

新湖中宝 (600208.SH)

好风凭借力，扬帆正当时

核心观点:

● 大智慧吸收合并湘财证券方案落地

大智慧拟通过现金及增发股份的方式购买湘财证券 100% 股权，交易完成后，新湖中宝将直接和间接持有大智慧 5.05 亿股，持股比例约为 13.14%。

● 用户+账户+牌照+资金，互联网金控平台空间广阔

大智慧用户规模数量领先，联姻湘财证券（民企机制+规模适中+合作渊源）打造互联网券商作为互联网金控平台的突破口。新湖国内金融牌照资源的丰富积累，并积极筹划海外金融资源获取，平台流量变现空间广阔。

● 地产业务区域回暖预期增强，财务状况整体保持健康

公司土地储备资源充足，1900 万方二级+800 万方一级开发资源。可售资源集中的城市如杭州、温州、南通和沈阳，已经全面放开限购，并且在央行 930 和降息的环境下，成交恢复情况都十分良好。前次增发募集资金约 54 亿元，现金流和净负债率指标得到极大改善，目前公司财务稳健。

● 公司价值再测算：潜在价值或将近千亿元

目前公司净资产 184 亿；地产业务，降息和成交回暖有利于提高 RNAV，增值测算约 300 亿元；互联网金融方面，牌照资源嫁接到大智慧湘财证券互联网金控平台，业务规模有望快速发展，预计 2015 年公司投资收益或超 10 亿，50x PE 对应公司互联网金控平台业务的整体估值约 500 亿。

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

大智慧与湘财证券的联姻，为公司互联网金控平台模式成型奠定基础，新湖金融牌照资源对接平台则是连接了人与资本，有望跻身成为 BATD。

● 风险提示

吸收合并方案最终落实存在不确定性。互联网金控平台发展低于预期。

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)	23.95	55.38	45.13	36.71	30.11
市净率(P/B)	4.41	4.30	4.38	3.91	3.46
EV/EBITDA	12.71	29.18	84.91	47.78	35.67

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

8.77 元

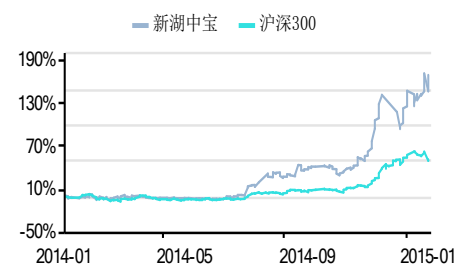
前次评级

买入

报告日期

2015-01-23

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:

双轮驱动，健康发展	2014-12-22
地产业务稳健，互联网金融平台启航	2014-09-14
互联网金融平台顺利搭建	2014-08-13

联系人：金山 021-60750652

jinsan@gf.com.cn

大智慧吸收合并湘财证券方案落地

2015年1月22日，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、山西和信、华升股份等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。

表1: 交易完成前湘财证券股权结构

序号	股东名称	持股比例
1	新湖控股有限公司	71.15%
2	国网英大国际控股集团有限公司	17.97%
3	新湖中宝股份有限公司	3.44%
4	山西和信电力发展有限公司	2.37%
5	湖南华升股份有限公司	2.29%
6	湖南电广传媒股份有限公司	1.13%
7	中国钢研科技集团有限公司	0.61%
8	青海省投资集团有限公司	0.26%
9	西安大唐医药销售有限公司	0.19%
10	伊犁农四师国有资产投资有限责任公司	0.17%
11	长城信息产业股份有限公司	0.10%
12	上海黄浦投资(集团)发展有限公司	0.10%
13	金瑞新材料科技股份有限公司	0.08%
14	深圳市仁亨投资有限公司	0.06%
15	湖南大学资产经营有限公司	0.05%
16	湖南嘉华资产管理有限公司	0.03%
	合 计	100.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

发行价格方面，大智慧拟向新湖控股、新湖中宝等16家公司发行股份的价格为6.05元/股，拟向其他特定投资者募集配套资金的发行价格不低于5.45元/股。发行股份数量方面，按照标的资产（湘财证券96.5%股权）交易价格约85亿元计算，大智慧拟向新湖控股增发约9.5亿股股份，拟向新湖中宝增发约0.48亿股。大智慧增发和配套融资（以底价5.45元/股计算）完成后，总股本将升至约38.39亿股，其中新湖控股将直接持有约9.5亿股，新湖中宝将直接持有约0.48亿股。考虑到新湖中宝持有新湖控股48%的股权，那么，新湖中宝将直接和间接持有大智慧约5.05亿股，持股比例约为13.14%。

