

新湖中宝（600208.SH）

上海布局再获旧改项目，做大做强地产主业

核心观点：

● 上海布局再发力，收购获得黄浦区核心地段旧改项目

新湖中宝公告拟以 11.9 亿收购古城房产 100% 股权及债权，从而获得上海黄浦区 508 号街坊地块旧改项目，地上建筑面积 23 万平方米，通过该项目的收购增加了公司在上海的项目储备。从项目具体位置看，该项目地处黄浦核心区域，具备一定的稀缺性，目前周边在售新房均价在 12 万元/平米左右，项目具备较强的盈利能力。

● 地产销售表现良好，土地投资逐步聚焦一线城市

2015 年公司地产销售规模 110 亿元，同比增长 51%，领跑全国市场。公司在手项目大多分布在长三角、沈阳以及天津等人口导入区域，其中在一线及重点二线城市货值较多，货值占比超过 50%，为公司销售回笼提供了保障。2015 年土地投资节奏有所放缓，但逐步聚焦一线城市，加大了上海地区的布局力度。

● 互联网金控平台平稳发展

2015 年公司互联网金控平台平稳发展，15 年 8 月开始与 Wind 资讯合作，双方拟共同组建一个公司，打造第三方的机构投资者之间的新型互联网金融平台，标志着互联网金融生态系统向 To B 端迈出的关键一步。

● 不考虑摊薄，预计 15/16 年 EPS 为 0.17/0.22 元，维持“买入”评级

公司地产资源丰富，销售回款规模可观，多元化融资渠道，为互联网金控平台发展提供充足的资金，公司互联网金控平台平稳发展，To B 端打造服务第三方机构投资者的新型互金平台，发展前景可期。公司员工持股、股权激励以及股份回购，充分彰显了对于长期发展的信心。

● 风险提示

销售回款不及预期，互联网金控平台建设慢于预期。

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）	25.69	24.18	23.54	19.06	15.39
市净率（P/B）	1.99	1.72	1.61	1.48	1.35
EV/EBITDA	29.18	65.39	52.50	37.83	30.54

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

3.66 元

前次评级

买入

报告日期

2016-03-11

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

分析师：金山 S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

相关研究：

回购力度较大，彰显长期发展信心 2016-01-21

股权激励诚意十足，长期发展充满信心 2015-12-07

地产业务开源节流，互金生态建设持续推进 2015-11-05

联系人：李飞

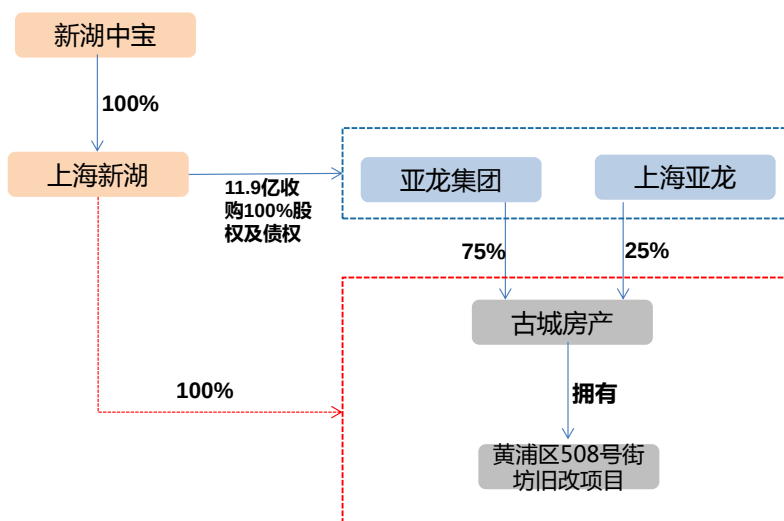
glifei@gf.com.cn

事件描述：逐步聚焦一线城市，上海布局再发力

2016年3月9日，新湖中宝公告称，公司全资子公司上海新湖拟收购亚龙集团、上海亚龙持有的上海亚龙古城房地产开发有限公司100%股权及其对古城房产享有的债权，转让总价11.9亿元，其中股权转让价3.2亿元，债权转让价8.7亿元。

根据公告，古城房产拥有上海黄浦区 508 号街坊地块，项目总面积9.40万平方米，其中旧城改造面积9.09万平方米，地上建筑面积不超过23万平方米。公司收购该项目能进一步增强公司在上海核心区域的地产项目储备和赢利能力。

