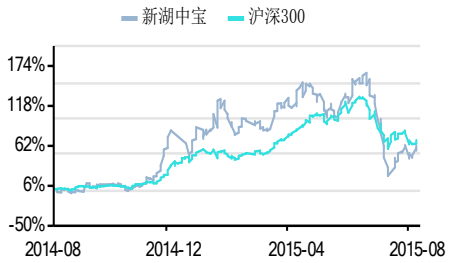
新湖中宝（600208.SH）

互金生态系统在 To B 端迈出关键一步

公司评级	买入
当前价格	6.06 元
前次评级	买入
报告日期	2015-08-10

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：

从平台到生态，跨越式发展值得期待	2015-06-15
再融资申请获审核通过，助力未来发展	2015-05-22
枝繁叶茂，欣欣向荣	2015-04-28

联系人： 金山 021-60750652
jinshan@gf.com.cn

核心观点：

- **积极完善互金生态系统，To B 业务迈出关键一步**

新湖中宝拟与 Wind 资讯共同成立子公司（新湖 33%，Wind 资讯 67%），打造第三方机构投资者之间的新型互联网金融平台。Wind 资讯是中国大陆领先的金融数据、信息和软件服务企业，覆盖 90%的国内金融企业以及 75%的 QFII 客户。Wind 资讯的金融信息流和数据流的优势，叠加新湖的金融和资金优势，该新型互金平台既可以为机构投资者进行 OTC 交易（衍生品、非标资产）提供便利，也可以成为机构投资者之间的即时通讯交流工具。

- **地产结算毛利率回升，投资收益持续向好**

报告期内，公司收入较大幅度上升，得益于地产结算放量和商业贸易好转，预计全年地产结算 100 亿元。结算毛利率升至 33.28%。权益法核算的长期股权投资（温州银行、新湖控股、盛京银行）收益 2.66 亿元，同比增 46%，互金生态系统的深耕将对旗下金融企业经营业绩产生促进作用。

- **销售拿地符合预期，财务保持稳健**

上半年销售 43 亿元，下半年位于上海内环内青蓝国际项目将开盘，总货值 90 亿元，全年销售有望达到计划的 130 亿元。拿地以一二级联动为主。公司融资能力强大，非公开发行已获核准，公司债持续推进，财务稳健。

- **预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.17、0.22 元，维持“买入”评级**

公司全年业绩和销售增长均有保障。互联网金控生态系统在 C 端布局不断深入，与 Wind 资讯合作意味着在 B 端布局的突破，同时也继续获取国内外优质金融股权资源，进一步完善互金生态系统的搭建。公司强大的融资能力为“地产+互联网金控”发展战略奠定良好基础。

