

新湖中宝 (600208.SH)

地产业务稳健，互联网金控平台启航

核心观点:

● 地产+互联网金控平台双轮驱动，发力可期

新湖中宝早在 2005 年就已开始耕耘金融领域，战略方向地产+互联网金控平台双轮驱动，目前金融布局完善，互联网金控平台的发展提速可期。

● 大智慧换股合并湘财证券，新湖互联网金控平台前景广阔

大智慧已积累规模领先的用户资源（PC 端+移动端日活 650 万、月活 2000 万），是目前国内证券行情、交易、资讯、数据的主流核心平台。国内互联网三大平台 BAT，连接的分别是人与信息（百度）、人与商品（阿里巴巴）、人与人（腾讯），而新湖对接大智慧逐步成型的互联网金控平台则是连接了人与资本，未来有望跻身成为 BATD。依托新湖雄厚的资金实力和丰富的金融牌照资源，拥有大规模高质量金融交易用户的大智慧平台将进入流量快速变现期。在多账户放开预期下，流量变现将首先以湘财证券（民营、创新能力强、转型轻便、合作有基础）为突破口，未来新湖将继续在大智慧平台上对接期货、银行、保险等资源，流量变现渠道将大幅扩展。

● 地产业务储备质优、销售稳定、抗风险能力强

目前新湖中宝土地储备超 1000 万方，并涉及海涂开发土地 800 万方，资源质优。预计全年销售达 100 亿元。财务稳健，抗风险能力强。

● 预计公司 14、15 年 EPS 分别为 0.25、0.30 元，维持“买入”评级

新湖中宝地产项目每股权益净增加值 3.18 元（假设房价年平均增幅 3%，WACC=10%），现有金融牌照资源（含收购待批）预期每股增厚价值 1.13 元，加上 2013 年末每股净资产后每股重估价值 6.37 元，目前公司股价 4.26 元，折价率 33%，仍有一定低估（当前主流 A 股上市房企折价率 30%），同时考虑到互联网金融的广阔发展空间，维持“买入”评级。

● 风险提示

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	1907	2295
增长率(%)	64.1%	-57.4%	60.4%	20.9%	20.3%
EPS(元/股)	0.37	0.16	0.25	0.30	0.37
市盈率(P/E)	11.51	26.63	16.91	13.98	11.62
市净率(P/B)	2.12	2.07	1.84	1.63	1.43
EV/EBITDA	12.71	29.18	49.17	23.66	17.68

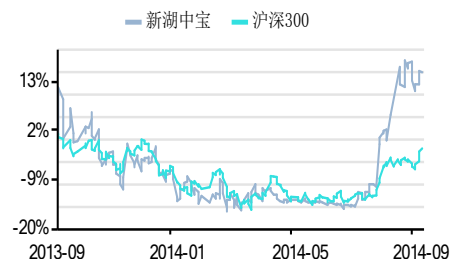
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	4.26 元
前次评级	买入
报告日期	2014-09-14

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	6,259/6,258
流通 A 股市值(百万元)	23,784
每股净资产(元)	2.06
资产负债率(%)	75.82
一年内最高/最低(元)	3.96/2.88

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001
 021-60750620
 lejiaodong@gf.com.cn

相关研究:

互联网金融平台顺利搭建	2014-08-13
关注多元化经营	2013-10-31
资源型房企的华丽转身	2013-10-14

联系人: 金山 021-60750652
 jinshan@gf.com.cn
 联系人: 郭镇 021-6075-0637
 guoz@gf.com.cn

目录索引

新湖中宝：地产+互联网金控双轮驱动，发力可期	5
民营互联网金控平台起步，流量变现进入加速期	6
平台优势：大智慧，技术优势+信息优势奠定用户规模优势	7
平台合作：湘财证券，搭建互联网券商平台的最佳选择	12
流量变现突破口：孕育国内首家真正意义上的互联网券商	16
流量变现渠道拓展：资金实力雄厚+金融牌照资源丰富有望成就 BATD	17
地产业务储备优质、销售稳定，抗风险能力强	23
地产储备资源量大质优	23
地产签约销售保持稳定	24
地产业务抗风险能力强	24
新湖中宝资源价值测算	25
地产业务资源优质：测算每股权益净增加值=3.18 元	25
金融牌照资源丰富：预期每股增厚价值=1.13 元	27
估值结论：加上每股净资产，测算每股重估价值=6.37 元	29
盈利预测与投资评级	29

图表索引

图 1：新湖中宝发展阶段	5
图 2：新湖中宝总资产（亿元）	5
图 3：A 股上市房企净资产排名（亿元）	5
图 4：交易各方参控股关系	6
图 5：换股合并前后各方持股比例测算	7
图 6：研发支出（万元）	9
图 7：技术人员数量（人）	9
图 8：大智慧与各交易所以及金融机构合作关系	9
图 9：湘财证券代理买卖证券业务净收入情况	13
图 10：湘财证券营业收入按业务分类（2014 年上半年）	13
图 11：湘财证券融资融券余额	13
图 12：湘财证券融资融券利息收入	13
图 13：湘财证券投行业务收入	14
图 14：湘财证券资管业务收入	14
图 15：部分证券公司证券营业部数量（截至 2014 年 6 月末）	15
图 16：总资产规模（2014H 末，增速相对 2013 年末）	15

图 17: 净资产规模 (2014H 末, 增速相对 2013 年末)	15
图 18: 营业收入 (2014H, 增速相对 2013H)	15
图 19: 净利润 (2014H, 增速相对 2013H)	15
图 20: 美国嘉信理财推出基金超市服务	17
图 21: 美国 E-Trade 公司提供一站式金融服务	17
图 22: 美国 Motif Investing 的投资策略社交化平台	17
图 23: 日本 SBI 集团积极开展金融服务业务	17
图 24: 互联网金控平台与 BAT	18
图 25: 百度上市前融资 (万美元, 2000-2004)	18
图 26: 阿里巴巴上市前融资 (万美元, 1999-2005)	18
图 27: 京东商城上市前融资 (万美元, 2007-2013)	19
图 28: 携程上市前融资 (万美元, 1999-2003)	19
图 29: 大众点评上市前融资 (万美元, 2006-2012)	19
图 30: 58 同城上市前融资 (万美元, 2006-2011)	19
图 31: 新湖中宝互联网金控平台	20
图 32: 2012 年中国人身保险市场保费渠道	21
图 33: 网络渠道保费收入及其增速	21
图 34: 新湖中宝土地储备总量	23
图 35: 新湖中宝土地储备分布	23
图 36: 新湖中宝房地产签约销售金额	24
图 37: 新湖中宝合并报表经营性现金流流入	24
图 38: 新湖中宝拿地力度	25
图 39: 新湖中宝拿地楼面价	25
图 40: 新湖中宝货币资金对短期有息负债覆盖率	25
图 41: 新湖中宝净负债率	25
图 42: A 股券商板块 P/B 估值 (申万券商 III)	28
图 43: A 股上市券商最新 P/B 估值 (2014H)	28
图 44: A 股银行板块 P/B 估值 (申万银行 III)	28
图 45: A 股上市银行最新 P/B 估值 (2014H)	28
表 1: 基于发行价的敏感性分析	6
表 2: 大智慧软件产品	8
表 3: 大智慧收购 (获取技术优势)	10
表 4: 大智慧收购 (获取信息优势)	10
表 5: 大智慧收购 (信息优势国际化)	11
表 6: 大智慧国际化财经传媒布局	12
表 7: 湘财证券股权质押业务情况	14
表 8: 一人一户 V.S. 多账户放开	16
表 9: 新湖中宝目前持有的金融企业股权情况	20
表 10: 金融控股集团与其持有牌照列表	21
表 11: 我国直销银行业务逐渐起步	22
表 12: 新湖中宝一级土地开发项目	23
表 13: 新湖中宝一二级联动获取土地储备情况	24

表 14: 新湖中宝房地产项目基本情况	25
表 15: 新湖中宝房地产项目权益净增加值	27
表 16: 新湖中宝金融企业股权重估价值 (亿元)	27
表 17: 新湖中宝金融企业股权重估预期增厚价值 (亿元)	27

新湖中宝：地产+互联网金控双轮驱动，发力可期

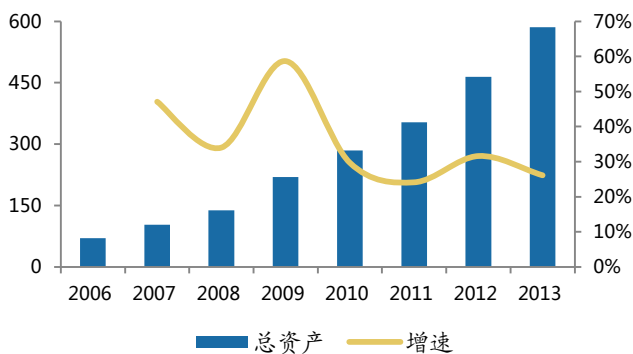
新湖中宝是浙江省最大的A股上市公司，主营地产、金融、矿产以及其他投资。2006年12月，新湖集团通过定向增发方式将旗下的房地产业务注入到所持有的中宝股份并实现上市。作为民营企业，新湖中宝从小到大、从一地到一省、再走向全国的发展进程，步步稳健，显示出管理层卓越的战略预见力，其发展可分为四个阶段：起步阶段（1994-2000）、走向全国（2000-2006）、多元发展（2006-2011）以及整合资源迈上新台阶（2011至今）。

图1：新湖中宝发展阶段



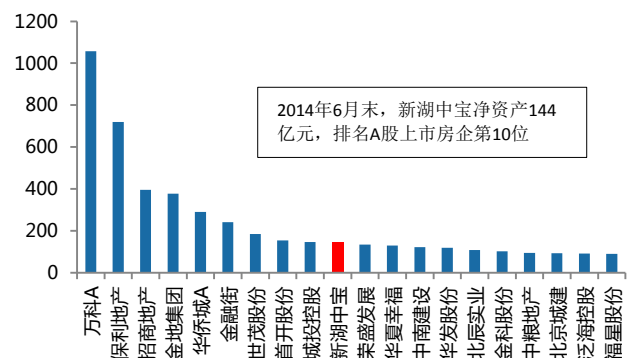
数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图2：新湖中宝总资产（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：A股上市房企净资产排名（亿元）



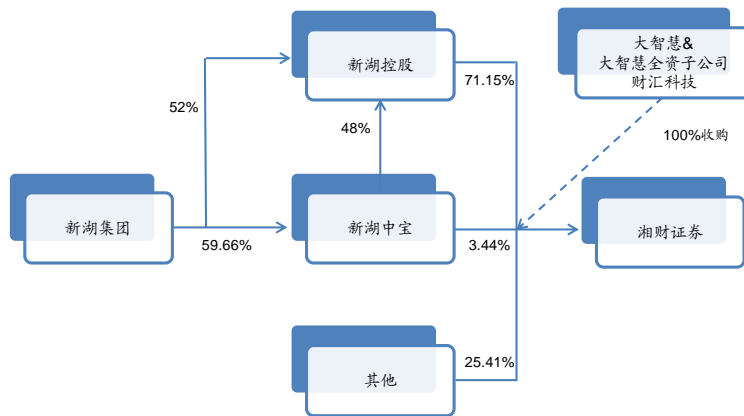
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

