



证券研究报告·上市公司动态

房地产

互联网金控布局加速

新湖中宝发布 2014 年年报，实现营业收入 110 亿元，增 19.9%；实现归属母公司净利润 10.8 亿元，增 10%；每股收益 0.17 元。拟每 10 股派发现金红利 0.56 元。

投资收益有望进入收获期：14 年公司结算金额和结算均价皆创下近年新高，而净利润增速低于营收增速的原因则在于利润率下行，随着市场环境改善及高毛利项目集中结算，我们预计 15 年开始利润率将有所恢复，另外今年公司地产外的利润贡献值得关注。公司 14 年销售未能完成年初计划，15 年公司重点项目青蓝国际项目有望推出，预计二季度整体去化有望上新台阶，15 年 130 亿销售金额需重点关注上海区域成交。

互联网金控平台攻城略地：14 年公司金控平台建设加速，目前已经拥有银行、证券、保险和期货等多元金融牌照资源，同时参股歌华有线和 U51.COM，大智慧和湘财证券合并换股完成后公司将直接间接拥有大智慧 15.1% 股权，将搭建真正意义上的互联网金融平台。公司互联网金控思路明确，一端拥有多元金融牌照资源，而在另一端则通过掌握互联网多元入口（计算机、移动设备、电视等）掌握金融需求端粘性，通过信息整合和大数据分析，可以有效消除信息不对称，精确实现金融供需双方的对接，而作为整合平台，公司未来金融牌照资源流量变现的弹性值得期待。

再融资趁热打铁，财务改善之年：14 年公司新增 201 万平米储备，大部分来自于一级开发项目，平均楼面价仅为 1762 元/平米。公司于 14 年 12 月份顺利完成 55 亿现金募资，年末净负债率 77%，较年中明显改善。同时公司在 12 月份启动了新一轮再融资，结合公司债和中票等 70 亿债务融资，资金结构将更为充裕，我们相信公司在获取金融牌照资源和互联网平台方面将更游刃有余。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 15-16 年 EPS 分别为 0.23、0.25 元，未来有适度调高业绩预测的可能，维持“买入”评级。

预测和比率

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	11,038	12,828	16,094	19,366
净利润（百万）	1,081.9	1,842.7	2,022.1	2,214.7
净利润增长率	10.0%	70.3%	9.7%	9.5%
EPS（元）	0.17	0.23	0.25	0.28
P/E	53.9	39.9	36.4	33.2

请参阅最后一页的重要声明

新湖中宝 (600208)

维持

买入

苏雪晶

suxuejing@csc.com.cn

021-68821608

执业证书编号：S1440512030001

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

发布日期：2015 年 4 月 27 日

当前股价：9.16 元

目标价格 6 个月：12 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.05/-9.98	4.45/-26.64	216.87/103.27

