23,567.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	934.8	3,842.1	-26,033.4	26,782.3	-21,196.6
投资活动产生现金流量	-344.3	-3,092.1	712.8	723.7	698.3
融资活动产生现金流量	-1,064.2	-4,615.7	21,094.7	-27,339.1	20,626.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.45	0.63	0.72	0.83	0.94
BVPS(元)	3.39	4.10	5.31	5.93	6.64
PE(X)	9.3	6.7	5.8	5.1	4.5
PB(X)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
P/FCF	127.9	-2.5	-1.4	13.7	13.1
P/S	1.1	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.0	6.7	16.3	7.3	13.0
CAGR(%)	22.2%	12.6%	42.1%	22.2%	12.6%
PEG	0.4	0.5	0.1	0.2	0.4
ROIC/WACC	1.5	1.8	1.9	1.0	2.0
REP	0.6	0.4	0.5	0.9	0.5

## ■ 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