



上市公司年报点评

证券研究报告
房地产行业

增持 维持

新湖中宝 (600208)

2015年4月27日

业绩稳健，加快互联网金融布局

2015年4月24日收盘价：9.16元
6个月目标价：12.63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：

公司公布2014年年报。报告期内，公司实现营业收入110.38亿元，同比增加19.86%；归属于上市公司股东的净利润10.82亿元，同比增加10.05%；实现基本每股收益0.17元。公司利润分配方案为每10股派发现金股利0.56元（含税）。

投资建议：

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 2015、2016 年 EPS 分别是 0.18 和 0.26 元，对应 RNAV 是 13.29 元。截至 4 月 24 日，公司收盘于 9.16 元，对应 2015、2016 年 PE 分别为 49.54 倍和 34.78 倍。考虑公司更大程度投入互联网金融平台建设，我们以 RNAV 折价 95% 作为目标价，对应 12.63 元，维持“增持”评级。

主要分析：

1. 2014 年，受房产结算增加推动，公司营收增加 19.9%，净利润增加 10%：2014 年，公司房产结转增加，这使得报告期内公司实现营业收入 110.38 亿元，同比增加 19.86%；受政府补助减少影响，报告期内公司实现净利润 10.82 亿元，同比增加 10.05%。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2013	2014	Ppt	海通分析
毛利率	24.26	22.12	-2.14	本期公司房产结转毛利率较低
净利率	10.68	9.80	-0.88	
资产负债率	75.82	71.06	-4.76	本期负债率下降
有息负债率	63.91	61.46	-2.45	
三项费用占收入比	13.50	11.70	-1.80	
ROE	10.24	7.81	-2.43	同上
(百万元)	2013	2014	YOY%	海通分析
总资产	58579.25	70849.23	20.95	本期公司规模保持增长
净资产	12900.22	19220.77	49.00	
货币现金	10049.91	12752.16	26.89	本期公司销售收入增加使得预收款增加
预收账款	6975.58	6797.61	-2.55	
一年内到期的非流动负债	7882.34	10648.64	35.09	
经营活动现金流净额	-861.63	-5008.43	—	本期公司土地款支出和房地产投入增加

资料来源：2013 年年报、2014 年年报、海通证券研究所

对公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2013	2014	YOY%	海通分析
一、营业总收入	9209.04	11038.34	19.86	本期公司结转面积增加推动营收增长
二、营业总成本	8820.54	10608.96	20.28	
营业成本	6974.89	8596.47	23.25	本期公司结转毛利率有所下降
营业税金及附加	459.00	714.87	55.75	
销售费用	321.42	346.07	7.67	
管理费用	307.80	290.14	-5.74	
财务费用	613.63	655.59	6.84	
资产减值损失	143.80	5.82	-95.95	
投资净收益	876.90	1056.07	20.43	本期公司出售大智慧股权获得 3.2 亿元投资收益
三、营业利润	1266.69	1486.57	17.36	本期公司结转面积增加推动营业利润增加
加: 营业外收入	84.79	20.97	-75.27	本期公司获得政府补助减少
减: 营业外支出	10.93	11.85	8.42	
四、利润总额	1340.56	1495.68	11.57	同上
减: 所得税	366.02	349.67	-4.47	本期公司所得税率减少
五、净利润	974.54	1146.00	17.59	同上
减: 少数股东损益	-8.60	64.08	—	
归属母公司净利润	983.14	1081.92	10.05	同上
六、每股收益				同上
稀释每股收益(元)	0.16	0.17	6.25	

资料来源: 2013 年年报、2014 年年报、海通证券研究所

2014 年, 公司实现销售 72.97 亿元; 实现销售面积 61.07 万平; 住宅每平方米平均售价为 11950 元; 实现结算面积 56.94 万平, 结算金额 63.48 亿元 (不含合作项目)。报告期内, 公司新增土地储备面积约 90 万平, 规划建筑面积约 200 万平; 截至 2014 年末, 公司现有开发项目 30 余个 (不含海涂开发项目), 项目土地面积约 1200 万平, 按公司权益计算约为 1000 万平; 规划建筑面积约 2100 万平, 权益规划建筑面积约 1700 万平。