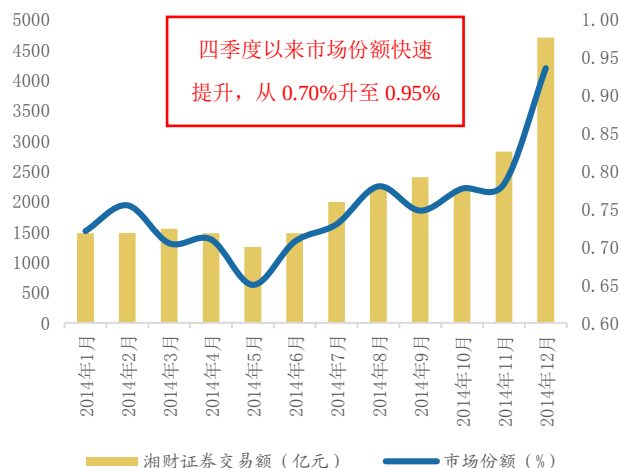
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：大智慧湘财证券自助开户



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

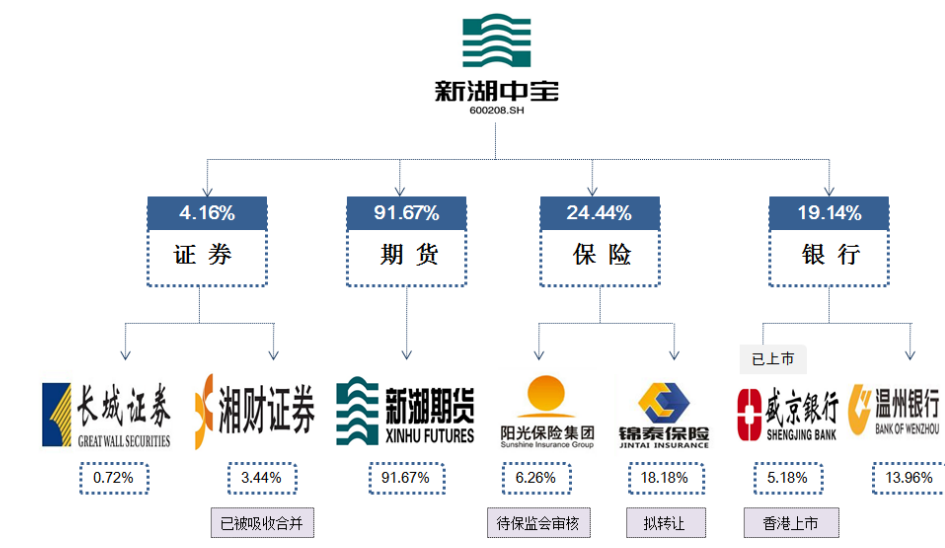
图3：湘财证券会员交易量及其市场份额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

更重要的是，新湖在金融牌照资源上的全方位布局，则为大智慧用户流量变现提供了强大的基础。截至目前，除了湘财证券外，新湖中宝拥有证券（长城证券0.72%股权）、期货（新湖期货91.67%股权）、银行（盛京银行5.18%股权、温州银行13.96%股权）和保险（阳光保险6.26%股权，尚待保监会审批）等丰富的金融牌照资源。我们预计，公司未来一方面会增加对已拥有牌照资源的股权投资力度，另一方面也会加大对其他金融牌照的获取力度，为新湖互联网金控平台的流量变现提供更多的渠道和更强的基础。2015年1月22日，新湖中宝公告，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，委托财产管理金额不超过8.5亿美元，主要投资于结构化金融产品、香港上市公司股票等，依托该资产管理计划，有利于新湖中宝在海外获取优质金融股权资源。

