

# 新湖中宝 (600208.SH)

地产受益于长三角一体化，前瞻布局金融及高科技资源

## 核心观点:

### ● 地产受益于长三角一体化，前瞻布局金融及高科技资源

纵观公司发展历程，公司能够把握中国产业发展趋势，业务布局前瞻。成立的前10年里，公司以地产为主业，前瞻布局长三角区域，提前锁定了大量优质土地资源，目前长三角区域货值2544亿元，占比超过70%，同时拥有启东、温州两个一级开发项目，潜在优质资源充足，将充分受益于长三角一体化进程。07年开始，公司积极布局金融牌照资源，而15年则前瞻布局高科技领域，包括金融科技以及信息技术，随着资本市场以及金融工具的不断展，这些领域的股权价值将逐步显化。

### ● 前瞻布局金融服务，金融牌照资源丰富

经过10年的提前布局，目前已经拥有银行、证券、期货、保险等全方位金融牌照资源，为中信银行、盛京银行、温州银行、湘财证券、新湖期货以及阳光保险等金融服务机构的主要参股股东。

### ● 积极布局金融科技及信息技术，高科技领域布局初见雏形

15年开始公司布局高科技资源，包括金融科技与信息技术。其中金融科技逐步与金融服务形成协同效应，形成双向赋能的金融服务生态圈。信息技术方面，目前已经投资了邦盛科技、趣链科技、谐云科技等科技公司，在大数据平台、区块链、云计算等科技领域的股权布局初具雏形。

### ● 18-20年业绩分别为0.40、0.48、0.57元/股，维持“买入”评级

根据测算，公司NAV规模813亿元，每股9.45元，折让59%，假设按照45%的折让幅度修复，公司合理价值约5.2元/股。同时公司在金融服务、高科技领域的股权价值具备提升空间，价值重估具有潜在的增厚空间。

### ● 风险提示

公司地产销售及结算进度不及预期；公司股权投资存在不确定性。

## 盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13626	17500	20413	26886	34585
增长率(%)	17.1%	28.4%	16.6%	31.7%	28.6%
EBITDA(百万元)	1235	2506	3179	4259	5469
净利润(百万元)	5838	3322	3452	4088	4886
增长率(%)	403.0%	-43.1%	3.9%	18.4%	19.5%
EPS(元/股)	0.68	0.39	0.40	0.48	0.57
市盈率(P/E)	5.9	9.9	9.6	8.1	6.8
市净率(P/B)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	56.1	36.9	27.3	23.1	18.5

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 3.87元

合理价值 5.2元

前次评级 买入

报告日期 2019-03-18

## 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 8599.34/8598.17

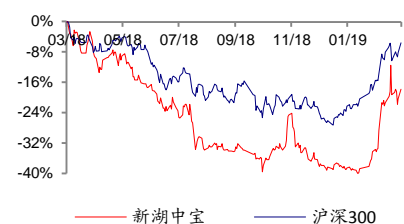
总市值/流通市值(百万元) 33279.46/33274.93

一年内最高/最低(元) 4.79/2.82

30日日均成交量/成交额(百万) 95.26/352.84

近3个月/6个月涨跌幅(%) 31.63/24.84

## 相对市场表现



## 分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

## 分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

## 分析师:

李飞



SAC 执证号: S0260517080010



021-60750620



gflifei@gf.com.cn

请注意, 乐加栋, 李飞并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究:

## 目录索引

地产受益于长三角一体化，前瞻布局金融及高科技.....	5
地产业务：土储丰富且优质，充分受益于长三角一体化.....	6
前瞻布局金融服务，金融牌照资源丰富.....	13
1.新湖期货：新湖中宝合计持股 29.67%，账面价值 3.62 亿.....	13
2.长城证券：新湖中宝持股 0.48%，总投资 0.71 亿元.....	14
3.湘财证券：新湖中宝合计持股 39.16%.....	15
4.盛京银行：新湖中宝合计持股 5.18%，投资成本 4.5 亿元.....	16
5.温州银行：新湖中宝合计持股 18.15%，投资成本 20.7 亿元.....	17
6.阳光保险：新湖中宝合计持股 4.06%，对应投资成本 18.9 亿元.....	18
7.中信银行：新湖中宝合计持股 4.99%，投资成本约 110.6 亿人民币.....	19
8.信银国际：新湖中宝持股比例 6%，投资成本约 18.16 亿人民币.....	20
9.新加坡亚太交易所：新湖控股持股 20%，投资成本 8000 万美元.....	21
积极布局金融科技，与金融服务逐步形成协同效应.....	22
1.51 信用卡：互联网金融领域的独角兽，新湖中宝合计持股 21.83%.....	22
2.WIND 信息：领先的金融数据和分析工具服务商，新湖中宝持股 7.02%.....	23
3.通卡联城：城市卡公司的移动互联网服务商，新湖中宝持股 25.5%.....	24
4.益盟股份：致力于为证券投资者提供投资解决方案，新湖中宝持股 1.34%.....	25
5.云英网络：聚集财富管理领域服务，新湖中宝持股 5.66%.....	26
6.云毅网络：提供大资管领域的 IT 平台服务，新湖中宝持股 4.17%.....	27
7.趣美信息：基于人工智能及大数据提供投顾服务，新湖中宝持股 19.02%.....	27
在大数据、区块链、云计算等科技领域的布局初具雏形.....	28
1.邦盛科技：专注金融领域实时风控，新湖合计持有 12.11%.....	28
2.趣链科技：拥有核心技术的区块链公司，新湖中宝持股 6.23%.....	29
3.谐云科技：技术领先的云计算公司，新湖中宝持股 12.3%.....	30
盈利预测与估值.....	31
风险提示.....	34

## 图表索引

图 1：新湖中宝在金融服务、金融科技以及信息科技的主要股权投资一览（18 年上半年）.....	6
图 2：新湖中宝未售土储分布情况（18 年上半年）.....	8
图 3：新湖中宝销售面积及销售金额增速.....	9
图 4：新湖中宝销售金额按省份分布.....	9
图 5：新湖中宝销售金额按城市分布.....	9
图 6：新湖中宝销售均价及结算均价.....	10
图 7：新湖中宝地产结算毛利率情况.....	10
图 8：新湖中宝拿地面积及占同期销售面积的比例.....	10