- **风险提示**

下半年房地产市场负向波动。与 Wind 资讯合作进度慢于预期。

盈利预测：

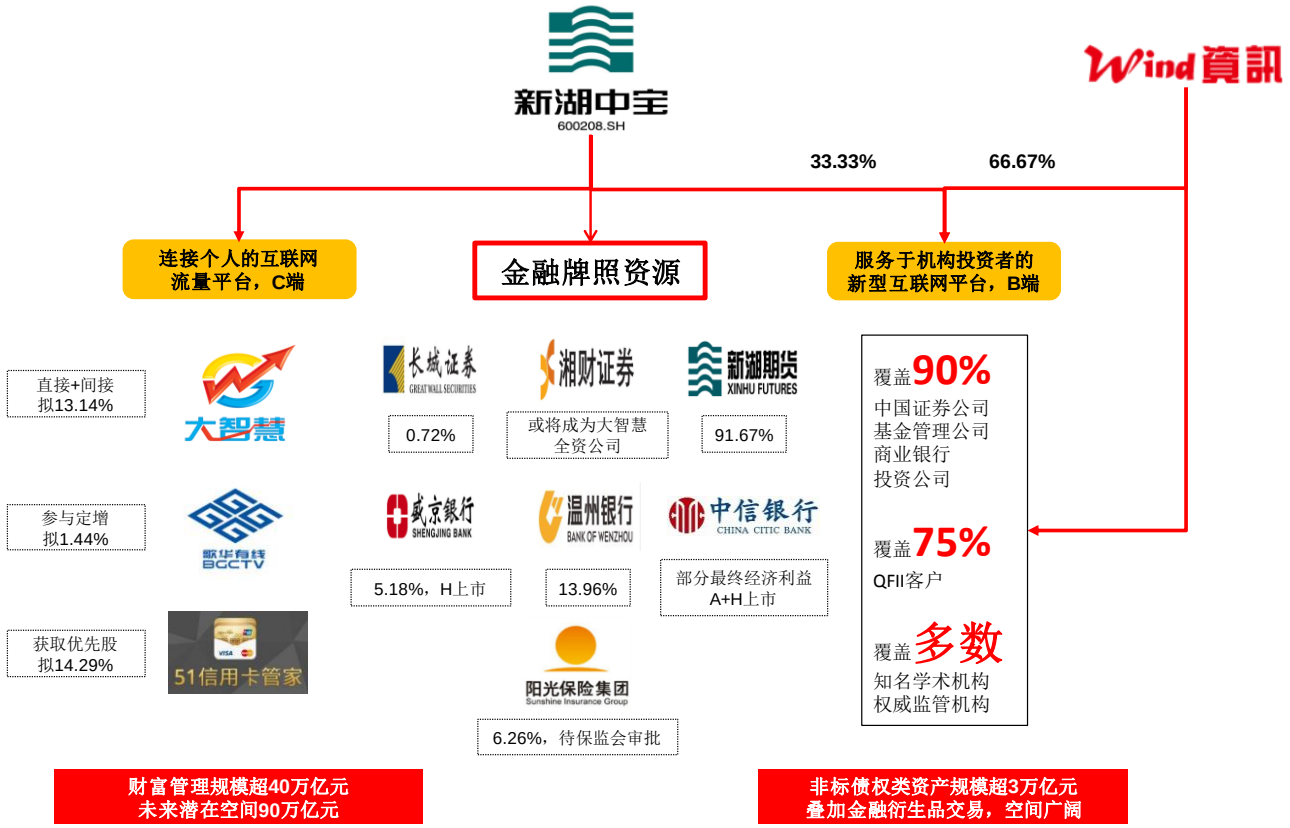
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	9209	11038	12635	14858	18394
增长率(%)	-7.1%	19.9%	14.5%	17.6%	23.8%
EBITDA(百万元)	1203	1141	1248	1710	2328
净利润(百万元)	983	1082	1421	1755	2173
增长率(%)	-57.4%	10.0%	31.3%	23.5%	23.8%
EPS（元/股）	0.12	0.13	0.17	0.22	0.27
市盈率（P/E）	37.88	35.65	34.71	28.11	22.69
市净率（P/B）	2.94	2.53	2.37	2.18	1.99
EV/EBITDA	29.18	65.39	57.24	44.80	35.66

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

积极完善互金生态系统，To B 业务迈出关键一步

2015年8月8日，新湖中宝公告拟与上海万得信息技术股份有限公司（下称“Wind资讯”）签署《合作框架协议》，双方共同组建一个公司，打造第三方的机构投资者之间的新型互联网金融平台。Wind资讯以其相关的资产、业务、数据及人员等作为投入和出资，公司以现金出资，共同组建目标公司。目标公司成立后，新湖中宝有权增资，增资后将持有目标公司约33.33%的股权，Wind资讯持有约66.67%的股权。

图1：新湖中宝的互联网金融生态系统（To B + To C）



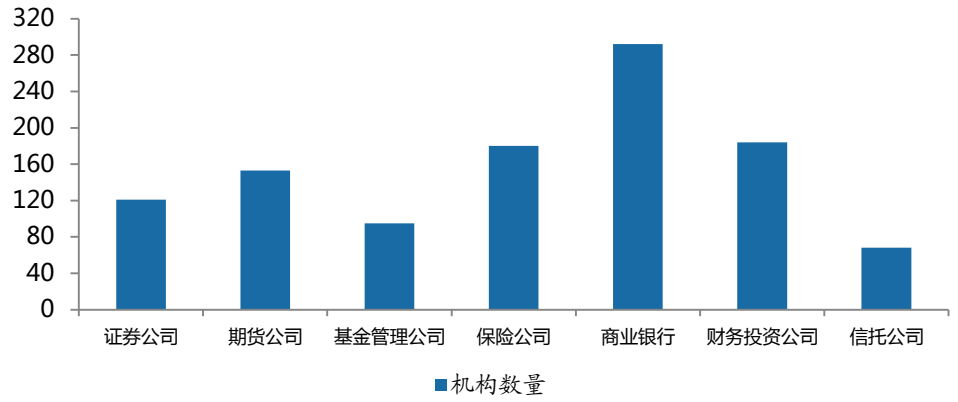
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

