



上市公司公告点评

证券研究报告
房地产行业

增持 维持

新湖中宝 (600208)

2014年8月13日

参与大智慧重组，互联网金融战略正式起步

2014年8月4日收盘价：3.55元
6个月目标价：4.97元

房地产行业首席分析师：涂力磊

SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747

房地产行业分析师：谢 盐

SAC 执业证书编号：S0850511010019
xiey@htsec.com
021-23219436

事件：

2014年8月13日，公司公告称，公司及参股48%的新湖控股拟与大智慧及其全资子公司上海大智慧财汇数据科技有限公司签署《重组意向书》，具体情况如下：大智慧及其全资子公司财汇科技拟与湘财证券现有全体股东签订《重组意向书》，大智慧、财汇科技拟通过向湘财证券股东非公开发行大智慧股份及支付现金的方式购买湘财证券100%的股份，并募集配套资金27亿元。公司直接持有湘财证券1.1亿股，占3.44%。公司参股48%的新湖控股直接持有湘财证券22.75亿股，占71.15%。财汇科技将以现金方式购买新湖控股持有的湘财证券1.12亿股，占3.5%，大智慧将以新增发行股份方式购买新湖控股持有的湘财证券21.63亿股，占67.65%，大智慧将以新增发行股份方式购买公司直接持有的湘财证券1.1亿股，占3.44%。同样，湘财证券其他股东所持该公司的其余股份由大智慧以新增发行股份作为对价进行购买。与此同时，大智慧将通过非公开发行股票方式募集不超过27亿元的配套资金用于向湘财证券增加资本金。

