

新湖中宝 (600208.SH)

从平台到生态，跨越式发展值得期待

核心观点:

● 浪潮之巅：当金融遇上互联网+

互联网金融本质上仍是金融，是资金供给方和资金需求方的匹配，可以被定义为连接“人与资本”的财富管理网络平台。平台一端对接资金端，即资金供给方的财富管理需求，一端对接资产端，即资金需求方的融资需求。同时，互联网金融也在通过科技手段，以期解决传统金融面临的两个问题，一是交易成本（第三方支付、虚拟货币），二是信息不对称（大数据、征信）。

● 战略性打造互联网金融生态系统

在资金端，新湖中宝瞄准高质量互联网平台，抢占大规模流量入口，已布局大智慧（证券交易+资讯获取平台，1.3亿的终端注册用户）、歌华有线（有线电视平台，注册用户551万户）、51信用卡（信用卡管理服务平台，活跃用户累计2000万），这些平台均对应真实使用场景，用户使用频次和粘性都非常高。在资产端，全方位布局金融股权资源，拓展流量变现渠道，已拥有湘财证券、盛京银行、温州银行、阳光保险等。预计未来，新湖中宝将朝着互联网金融闭环方向拓展，着力打造完善的互联网金融生态系统。

● 地产业务稳健发展，现金流入源源不断

今年区域市场回暖将带动公司地产销售，毛利率回升则奠定公司利润基础。当前土地储备2100万方，量大质优。再融资助推公司规模发展。

● 预计公司15、16年EPS分别为0.18、0.22元，维持“买入”评级

根据测算，新湖中宝RNAV为600亿元，安全边际较高。互联网金融生态系统正逐渐丰满，在互联网时代浪潮下迎来蓬勃发展机遇，或成为连接人与资本的财富管理互联网平台，有望形成可比肩BAT的互联网生态系统。

● 风险提示

互联网金融生态系统推进不及预期。地产复苏情况低于预期。

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) | 62.94 | 59.24 | 56.93 | 46.22 | 37.35 |
| 市净率(P/B) | 4.89 | 4.21 | 3.99 | 3.67 | 3.34 |
| EV/EBITDA | 29.18 | 65.39 | 83.82 | 64.21 | 49.93 |

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 | 10.07元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2015-06-15 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 8,138/6,363 |
| 流通A股市值(百万元) | 78,614 |
| 每股净资产(元) | 2.39 |
| 资产负债率(%) | 71.06 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.00/2.90 |

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:

| | |
|-------------------|------------|
| 再融资申请获审核通过，助力未来发展 | 2015-05-22 |
| 枝繁叶茂，欣欣向荣 | 2015-04-28 |
| 如虎添翼，互联网金控布局再下一城 | 2015-04-20 |

联系人：金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

目录索引

| | |
|--------------------------|----|
| 浪潮之巅：当金融遇上互联网+ | 5 |
| 回溯金融的本质 | 5 |
| 互联网金融再思考 | 5 |
| 战略性打造互联网金融生态系统 | 6 |
| 资金端：瞄准高质量互联网平台，抢占大规模流量入口 | 7 |
| 资产端：全方位布局金融股权资源，拓展流量变现渠道 | 17 |
| 形成闭环，打造完善的互联网金融生态系统 | 26 |
| 地产业务稳健发展，现金流入源源不断 | 27 |
| 区域市场成交回暖，带动公司地产销售增长 | 27 |
| 毛利率未来将企稳回升，奠定利润增长基础 | 29 |
| 土地储备量大质优，财务整体保持稳健 | 31 |
| 公司估值：安全边际与发展空间兼备 | 32 |
| 优质地产资源估值：量价回升带来向上重估 | 32 |
| 互联网金融生态系统估值：流量变现贡献利润 | 34 |
| 盈利预测与投资评级 | 35 |

图表索引

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：我国财富管理市场规模（万亿元） | 6 |
| 图 2：新湖中宝营业收入和归属净利润 | 6 |
| 图 3：新湖中宝总资产和净资产规模 | 6 |
| 图 4：新湖中宝总资产排名（浙江省 A 股上市公司） | 7 |
| 图 5：新湖中宝净资产排名（浙江省 A 股上市公司） | 7 |
| 图 6：交易完成后大智慧股东结构图 | 8 |
| 图 7：研发支出（万元） | 9 |
| 图 8：技术人员数量（人） | 9 |
| 图 9：大智慧与各交易所以及金融机构合作关系 | 9 |
| 图 10：歌华有线有线电视注册用户数量 | 11 |
| 图 11：歌华有线高清交互数字电视用户数量 | 11 |
| 图 12：歌华有线高清交互数字电视服务渗透率与行业比较（2014 年） | 12 |
| 图 13：信用卡人均持卡量 | 14 |
| 图 14：中国网民最常用的生活理财 APP 功能 | 14 |
| 图 15：U51.COM INC.官网 | 14 |
| 图 16：U51.COM INC.产品 | 14 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 17: 51 信用卡管家的功能流程 | 15 |
| 图 18: 51 信用卡管家 APP 用户规模情况 | 16 |
| 图 19: 51 信用卡与宜信宜人贷联手推出瞬时贷 | 16 |
| 图 20: 盛京银行总资产规模及其增长率 | 18 |
| 图 21: 盛京银行各项存款和贷款余额 | 18 |
| 图 22: 盛京银行不良贷款余额及不良率 | 18 |
| 图 23: 盛京银行净息差 | 18 |
| 图 24: 盛京银行净利润及其增长率 | 18 |
| 图 25: 盛京银行净资产收益率 | 18 |
| 图 26: 温州银行总资产规模及其增长率 | 19 |
| 图 27: 温州银行吸收存款和发放贷款 | 19 |
| 图 28: 温州银行不良贷款余额及不良率 | 20 |
| 图 29: 温州银行净息差 | 20 |
| 图 30: 温州银行净利润及其增长率 | 20 |
| 图 31: 温州银行净资产收益率 | 20 |
| 图 32: 中国电子银行交易笔数和替代率 | 20 |
| 图 33: 中国网上银行交易规模及增长率 | 20 |
| 图 34: 中国手机银行用户规模 | 21 |
| 图 35: 中国手机银行交易规模及增长率 | 21 |
| 图 36: 湘财证券经纪业务收入及其占比 | 22 |
| 图 37: 湘财证券营业收入按业务分类 (2014 年) | 22 |
| 图 38: 湘财证券受托资产管理规模 | 23 |
| 图 39: 湘财证券资产管理业务收入 | 23 |
| 图 40: 湘财证券投行业务收入 | 23 |
| 图 41: 湘财证券自营业务收入 | 23 |
| 图 42: 中国优质投资者规模 | 23 |
| 图 43: 中国私人财富规模 | 23 |
| 图 44: 中国基金销售电子商务水平 | 24 |
| 图 45: 互联网保险渠道销售分布 (2013 年) | 24 |
| 图 46: 阳光保险集团总保费收入及其增速 | 25 |
| 图 47: 阳光财产保险保费收入及其增速 | 26 |
| 图 48: 阳光人寿保险保费收入及其增速 | 26 |
| 图 49: 中国互联网保险规模保费情况 | 26 |
| 图 50: 中国不同险种互联网保费及占比 (2013 年) | 26 |
| 图 51: 新湖中宝的互联网金融生态系统 | 27 |
| 图 52: 新湖中宝经营性现金流流入情况 | 28 |
| 图 53: 杭州商品住宅成交面积 (万平方米) | 28 |
| 图 54: 温州商品住宅成交面积 (万平方米) | 28 |
| 图 55: 南通商品住宅成交面积 (万平方米) | 28 |
| 图 56: 沈阳商品住宅成交面积 (万平方米) | 28 |
| 图 57: 新湖中宝地产结算收入 | 29 |
| 图 58: 新湖中宝商业贸易收入 | 29 |
| 图 59: 新湖中宝预收账款情况 | 29 |

| | |
|---|----|
| 图 60: 新湖中宝存货-开发成本情况..... | 29 |
| 图 61: 新湖中宝毛利率情况..... | 30 |
| 图 62: 新湖中宝地产结算毛利率(2014年)..... | 30 |
| 图 63: 新湖中宝销售均价和结算均价..... | 30 |
| 图 64: 新湖中宝地产结算收入区域分布(2014年)..... | 30 |
| 图 65: 新湖中宝预收账款区域分布(2014年年末)..... | 30 |
| 图 66: 新湖中宝土地储备情况..... | 31 |
| 图 67: 新湖中宝拿地情况..... | 31 |
| 图 68: 新湖中宝新开工面积..... | 31 |
| 图 69: 新湖中宝竣工面积..... | 31 |
| 图 70: 新湖中宝短期偿债压力..... | 32 |
| 图 71: 新湖中宝负债率情况..... | 32 |
| 图 72: 新湖中宝投资收益情况..... | 35 |
| 图 73: 新湖中宝金融股权投资收益(亿元)..... | 35 |
| | |
| 表 1: 大智慧收购(获取技术优势)..... | 9 |
| 表 2: 大智慧收购(获取信息优势)..... | 10 |
| 表 3: 大智慧收购(信息优势国际化)..... | 10 |
| 表 4: 大智慧国际化财经传媒布局..... | 10 |
| 表 5: 歌华有线非公开发行 A 股股票情况..... | 11 |
| 表 6: 歌华有线布局移动互联网..... | 12 |
| 表 7: U51.COM INC. 股东情况..... | 13 |
| 表 8: 盛京银行持股 5% 以上股东情况(截至 2014 年 12 月 31 日)..... | 17 |
| 表 9: 温州银行前十大股东情况(截至 2014 年 12 月 31 日)..... | 19 |
| 表 10: 湘财证券股东情况(截至 2014 年 12 月 31 日)..... | 21 |
| 表 11: 阳光保险集团股东情况(截至 2014 年 12 月 31 日)..... | 24 |
| 表 12: 阳光保险集团子公司情况..... | 25 |
| 表 13: 新湖中宝募投资金用途情况(2014 年 12 月定增预案)..... | 32 |
| 表 14: 新湖中宝二级开发项目情况..... | 33 |
| 表 15: 新湖中宝一级开发项目情况..... | 34 |
| 表 16: 新湖中宝地产资源净权益增加值..... | 34 |

浪潮之巅：当金融遇上互联网+

互联网金融可能是中国特有的一个词汇，最早见于中国投资公司谢平教授以及邹传伟博士在2012年7月发表于《金融研究》的《互联网金融模式研究》论文中。该论文认为，以互联网为代表的现代信息技术对于人类金融模式将产生根本影响，包括移动支付、社交网络、搜索引擎和云计算等，并重点研究了互联网金融模式的支付方式、信息处理和资源配置。论文从发表至今已近三年时间，学界对于互联网金融的内涵和外延，甚至是概念本身，做出了许多有益的探讨。同时，三年之内，各类冠以“互联网金融”的上市公司层出不穷，在资本市场更是掀起了一股狂潮。面对这股巨大的时代浪潮，我们需要重新审视一下互联网金融在中国的产生背景和发展现状，并试着把握其未来的走向。在深化对互联网金融理解的同时，也有助于我们判断在相关领域最具发展潜力的投资标的。

回溯金融的本质

简单来讲，金融最基本的功能是资金的融通，将资金供给方和资金需求方进行匹配，这种匹配包括但不限于金额、期限和价格等。这种匹配本质上也是撮合交易的过程，根据学术界普遍的观点，有两方面原因使得在上述匹配过程中需要有金融中介的参与：一是金融交易和其他交易一样，存在显著的交易成本，金融中介可以利用自身的规模优势和专业技术来降低交易成本；二是资金的供给方和需求方往往存在信息不对称的问题以及由此引发的逆向选择和道德风险，金融中介则可以通过专业的信息处理能力来化解这一问题。

因此，与实体经济活动相关的金融活动，无非就是“为有钱人理财，为缺钱人融资”，金融中介（商业银行、投资银行、保险公司等）起到桥梁和服务的作用，本质上来说，金融中介向资金需求方提供了融资（债权、股权、租赁等）服务，而对资金供给方则提供了财富管理服务。