Wind资讯是中国大陆领先的金融数据、信息和软件服务企业。在国内市场上，Wind资讯的客户包括超过90%的中国证券公司、基金管理公司、保险公司、银行和投资公司等金融企业；在国际市场上，QFII中75%的机构是Wind资讯的客户。同时，国内多数知名的金融学术研究机构和权威的监管机构也是Wind资讯的客户。

在金融财经数据领域，Wind资讯已建成国内最完整、最准确的以金融证券数据为核心一流的大型金融工程和财经数据仓库，数据内容涵盖股票、基金、债券、外汇、保险、期货、金融衍生品、现货交易、宏观经济、财经新闻等领域，新的信息内容在第一时间进行更新以满足机构投资者的需求。

针对金融业的投资机构、研究机构、学术机构、监管部门机构等不同类型客户的需求，Wind资讯开发了一系列围绕信息检索、数据提取与分析、投资组合管理应用等领域的专业分析软件与应用工具。通过这些终端工具，用户可以7x24x365从Wind资讯获取到及时、准确、完整的财经数据、信息和各种分析结果。

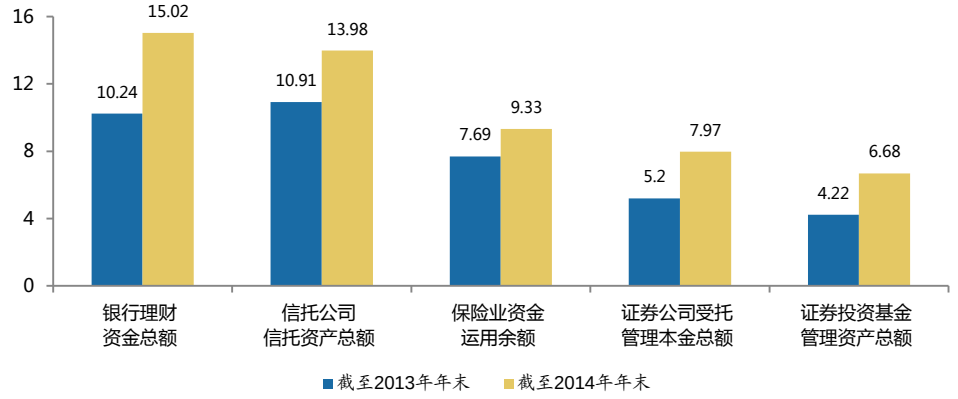
图2：中国各类金融机构数量（截至2014年年末）



数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

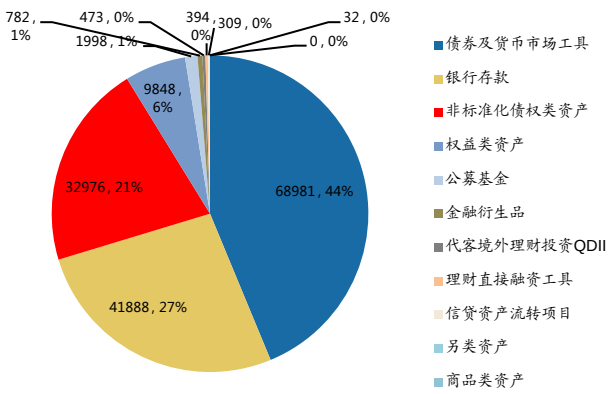
我们看到，新湖中宝已明确“地产+互联网金控”为双主业的发展战略，2014年以来，公司不断加大对互联网流量平台和金融资源的投资力度、完善互联网金融生态系统、形成**连接“人与资本”的财富管理网络平台**。我们认为，“人与资本”对应的是互联网金融生态系统的To C端。而此次与Wind资讯的合作，则是公司互联网金融生态系统向To B端迈出的关键一步。双方合作打造的**服务于第三方机构投资者的新型互联网金融平台**，一方面将充分利用Wind资讯的金融信息流和数据流的优势，以及机构客户的积累，拓展业务规模，另一方面也将结合新湖中宝在互金领域的经验和充沛的现金流，提升发展速度。我们预计，这一互联网金融平台既可以为机构投资者进行OTC交易（注入外汇、金融衍生品、各类非标资产）提供便利，也可以成为机构投资者之间的即时通讯交流工具。