图1：公司收购古城房产示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

表1：黄浦区508号街坊地（旧改项目）基本信息一览

项目/地块	区域	占地面积（万方）	建筑面积（万方）	转让价（亿）	备注
黄浦区 508 号街坊地块	上海 黄浦区	9.09	23	11.9	尚需动迁 4298 户、动迁单位 109 户

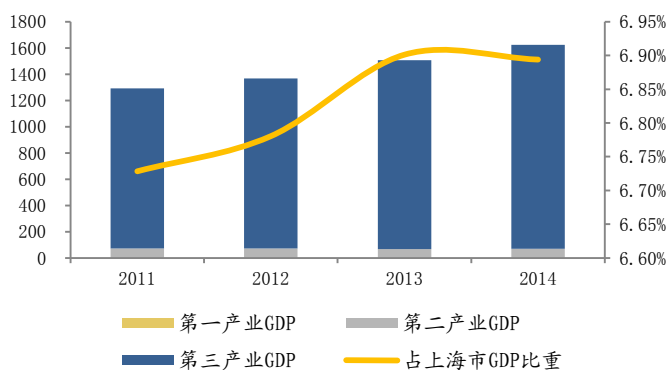
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

地块介绍：坐拥黄浦核心区域，销售回笼有保障

黄浦区地处上海中心城区，东、南濒黄浦江，与浦东新区遥江相望，区域土地面积20万平方公里，2014年GDP达1624.74亿元，第三产业GDP占96.67%，常住人口68.2万。该区位于上海核心商务区，区域内的外滩金融集聚带与陆家嘴金融城合称为

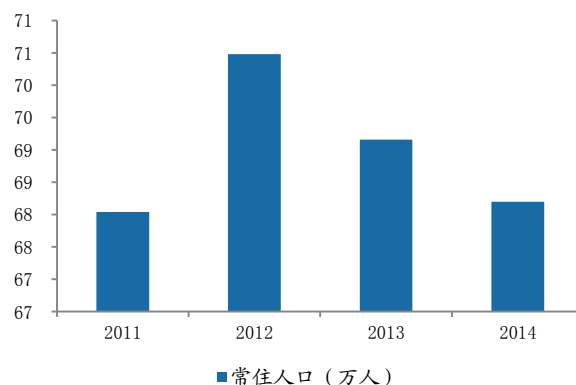
“一城一带”，是上海打造国际金融中心的重点布局。作为老上海的中心城区，黄浦区历史底蕴丰厚，承载了上海700余年的历史。黄浦区作为上海核心区域，区域内少有地块出让，而以住宅拆迁和旧改等形式为主，2013年以来仅出让6宗地块，出让地块楼面价均在3万元/平方米以上。

图2：上海黄浦区GDP情况



数据来源：黄浦区统计局，广发证券发展研究中心

图3：上海黄浦区常住人口情况



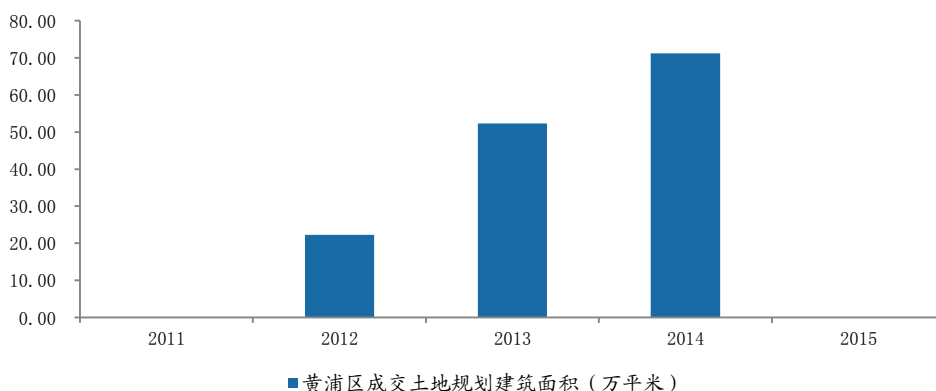
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