互联网金融再思考

基于上述对于金融本质和金融活动的讨论，我们认为，互联网金融与传统金融的区别，在于金融活动发生的场所由传统的物理空间变为了互联网下的虚拟空间，金融的本质并没有发生改变，仍然是将资金供给方和资金需求方进行匹配，只不过匹配的过程更加“互联网化”。

具体来说，我们认为，互联网金融可以被定义为连接“人与资本”的财富管理网络平台。这个平台的一端对接着资金端，即资金供给方的财富管理需求，另一端对接着资产端，即资金需求方的融资需求。在资金端，平台需要聚集规模尽可能大的用户数量，并通过丰富并平台应用场景来增加用户的使用粘性，在资产端，平台要能够提供丰富多样的理财产品，包括但不限于基金、信托、P2P产品等。

与此同时，互联网金融同样面临着传统金融的两个问题，一是交易成本，二是信息不对称。在互联网金融的意义下，这两个问题也要用互联网的科技手段解决，

其中，交易成本中很重要的组成部分是支付和结算服务，这对应着互联网金融强调的第三方支付和虚拟货币，而信息不对称则主要涉及信用评估和风险控制，对应着运用互联网大数据进行的征信系统。

综上，我们认为，一个完善的互联网金融生态系统，也就是一个连接人与资本的财务管理网络平台，既要有多元的互联网流量平台对接资金端，又要有丰富的可投资理财产品对接资产端，再加上第三方支付和征信系统分别解决交易成本和信息不对称的问题，以形成一个完整的互联网金融闭环。

图1：我国财富管理市场规模（万亿元）

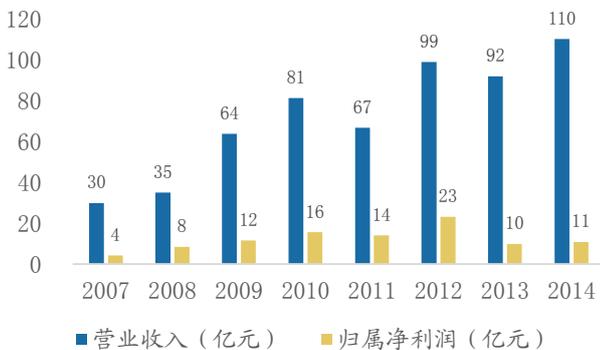


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

战略性打造互联网金融生态系统

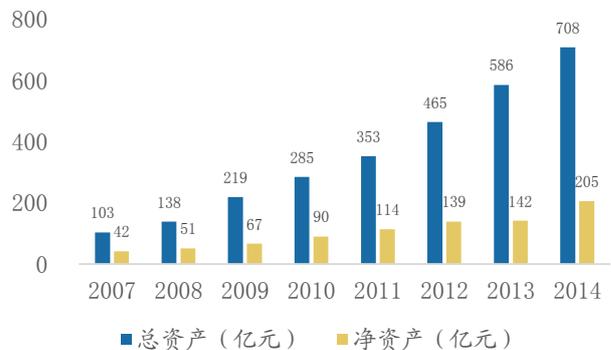
新湖中宝是浙江省市值前十大的A股上市公司之一，目前总市值约为800亿元人民币。2014年，新湖中宝实现营业收入超过110亿元，同比增长近20%，归属净利润接近11亿元，同比增长10%。2014年年末，公司总资产约708亿元，净资产约205亿元，分列浙江省A股上市公司第3位、第4位。

图2：新湖中宝营业收入和归属净利润



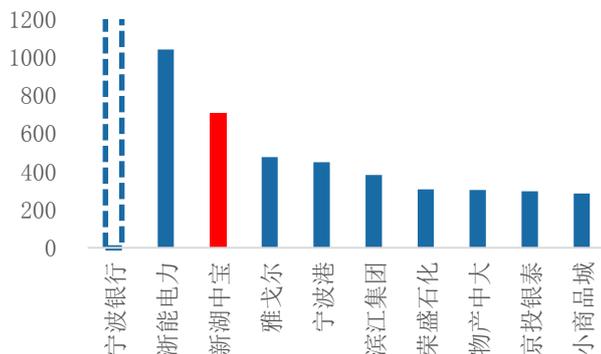
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：新湖中宝总资产和净资产规模



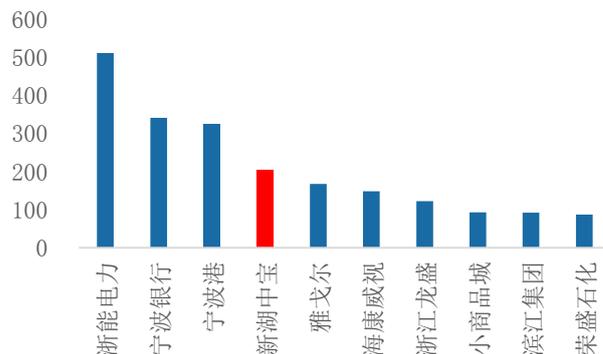
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4: 新湖中宝总资产排名 (浙江省A股上市公司)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 新湖中宝净资产排名 (浙江省A股上市公司)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2014年,公司正式确立了打造互联网金控平台的战略发展方向,未来资源投入的重心将不断由地产向互联网金控平台转移,借助自身能力以及资本市场的力量,加速开发和变现公司规模庞大的土地资源,与此同时,房地产销售形成的充沛的现金流,将为新湖中宝互联网金控平台的打造提供源源不断的能量。公司身处浙江省这一中国互联网浪潮的中心,势必借助资本的力量,全力打造一个完善的互联网金融生态系统,形成“一个客户,一个账户,多个产品,一站式服务”、具备规模效应和变现能力的个人财富管理的互联网平台。

资金端: 瞄准高质量互联网平台, 抢占大规模流量入口

截至目前,新湖中宝已布局的互联网平台包括大智慧(与湘财证券的重大资产重组仍处于中国证监会审查过程中)、歌华有线(参与其定向增发)以及51.COM INC.(认购其发行的优先股)。我们认为,这三个平台一方面已经具有规模庞大的用户规模和流量基础,另一方面,三个平台均对应高频率的使用场景,这使得用户对于平台的粘性非常高。新湖中宝对于这三个平台的战略布局,充分体现了其卓越的战略眼光,我们预计在未来公司会进一步寻找更多高质量互联网平台进行合作。

1、大智慧: 证券交易和资讯获取平台, 场景使用频次非常高

2015年1月,大智慧公告全资子公司财汇科技拟以现金方式购买新湖控股持有的湘财证券约1.12亿股股份(占湘财证券总股本的3.5%),同时,大智慧拟向新湖控股、国网英大、新湖中宝等16家公司以发行股份的方式,购买其持有的湘财证券约30.85亿股股份(占湘财证券总股本的96.5%)。此外,大智慧拟募集配套资金不超过27亿元。交易完成后,湘财证券将成为大智慧的全资子公司。

图6: 交易完成后大智慧股东结构图



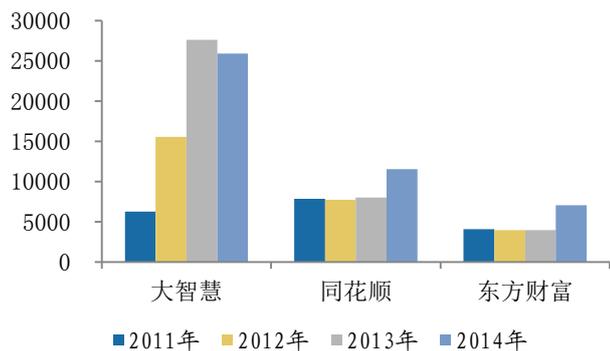
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

大智慧的核心优势是其多年以来依靠技术优势和信息优势积累起来的庞大用户优势。技术优势包括云交易、程序化交易，其发展演进依靠内生和外延，信息优势则包括资讯（以阿斯达克通讯社为首的国际财经传媒集团）和数据（财汇科技+慧远保银）。技术优势和信息优势既促进了大智慧用户规模的积累，反过来，与用户的沟通融合也可以促进技术和信息的进一步优化改善，相辅相成，形成良性循环。

用户规模方面，大智慧自2011年上市后，在终端用户规模方面优势继续保持。截至目前，大智慧拥有近1.3亿的终端注册用户（包括PC端和移动端），活跃用户数量达到7500万，终端产品日在线人数超过2000万人。这些活跃用户均为高质量的交易型用户，大智慧目前的用户规模在业内属于第一梯队，并且领先优势显著。除了规模优势外，用户对大智慧的产品具有极高的使用粘性，大智慧PC端的用户日均使用时间超过2.5小时，移动端的用户日均登陆则次数超过20次。

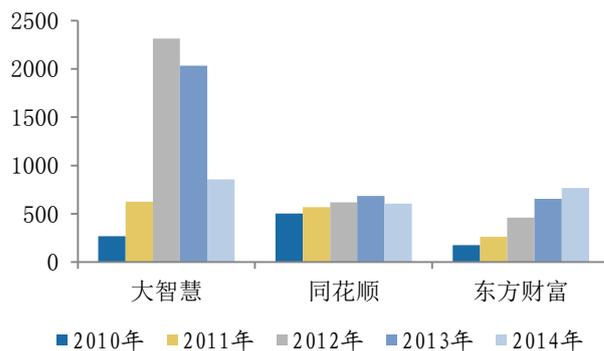
能够获得如此庞大的用户规模，主要得益于大智慧的技术优势的积累和在财经资讯领域的布局。在技术优势上的积累上，大智慧依靠内生和外延两条路径。内生方面，相比其他同行，大智慧在研发方面的投入在业内领先，技术人员在全体员工的占比也较高。大智慧上市之后四年多来，一直在强化研发能力和综合技术能力，不断完善互联网数据采集、传输、压缩、管理、挖掘、展示等专业技术，自主研发高速数据采集及处理、数据全推送、数据挖掘与整合等核心技术。同时，与交易所的良好合作关系，使得大智慧在数据内容丰富性和数据传送及时性等方面领先竞争对手。外延发展方面，大智慧上市以来收购了一系列国内外软件公司。

图7: 研发支出 (万元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 技术人员数量 (人)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图9: 大智慧与各交易所以及金融机构合作关系



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 1: 大智慧收购 (获取技术优势)

| 交易时间 | 被收购公司 | 收购股权比例 | 收购价格 | 被收购公司介绍 |
|----------|---------------------------------------|--------|-----------|---|
| 2013年12月 | 解决方案实验室私人有限公司 (Solutions Lab Pte Ltd) | 100% | 720万 USD | 一家在新加坡注册的公司, 销售计算机软件、硬件及外围设备, 并提供技术和咨询服务。 |
| 2013年10月 | 艾雅斯资讯科技有限公司 (Ayers Solutions Limited) | 100% | 1.3亿 HKD | 为证券公司等金融机构提供股票、期货交易软件并收取相关的服务收入的企业。 |
| 2012年2月 | 上海龙软信息技术有限公司 | 70% | 2730万 CNY | 为包括日本、德国、中国在内的国内外投资机构或者大额资金投资客户提供程序化交易软件及平台, 面向金融衍生商品交易的交易平台以及相关技术服务。 |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

在财经资讯领域的布局上, 一是资讯信息, 主要以阿斯达克网络信息有限公司为代表的财经通讯社 (一手财经信息+舆情监测平台, 国际化、传媒化等); 二是

数据信息，包括以上海财汇信息技术有限公司为代表的金融数据供应平台和以北京慧远保银信息技术有限公司为代表的研究报告平台。这两大信息优势，为大智慧向国际财经传媒集团的跨越奠定了坚实的基础。