2014 年, 公司积极打造互联网金控平台。增资入股温州银行股份有限公司获得银监会批准, 公司成为温州银行单一第一大股东, 持股比例为 13.96%; 同时, 公司参股公司盛京银行也已于 2014 年 12 月 29 日在香港成功上市。近期, 公司参股公司湘财证券股份有限公司与上海大智慧股份有限公司换股合并事项已于 2015 年 4 月 17 日获中国证监会并购重组委审核通过。换股合并后, 公司直接间接持有比例为 15.1%。此次交易完成后, 大智慧将成为第一家真正意义上的互联网券商, 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。

2. 2014 年以来公司新增土地储备 10 个, 合计权益储备建面 1700 万平: 2014 年 3 月, 公司竞拍获得沈阳市于洪区于洪产业大道北 4 号地块, 土地面积 14.64 万平, 建筑面积 21.96 万平, 竞拍价 2.23 亿元, 单价 1015 元/平。目前, 公司项目储备权益建面达 927 万平, 足够 5-8 年开发。2014 年 8 月, 公司控股 51% 的子公司平阳隆恒竞得温州平阳西湾围涂区块三幅地块出让地块, 竞买价为 58647.15 万元。此次竞得地块温州平阳县西湾围涂区块, 位于温州市平阳县西湾, 土地面积为 130327 平方米。该次竞拍预示平阳西湾项目正积极推进中。2014 年 10 月, 公司控股 51% 的子公司平阳隆恒拟竞拍温州平阳县西湾围涂区块三幅出让地块, 合计竞拍价为 85725 万元, 楼面地价为 2250 元/平方米。此次竞拍地块温州平阳县西湾围涂区块, 位于温州市平阳县西湾, 土地面积合计为 190500 平方米。

2014 年 11 月 5 日, 公司公告称, 公司控股 51% 的子公司平阳隆恒置业有限公司竞得温州平阳县西湾围涂区块六幅出让地块, 合计竞拍价为 93910 万元, 土地面积为 20.87 万平, 建筑面积合计 47.33 万平。2014 年 12 月 5 日, 公司公告称, 公司控股子公司南通启仁置业有限公司竞得启东圆陀角度度假区四幅出让地块, 合计竞拍价为 20185 万元, 土地面积为 13.91 万平, 建筑面积合计 24.30 万平。2014 年 12 月 13 日, 公司公告称, 公司控股子公司南通启仁置业有限公司竞得启东圆陀角度度假区三幅出让地块, 合计竞拍价为 18848 万元, 土地面积为 12.85 万平, 建筑面积合计 21.85 万平。2014 年 12 月 23 日, 公司公告称, 公司控股 51% 的子公司平阳隆恒置业有限公司竞得温州平阳西湾围涂区块三幅出让地块, 竞拍价合计为 57301.2 万元, 土地面积为 12.73 万平, 建筑面积合计 25.47 万平。

截至 2014 年末，公司现有开发项目 30 余个（不含海涂开发项目），项目土地面积约 1200 万平方米，按公司权益计算约为 1000 万平方米；规划建筑面积约 2100 万平方米，权益规划建筑面积约 1700 万平方米。

