



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）

2015年3月9日

参与歌华有限定增，推动互联网金融发展

2015年3月6日收盘价：7.16元
6个月目标价：9.77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
xiexy@htsec.com
021-23219436

事件：

2015年3月7日，公司公告称，公司拟以现金3亿元认购歌华有线非公开发行的A股股份，发行价格为14.95元/股。

投资建议：

公司土地储备充足，重组后启动互联网金融将有利整合公司旗下金融资产。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。我们预计公司2014、2015年EPS分别是0.18和0.26元，对应RNAV是8.88元（参与大智慧重组前公司的RNAV是8.41元）。截至3月6日，公司收盘于7.16元，对应2014、2015年PE分别为39.78倍和27.54倍。考虑公司更大程度投入互联网金融平台建设，我们以RNAV溢价10%作为目标价，对应9.77元，维持“增持”评级。

主要分析：

1. 公司参与歌华有线定增，将持有歌华有线发行后总股本的1.56%股权。2015年1月23日，公司公告称，公司拟以现金3亿元认购歌华有线非公开发行的A股股份，发行价格为14.95元/股。由此计算，公司参股认购歌华有线非公开发行的A股股份2006.69万股，占发行后的歌华有线总股本的1.56%（根据歌华有线3月7日定增预案，该公司拟定增不超过2.21亿股）。

我们认为，该项投资是公司地产加互联网金控战略的延续。歌华有线主营业务是广播电视节目收转传送和广播电视网络信息服务，其主要负责北京地区有线广播电视网络建设开发、经营、管理和维护的网络运营商等。目前，歌华有线正在实现“由单一有线电视传输商向全业务综合服务提供商、由传统媒介向新型媒体”的战略转型。我们认为，公司通过入股歌华有线，将有利于公司进一步完善在互联网金融领域的布局。

2. 歌华有线定增价格对应的估值相对合理。根据歌华有线财报，该公司2013年和2014年前三季度EPS分别为0.36元/股和0.28元/股；2014年三季度末BPS为5.66元/股

表1 歌华有线财务数据情况

	2014年9月30日	2013年12月31日
总资产(百万元)	10231.82	10317.66
所有者权益(百万元)	6021.44	5783.64
	2014年第三季度	2013年度
主营业务收入(百万元)	1681.63	2249.61
净利润(百万元)	295.73	378.15
全面摊薄每股收益(元)	0.28	0.36
每股净资产(元)	5.66	5.45
净资产收益率(%)	5.03	6.69

资料来源：上市公司3月7日公告、海通证券研究所

同时，考虑到歌华有线此次定增发行价格为 14.95 元/股，由此，按照 2013 年歌华有线 EPS 计算的 PE 估值为 41.53 倍，按照 2014 年歌华有线折算 EPS 计算的 PE 估值 40.04 倍；按照 2014 年三季度末歌华有线 BPS 计算的 PB 估值 2.64 倍。

截至 3 月 6 日，Wind 提供的传媒行业 2014 年 PE 和 PB 整体估值分别为 62.8 倍和 6.66 倍。整体看，歌华有线此次定增价格对应的估值相对合理。

表 2 歌华有线定增价格对应的估值相对合理（截至 3 月 6 日）

序号	项目名称	测算
1	歌华有线定增价格（元/股）	14.95
2	2013 年歌华有线 EPS（元/股）	0.36
3	按照 2013 年歌华有线 EPS 计算的 2013 年 PE 估值（倍）	41.53
4	2014 年前三季度歌华有线 EPS（元/股）	0.28
4	2014 年歌华有线折算 EPS（元/股）	0.37=0.28*4/3
5	按照 2014 年歌华有线折算 EPS 计算的 2014 年 PE 估值（倍）	40.04
6	2014 年三季度末歌华有线 BPS（元/股）	5.66
7	按照 2014 年三季度末歌华有线 BPS 计算的 2014 年 PB 估值（倍）	2.64
8	Wind 提供的传媒行业 2014 年 PE 整体估值（倍）	62.80
9	Wind 提供的传媒行业 2014 年 PB 整体估值（倍）	6.66