图4：新湖中宝金融牌照资源一览图

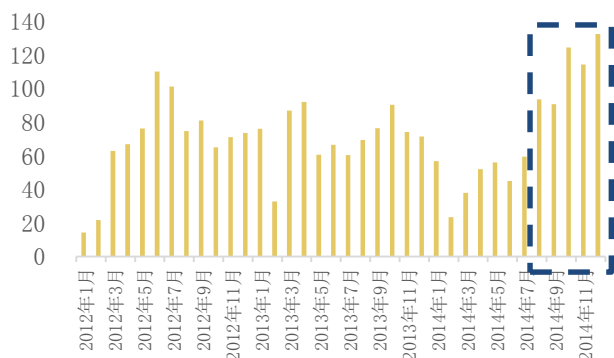


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

地产业务区域回暖预期增强

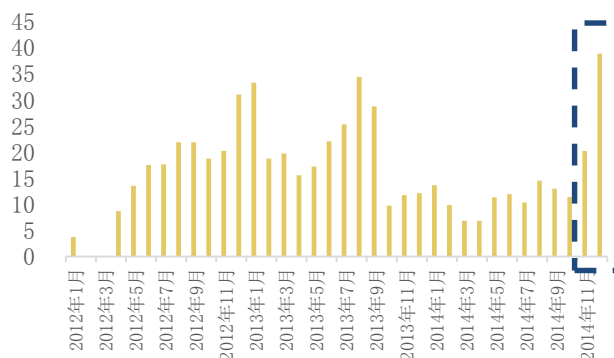
2014年前三季度，新湖中宝经营性现金流流入68亿元，销售较前期略有压力，主要是因为2014年初江浙地区房地产市场负向波动较大。伴随2014年四季度起政策环境友好和信贷货币环境改善，公司销售预计也将回暖。从目前的情况来看，公司可售资源集中的城市如杭州、温州、南通和沈阳，已经全面放开限购，并且在央行930和降息的环境下，成交恢复情况都十分良好。

图5：杭州商品住宅成交面积（万平方米）



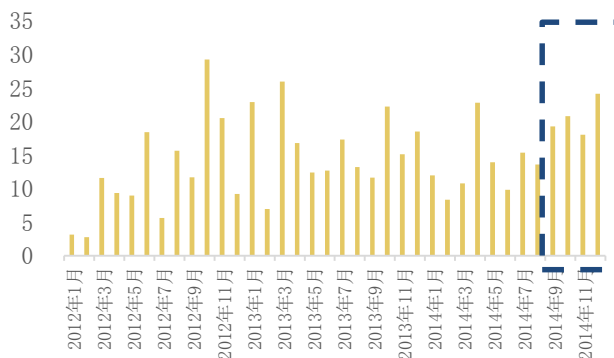
数据来源：CRIC，广发证券发展研究中心

图6：温州商品住宅成交面积（万平方米）



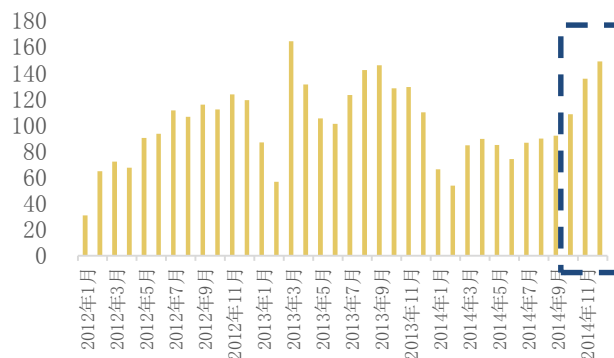
数据来源：CRIC，广发证券发展研究中心

图7：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

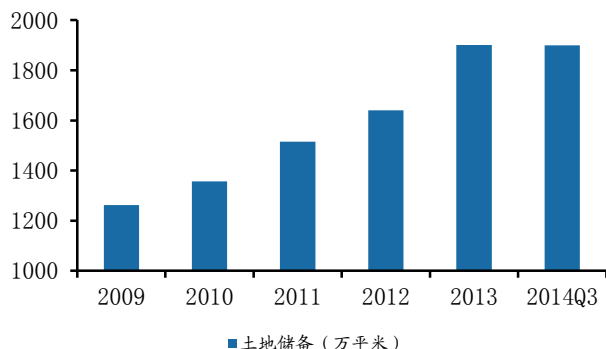
图8：沈阳商品住宅成交面积（万平方米）



数据来源：CRIC，广发证券发展研究中心

新湖中宝土地储备资源充足，截至2014年三季度末，公司在建及规划中项目共33个，总占地面积超过1100万平方米，规划建筑面积超过1900万平方米。同时，公司参与一级开发土地项目超过800万方，一二级联动的土地获取成本较低，且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。