表 2: 大智慧收购（获取信息优势）

| 交易时间 | 收购公司 | 收购股权比例 | 收购价格 | 公司定位 |
|---------|------------------------------------|--------|-----------|--------------|
| 2010年3月 | 阿斯达克网络信息有限公司(AASTOCKS.COM LIMITED) | 100% | 2900万 USD | 资讯信息-财经通讯社 |
| 2011年1月 | 上海财汇信息技术有限公司 | 100% | 1650万 USD | 数据信息-金融数据供应商 |
| 2013年5月 | 北京慧远保银信息技术有限公司 | 100% | 1024万 CNY | 数据信息-研究报告平台 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3: 大智慧收购（信息优势国际化）

| 交易时间 | 收购公司 | 收购股权比例 | 收购价格 | 公司介绍 |
|----------|--------------------------------|--------|----------|---|
| 2013年5月 | 新加坡新思维私人有限公司 | 100% | 660万 SGD | 成立于1999年7月，主要从事财务软件和信息领域的商业管理及顾问，包括为零售、机构投资者以及其他金融机构提供深入的财务数据和工具以进行投资和分析。该公司是东盟地区最大的金融终端提供商，并为亚洲1万多家用户提供服务。 |
| 2012年10月 | 日本T&C Financial Research, Inc. | 100% | 3.3亿 JPY | 1999年12月以提供日本股市咨询业务而创立公司；至今公司发展成为以制作、开发、提供日本股市信息、中国股市信息、外汇投资信息、国际金融信息等，覆盖各金融投资领域广范围的专业化投资信息资讯服务公司。 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 4: 大智慧国际化财经传媒布局

| 一级子公司 | NEXTVIEW PTE LTD 新思维私人有限公司（注册资本634.46万新元） | | | | | 阿斯达克网络信息有限公司（注册资本1.44亿港元） | |
|-----------|---|---|---|---|--|---|---|
| 二级子公司所在地区 |  |  |  |  |  |  |  |
| 二级子公司名称 | Nextview Sdn Bhd新思维（马来西亚）有限公司 | Nextview (Thailand) Limited新思维（泰国）有限公司 | Nextview International Limited新思维（香港）国际有限公司 | Nextview (Vietnam) Ltd新思维（越南）国际有限公司 | Nextview Services (India) Pvt Ltd新思维（印度）有限公司 | 阿斯达克有限公司（香港） | DZH Financial Research, Inc |
| 注册资本 | 657.3万林吉特 | 1450万泰铢 | 35万港元 | 10.37亿越南盾 | 50万印度卢比 | 100万港元 | 8000万日元 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、歌华有线：网络数字电视服务平台，场景使用频次非常高

2015年3月，新湖中宝公告，拟以现金3亿元认购北京歌华有线电视网络股份有限公司非公开发行的A股股份，认购价格为14.95元/股。本次认购股份自本次非公开发行结束之日起3年内不得转让。按照歌华有线的非公开发行方案，预计在非公开发行完成后，新湖中宝将持有歌华有线1.44%的股份。

表5：歌华有线非公开发行A股股票情况

| 发行对象 | 认购股数 (万股) | 认购金额 (亿元) | 认购价格 (元/股) |
|----------------------|--------------|--------------|---------------|
| 北京北广传媒投资发展中心 | 3344 | 5.0 | 14.95 |
| 北京广播公司 | 1003 | 1.5 | 14.95 |
| 金砖丝路投资（深圳）合伙企业（有限合伙） | 4013 | 6.0 | 14.95 |
| 中国电影股份有限公司 | 1338 | 2.0 | 14.95 |
| 百视通新媒体股份有限公司 | 2007 | 3.0 | 14.95 |
| 中信建投证券股份有限公司 | 4348 | 6.5 | 14.95 |
| 中信证券股份有限公司 | 3344 | 5.0 | 14.95 |
| 新湖中宝股份有限公司 | 2007 | 3.0 | 14.95 |
| 江西省广播电视网络传输有限公司 | 669 | 1.0 | 14.95 |
| 合计 | 22074 | 33.0 | |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

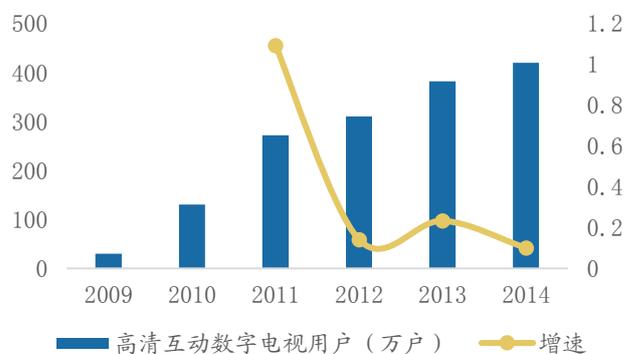
歌华有线是国内有线网络首家上市公司、国内第一批三网融合广电试点企业，目前公司的主要业务包括：有线电视服务、家庭宽带服务、高清交互数字电视服务以及为移动电视推出的歌华飞视服务等。

图10：歌华有线有线电视注册用户数量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图11：歌华有线高清交互数字电视用户数量

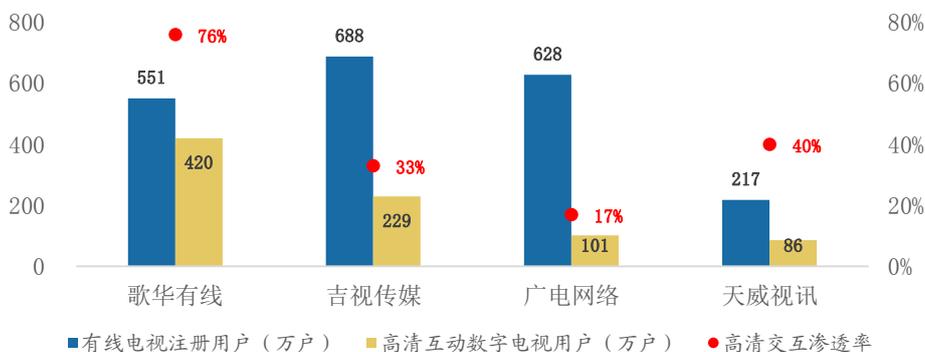


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

截至2014年年末，歌华有线的有线电视注册用户达到551万户，较2013年年末增长27万户，覆盖北京近2000万人口；高清交互数字电视用户为420万户，增长40万户，且高清交互用户数量位居全国首位；家庭宽带用户31.6万户，增长8万户；歌华飞视用户33.5万户，增长7万户。

歌华有线在2009年推出高清交互数字电视服务，经过5年推广，2014年，歌华高清交互平台节目总量达7.4万小时，点播在线节目总计3.6万小时，“电视回看”频道从69套增至108套，日点击量突破365万次，居全国各省市首位，并已实现了北京市地区的全面普及。2015年，歌华有线计划实现推广高清交互数字电视用户40万户，这将使得使用该服务的用户达到460万户。同比行业情况，从用户渗透率来看，歌华有线高清交互数字电视服务的渗透率在2014年达到了76%，要高于行业平均水平，网络覆盖规模优势明显，从网络数字化、双向化改造对比来看，歌华的领先优势均为后续增值业务的发展奠定基础。

图12: 歌华有线高清交互数字电视服务渗透率与行业比较 (2014年)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

坐拥规模庞大的付费电视用户数量，歌华有线的流量资源优势明显。目前看，歌华有线已经不满足于电视这个单一入口，开始努力向移动互联网方向进行布局。我们相信，歌华有线的互联网化布局，将进一步做大其既有平台规模和用户数量，同时增强用户粘性，未来嫁接新湖中宝金融股权资源进行流量变现值得期待。

表 6: 歌华有线布局移动互联网

| 歌华有线移动互联网布局 | 简要介绍和发展情况 |
|--|---|
|  | 2014年11月，“歌华云平台”一期正式上线。“歌华云平台”是基于有线电视HFC网络，面向互联网、移动互联网的云平台，旨在构建内容、渠道、平台、经营、管理“五位一体”的媒体融合发展的新型平台，是目前广电行业云平台中，用户规模最大、最完整的聚合云服务平台。歌华云平台具有强大的业务支持能力，盘活了420余万台存量机顶盒终端资源，能支持流畅的高清互动、游戏和虚拟现实等应用和虚拟现实等应用，显著提升界面操作速度及响应速度，目前云平台已覆盖340余万用户。 |

| | |
|---|---|
|  <p>智能手机 Pad 计算机 都能电视啦 飞视—有线电视无疆区</p> | <p>2014年，歌华飞视家庭用户新增7万户，累计达33.5万户。飞视平台传输节目达156套，累计建设飞视热点1900处。歌华云平台上线之后，歌华有线全面升级推出歌华云飞视应用，覆盖PC、手机、PAD等移动终端，在移动终端观看电视内容外，还实现了推屏、拉屏等屏幕切换控制和智能遥控功能，从而实现了多类型内容放大长尾效应，提高用户粘性。</p> |
|  <p>歌华4K一体机 发售啦！ 满足所有收视需求的超级电视</p> | <p>2015年5月，歌华有线联合百视通、创维和海信，发布“歌华电视”4K融合一体机，进军智能电视终端市场。该一体机是基于“歌华云平台”，集数字电视直播、回看等功能和互联网电视集成播控平台优质视频内容为一体的智能终端产品，相当于将高清交互数字电视、互联网丰富视频内容和高清电视机终端“三合一”。歌华有线推出电视终端，符合互联网电视软硬件一体的发展趋势，利于构建“平台+内容+终端+应用”的闭环生态系统，同时，也将进一步提高用户体验，增强用户粘性。</p> |
|  <p>大数据</p> | <p>2014年，歌华有线广告业务收入1.31亿元，同比增长36%。公司将成立一个大数据联盟，充分挖掘数字有线电视观众的潜力，这将有望进一步带动广告收入和增值服务收入增长。此外，公司还将整合教育和医疗保健领域的资源从而改善其网上服务。目前，公司的营收与平台及流量的规模不相匹配，通过大数据分析客户的属性，公司400多万户高清交互用户流量变现的潜力会明显增大。</p> |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3、51.COM INC.：信用卡管理服务，场景使用频次较高

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，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，成为其第二大股东。

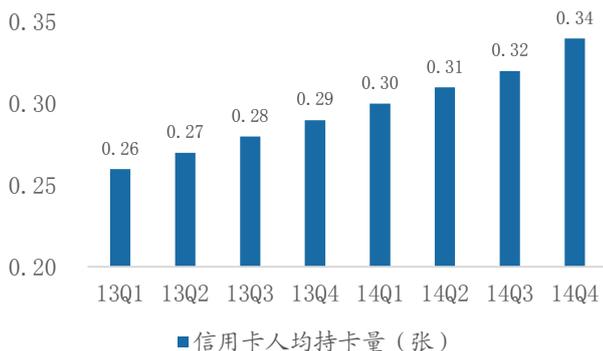
表 7：U51.COM INC.股东情况

| 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 |
| BIG WITS LIMITED | 孙海涛 | 7,291,220 | 24.84% | 7,291,220 | 21.29% |
| 泰昌投资有限公司 | 新湖中宝 | 0 | 0.00% | 4,891,982 | 14.29% |
| 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 | | 29,351,889 | 100% | 34,243,871 | 100% |

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

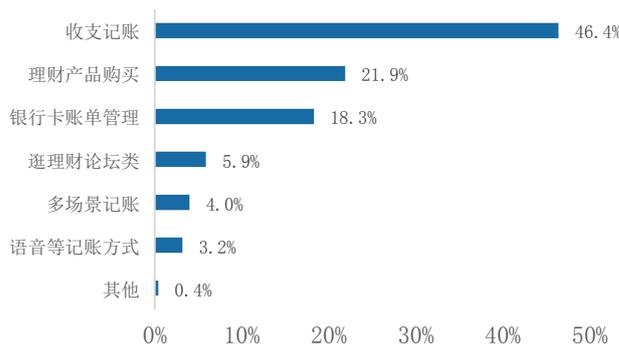
随着移动互联网的迅猛发展和信用卡的高速扩张，大众对于移动理财类APP的需求日益增多。央行数据显示，截止2014年年末，全国累计发行信用卡4.55亿张，人均持有信用卡0.34张，较上年末增长17.24%。北京、上海信用卡人均拥有量仍远高于全国平均水平，分别达到1.70张和1.33张。为了实现财务管理和增值目标，网民个人或小微商户在生活中对于时刻发生的收入支出进行规划、记录，以及通过投资理财实现资产增值的财务管理行为。生活理财移动APP是广大网民个人或小微商户规划收支和管理财务的有利工具，相关软件由此应运而生并迅速扩展开来。

