

新湖中宝 (600208.SH)

枝繁叶茂，欣欣向荣

核心观点:

● 毛利率未来将企稳回升，金融股权增厚投资收益

2014 年公司营收 110 亿 (+20%)，净利润 11 亿 (+10%)，EPS 0.17 元，拟 10 派 0.56；地产结算 66.6 亿 (+21%)，未来可结算资源充足（预收款 68 亿，开发产品 50 亿），毛利率将企稳回升。金融股权贡献投资收益 5.81 亿。

● 土地储备充足，财务整体稳健

2014 年地产销售 73 亿，受市场影响略降。现有土储 2100 万方，未来销售受益成交回暖。现金对短债覆盖率 93%，净负债率 77%，财务稳健。

● 互联网金控平台不断突破，未来空间巨大

公司积极推进打造互联网金控平台。所投资保险（阳光保险 6.26%）、证券（长城证券 0.72%、湘财证券）、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）、期货（新湖期货 91.67%）等金融板块已初步成型。互联网平台建设则布局大智慧（29.88%）、歌华有线（1.36%）以及 51 信用卡（14.29%）。金融牌照资源持续获取+互联网平台持续搭建，做大平台用户规模，丰富流量变现渠道，系统性提升互联网金控平台价值。

● 预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.18、0.22 元，维持“买入”评级

公司在互联网+的时代浪潮下迎来历史性发展机遇，互联网平台搭建、嫁接金融资源、实现流量变现，有助于旗下金融企业的规模增长，从而提升公司净利润和价值。预计 2015 年公司来自金融股权的投资收益将超 10 亿（2014 年为 5.81 亿，同比+70%），给予 50x PE 估值，公司整体价值测算近 1000 亿（净资产 192 亿+地产 RNAV 增值 300 亿+互联网金控平台 500 亿），较当前市值存在 30% 以上的向上空间。

● 风险提示

互联网金控平台推进低于预期。房地产市场回暖慢于预期。

盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	9209	11038	12635	14858	18394
增长率(%)	-7.1%	19.9%	14.5%	17.6%	23.8%
EBITDA(百万元)	1203	1141	1248	1710	2328
净利润(百万元)	983	1082	1421	1750	2166
增长率(%)	-57.4%	10.0%	31.3%	23.2%	23.7%
EPS（元/股）	0.12	0.13	0.18	0.22	0.27
市盈率（P/E）	56.88	53.53	51.45	41.77	33.75
市净率（P/B）	4.42	3.80	3.60	3.32	3.02
EV/EBITDA	29.18	65.39	77.49	59.60	46.54

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

9.10 元

前次评级

买入

报告日期

2015-04-28

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:

如虎添翼，互联网金控布局	2015-04-20
再下一城	
好风凭借力，扬帆正当时	2015-01-23
双轮驱动，健康发展	2014-12-22

联系人：金山 021-60750652

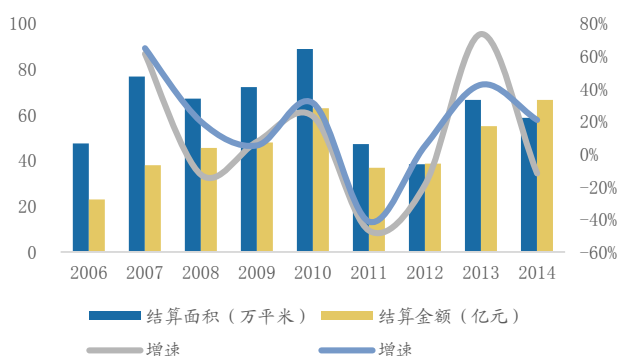
jinshan@gf.com.cn

毛利率未来将企稳回升，金融股权增厚投资收益

2014年，新湖中宝实现营业收入110.38亿元，同比增长19.86%，营业利润14.87亿元，同比增长17.36%，归属于上市公司股东的净利润10.82亿元，同比增长10.05%，每股收益0.17元；利润分配拟每10股派发现金股利0.56元（含税）。