表 3 2014 年以来公司土地储备新增情况

时间	地区	项目名称	用地性质	公司权益 (%)	占地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	权益建面 (万平)	土地成本/转让价 (亿元)
2014-3-12	沈阳市于洪区	沈阳于洪区于洪产业大道北 4 号地块	住宅	100.00	14.64	21.96	21.96	2.23
2014-8-26	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B09、B10 合并地块	住宅/批零	51.00	3.47	9.07	4.62	1.56
2014-8-26	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B14、B15 合并地块	住宅/批零	51.00	4.82	9.65	4.92	2.17
2014-8-26	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B16、B17 合并地块	住宅/批零	51.00	4.73	9.47	4.83	2.13
2014-10-22	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B-27 地块	住宅	51.00	6.43	12.85	6.56	2.89
2014-10-22	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B-29、B-30 地块	住宅/批零	51.00	6.44	12.88	6.57	2.90
2014-10-22	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B-31、B-32 地块	住宅/批零	51.00	6.18	12.37	6.31	2.78
2014-11-5	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 A35 地块	批零	51.00	1.63	3.27	1.67	0.74
2014-11-5	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B57、B58 合并地块	住宅/批零	51.00	4.20	8.41	4.29	1.89
2014-11-5	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B37、B38 合并地块	住宅/批零	51.00	5.63	14.08	7.18	2.54
2014-11-5	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B55、B56 合并地块	住宅/批零	51.00	2.93	5.86	2.99	1.32
2014-11-5	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B-34 地块	住宅	51.00	6.01	15.03	7.66	2.71
2014-11-5	温州平阳	平阳县西湾围涂区块 B-35 地块	住宅/批零	51.00	0.46	0.68	0.35	0.21
2014-12-5	江苏启东	启东圆陀角度假区 13123 地块	住宅	100.00	2.19	4.38	4.38	0.32
2014-12-5	江苏启东	启东圆陀角度假区 13146 地块	住宅	100.00	4.87	8.27	8.27	0.71
2014-12-5	江苏启东	启东圆陀角度假区 13147 地块	住宅	100.00	5.21	8.86	8.86	0.76
2014-12-5	江苏启东	启东圆陀角度假区 1473 地块	住宅	100.00	1.64	2.78	2.78	0.23
2014-12-12	江苏启东	启东圆陀角度假区 1474 地块	住宅	100.00	5.22	8.87	8.87	0.77
2014-12-12	江苏启东	启东圆陀角度假区 1475 地块	住宅	100.00	4.74	8.06	8.06	0.69
2014-12-12	江苏启东	启东圆陀角度假区 1476 地块	住宅	100.00	2.90	4.92	4.92	0.42
2014-12-23	浙江温州	平阳县西湾围涂区块 A07 地块	住宅	51.00	3.05	6.11	3.11	1.37
2014-12-23	浙江温州	平阳县西湾围涂区块 A09 地块	住宅	51.00	4.14	8.28	4.22	1.86
2014-12-23	浙江温州	平阳县西湾围涂区块 A10 地块	住宅	51.00	5.54	11.08	5.65	2.49
合计					107.07	207.19	139.03	35.69

资料来源：2014.3.12-2014.12.23 公司获得土地公告、海通证券研究所

3. 2014 年以来，公司减持部分股权以提高资金使用效率：2014 年 3 月，公司拟与新湖控股签订《阳光保险集团股份转让意向协议》。公司拟以 18.9 亿元收购新湖控股（公司参股该公司 48% 股权）持有的阳光保险集团 4.2 亿股（占其总股本的 6.26%）。2014 年 5 月，公司拟以 2.70 亿元价格（每股转让价为 1.35 元）协议转让持有的 2 亿股（持股比例 18.18%）锦泰财险公司。由此公司可以获得投资收益 7000 万元。2014 年 5 月，公司拟以 3.07 亿元转让持有的桐乡新湖 100% 股权。该股权转让可以实现利润约 9000 万元。2014 年 7 月，公司公告称，截至 2014 年 6 月 30 日，公司已减持大智慧 1.21 亿股（持股比例 6.10%），累计交易金额 8.13 亿元，获得投资收益 4.43 亿元。