12 月最高/最低价（元） 10.25/2.87

总股本（万股） 813813.20

流通 A 股（万股） 636300.23

总市值（亿元） 745.45

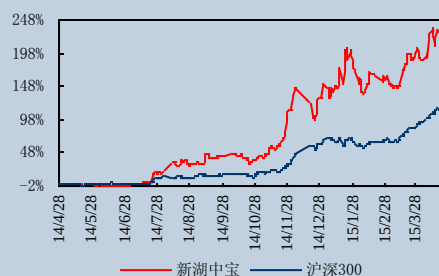
流通市值（亿元） 582.85

近 3 月日均成交量（万） 12071.45

主要股东

浙江新湖集团股份有限公司 47.39%

股价表现



相关研究报告

14.08.25 互联网金融破局在即

14.04.28 禀赋进入释放期

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

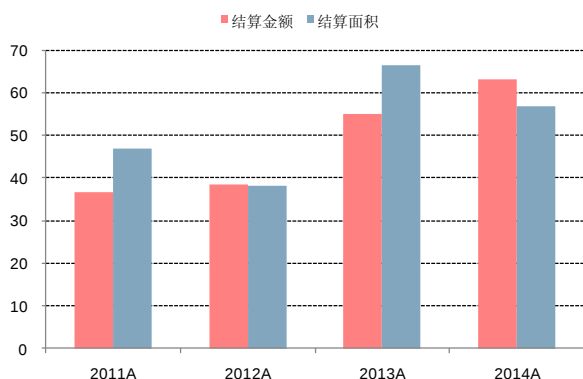


第一，投资收益有望进入收获期

14 年公司进入集中结算期，共实现结算金额 63.5 亿，结算均价 11149 元/平米，皆创下近年新高，而净利润增速低于营收增速的原因则在于利润率下行，主要原因在于利润率较高的海涂开发的周期性，14 年推进略低于 13 年，另外今年结算项目中主要包含武林国际、丽水国际等高均价产品，但相应土地成本占比也较大，同时 13 年以来浙江市场的调整也加大了项目价格层面的压力，而公司结算结构中浙江市场占比达到 65%，为近年最高水平。

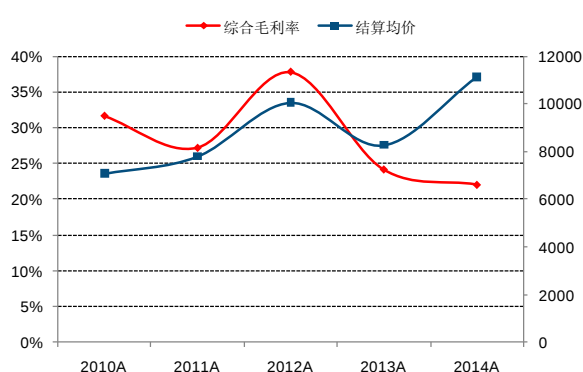
但同时我们也关注到公司 14 年经营中不乏亮点：1、股权投资成果再次在报表中体现。公司年中出售大智慧股权 8907 万股，实现投资收益 3.2 亿，14 年对联营合营企业投资收益为 6.3 亿，占到净利润的 58%。2、公司近年来加强了快周转战略的强化并推进项目去化效率，在市场调整环境下费用率保持稳定。展望 15 年，随着市场环境改善再加上公司杭州武林国际等高毛利项目进入结转周期，我们预计 15 年开始利润率将有所恢复，同时大智慧湘财证券的整合也将为公司带来可观投资收益，今年公司地产外的利润贡献值得关注。

图：结算面积与结算收入



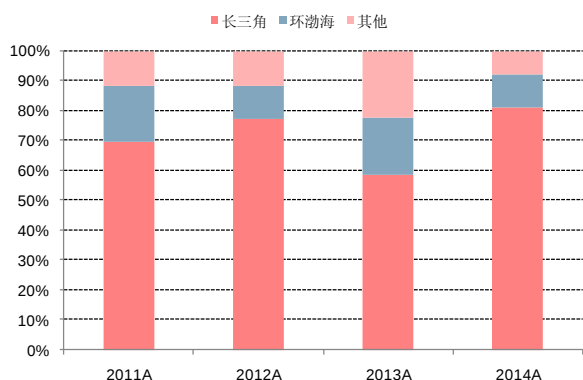
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：结算均价与毛利率



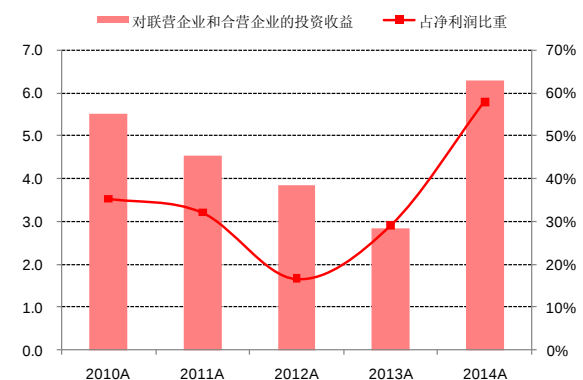
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：结算收入结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：投资收益及占净利润比重