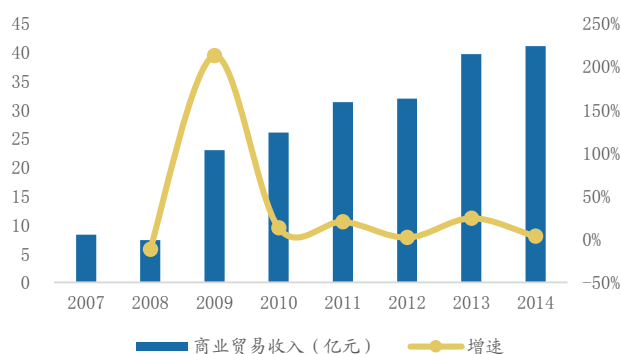
2014年，公司实现地产结算面积58.69万平米，结算金额66.60亿元，同比增长20.86%，是营业收入较大幅度增长的主要因素。商业贸易收入41.05亿元，基本与2013年持平，同比微增3.43%。2014年年末，公司预收账款余额约68亿元，与2013年年末基本持平，不过，公司存货中开发产品（已竣工，销售即可结算）余额接近50亿元，较2013年年末的29亿元大幅增加，因此，我们认为，公司可结算资源充足，预计2015年公司地产结算收入增速在20%-30%。

图1：新湖中宝地产结算收入



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：新湖中宝商业贸易收入



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：新湖中宝预收账款情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：新湖中宝存货-开发成本情况

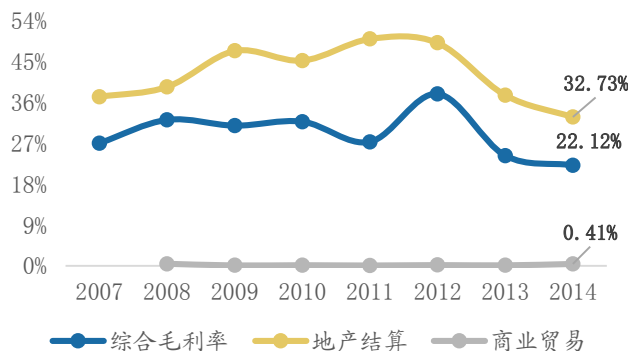


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

营业利润方面，2014年，公司商业贸易业务基本盈亏平衡；地产业务毛利率则略微下降至32.73%，基本与行业平均水平相当，从结算区域分布来看，地产业务的

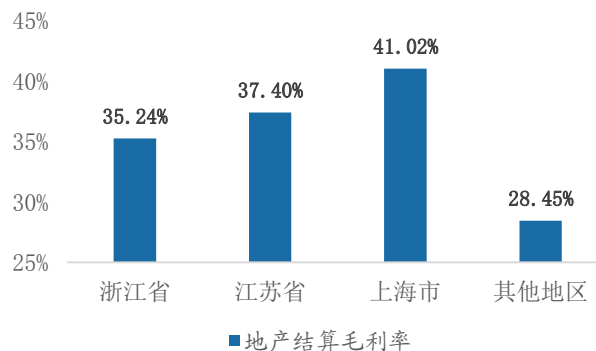
毛利率下降主要是受到长三角地区2014年房价调整的影响，随着2015年二季度以来市场的整体回暖，房价有望出现回升；并且，从预收账款的情况来看，公司未来低毛利率地区的地产结算占比将会减少，高毛利率地区（如上海市）的地产结算占比将会增加，因此，我们预计公司未来地产结算毛利率将有望企稳回升。

图5：新湖中宝毛利率情况



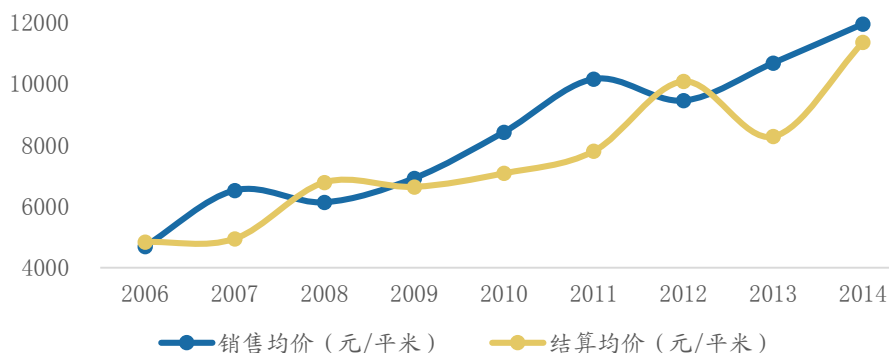
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：新湖中宝地产结算毛利率（2014年）