表2：黄浦区13年以来土地出让情况

地块名称	成交时间	土地性质	占地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)	成交价 (亿元)	楼面价 (元/平方米)
黄浦区老西门街道 673 街坊 1/1 宗地地块	2013/09/03	商办	1.15	5.04	17.15	34058
黄浦区淮海中路街道 45 街坊 17/2 宗地地块	2013/11/20	商办	0.86	2.58	11.04	42821
黄浦区小东门街道 611 街坊 3-1 宗地地块、613 街坊 2-1 宗地地块	2013/12/09	办公楼	3.56	9.57	36.57	38201
黄浦区五里桥街道 99 街坊 2/2 宗地地块、7/2 宗地地块	2013/12/02	商住办	6.50	18.56	59.50	32067
黄浦区五里桥街道 104 街坊 39/1 宗地地块	2014/06/30	居住用地	0.69	0.96	5.77	59861
黄浦区小东门街道 616、735 街坊地块	2014/11/08	商住办	17.51	70.21	248.50	35392

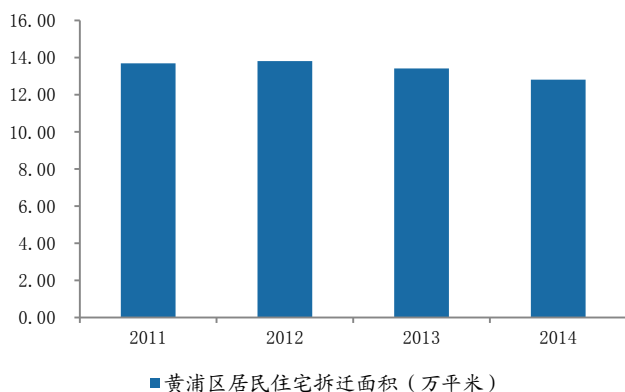
数据来源：广发证券发展研究中心

图4：黄浦区成交土地规划建筑面积（万平方米）



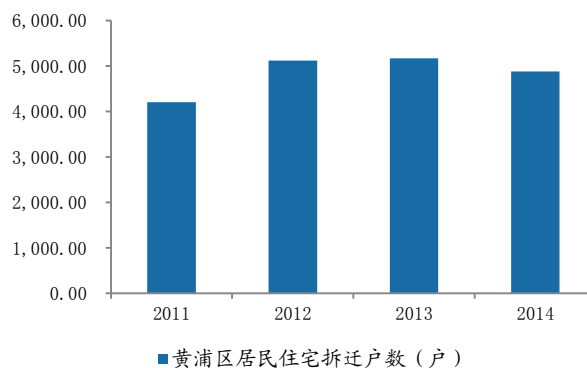
数据来源：广发证券发展研究中心

图5： 黄浦区居民住宅拆迁面积（万平方米）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图6： 黄浦区居民住宅拆迁户数（户）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

具体到公司此次获取的项目来看，508号街坊地块东至松雪街，南至复兴东路，西至中华路，北至方浜中路。该地块位于黄浦区中心区域，与人民广场仅距1.2km，距离外滩景观带1.3km，周边商场、办公楼林立，配套设施完善，1km内有三个地铁站，连接地铁8号线、10号线、14号线（规划中），此外，周边还有学校、医院、公园等设施。该地块对口学区为黄浦区复兴东路第三小学和黄浦学校。复三小学位于复兴东路949号，为黄浦区重点小学，学校环境优美，教学质量较高，注重素质教育，培养学生业余爱好，尤其以排球著称。黄浦学校历史悠久，前身是美国圣公会教士裨治文夫人于1850年创办的裨文女塾，为上海市第一所女子教会学校，学校是上海市二期课改实验基地、上海市素质教育实验基地，学校教师曾被评为全国模范教师，形成一支骨干教师队伍。

整体来看，该地块地处上海核心区域，交通便利、基础配套设施完善，项目具备一定的稀缺性，销售回笼有保障，同时考虑到目前周边在售新房价格在12万元/平方米左右，该项目的毛利率有保障。