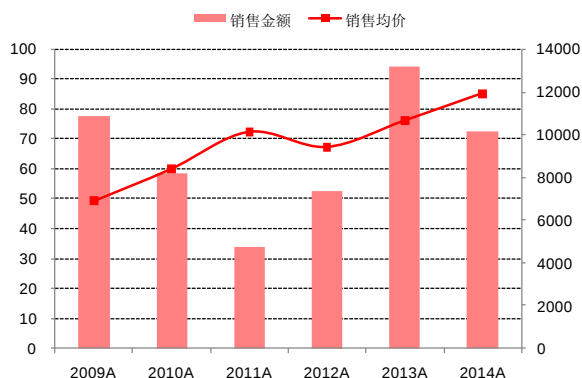
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司 14 年实现地产销售面积 61 万平米，销售收入 73 亿元，同比分别下降 31 和 23%，未能完成年初计划，公司去化下降主要由于布局区域整体受到市场调整影响，14 年销售结构中主要由上海新湖明珠城、海宁百合新城等长三角项目贡献，长三角整体去化占比较年中重新回升，与去年同期基本持平。展望 2015 年，公司重点项



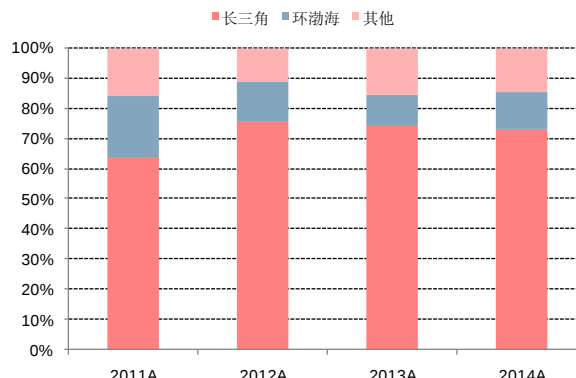
目青蓝国际项目有望推出，总货值 160 亿，随着整体政策环境的持续支持，以及流动性宽松效果显现，我们认为二季度公司整体去化有望上新台阶，公司 15 年计划实现 130 亿销售金额，其中上海区域的成交进展为重中之重。