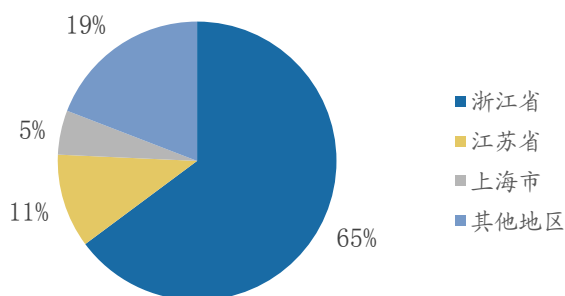
数据来源：广发证券发展研究中心

图7：新湖中宝销售均价和结算均价



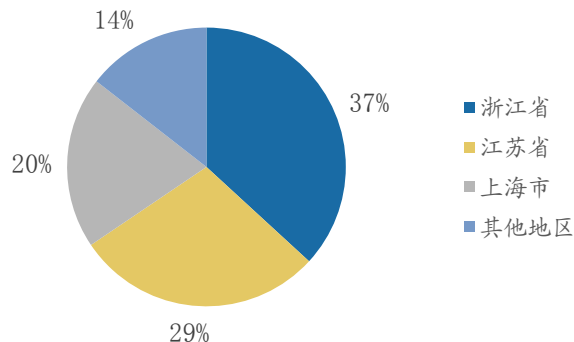
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：新湖中宝地产结算收入区域分布（2014年）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

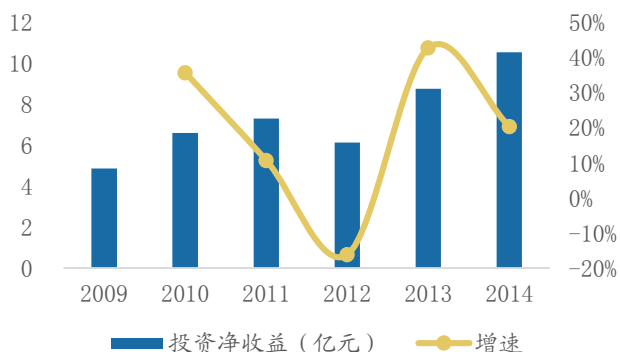
图9：新湖中宝预收账款区域分布（2014年年末）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

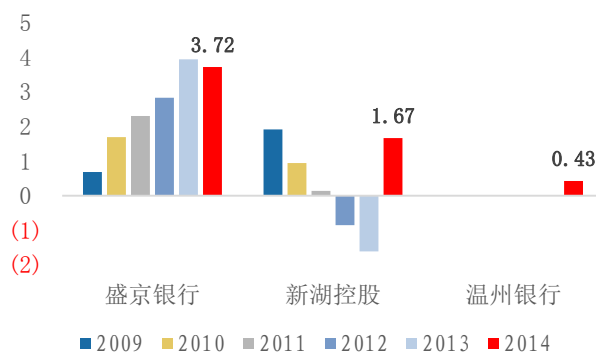
2014年，新湖中宝实现投资收益10.56亿元，同比增长20%，其中权益法核算的长期股权投资收益主要包括盛京银行3.72亿元、新湖控股1.67亿元以及温州银行0.43亿元，合计5.81亿元。我们相信，随着公司获取的金融资源（中信银行、阳光保险等）进入合并报表，对应的投资收益将继续提升，同时，公司互联网金控平台的搭建，将催化旗下金融企业的利润进一步释放，从而增厚公司的利润和价值。

图10：新湖中宝投资收益情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图11：新湖中宝金融股权投资收益（亿元）