图3：中国各类金融机构资产管理业务规模（亿元）



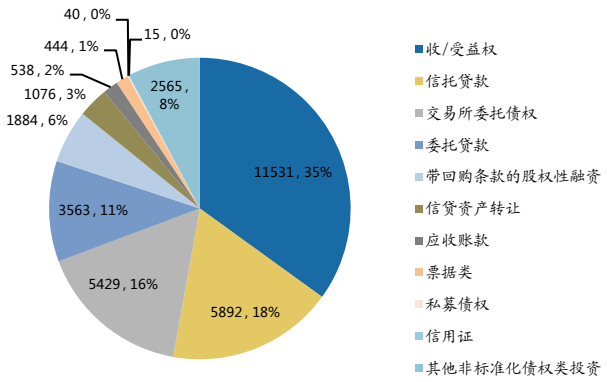
数据来源：中债登，中国理财网，广发证券发展研究中心

图4：银行理财资金投资资产分布情况（亿元）



数据来源：中债登，中国理财网，广发证券发展研究中心

图5：银行理财资金投资非标资产分布情况（亿元）



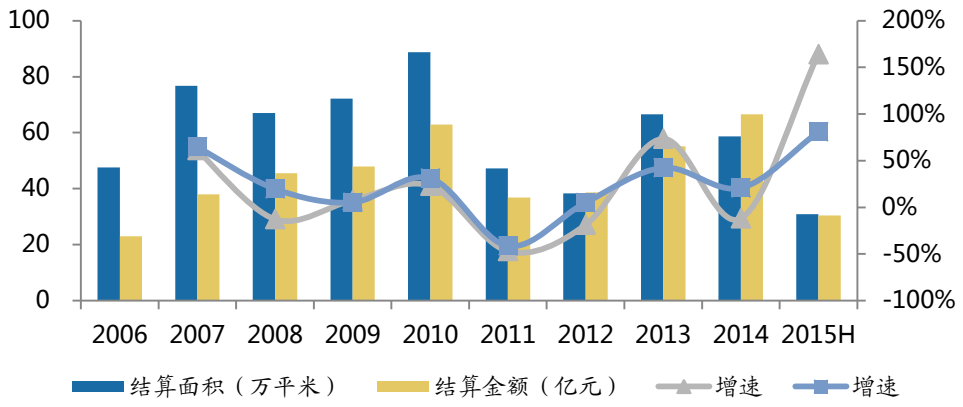
数据来源：中债登，中国理财网，广发证券发展研究中心

地产结算毛利率回升，投资收益持续向好

2015年上半年，新湖中宝实现营业收入49.80亿元，同比上升73.75%，营业利润7.09亿元，同比上升96.73%，归属上市公司股东的净利润4.39亿元，同比上升59.37%，每股收益0.054元，基本符合预期。

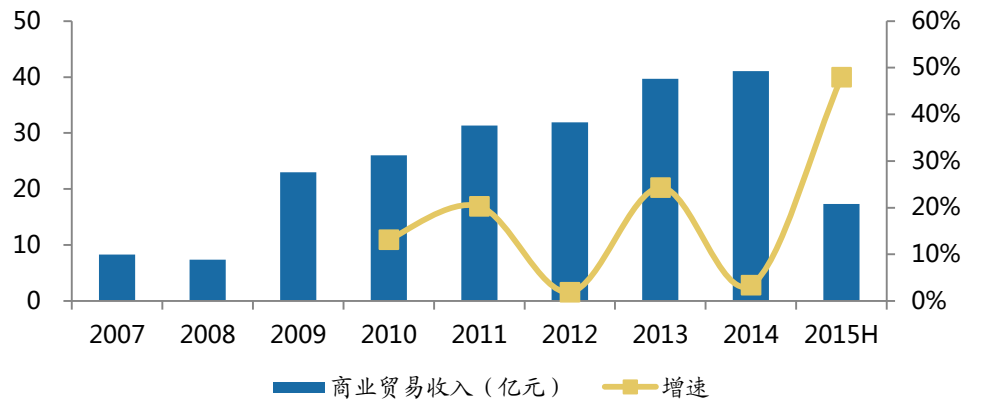
公司收入较大幅度上升，一方面是因为地产结算放量，报告期内，公司实现结算面积31万平米，同比上升164%，结算金额30亿元，同比上升81%，另一方面则得益于商业贸易好转，报告期内，公司实现商贸收入17亿元，同比上升48%。我们预计，2015年全年，公司将实现地产结算面积超过80万平米，结算收入超过100亿元，同比分别增长约60%和80%。