图7： 黄浦区复兴东路第三小学



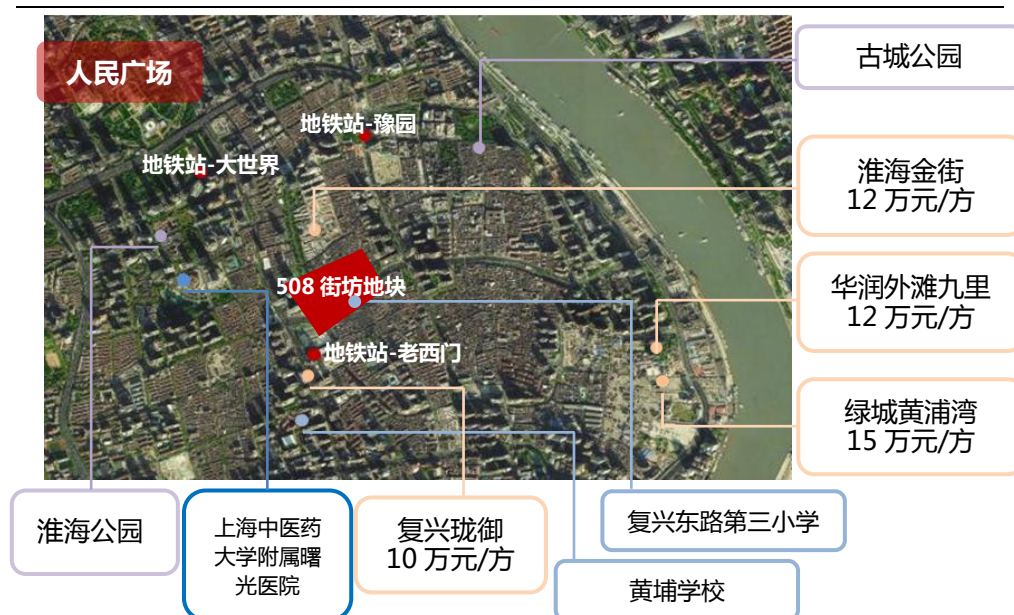
数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

图8： 上海市黄浦学校



数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

图9： 508号街坊地块区位示意图

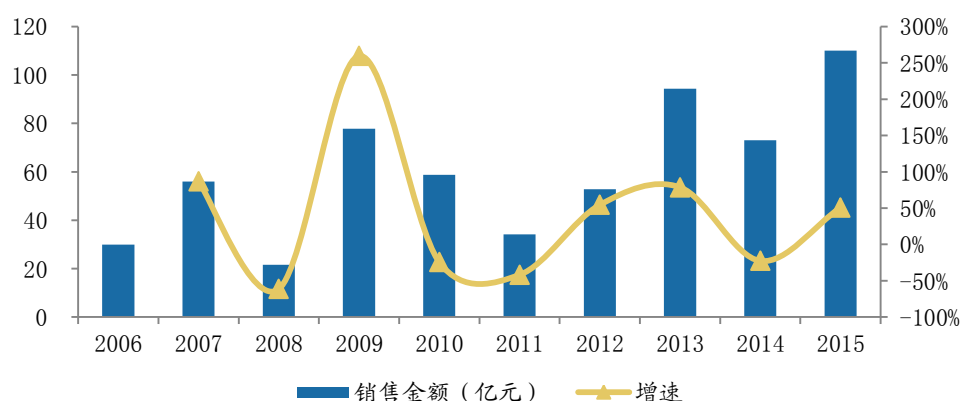


数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

地产销售表现良好，土地投资逐步聚焦一线

根据第三方机构的统计数据，2015年全年，新湖中宝实现地产合同销售金额110亿元，同比增长51%，领跑全国市场，表现良好，其中公司重点布局的浙江、江苏、上海、沈阳以及天津等区域的销售表现良好。