图9：新湖中宝二级土地储备总量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：新湖中宝拿地楼面价

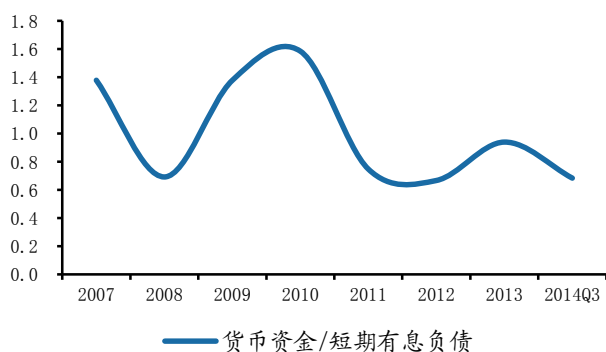


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

财务状况整体保持健康

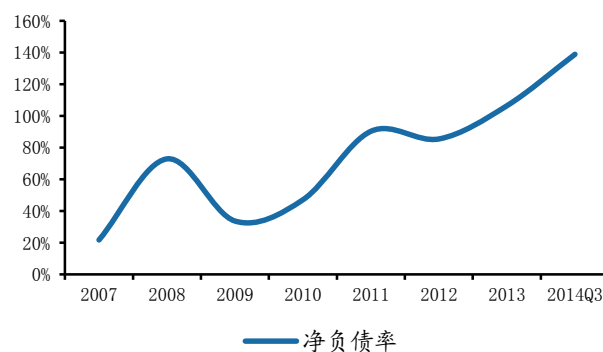
截至2014年三季度末，新湖中宝在手货币资金约95亿元，短期借款约59亿元，一年内到期的非流动负债约80亿元，长期借款约140亿元，所有者权益约143亿元。短期看公司存在一定的资金偿付压力。2014年12月，公司前次定向增发成功，募集资金约54亿元，公司的货币资金/短期有息负债和净负债率指标得到了极大的改善，这也将体现在年报的财务数据中体现。整体来看，目前公司的财务状况健康。

图11：新湖中宝货币资金/短期有息负债



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：新湖中宝净负债率



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。

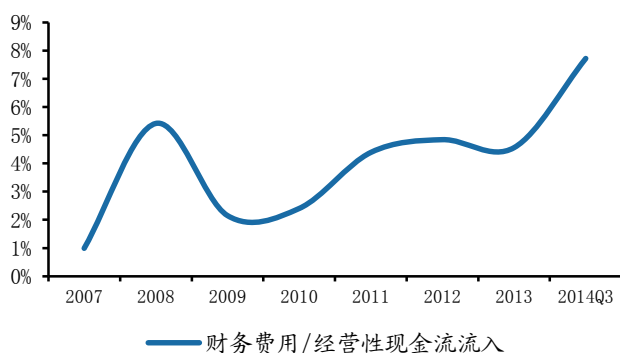
表 2: 新湖中宝募投资金用途情况 (2014 年 12 月定增预案)

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

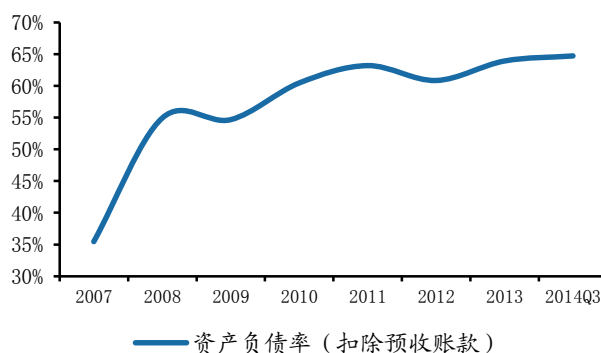
目前公司的综合融资成本约为年9.80%，上述50亿元的融资预案若顺利实施，将进一步减轻公司的财务费用支出压力，也将使得公司的资产负债表更为平衡。