图：销售金额及销售均价



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：销售收入结构分布

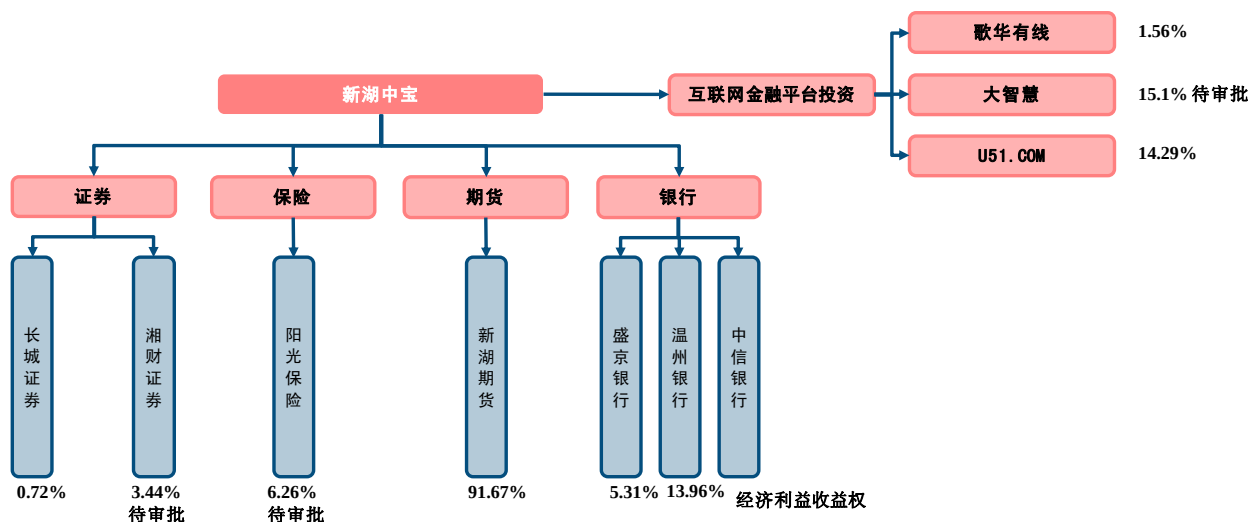


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第二，互联网金控平台攻城略地

我们在 13 年报点评中就强调，14 年是公司金融版图重构之年、突破之年。经过多年的积累和调整，公司目前已经拥有银行（盛京银行、温州银行、中信银行经济利益收益权）、证券（长城证券、湘财证券）、保险（阳光保险）和期货（新湖期货）等多元金融牌照资源，同时公司也在积极搭建互联网金融平台，通过收购优先股获取了 U51.COM（51 信用卡管家）14.29% 股权构建互联网入口端的渠道，目前大智慧和湘财证券合并换股方案已经获得证监会通过，完成后公司将直接间接拥有大智慧 15.1% 股权，进而有望深入整合大智慧和湘财证券业务资源，搭建真正意义上的互联网金融平台。除了国内资源的建设，公司还将目光放眼全球，与国投瑞银和鹏华基金开展境外投资资产管理计划，委托财产管理金额达 8.5 亿美元，将主要用于收购海外金融投资标的。

图：公司金融版图架构



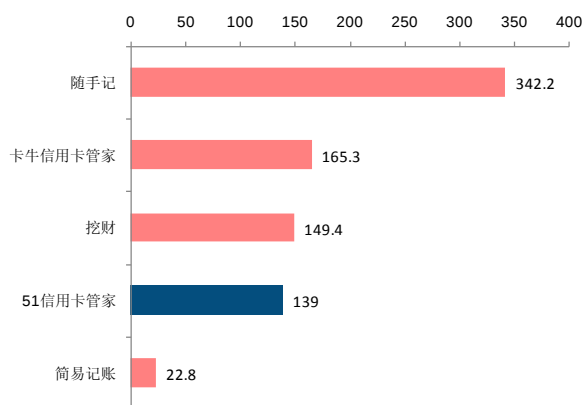


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

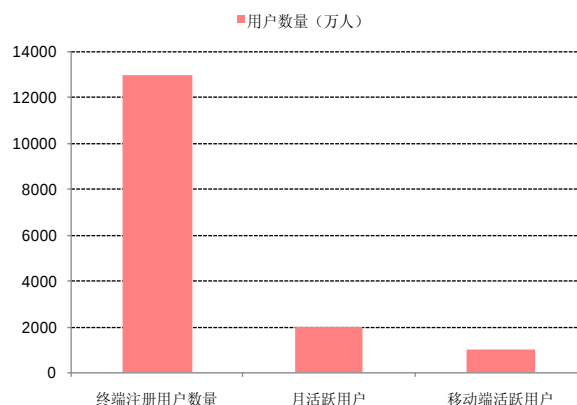
我们认为公司互联网金控思路明确，一端拥有多元金融牌照资源，而在另一端则通过掌握互联网多元入口（计算机、移动设备、电视等）掌握金融需求端粘性，经过信息整合和大数据分析，可以有效消除信息不对称，精确实现金融供需双方的对接，而作为平台，公司也将在互联网资源流量变现过程中充分受益。

据我们整理，14 年公司旗下互联网平台目前已经拥有可观用户数量：大智慧拥有终端总注册用户数达 1.3 亿，月活跃用户 2000 万，移动端活跃用户也已经达到 1000 万以上；51 信用卡管家目前 APP 累计下载量已超过 3000 万，累计管理信用卡数量超过 3000 万张，覆盖中国 1/10 的信用卡使用者，活跃用户累计达 2000 万。随着公司互联网平台的不断扩张，尤其对于流量入口平台的掌握，未来金融牌照资源流量变现的弹性值得期待。