展望未来，在战略方向上，新湖中宝将继续坚持以地产、互联网金控双主业的发展模式：地产方面，优化区域布局、创新盈利模式；在互联网金控方面，进一步整合手中的金融资源。我们认为，在大智慧换股合并湘财证券后，公司将获得大智慧的股权以及大智慧的互联网用户资源，整合湘财证券的账户资源形成互联网券商平台，与此同时，新湖中宝拥有券商、期货、保险、银行等金融牌照，甚至地产也有可能嫁接到这一平台，从而打造出中国首个全方位的民营互联网金控平台。

民营互联网金控平台起步，流量变现进入加速期

2014年8月12日，大智慧公告拟以定向增发方式、其全资子公司财汇科技拟以现金支付方式，购买湘财证券100%的股权。新湖中宝直接持有湘财证券3.44%的股权，同时，参股公司新湖控股（新湖集团持股52%、新湖中宝持股48%）持有湘财证券71.15%的股权。因此，新湖中宝目前直接和间接持有湘财证券37.59%的股权。

图4：交易各方参控股关系



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

根据方案具体内容和我们的测算，大智慧换股合并湘财证券后，大智慧原控股股东张长虹家族将控制约37%的股份，而新湖将控制约31%的股份。若考虑大智慧25%的配套再融资，假设该部分全由小股东持有，则张长虹家族和新湖的控制比例将分别被稀释为33.45%和27.91%。上述持股比例为我们测算所得，最终实际的持股比例还要根据具体的方案公告后才可以确定。

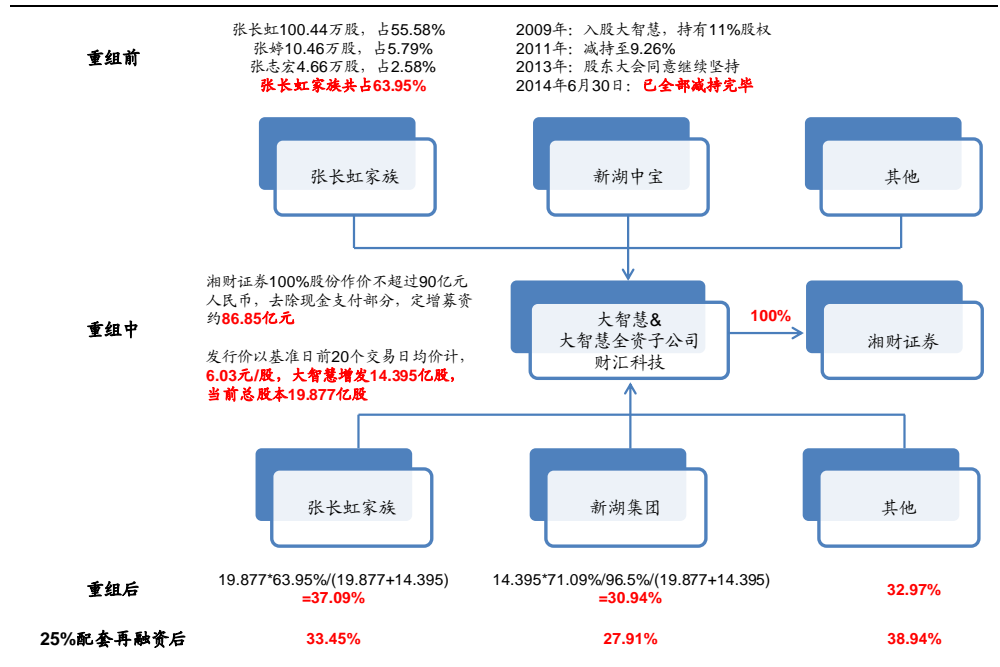
表1：基于发行价的敏感性分析

发行价(元/股)	预测价 6.03	5.00	5.50	6.00	6.50	7.00
新湖	30.94%	34.35%	32.61%	31.04%	29.61%	28.31%
张长虹	37.09%	34.13%	35.64%	37.00%	38.24%	39.37%
其他	31.97%	31.52%	31.75%	31.95%	32.14%	32.32%
定增规模(亿股)	14.39	17.37	15.79	14.48	13.36	12.41
配套再融资-新湖	27.91%	30.65%	29.26%	27.99%	26.82%	25.75%

配套再融资-张长虹	33.45%	30.45%	31.97%	33.36%	34.64%	35.81%
配套再融资-其他	38.64%	38.90%	38.77%	38.65%	38.54%	38.44%

数据来源：广发证券发展研究中心

图5：换股合并前后各方持股比例测算



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

综合来讲，我们认为，大智慧与湘财证券的“联姻”，有三点重要意义：

第一，大智慧的发展战略明确，依托技术优势和信息优势积累了大规模的金融用户资源，剑指互联网金融平台；

第二，与证券公司的合作是最为顺理成章的，因为目前国内的金融交易活动中，股票市场是规模最大、交易最活跃的，选择湘财证券，则基于体制（民企、创新业务发展迅猛）、规模（中小券商，转型互联网金融更轻便、业务增速更高）和关系（合作有基础）的综合考量，可以说是最优也是最自然的选择；

第三，正如第二点中提到的种种考量点，相信大智慧和湘财证券的磨合将会十分顺利，从而实现用户系统和账户系统完美的结合。大智慧此前的先发优势集中在用户系统，与湘财证券联姻后，将打造出全国首个用户系统和账户系统合一的互联网金融平台，再次形成先发优势，为继续做大做强奠定基础。

平台优势：大智慧，技术优势+信息优势奠定用户规模优势

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。

第一点，也是最重要的一点，是用户优势，包括个人客户和机构客户。BAT的发展壮大规律已经证明，规模庞大的有效用户是互联网企业的核心竞争优势，也是流量变现的基础。

表 2: 大智慧软件产品

	软件	图片	价格	特色介绍
个人用户	大智慧 365		998 元/年	专业的大众用户版本，包含 Level-2 行情，行情数据更快，更全、更深；同时大智慧财经视频打造 8 小时证券节目；设计风格更加简约、便捷。
	大智慧财富版		9800 元/年	关注网罗市场热点，根据市场变化提供最具价值的热点资讯；股市专题数据，精选一、二级市场核心数据，助力多角度、多层次剖析市场；主题投资库涵盖接近 800 个主题者。
	大智慧移动端		----	移动客户端支持沪深 Level-2 行情，动态显示委托明细数据，消息预警功能包含股价、涨跌幅、换手率和信息地雷，个性化推送消息贴身提醒，离线也能盯盘。
	大智慧专业版		2680 元/年	拥有 DDE 决策系统，深度数据估算系统，全面跟踪主力资金实时流向和阶段流向情况，是大智慧独创的、具有垄断优势的动态行情数据分析技术，主要包括 DDX、DDY、DDZ。
	大智慧策略投资终端		3.8 万元/年	拥有价值发现系统和微策略系统，监控上市公司主营产品价格的异动，提前获知掘金时机，同时通过组合投资新概念，微策略来支招，组合投资新概念，微策略来支招。
	大智慧港股通		2680 元/年	包含实时港股行情，采用高速专线连接的方式从香港交易所直接将数据传送给客户终端，保证行情的稳定性，准确性和及时性。
	大智慧期货投资终端		2888 元/年	软件涵盖个股期权、股指期货、期货期权行情等，还包含期权策略和期权计算器，行情覆盖全球交易所，商品期货、金融期货品种齐全。
机构用户	DTS 大智慧策略交易平台		58 万元/年	DTS 大智慧策略交易平台包含深度数据、系统策略库、策略研发模块、交易模块和资产管理及风控模块。真正做到了把从策略到交易全周期串联起来。
	大智慧大数据终端		----	涵盖全球 200 家交易所行情，提供业内最快速、覆盖面最全的行情数据，以及精准、及时的金融市场数据，是国内金融信息服务领域的大数据终端。

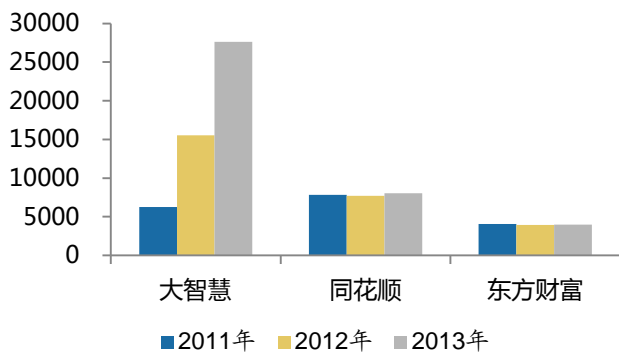
数据来源：广发证券发展研究中心

个人用户方面，大智慧自 2011 年上市后，在终端用户规模方面的优势继续保持。截至 2009 年，大智慧 PC 端日均在线用户数超过 1000 万，而经过三年的布局和发展，在移动端的布局亦有收获。截至目前，大智慧在 PC 端和移动端合计已经积累日活跃用户 650 万、月活跃用户 2000 万，并且活跃用户均为高质量的交易型用户。可以说，大智慧目前的用户规模业内排名第一，并且领先优势显著。除了规模优势外，个人用户对大智慧产品具有极高的使用粘性，根据目前的统计数据，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。

机构用户方面，目前大智慧的产品包括 DTS 大智慧策略交易平台和大智慧大数据终端等产品，覆盖国内主要的证券公司、期货公司、保险公司、基金公司、银行、信托公司、集团财务公司等金融机构，并有意向高校、上市公司等非金融机构延伸。尤其在证券公司方面，目前大智慧与 90% 以上的券商以及 70% 以上的营业部建立了业务合作关系，机构客户积累优势同样显著。

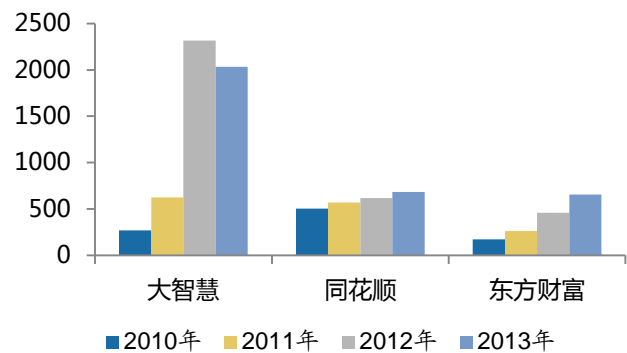
第二点是技术优势，这是大智慧吸引客户的竞争力之一。我们认为，大智慧的技术优势积累依靠内生和外延两条路径。内生方面，相比其他同行，大智慧在研发方面的投入是业内领先的，技术人员在全体员工的占比也较高。大智慧上市之后三年多来，一直在强化研发能力和综合技术能力，不断完善互联网数据采集、传输、压缩、管理、挖掘、展示等专业技术，并自主研发了高速数据采集及处理、数据全推送、数据挖掘与整合等核心技术。同时，与交易所的良好合作关系，使得大智慧在数据内容丰富性和数据传送及时性等方面领先竞争对手。

图6: 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7: 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8: 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

