

# 新湖中宝 (600208.SH)

## 如虎添翼，互联网金控布局再下一城

### 核心观点:

#### ● 认购 U51.COM INC. 优先股，认购后持股 14.29%

新湖全资子公司泰昌投资拟以 5000 万美元，认购 U51.COM INC. 489 万股优先股，认购后成为其第二大股东，持股 14.29%，第一大股东大智慧，两者共持有其 35.58% 股权。多家著名 VC 以及京东、小米均是其投资方。

#### ● 51 信用卡大数据资源丰富，P2P 业务将蓬勃发展

U51.COM INC. 协议控制恩牛网络 (51 信用卡管家)、吾么网络 (P2P) 以及哥牛资产 (投资管理平台)。51 信用卡管家 APP 累计下载量超 3000 万，累计管理信用卡超 3000 万张，覆盖全国 1/10 信用卡用户，规模绝对领先。2014 年对接网贷平台“宜信宜人贷”联手推出了首款信贷产品“瞬时贷”。

#### ● 如虎添翼，系统性提升新湖互联网金控平台价值

新湖互联网金控平台通过入股 51.COM INC. 将获得其优质信用卡用户资源，在大智慧平台基础上进一步做大用户规模。同时，新湖也在继续获取优质海内外金融牌照，以对接用户资源实现流量变现。金融牌照资源的持续获取+互联网平台的持续搭建，将系统性提升新湖互联网金控平台价值。

#### ● 预计公司 14、15 年 ESP 分别为 0.20、0.24 元，维持“买入”评级

新湖互联网金控平台扎实推进，金融资源方面，成立境外投资资产管理计划 (8.5 亿美元)，在海外市场也将寻找合适的金融资源标的。互联网平台方面，大智慧吸收合并湘财证券已获通过，新湖认购歌华有线增发股份，再加上此次入股 51.COM INC.，流量平台资源进一步得到扩充。新湖互联网金控平台将在今年进入快速发力期，未来将打造连接“人与资本”的类 BAT 的互联网金控巨头。公司地产储备资源丰富，有望在二季度向上价值重估。

#### ● 风险提示

成交恢复不及预期。互联网金控平台流量变现低于预期。

### 盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	9909	9209	10133	13148	16374
增长率 (%)	48.1%	-7.1%	10.0%	29.8%	24.5%
EBITDA (百万元)	3059	1203	850	1769	2368
净利润 (百万元)	2309	983	1577	1939	2363
增长率 (%)	64.1%	-57.4%	60.4%	22.9%	21.9%
EPS (元/股)	0.37	0.16	0.20	0.24	0.29
市盈率 (P/E)	26.19	60.56	49.35	40.15	32.93
市净率 (P/B)	4.82	4.70	4.79	4.28	3.79
EV/EBITDA	12.71	29.18	84.91	52.12	38.92

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	9.69 元
前次评级	买入
报告日期	2015-04-20

### 相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001

021-60750620

lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003

021-6075-0637

guoz@gf.com.cn

### 相关研究:

好风凭借力, 扬帆正当时	2015-01-23
双轮驱动, 健康发展	2014-12-22
地产业务稳健, 互联网金控平台启航	2014-09-14

联系人: 金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

## 认购 U51.COM INC. 优先股，认购后持股 14.29%

2015年4月17日，新湖中宝公告，公司全资子公司泰昌投资有限公司拟以5000万美元认购U51.COM INC.发行的优先股，每股价格约为10.22美元，股份数量约489万股，认购后的持股比例为14.29%。

从U51.COM INC.的股权结构来看，在此次优先股发行前，其总股本约为2935万股，第一大股东即是上海大智慧股份有限公司，持有约729万股，在此次优先股发行之后，U51.COM INC.的总股本将扩升至约3424万股，新湖中宝将持有约489万股，成为其第二股东，大智慧+新湖中宝合计将持有其35.58%的股权。

更值得注意的是，U51.COM INC.的股东中，包括了几家著名的风险投资商，如SIG、清流资本、纪源资本、顺为资本，和天使投资人薛蛮子，互联网巨头京东和小米也是它的投资方。