本次公告所述意向书仅为湘财证券股东与大智慧等之间签署的意向协议，尚需对本次重组方案进行详细论证，并签署正式协议；正式协议需提交公司董事会和股东大会审议后生效。

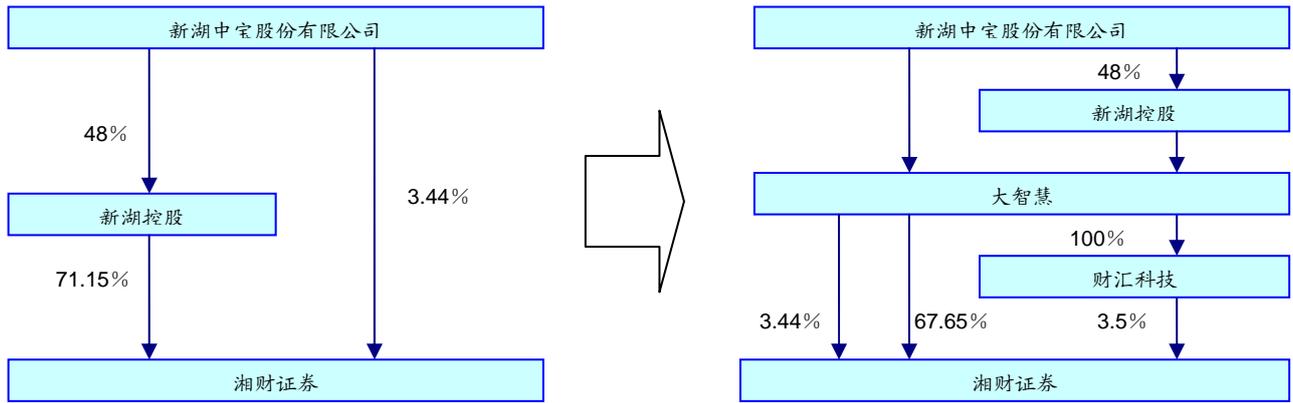
投资建议：

公司土体储备充足，重组后启动互联网金融将有利整合公司旗下金融资产。维持“增持”评级。公司项目储备权益建面达1601万平（土地成本较低廉），海涂开发储备811万平（属大型城镇化综合项目），土地储备量居于同类地产公司首位。2014年，公司计划实现结算额90.73亿元，同比增长64.63%。同时，公司参股金融企业（本次参股温州银行13.96%股权有望分享温州金融改革红利）和投资矿产实现了多元化经营。公司目前抢先试水房地产融资用于棚户区改造，一旦尝试成功将推升业绩同时带来债务结构改善。而大股东增持凸显对公司价值认可。我们预计公司2014、2015年EPS分别是0.18和0.26元，对应RNAV是6.22元。截至8月4日（公司因重大事项待披露停牌，复牌日为8月13日），公司收盘于3.55元，对应2014、2015年PE分别为19.21倍和13.46倍。公司土体储备充足，具有互联网金融概念，我们以RNAV打8折作为目标价，对应4.97元，维持“增持”评级。

主要分析：

1. 公司参与大智慧重组。大智慧将直接和通过财汇科技间接持有湘财证券100%股权，同时公司将直接和通过新湖控股间接参股大智慧（具体参股比例需等待湘财证券估值公布），同时大智慧定增募集27亿元资金补充湘财证券资本金。2014年8月13日，公司公告称，公司及参股48%的新湖控股拟与大智慧及其全资子公司上海大智慧财汇数据科技有限公司签署《重组意向书》，具体情况如下：大智慧及其全资子公司财汇科技拟与湘财证券现有全体股东签订《重组意向书》，大智慧、财汇科技拟通过向湘财证券股东非公开发行大智慧股份及支付现金的方式购买湘财证券100%的股份，并募集配套资金27亿元。公司直接持有湘财证券1.1亿股，占3.44%。公司参股48%的新湖控股直接持有湘财证券22.75亿股，占71.15%。财汇科技将以现金方式购买新湖控股持有的湘财证券1.12亿股，占3.5%，大智慧将以新增发行股份方式购买新湖控股持有的湘财证券21.63亿股，占67.65%，大智慧将以新增发行股份方式购买公司直接持有的湘财证券1.1亿股，占3.44%。同样，湘财证券其他股东所持该公司的其余股份由大智慧以新增发行股份作为对价进行购买。与此同时，大智慧将通过非公开发行股票方式募集不超过27亿元的配套资金用于向湘财证券增加资本金。

图 1 公司参与大智慧重组前后对湘财证券和大智慧的参股情况



资料来源：公司 2014.8.13 《关于与上海大智慧股份有限公司等签署重组意向书的公告》、海通证券研究所

1) 本次重组湘财证券 100%股权定价不超过 90 亿元，对应 2014 年动态 PE 估值为 22.7 倍。根据《重组意向书》，本次交易中湘财证券 100%股份的作价尚需根据有证券业务资质的评估机构出具的评估结果协商确定，但原则上不超过 90 亿元。根据 8 月 12 日收盘价，剔除光大证券和太平洋证券两家 PE 估值特殊的数据点，则目前 A 股上市券商的 2013 年静态 PE 估值为 38.41 倍，2014 年动态 PE 估值是 33.75 倍。