图 9: 新湖中宝新开工面积及增速 .....	11
图 10: 新湖中宝新开工面积占销售面积比例 .....	11
图 11: 新湖中宝新开工面积按省份分布 .....	11
图 12: 新湖中宝新开工面积按城市分布 .....	11
图 13: 新湖中宝净负债率 .....	12
图 14: 新湖中宝扣除预收账款之后的资产负债率 .....	12
图 15: 新湖中宝资金成本情况 .....	12
图 16: 新湖中宝融资余额结构 .....	12
图 17: 新湖期货手续费收入及其同比 .....	14
图 18: 新湖期货净利润及其同比 .....	14
图 19: 长城证券营业收入及其同比 .....	15
图 20: 长城证券归母净利润及其同比 .....	15
图 21: 湘财证券营业收入情况 .....	16
图 22: 湘财证券归母净利润情况 .....	16
图 23: 盛京银行营业收入情况 .....	17
图 24: 盛京银行归母净利润情况 .....	17
图 25: 温州银行营业收入情况 .....	18
图 26: 温州银行归母净利润情况 .....	18
图 27: 阳光财险保费收入及其增速 .....	19
图 28: 阳光人寿保费收入及其增速 .....	19
图 29: 中信银行营业收入及其增速 .....	20
图 30: 中信银行归母净利润及其增速 .....	20
图 31: 信银国际资产及股东权益情况 .....	21
图 32: 信银国际股东应占溢利 .....	21
图 33: Wind 资讯各类金融和数据服务 .....	24
图 34: 通卡同城业务推进情况 .....	25
图 35: 通卡联盟产品线 .....	25
图 36: 云英网络的四大产品与服务一览 .....	26
图 37: 云毅网络的三大产品服务一览 .....	27
图 38: 邦盛科技产品与服务一览 .....	29
图 39: 趣链科技提供服务一览 .....	30
图 40: Hyperchain 具备的主要优势 .....	30
图 41: 谐云科技三种产品简单介绍 .....	31
表 1: 新湖中宝土地储备结构一览 .....	7
表 2: 新湖中宝滩涂开发项目一览 (截止至 18 年上半年) .....	8
表 3: 09 年以来新湖中宝投资新湖期货历程 .....	13
表 4: 新湖中宝投资长城证券历程 .....	14
表 5: 新湖中宝及新湖控股投资湘财证券历程 .....	15
表 6: 新湖中宝投资温州银行历程 .....	18
表 7: 新湖中宝投资中信银行历程 .....	20
表 8: 新湖中宝投资 51 信用卡历程 .....	22

表 9: 51 信用卡及其旗下产品介绍.....	23
表 10: 新湖中宝投资 Wind 信息历程.....	24
表 11: 益盟股份前十大股东情况 (截止 2018 年 6 月 30 日).....	25
表 12: 新湖中宝投资云英网络历程.....	26
表 13: 新湖中宝投资趣链科技历程.....	30
表 14: 新湖中宝盈利预测关键指标一览.....	32
表 15: 新湖中宝 NAV 估值表核心指标.....	33
表 16: 主流地产公司 NAV 以及折让情况一览.....	33

## 地产受益于长三角一体化，前瞻布局金融及高科技

新湖中宝于1999年在上海证券交易所上市，纵观过去，公司的发展与中国产业演进基本同步，在我国经济增长动能转换的过程中，公司业务架构也及时调整，逐步已经形成了地产、金融服务以及高科技（金融科技+信息技术）多元发展的大型企业。

具体来看，一方面，公司深耕地产行业20年，并且始终坚持高质量的发展路线，在以上海为核心的长三角区域储备了大量的优质土地资源，伴随着长三角一体化进程的稳步推进，公司土地资源的增值空间以及资源价值的持续释放值得期待，而这也将为公司在金融服务生态圈以及高科技板块的深耕提供坚实的支撑。

另一方面，公司最早在2007年就开始前瞻性布局非地产业务，重点规划投资金融牌照资源，经过数年的积累，以参股和控股方式，拥有银行、证券、期货、保险等全方位金融牌照资源。并且公司在2015年开始加大对金融科技的布局力度，根据公司年报及日常公告，目前已经布局了包括To C端的51信用卡、通卡联城、益盟股份，以及To B端的Wind信息、云毅网络、云英网络，致力于促进金融服务机构和金融科技公司的合作，形成双向赋能的金融服务生态圈。除金融科技外，公司还加大了大数据平台，高科技应用、区块链等信息技术领域的股权布局，已初具高科技板块的雏形。

我们认为随着我国资本市场以及金融工具的不断发展，公司在金融服务、金融科技以及信息技术领域的股权价值将逐步显现化，并且潜在的价值提升空间较大。因此，本篇报告将重点梳理公司当前在金融服务、金融科技以及信息技术领域的布局情况。

图1: 新潮中宝在金融服务、金融科技以及信息科技的主要股权投资一览(18年上半年)