表 1: U51.COM INC. 股东情况

股东名称	实际投资方*	此次增发前		此次增发后	
		持股数(股)	持股比例	持股数(股)	持股比例
<b>BIG WITS LIMITED</b>	<b>大智慧</b>	<b>7,291,220</b>	<b>24.84%</b>	<b>7,291,220</b>	<b>21.29%</b>
<b>泰昌投资有限公司</b>	<b>新湖中宝</b>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>	<b>4,891,982</b>	<b>14.29%</b>
SIG CHINA INVESTMENTS MASTER FUND III, LLLP	SIG	4,698,750	16.01%	4,698,750	13.72%
ESOP 员工持股计划	员工持股	4,143,780	14.12%	4,143,780	12.10%
HCM VC INVESTMENTS LIMITED	清流资本*	4,019,400	13.69%	4,019,400	11.74%
GGV CAPITAL V L.P.	纪源资本	3,418,299	11.65%	3,418,299	9.98%
JD.COM E-COMMERCE (INVESTMENT) HONG KONG CORPORATION LIMITED	京东	2,233,735	7.61%	2,233,735	6.52%
RICHSTAR INVESTMENTS GROUP LIMITED	薛蛮子	1,187,520	4.05%	1,187,520	3.47%
RED BETTER LIMITED	小米*	1,116,867	3.81%	1,116,867	3.26%
SHUNWEI INTERNET LIMITED	顺为资本	1,116,867	3.81%	1,116,867	3.26%
GGV CAPITAL V ENTREPRENEURS FUND L.P.	纪源资本	125,451	0.43%	125,451	0.37%
合计		<b>29,351,889</b>	<b>100%</b>	<b>34,243,871</b>	<b>100%</b>

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

\*注：实际投资方根据互联网资料查阅所得，不能保证完全准确

U51.COM INC.最新一轮融资是在2015年2月4日，B轮5000万美元，领投机构是纪源资本，小米、京东和顺为资本跟投，根据我们的估算，对应股份数量约为459万股，每股价格10.89美元。新湖中宝此次入股的价格10.22美元/股，基本符合U51.COM INC.的市场估值，甚至略有便宜。

## 51 信用卡大数据资源丰富，P2P 业务将蓬勃发展

U51.COM INC.协议控制恩牛网络、吾么网络以及哥牛资产等公司。恩牛网络是一家服务于中国信用卡用户的互联网金融公司，公司成立于2012年，自主研发了国内信用卡管理第一品牌“51信用卡管家”APP，目前，该APP累计下载量已超过3000万，累计管理信用卡数量超过3000万张，覆盖中国1/10的信用卡使用者，活跃用户累计达2000万，规模处于行业绝对领先地位。

图1: U51.COM INC.官网



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图2: U51.COM INC.产品

### 我们的产品



51信用卡管家



51人品



办卡神器



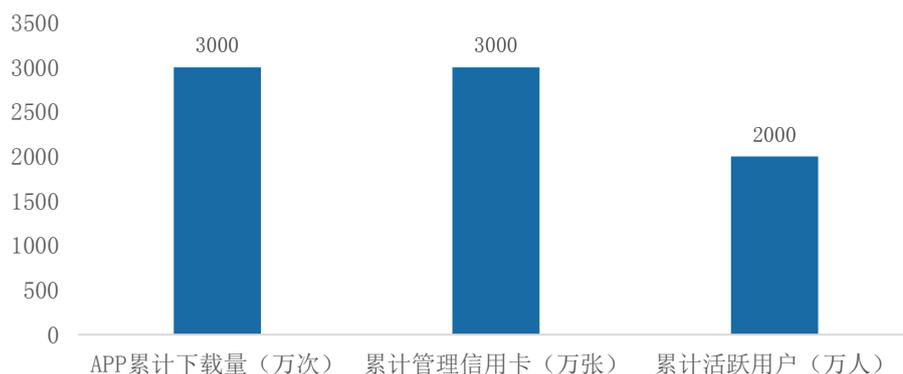
提额神器



51卡保险箱

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图3: 51信用卡管家APP用户规模情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们认为，信用卡使用者对于互联网金融而言是高质量的用户资源。51信用卡以信用卡管理为入口，在移动端通过智能解析信用卡电子账单，分析信用卡使用者的分期付款、信用卡取现等行为，沉淀了海量的信用卡使用者行为模式的大数据。每个信用卡使用者都是潜在的信贷客户，通过大数据分析，51信用卡不仅能够找到信贷需求方，也能分析其偿债能力。

因此，我们看到，2014年，51信用卡从单纯的信用卡管理平台，向结合大数据风控的金融服务方向演化，对接网贷平台“宜信宜人贷”联手推出了首款信贷产品“瞬时贷”，该产品打造了全新的借贷模式——线上不见面、无需财产证明、无需抵押物，纯在线完成网络信贷。它完全基于用户信用卡电子账单历史分析、电商及社交关系强交叉验证、以及信用卡防前端欺诈的理念，实现在线申请、在线审核、在线放款的纯在线操作。2014年4月，瞬时贷正式上线测试，2014年8月放款金额即突破1亿元，截至2014年年末，瞬时贷成功放款超过8亿元。目前，瞬时贷的坏账率控制在1%以下。