资料来源：公司 3 月 7 日公告、海通证券研究所

3. 投资建议：公司土地储备充足，启动互联网金融战略将有利整合公司旗下金融资产。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。**公司再度启动新一轮融资方案，一旦尝试成功将推升业绩同时带来债务结构改善。**我们预计公司 2014、2015 年 EPS 分别是 0.18 和 0.26 元，对应 RNAV 是 8.88 元（参与大智慧重组前公司的 RNAV 是 8.41 元）。截至 3 月 6 日，公司收盘于 7.16 元，对应 2014、2015 年 PE 分别为 39.78 倍和 27.54 倍。考虑公司更大程度投入互联网金融平台建设，我们以 RNAV 溢价 10% 作为目标价，对应 9.77 元，维持“增持”评级。

4. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。



损益表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业总收入	8140.04	6688.30	9908.66	9209.04	11109.75	15626.63
增长率 (%)	27.60	-17.83	48.15	-7.06	20.64	40.66
营业成本	5557.52	4864.64	6157.53	6974.89	5775.77	7369.14
营业成本/销售收入 (%)	68.27	72.73	62.14	75.74	51.99	47.16
毛利	2582.52	1823.66	3751.13	2234.15	5333.98	8257.49
毛利率 (%)	31.73	27.27	37.86	24.26	48.01	52.84
营业税金及附加	-460.42	-385.54	-218.36	-459.00	-1333.17	-1875.20
营业税金及附加/销售收入 (%)	5.66	5.76	2.20	4.98	12.00	12.00
营业费用	-190.21	-248.01	-255.63	-321.42	-888.78	-1250.13
营业费用/销售收入 (%)	2.34	3.71	2.58	3.49	8.00	8.00
管理费用	-236.24	-260.57	-270.00	-307.80	-888.78	-1250.13
管理费用/销售收入 (%)	2.90	3.90	2.72	3.34	8.00	8.00
息税前利润 (EBIT)	1695.65	929.53	3007.14	1145.93	2223.25	3882.04
EBIT/销售收入 (%)	20.83	13.90	30.35	12.44	20.01	24.84
财务费用	-179.23	-288.15	-413.09	-613.63	-591.35	-886.88
财务费用/销售收入 (%)	2.20	4.31	4.17	6.66	5.32	5.68
资产减值损失	-39.97	19.09	-176.59	-143.80	8.00	0.00
公允价值变动收益	-0.03	-1.81	0.45	1.30	51.00	0.00
投资收益	660.70	731.89	614.33	876.90	526.14	578.75
投资收益/税前利润 (%)	29.85	39.05	18.70	65.41	21.09	14.92
营业利润	2137.13	1390.55	3032.24	1266.69	2217.04	3573.91
营业利润率 (%)	26.25	20.79	30.60	13.75	19.96	22.87
营业外收支	76.05	483.56	252.41	73.87	277.65	305.42
税前利润	2213.18	1874.11	3284.65	1340.56	2494.69	3879.33
利润率 (%)	27.19	28.02	33.15	14.56	22.45	24.83
所得税	-478.95	-418.01	-950.17	-366.02	-748.41	-1163.80
所得税率 (%)	21.64	22.30	28.93	27.30	30.00	30.00
净利润	1734.23	1456.10	2334.48	974.54	1746.28	2715.53
少数股东损益	174.27	48.89	25.05	-8.60	299.36	620.69
归属于母公司的净利润	1559.96	1407.21	2309.43	983.14	1446.92	2094.84
净利率 (%)	19.16	21.04	23.31	10.68	13.02	13.41