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。海外软件公司包括新加坡的Solutions Lab Pte Ltd和香港的Ayers Solutions Limited，国内则包括上海龙软信息技术有限公司，通过并购不断扩充和完善自身的技术体系。

表 3: 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，面向金融衍生品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

新加坡Solutions Lab和香港Ayers Solutions通过“云柜台”为当地券商提供全新的“云交易服务”方案，通过“云交易服务”，券商在采购用户委托下单产品时，不再需要自己搭建和维护单独的交易服务器，而是“按需”统一采购云计算中心的定制服务。优秀的产品品质和合理的收费模式，使得这两家公司在当地市场份额均超过50%。此外，随着“沪港通”的临近，国内券商对香港市场的拓展需求明显增加，大部分券商都对Ayers Solutions提供的“又快又省”的云交易服务及解决方案表示出极大的兴趣，南华等首批客户已经开始使用Ayers的服务交易香港股票及期货。目前意向合作的内地机构已经超过10家。

国内的上海龙软在程序化交易领域有着丰富的经验，为国内外几十家金融机构提供解决方案，伴随着国内期权的推出预期、交易所新一代交易系统的上线以及私募行业的监管放开，程序化交易市场将逐步走出培育期，进入快速成长期。需要注意的是，大智慧与恒生电子、金证股份和财富趋势等专业软件商的竞争面临着不小的挑战，但是我们相信，大智慧所拥有的庞大的用户资源优势，能够帮助其识别细分需求、发挥比较优势，开发更加差异化的产品满足更多客户多样化的需求。

第三点是信息优势，包括资讯信息和数据信息。其一是资讯信息，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)；其二是数据信息，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 4: 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

资讯信息方面，早在2010年3月，公司就收购了阿斯达克网络信息有限公司（AAStocks.com Limited）100%的股权，收购价款2900万美元。阿斯达克网络信息有限公司拥有阿斯达克通讯社（大智慧通讯社），是中国第一家持有新闻牌照的专业财经通讯社，2012年11月经国家有关部门核准，在上海、北京等设有记者站和新闻中心。大智慧通讯社聚焦于投资市场尤其是股票市场的新闻报道，主要在股票交易时段发布，极大地丰富了股票市场的原创一手资讯。大智慧通讯社每天生产近1000条新闻资讯，快速成为行业内具有重要影响力的财经通讯社。

除了作为一手资讯的制造商、加工商以及传播商之外，被大智慧收购后的阿斯达克在舆情监测方面亦有所拓展。目前，大智慧已经建立了7*24小时对全网（20000个专业站点）监控，每60秒刷新，涵盖所有A股、B股、港股、美股上市公司，以及30000家左右的非上市公司，每天采集到的数据超过100万条，站点和数据量亦不断增加。同时，技术架构体系也从重客户端逐渐向云客户端转变，针对提升海量数据存储和访问能力，尤其对于非结构化数据的实时分析和挖掘能力，从无到有搭建了服务端数据平台，并基于实时动态和海量静态数据进行了分布式云存储和云计算的技术架构改造。






不仅仅在国内，大智慧在海外亦进行了财经传媒方面的布局。最早收购的阿斯达克本身就在香港市场在线资料分析领域占领着统治地位，拥有500多家机构客户，涵盖海内外著名银行、证券经纪商和媒体，建立了长期友好关系，在香港网上金融信息服务行业内已拥有70%的市场份额，已经被推崇为香港金融市场内最具权威的首席网上财经信息服务供货商。此后，大智慧不断在东南亚地区拓展，2012年10月斥资3.3亿日元收购日本T&C Financial Research, Inc.（后更名为DZH Financial Research, Inc.）100%股权，2013年5月斥资660万新加坡元收购新加坡新思维私人有限公司及其东南亚地区的子公司。目前大智慧在香港、日本、新加坡、马来西亚、泰国、越南和印度等国家和地区提供金融信息服务，用户包括大陆、香港、新加坡、东南亚经济圈内超过300家银行、券商、保险等专业金融机构，以及150万投资理财用户。

表 5: 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分析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 6: 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

与此同时, 为了向大智慧平台用户提供第一手权威金融资讯, 大智慧还组建了专业财经视频项目, 分别建立了上海、北京和深圳四讯道标清演播室。2011年7月财经视频服务成功推出, 每天观看人数超过20万。大智慧致力于为用户提供个性化的新闻资讯解决方案, 让用户在使用大智慧系列产品的同时, 也能够同步收看财经视频节目以及新闻, 从而丰富了大智慧服务的内容和品质。

数据信息方面, 2011年1月, 大智慧斥资1650万美元收购上海财汇信息技术有限公司100%股权。大智慧财汇作为中国优秀的金融数据及应用专业服务商, 拥有目前中国最大的金融专业数据库, 覆盖动态行情、上市公司、债券、宏观行业、人物、企业、政府以及海外等9大数据库。经过三年的发展, 目前财汇的数据工程服务覆盖了国内100%的银行、90%的保险公司、95%的基金公司和70%的证券公司, 与万得以及同花顺等其他国产数据终端相比, 具有一定的竞争优势,

2013年5月, 大智慧斥资1024万元收购了北京慧远保银信息技术有限公司100%股权, 其主要产品是《慧远保银启明星证券研究终端软件》, 提供了国内各大券商研究所的研究报告, 进一步丰富和完善了大智慧在数据信息方面的产品线, 对于个人用户和部分机构用户而言, 能够获取专业的证券研究报告也可以达到吸引新用户、增强用户使用粘性的目的。

平台合作: 湘财证券, 搭建互联网券商平台的最佳选择

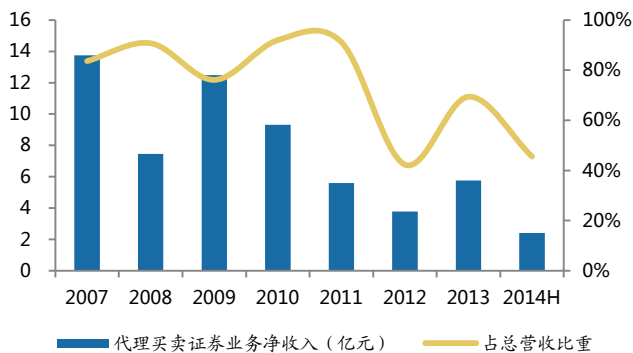
我们认为, 互联网金融最重要的是用户系统和账户系统的结合, 单单依靠用户系统不足以形成金融领域的BAT, 因为金融活动最终的落脚点是交易, 脱离账户则交易无意义, 脱离交易则互联网金融的概念是不完全的。目前, 大智慧依靠技术优势结合信息优势成就了目前业内第一的用户规模, 在用户系统上已经处于领先, 具有先发优势, 与证券公司的联姻将帮助大智慧完善账户系统, 打造全国首个“用户系统”+“账户系统”的互联网金融平台, 再次获取先发优势。

2014年8月12日, 大智慧拟换股合并湘财证券。我们认为, 湘财证券以下三点特质, 说明了大智慧与之联姻是搭建互联网券商平台最佳的选择。

第一是民企机制，强调创新。在此次交易前，湘财证券的第一大股东是新湖控股有限公司，持股71.15%，而新湖控股的第一大股东是新湖集团，直接和间接持有新湖控股80.64%。我们认为，以民营企业集团为大股东的湘财证券，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尤为重要。

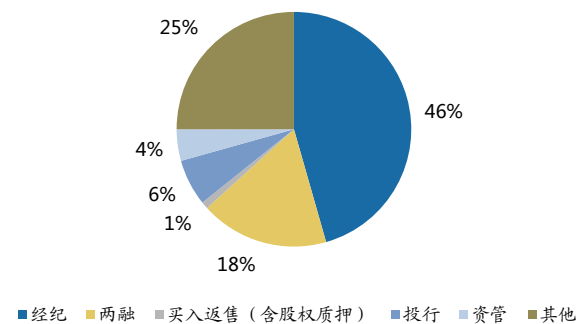
湘财证券在2013年年报中继续强调了“以创新促转型，以转型促发展”的发展战略，积极培育创新业务，大力促进经纪、投行、资产管理等传统业务向全面综合金融服务转型。具体来看，首先，湘财证券的传统经纪业务收入占营业收入的比重在逐渐降低，从2007-2011年的70%~90%的水平降至2012-2014年的45%~70%的水平，对于传统业务的依赖度下降。

图9：湘财证券代理买卖证券业务净收入情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

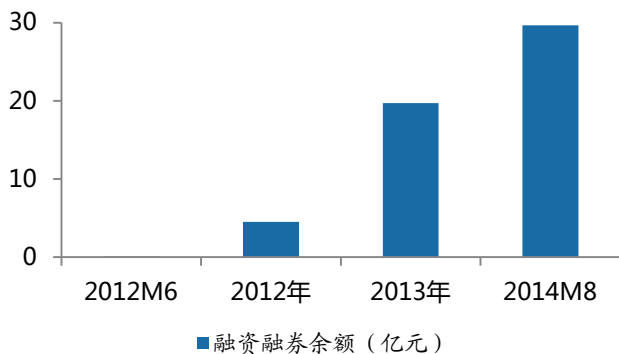
图10：湘财证券营业收入按业务分类(2014年上半年)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

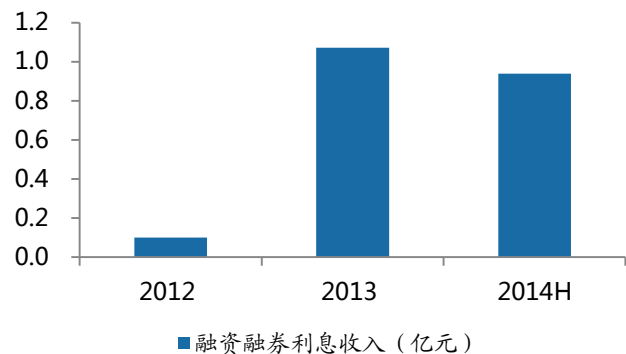
其次，湘财证券不断拓展创新业务，包括融资融券、股票质押等信用交易业务以及代销金融产品等。2014年，公司积极申请港股通、个股期权等创新业务资格，现已获得了转融券业务资格，并有条件通过了上海证券交易所股票期权经纪业务的现场检查。截至目前，公司已获得融资融券、约定购回、股票质押、转融通等多项创新业务资格。