图6：新湖中宝地产结算情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

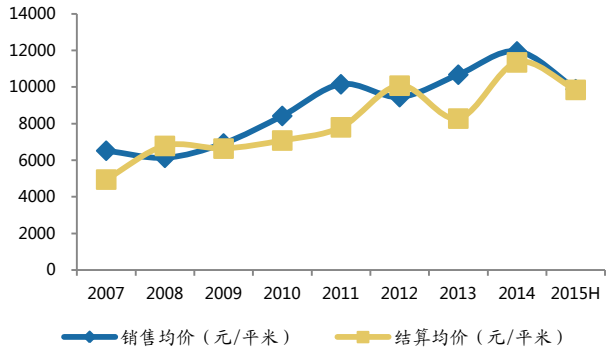
图7：新湖中宝商业贸易收入及其增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

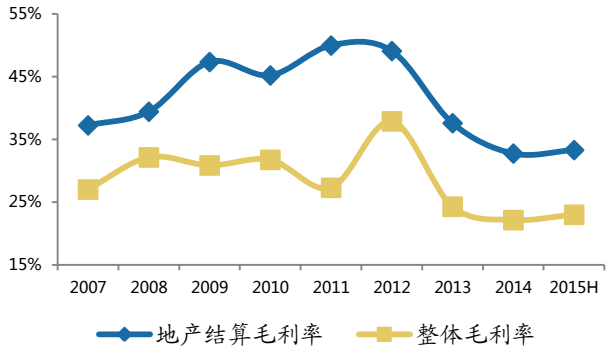
与此同时，受益于行业小周期回暖，公司的地产结算毛利率从去年的32.73%，微升至报告期内的33.28%，商贸业务盈亏则基本平衡，因而整体毛利率略有增加，至23%。预计未来一段时间内地产行业将进入小周期量价齐升，公司毛利率有望继续稳中有升。

图8：新湖中宝地产销售均价和结算均价



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

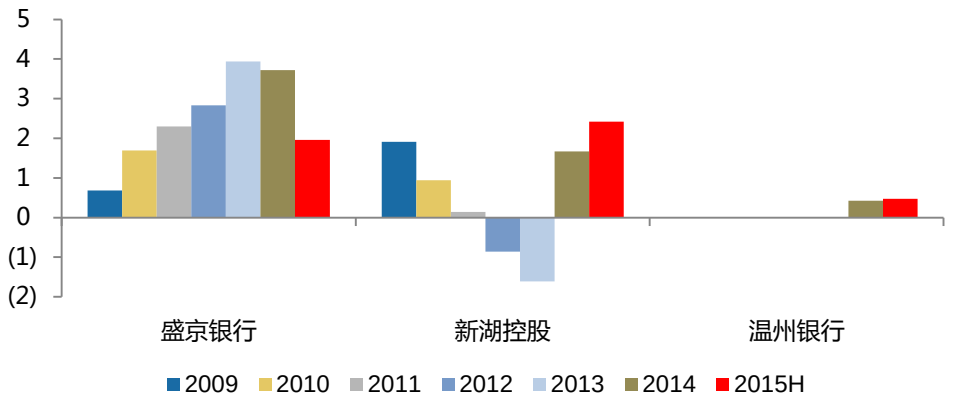
图9：新湖中宝地产结算毛利率和整体毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

投资收益方面，公司持股的金融企业经营效益良好，温州银行（持股13.96%）上半年净利润3.39亿元，新湖控股（持股48%）净利润2.75亿元，盛京银行（持股5.18%）尚未披露半年报。综合来看，这些按权益法核算的长期股权投资报告期内的投资收益为2.66亿元，同比增长46%。我们认为，新湖中宝在互联网金控平台及生态系统上的耕耘（面向个人投资者的财富管理平台以及面向第三方机构投资者的新兴互联网金融平台），未来将对旗下金融企业的运作效率和经营业绩起到积极的促进作用。