2015年4月18日, 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, 每股价格为10.22美元, 股份数量489.20万股, 认购后的持股比例为14.29%。U51.COM INC.协议控制杭州恩牛网络技术有限公司、杭州吾么科技有限公司及杭州哥牛资产管理有限公司等公司。恩牛网络是一家成立于2012年, 服务于中国信用卡用户的互联网金融公司。公司自主研发国内信用卡管理第一品牌“51信用卡管家”APP, 首创在移动端通过智能解析信用卡电子账单, 为持卡人提供用卡信息管理和个人财务智能化信息服务。同时, 51信用卡管家还增加信贷与理财业务, 为用户提供一站式金融服务。51信用卡管家APP累计下载量近3000万, 累计管理信用卡超过3000万张, 覆盖中国1/10以上的信用卡持卡人群, 活跃用户累计超过2000万, 月均运用卡消费额度超过800亿, 已成为行业领袖。吾么网络、哥牛资产分别设立于2014年7月、2014年11月, 系开展P2P技术业务和投资管理的平台。

U51.COM INC.是2015年1月成立, 故无法提供2014年财务指标。目前U51.COM INC.协议控制的主要公司为恩牛网络。截至2014年12月31日, 恩牛网络总资产为1541.80万元; 2014年度, 主营业务收入为2104.28万元, 净利润为-4232.49万元。截至2015年2月28日, 恩牛网络总资产为1590.44万元; 2015年1-2月, 营业收入为1098.42万元, 净利润为-552.22万元。截至2015年2月28日, U51.COM INC.总资产为1.43亿元, 所有者权益为1.42亿元; 2015年1-2月, 营业收入为1098.42万元, 净利润为-1261.26万元。

我们认为, 公司继续深化“地产加互联网金融”双主业战略。U51.COM INC.旗下的“51信用卡管家”是国内最大的信用卡互联网公司, 覆盖中国1/10以上的信用卡持卡人群, 活跃用户和月均用卡消费额度均为行业前列。通过入股U51.COM INC., 公司将进一步完善在互联网金融领域的布局, 推动与公司银行、证券等其他金融板块的联动。

表4 2014年以来公司股权投资变动情况

公告时间	参股公司	变动前股份 (万股)	变动前股份 比例 (%)	变动后股份 (万股)	变动后股份 比例 (%)	投资金额/转让 金额 (万元)	投资盈亏 (万元)
2014-3-21	阳光保险集团	—	—	42000	6.26	189000	
2014-5-17	锦泰财产保险股份有限公司	20000	18.18	0	0.00	-27000	7000
2014-5-27	桐乡新湖升华置业有限公司	—	100.00	0	0.00	-30695	9000
2014-7-2	上海大智慧股份有限公司	12131.49	6.10	0	0.00	-81300	44300
2015-4-17	上海大智慧股份有限公司	0	0.00	—	15.10		
2015-4-18	U51.COM INC.	0	0.00	489.20	14.29	5000 万美元	
	合计					80993	60300

注1: 投资金额负值表示撤资。公司通过参股48%的新湖控股间接参股阳光保险集团。

注2: 公司参股公司湘财证券与大智慧换股合并事项已于2015年4月17日获中国证监会并购重组委审核通过。换股合并后, 公司及参股公司新湖控股将合计持有大智慧29.88%的股份, 直接和间接持有大智慧15.1%。

资料来源: 公司2014.3.21至2015.4.18公告、海通证券研究所

4. 公司清理旗下参股公司股权6项, 回笼资金10亿元, 可获得投资收益8000万元。2014年12月23日, 公司公告称, 公司同意参股48%的新湖控股有限公司与浙江新湖创业投资有限公司签署《股份转让协议》, 将新湖控股持有的6家公司或合伙企业(航天创投、新湖投资、新湖成长、宁波轿辰、浙江古纤道、浙江万凯)的所有股份及出资额(以下合称“标的资产”)转让给新湖创投, 交易总金额为10.02亿元, 将实现投资收益约8000万元(已考虑所得税影响)。我们认为, 本次股份转让有利于公司理顺投资结构, 实现公司下一步战略转型。