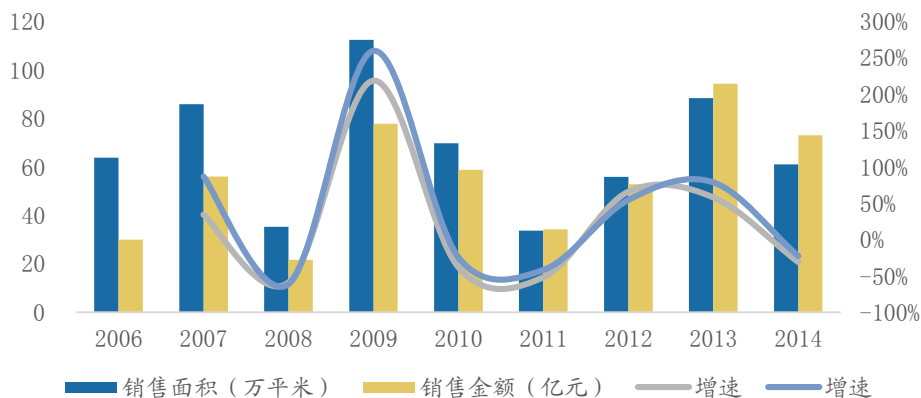


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

土地储备充足，财务整体稳健

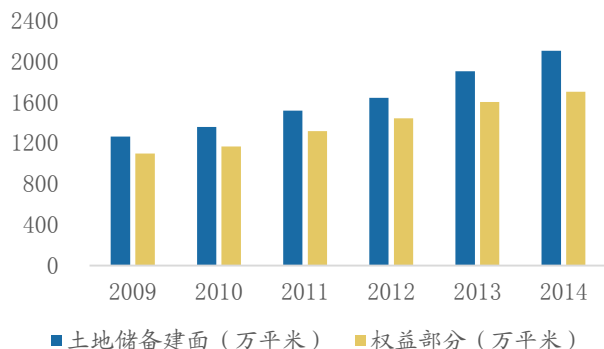
2014年，公司实现地产合同销售面积61万平方米，销售金额73亿元，受公司项目所处区域市场（主要是浙江省）负向波动影响，销售情况与2013年相比有一定幅度的下降。我们认为，随着今年二季度市场回暖，公司地产合同销售情况将会恢复。截至2014年年末，公司拥有土地储备建面2100万平方米，权益部分1700万平方米，2014年公司拿地建面90万平方米，新开工面积124万平方米，可售资源十分充足。

图12：新湖中宝地产销售面积和金额



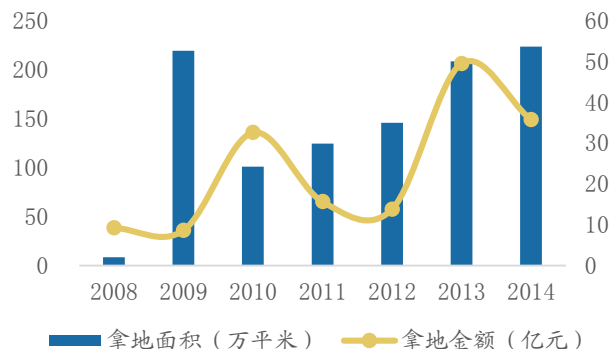
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图13: 新湖中宝土地储备情况



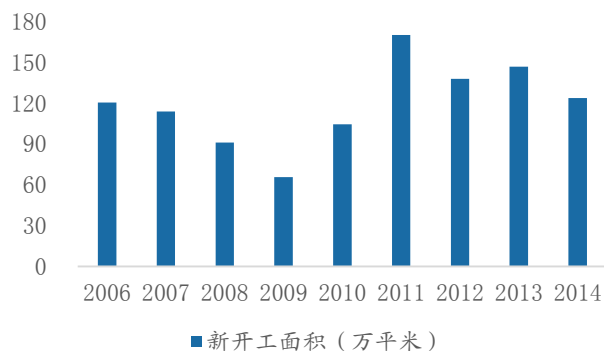
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图14: 新湖中宝拿地情况



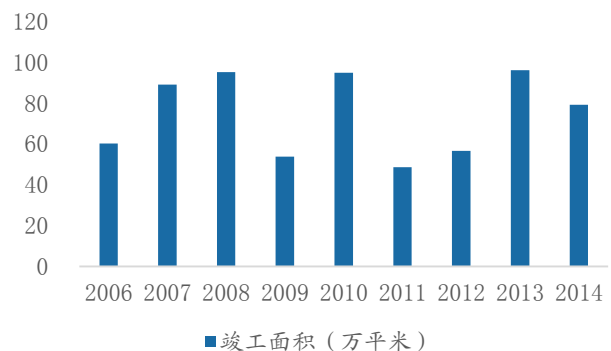
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图15: 新湖中宝新开工面积