表 1 注入公司的 PE 估值测算（按 2014.8.12 收盘价计算）

证券代码	证券简称	总市值 亿元	市净率 倍	EPS (元/股)			PE(倍)		
				2013	14E	15E	2013	14E	15E
600030.SH	中信证券	1457.54	1.62	0.48	0.62	0.74	27.56	21.24	17.85
600837.SH	海通证券	969.02	1.53	0.42	0.54	0.62	24.07	18.83	16.20
600999.SH	招商证券	647.03	1.66	0.48	0.47	0.55	23.29	23.59	20.38
000776.SZ	广发证券	626.26	1.83	0.48	0.57	0.65	22.04	18.59	16.35
601901.SH	方正证券	499.69	1.73	0.18	0.18	0.24	33.48	32.85	25.38
601688.SH	华泰证券	486.64	1.34	0.39	0.48	0.55	22.01	18.15	15.76
000783.SZ	长江证券	287.87	2.26	0.42	0.26	0.30	14.45	23.31	20.45
600109.SH	国金证券	284.57	4.24	0.25	0.40	0.51	89.76	54.36	43.13
601377.SH	兴业证券	276.64	2.13	0.27	0.34	0.41	39.41	31.69	25.77
600369.SH	西南证券	265.32	1.81	0.27	0.32	0.41	34.81	29.09	23.16
000728.SZ	国元证券	236.08	1.47	0.34	0.44	0.51	35.35	27.19	23.68
000750.SZ	国海证券	228.96	3.72	0.15	0.15	0.20	66.07	65.33	50.54
601555.SH	东吴证券	226.26	1.76	0.19	0.22	0.28	44.11	37.53	30.12
002500.SZ	山西证券	191.42	2.78	0.11	0.13	0.15	69.09	59.98	51.32
000686.SZ	东北证券	164.21	2.10	0.49	0.28	0.31	17.12	29.73	27.00
002673.SZ	西部证券	143.16	3.01	0.23	0.25	0.30	51.87	48.54	39.14
							38.41	33.75	27.89

资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

而湘财证券的 2013 年的 EPS 是 0.041 元/股，2014 年上半年的 EPS 是 0.062 元/股，则按照 2013 年 EPS 测算的湘财证券合理估值为 50.34 亿元（对应股价是 1.57 元/股），按照 2014 年 EPS 测算的湘财证券合理估值是 133.81 亿元（假设 2014 年业绩是上半年的两倍，对应股价是 4.19 元/股）。根据《重组意向书》湘财证券 100%股份作价不超过 90 亿元对应的股价是 2.81 元/股，对应的 2014 年 PE 估值是 22.7 倍。

表 2 湘财证券的合理估值测算

序号	项目名称	测算
1	A 股上市券商的 2013 年平均 PE 估值（倍）	38.41
2	湘财证券 2013 年的 EPS（元/股）	0.041
3	按 2013 年业绩测算的湘财证券合理每股价格测算（元/股）	1.57
4	按 2013 年业绩测算的湘财证券估值测算（亿元）	50.34
5	A 股上市券商的 2014 年平均 PE 估值（倍）	33.75
6	湘财证券 2014 年上半年的 EPS（元/股）	0.062
7	假设湘财证券 2014 年的 EPS（元/股）	0.124=0.062*2
8	按 2013 年业绩测算的湘财证券合理每股价格测算（元/股）	4.19
9	按 2013 年业绩测算的湘财证券估值测算（亿元）	133.81
10	根据《重组意向书》湘财证券 100%股份作价不超过 90 亿元	90.00
11	根据《重组意向书》湘财证券 100%股份作价不超过 90 亿元对应的股价（元/股）	2.81
12	根据《重组意向书》湘财证券 100%股份作价不超过 90 亿元对应的 2014 年 PE 估值（倍）	22.70

资料来源：公司 2014.8.13 《关于与上海大智慧股份有限公司等签署重组意向书的公告》、海通证券研究所

2) 未来有望通过互联网金融进一步整合公司旗下金融资产。我们认为，本次交易系公司在互联网金融领域的重大战略布局。通过此次交易可全面、深入整合大智慧和湘财证券的业务资源，搭建真正以互联网为基础的业务平台。未来，各方将在此平台基础上进一步整合拓展相关资源，以分享互联网金融的巨大成长空间。

表 3 公司旗下参股金融子公司情况

参股公司	持股数（万股）	持股比例（%）
大智慧股份有限公司	8905	4.48
长城证券有限责任公司	1492	0.72
新潮期货有限公司	20625	91.67
盛京银行股份有限公司	30000	7.32
湘财证券有限责任公司	11000	3.44
温州银行股份有限公司	35000	13.96
锦泰财产保险股份有限公司	20000	18.18
新潮控股有限公司		48.00
上海钻石交易所		5.00
香港新潮投资有限公司		100.00
上海新潮瑞丰金融服务有限公司		91.67