图11：湘财证券融资融券余额



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12：湘财证券融资融券利息收入



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 7: 湘财证券股权质押业务情况

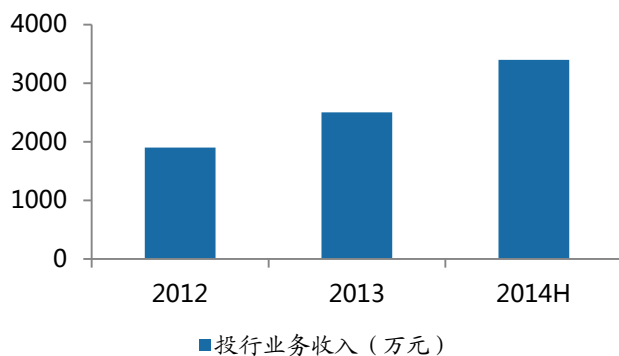
证券代码	证券简称	股东名称	质押股数 (万股)	参考市值 (按质押日收盘价,万元)	质押起始日	质押截止日
000540.SZ	中天城投	金世旗国际控股股份有限公司	6720	33466	2014-6-26	2015-6-26
300069.SZ	金利华电	赵康	2047	32642	2014-5-29	2015-5-29
300062.SZ	中能电气	吴昊	1000	9670	2014-5-27	2015-5-27
300051.SZ	三五互联	龚少晖	2880	24970	2014-5-22	2015-5-22
600208.SH	新湖中宝	浙江新湖集团股份有限公司	30303	89394	2014-5-8	2016-5-6
002549.SZ	凯美特气	浩讯科技有限公司	796	18833	2014-3-26	2015-3-26
000673.SZ	当代东方	厦门当代投资集团有限公司	890	11098	2014-3-21	2015-3-20
002549.SZ	凯美特气	浩讯科技有限公司	890	12994	2013-12-25	2014-3-25
300069.SZ	金利华电	赵康	1280	11942	2013-11-5	2015-11-5
002665.SZ	首航节能	黄卿乐	1200	32124	2013-11-1	2015-11-1
300345.SZ	红宇新材	朱红玉	470	6636	2013-9-23	2015-9-22
300290.SZ	荣科科技	北京正达联合投资有限公司	310	4160	2013-9-10	2013-12-9
300290.SZ	荣科科技	北京正达联合投资有限公司	310	3878	2013-9-2	2013-12-1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

湘财证券从2012年6月获批开展融资融券业务以来,业务规模快速增长,2012年末,公司融资融券余额约4.5亿元,而截至2014年8月末,融资融券余额已经接近30亿元,发展势头迅猛。由融资融券带来的利息收入在2012年仅有0.1亿元,在2013年则高达1.1亿元,而2014年仅上半年,这部分利息收入就已经达到0.94亿元,接近2013年全年水平。股票质押业务同样发展迅猛,湘财证券自2013年9月获批介入该业务,2013年证券股票质押回购利息收入462万元,2014年上半年则达519万元。代销金融产品也是湘财证券重要的一项创新业务。

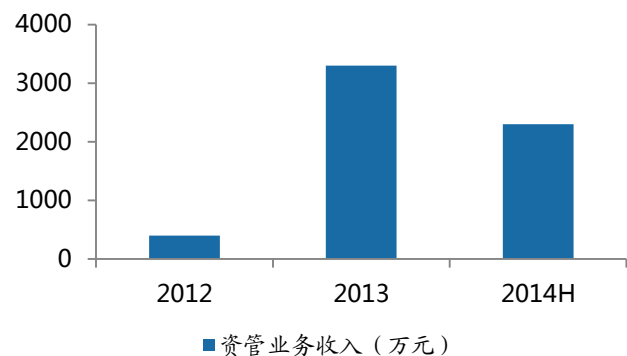
再次,湘财证券的投行业务和资管业务发展也较为迅速。2014年上半年,公司实现投行业务收入3434万元,资管业务收入2255万元,截至2014年6月末,湘财证券受托资产管理规模共计298.5亿元,较2013年末增长27.8%。

图 13: 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

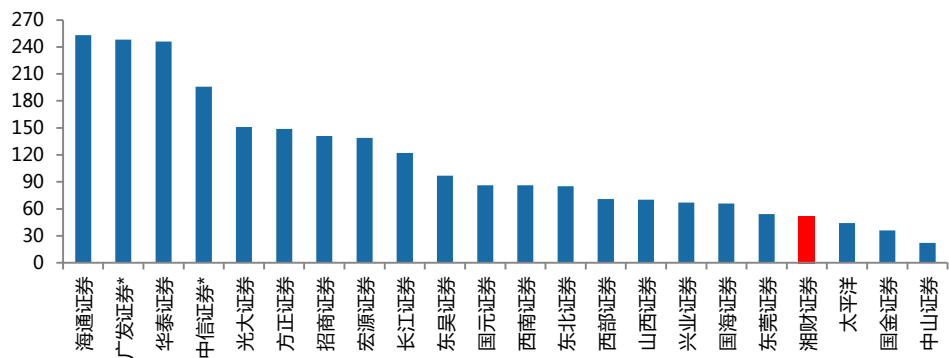
图 14: 湘财证券资管业务收入



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

第二是规模适中，高速成长。截至2014年6月末，湘财证券现有证券营业部共52家，筹建中1家，证券营业部数量少、负担轻，有利于湘财证券向互联网券商转型。同时，规模适中的湘财证券各项业务增长迅速。

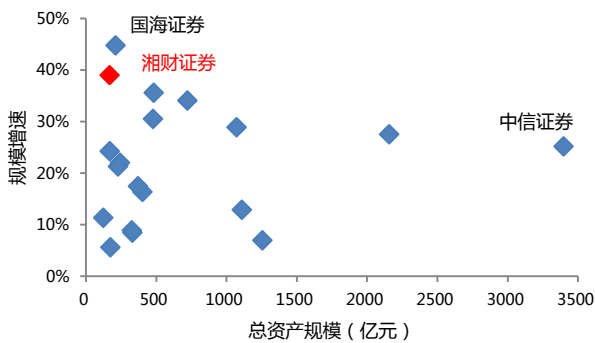
图15: 部分证券公司证券营业部数量 (截至2014年6月末)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

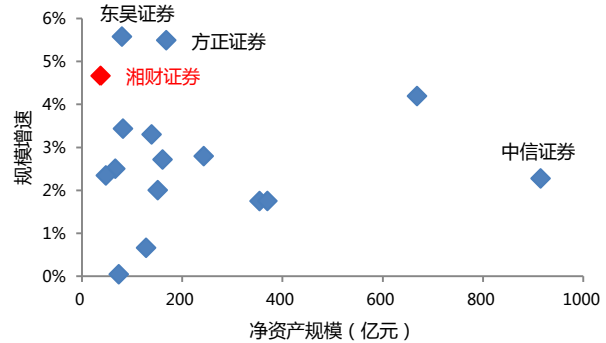
*统计中, 广发证券不包含华福证券, 中信证券不包含中信建投证券

图16: 总资产规模 (2014H末, 增速相对2013年末)



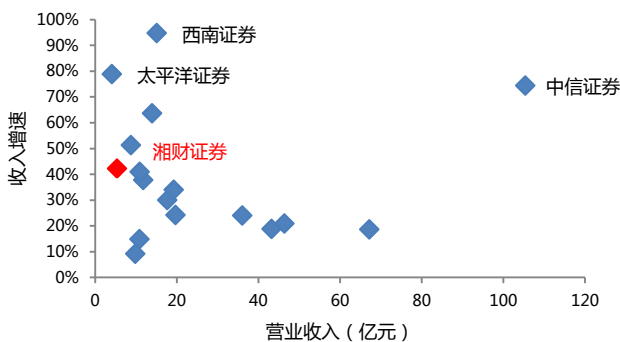
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 净资产规模 (2014H末, 增速相对2013年末)



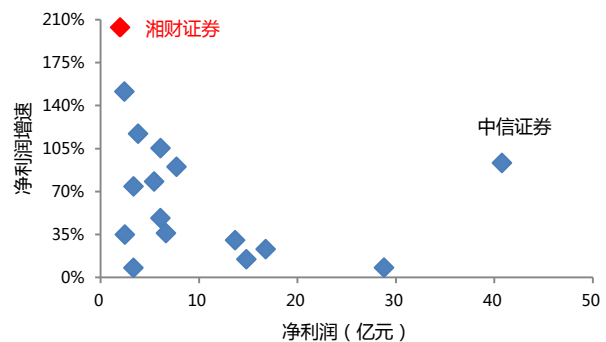
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 营业收入 (2014H, 增速相对2013H)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 净利润 (2014H, 增速相对2013H)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

第三是关系融洽，磨合顺利。湘财证券现在的实际控制人新湖（新湖集团及其子公司）在2009年曾入股大智慧，新湖中宝当时持有大智慧11%的股权。此后经过历次减持，到2014年6月末，新湖中宝不再持有大智慧的股权。此次换股合并后，新湖将重新获得大智慧约30%股权，而大智慧将100%控股湘财证券。我们认为，大智慧和湘财证券的合作是有基础的，相信换股合并后两家公司未来无论在业务上还是人员上的磨合都将会较为顺利。

流量变现突破口：孕育国内首家真正意义上的互联网券商

我们认为，当前关于互联网券商平台甚至互联网金控平台的探讨，比较多的是侧重用户系统，而疏于对账户系统的建立融合。如前所述，金融活动最终的落脚点是交易，脱离账户则交易无意义，脱离交易则互联网金融的内涵是不完整的。此次大智慧与湘财证券的联姻，就可以形成大智慧用户系统+湘财证券账户系统的融合，一个真正意义上的崭新的互联网券商正在孕育，我们对其未来的发展做出两个展望。

第一个展望，证券账户多账户的放开预期，一个合理的逻辑推演就是大智慧的用户将有望被导流至湘财证券的账户系统上，因为多账户放开后使得用户在不同证券公司的账户切换成本基本为零，而在收益方面大智慧在未来可以实施以利润换取规模的策略，我们相信，基于大智慧的技术优势和信息优势，大批客户的导流未来是很值得期待的。

表 8：一人一户 V.S.多账户放开

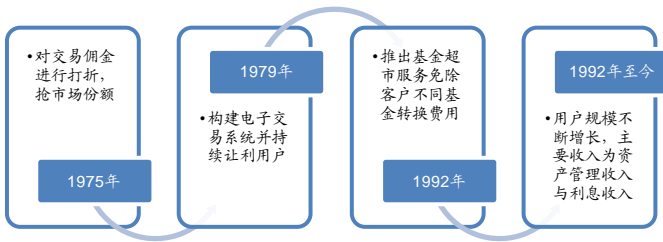
	一人一户	多账户放开
政策文件	《中国证券登记结算有限责任公司证券账户管理规则》	《证券账户管理规则（修订稿）》
发布时间	2002年4月29日	2014年8月24日
账户限制	一人一户	每位投资者可开设：一个一码通账户和多个子账户
政策描述	对于同一类别和用途的证券账户，一个自然人、法人只能开立一个	在现行对券商、几近等特殊机构放开一人一户限制基础上，在统一账户平台上线初期，一人一户的放开范围将逐步扩大到普通机构投资者和因沪港通交易需要的个人投资者，之后再择机尽快全面放开一人一户限制。
对于投资者影响	选择权小，转户过程麻烦且耽误时间	选择权较大，开户成本将降低，在不同券商间的迁徙能力提升
对于证券公司影响	投资者可以在不同券商开通对接深市证券账户的资金账户，但是沪市实行指定交易规则，只能在一家券商开设资金账户。“开户容易转户难”，客户流失现象相对较少。	行业竞争加剧，佣金率可能会快速下降；投资者可在不同券商同时开户，投资者开户和账户迁移成本都将大幅降低。互联网平台是客户流量的重要入口，目前“开户容易转户难”的局面将得以转变，对互联网券商带来重大利好，互联网证券业务有望加速发展。