图：51 信用卡管家活跃度排名



图：大智慧用户数量



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第三，再融资趁热打铁，财务改善之年

14 年公司布局的一级开发项目进入收获期，全年共新增 201 万平米储备，对应土地价款 34 亿，其中除了沈阳于洪区项目，其余土地均来自于温州平阳和南通启东一级开发项目，平均楼面价仅为 1762 元/平米。我们认为相对其他开发商而言，公司的扩张优势在于长三角的资源禀赋，温州西湾、江苏启东的一级开发项目已逐步孕育成熟，其中温州平阳项目开发完成率 43%，南片区域正持续进入一二级联动阶段，江苏启东项目至 14 年中开发完成率已达到 59%。公司一级开发项目皆处经济发达省市城镇化区域，未来随着这些土地逐步被收储或出让，低成本土地储备优势将进一步凸显，这也是公司新的价值增长点所在。

表：2014 年至今公司拿地情况

项目名称	土地用途	城市	权益比例	土地价款 (亿)	计容建面 (万平米)
沈阳于洪区于洪产业大道北 4 号	居住	辽宁沈阳	100%	2.23	21.96
温州平阳县西湾围涂区块	住宅、批发零售	浙江温州	51%	5.86	28.18
温州平阳县西湾围涂区块	住宅、批发零售	浙江温州	51%	8.57	38.10
温州平阳县西湾围涂区块	住宅、批发零售	浙江温州	51%	9.39	47.33

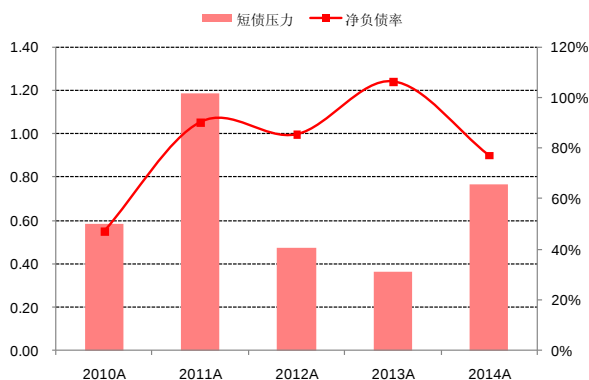


启东圆陀角度假区	居住	江苏南通	100%	2.02	24.30
启东圆陀角度假区	居住	江苏南通	100%	5.73	41.25

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

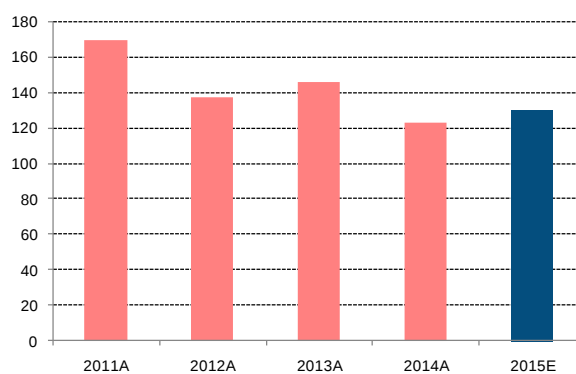
作为市场上首家公布股权再融资预案的地产企业，公司于 14 年 12 月份顺利完成 55 亿现金募资，12 月底净负债率 77%，较年中的 136% 明显改善。同时公司也适时在 12 月份启动了新一轮再融资，拟募集 50 亿用于投资苏州、丽水、瑞安项目并偿还贷款，并启动发行公司债和中票共 70 亿债权融资，我们认为公司过去由于开发模式以及融资限制的原因，一度面临负债压力，但随着整体运营思路的转变叠加再融资机遇的把握，过去压制公司的核心因素正逐渐消失，前进的步伐将更为轻松。而且更为充裕的资金结构下，我们相信公司在获取金融牌照资源和搭建互联网平台方面将更游刃有余。