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

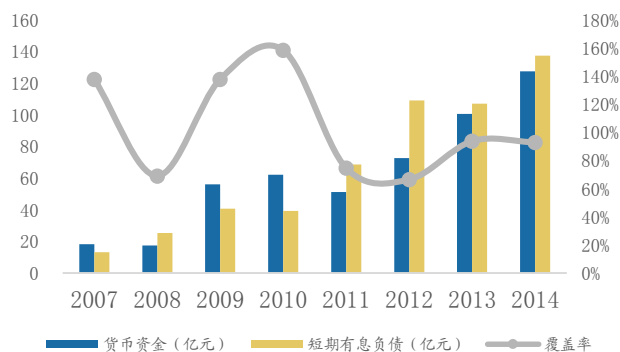
图16: 新湖中宝竣工面积



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

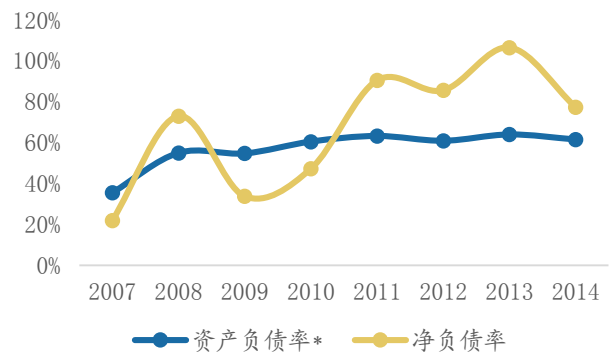
2014年年末, 公司在手货币资金127.52亿元, 短期借款加一年内到期的非流动负债余额137.32亿元, 覆盖率约为93%, 短期基本没有偿债压力; 扣除预收账款的资产负债率为61%, 净负债率为77%, 均略低于行业平均水平, 财务整体健康。

图17: 新湖中宝短期偿债压力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 新湖中宝负债率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2014年12月18日，公司公告再融资预案，拟非公开发行约9.67亿股，发行底价
为5.17元/股，共募集资金约50亿元，扣除发行费用后，用于苏州新湖明珠城五期、
丽水新湖国际三期、瑞安新湖城项目及偿还贷款。

表 1：新湖中宝募投资金用途情况（2014 年 12 月定增预案）

项目名称	苏州新湖 明珠城五期	丽水新湖 国际三期	瑞安新湖城 住宅部分	瑞安新湖城 商业部分	偿还贷款
投资总额（亿元）	40.95	28.52	37.52	10.19	---
募集资金投入（亿元）	20.00	10.00	10.00		10.00
规划占地面积（万平米）	36.37	9.92	13.06	2.92	---
总建筑面积（万平米）	92.19	33.59	43.91	14.07	---
预计销售额（亿元）	59.19	44.14	61.93	前十年年均租金	---
销售均价	6421	13139	14104	净流入=5189 万元	---
平均销售净利率（%）	14.92	16.22	17.78	出租部分	各类融资的年加权平均
整体投资收益率（%）	21.56	25.10	29.35	IRR=7.79%	融资成本=9.98%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