类别	被投资对象	投资平台	所属行业	首次出资时间	已投资额(亿元)	直接持股比例	间接持股比例	合计持股比例	会计政策	账面余额(亿元)
金融服务	新潮期货	新潮中宝、上海众孚	期货	1995年	-	7.67%	22.00%	29.67%	长期股权投资-权益法	3.62
	长城证券	新潮中宝	证券	2003年	0.71	0.48%		0.48%	可供出售的金融资产-成本法	0.71
	湘财证券	新潮中宝、新潮控股	证券	2007年	1.79	3.58%	35.58%	39.16%	可供出售的金融资产-成本法	1.79
	盛京银行	新潮中宝	地方性银行	2008年1月	4.50	5.18%		5.18%	长期股权投资-权益法	28.14
	温州银行	新潮中宝	地方性银行	2013年8月	20.74	18.15%		18.15%	长期股权投资-权益法	24.32
	中信银行	Summit Idea Limited、香港新潮投资	全国性银行	2015年1月	110.58		4.99%	4.99%	长期股权投资-权益法	187.98
	信银国际	香港冠盛投资	境外银行	2017年	18.16		6.00%	6.00%	可供出售的金融资产-成本法	18.32
	阳光保险	新潮中宝	保险	2014年7月	18.90	4.06%		4.06%	可供出售的金融资产-成本法	18.90
ASIA PACIFIC EXCHANGE PTE LTD.	香港新潮投资	交易所	2017年	5.23		20.00%	20.00%	长期股权投资-权益法	5.20	
<b>金融服务合计</b>					<b>180.61</b>					<b>285.35</b>
金融科技	51信用卡	泰昌投资、泰信投资、泰融投资	互联网金融	2015年4月	13.39		21.83%	21.83%	可供出售的金融资产-成本法	13.44
	Wind信息	新潮中宝	金融信息服务	2015年9月	19.68	7.02%		7.02%	长期股权投资-权益法	15.99
	通卡联域	新潮中宝	互联网	2016年5月	0.35	25.50%		25.50%	长期股权投资-权益法	0.32
	益盟股份	新潮中宝	金融信息服务	2016年12月	0.85	1.34%		1.34%	可供出售的金融资产-公允价值法	0.30
	云英网络	新潮智脑投资	金融科技	2017年12月	0.3		5.66%	5.66%	可供出售的金融资产-成本法	0.30
	云数网络	新潮智脑投资	金融科技	2018年2月	0.2		4.17%	4.17%	可供出售的金融资产-成本法	0.20
趣美信息	新潮金服	金融科技	2018年3月	0.31		19.02%	19.02%	长期股权投资-权益法	0.31	
<b>金融科技合计</b>					<b>35.09</b>					<b>30.85</b>
信息技术	邦盛科技	新潮控股、新潮中宝	大数据	2017年4月	-			12.11%		
	趣链科技	新潮智脑投资	区块链	2018年3月	0.35		6.23%	6.23%	长期股权投资-权益法	0.35
	谐云科技	新潮智脑投资	云计算	2018年4月	0.250		12.30%	12.30%	长期股权投资-权益法	0.25
<b>信息技术合计</b>					<b>0.60</b>					<b>0.60</b>
其他	歌华有线	新潮中宝	电视网络	2015年2月	3.00	1.46%		1.46%	可供出售的金融资产-公允价值法	2.10
	金砖丝路	新潮中宝	股权投资	2017年	2.85	14.43%		14.43%	可供出售的金融资产-成本法	2.82
<b>全部合计</b>					<b>222.1</b>					<b>321.7</b>

数据来源: 公司日常公告及公司年报, 广发证券发展研究中心

备注: (1) 投资平台中除新潮控股是新潮中宝联营子公司外(新潮中宝持有48%股权), 其他投资平台均为新潮中宝的100%全资子公司; (2) 账面余额为截止到18年上半年末; (3) 湘财证券的已经投资成本及账面余额均对应的是3.58%的股权; (4) 长城证券由于18年10月上市导致股本扩大, 表中新潮中宝的股权比例也相应调整; (5) 新潮智脑拟以1.092亿元收购趣链投资190.94万出资额, 对应股权比例7.28%, 同时拟以11.21亿元认缴新增注册资本1959.29万元, 增资完成后, 新潮智脑股权占比49%, 截止到18年半年报, 该事项尚在推进。

## 地产业务: 土储丰富且优质, 充分受益于长三角一体化

房地产开发方面, 新潮中宝始终深耕长三角地区, 坚持聚集上海、环绕上海的战略布局, 形成了上海内环、上海都市圈、上海城市带逐层向外辐射的项目布局。根据公司18年半年报, 截止到18年上半年, 公司未结算土储约1661万方, 未售土储1521万方, 其中长三角未售土储646万方, 占比42.5%。货值方面, 我们结合各个项目销售价格或周边可以项目售价推算, 截止18年上半年, 公司未售货值约3434亿元, 其中长三角区域未售货值约2544亿元, 占比74%。尤其值得一提的是, 公司充分发挥在旧改方面的优势, 在上海内环内拥有5个旧城改造项目, 未售面积约130万方, 对应货值1410亿元, 占总货值的41%。目前, 亚龙项目、天虹项目、玛宝项目已通过征收征询, 进入征收实施阶段, 未来将逐步进入销售兑现阶段。