图10：新湖中宝合同销售规模

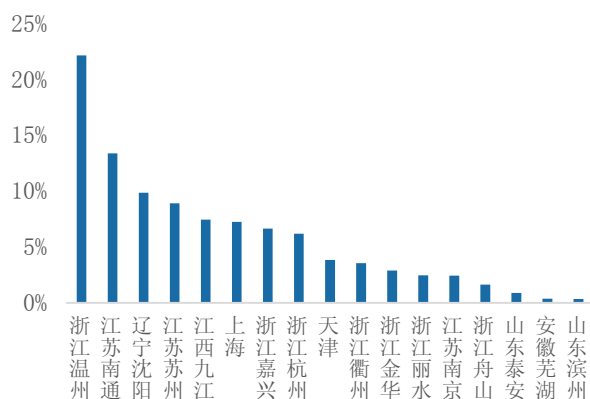


数据来源：公司公告，CREIS，广发证券发展研究中心

展望2016年，中央继续定调去库存，需求端宽松政策持续发力，2月先后出台非限购城市首付比例下调、契税和营业税交易税费减免等宽松政策，政策落地节奏略超

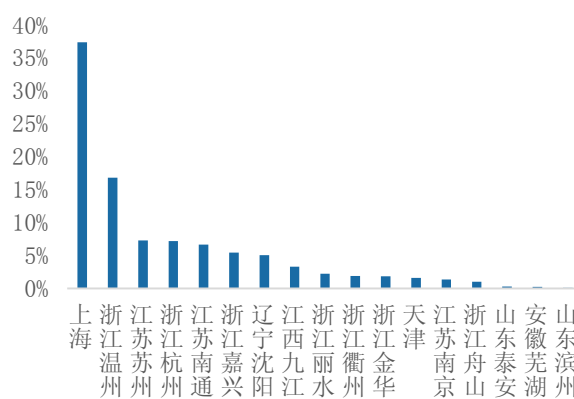
市场预期,预计一线城市以及重点二线城市成交市场上半年将继续维持当前活跃态势,而从公司项目分布来看,公司项目主要分布在长三角、沈阳以及天津等人口导入区域,其中在上海、南京、杭州、苏州、天津等市场热度较高城市的货值较多,货值占比超过50%,为公司销售回笼提供了保障。

图11: 新湖中宝项目分布情况(按照面积)



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

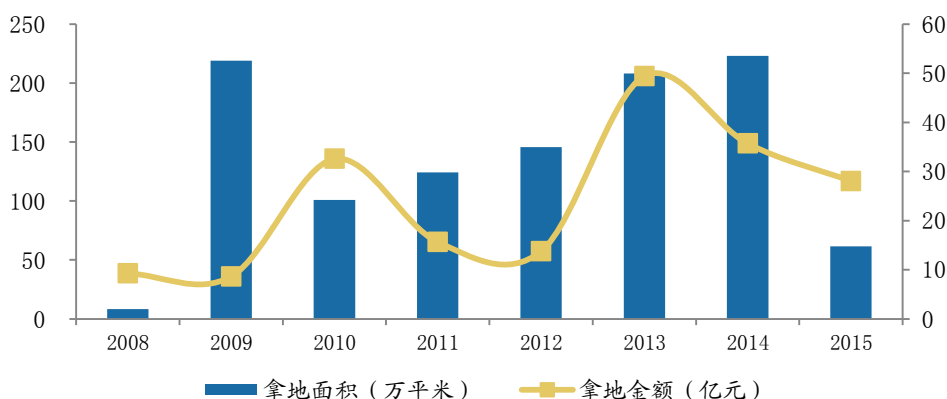
图12: 新湖中宝项目分布情况(按照货值)



数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

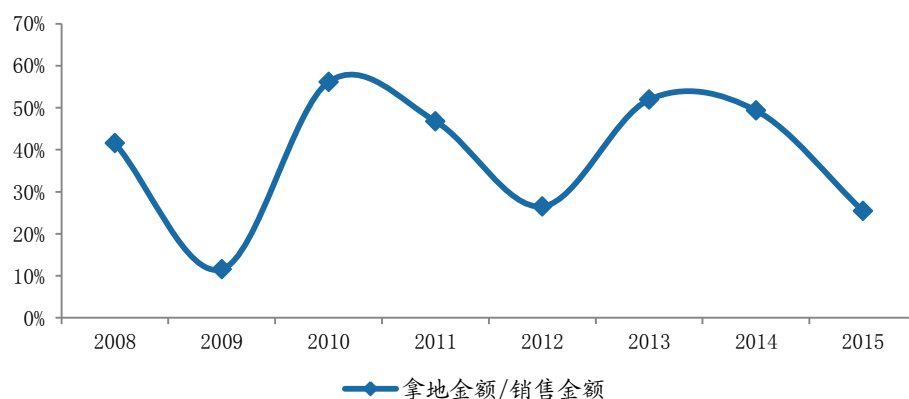
在土地投资方面,公司仍然以一二级联动为主,辅以股权收购,减少了在招拍挂市场上的投资。公司15年土地投资力度有所放缓,全年拿地建面合计62万平方米,拿地金额占销售金额的比例为25%。而从拿地区域来看,除了仍然通过一二级联动获取温州平阳县西湾围涂区块外,公司逐步聚焦一线城市,加大在上海地区的布局力度,符合行业进入后半场后一线城市安全边际较高的市场特性。整体来看,公司拿地节奏保持相对稳健,为互联网金控平台的转型深化腾出资金基础。目前,公司土地储备超过1000万平米,且成本较低,未来地产业务继续能够为互联网金控平台提供持续稳定的现金流支撑。