图10：新湖中宝权益法核算的长期股权投资收益（亿元）

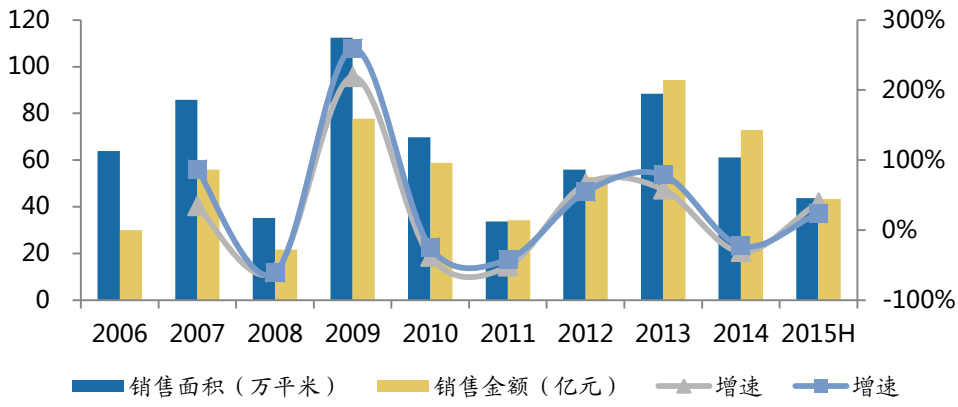


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

销售拿地符合预期，财务保持稳健

2015年上半年，公司实现地产合同销售面积44万平米，同比增长39%，合同销售金额43亿元，同比增长24%，基本符合预期。展望下半年，公司前期的募投项目青蓝国际一期预计于今年8月开盘，青蓝国际项目位于上海市闸北区，地处内环以内黄金地段，一期建面15万平米，定位于首置和首改等刚性需求，预计售价在65000元/平米左右，货值超过90亿元，目前项目蓄客情况十分良好，将成为下半年销售的重要贡献来源。我们认为，公司完成年初制定的130亿元的销售目标，是大概率事件。

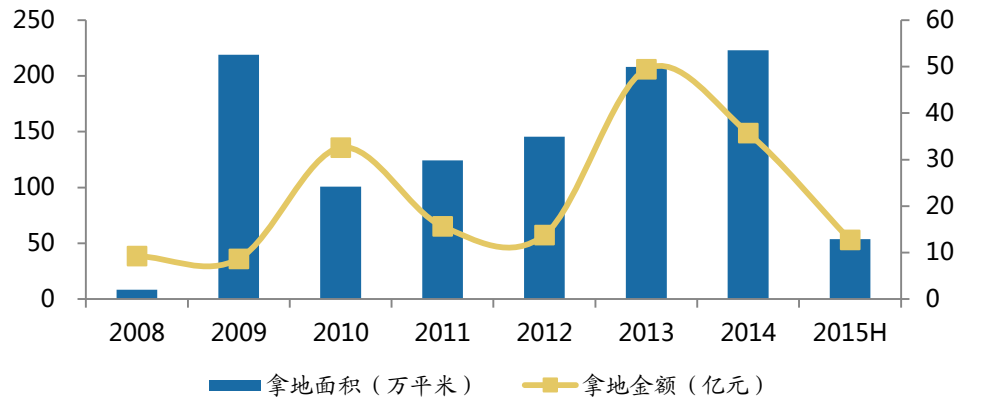
图11：新湖中宝销售情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

土地投资方面，公司持续保持审慎，上半年拿地均是一二级联动带来的土地资源，位于浙江省温州市平阳县，合计土地面积28.26万平米，建筑面积53.68亿元，地价款12.72亿元，平均楼面价2370元/平米，目前平阳县在售住宅项目均价约7000元/平米，即使从静态来看，项目的毛利率也有比较好的保障。

图12：新湖中宝历年拿地规模



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 1：新湖中宝 2015 年上半年拿地情况

时间	项目/土地	土地规划用途	城市	总地面积（万平米）	建筑面积（万平米）	总地价（亿元）	楼面价（元/平米）	权益
2015 年 6 月	平阳县西湾围涂区块 B43 地块	住宅、批发零售（允许分割出售）	浙江省温州市平阳县	6.23	7.47	2.80	3750	51%
2015 年 6 月	平阳县西湾围涂区块 B54 地块			4.28	10.70	1.93	1800	51%
2015 年 6 月	平阳县西湾围涂区块 B60、B61 合并地块			4.65	9.30	2.09	2250	51%
2015 年 6 月	平阳县西湾围涂区块 B62、B63 合并地块			4.19	8.38	1.89	2250	51%
2015 年 6 月	平阳县西湾围涂区块 B65 地块	城镇住宅		4.46	8.93	2.01	2250	51%
2015 年 6 月	平阳县西湾围涂区块 B66 地块			4.45	8.90	2.00	2250	51%
合计				**28.26**	**53.68**	**12.72**	**2370**	**51%**