表5 近期公司参股公司股权转让情况

企业名称	股份数(万股)或出资额(万元)	初始投资额(万元)	交易金额(万元)
航天创投	4500	4500	5000
新湖投资	800	800	800
新湖成长	9900	9900	21000
宁波轿辰	1600	15360	15360
浙江古纤道	4800	30690	46000
浙江万凯	1804	9139	12000
合计	-	-	100160

资料来源: 2014.12.23公司股权转让公告、海通证券研究所

5. 公司拟定增募集资金50亿元, 用于开发苏州新湖明珠城五期、丽水新湖国际三期、瑞安新湖城及偿还贷款。2014年12月19日, 公司公告称, 公司第八届董事会第四十九次会议审议通过了《新湖中宝股份有限公司非公开发行股票预案》。公司拟采取非公开发行的方式向不超过10名特定对象发行股票。本次非公开发行股票的定价基准日为公司第八届董事会第四十九次会议决议公告日(2014年12月19日)。本次发行股票价格不低于5.17元/股。本次拟发行股票数量不超过

9.67 亿股，募集资金总额不超过 50 亿元。募集资金拟用于投入开发苏州新湖明珠城五期（投入 20 亿元）、丽水新湖国际三期（投入 10 亿元）、瑞安新湖城（投入 10 亿元）以及偿还贷款（投入 10 亿元）。

表 6 本次募集资金投向项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投入 总额（万元）
1	苏州新湖明珠城五期	409543	200000
2	丽水新湖国际三期	285188	100000
3	瑞安新湖城	477079	100000
4	偿还贷款	/	100000
合计		1171810	500000

资料来源：公司 2014.12.19 非公开发行股票预案公告、海通证券研究所

6. 公司启动定向增发投向商住开发项目，项目完成后总利润达 28 亿元，销售净利率和投资收益率分别达 16% 和 25%。公司本次募集资金总额不超过 50 亿元。拟用于投入开发苏州新湖明珠城五期（投入 20 亿元）、丽水新湖国际三期（投入 10 亿元）、瑞安新湖城（投入 10 亿元）以及偿还贷款（投入 10 亿元）。上述三个项目权益建面合计 160.57 万平，总投资合计达 117.18 亿元，预计销售额达 165.26 亿元（不包括瑞安新湖城（商业）建成后可以获得租金年收入 5199.93 万元）。

表 7 本次募集资金投向项目的基本情况

项目名称	四至范围	公司权益（%）	占地面积（万平）	建筑面积（万平）	权益建面（万平）	建设周期	总投资（亿元）	预计销售额（亿元）
苏州新湖明珠城五期	位于苏州吴江经济技术开发区运西分区江陵西路北侧，西侧和北侧直抵太湖水系的太湖大堤，北侧隔太湖水系邻近苏州石湖风景区的七子山。	100.00	36.37	92.19	92.19	2013 年下半年至 2018 年下半年	40.95	59.19
丽水新湖国际三期	位于丽水市莲都区，地处该市“东进南拓”规划之核心地带，紧邻城市滨江景观大道、古城岛、南明山风景区	100.00	9.92	33.59	33.59	2014 年上半年至 2019 年上半年	28.52	44.14
瑞安新湖城（住宅）	位于温州市瑞安市滨海新区城市主干路万松东路与港口大道交叉区域	60.00	13.06	43.91	26.35	2015 年上半年至 2019 年上半年	37.52	61.93
瑞安新湖城（商业）		60.00	2.92	14.07	8.44		10.19	租金年收入 5199.93 万元
合计		—	62.27	183.76	160.57		117.18	165.26

资料来源：公司 2014.12.19 非公开发行股票预案公告、海通证券研究所

根据公司非公开发行股票预案披露，上述三个项目合计可获得销售收入 165.26 亿元；项目净利润合计达 27 亿元（不考虑瑞安新湖城（商业）每年的出租收入），上述三个项目的平均销售净利率和整体投资收益率可以分别达到 16.34% 和 25.24%。而瑞安新湖城（商业）建成后前十年平均年租金净流入可达到 5189 万元/年，出租部分 IRR 可达 7.79%。