图13: 财务费用支出/经营性现金流流入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 公司资产负债率 (扣除预收账款)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司价值再测算: 潜在价值或将近千亿元

2014年三季度末, 新湖中宝的归属母公司所有者权益合计约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, 目前公司的净资产约为184亿元。

地产业务方面, 降息有利于资金成本的下降, 并且公司地产业务布局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增值约为70亿元, 因此, 公司地产业务的RNAV增值约为300亿元。

互联网金融方面, 我们预计, 新湖中宝手中的金融牌照资源, 在嫁接到智慧湘财证券互联网金融平台之后, 旗下证券、保险、期货等金融业务规模将呈现快速发展

的态势，这点从湘财证券的表现即可见一斑。公司过去几年通过参股金融企业每年的投资收益规模（扣除处置股权的一次性收益）稳定在5亿元左右，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。

表3：新湖中宝金融牌照资源具体情况（交易完成后）

公司简称	获取时间	获取数量 (万股)	最新持股 比例	最新账面 价值(亿元)	获得方式/备注
长城证券	2003年8月	492	0.72%	0.71	参与出资
	2008年1月	1000			受让股份
新货期货	---	持股比例 91.67%	91.67%	4.17	上市前就在体内
盛京银行	2008年1月	30000	6.82%	18.33	参与增资扩股
温州银行	2013年8月	35000	13.96%	13.30 已通过银监会审批	参与定向增发
阳光保险	2014年7月	42000	6.26%	18.90 尚待保监会审批	关联交易，从新湖 控股收购

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

综上所述，公司整体的潜在价值约为984亿元（184+300+500），相对于当前市值712亿元仍有接近40%的潜在上升空间。公司在互联网金融的时代浪潮下迎来历史机遇，大智慧与湘财证券的联姻，为公司互联网金控平台模式成型奠定基础，而各类金融牌照资源的积累打开了平台流量变现的空间，反过来也将促进旗下金融企业规模的迅速发展。我们预计，公司14、15年EPS分别为0.20、0.24元，基于对互联网金控平台连接人与资本、形成BATD的广阔前景，维持“买入”评级。

风险提示

吸收合并方案最终落实存在不确定性。互联网金控平台发展低于预期。

资产负债表		单位：百万元				
至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	38,004	48,416	55,610	63,091	72,142	
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	
非流动资产	8,455	10,163	11,470	13,043	14,885	
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	
资产总计	46,460	58,579	67,080	76,134	87,027	
流动负债	22,149	27,026	35,279	41,586	49,149	
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	
非流动负债	10,397	17,387	14,234	15,004	15,922	
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	
负债合计	32,546	44,413	49,514	56,589	65,071	
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	
归属母公司股东权益	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	
负债和股东权益	46,460	58,579	67,080	76,134	87,027	

利润表		单位：百万元				
至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	9,909	9,209	10,133	13,148	16,374	
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	
营业利润	3,032	1,267	2,542	2,507	3,051	
营业外收入	266	85	0	0	0	
营业外支出	14	11	0	0	0	
利润总额	3,285	1,341	2,542	2,507	3,051	
所得税	950	366	916	528	639	
净利润	2,334	975	1,626	1,978	2,412	
少数股东损益	25	-9	49	40	48	
归属母公司净利润	2,309	983	1,577	1,939	2,363	
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	
经营活动现金流	-116	-862	791	2,311	2,611	
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	
投资活动现金流	-130	-1,520	-633	-798	-926	
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	
筹资活动现金流	2,367	4,523	1,729	-1,262	-35	
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	
现金净增加额	2,121	2,141	1,887	251	1,650	
期初现金余额	3,078	5,199	7,340	9,227	9,478	
期末现金余额	5,199	7,340	9,227	9,478	11,128	

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力(%)						
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%	
获利能力(%)						
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%	
偿债能力						
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	
营运能力						
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	
每股指标(元)						
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	
估值比率						
P/E	23.9	55.4	45.1	36.7	30.1	
P/B	4.4	4.3	4.4	3.9	3.5	
EV/EBITDA	12.7	29.2	84.9	47.8	35.7	

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。