表1: 新湖中宝土地储备结构一览

项目名称	区域划分	总建面 (万方)	未结算面积 (万方)	未售面积 (万方)	未售货值 (亿元)	未售面积占比	可售货值占比
上海·新湖明珠城	上海内环	90	41	41	387	2.7%	11.3%
上海·青蓝国际	上海内环	33	25	25	248	1.6%	7.2%
上海·玛宝项目	上海内环	9.8	10	10	98	0.6%	2.9%
上海·亚龙项目	上海内环	43.0	43	43	559	2.8%	16.3%
上海·天虹项目	上海内环	11.8	12	12	118	0.8%	3.4%
<b>上海内环合计</b>		<b>188</b>	<b>131</b>	<b>130</b>	<b>1410</b>	<b>8.6%</b>	<b>41.1%</b>
苏州·明珠城	上海都市圈	211	100	88	141	5.8%	4.1%
南通·长江公园	上海都市圈	61	61	61	91	4.0%	2.6%
嘉兴·新中花园	上海都市圈	50	33	30	43	2.0%	1.3%
舟山·御景国际	上海都市圈	24	14	13	26	0.9%	0.8%
<b>上海都市圈合计</b>		<b>346</b>	<b>208</b>	<b>193</b>	<b>302</b>	<b>12.7%</b>	<b>8.8%</b>
海宁·百合新城	上海城市带	125	35	35	49	2.3%	1.4%
南京·仙林翠谷	上海城市带	56	34	22	33	1.5%	1.0%
杭州·香格里拉	上海城市带	53	37	35	176	2.3%	5.1%
杭州·新湖果岭	上海城市带	55	31	31	77	2.0%	2.2%
杭州·金色童年	上海城市带	19	19	19	99	1.2%	2.9%
杭州·武林国际	上海城市带	13	6	5	24	0.3%	0.7%
规划中	上海城市带	13	13	13	33	0.8%	0.9%
衢州·新湖景城	上海城市带	109	54	34	63	2.2%	1.8%
丽水·新湖国际	上海城市带	47	21	6	10	0.4%	0.3%
乐清·海德花园	上海城市带	38	25	13	45	0.9%	1.3%
瑞安·新湖广场	上海城市带	65	65	50	101	3.3%	3.0%
兰溪·香格里拉	上海城市带	50	37	34	37	2.2%	1.1%
温岭·双溪春晓	上海城市带	20	20	16	48	1.1%	1.4%
温岭·玫瑰春晓	上海城市带	12	12	12	37	0.8%	1.1%
<b>上海城市带合计</b>		<b>676</b>	<b>408</b>	<b>323</b>	<b>832</b>	<b>21.2%</b>	<b>24.2%</b>
<b>长三角合计</b>		<b>1210</b>	<b>747</b>	<b>646</b>	<b>2544</b>	<b>42.5%</b>	<b>74.1%</b>
<b>环渤海合计</b>		<b>356</b>	<b>207</b>	<b>186</b>	<b>208</b>	<b>12.2%</b>	<b>6.1%</b>
<b>其他合计</b>		<b>886</b>	<b>707</b>	<b>689</b>	<b>682</b>	<b>45.3%</b>	<b>19.9%</b>

数据来源: 公司年报及半年报, 搜房网, 广发证券发展研究中心

图2: 新湖中宝未售土储分布情况 (18年上半年)

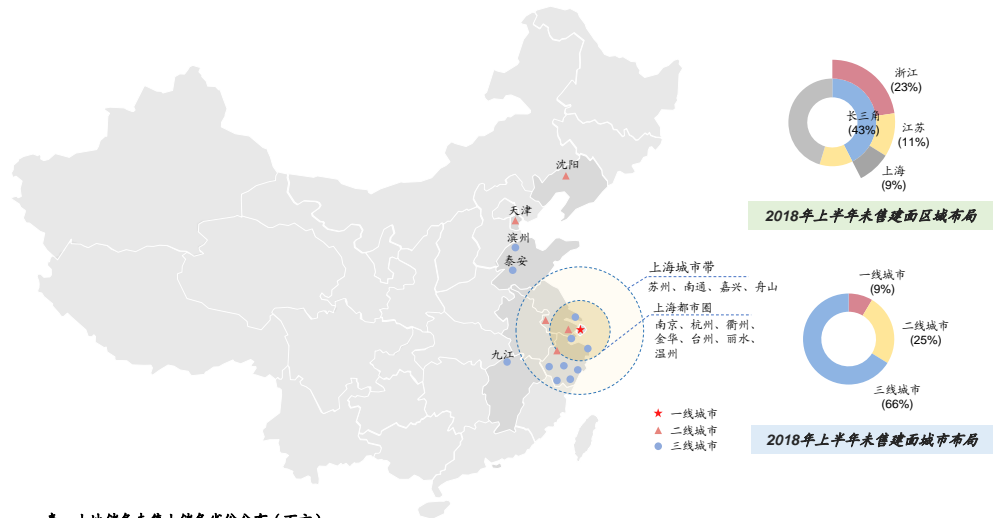


表: 土地储备未售土储各省份分布 (万方)

时间	浙江	江苏	上海	辽宁	天津	江西	山东	安徽	其他
2010	352	159	115	47	11	122	16	8	0
2011	360	155	114	86	103	116	16	7	0
2012	354	213	113	79	141	103	15	6	0
2013	517	358	81	118	156	116	15	6	34
2014	409	211	75	122	131	103	14	5	470
2015	410	198	81	117	122	90	12	0	535
2016	413	187	130	108	116	76	18	0	534
2017	381	195	130	99	78	62	16	0	637
2018H1	345	171	130	94	78	58	15	0	632

数据来源: 公司18年半年报, 广发证券发展研究中心

公司不断拓展多元化项目开发, 从住宅开发向综合性开发延伸, 从传统的二级开发向一级开发延伸。公司目前拥有启东圆陀角项目和温州西湾项目两个海涂开发的一二级联动项目, 占地面积合计1200万方左右。截止18年上半年末, 公司已经完成海涂开发面积611万平米, 剩余595万方。我们认为通过滩涂开发实现一二级联动, 可以为公司提供优质的廉价土地资源。其中值得一提的是, 根据公司18年半年报, 一二级联动项目启东新湖长江公园正加速推进, 首期住宅于2018年下半年进入销售阶段, 旅游、酒店、商业等项目也处于加速实施中。

表2: 新湖中宝滩涂开发项目一览 (截止至18年上半年)

公司名称	项目名称	权益	占地面积 (万方)	已完成开发面积 (万方)
启东新湖投资开发有限公司	启东圆陀角项目	100%	400	262
平阳县利得海涂围垦开发有限公司	温州西湾项目	80%	806	349
<b>合计</b>			<b>1206</b>	<b>611</b>