图13: 新湖中宝拿地规模



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图14: 新湖中宝拿地力度 (拿地金额/销售金额)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 3: 新湖中宝 2015 年拿地情况

时间	项目/土地	土地规划用途	城市	总占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平方米)	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%
2015 年 12 月	虹桥绿谷广场 C 幢	写字楼	上海	---	1.79	5.72	32000	100%
2015 年 12 月	上海市虹口区青云路 167 弄地块	居住用地	上海	2.15	6.14	9.60	15635	100%
合计					61.60	28.03		
2016 年 3 月	上海市黄浦区 508 号街坊地块	居住	上海	9.40	23	11.9	5217	100%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

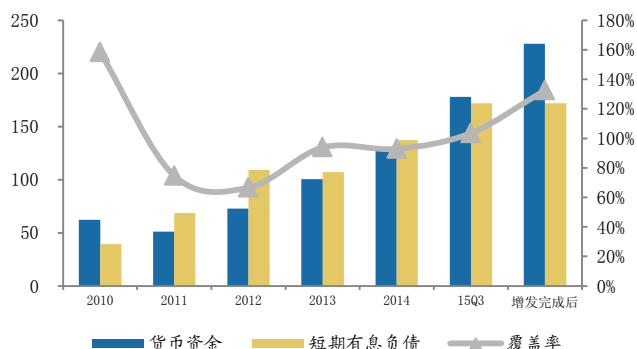
此外, 公司在融资方面也具备优势。2015年度非公开发行募集资金50亿元已经到位, 为公司中长期的发展进一步夯实了资金基础。本次发行完成后, 预计公司的净负债率将从今年三季度末的120%下降至80%以内, 短期也基本没有偿债压力。此外, 公司还积极发行公司债、信用债、中期票据等债权融资工具, 融资渠道多元化。

表4: 新湖中宝公司债发行情况

发行日期	债券类型	发行规模 (亿元)	期限	票面利率
2015-9-14	公司债	50	4 年	6.99%
2015-7-23	公司债	35	5 年	5.50%

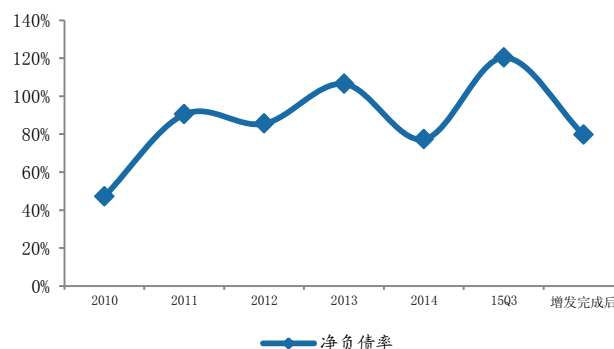
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图15: 新湖中宝短期偿债压力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 新湖中宝净负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