现金流量表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	1734.23	1456.10	2334.48	974.54	1746.28	2715.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	299.36	620.69
非现金支出	91.25	36.28	237.85	206.07	225.40	237.24
非经营收益	-450.84	-289.89	-247.55	-106.88	-109.03	-73.87
营运资金变动	-3780.12	-3752.19	-2440.55	-1935.37	-2562.44	-3685.96
经营活动现金净流	-2405.48	-2549.70	-115.77	-861.63	-400.43	-186.37
资本开支	33.98	471.84	185.41	50.17	162.33	204.13
投资	-582.50	-1310.41	-74.71	-1401.45	-894.00	-600.00
其他	192.67	381.63	130.24	-68.30	-622.86	-821.25
投资活动现金净流	-423.82	-1400.62	-129.87	-1519.92	-1679.19	-1625.38
股权募资	482.98	323.54	269.30	49.90	253.00	323.00
债权募资	3245.69	4202.03	4656.37	7891.16	6586.89	6800.00
其他	-900.34	-1954.02	-2558.86	-3418.57	-2727.40	-2610.30
筹资活动现金净流	2828.32	2571.55	2366.81	4522.50	4112.49	4512.70
现金净流量	-0.98	-1378.78	2121.16	2140.95	2032.86	2700.95

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	6212.62	5121.49	7265.77	10049.91	14154.99	15392.24
应收款项	93.45	34.80	4311.44	3122.07	4271.69	4133.79
存货	13516.05	20282.30	23923.03	32384.87	32173.70	34413.62
其他流动资产	3034.10	2186.39	2503.92	2859.57	3388.97	4322.42
流动资产	22856.22	27624.98	38004.17	48416.42	49779.35	57262.08
流动资产/总资产 (%)	80.33	78.24	81.80	82.65	83.24	89.67
长期投资	4610.25	5987.55	6950.41	7147.83	5980.55	5980.55
固定资产	532.01	510.51	287.02	245.80	482.30	450.18
固定资产/总资产 (%)	1.87	1.45	0.62	0.42	0.81	0.70
无形资产	305.18	963.47	963.90	991.09	1220.29	924.73
非流动资产	5596.89	7682.88	8455.43	10162.83	9461.26	9133.58
非流动资产/总资产 (%)	19.67	21.76	18.20	17.35	15.82	14.30
资产总计	28453.11	35307.86	46459.60	58579.25	59802.67	63858.71
短期借款	3922.49	6859.89	10914.78	10710.23	11658.61	12458.61
应付款项	4588.64	4564.90	7450.29	10805.45	8640.81	8242.96
其他流动负债	3953.98	2587.47	3557.36	5260.86	4323.39	5260.76
流动负债	12567.78	14165.55	22149.38	27025.95	24622.82	25962.33
长期贷款	5136.47	7128.60	6853.08	13025.72	13023.72	13023.72
其他长期负债	1769.54	2662.17	3544.01	4361.55	4359.55	4359.55
负债	19473.79	23956.33	32546.48	44413.22	42006.08	43345.59
普通股股东权益	8480.31	9779.75	12572.88	12900.22	16231.42	18327.25
少数股东权益	499.00	1571.79	1340.24	1265.81	1565.17	2185.86
负债股东权益合计	28453.11	35307.86	46459.60	58579.25	59802.67	63858.71

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	1.99	2.25
每股经营现金净流	-0.47	-0.41	-0.01	-0.11	-0.05	-0.02
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	8.91	11.43
总资产收益率	5.48	3.99	4.97	1.68	2.42	3.28
投入资本收益率	15.46	4.63	11.34	3.77	6.56	10.45
增长率 (%)						
营业总收入增长率	27.60	-17.83	48.15	-7.06	20.64	40.66
EBIT增长率	33.29	-45.18	223.51	-61.89	94.01	74.61
净利润增长率	35.63	-9.79	64.11	-57.43	47.17	44.78
总资产增长率	29.65	24.09	31.58	26.09	110.18	6.78
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	0.29	0.81	1.89	0.00	1.26	2.61
存货周转天数	778.59	1267.97	320.91	0.00	861.40	735.21
应付账款周转天数	105.26	151.25	91.31	0.00	130.04	98.68
固定资产周转天数	23.89	28.02	14.43	10.30	16.41	10.74
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	47.07	90.30	85.45	106.27	66.95	55.95
EBIT利息保障倍数(倍)	9.46	3.23	7.28	1.87	3.76	4.38
资产负债率	68.44	67.85	70.05	75.82	70.24	67.88

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。