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

第二个展望，用户系统和账户系统的结合一开始是从股票交易，即经纪业务，作为切入点，我们预计，证券公司的其他业务在未来也将不断互联网化。前面提到，湘财证券在融资融券、股票质押等业务的发展上突飞猛进，未来这些业务是否可以拓展至个人（P2P）？同时，在投行业务方面是否可以引进众筹模式？在资管业务方面是否可以借鉴余额宝（基金、理财、保险代销渠道铺开）？我们相信，在监管

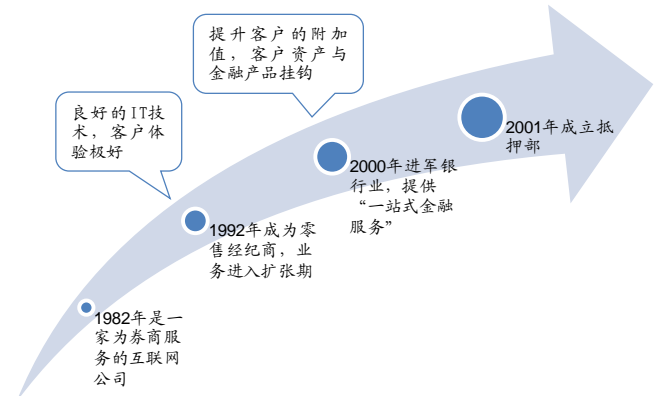
允许、风险可控的前提下，业务模式的创新空间巨大，这点从海外的经验（美国嘉信理财、美国E-Trade公司、美国Motif Investing、日本SBI集团）已经得到验证，而这一切都需要基于庞大的用户规模基础，也需要用户系统和账户系统的无缝对接和匹配。

图20: 美国嘉信理财推出基金超市服务



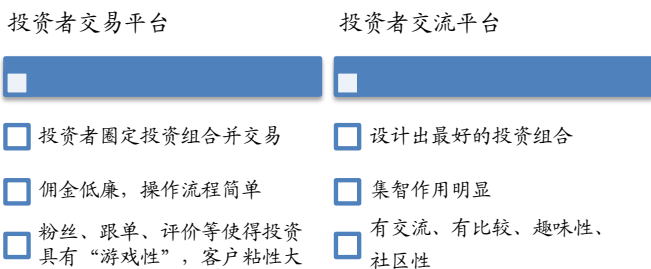
数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图21: 美国E-Trade公司提供一站式金融服务



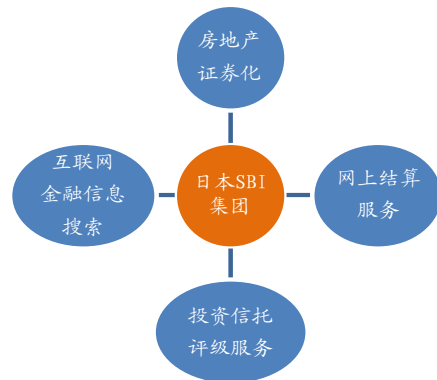
数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图22: 美国Motif Investing的投资策略社交化平台



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图23: 日本SBI集团积极开展金融服务业务



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

流量变现渠道拓展: 资金实力雄厚+金融牌照资源丰富有望成就 BATD

互联网时代的浪潮下涌现了许多优秀的互联网公司，目前，国内互联网三巨头百度、阿里和腾讯呈三国鼎立的态势，如果说，百度连接的是人与信息（搜索），阿里连接的是人与商品（商务），腾讯连接的是人与人（社交），那么，我们是否可以期待出现一个连接人与资金（事实上这也是金融的本质）的互联网金融平台？我们认为，新湖依靠雄厚的资金实力以及丰富的金融牌照资源和运作经验，未来将极有可能将大智慧这个平台，从一开始的互联网券商（联姻湘财证券）入手，打造成为一个集证券、期货、基金、保险、银行综合的互联网金控平台。

图24: 互联网金控平台与BAT



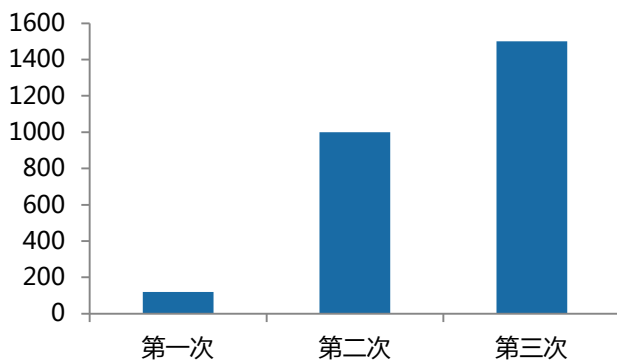
数据来源: 广发证券发展研究中心

1、新湖中宝金融布局早，金融运作经验丰富

我们认为，新湖对于这个尚处于萌芽阶段但充满前景的互联网金控平台的意义在于两点，第一，互联网券商平台进一步做大，需要足够的现金流作为支撑，新湖具备这样的资金实力；第二，从互联网券商为起点，逐步发展为全面的互联网金控平台，需要各类金融牌照，目前，新湖中宝手中拥有证券、期货、保险、银行以及财务公司等多个金融牌照，未来有望继续获取基金、信托以及租赁等其他金融牌照，牌照资源丰富，并且布局金融时间早，积累了很多宝贵的金融运作经验。

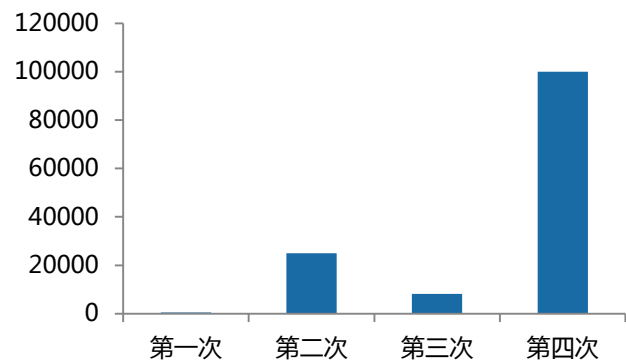
从国内外的经验来看，许多成功的互联网企业的发展初期，都是需要引入强大的资金供给方，我们认为，互联网金控平台的搭建不会是例外。并且，金融行业与其他行业不同，其随经济周期而波动运行的特征更为明显。因此，在互联网券商的发展过程中，极有可能出现周期不匹配的情况，加剧现金流可能出现的捉襟见肘的情况，从而影响甚至阻碍其正常发展。

图25: 百度上市前融资(万美元, 2000-2004)



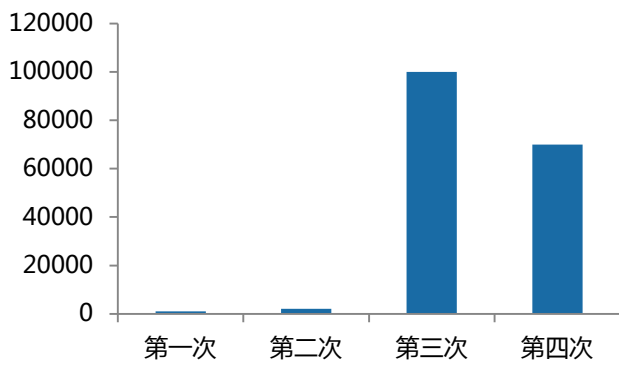
数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图26: 阿里巴巴上市前融资(万美元, 1999-2005)



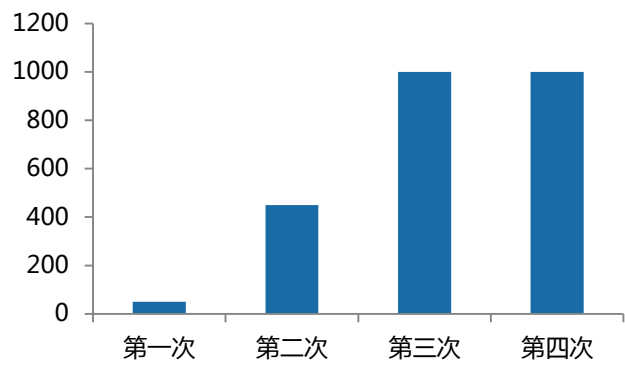
数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图27: 京东商城上市前融资(万美元, 2007-2013)



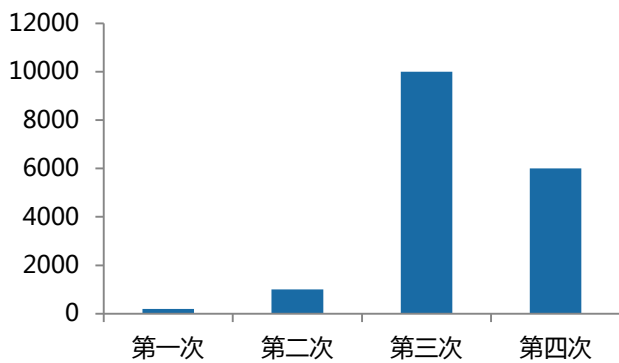
数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图28: 携程上市前融资(万美元, 1999-2003)



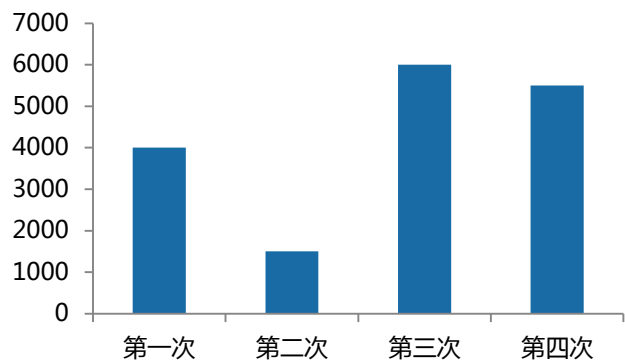
数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图29: 大众点评上市前融资(万美元, 2006-2012)



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

图30: 58同城上市前融资(万美元, 2006-2011)



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

具体到大智慧与湘财证券合作的互联网券商和金控平台, 我们预计在以下几个方面可能需要大规模的资金支持。第一, 大智慧进一步开拓其技术优势和信息优势, 所需要的研发投入和并购机会都需要有强大的资金供给作为支撑, 实际上从大智慧发展的历史也可以看出, 许多优势的积累很大程度上是通过并购(尤其是海外并购)后加以整合获得的, 预计未来在外延扩张的道路上也将会继续加大步伐。