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

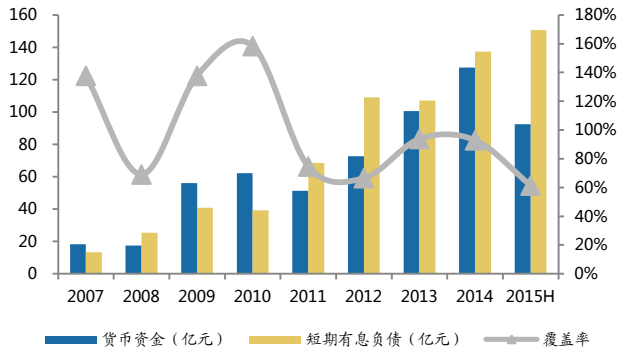
财务方面，截至报告期末，公司在手货币资金92.55亿元，短期有息负债余额150.68亿元，财务上略有一些压力。不过，公司2014年度非公开发行股份预案已获证监会核准，拟募集资金50亿元；同时，公司自2014年年末以来，不断对存量有息负债“以长换短”，先后提出发行中期票据、信用债和公司债券的预案，截至目前，已成功发行公司债券35亿元。因此，依托公司强大的融资能力，短期资金压力无忧。负债率方面，截至报告期末，公司扣除预收账款的资产负债率62%，净负债率109.4%，处于行业平均水平，整体稳健。

表 2：新湖中宝债券发行情况

董事会预案公告日	债券类型	发行规模上限（亿元）	方案进度	备注
2015-7-29	公司债	85	董事会预案	非公开发行部分，规模不超过 50 亿元，期限不超过 7 年 公开发行部分，规模不超过 35 亿元，期限不超过 10 年
2015-1-13	公司债	35	实施	公开发行，实际发行规模 35 亿元，票面利率 5.5%
2014-12-5	信用债	90	股东大会通过	期限不超过 8 年
2014-12-27	中期票据	35	董事会预案	期限不超过 3 年

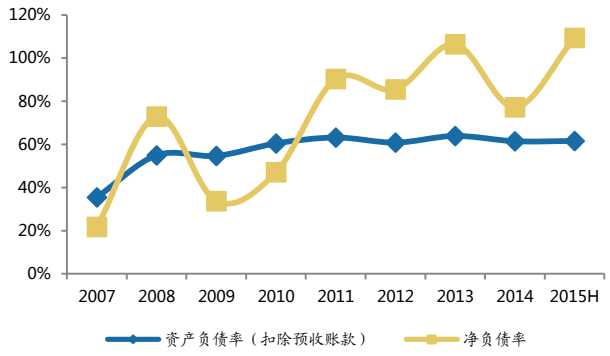
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图13：新湖中宝短期财务压力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图14：新湖中宝负债率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

公司上半年业绩符合预期，全年业绩和销售增长均有保障。互联网金控生态系统在C端布局已经不断深入，与Wind资讯的合作意味着在B端布局的突破，同时也继续获取国内外优质金融资源股权，进一步完善互金生态系统的搭建。公司非公开发行已获得证监会核准，公司债发行进展顺利，强大的融资能力为公司“地产+互联网金控”发展战略奠定良好基础。我们预计，公司15、16年EPS分别为0.17、0.22元，维持“买入”评级。

风险提示

下半年房地产市场负向波动。与Wind资讯合作进度慢于预期。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	**48,416**	**60,033**	**64,411**	**74,663**	**89,224**
货币资金	10,050	12,752	10,034	12,000	16,000
应收及预付	4,208	1,973	3,109	4,137	5,447
存货	32,385	42,790	48,929	56,187	65,438
其他流动资产	1,774	2,519	2,339	2,339	2,339
非流动资产	**10,163**	**10,816**	**12,101**	**13,637**	**15,426**
长期股权投资	6,208	6,533	7,709	9,058	10,616
固定资产	240	241	244	246	249
在建工程	6	4	53	97	137
无形资产	270	265	265	265	265
其他长期资产	3,439	3,772	3,831	3,972	4,160
资产总计	**58,579**	**70,849**	**76,512**	**88,300**	**104,650**
流动负债	**27,026**	**31,780**	**30,612**	**36,051**	**43,599**
短期借款	2,828	3,083	1,524	1,940	2,545
应付及预收	12,422	12,905	13,233	15,856	19,320
其他流动负债	11,776	15,792	15,855	18,255	21,734
非流动负债	**17,387**	**18,563**	**23,628**	**28,028**	**34,415**
长期借款	13,026	13,390	16,390	20,738	27,050
应付债券	1,396	1,467	3,500	3,500	3,500
其他非流动负债	2,965	3,706	3,738	3,789	3,866
负债合计	**44,413**	**50,343**	**54,240**	**64,079**	**78,014**
股本	6,259	8,033	8,138	8,138	8,138
资本公积	925	4,427	5,140	5,491	5,926
留存收益	5,720	6,414	7,550	8,954	10,692
归属母公司股东权	12,900	19,221	20,828	22,583	24,756
少数股东权益	1,266	1,286	1,444	1,638	1,880
负债和股东权益	**58,579**	**70,849**	**76,512**	**88,300**	**104,650**