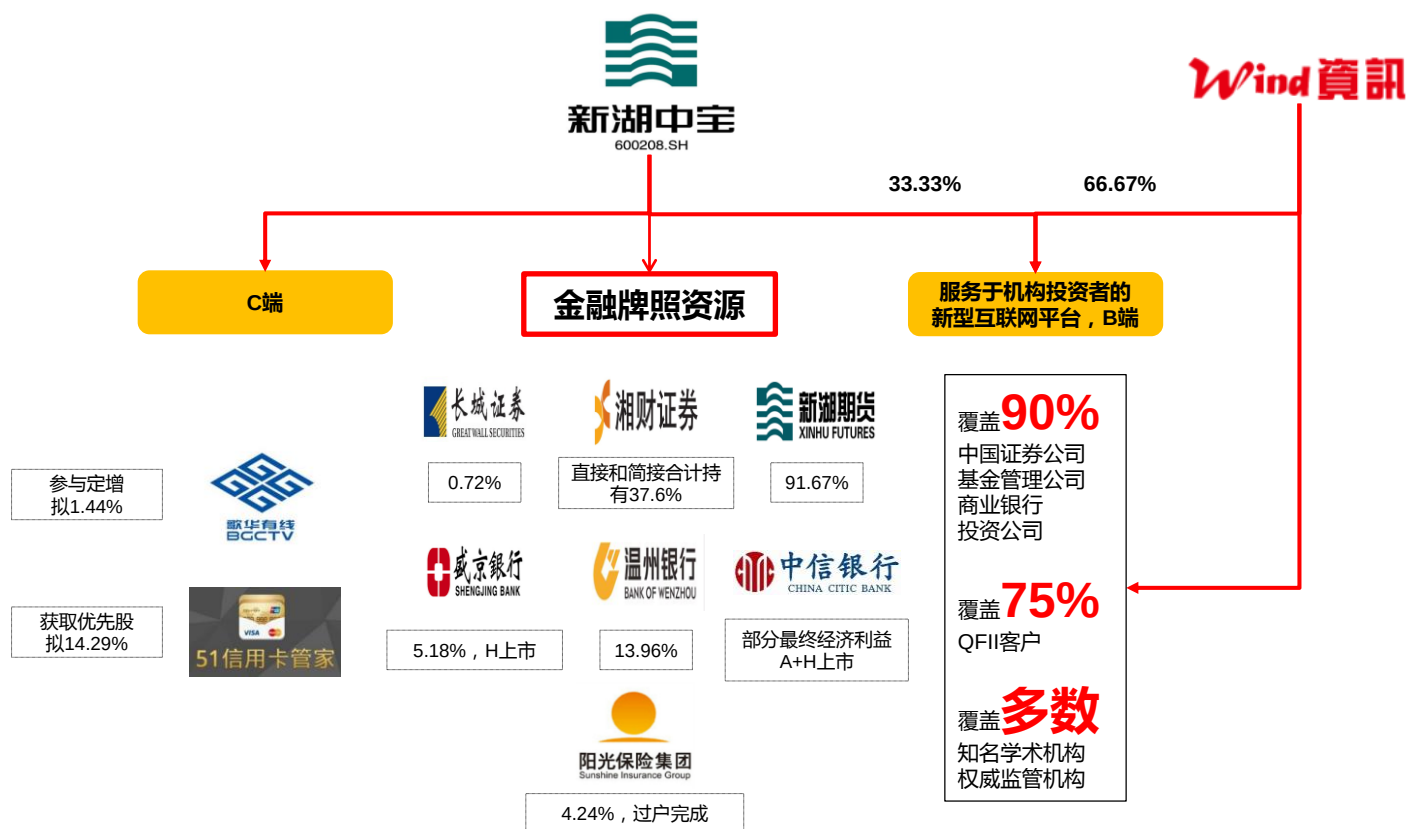
互联网金控平台平稳发展

新湖中宝从2013年开始不断强化互联网金融方面的投资力度，已经明确“地产+互联网金控”为双主业的发展战略。2015年公司互联网金控平台平稳发展，15年8月开始与Wind资讯合作，双方拟共同组建一个公司，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。

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 and 权威的监管机构也是Wind资讯的客户。

而公司与Wind资讯的合作则标志着互联网金融生态系统向To B端迈出的关键一步。我们认为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To B端的互金平台将主要为股票、基金、债券、期货、保险、外汇等各类境内外标准化金融产品，以及票据、凭证、资产证券化产品等各类境内外非标准化金融产品的研究开发、组合设计、线上线下业务合作的各个环节提供相关配套等服务。

图17：新湖中宝的互联网金融生态系统



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

公司土地投资稳健，且逐步聚焦一线城市，加大一线城市布局力度，地产资源丰富，一线和重点二线城市货值占比超过50%，销售回款有保障，辅以多元化的融资渠道，为公司互联网金控平台的发展提供了充足的资金基础。公司互联网金控平台平稳发展，To B端打造服务于第三方机构投资者的新型互金平台，发展前景可期。公司员工持股、股权激励以及股份回购，充分彰显了对于长期发展的信心。不考虑此次增发摊薄，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

销售回款不及预期，互联网金控平台建设慢于预期。

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
归属母公司股东权益	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	23.7	22.3	21.7	17.6	14.2
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	29.2	65.4	52.5	36.1	29.3

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：分析师，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。
- 李 飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015 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	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	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	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

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。