资料来源：公司 2013 年年报、海通证券研究所

2. 投资建议：公司土体储备充足，重组后启动互联网金融将有利整合公司旗下金融资产。维持“增持”评级。公司项目储备权益建面达 1601 万平（土地成本较低廉），海涂开发储备 811 万平（属大型城镇化综合项目），土地储备量居于同类地产公司首位。2014 年，公司计划实现结算额 90.73 亿元，同比增长 64.63%。同时，公司参股金融企业（本次参股温州银行 13.96% 股权有望分享温州金融改革红利）和投资矿产实现了多元化经营。公司目前抢先试水房地产融资用于棚户区改造，一旦尝试成功将推升业绩同时带来债务结构改善。而大股东增持凸显对公司价值认可。我们预计公司 2014、2015 年 EPS 分别是 0.18 和 0.26 元，对应 RNAV 是 6.22 元。截至 8 月 4 日（公司因重大事项待披露停牌，复牌日为 8 月 13 日），公司收盘于 3.55 元，对应 2014、2015 年 PE 分别为 19.21 倍和 13.46 倍。公司土体储备充足，具有互联网金融概念，我们以 RNAV 打 8 折作为目标价，对应 4.97 元，维持“增持”评级。

3. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。本次公告所述意向书仅为湘财证券股东与大智慧等之间签署的意向协议，尚需对本次重组方案进行详细论证，并签署正式协议；正式协议需提交公司董事会和股东大会审议后生效。



损益表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业总收入	8140	6688	9909	9209	11693	13314
增长率(%)	27.60	-17.83	48.15	-7.06	26.98	13.86
营业成本	5558	4865	6158	6975	10277	11004
营业成本/销售收入(%)	68.27	72.73	62.14	75.74	87.89	82.65
毛利	2,583	1,824	3,751	2,234	1,416	2,310
毛利率(%)	31.73	27.27	37.86	24.26	12.11	17.35
营业税金及附加	-460	-386	-218	-459	-234	-266
营业税金及附加/销售收入(%)	5.66	5.76	2.20	4.98	2.00	2.00
营业费用	-190	-248	-256	-321	-351	-399
营业费用/销售收入(%)	2.34	3.71	2.58	3.49	3.00	3.00
管理费用	-236	-261	-270	-308	-234	-266
管理费用/销售收入(%)	2.90	3.90	2.72	3.34	2.00	2.00
息税前利润 (EBIT)	1,696	930	3,007	1,146	598	1,378
EBIT/销售收入(%)	20.83	13.90	30.35	12.44	5.11	10.35
财务费用	-179	-288	-413	-614	-591	-936
财务费用/销售收入(%)	2.20	4.31	4.17	6.66	5.06	7.03
资产减值损失	-40	19	-177	-144	8	0
公允价值变动收益	0	-2	0	1	51	0
投资收益	661	732	614	877	1,140	1,368
投资收益/税前利润(%)	29.85	39.05	18.70	65.41	76.88	64.65
营业利润	2,137	1,391	3,032	1,267	1,205	1,810
营业利润率(%)	26.25	20.79	30.60	13.75	10.31	13.60
营业外收支	76	484	252	74	278	305
税前利润	2,213	1,874	3,285	1,341	1,483	2,116
利润率(%)	27.19	28.02	33.15	14.56	12.68	15.89
所得税	-479	-418	-950	-366	-326	-465
所得税率(%)	21.64	22.30	28.93	27.30	22.00	22.00
净利润	1,734	1,456	2,334	975	1,157	1,650
少数股东损益	174	49	25	-9	0	0
归属于母公司的净利润	1,560	1,407	2,309	983	1,157	1,650
净利率(%)	19.16	21.04	23.31	10.68	9.89	12.40