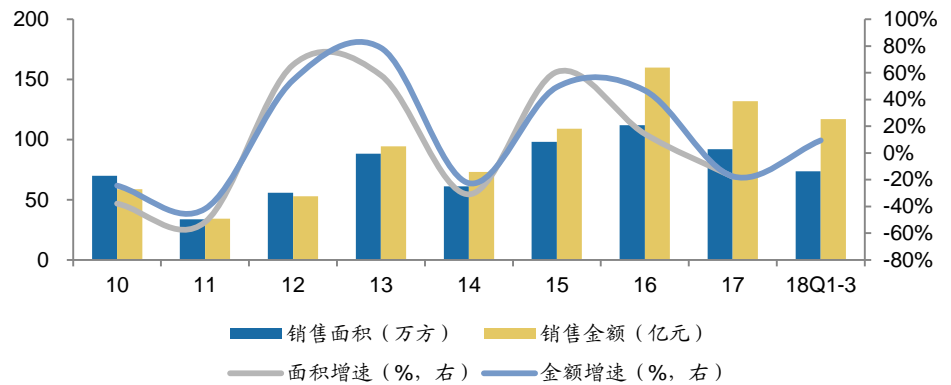
数据来源: 公司18年半年报, 广发证券发展研究中心



依托于规模庞大的土地储备资源，新湖中宝每年的地产销售稳扎稳打，尤其是15年开始受益于区域市场弹性带动，公司销售规模迈上100亿台阶，但进入17年受到重点城市政策调控以及可售货值不足的影响，公司销售受到一定压制，17年销售面积和金额均出现回落。18年前三季度，公司实现销售面积73.6万方，同比下降5.07%，销售金额116.9亿元，同比上涨9.39%。从销售结构来看，一二线城市销售占比出现下降，但浙江省的三四线表现较好，嘉兴·新中花园、衢州·新湖景城、乐清·海德花园、温岭·双溪春晓等项目贡献了较大的销售比重。

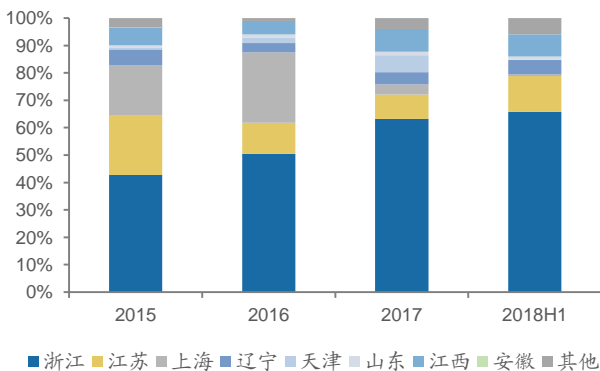
销售均价方面，18年前三季度，公司销售均价15890元/平，同比上涨15.2%，销售均价再次超过同期结算均价，未来公司结算均价提升具备基础，同时考虑到提前锁定的低地价资源，公司地产结算毛利率或将稳定提升。

图3：新湖中宝销售面积及销售金额增速



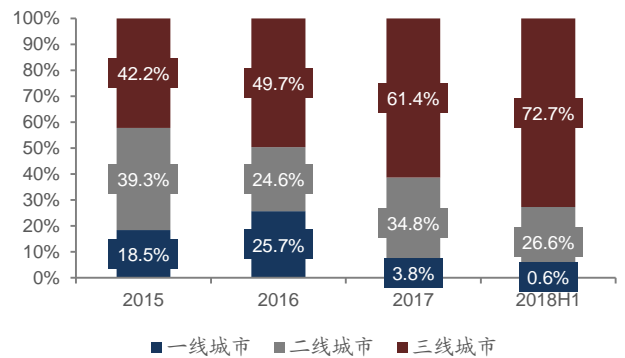
数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

图4：新湖中宝销售金额按省份分布



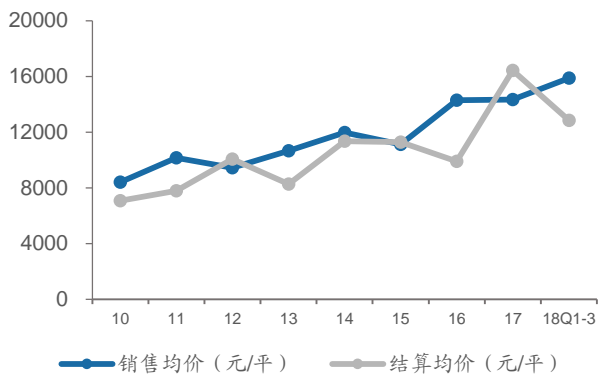
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图5：新湖中宝销售金额按城市分布



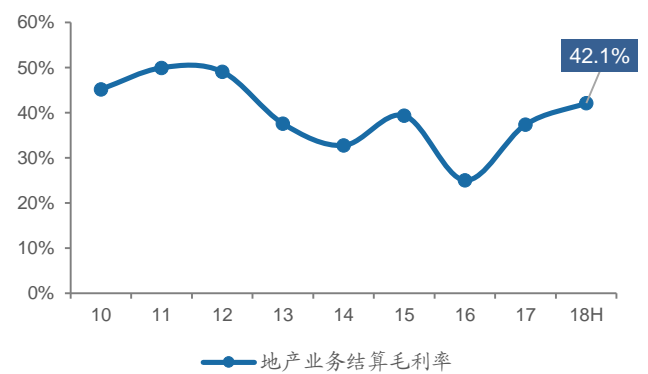
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图6: 新湖中宝销售均价及结算均价



数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

图7: 新湖中宝地产结算毛利率情况



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

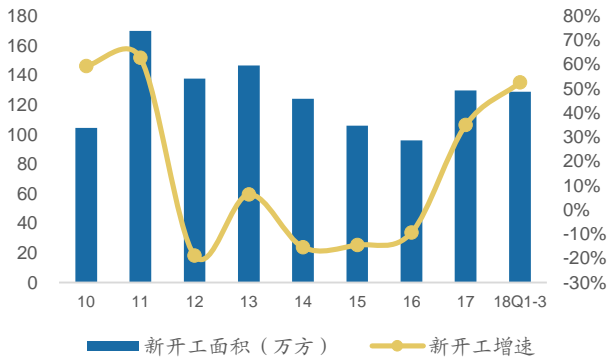
土地投资方面, 进入18年, 公司补库存力度显著减弱, 前三季度新增拿地建面仅为17.98万方, 同比大幅下滑73.18%。我们认为公司目前土地储备充足, 基本能够保证未来5-8年的销售增长, 对公司而言, 加快现有土储的周转效率保障充足的可售资源最为关键。而从实际情况来看, 公司17年以来显著加快了周转速度, 新开工面积呈现大幅增长, 18年前三季度公司新开工面积128.9万方, 同比增加52.51%, 占同期销售面积的175%, 为后续的可售资源供给提供支撑。从新开工结构来看, 浙江省新开工占比依旧超过50%, 未来或仍是可售货值的主要供给区域, 而分城市来看, 二线城市新开工占比小幅上升, 在重点城市政策边际改善的情况下, 未来二线城市销售占比或逐步提升。