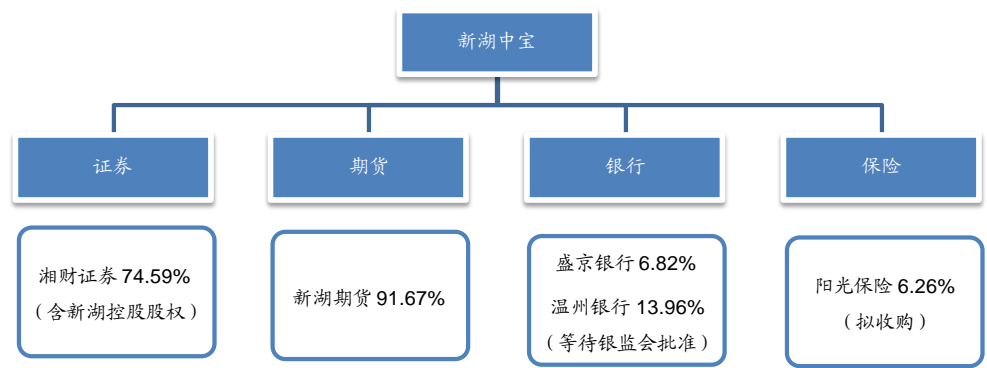
第二, 用户规模是互联网公司发展的基石。如果说, 技术优势和信息优势用以不断改进用户体验并增加用户粘性, 那么价格优势甚至免费, 则是吸引用户的重要手段。我们相信, 大智慧既有的优质产品(以技术优势和信息优势为基础), 若以低价或者免费作为特色, 将可以吸引大量用户(互联网时代用户的迁移成本并不高)。如果采用以利润换规模(这也正是BAT等成功互联网公司采用过的战略), 则更加需要大量的资金支持。

第三, 团队的优秀和稳定是公司发展的重要保障, 而互联网公司需要应对瞬息万变的行业环境, 团队的作用和意义更加显著。除了传统的股权期权激励外, 现金激励对于已有一定规模的互联网公司引进并留住核心人才也是较为有效的选择。

2、新湖中宝金融牌照资源丰富，整合效果显著

大智慧与湘财证券“联姻”形成的互联网券商只是开始，未来势必要继续向其他金融领域拓展，发展成为更广泛的互联网金控平台。新湖中宝除了资金以外，其第二大优势就是其多年来在金融行业牌照和经验的积累，目前，新湖中宝有证券、期货、保险、信托、财务公司、银行等全方位的金融牌照，待互联网券商（大智慧+湘财证券）这一平台成熟之后，进一步将这些金融牌照与平台融合，形成可与BAT分庭抗礼的互联网金控平台。

图31：新湖中宝互联网金控平台



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

新湖中宝早在2005年就开始在金融方面的布局，并且也是以搭建金融控股平台为目标，自2012年开始，新湖中宝集中优化整合在手的金融资源，更重视资源的质量而非数量，逐步减少参控股金融企业的数量，并加大对优质金融资产的持股力度，从而获取了更多类型的金融牌照。目前，新湖中宝持股1家证券公司（湘财证券）、1家期货公司（新湖期货）、1家银行（盛京银行）和1家投资公司（新湖控股），同时，新湖中宝拟转让当前持有的锦泰财险全部股权，并收购阳光保险股权，2013年认购温州银行股份正等待银监会批准。从目前的经验来看，互联网保险和互联网银行的概念发展较快，预计在互联网券商之后，新湖的互联网金控平台的发展将率先在这两方面有所突破。

表9：新湖中宝目前持有的金融企业股权情况

	持股比例（2014H）	股份来源
湘财证券	74.59%（直接加间接）	受让股权及增资方式取得
新湖期货	91.67%	受让股权及增资方式取得
盛京银行	6.82%	增资方式取得
温州银行	13.96%（等待银监会批准）	认购非公开发行募集股份
阳光保险	6.26%（拟收购）	受让股权
新湖控股	48.00%	-----

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 10: 金融控股集团与其持有牌照列表

	证券	期货	基金	保险	信托	财务公司	银行	租赁
中信集团	●	●	●	●	●	●	●	●
平安集团	●	●	●	●	●	●	●	●
光大集团	●	●	●	●	●	●	●	●
方正集团	●	●	●	●	●	●	●	●
交通银行	●		●	●	●	●	●	●
工商银行	●		●	●			●	●
农业银行	●		●	●		●	●	●
中国银行	●		●	●	●		●	
新湖中宝	●	●		●		●	●	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

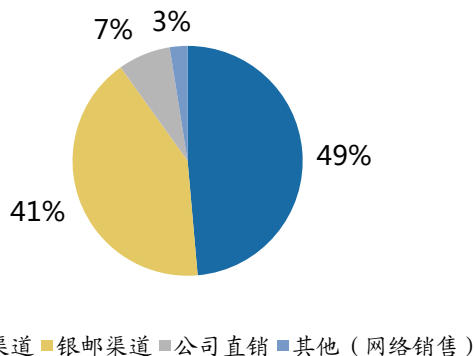
互联网保险展望：渠道致胜

中国过去的20年时间是保险业的大发展时期，截至2013年末我国保险业总资产达到8.29万亿元，仅次于银行和信托的总规模，成为了中国第三大金融行业。保险公司保费的高速增长和保险业规模的迅速扩张得益于保险产品的推陈出新和渠道的拓展，尤其人身保险的渠道发展，直接影响了整个保险业的扩张速度。

保险公司现有的营销渠道主要包括代理人渠道、银邮渠道和保险公司直销等，其中代理人渠道占据了近半壁江山，而网络销售规模占比还不足总规模的千分之一，2012年中国保险电子商务保费收入为39.6亿元，同比增123.8%，发展潜力巨大。

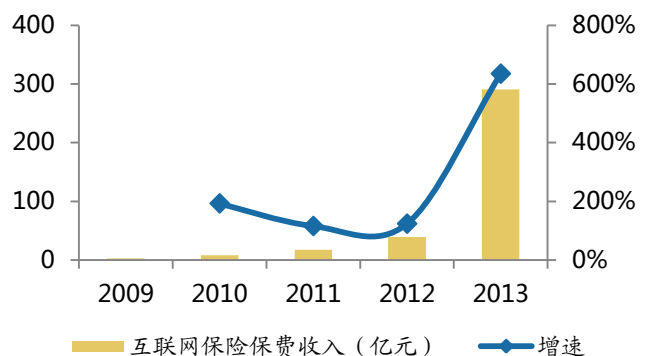
自2011年至2013年，国内经营互联网保险业务的公司从28家上升到60家；保费规模从18亿元增长到291亿元；投保客户数量从816万人增长到5437万人。爆发式的增长体现了互联网与保险相结合所带来的聚变效应。

图 32: 2012年中国人身保险市场保费渠道



数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

图 33: 网络渠道保费收入及其增速



数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

互联网银行展望：直销银行

直销银行最初是由荷兰国际集团于1997年在加拿大设立，并迅速复制到美国、德国、英国、法国等欧洲经济发达国家，是互联网时代下应运而生的一种新型银行运作模式。在直销银行模式中，银行业务开展不依赖于实体网点和物理柜台，也不发放实体银行卡，用户主要通过电脑、电子邮件、手机、电话等远程渠道获取银行产品和服务。由于开设机构精简、服务员工较少，银行的运营成本得以大幅降低，提供的服务也更为便捷优惠，竞争力更强。经过近20年的发展，直销银行商业模式愈加成熟，同时经受住了互联网泡沫、金融危机的考验，市场份额不断扩大，成为传统银行业务的重要补充。

近年来，我国的直销银行业务也逐渐起步，北京银行、民生银行、兴业银行、珠海华润银行、包商银行、南京银行、上海银行、平安银行、重庆银行、江苏银行等都已经正式推出了直销银行业务。依托于互联网和移动互联网，充分发挥“用户全球化、组织扁平化、成本低廉化”的特点，简化业务流程和操作，为用户提供了简单、快捷、人性化的产品和服务。

表 11：我国直销银行业务逐渐起步

银行	业务开展时间	依托平台	(主打) 产品	备注
北京银行	2013年9月	线上互联网平台+线下直销门店	理财产品、基金产品等	与 ING 集团联袂推出第一家国内直销银行
民生银行	2014年2月	电脑版、手机客户端、微信银行	“如意宝”余额理财产品、“随心存”储蓄产品	全程互联网化、网上开户
兴业银行	2014年3月	电脑版、手机客户端、微信银行	“智盈宝”、“兴业宝”、理财、代销基金、定期存款	多家银行卡直接在线购买理财产品
珠海华润	2014年3月	电脑版、手机客户端、微信银行	“润日增”、“智能存款”、“预付通”、“金融日历”	第一家推出直销银行的区域性城商行
包商银行	2014年6月	电脑版、手机客户端、微信银行	类 P2P 产品“千里马”、货币基金“马宝宝”	融合直销银行+智能理财+众筹等主流互联网金融模式
南京银行	2014年6月	电脑版、微信银行	鑫元基金、代销基金、易得利	----
上海银行	2014年	电脑版、手机客户端、微信银行	“快线宝”、“安心保”、“惠理财”、“智能存”	拓宽合作渠道，推出了支付宝国际汇款、翼支付余额理财等业务
重庆银行	2014年7月	电脑版、手机客户端、微信银行	“乐慧存”、“聚利宝”、“DIY 贷”	----
平安银行	2014年8月	电脑版、手机客户端	智能存款产品“定活通”、类余额宝产品“平安盈”、理财产品，新型投资理财理财产品“养老保障”等	定位于“年轻人的银行”
江苏银行	2014年8月	电脑版、手机客户端、微信银行	“惠多存”、“开鑫盈”、“放心汇”、“容易付”	强调互联网体验性，直销银行 APP 内嵌入系列化综合应用服务“容易付”和“社区帮”

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

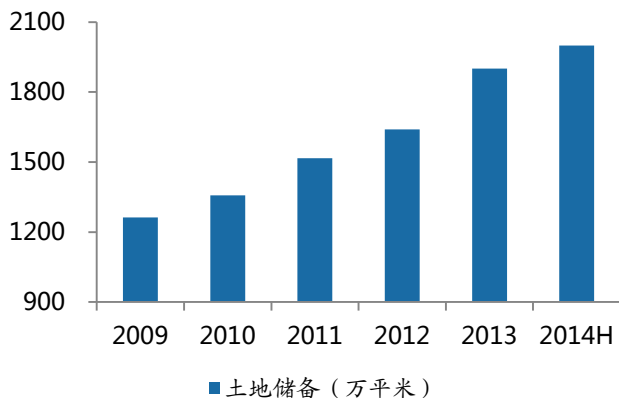
地产业务储备优质、销售稳定，抗风险能力强

新湖中宝在借壳上市后始终坚持资源型房企的发展道路，加大土地储备规模并更重视对于优质资源的获取。对于具有较大升值潜力的项目采取稳步开发的方式，藉此能够实现项目获利的最大化。公司销售策略以平稳为主、增速稳定，并且顺势而为，抗风险能力强。

地产储备资源量大质优

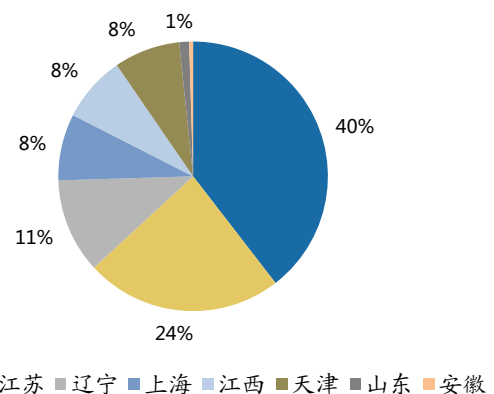
截至2014年6月末，新湖中宝住宅和商业开发土地储备超1000万平米，另外还涉及海涂开发土地800万平米（均为建筑面积口径）。特别值得一提的是，新湖中宝2009~2011年陆续在启东和温州等城市获得占地面积约1200万平米的以滩涂围垦为主的一级开发项目，通过围海吹沙等工作，在各地建设滨海新城，其参与的一级开发项目的土地成本极低，并且项目所处区域均为环渤海和长三角地区的重点城市，区位优势显著，长远来看，这些一级开发资源具备非常大的升值与变现空间。