目前公司的综合融资成本约为年9.80%，上述50亿元的融资预案若顺利实施，
将进一步减轻公司的财务费用支出压力，也将使得公司的资产负债表更为平衡。

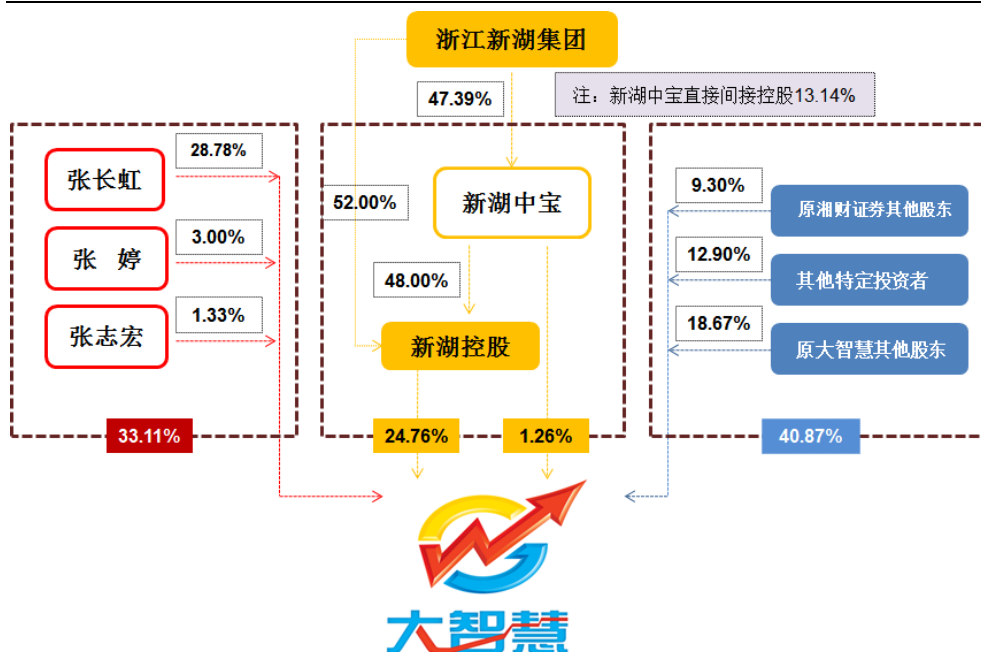
互联网金控平台不断突破，未来空间巨大

2014年，新湖中宝积极推进打造互联网金控平台。在金融股权资源获取方面，
公司增资入股温州银行获得银监会批准，成为温州银行单一第一大股东，持股比例
为13.96%（哈高科另持有温州银行1.82%的股份）；同时，公司参股公司盛京银行
也于2014年12月29日在香港成功上市。公司所投资保险（阳光保险集团6.26%）、
证券（长城证券0.72%、湘财证券成为大智慧全资子公司）、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）、期货（新湖期货
91.67%）等金融板块已初步成型。

在互联网平台建设方面，公司也已取得了丰富的成果。湘财证券与大智慧换股
合并事项已获中国证监会并购重组委审核通过。换股合并后，新湖中宝和参股公司
新湖控股将合计持有大智慧近30%的股份。交易完成后，大智慧将成为新湖互联网
金控平台的重要基础。此外，2015年3月，公司出资3亿元认购歌华有线的定向增发
股份，发行价为14.95元/股；2015年4月，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%。

我们相信，金融牌照资源的持续获取+互联网平台的持续搭建，将继续做大金控
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19: 交易完成后大智慧股东结构图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图20: 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（如前所述，2014年，来自盛京银行、新湖控股以及温州银行的长期股权投资收益约5.81亿元，预计同比增长70%以上）。结合互联网金融

行业的估值水平，我们给予2015年50x P/E的估值，即新湖中宝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，新湖中宝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70亿元，因此，公司地产业务的RNAV增值约300亿元。

2014年年末，新湖中宝归属母公司所有者的权益合计约192亿元。综合来看，我们认为新湖中宝整体价值接近1000亿元，较目前总市值741亿元，仍有30%以上的空间。

盈利预测与投资评级

2014年是公司互联网金控平台扬帆起航的元年，在金融牌照资源获取和互联网平台搭建方面不断取得新的突破，在互联网金融的时代浪潮下迎来了历史性的发展机遇。各类金融牌照资源的不断积累打开了互联网平台流量变现的空间，而互联网平台反过来也将促进公司旗下金融企业规模迅速发展，提升公司的利润规模和整体价值。公司地产可售资源丰富，将受益于市场整体回暖，资源价值向上重估。预计公司15、16年EPS分别为元，维持“买入”评级。