图8: 新湖中宝拿地面积及占同期销售面积的比例



数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

图9: 新湖中宝新开工面积及增速



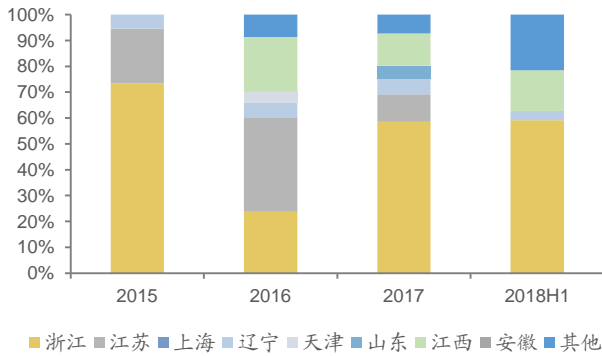
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图10: 新湖中宝新开工面积占销售面积比例



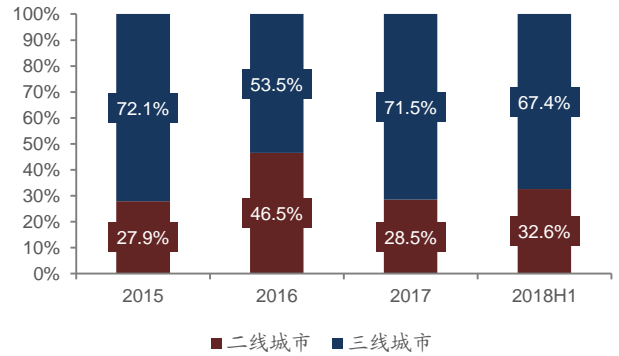
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图11: 新湖中宝新开工面积按省份分布



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

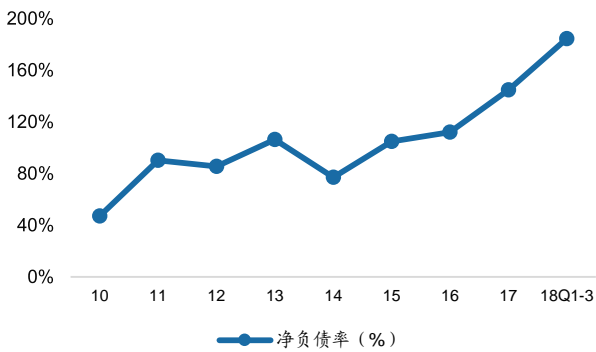
图12: 新湖中宝新开工面积按城市分布



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

公司新增土地投资减少, 但因存量土储开发力度的加大, 导致前三季度公司杠杆水平有所提升。截止到18年三季度末, 公司净负债上升至185%, 但随着公司在手土储逐步兑现为销售回款, 未来杠杆水平或逐步下降。此外, 值得一提的是, 17年以来, 公司持续优化融资结构, 积极采用中期票据、公司债、供应链资产支持计划以及美元债等多元化融资渠道, 有效降低了融资成本, 18年上半年, 公司新增融资成本为6.31%, 较17年全年下降0.17个百分点, 截止到18年上半年末, 公司存量融资的综合资金成本为6.21%, 较17年末下降0.17个百分点。

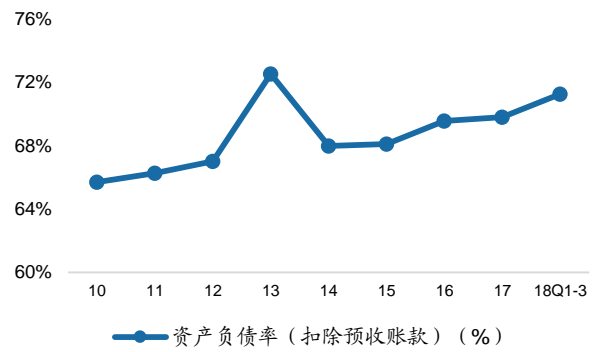
图13: 新湖中宝净负债率



数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

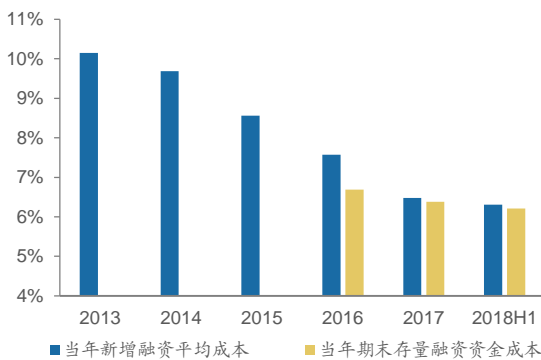
备注: 净负债率 = (有息负债 - 货币资金) / 净资产

图14: 新湖中宝扣除预收账款之后的资产负债率



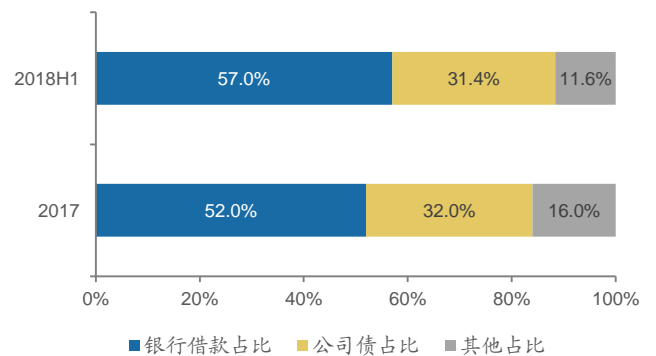
数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