图4：51信用卡与宜信宜人贷联手推出瞬时贷



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

展望未来，51信用卡已经开始搭建自己的P2P平台框架，吾么网络、哥牛资产分别设立于2014年7月、2014年11月，未来将开展P2P技术业务和投资管理平台。

## 如虎添翼，系统性提升新湖互联网金控平台价值

我们认为，新湖互联网金控平台通过入股51.COM INC.将获得其优质的信用卡用户资源，在大智慧的平台基础上进一步做大用户规模。如前所述，51信用卡很快将会搭建完成自己的P2P平台，该平台既能够承接51信用卡自身的用户流量，也将承接大智慧平台上的优质金融用户资源。

与此同时，新湖也在继续获取优质的海内外金融牌照资源，以对接用户资源，实现流量变现。截至目前，新湖拥有证券（长城证券0.72%、湘财证券成为大智慧全资子公司）、期货（新湖期货91.67%）、保险（阳光保险集团6.26%）、银行（盛京银行5.18%、温州银行13.95%、中信银行4.9%股份的最终收益权）等全方位的金融牌照资源。金融牌照资源的持续获取+互联网平台的持续搭建，继续做大金控平台的用户规模，并丰富流量变现的渠道，系统性提升新湖互联网金控平台价值。

图5：新湖互联网金控平台布局情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从估值的角度看，我们认为，随着新湖互联网金控平台的逐步完善，流量变现直接带来旗下金融资源的利润增长，我们预计，2015年，公司来自金融股权方面的投资收益或将超过10亿元。结合互联网金融行业的估值水平，我们给予2015年50x PE的估值，即公司互联网金控平台业务的整体估值约为500亿元。

地产业务方面，降息降准有利于资金成本的下降，并且在330新政的催化下，新湖地产业务布局的区域市场情况正在回暖，整个销售结算进度有望较前期加快。根据我们测算，新湖拥有的地产二级开发资源的RNAV增值约为230亿元，地产一级开发资源RNAV增值约为70亿元，因此，新湖地产业务的RNAV增值约为300亿元。

2014年三季度末，新湖归属母公司所有者的权益合计约130亿元，2014年12月增发成功，募集资金54亿元，全部计入净资产，因此，目前新湖的净资产约为184亿元。综合来看，我们认为新湖整体价值接近1000亿元，较目前总市值789亿元，仍有至少25%的空间。

## 盈利预测与投资评级

新湖互联网金控平台扎实推进，金融资源方面，成立境外投资资产管理计划，委托资产管理金额8.5亿美元，未来除收购国内金融股权之外，在海外市场也将寻找合适的金融资源标的。互联网平台方面，大智慧对湘财证券换股吸收合并事项已经获得证监会有条件通过，同时，新湖认购了歌华有线增发股份，再加上此次入股51.COM INC.，流量平台资源也进一步得到扩充。

我们认为，新湖互联网金控平台将在今年进入快速发力期，未来将打造连接“人与资本”的类BAT的互联网金控巨头。公司地产储备资源丰富，有望在二季度向上价值重估。我们预计，公司14、15年ESP分别为0.20、0.24元，基于对互联网金控平台的强烈看好，维持“买入”评级。