现金流量表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	1,734	1,456	2,334	975	1,157	1,650
少数股东损益	0	0	0	0	-42	-80
非现金支出	91	36	238	206	225	237
非经营收益	-451	-290	-248	-107	-923	-763
营运资金变动	-3780	-3752	-2441	-1935	-1246	-2147
经营活动现金净流	-2405	-2550	-116	-862	-829	-1103
资本开支	34	472	185	50	162	204
投资	-583	-1,310	-75	-1,401	-894	-600
其他	193	382	130	-68	-9	-32
投资活动现金净流	-424	-1,401	-130	-1,520	-1,065	-836
股权募资	483	324	269	50	253	323
债权募资	3246	4202	4656	7891	6587	6800
其他	-900	-1954	-2559	-3419	-2727	-2610
筹资活动现金净流	2828	2572	2367	4522	4112	4513
现金净流量	-1	-1,379	2,121	2,141	2,218	2,574

资料来源: 公司2010-2013年年报、海通证券研究所

资产负债表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	6213	5121	7266	10050	10882	13593
应收款项	93	35	4311	3122	4275	4114
存货	13516	20282	23923	32385	37189	38651
其他流动资产	3034	2186	2504	2860	4307	5968
流动资产	22856	27625	38004	48416	52443	61325
流动资产/总资产(%)	80.33	78.24	81.80	82.65	86.56	98.84
长期投资	4610	5988	6950	7148	5981	5981
固定资产	532	511	287	246	482	450
固定资产/总资产(%)	1.87	1.45	0.62	0.42	0.80	0.73
无形资产	305	963	964	991	1220	925
非流动资产	5597	7683	8455	10163	9461	9134
非流动资产/总资产(%)	19.67	21.76	18.20	17.35	15.62	14.72
资产总计	28,453	35,308	46,460	58,579	60,587	62,042
短期借款	3922	6860	10915	10710	11659	12459
应付款项	4589	4565	7450	10805	11866	10147
其他流动负债	3954	2587	3557	5261	4351	5075
流动负债	12568	14166	22149	27026	27876	27680
长期贷款	5136	7129	6853	13026	13024	13024
其他长期负债	1770	2662	3544	4362	4360	4360
负债	19,474	23,956	32,546	44,413	45,259	45,063
普通股股东权益	8,480	9,780	12,573	12,900	14,062	15,713
少数股东权益	499	1572	1340	1266	1266	1266
负债股东权益合计	28,453	35,308	46,460	58,579	60,587	62,042

比率分析

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标(元)						
每股收益	0.30	0.23	0.37	0.16	0.18	0.26
每股净资产	1.65	1.57	2.01	2.06	2.25	2.51
每股经营现金净流	-0.47	-0.41	-0.02	-0.14	-0.13	-0.18
每股股利	0.23	0.00	0.06	0.06	0.00	0.00
回报率(%)						
净资产收益率	18.40	14.39	18.37	7.62	8.23	10.50
总资产收益率	5.48	3.99	4.97	1.68	1.91	2.66
投入资本收益率	15.46	4.63	11.34	3.77	1.90	4.43
增长率(%)						
营业总收入增长率	27.60	-17.83	48.15	-7.06	26.98	13.86
EBIT增长率	33.29	-45.18	223.51	-61.89	-47.85	130.66
净利润增长率	35.63	-9.79	64.11	-57.43	17.65	42.68
总资产增长率	29.65	24.09	31.58	26.09	112.94	2.40
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	0	1	2	0	1	3
存货周转天数	779	1268	203	0	1302	633
应付账款周转天数	105	151	91	0	130	99
固定资产周转天数	24	28	14	10	16	13
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	47.07	90.30	85.45	106.27	99.09	78.20
EBIT利息保障倍数(倍)	9.46	3.23	7.28	1.87	1.01	1.47
资产负债率	68.44	67.85	70.05	75.82	74.70	72.63

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、广宇发展（000537.SZ）、天房发展（600322.SH）、栖霞建设（600533）、张江高科（600895.SH）、陆家嘴（600663.SH）、浦东金桥（600639.SH）、南京高科（600064.SH）、苏州高新（600736.SH）、黑牡丹（600510.SH）、天津松江（600225.SH）和外高桥（600648.SH）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。