图15: 新湖中宝资金成本情况



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图16: 新湖中宝融资余额结构



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

总体来看, 公司是一个典型的资源型房企, 土地储备丰富且主要分布在以上海为核心的长三角区域, 尤其是在上海内环内储备较多的优质资源, 伴随着旧改项目的稳步推进以及整体周转速度的提升, 公司未来几年的可售资源充足, 加上主流城市政策存在边际调整的预期和基础, 公司销售规模稳定增长有支撑。此外, 值得一提的是, 根据公司每个项目的计划总投资以及当前的售价 (或周边可比项目售价) 测算, 公司目前的土地资源现有价值远超账面余额, 或将对净资产形成较多的增厚 (详见最后一部分NAV测算)。

## 前瞻布局金融服务，金融牌照资源丰富

新湖中宝在金融服务领域的金融布局最早可以追溯到1995年成立新湖期货，但直到07年才开始正式布局金融牌照资源，并且在13年开始加大布局进度，经过10余年的布局，目前已经拥有银行、证券、期货、保险等全方位金融牌照资源，为中信银行（00998.HK）、盛京银行（02066.HK）、温州银行、湘财证券、新湖期货以及阳光保险等金融服务机构的主要参股股东。

我们认为随着国内监管加强，这些金融股权牌照的隐含价值或将进一步体现，有利于公司净资产重估价值的提升。

### 1.新湖期货：新湖中宝合计持股 29.67%，账面价值 3.62 亿

具体来看，公司在金融服务的布局可以追溯到1995年成立的新湖期货，新湖中宝初始出资4.17亿元，后来通过全资子公司进行3次增资，至16年年底，公司直接和间接合计持有新湖期货91.67%股权，此后在17年9月，为了推进新湖期货的上市进程，新湖中宝通过转让股权，对新湖期货直接间接合计持股比例将降低至29.67%（直接持有股权比例7.67%，通过全资子公司上海众孚持有22%股份）。

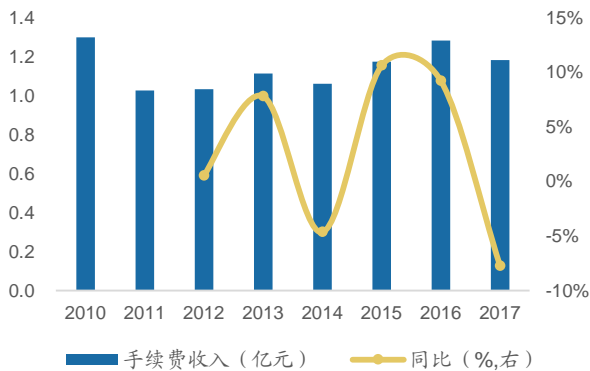
新湖期货目前为中国期货业协会副会长单位、上海期货同业公会监事长单位，在行业内的影响力日益扩大。2017年，新湖期货实现手续费收入1.18亿元，净利润8062万元，同比增长61%。目前，新湖中宝对新湖期货的股权投资按照长期股权投资-权益法计量（截止到18年半年报，账面余额3.62亿元），通过投资收益贡献公司的利润。

表3：09年以来新湖中宝投资新湖期货历程

时间	事件描述
2009 年	全资子公司兴和投资和众孚实业分别出资 4050 万元和 2950 万元认购新湖期货 30%和 21.85%的新增股权，增资后新湖中宝间接持股新湖期货 51.85%，加上新湖中宝直接持股 34.26%，合计持股新湖期货 86.11%股权。
2010 年	2010 年公司全资子公司兴和投资和众孚实业按 2.5 元/股的价格分别增资 5000 万元，增资后合计持有新湖期货 89.29%的股权。
2011 年	2011 年全资子公司兴和投资按 4 元/股的价格增资 2 亿元，增资后新湖中宝合计持有新湖期货 91.67%的股权。
2016 年	截至 2016 年年底，全资子公司杭州兴和投资发展有限公司、上海众孚实业有限公司分别持股新湖期货 54%、22%，新湖中宝直接持有 15.67%，合计持股新湖期货 91.67%。
2017 年 9 月	新湖集团以 9600 万元作价受让新湖中宝所持有新湖期货 8%的股权；新湖集团以 4 亿元作价受让允升投资所持有的兴和投资 100%的股权。完成后，新湖中宝直接持股 7.67%，通过全资子公司上海众孚实业有限公司持股 22%，合计持股新湖期货 29.67%。

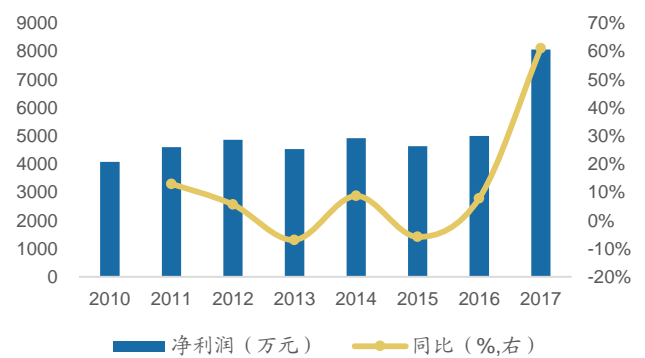
数据来源：公司日常公告及公司年报，广发证券发展研究中心

图17: 新湖期货手续费收入及其同比



数据来源: 中国期货业协会, 广发证券发展研究中心

图18: 新湖期货净利润及其同比



数据来源: 中国期货业协会, 广发证券发展研究中心

## 2. 长城证券: 新湖中宝持股 0.48%, 总投资 0.71 亿元

2003年开始, 新湖中宝分别两次向长城证券注资。公司共出资7072.56万元人民币, 总共持有1492万公司股份。根据新湖中宝半年报, 截止到18年上半年末, 公司持有长城证券0.53%的股权。而根据长城证券公告, 其首次公开发行股票于18年10月上市, 总股本扩大至31.03亿股, 新湖中宝股权比例稀释至0.48%。