图13: 信用卡人均持卡量



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图14: 中国网民最常用的生活理财APP功能



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

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，全球首创在移动端通过智能解析信用卡电子账单，实现持卡人用卡信息管理和个人财务智能化应用。恩牛网络的产品以简便、安全、高效的应用为切入点，相继发布“51信用卡管家”、“51银行卡保险箱”以及“U51钱管家”等一系列APP产品，支持苹果、安卓、Windows Phone 8等多个系统。

图15: U51.COM INC.官网



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

图16: U51.COM INC.产品

我们的产品



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

上述产品中尤以“51信用卡管家”APP最为突出，它是国内最早的信用卡管理类软件。2013年10月，恩牛网络通过中国金融认证中心（CFCA）的安全检测，2014年7月，则与中国金融认证中心达成服务器托管协议，以比肩银行的信息安全级别来服务用户。

该款APP可以通过解析用户信用卡账单邮件，从中提取出详细的账单信息。即可使用信用卡账务管理服务，查阅账单余额、消费明细、免息日计算以及各种消费报表等，及时获得还款提醒，操作简单快捷，用户不需要输入任何信用卡的信息，只需将账单邮箱和系统绑定或者发一封电子邮件到指定的地址，账单信息就会自动同步在APP中。

截至目前，“51信用卡管家”APP的累计下载量已超过3000万，累计管理的信用卡数量超过3000万张，覆盖中国月1/10的信用卡使用者，活跃用户数累计达2000万，规模处于行业绝对领先地位。

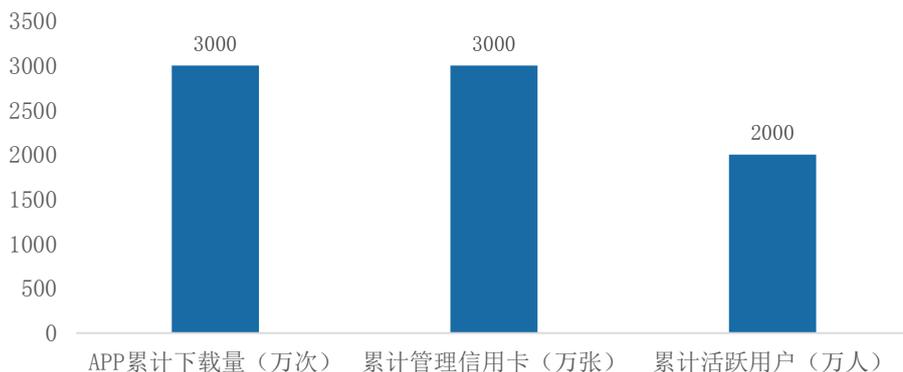
我们认为，对于互联网金融而言，信用卡管理平台上集聚的用户是质量非常高的用户资源，一方面是使用信用卡这一行为本身就说明了用户是资金的需求方，另一方面，通过智能解析用户的信用卡电子账单，可以分析用户在分期付款、信用卡取现方面的行为，运用沉淀在平台上的海量数据对用户行为进行分析和预测，并在此基础上进行有针对性的放贷行为，实现流量资源的变现。因此，我们预计，新湖中宝金融股权资源在该平台上的嫁接从而实现流量变现的过程将会十分顺畅。

图17：51信用卡管家的功能流程



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图18: 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

事实上, “51信用卡管家”已经从单纯的信用卡管理平台, 开始向结合大数据风控的金融服务方向演进。2014年, 其对接网贷平台“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、且无需财产证明、无需抵押物, 纯在线完成网络信贷。它是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8亿元, 而坏账率可以控制在1%以下。

图19: 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

资产端：全方位布局金融股权资源，拓展流量变现渠道

2014年是新湖中宝在金融股权资源获取方面成果丰盛的一年。

商业银行方面，2014年10月，公司增资入股温州银行获得中国银监会批准，公司成为温州银行单一第一大股东，持股比例13.96%（新潮集团旗下哈高科持有温州银行1.82%的股份）；公司参股的盛京银行也于2014年12月在香港成功上市。

投资银行方面，旗下湘财证券与大智慧的资产重组稳步推进，新潮期货的规模也在这两年逐渐做大。此外公司还持有长城证券0.72%的股权。

保险公司方面，新湖中宝拟向兄弟公司新潮控股收购其持有的阳光保险集团6.26%的股权，目前该事项正等待中国保监会审批。

除了积极获取国内金融股权资源之外，新湖中宝把目光投向了海外金融市场。2015年1月，公司拟分别委托国投瑞银和鹏华基金，开展境外投资资产管理计划，委托资产管理金额8.5亿美元，通过两家基金公司的QDII额度，投资于结构化金融产品、在香港上市的股票、债券及境内外货币市场工具等。2015年1月，新湖中宝通过该计划，投资获得了部分中信银行H股的收益权。

综合来看，截至目前，新湖中宝已经拥有证券、期货、银行、保险等全方位的金融牌照资源，极大地丰富了互联网平台流量变现渠道。

1、商业银行：盛京银行、温州银行

盛京银行股份有限公司是东北地区成立最早、规模最大、实力最为雄厚的总部银行，成立于1997年9月，其前身是沈阳市商业银行，2007年2月，经国家银监会批准更名为盛京银行，并实现跨区域经营。截至2014年12月31日，盛京银行已在北京、上海、天津、长春等中心城市和辽宁省内沈阳、大连、营口、鞍山、本溪、盘锦、葫芦岛、朝阳、抚顺、锦州、阜新、丹东等地设立了16家分行，机构网点已达150家；在上海宝山、宁波江北、沈阳沈北、新民、辽中、法库等地区发起设立了6家富民村镇银行，并入股丹东、本溪等城市商业银行，形成“根植沈阳、辐射东北、走向全国”的机构战略布局，市场竞争力和区域影响力不断提升。新湖中宝持有盛京银行3亿股股份，占其总股本的5.31%。

表8：盛京银行持股5%以上股东情况（截至2014年12月31日）

| 股东名称 | 持股数量（亿股） | 占已发行普通股比例 | 股份性质 |
|------------------|----------|-----------|------|
| 沈阳恒信国有资产经营集团有限公司 | 4.80 | 8.50% | 内资股 |
| 辽宁汇宝国际投资集团有限公司 | 4.00 | 7.08% | 内资股 |
| 方正证券股份有限公司 | 3.00 | 5.31% | 内资股 |
| 北京兆泰集团股份有限公司 | 3.00 | 5.31% | 内资股 |
| 新湖中宝股份有限公司 | 3.00 | 5.31% | 内资股 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

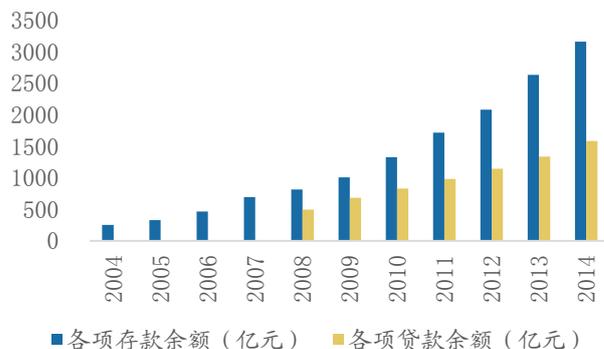
截至2014年12月31日，盛京银行总资产约5034亿元，同比增长41.6%，贷款余额约1586亿元，同比增长18.9%，不良贷款率保持在0.44%的低位，存款余额约3159亿元，同比增长20.2%。2014年，盛京银行实现归属普通股股东净利润约54.24亿元，同比增长10.9%，净资产收益率约19.05%。

图20: 盛京银行总资产规模及其增长率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图21: 盛京银行各项存款和贷款余额



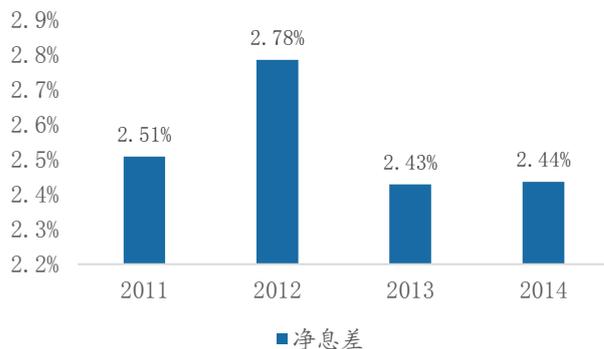
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图22: 盛京银行不良贷款余额及不良率



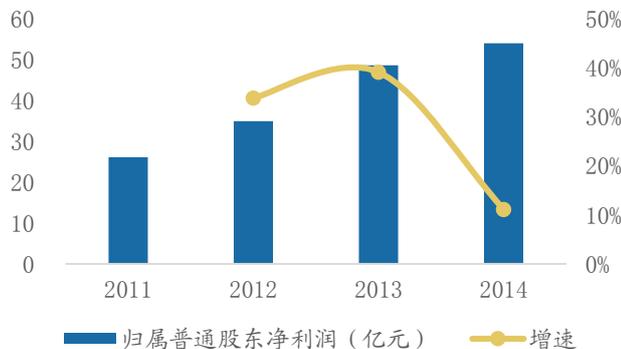
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图23: 盛京银行净息差



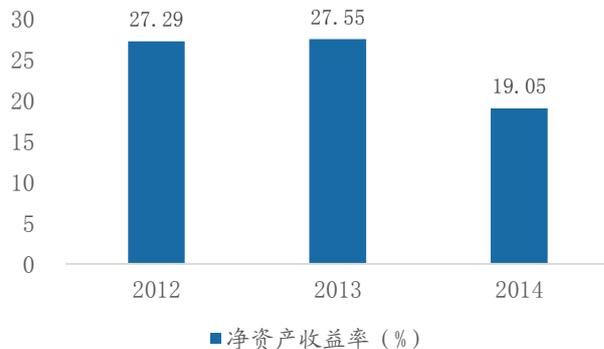
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图24: 盛京银行净利润及其增长率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图25: 盛京银行净资产收益率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

展望未来，盛京银行未来两至三年的战略目标是：在保持东北地区竞争优势的基础上，将盛京银行建设成为一家具有良好资产质量、价值回报以及成长性的领先商业银行。盛京银行将立足于“区域经济战略发展牵引型、新兴产业扶植型、中小企业支持型和市民贴身服务型”银行的定位，在发展传统商业银行业务的基础上，不断拓展新兴商业银行业务，全面实施战略转型和盈利模式创新，拓宽跨区域经营空间，强化风险管理和人力资源管理，全面提升综合竞争能力。

温州银行股份有限公司前身——温州市商业银行成立于1998年12月17日，2007年，温州银行顺利更名并启动跨区域经营，相继在衢州、宁波、杭州、上海、丽水、台州、舟山等地设立分行，现辖属115家营业网点（含总行营业部），员工2500人，逐步形成“立足温州、布局浙江、进军长三角”的跨区域经营发展格局。

表9：温州银行前十大股东情况（截至2014年12月31日）

| 股东名称 | 股东性质 | 股份数（亿股） | 持股比例 |
|-----------------|--------|---------|--------|
| 新湖中宝股份有限公司 | 民营法人持股 | 3.50 | 13.96% |
| 温州市名城建设投资集团有限公司 | 国有法人持股 | 2.00 | 7.98% |
| 温州开发投资有限公司 | 国有法人持股 | 1.32 | 5.28% |
| 新明集团有限公司 | 民营法人持股 | 1.28 | 5.12% |
| 温州市财务开发公司 | 国有法人持股 | 1.27 | 5.05% |
| 昌泰控股集团有限公司 | 民营法人持股 | 1.16 | 4.62% |
| 大自然房地产开发集团有限公司 | 民营法人持股 | 1.13 | 4.51% |
| 三虎混凝土集团有限公司 | 民营法人持股 | 1.08 | 4.31% |
| 黎明液压有限公司 | 民营法人持股 | 1.00 | 3.99% |
| 远扬控股集团股份有限公司 | 民营法人持股 | 0.84 | 3.33% |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