图：净负债率及短债压力



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：新开工面积



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第四，盈利预测与投资评级

公司具备资源禀赋优势，销售释放心愿明显，在原有项目储备加速销售的同时，新增快周转项目，使公司逐步升级，加快发展节奏，多元融资渠道打通也为公司加速发展带来契机，互联网金融平台的推进也将推动公司金融股权投资层面形成客户积累以及产品运作的闭环，将成为股价催化重要因素。我们预计公司 15-16 年 EPS 分别为 0.23、0.25 元，考虑到公司未来发展的弹性，未来有适度调高业绩预测的可能，维持“买入”评级。


财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	11,038	12,828	16,094	19,366	货币资金	12,752	2,281	2,646	3,096
减：					预付账款	229	579	1,051	1,324
营业成本	8,596	9,838	11,878	14,024	存货	42,790	50,636	59,200	69,112
毛利率	22.1%	23.3%	26.2%	27.6%	其他流动资产	3,105	2,925	2,925	2,925
营业税金及附加	715	871	1,251	1,545	流动资产	60,033	57,563	66,984	77,645
营业费用	346	406	438	517	投资性房地产	401	402	403	405
营业费用率	3.1%	3.2%	2.7%	2.7%	递延所得税资产	217	217	217	217
管理费用	290	330	360	441	非流动资产	10,816	12,035	13,461	15,109
管理费用率	2.6%	2.6%	2.2%	2.3%	资产总计	70,849	69,598	80,445	92,753
财务费用	656	453	300	740	短期借款	3,083	3,860	6,222	8,217
财务费用率	5.9%	3.5%	1.9%	3.8%	应付账款	1,508	2,139	2,759	3,480
资产减值损失	6	0	0	0	预收款项	6,798	7,987	8,097	7,074
营业利润	1,485	2,582	2,634	3,004	应交税费	1,396	1,276	1,486	1,782
营业利润率	13.5%	20.1%	16.4%	15.5%	其他流动负债	18,996	13,831	14,363	15,799
营业外收入	21	0	0	0	流动负债	31,780	29,094	32,927	36,350
营业外支出	12	0	0	0	长期负债	13,390	15,163	19,947	26,288
利润总额	1,496	2,582	2,634	3,004	递延所得税负债	1	179	345	582
所得税费用	350	663	571	697	非流动性负债	18,563	19,047	23,997	30,575
所得税率	23.4%	25.7%	21.7%	23.2%	负债合计	50,343	48,141	56,925	66,926
净利润	1,146	1,919	2,063	2,307	股本	8,033	8,033	8,033	8,033
少数股东损益	64	77	41	92	少数股东权益	1,286	1,362	1,404	1,496
母公司股东的净利润	1,082	1,843	2,022	2,215	股东权益合计	20,506	22,079	24,142	26,449
					负债及权益总计	70,849	70,220	81,067	93,375
					主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
现金流量表					增长率（%）				
指标名称	2014	2015E	2016E	2017E	营业收入	19.9%	16.2%	25.5%	20.3%
销售商品、提供劳务收入	13,420	13,999	16,183	18,317	营业利润	17.4%	73.7%	2.0%	14.0%
减：购买商品、接受劳务支出	16,918	16,087	18,715	21,765	净利润	10.0%	70.3%	9.7%	9.5%
职工支出	287	199	231	270	利润率（%）				
税费支出	1,076	1,632	1,838	2,170	毛利率	22.1%	23.3%	26.2%	27.6%
经营现金流	-5,008	-3,920	-4,601	-5,887	EBIT Margin	9.8%	10.9%	13.6%	14.8%
取得借款	23,747	9,650	15,556	20,542	EBITDA Margin	9.8%	10.8%	13.5%	14.7%
发行债券	69	0	0	0	回报率（%）				
偿还债务	19,364	13,732	7,877	10,771	ROE	6.0%	9.3%	9.1%	9.2%
融资现金流	6,541	-5,831	5,823	7,328	ROA	1.6%	2.8%	2.6%	2.5%
现金及现金等价物净增加额	1,946	-10,471	365	450					



分析师介绍

苏雪晶：毕业于天津财经大学，从事房地产研究 8 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，3 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622