表 8 公司募集资金投向项目的投资收益情况估算（万元）

项目	苏州新湖明珠城五期	丽水新湖国际三期	瑞安新湖城（住宅）	合计	项目	瑞安新湖城（商业）
总销售收入	591918	441369	619326	1652613	建成后前十年平均年租金净流入	5189
营业税金及附加	64641	60720	97297	222658	初始投入建造成本	101871
其中：土地增值税	31493	36004	62615	130112	静态回收期（年）	19.63
开发成本	393562	276935	356628	1027125	出租部分 IRR	7.79%
期间费用	15982	8253	18580	42815		
所得税费用	117734	23865	36703	178302		
项目净利润	88299	71596	110108	270003		
平均销售净利率（%）	14.92	16.22	17.78	16.34		
整体投资收益率（%）	21.56	25.10	29.35	25.24		

资料来源：公司 2014.12.19 非公开发行股票预案公告、海通证券研究所

此外。公司本次非公开发行股票的募集资金中，将有 10 亿元用于偿还贷款。若以公司目前各类融资的加权平均融资成本 9.80% 测算，募集资金 10 亿元用于偿还公司部分贷款每年可节约利息支出约 9800 万元。

根据前述建设周期，假设苏州新湖明珠城五期结算规模平均分布在 2016 - 2020 年、丽水新湖国际三期结算周期平均分布在 2017 - 2021 年、瑞安新湖城（住宅）结算周期平均分布在 2018 - 2022 年、瑞安新湖城（商业）出租收入从 2018 年开始（假设租金年收入 5199.93 万元的净利率是 20%，则年租金净利润是 1040 万元），**则上述项目合计贡献净利润 28 亿元，对应发行后的每股 EPS 合计 0.31 元/股；2016 - 2022 年各年 EPS 贡献分别为 0.02、0.04、0.06、0.06、0.06、0.04、0.03 元/股。**

表 9 本次募集资金投向项目的净利润各年贡献情况预测

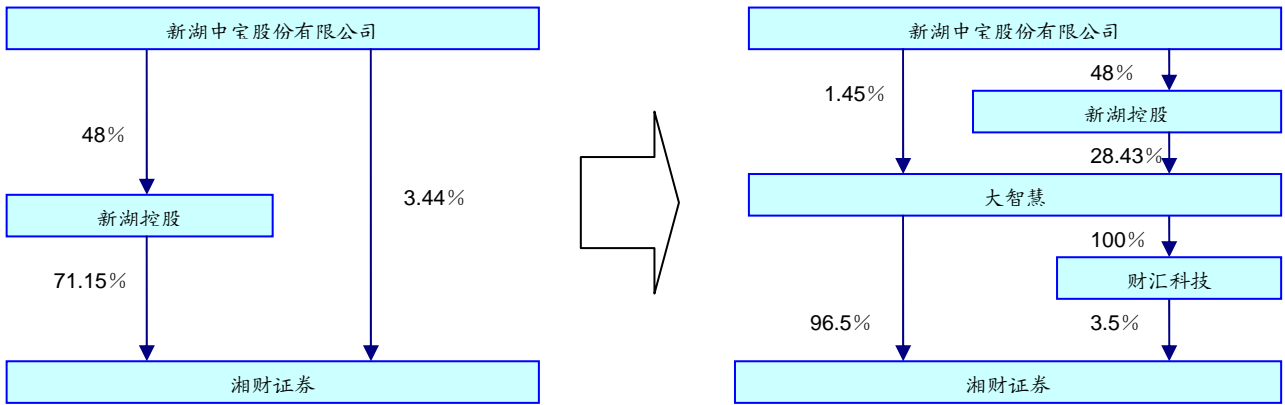
项目名称	项目总净利润 (万元)	2016 净利	2017 净利	2018 净利	2019 净利	2020 净利	2021 净利	2022 净利
		(万元)	(万元)	(万元)	(万元)	(万元)	(万元)	(万元)
苏州新湖明珠城五期	88299	17660	17660	17660	17660	17660		
丽水新湖国际三期	71596		14319	14319	14319	14319	14319	
瑞安新湖城（住宅）	110108			22022	22022	22022	22022	22022
瑞安新湖城（商业）	10400			1040	1040	1040	1040	1040
净利润贡献合计（万元）	280403	31979	55041	55041	55041	37381	23062	17660
EPS 贡献合计（元/股）	0.31	0.02	0.04	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03