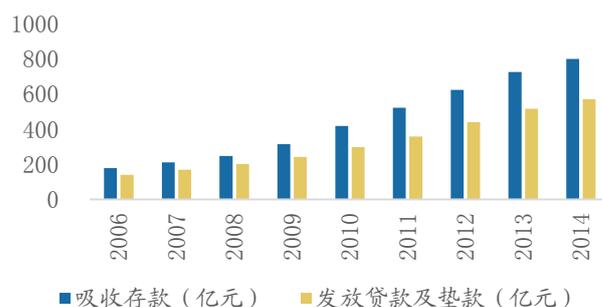
截至2014年12月31日，温州银行总资产约1263亿元，同比增长21.8%，贷款余额约584亿元，同比增长10.9%，不良贷款率为1.23%，连续三年优于浙江以及温州同业水平，存款余额约800亿元，同比增长9.6%。2014年，温州银行实现归属普通股股东净利润约6.46亿元，净资产收益率约7.99%。

图26：温州银行总资产规模及其增长率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图27：温州银行吸收存款和发放贷款



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图28: 温州银行不良贷款余额及不良率



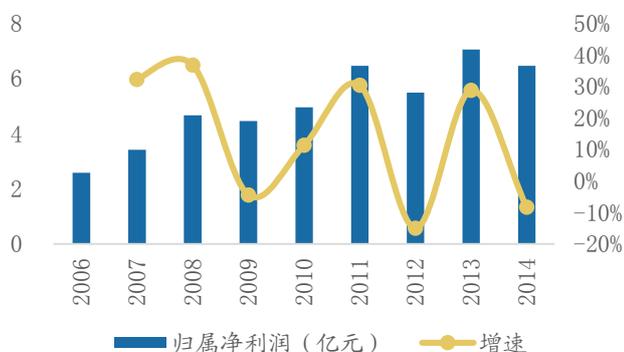
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图29: 温州银行净息差



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图30: 温州银行净利润及其增长率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图31: 温州银行净资产收益率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图32: 中国电子银行交易笔数和替代率



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图33: 中国网上银行交易规模及增长率



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

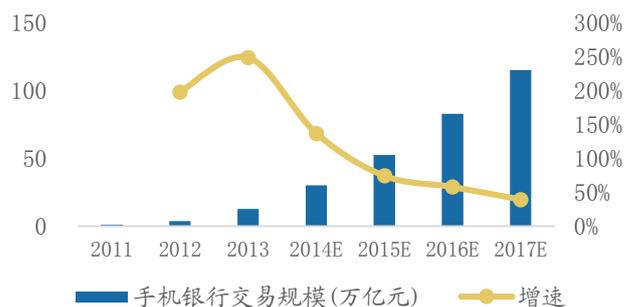
我们认为, 随着银行业务的不断互联网化, 包括网上银行、移动银行的兴起, 商业银行互联网化将在理财、电商、网贷以及广告方面蓬勃发展。新湖中宝已有的盛京银行和温州银行, 未来有望分享互联网银行行业发展的盛宴, 并为公司所布局的互联网平台的流量变现打下坚实的基础。

图34: 中国手机银行用户规模



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图35: 中国手机银行交易规模及增长率



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

2、投资银行: 湘财证券

湘财证券股份有限公司系由湘财证券有限责任公司改制设立, 于2013年11月21日在湖南省工商行政管理局办理了工商登记注册, 注册资本约31.97亿元, 股份总数约31.97股(每股面值1元)。湘财证券属于在全国中小企业股份转让系统挂牌的非上市公众公司。截至2014年12月31日, 湘财证券股东总数为16家, 控股股东为新湖控股有限公司, 其持有湘财证券71.15%的股权, 另外, 新湖中宝持有3.44%的股权, 实际控制人为黄伟先生, 直接和间接合计持有湘财证券74.59%的股权。

表10: 湘财证券股东情况(截至2014年12月31日)

| 股东名称 | 持股数量(亿股) | 持股比例 |
|-------------------|----------|---------|
| 新湖控股有限公司 | 22.75 | 71.15% |
| 国网英大国际控股集团有限公司 | 5.75 | 17.97% |
| 新湖中宝股份有限公司 | 1.10 | 3.44% |
| 山西和信电力发展有限公司 | 0.76 | 2.37% |
| 湖南华升股份有限公司 | 0.73 | 2.29% |
| 湖南电广传媒股份有限公司 | 0.36 | 1.13% |
| 中国钢研科技集团有限公司 | 0.19 | 0.61% |
| 青海省投资集团有限公司 | 0.08 | 0.26% |
| 西安大唐医药销售有限公司 | 0.06 | 0.19% |
| 伊犁农四师国有资产投资有限责任公司 | 0.06 | 0.17% |
| 长城信息产业股份有限公司 | 0.03 | 0.10% |
| 上海黄浦投资(集团)发展有限公司 | 0.03 | 0.10% |
| 金瑞新材料科技股份有限公司 | 0.03 | 0.08% |
| 深圳市仁亨投资有限公司 | 0.02 | 0.06% |
| 湖南大学资产经营有限公司 | 0.01 | 0.05% |
| 湖南嘉华资产管理有限公司 | 0.01 | 0.03% |
| 合计 | 31.97 | 100.00% |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

我们认为，以民营企业集团为控股股东的湘财证券，机制体制较为灵活、应变速度快，这在当前竞争日益激烈的证券行业显得尤为重要。2014年，湘财证券强化了战略布局和业务转型，并取得突破性进展，同时积极推进了与大智慧的资产重组工作，明确了向互联网券商的转型方向。

具体来看，2014年是公司经纪业务的转型年，在经营模式、盈利模式以及客户服务模式方面朝着互联网金融的思维方向进行了深入的探索。一方面，湘财证券的传统经纪业务收入占营业收入的比重进一步降低，2014年，湘财证券总收入20.12亿元，其中经纪业务收入8.93亿元，占比下降至44%，并全力推进经纪创新业务，调整和优化业务模式，已先后取得约定购回、转融资、网上开户、数字证书认证及沪、深股票质押式回购、港股通等创新业务资格，并顺利完成个股期权、上市公司股权激励自主行权业务等创新业务的制度、技术、业务等准备工作，基本形成了多层次、多类型、全覆盖的创新业务资格体系。

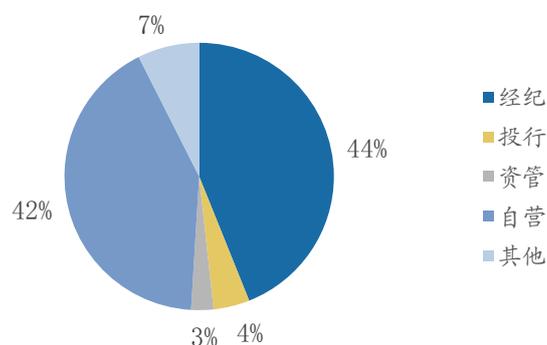
另一方面，湘财证券也在利用互联网提升服务质量，着力发展离柜开户业务，通过多种手段精简和缩短基本开户流程，缩短客户开户时间，提高网上开户效率和客户体验；更新完善网上交易终端，针对金禾金融终端进行了多次重大的更新，还加强了移动证券对新业务的支持。

图36：湘财证券经纪业务收入及其占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

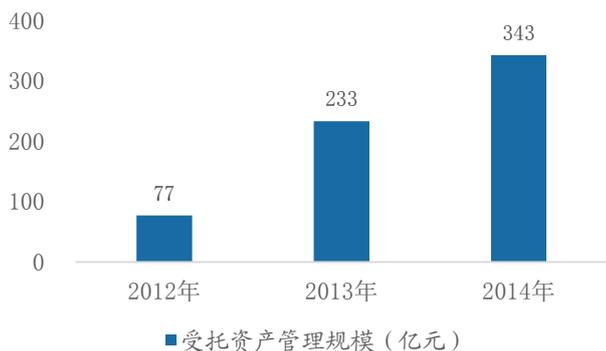
图37：湘财证券营业收入按业务分类（2014年）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

更重要的是，湘财证券的其他各项券商业务也取得高速增长。资产管理业务方面，截至2014年年末，湘财证券资产管理客户资产规模343亿元，同比增长46%，公司紧紧围绕客户需求，持续完善不同风险收益配比产品布局，产品涵盖现金管理类、债券类、混合类、融资类及股票质押回购类。投资银行业务方面，2014年，投行实现营业收入8718万元，同比增长250%。自营业务方面，2014年，自营实现营业收入8.38亿元。同时，湘财证券也大力拓展了研究咨询业务。

图38: 湘财证券受托资产管理规模



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图39: 湘财证券资产管理业务收入



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图40: 湘财证券投行业务收入



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

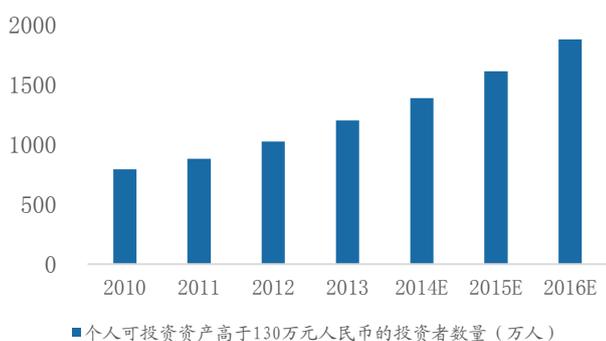
图41: 湘财证券自营业务收入



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

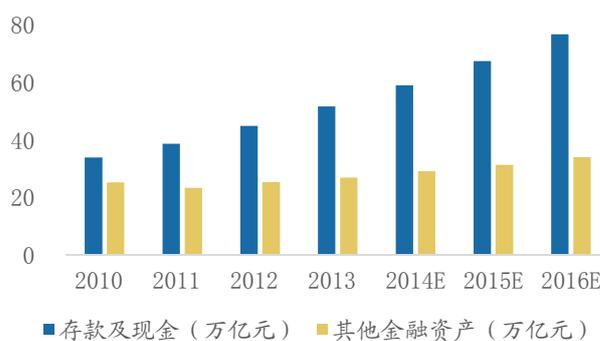
展望未来, 公司将与大智慧进行深度的战略合作, 双方将充分实现资源共享和优势互补, 全面整合现有各业务线资源。大智慧的互联网金融客户规模、在大数据方面的积累和服务能力及互联网金融信息服务平台, 将与公司的各类券商业务紧密结合, 积极打造以用户需求为导向, 集信息、资讯、交易、销售、理财等金融产品销售与服务为一体的一站式互联网金融服务平台。

图42: 中国优质投资者规模



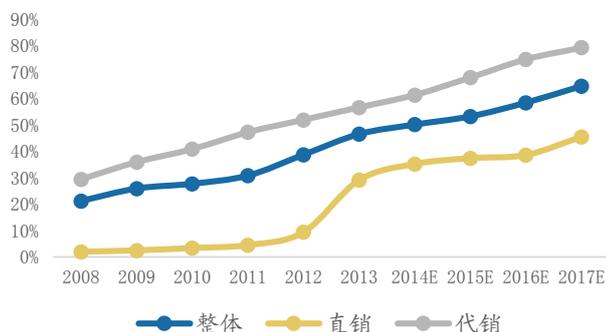
数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图43: 中国私人财富规模



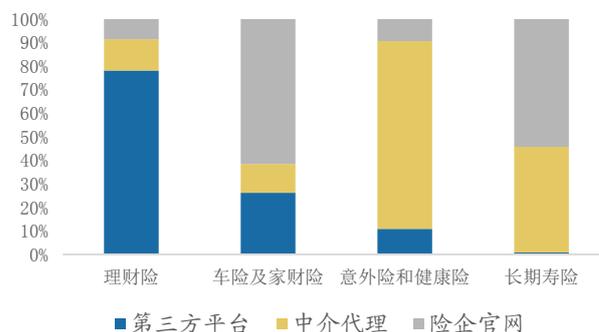
数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图44: 中国基金销售电子商务水平