图34: 新湖中宝土地储备总量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图35: 新湖中宝土地储备分布



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 12: 新湖中宝一级土地开发项目

项目	位置	获取时间	权益	占地面积 (万平方米)	预估建筑面积 (万平方米)	已完成海涂开发面积 (万平方米)
启东圆陀角项目	江苏启东寅阳镇	2010年	100%	400	480	182
温州西湾项目	温州平阳县	2011年	51%	806	806	349
小计				1206	1206	531

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 13: 新湖中宝一二级联动获取土地储备情况

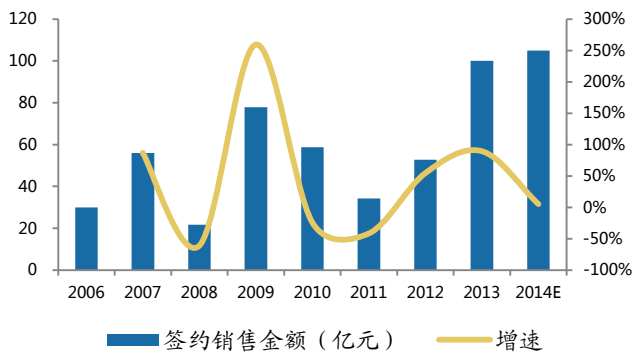
时间	项目/土地	区域	权益	总地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平米)
2012年11月	启东市块编号为1240~1245号地块	江苏启东	100%	34.98	73.86	5.12	693
2013年5月	温州平阳县西湾围涂区块(A-19、A-20、A-21、A-22)	浙江温州	51%	11.18	27.96	5.04	1803
2013年11月	温州平阳县西湾围涂区块A-16	浙江温州	51%	4.11	4.93	1.85	3750
2013年12月	启东市寅阳镇13124~13138号地块	江苏启东	100%	56.16	108.47	10.63	980
2014年8月	温州平阳西湾围涂区块(B09-B10、B14-B15、B16-B17)	浙江温州	51%	13.03	28.18	5.86	2081
小计				119.46	243.40	28.50	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

地产签约销售保持稳定

新湖中宝目前在全国20多个城市进行房地产开发和销售，2013年签约销售规模接近100亿元，同比增长近80%，2014年上半年，新湖中宝已经实现签约销售金额40亿元，下半年货值充裕，预计全年销售规模将达到100亿元。并且合并报表口径下经营现金流入情况亦良好，2013年为135亿元，2014年上半年为38亿元。

图36: 新湖中宝房地产签约销售金额



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图37: 新湖中宝合并报表经营性现金流入

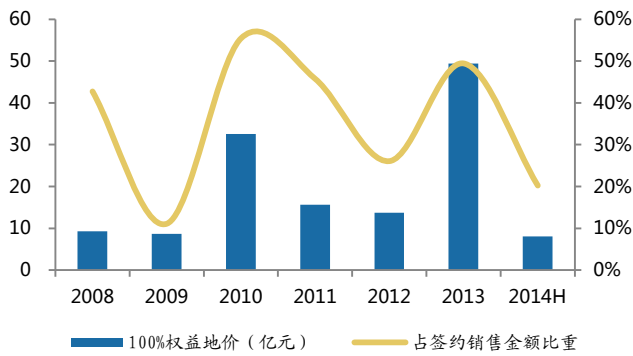


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

地产业务抗风险能力强

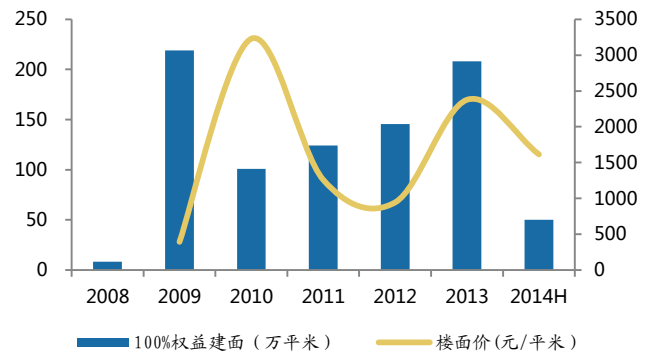
新湖中宝历年来对于土地资源的获取一直强调质量而非数量，100%权益地价与合同销售金额的比值平均在36%，2010年行业拿地最激进的时候，新湖中宝在土地投资上相比同行十分谨慎。并且，公司的获取土地楼面价一直处于较低水平。手握优质的土地储备使得新湖中宝的抗风险能力极强。公司财务和杠杆水平与同行相比也相对稳健。

图38: 新湖中宝拿地力度



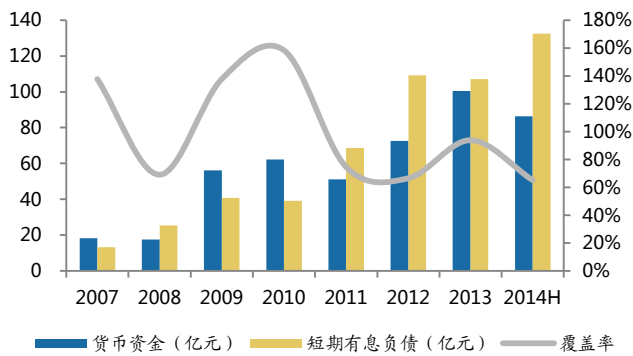
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图39: 新湖中宝拿地楼面价



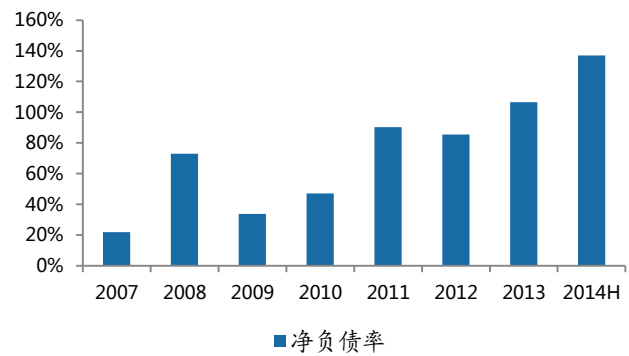
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图40: 新湖中宝货币资金对短期有息负债覆盖率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 新湖中宝净负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

新湖中宝资源价值测算

地产业务资源优质: 测算每股权益净增加值=3.18元

我们假设未来3年房价平均年同比增速为3%，新湖中宝适用的WACC为10%，我们测算，新湖中宝二级开发项目权益净增加值约168亿元，一级开发项目权益净增加值约31亿元，两者合计约199亿元，对应新湖中宝62.59亿股的总股本，每股权益净增加值约3.18元。

表 14: 新湖中宝房地产项目基本情况

项目名称	区域	权益	土地面积 (万平方米)	容积率	规划建面 (万平方米)	未结算面积 (万平方米)	权益净资产价值 (亿元)
沈阳·北国之春	沈阳	100%	52.53	2.17	114.15	44.95	7.64
沈阳·仙林金谷	沈阳	100%	26.82	1.52	40.68	40.68	4.82
沈阳·青蓝国际	沈阳	100%	12.08	2.00	24.16	24.16	1.34

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

沈阳·造化项目	沈阳	100%	13.20	1.20	15.84	15.84	0.87
沈阳·2012-057 号地块	沈阳	100%	5.36	2.56	13.73	13.73	0.38
沈阳市于洪区于洪产业大道北 4 号地块	沈阳	100%	14.64	1.50	21.96	21.96	0.26
天津·香格里拉	天津	100%	14.51	1.15	16.65	11.56	0.40
天津·义乌商贸城	天津	100%	45.73	2.00	91.46	91.46	3.61
津静（挂）2011-39 号地块	天津	100%	6.95	1.35	9.39	9.39	0.51
滨州·新湖玫瑰园	滨州	100%	12.38	0.45	5.52	5.43	0.42
泰安·新湖绿园	泰安	100%	12.01	1.29	15.55	11.37	0.89
南京·仙林翠谷	南京	100%	63.70	0.80	50.80	39.26	4.07
苏州·明珠城	苏州	100%	104.27	1.50	156.40	113.54	13.67
南通新湖置业	南通	100%	22.29	1.89	42.08	42.08	2.94
南通启阳建设开发	南通	100%	12.71	2.50	31.77	31.77	2.22
启东市寅阳镇 13124 ~ 13138 号地块	南通	100%	56.16	1.93	108.47	108.47	7.59
芜湖·长江长现代城	芜湖	100%	15.41	2.81	43.28	6.62	0.95
上海·新湖明珠城	上海	95%	22.87	3.93	90.00	49.77	21.53
上海·青蓝国际	上海	100%	6.48	5.32	34.47	34.47	13.92
上海·华商大公馆	上海	70%	21.98	1.32	29.03	29.03	10.91
杭州·东新园	杭州	100%	4.94	2.49	12.30	1.57	0.23
杭州·香格里拉	杭州	100%	83.26	0.55	46.15	33.16	12.17
杭州·新湖果岭	杭州	100%	36.09	1.26	45.53	42.25	6.34
杭州·武林国际	杭州	70%	2.63	4.90	12.87	12.87	4.45
余政储出[2012]24 号地块	杭州	90%	13.90	1.00	15.29	15.29	0.36
嘉兴·新中国国际	嘉兴	51%	18.63	2.41	45.00	45.00	1.28
海宁·百合新城	嘉兴	50%	94.23	1.31	123.00	56.04	6.93
衢州·新湖景城	衢州	100%	48.05	1.58	75.90	46.44	4.13
丽水·新湖国际	丽水	100%	19.11	2.26	43.17	43.17	4.75
瑞安·金座银座	温州	100%			5.30	5.30	0.44
瑞安万松城市综合体	温州	90%	15.98	2.55	40.70	40.70	6.30
温州·新湖庄园	温州	100%	4.07	1.91	7.80	7.80	0.33
乐清市滨海新区	温州	100%	18.70	1.40	26.18	26.18	7.80
温州平阳县西湾围涂区块 3 块地	温州	51%	11.18	2.50	27.96	27.96	0.56
温州平阳县西湾围涂区块 A-16	温州	51%	4.11	1.20	4.93	4.93	0.28
温州平阳县西湾围涂区块 9 地块	温州	51%	25.77	2.21	57.00	57.00	2.90
温州平阳西湾围涂区块 3 地块	温州	51%	13.03	2.00	26.06	26.06	1.19
兰溪·香格里拉	金华	51%	31.98	1.41	45.11	45.11	3.05
舟山·御景国际	舟山	55%	10.56	2.29	24.15	24.15	0.44
九江·柴桑春天	九江	70%	63.54	1.69	107.32	39.25	2.33
九江·庐山国际	九江	70%	40.69	1.80	73.28	73.28	2.77