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	**9,209**	**11,038**	**12,635**	**14,858**	**18,394**
营业成本	6,975	8,596	9,700	11,227	13,657
营业税金及附加	459	715	961	1,117	1,410
销售费用	321	346	404	455	563
管理费用	308	290	342	369	456
财务费用	614	656	639	587	748
资产减值损失	144	6	234	56	68
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资净收益	877	1,056	2,153	1,571	1,886
营业利润	**1,267**	**1,487**	**2,509**	**2,618**	**3,378**
营业外收入	85	21	0	0	0
营业外支出	11	12	0	0	0
利润总额	**1,341**	**1,496**	**2,509**	**2,618**	**3,378**
所得税	366	350	930	668	964
净利润	**975**	**1,146**	**1,579**	**1,950**	**2,415**
少数股东损益	-9	64	158	195	241
归属母公司净利润	**983**	**1,082**	**1,421**	**1,755**	**2,173**
EBITDA	1,203	1,141	1,248	1,710	2,328
EPS（元）	0.12	0.13	0.17	0.22	0.27

现金流量表

单位：百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	**-862**	**-5,008**	**-2,067**	**-2,038**	**-2,470**
净利润	975	1,146	1,579	1,950	2,415
折旧摊销	57	51	19	20	20
营运资金变动	-3,599	-7,672	-6,947	-5,664	-7,096
其它	1,705	1,467	3,282	1,656	2,192
投资活动现金流	**-1,520**	**413**	**-708**	**-837**	**-968**
资本支出	-51	-63	-57	-69	-65
投资变动	**-4,040**	**-903**	**-651**	**-768**	**-903**
其他	2,571	1,379	0	0	0
筹资活动现金流	**4,523**	**6,541**	**-478**	**4,841**	**7,438**
银行借款	21,685	23,747	15,235	19,400	25,447
债券融资	-13,794	-19,295	-13,732	-12,235	-15,052
股权融资	50	5,437	0	0	0
其他	-3,418	-3,348	-1,981	-2,324	-2,956
现金净增加额	**2,141**	**1,946**	**-3,252**	**1,966**	**4,000**
期初现金余额	**5,199**	**7,340**	**9,286**	**6,034**	**8,000**
期末现金余额	**7,340**	**9,286**	**6,034**	**8,000**	**12,000**

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	-7.1%	19.9%	14.5%	17.6%	23.8%
营业利润增长	-58.2%	17.4%	68.8%	4.3%	29.1%
归属母公司净利润增长	-57.4%	10.0%	31.3%	23.5%	23.8%
获利能力（%）					
毛利率	24.3%	22.1%	23.2%	24.4%	25.8%
净利率	10.6%	10.4%	12.5%	13.1%	13.1%
ROE	7.6%	5.6%	6.8%	7.8%	8.8%
ROIC	3.6%	2.8%	2.1%	3.0%	3.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	75.8%	71.1%	70.9%	72.6%	74.5%
净负债比率	106.5%	77.2%	99.2%	112.7%	126.5%
流动比率	1.79	1.89	2.10	2.07	2.05
速动比率	0.58	0.54	0.49	0.49	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.17	0.17	0.18	0.19
应收账款周转率	2.49	5.16	9.18	7.79	7.08
存货周转率	0.25	0.23	0.21	0.21	0.22
每股指标（元）					
每股收益	0.16	0.17	0.17	0.22	0.27
每股经营现金流	-0.14	-0.62	-0.25	-0.25	-0.30
每股净资产	2.06	2.39	2.56	2.77	3.04
估值比率					
P/E	37.9	35.6	34.7	28.1	22.7
P/B	2.9	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	29.2	65.4	57.2	44.8	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，七年房地产研究经验，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，三年房地产研究经验，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，两年房地产研究经验，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。