资料来源：公司 2014.12.19 非公开发行股票预案公告、海通证券研究所

截至本预案出具日，公司的控股股东 - 浙江新湖集团股份有限公司持有公司 47.39%。宁波嘉源实业发展有限公司持有公司 5.76%，浙江恒兴力控股集团有限公司持有公司 2.61%。后两者为浙江新湖集团股份有限公司的控股子公司，上述三者构成一致行动人关系，三者合计持有公司股份 55.76%。公司的实际控制人为黄伟先生。本次发行完成后，黄伟先生实际控制股份占 49.77%。发行后浙江新湖集团股份有限公司仍为公司控股股东。

7. 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 15.1% 股份（大智慧第二大股东），同时大智慧定增募集 27 亿元资金补充湘财证券资本金。2015 年 1 月 23 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《上海大智慧股份有限公司、上海大智慧财汇数据科技有限公司与湘财证券股份有限公司股东之发行股份及支付现金购买资产协议》。具体情况如下：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%。财汇科技拟以 2.98 亿元购买新湖控股持有的湘财证券 1.12 亿股，占 3.5%。大智慧拟向新湖控股发行 9.50 亿股股份购买其持有的湘财证券 21.63 亿股，占 67.65%，大智慧拟向公司发行 4833.88 万股股份购买公司持有的湘财证券股份 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，大智慧将通过定增 4.95 亿股募集不超过 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 2015.1.23 《上海大智慧股份有限公司、上海大智慧财汇数据科技有限公司与湘财证券股份有限公司股东之发行股份及支付现金购买资产协议》、海通证券研究所

尽管参加大智慧重组后公司失去对湘财证券控股权，但公司却成为整合后互联网金融重要标的大智慧第二大股东。根据中联资产评估集团有限公司出具的中联评报字[2014]第 1133 号《评估报告》，湘财证券 100%股份的评估价值为 85 亿元，对应的股价是 2.66 元/股，对应的 2014 年 PE 估值是 21.44 倍（假设 2014 年全年业绩是上半年的两倍）。

公司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。本次交易完成后，公司持有的湘财证券股份将全部转换为大智慧新增股份 4834 万股，对当期净利润影响额预计约为 18200 万元；新湖控股将持有大智慧新增股份 9.50 亿股，对公司当期净利润影响额预计约为 88800 万元。

8. 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。

9. 2015 年，公司计划实现房产销售回款约 130 亿元，同比增长 78.2%。2015 年度公司计划销售回款约 130 亿元，同比增长 78.2%。2015 年，公司计划新增股权和债权融资 100 亿元，其中股权融资 50 亿元。

10. 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 2015、2016 年 EPS 分别是 0.18 和 0.26 元，对应 RNAV 是 13.29 元。截至 4 月 24 日，公司收盘于 9.16 元，对应 2015、2016 年 PE 分别为 49.54 倍和 34.78 倍。考虑公司更大程度投入互联网金融平台建设，我们以 RNAV 折价 95% 作为目标价，对应 12.63 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

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）、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）、天津松江（600225.SH）、黑牡丹（600510.SH）、外高桥（600648.SH）、中华企业（600675.SH）、市北高新（600604.SH）、新湖中宝（600208.SH）、中天城投（000540.SZ）。

投资评级说明

类别	评级	说明	
1. 投资评级的比较标准	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；	
	股票投资评级	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；	
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；	
	行业投资评级	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。