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 15: 新湖中宝房地产项目权益净增加值

二级开发项目权益净增加值 (亿元)	167.98
一级开发项目权益净增加值 (亿元)	31.49
合计 (亿元)	199.47

数据来源: 广发证券发展研究中心

金融牌照资源丰富: 预期每股增厚价值=1.13 元

在金融体制改革的浪潮下, 金融混业经营有助于金融机构与实业企业提高协同效应, 这使金融牌照成为各方追逐的香饽饽, 而互联网金融概念的推广, 使得金融牌照拥有更广阔的变现空间。大智慧与湘财证券的换股合并, 从某种意义上说即是湘财证券股权的上市变现。我们对新湖中宝拥有的金融企业股权进行进行价值重估, 将重估值与账面初始成本作比较, 增厚部分即为金融牌照资源的变现带来的价值。湘财证券、新湖期货和盛京银行, 新湖中宝对于这三家公司的股权投资已经进入资产负债表的长期股权投资科目, 计量方法均为成本法, 我们将重估价值与账面成本的差额作为预期增厚价值。温州银行和阳光保险由于是新参与布局, 因此未纳入新湖中宝的资产负债表。我们假定其未来同样将计入长期股权投资科目, 并以成本法进行计量, 同时, 我们给出增值率的假设以计算预期增厚价值。综合来看, 新湖中宝拥有的金融企业预期带来的增厚价值70.66亿元, 对应新湖中宝目前62.59亿股的总股本, 预期每股增厚价值为1.13元。

表 16: 新湖中宝金融企业股权重估价值 (亿元)

	净资产 (2013 年末)	假设 P/B (按当前行业平均水平)	按 P/B 估值 (按当前行业平均水平)	100%股权 重估价值
湘财证券	37.13	2.38	88.37	88.37
新湖期货	6.52	2.38	15.52	15.52
盛京银行	214.70	0.88	188.94	188.94

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 17: 新湖中宝金融企业股权重估预期增厚价值 (亿元)

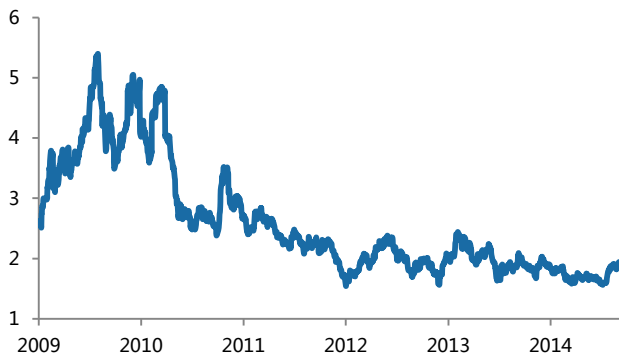
被投资企业	账面 价值	账面价值对应持股 比例(直接)	100%股权 账面价值	100%股权 重估价值	100%股权 增厚价值	增值率	新湖中宝持股 比例(合计)	新湖中宝权益 增厚价值
假定重估价值	A	B	C=A/B	D	E=D-C	F=E/C	G	H=F*G
湘财证券	1.10	3.44%	31.98	88.37	56.39	176%	37.59%	21.20
新湖期货	4.17	91.67%	4.54	15.52	10.98	242%	91.67%	10.06
盛京银行	4.50	6.82%	65.98	188.94	122.96	186%	6.82%	8.39
假定增值率	A'	B'	C'=A'/B'	D'=C'*(1+F')	E'=D'-C'	F'	G'	H'=F'*G'
温州银行	13.30	13.96%	95.27	238.18	142.91	20%	13.96%	2.66
阳光保险	18.90	6.26%	301.92	754.79	452.88	150%	6.26%	28.35
合计								70.66

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心, 详见备注

备注：A 列表示该金融企业在新湖中宝报表内的账面价值，B 列表示新湖中宝直接持股比例，该比例对应进入报表部分，D 列即为表 16 中测算的重估价值，G/G'列为新湖中宝直接加间接对该金融企业的持股比例（不同于 B 列的仅有湘财证券，新湖中宝直接持有湘财证券 3.44% 的股权，参股 48% 的新湖控股持有湘财证券 71.15% 的股权，因此新湖中宝直接加间接持有湘财证券 37.59% 的股权）。对于温州银行和阳光保险，由于是新参与布局，A'列的账面成本即为最新的收购成本，B'列为拟收购股权比例，F'列的增值率为我们的假设值。

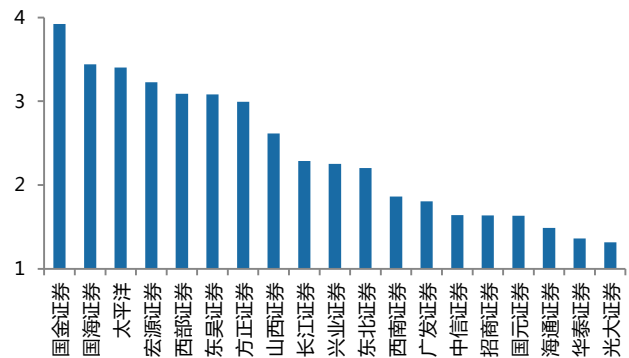
证券公司按照 P/B 估值：当前上市证券公司平均 P/B 约 2.38 倍，2014 年 6 月末，湘财证券净资产约 37.13 亿元，预估市值约 88.37 亿元，与换股合并公告中不超过 90 亿元的估值较为接近。

图 42: A 股券商板块 P/B 估值 (申万券商 III)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 43: A 股上市券商最新 P/B 估值 (2014H)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

期货公司按照 P/B 估值：由于当前我国还没有 A 股上市期货公司，我们按照证券公司的 P/B 进行估值，当前上市证券公司平均 P/B 约 2.38 倍，2013 年新湖期货净资产 6.52 亿元，预估市值约 15.52 亿元。

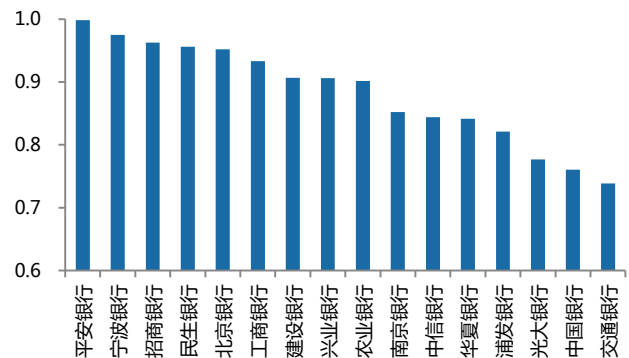
银行按照 P/B 估值：当前上市银行平均 P/B 约 0.88 倍，2013 年末，盛京银行净资产约 214.70 亿元，预估市值约 188.94 亿元（盛京银行已于 2014 年 6 月 30 日向证监会递交 IPO 申请）。

图 44: A 股银行板块 P/B 估值 (申万银行 III)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 45: A 股上市银行最新 P/B 估值 (2014H)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

估值结论：加上每股净资产，测算每股重估价值=6.37元

总结来说，新湖中宝目前所拥有的地产资源可以带来的权益净增加值为每股3.18元（假设房价年平均增幅3%，WACC=10%），持股的金融企业按照上市变现假设，重估价值相对于账面成本的预期增厚价值为每股1.13元。综上，我们测算新湖中宝的预期每股净增加值合计为4.31元，加上公司2013年末每股净资产2.06元，我们测算新湖中宝每股重估价值为6.37元。

盈利预测与投资评级

新湖中宝多年来在地产和金融的布局，在互联网的时代浪潮下迎来历史性机遇，民营互联网金控平台趋于成型。如果说百度是连接人与信息、阿里是连接人与商品、腾讯是连接人与人，那么互联网金控平台连接的则是人与资金，未来发展空间充足。根据我们的测算，新湖中宝股净资产后每股重估价值6.37元，目前公司股价4.26元，折价率33%，仍有一定低估（当前主流A股上市房企折价率30%），同时考虑到互联网金融的广阔发展空间，预计公司14、15年EPS分别为0.25、0.30元，维持“买入”评级。

风险提示

业务团队整合慢于预期。市场波动影响公司盈利。房价波动影响估值。

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	53,836	63,115	72,292
货币资金	7,266	10,050	6,500	8,525	10,175
应收及预付	5,212	4,208	5,439	6,399	7,452
存货	23,923	32,385	40,152	46,446	52,920
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	13,044	14,889
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	3,788	4,034
资产总计	46,460	58,579	65,306	76,159	87,181
流动负债	22,149	27,026	35,279	42,131	50,105
短期借款	3,588	2,828	2,578	3,745	3,642
应付及预收	8,563	12,422	20,993	27,757	34,633
其他流动负债	9,998	11,776	11,709	10,628	11,830
非流动负债	10,397	17,387	14,234	16,290	16,915
长期借款	6,853	13,026	11,225	13,228	13,790
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	58,421	67,020
股本	6,259	6,259	6,259	6,259	6,259
资本公积	1,199	925	1,241	1,622	2,081
留存收益	5,118	5,720	6,981	8,507	10,343
归属母公司股东权	12,573	12,900	14,477	16,385	18,680
少数股东权益	1,340	1,266	1,315	1,354	1,400
负债和股东权益	46,460	58,579	65,306	76,159	87,100

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	847	1,071
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	2,467	2,965
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	2,467	2,965
所得税	950	366	916	521	623
净利润	2,334	975	1,626	1,946	2,342
少数股东损益	25	-9	49	39	47
归属母公司净利润	2,309	983	1,577	1,907	2,295
EBITDA	3,059	1,203	850	1,769	2,368
EPS (元)	0.37	0.16	0.25	0.30	0.37

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	1,946	2,342
折旧摊销	52	57	19	20	20
营运资金变动	-4,019	-3,599	-427	-489	-652
其它	1,517	1,705	-427	835	901
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	-3,708	512	-35
银行借款	13,454	21,685	8,592	12,483	12,141
债券融资	-8,798	-13,794	-10,710	-10,393	-10,480
股权融资	269	50	0	0	0
其他	-2,559	-3,418	-1,590	-1,578	-1,696
现金净增加额	2,121	2,141	-3,550	2,025	1,650
期初现金余额	3,078	5,199	7,340	3,790	5,815
期末现金余额	5,199	7,340	3,790	5,815	7,465

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%	-3.0%	20.2%
归属母公司净利润增长	64.1%	-57.4%	60.4%	20.9%	20.3%
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%	14.8%	14.3%
ROE	18.4%	7.6%	10.9%	11.6%	12.3%
ROIC	11.1%	3.6%	2.2%	5.7%	7.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	70.1%	75.8%	75.8%	76.7%	76.9%
净负债比率	85.5%	106.5%	95.7%	85.6%	75.7%
流动比率	1.72	1.79	1.53	1.50	1.44
速动比率	0.61	0.58	0.38	0.39	0.38
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.18	0.16	0.19	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	0.25	0.30	0.37
每股经营现金流	-0.02	-0.14	0.13	0.37	0.42
每股净资产	2.01	2.06	2.31	2.62	2.98
估值比率					
P/E	10.5	24.2	15.4	12.7	10.6
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.7	29.2	46.3	22.3	16.6

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。