风险提示

互联网金控平台推进低于预期。房地产市场回暖慢于预期。

资产负债表	单位：百万元				
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	48,416	60,033	63,877	74,677	89,269
货币资金	10,050	12,752	9,500	12,000	16,000
应收及预付	4,208	1,973	3,109	4,137	5,447
存货	32,385	42,790	48,929	56,202	65,484
其他流动资产	1,774	2,519	2,339	2,339	2,339
非流动资产	10,163	10,816	12,101	13,637	15,427
长期股权投资	6,208	6,533	7,709	9,058	10,616
固定资产	240	241	244	246	249
在建工程	6	4	53	97	137
无形资产	270	265	265	265	265
其他长期资产	3,439	3,772	3,831	3,972	4,161
资产总计	58,579	70,849	75,978	88,315	104,696
流动负债	27,026	31,780	30,612	36,105	44,004
短期借款	2,828	3,083	1,524	1,996	2,554
应付及预收	12,422	12,905	13,233	15,855	19,317
其他流动负债	11,776	15,792	15,855	18,255	22,133
非流动负债	17,387	18,563	23,628	28,527	34,603
长期借款	13,026	13,390	16,390	21,238	27,237
应付债券	1,396	1,467	3,500	3,500	3,500
其他非流动负债	2,965	3,706	3,738	3,789	3,866
负债合计	44,413	50,343	54,240	64,632	78,607
股本	6,259	8,033	8,033	8,033	8,033
资本公积	925	4,427	4,711	5,061	5,495
留存收益	5,720	6,414	7,550	8,950	10,683
归属母公司股东权	12,900	19,221	20,295	22,045	24,210
少数股东权益	1,266	1,286	1,444	1,638	1,879
负债和股东权益	58,579	70,849	75,978	88,315	104,696

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	9,209	11,038	12,635	14,858	18,394
营业成本	6,975	8,596	9,700	11,227	13,657
营业税金及附加	459	715	961	1,117	1,410
销售费用	321	346	404	455	563
管理费用	308	290	342	369	456
财务费用	614	656	639	594	759
资产减值损失	144	6	234	56	68
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资净收益	877	1,056	2,153	1,571	1,886
营业利润	1,267	1,487	2,509	2,611	3,367
营业外收入	85	21	0	0	0
营业外支出	11	12	0	0	0
利润总额	1,341	1,496	2,509	2,611	3,367
所得税	366	350	930	667	961
净利润	975	1,146	1,579	1,944	2,406
少数股东损益	-9	64	158	194	241
归属母公司净利润	983	1,082	1,421	1,750	2,166
EBITDA	1,203	1,141	1,248	1,710	2,328
EPS（元）	0.12	0.13	0.18	0.22	0.27

现金流量表	单位：百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-862	-5,008	-2,067	-2,038	-2,470
净利润	975	1,146	1,579	1,944	2,406
折旧摊销	57	51	19	20	20
营运资金变动	-3,599	-7,672	-6,947	-5,679	-7,130
其它	1,705	1,467	3,282	1,677	2,234
投资活动现金流	-1,520	413	-708	-837	-968
资本支出	-51	-63	-57	-69	-65
投资变动	-4,040	-903	-651	-768	-903
其他	2,571	1,379	0	0	0
筹资活动现金流	4,523	6,541	-478	5,375	7,438
银行借款	21,685	23,747	15,235	19,955	25,544
债券融资	-13,794	-19,295	-13,732	-12,235	-15,107
股权融资	50	5,437	0	0	0
其他	-3,418	-3,348	-1,981	-2,345	-2,999
现金净增加额	2,141	1,946	-3,252	2,500	4,000
期初现金余额	5,199	7,340	9,286	6,034	8,534
期末现金余额	7,340	9,286	6,034	8,534	12,534

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	-7.1%	19.9%	14.5%	17.6%	23.8%
营业利润增长	-58.2%	17.4%	68.8%	4.1%	29.0%
归属母公司净利润增长	-57.4%	10.0%	31.3%	23.2%	23.7%
获利能力(%)					
毛利率	24.3%	22.1%	23.2%	24.4%	25.8%
净利率	10.6%	10.4%	12.5%	13.1%	13.1%
ROE	7.6%	5.6%	7.0%	7.9%	8.9%
ROIC	3.6%	2.8%	2.1%	3.0%	3.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	75.8%	71.1%	71.4%	73.2%	75.1%
净负债比率	106.5%	77.2%	104.1%	117.6%	131.4%
流动比率	1.79	1.89	2.09	2.07	2.03
速动比率	0.58	0.54	0.47	0.49	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.17	0.17	0.18	0.19
应收账款周转率	2.49	5.16	9.18	7.79	7.08
存货周转率	0.25	0.23	0.21	0.21	0.22
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.17	0.18	0.22	0.27
每股经营现金流	-0.14	-0.62	-0.26	-0.25	-0.31
每股净资产	2.06	2.39	2.53	2.74	3.01
估值比率					
P/E	56.9	53.5	51.4	41.8	33.8
P/B	4.4	3.8	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	29.2	65.4	77.5	59.6	46.5

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。