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图45: 互联网保险渠道销售分布 (2013年)



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

3、保险公司: 阳光保险

阳光保险集团股份有限公司成立于2007年6月27日, 成立之时注册资本为13.5亿元, 由中国石油化工集团公司、中国南方航空集团公司、中国铝业公司、中国对外贸易运输(集团)总公司、广东电力发展股份有限公司、北京长安金泰物业发展有限公司、深圳市现代城房地产开发有限公司以及北京中机恒富信用担保有限公司共同出资组建。经过多次增资及股权转让, 截至2014年12月31日, 新湖控股持有集团6.36%的股权, 为集团第六大股东, 也是十个持股比例超过5%的股东之一。2014年7月, 新湖中宝拟与新湖控股签订《阳光保险集团股份转让协议》, 拟收购新湖控股持有4.2亿股股份(占其总股本的6.26%), 转让价格为18.90亿元, 目前该收购尚待中国保监会审批。

表11: 阳光保险集团股东情况 (截至2014年12月31日)

| 股东名称 | 出资额(亿元) | 出资时间 | 股权比例 |
|-----------------|--------------|-----------|-------------|
| 深圳市霖峰投资控股有限公司 | 6.95 | 2008/11/1 | 10.36% |
| 北京鼎晖东方投资管理有限公司 | 5.04 | 2010/5/1 | 7.51% |
| 北京泰合方圆投资有限公司 | 5.00 | 2008/11/1 | 7.45% |
| 新湖控股有限公司 | 4.20 | 2011/4/1 | 6.26% |
| 深圳市星河房地产开发有限公司 | 3.60 | 2009/8/1 | 5.36% |
| 中国南方航空集团公司 | 3.50 | 2007/6/1 | 5.22% |
| 中国石油化工集团公司 | 3.50 | 2007/6/1 | 5.22% |
| 中国外运长航集团有限公司 | 3.50 | 2007/6/1 | 5.22% |
| 广东电力发展股份有限公司 | 3.50 | 2007/6/1 | 5.22% |
| 中国铝业公司 | 3.50 | 2007/6/1 | 5.22% |
| 持股比例在5%以下的26名股东 | 24.82 | --- | 36.98% |
| 合计 | 67.11 | | 100% |

数据来源: 深圳市市场监督管理局, 广发证券发展研究中心

阳光保险集团目前拥有阳光财产保险、阳光人寿保险、和阳光资产管理等多家专业子公司。依托集团的优势，以人文、科技为驱动，阳光保险集团有效整合旗下保险和投资资源，持续研发满足客户需求的产品，不断升级以“闪赔”、“直赔”为特色的服务，着力打造强大的市场拓展能力、卓越的客户服务能力、杰出的风险管控能力以及专业的资产管理能力，实现了健康、持续、快速的发展——成立3年跻身国内七大保险集团，5年跻身中国企业500强，7年成为集产、寿险和资产管理于一身的保险金融集团，9年进军医疗产业。

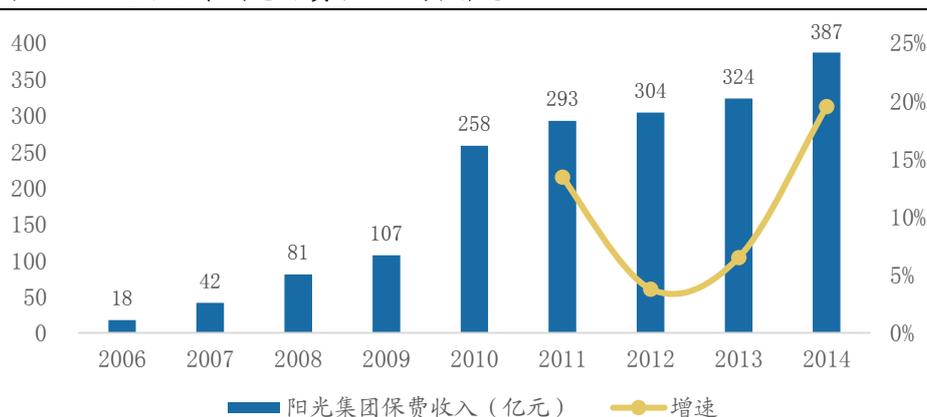
表 12: 阳光保险集团子公司情况

| 子公司 | 成立时间 | 注册资本(亿元) | 发展概述 |
|----------|----------|----------|--|
| 阳光财产保险 | 2005年7月 | 31.80 | 目前已有36家分公司开业运营，三四级分支机构1300余家，服务网络实现全国覆盖，累计为4000多万名客户提供了保险保障，累计赔款383亿元。 |
| 阳光人寿保险 | 2007年12月 | 91.71 | 目前已有31家二级机构开业运营，三四级分支机构700余家，以专业服务为广大客户提供人身、养老、医疗、健康、意外等保险保障。 |
| 阳光资产管理公司 | 2012年12月 | | 前身是阳光保险集团资产管理中心，凭借专业的投资团队和“稳健、规范、专业”的投资理念，阳光保险投资收益连续多年居行业前列。 |

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

2014年，阳光保险集团全年实现保费收入约387亿元，同比增长20%，其中，阳光财产保险实现保费收入约212亿元，同比增长27.5%，排名全国第7，阳光人寿保险实现保费收入约175亿元，同比增长11%，排名全国第11。我们认为，互联网保险规模未来将保持高速增长态势，作为业内规模领先的保险公司，阳光保险集团的发展也将利用互联网浪潮实现新的突破。

图 46: 阳光保险集团总保费收入及其增速



数据来源：保监会，广发证券发展研究中心

图47: 阳光财产保险保费收入及其增速



数据来源: 保监会, 广发证券发展研究中心

图48: 阳光人寿保险保费收入及其增速



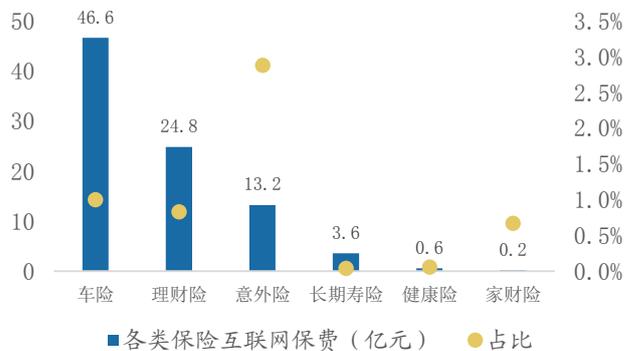
数据来源: 保监会, 广发证券发展研究中心

图49: 中国互联网保险规模保费情况



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图50: 中国不同险种互联网保费及占比 (2013年)

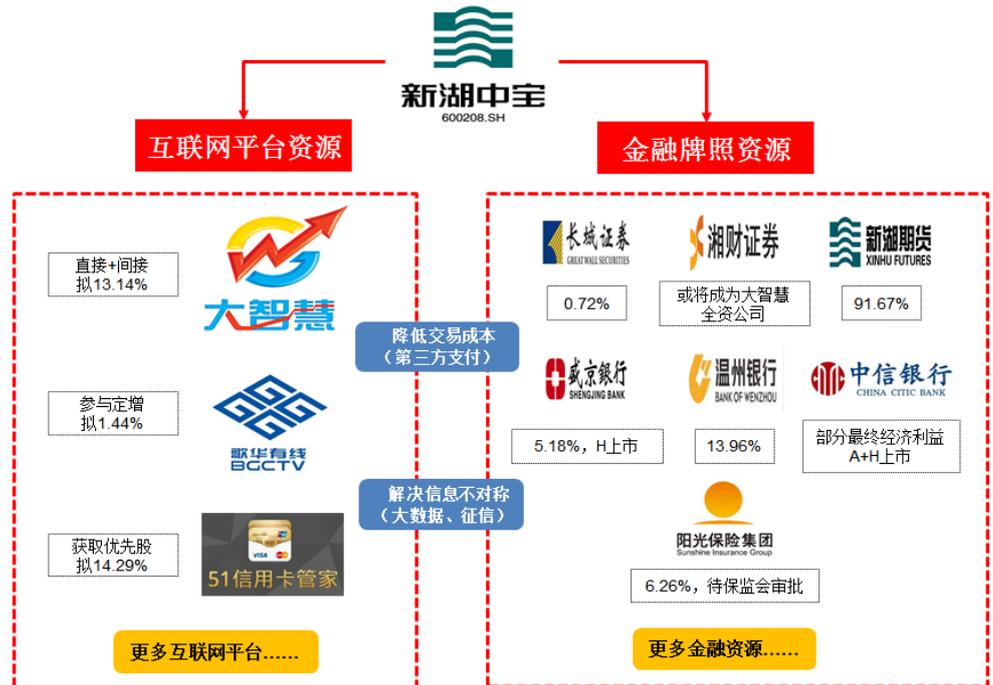


数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

形成闭环, 打造完善的互联网金融生态系统

我们看到, 新湖中宝互联网金融生态系统正在逐渐丰满, 如前所述, 公司无论是在资金端和资产端都有很深的积累, 拥有足够的资源和能力去实现资金供给方和资金需求方在互联网平台上的匹配。除此之外, 我们认为, 一个完善的互联网金融生态系统, 控制交易成本和解决信息不对称的技术手段必不可少, 未来新湖中宝将有可能在这两个方向上寻求布局 and 拓展。

图51: 新湖中宝的互联网金融生态系统



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

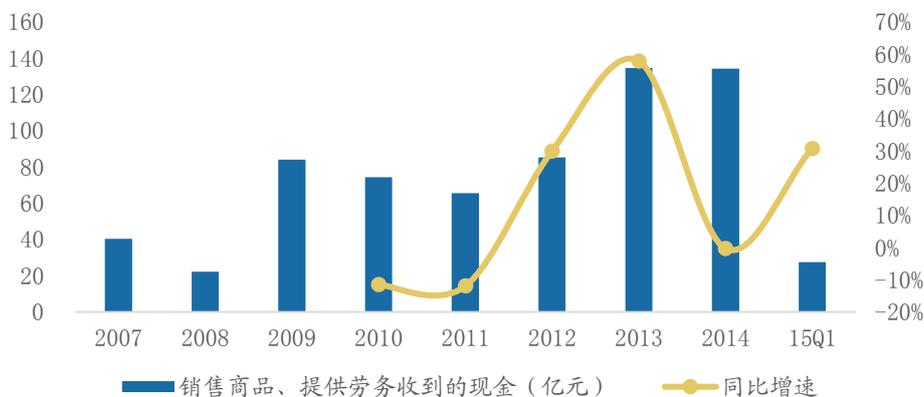
地产业务稳健发展, 现金流入源源不断

2006年12月, 新湖集团通过定向增发方式将旗下的房地产业务注入到所持有的中宝股份并实现上市。上市以来的近十年之间, 公司不断做大做强房地产主业, 从小到大, 从一地到一省、再到全国布局, 实现了规模的跨越式发展。放眼未来, 新湖中宝仍将保持对地产开发业务的足够重视, 化优质存量资源为现金流和利润, 以地产业务的现金流来补充公司对互联网金融生态系统的投入。

区域市场成交回暖, 带动公司地产销售增长

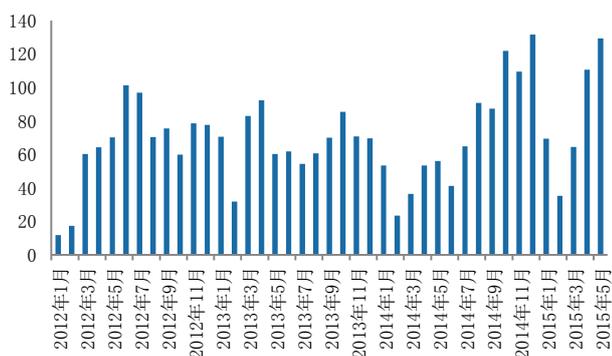
2014年, 新湖中宝实现地产合同销售面积61万平米, 销售金额73亿元。从2015年一季度的情况来看, 公司的地产销售有明显改善, 经营性现金流流入27.58亿元, 同比增长31%。公司重点布局的杭州、温州、南通以及沈阳市场, 今年地产成交情况均有显著的复苏。同时, 公司在上海的两个棚改项目新湖青蓝国际和新湖明珠城的开发销售将在今年提速, 两个项目地处上海市中心区域, 区位优势显著, 预计会有比较好的销售业绩。