## 风险提示

成交恢复不及预期。互联网金控平台流量变现低于预期。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>流动资产</b>	<b>38,004</b>	<b>48,416</b>	<b>55,610</b>	<b>63,091</b>	<b>72,142</b>	
货币资金	7,266	10,050	8,274	8,525	10,095	
应收及预付	5,212	4,208	5,439	6,399	7,452	
存货	23,923	32,385	40,152	46,422	52,850	
其他流动资产	1,603	1,774	1,745	1,745	1,745	
<b>非流动资产</b>	<b>8,455</b>	<b>10,163</b>	<b>11,470</b>	<b>13,043</b>	<b>14,885</b>	
长期股权投资	6,528	6,208	7,325	8,644	10,200	
固定资产	280	240	243	245	247	
在建工程	7	6	54	97	137	
无形资产	305	270	270	270	270	
其他长期资产	1,336	3,439	3,578	3,787	4,031	
<b>资产总计</b>	<b>46,460</b>	<b>58,579</b>	<b>67,080</b>	<b>76,134</b>	<b>87,027</b>	
<b>流动负债</b>	<b>22,149</b>	<b>27,026</b>	<b>35,279</b>	<b>41,586</b>	<b>49,149</b>	
短期借款	3,588	2,828	2,578	3,194	3,437	
应付及预收	8,563	12,422	20,993	27,764	34,653	
其他流动负债	9,998	11,776	11,709	10,628	11,058	
<b>非流动负债</b>	<b>10,397</b>	<b>17,387</b>	<b>14,234</b>	<b>15,004</b>	<b>15,922</b>	
长期借款	6,853	13,026	11,225	11,942	12,797	
应付债券	1,393	1,396	0	0	0	
其他非流动负债	2,151	2,965	3,009	3,062	3,125	
<b>负债合计</b>	<b>32,546</b>	<b>44,413</b>	<b>49,514</b>	<b>56,589</b>	<b>65,071</b>	
股本	6,259	6,259	8,033	8,033	8,033	
资本公积	1,199	925	1,241	1,628	2,101	
留存收益	5,118	5,720	6,981	8,532	10,423	
归属母公司股东权	12,573	12,900	16,251	18,190	20,554	
少数股东权益	1,340	1,266	1,315	1,354	1,402	
<b>负债和股东权益</b>	<b>46,460</b>	<b>58,579</b>	<b>67,080</b>	<b>76,134</b>	<b>87,027</b>	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>营业收入</b>	<b>9,909</b>	<b>9,209</b>	<b>10,133</b>	<b>13,148</b>	<b>16,374</b>	
营业成本	6,158	6,975	7,793	9,671	11,743	
营业税金及附加	218	459	660	893	1,144	
销售费用	256	321	431	477	638	
管理费用	270	308	419	358	501	
财务费用	413	614	766	807	985	
资产减值损失	177	144	143	68	77	
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	
投资净收益	614	877	2,621	1,633	1,764	
<b>营业利润</b>	<b>3,032</b>	<b>1,267</b>	<b>2,542</b>	<b>2,507</b>	<b>3,051</b>	
营业外收入	266	85	0	0	0	
营业外支出	14	11	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>3,285</b>	<b>1,341</b>	<b>2,542</b>	<b>2,507</b>	<b>3,051</b>	
所得税	950	366	916	528	639	
<b>净利润</b>	<b>2,334</b>	<b>975</b>	<b>1,626</b>	<b>1,978</b>	<b>2,412</b>	
少数股东损益	25	-9	49	40	48	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,309</b>	<b>983</b>	<b>1,577</b>	<b>1,939</b>	<b>2,363</b>	
EBITDA	3,059	1,203	850	1,769	2,368	
EPS (元)	0.37	0.16	0.20	0.24	0.29	

现金流量表		单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>-116</b>	<b>-862</b>	<b>791</b>	<b>2,311</b>	<b>2,611</b>	
净利润	2,334	975	1,626	1,978	2,412	
折旧摊销	52	57	19	20	20	
营运资金变动	-4,019	-3,599	-427	-459	-592	
其它	1,517	1,705	-427	772	772	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-130</b>	<b>-1,520</b>	<b>-633</b>	<b>-798</b>	<b>-926</b>	
资本支出	-589	-51	-14	-68	-64	
投资变动	-72	-4,040	-618	-730	-862	
其他	531	2,571	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,367</b>	<b>4,523</b>	<b>1,729</b>	<b>-1,262</b>	<b>-35</b>	
银行借款	13,454	21,685	8,592	10,645	11,458	
债券融资	-8,798	-13,794	-10,710	-10,393	-9,928	
股权融资	269	50	5,437	0	0	
其他	-2,559	-3,418	-1,590	-1,514	-1,564	
<b>现金净增加额</b>	<b>2,121</b>	<b>2,141</b>	<b>1,887</b>	<b>251</b>	<b>1,650</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>3,078</b>	<b>5,199</b>	<b>7,340</b>	<b>9,227</b>	<b>9,478</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>5,199</b>	<b>7,340</b>	<b>9,227</b>	<b>9,478</b>	<b>11,128</b>	

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	48.1%	-7.1%	10.0%	29.8%	24.5%
营业利润增长	118.1%	-58.2%	100.7%	-1.4%	21.7%
归属母公司净利润增长	64.1%	-57.4%	60.4%	22.9%	21.9%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	37.9%	24.3%	23.1%	26.4%	28.3%
净利率	23.6%	10.6%	16.0%	15.0%	14.7%
ROE	18.4%	7.6%	9.7%	10.7%	11.5%
ROIC	11.1%	3.6%	2.2%	5.7%	7.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	70.1%	75.8%	73.8%	74.3%	74.8%
净负债比率	85.5%	106.5%	76.0%	68.3%	60.6%
流动比率	1.72	1.79	1.58	1.52	1.47
速动比率	0.61	0.58	0.43	0.39	0.38
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.24	0.18	0.16	0.18	0.20
应收账款周转率	4.61	2.49	2.76	2.85	3.02
存货周转率	0.28	0.25	0.21	0.22	0.24
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.37	0.16	0.20	0.24	0.29
每股经营现金流	-0.02	-0.14	0.10	0.29	0.33
每股净资产	2.01	2.06	2.02	2.26	2.56
<b>估值比率</b>					
P/E	26.2	60.6	49.4	40.1	32.9
P/B	4.8	4.7	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	12.7	29.2	84.9	52.1	38.9

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，五年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。  
郭镇：分析师，清华大学工学硕士，两年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。  
金山：研究助理，复旦大学经济学硕士，2013年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座03- 04	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。