图52: 新湖中宝经营性现金流入情况



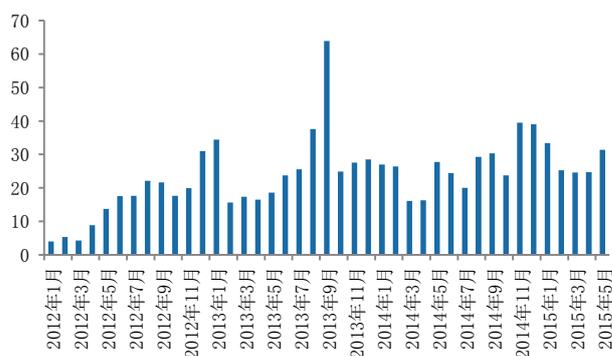
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图53: 杭州商品住宅成交面积 (万平方米)



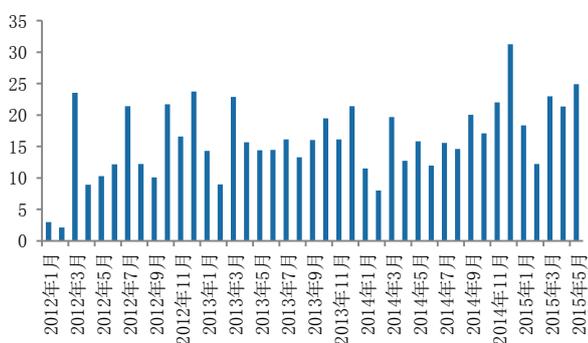
数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图54: 温州商品住宅成交面积 (万平方米)



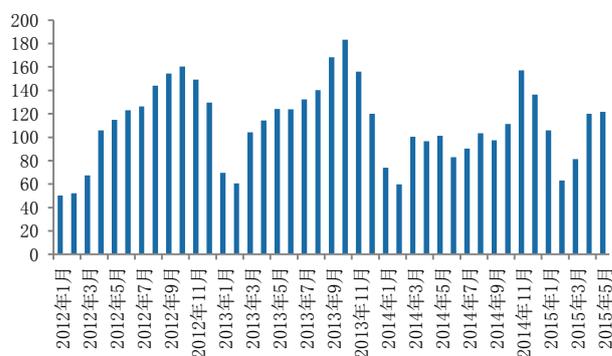
数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图55: 南通商品住宅成交面积 (万平方米)



数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图56: 沈阳商品住宅成交面积 (万平方米)



数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

毛利率未来将企稳回升，奠定利润增长基础

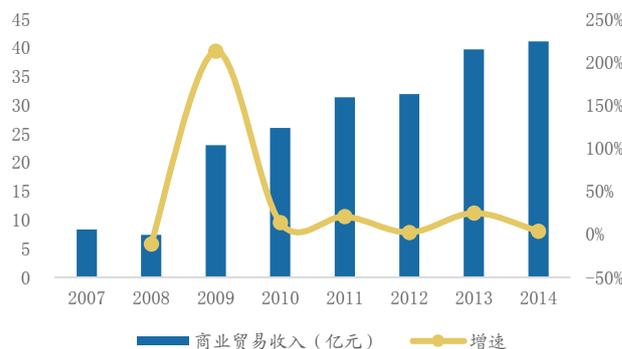
2014年，新湖中宝实现地产结算面积58.69万平方米，结算金额66.60亿元，同比增长20.86%，是营业收入大幅度增长的主要因素。商业贸易收入41.05亿元，基本与2013年持平，同比微增3.43%。2014年年末，公司预收账款余额约68亿元，与2013年年末基本持平，不过，公司存货中开发产品（已竣工，销售即可结算）余额接近50亿元，较2013年年末的29亿元大幅增加，因此，我们认为，新湖中宝的可结算资源充足，预计2015年公司地产结算收入增速在20%-30%。

图57: 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

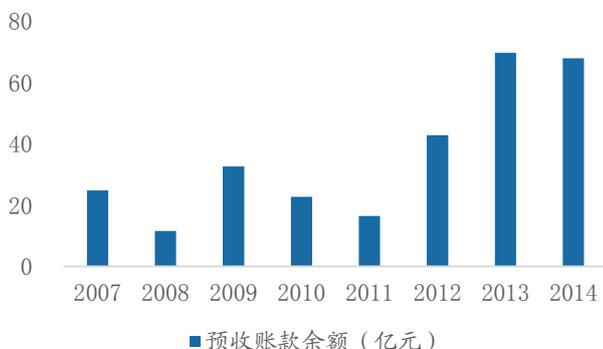
图58: 新湖中宝商业贸易收入



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

营业利润方面，2014年，新湖中宝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年二季度以来市场整体回暖，房价有望出现回升；并且，从预收账款情况来看，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）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59: 新湖中宝预收账款情况



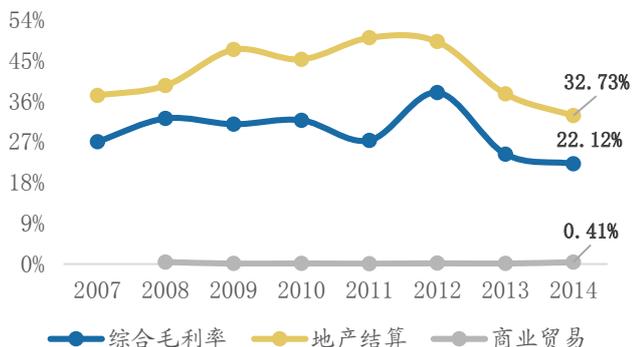
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图60: 新湖中宝存货-开发成本情况



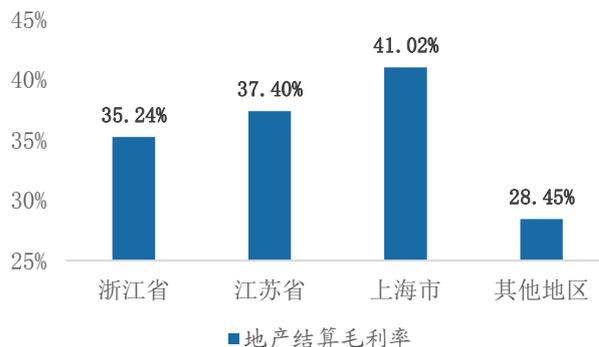
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图61: 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62: 新湖中宝地产结算毛利率 (2014年)



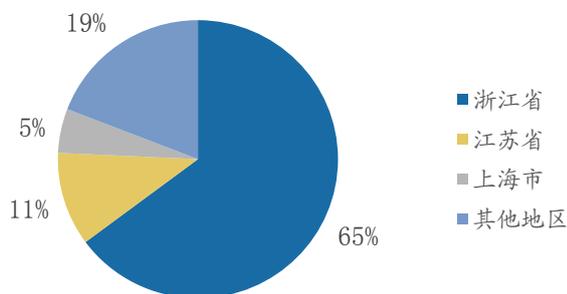
数据来源: 广发证券发展研究中心

图63: 新湖中宝销售均价和结算均价



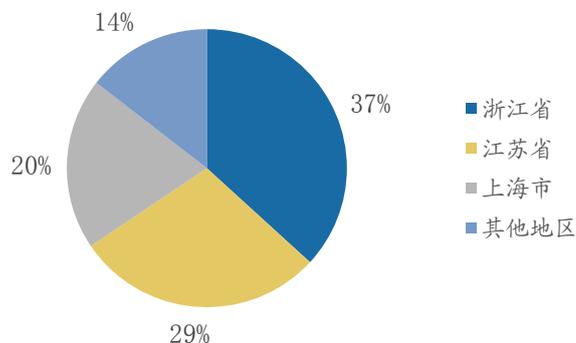
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图64: 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65: 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

土地储备量大质优，财务整体保持稳健

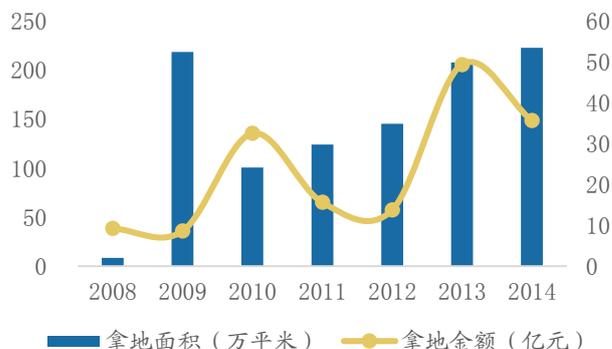
截至2014年年末，新湖中宝拥有土地储备建面2100万平方米，权益部分1700万平方米，2014年拿地建面90万平方米，新开工面积124万平方米，可售资源十分充足。特别值得一提的是，新湖中宝2009~2011年陆续在启东和温州等城市获得占地面积1200万平方米的以滩涂围垦为主的一级开发项目，通过围海吹沙等工作，在各地建设滨海新城，其参与的一级开发项目的土地成本极低，并且项目所处区域均为环渤海和长三角地区的重点城市，区位优势显著，长远来看，这些一级开发资源具备非常大的升值与变现空间，同时，也降低了公司获取土地的成本。目前，公司所有土地储备加权平均成本约1000-1200元/平米，优势显著。

图66: 新湖中宝土地储备情况



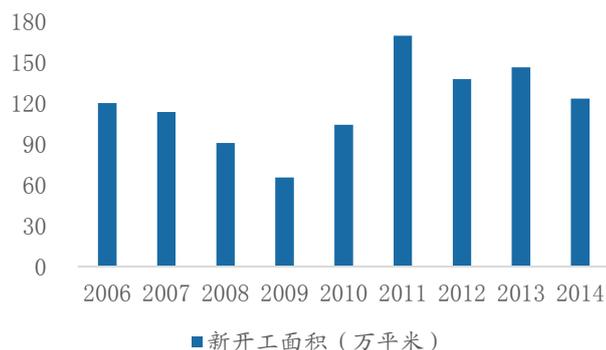
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图67: 新湖中宝拿地情况



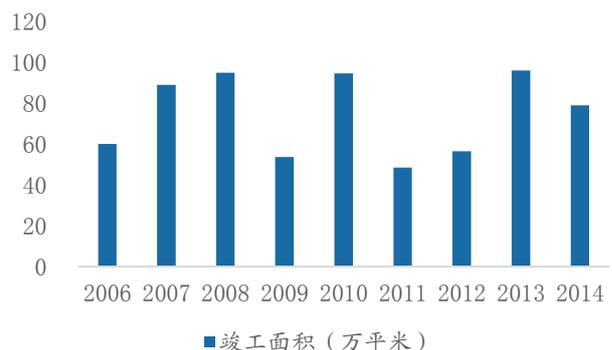
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图68: 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69: 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，新湖中宝在手货币资金128亿元，短期借款加一年内到期非流动负债余额137亿元，覆盖率约为93%，短期基本无偿债压力；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70: 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71: 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，新湖中宝公告再融资预案，拟非公开发行9.67亿股，发行底价为5.17元/股，募集资金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 13: 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 (万平方米) | 36.37 | 9.92 | 13.06 | 2.92 | --- |
| 总建筑面积 (万平方米) | 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，新湖中宝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，也将使得公司资产负债表更平衡，并助推公司新一轮的发展。

公司估值: 安全边际与发展空间兼备

优质地产资源估值: 量价回升带来向上重估

根据新湖中宝2014年年报披露的项目资源和最新披露的拿地情况，在WACC=10%的假设下，以及考虑到下半年市场存在量价齐升的可能，我们测算，新湖中宝二级开发项目权益净增加值约224亿元，同时，我们按照8年开发周期进行

测算，新湖中宝一级开发项目净权益增加值约144亿元，再加上租金收入对应稳态的净现值40亿元，新湖中宝全部地产资源贴现后的净权益增加值约为408亿元。

表 14：新湖中宝二级开发项目情况

| 项目名称 | 地区 | 权益 | 土地面积 (万平方米) | 建筑面积 (万平方米) | 未结算面积 (万平方米) | 净权益增加值 (亿元) |
|--|------|------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 沈阳·北国之春 | 辽宁沈阳 | 100% | 52.53 | 117.14 | 31.05 | 6.63 |
| 沈阳·新湖花园 | 辽宁沈阳 | 100% | 5.49 | 13.73 | 13.73 | 1.04 |
| 沈阳·仙林金谷 | 辽宁沈阳 | 100% | 26.82 | 43.65 | 42.06 | 6.24 |
| 沈阳·新湖湾 | 辽宁沈阳 | 100% | 28.30 | 38.36 | 38.36 | 5.45 |
| 于洪区于洪产业大道北4号出让地块 | 辽宁沈阳 | 100% | 14.64 | 21.96 | 21.96 | 1.09 |
| 天津·香格里拉 | 天津 | 100% | 14.51 | 14.01 | 7.14 | 0.56 |
| 天津静海·义乌商贸城 | 天津 | 100% | 62.55 | 91.54 | 88.60 | 6.57 |
| 滨州·新湖玫瑰园 | 山东滨州 | 100% | 12.38 | 5.52 | 5.16 | 0.58 |
| 泰安·新湖绿园 | 山东泰安 | 100% | 12.01 | 19.23 | 13.41 | 1.37 |
| 南京·仙林翠谷 | 江苏南京 | 100% | 63.70 | 50.80 | 36.42 | 5.36 |
| 苏州·明珠城 | 江苏苏州 | 100% | 104.11 | 205.08 | 142.03 | 13.93 |
| 南通·新湖长江公园 | 江苏南通 | 100% | 25.10 | 45.19 | 45.19 | 4.83 |
| 江苏省启东市寅阳镇 13124 ~ 13138 号合计共 15 幅出让地块 | 江苏南通 | 100% | 56.16 | 108.47 | 108.47 | 11.60 |
| 启东圆陀角度假区四幅出让地块 | 江苏南通 | 100% | 13.91 | 24.30 | 24.30 | 2.68 |
| 启东圆陀角度假区三幅出让地块 | 江苏南通 | 100% | 12.85 | 21.85 | 21.85 | 2.41 |
| 芜湖·长江长现代城 | 安徽芜湖 | 100% | 15.41 | 43.28 | 5.53 | 1.09 |
| 上海·新湖明珠城 | 上海 | 98% | 22.87 | 90.00 | 46.45 | 24.56 |
| 上海·青蓝国际 | 上海 | 100% | 6.48 | 32.53 | 32.53 | 18.00 |
| 杭州·香格里拉 | 浙江杭州 | 100% | 83.26 | 46.15 | 32.84 | 14.11 |
| 杭州·新湖果岭 | 浙江杭州 | 100% | 36.09 | 51.13 | 41.51 | 8.03 |
| 杭州·金色童年 | 浙江杭州 | 100% | 13.90 | 15.29 | 15.29 | 0.92 |
| 杭州·武林国际 | 浙江杭州 | 70% | 2.63 | 12.87 | 9.67 | 4.49 |
| 嘉兴·新中国国际 | 浙江嘉兴 | 51% | 18.63 | 49.00 | 49.00 | 2.92 |
| 海宁·百合新城 | 浙江海宁 | 50% | 94.23 | 125.47 | 50.17 | 7.83 |
| 衢州·新湖景城 | 浙江衢州 | 100% | 48.05 | 89.31 | 52.83 | 6.85 |
| 丽水·新湖国际 | 浙江丽水 | 100% | 19.11 | 47.01 | 36.71 | 7.66 |
| 乐清·海德公园 | 浙江温州 | 65% | 18.70 | 37.27 | 37.27 | 9.39 |
| 温州平阳县西湾围涂区块 | 浙江温州 | 51% | 11.18 | 27.96 | 27.96 | 1.14 |
| 温州平阳县西湾围涂区块 A-16 | 浙江温州 | 51% | 4.11 | 4.93 | 4.93 | 0.47 |
| 平阳县西湾围涂区块 B09、B10 合并地块， B14、B15 合并地块，B16、B17 合并地块 | 浙江温州 | 51% | 13.03 | 26.06 | 26.06 | 1.84 |
| 平阳县西湾围涂区块 B-27 地块、B-29、B-30 合并地块、B-31、B-32 合并地块 | 浙江温州 | 51% | 19.05 | 38.10 | 38.10 | 2.68 |
| 温州平阳县西湾围涂区块六幅出让地块 | 浙江温州 | 51% | 20.87 | 47.33 | 47.33 | 3.57 |

| | | | | | | |
|-------------------|------|------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 温州平阳西湾围涂区块三幅出让地块 | 浙江温州 | 51% | 12.73 | 41.25 | 41.25 | 3.38 |
| 温州平阳县西湾围涂区块四幅出让地块 | 浙江温州 | 100% | 19.35 | 35.85 | 35.85 | 6.05 |
| 温州平阳县西湾围涂区块两幅出让地块 | 浙江温州 | 100% | 8.91 | 17.83 | 17.83 | 2.99 |
| 瑞安万松城市综合体（规划中） | 浙江瑞安 | 60% | 15.98 | 40.70 | 40.70 | 5.94 |
| 兰溪·香格里拉 | 浙江兰溪 | 100% | 31.98 | 50.36 | 43.02 | 8.05 |
| 舟山·御景国际 | 浙江舟山 | 55% | 10.56 | 24.26 | 24.26 | 1.28 |
| 九江·柴桑春天 | 浙江九江 | 70% | 63.54 | 107.32 | 27.83 | 2.47 |
| 九江·庐山国际 | 浙江九江 | 70% | 40.69 | 96.46 | 83.22 | 6.75 |
| 合计 | | | 1156 | 2019 | 1508 | 224 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表15：新湖中宝一级开发项目情况

| 一级土地开发 | 区域 | 权益 | 占地面积 (万平方米) | 开发 时间 | 已完成海涂开发 面积(万平方米) | 净权益增加 值(亿元) |
|---------------------|----------|------|----------------|----------|---------------------|----------------|
| 启东·圆陀角岸线 综合整治工程 | 南通 启东 | 100% | 400 | 2010年 | 235.80 | 67 |
| 平阳·海涂开发 (温州西湾项目) | 温州 平阳 | 51% | 806 | 2011年 | 349.00 | 77 |
| 合计 | | | 1206 | | 584.8 | 144 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表16：新湖中宝地产资源净权益增加值

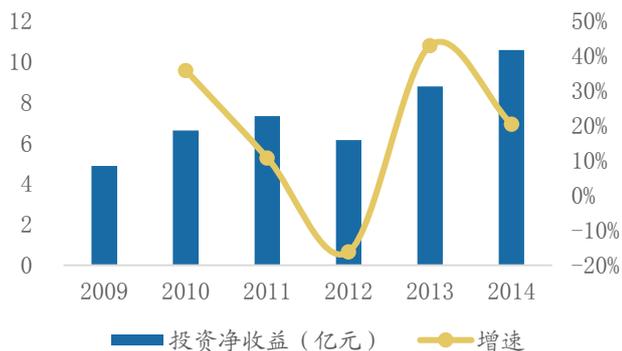
| 项目 | 数值 |
|-------------------|--------------|
| WACC | 10% |
| 二级开发项目净权益增加值 | 224亿元 |
| 一级开发项目净权益增加值 | 144亿元 |
| 租赁收入净增加值 | 40亿元 |
| 地产资源净权益增加值 | 408亿元 |

数据来源：广发证券发展研究中心

互联网金融生态系统估值：流量变现贡献利润

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，随着新湖中宝互联网金融生态系统的进一步搭建，将催化旗下金融企业的收入和利润持续释放，流量变现后的收益将使得新湖中标互联网金控平台的盈利能力大幅提升。我们预计，2015年，这部分贡献的投资收益在扣除所得税影响之后，净利润有望达10-15亿元的水平。如果考虑到互联网金融生态系统的价值，未来提升发展空间广阔。

图72: 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73: 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

盈利预测与投资评级

截至2014年12月31日, 新湖中宝归属母公司所有者的净资产为192亿元, 加上地产资源的权益净增加值408亿元, 公司整体RNAV价值为600亿元, 对应当前市值安全边际较高。我们认为, 新湖中宝的互联网金融生态系统正逐渐丰满, 在互联网时代浪潮下迎来蓬勃的发展机遇, 致力于成为连接“人与资本”的财富管理互联网平台, 并有望形成可比肩BAT (百度连接人与信息, 阿里巴巴连接人与商品, 腾讯连接人与人) 的互联网生态系统。我们预计, 公司15、16年EPS分别为0.18、0.22元, 维持“买入”评级。

风险提示

互联网金融生态系统推进不及预期。地产复苏情况低于预期。

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 至12月31日 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | |
| 流动资产 | 48,416 | 60,033 | 63,877 | 74,677 | 89,269 | 经营活动现金流 | -862 | -5,008 | -2,067 | -2,038 | -2,470 |
| 货币资金 | 10,050 | 12,752 | 9,500 | 12,000 | 16,000 | 净利润 | 975 | 1,146 | 1,579 | 1,944 | 2,406 |
| 应收及预付 | 4,208 | 1,973 | 3,109 | 4,137 | 5,447 | 折旧摊销 | 57 | 51 | 19 | 20 | 20 |
| 存货 | 32,385 | 42,790 | 48,929 | 56,202 | 65,484 | 营运资金变动 | -3,599 | -7,672 | -6,947 | -5,679 | -7,130 |
| 其他流动资产 | 1,774 | 2,519 | 2,339 | 2,339 | 2,339 | 其它 | 1,705 | 1,467 | 3,282 | 1,677 | 2,234 |
| 非流动资产 | 10,163 | 10,816 | 12,101 | 13,637 | 15,427 | 投资活动现金流 | -1,520 | 413 | -708 | -837 | -968 |
| 长期股权投资 | 6,208 | 6,533 | 7,709 | 9,058 | 10,616 | 资本支出 | -51 | -63 | -57 | -69 | -65 |
| 固定资产 | 240 | 241 | 244 | 246 | 249 | 投资变动 | -4,040 | -903 | -651 | -768 | -903 |
| 在建工程 | 6 | 4 | 53 | 97 | 137 | 其他 | 2,571 | 1,379 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 270 | 265 | 265 | 265 | 265 | 筹资活动现金流 | 4,523 | 6,541 | -478 | 5,375 | 7,438 |
| 其他长期资产 | 3,439 | 3,772 | 3,831 | 3,972 | 4,161 | 银行借款 | 21,685 | 23,747 | 15,235 | 19,955 | 25,544 |
| 资产总计 | 58,579 | 70,849 | 75,978 | 88,315 | 104,696 | 债券融资 | -13,794 | -19,295 | -13,732 | -12,235 | -15,107 |
| 流动负债 | 27,026 | 31,780 | 30,612 | 36,105 | 44,004 | 股权融资 | 50 | 5,437 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 2,828 | 3,083 | 1,524 | 1,996 | 2,554 | 其他 | -3,418 | -3,348 | -1,981 | -2,345 | -2,999 |
| 应付及预收 | 12,422 | 12,905 | 13,233 | 15,855 | 19,317 | 现金净增加额 | 2,141 | 1,946 | -3,252 | 2,500 | 4,000 |
| 其他流动负债 | 11,776 | 15,792 | 15,855 | 18,255 | 22,133 | 期初现金余额 | 5,199 | 7,340 | 9,286 | 6,034 | 8,534 |
| 非流动负债 | 17,387 | 18,563 | 23,628 | 28,527 | 34,603 | 期末现金余额 | 7,340 | 9,286 | 6,034 | 8,534 | 12,534 |
| 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 |

| 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 | 62.9 | 59.2 | 56.9 | 46.2 | 37.4 |
| P/B | 4.9 | 4.2 | 4.0 | 3.7 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 29.2 | 65.4 | 83.8 | 64.2 | 49.9 |

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。