长城证券成立于1995年, 2000年获准为全国性综合类证券公司, 2016年被证监会评定为A类A级券商, 并于2018年正式在深交所上市。目前, 长城证券已经形成了证券经纪、证券承销与保荐、证券资产管理、证券自营等多个业务的综合性券商。根据2018年长城证券业绩快报, 长城证券营业收入27.53亿元, 同比下降7%, 归母净利润5.86亿元, 同比下降34%。

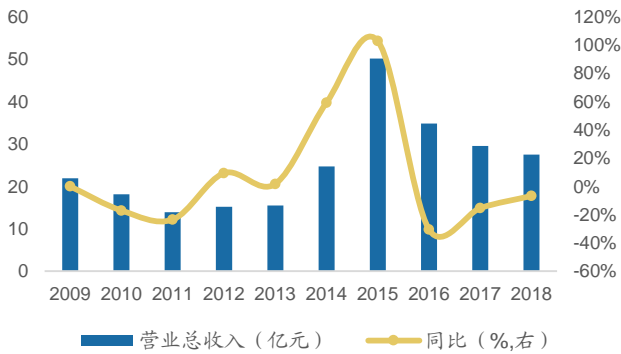
公司对长城证券的股权投资在财报中按照可供出售金融资产-成本法计量(截止18年半年报, 账面余额为7073万元)。

表4: 新湖中宝投资长城证券历程

时间	事件描述
2003年8月	新湖中宝受让深圳市长兴达实业有限公司所持有的长城证券有限责任公司的部分股权, 受让价格为每股2.18元, 受让股数为492万股, 共计出资1072.56万元
2008年1月	长城证券增加注册资本5亿元, 其中新湖中宝出资6000万元, 认购1000万份资金单位, 增资后, 长城证券注册资本增至20.67亿元, 其中新湖中宝共持有1492万份资金单位, 占其增资后出资比例的0.72%。
2018年10月	长城证券18年成功在深交所上市, 股本扩大至31.03亿股, 其中新湖中宝持有1492万股, 股权占比0.48%

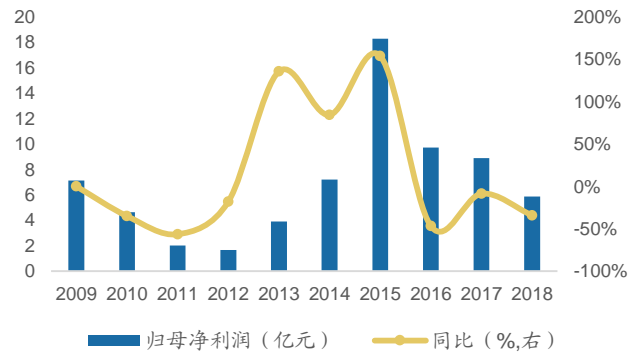
数据来源: 公司日常公告及公司年报, 广发证券发展研究中心

图19: 长城证券营业收入及其同比



数据来源: 长城证券年报, 广发证券发展研究中心

图20: 长城证券归母净利润及其同比



数据来源: 长城证券年报, 广发证券发展研究中心

### 3. 湘财证券: 新湖中宝合计持股 39.16%

实际上,公司在95年-05年的最初十年期间,主要以地产业务的深耕为主,尽管期间也对外进行股权投资,但直至07年开始前瞻性布局非地产业务,拉开了金融服务领域股权投资的序幕。首先,07年开始,新湖中宝、新湖控股(新湖中宝持有48%股权)先后四次注资湘财证券,总投资39亿人民币(其中新湖中宝直接投资1.79亿人民币),并于08年成为湘财证券的控股股东。截止到18年上半年,新湖中宝直接持有湘财证券3.58%股权,新湖控股持有74.12%股权,新湖中宝直接和间接合计持有湘财证券39.16%股权。

湘财证券成立于1992年,1999年获准为全国综合性综合类证券公司,14年在新三板挂牌(18年6月已退市),并开始深耕互联网证券业务,实现经纪业务转型。目前,湘财证券已经形成了证券经纪、证券承销与保荐、证券资产管理、证券自营等多个业务的综合性券商。截止18年上半年,湘财证券总资产规模217.37亿元,净资产规模75.45亿元,实现营业收入5.69亿元,同比下降12%,归母净利润1.16亿元,同比下降50%。目前,湘财证券股权在新湖中宝报表中按照可供出售金融资产-成本法核算,账面价值1.79亿人民币(对应3.58%的直接股权投资)。

表5: 新湖中宝及新湖控股投资湘财证券历程

时间	事件描述
2007年5月	新湖控股和浙江新湖创业分别以现金方式对湘财证券增资2.3亿元和1.1亿元,增资后, <b>新湖控股持股7.04%,浙江新湖创业投资持股3.36%</b>
2007年10月	新湖控股先后收购各方持有的湘财有限债转股股权及非债转股股权,价格为1元/每股,合计出资10.84亿元。 <b>收购完成后,新湖控股出资13.15亿元,股权比例40.22%</b>
2008年3月	新湖控股以1元/每股价格收购新疆石油管理局住房资金管理中心、河北省劳动和社会保障厅农村社会保险处出资额,分别为4585万元和2800万元。 <b>收购后,新湖控股出资额13.89亿元,持股比例42.46%</b>

2008年10月	新潮控股对湘财证券有限增资10亿元， <b>增资后总出资额为23.89亿元，占总股本55.94%</b>
2009年11月	新潮控股、西安赛尔、西北电网合计持有的湘财有限8.77亿元债转股股权按2:1的比例转为公司非债转股股权；湘财以现金回购并注销山东鲁能物业、陕西西延铁路、东北电力物资三家公司合计持有的8.34亿元债转股股权，回购价格为1元/股。 <b>完成后新潮控股出资额20.75亿元，占总股本69.22%。浙江新潮创业投资被新潮中宝股份有限公司吸收合并，新潮中宝出资额1.1亿元，持股比例3.67%</b>
2012年9月	新潮控股以1.02元/股的价格对公司增资2.04亿元， <b>增资完成后新潮控股总出资额22.75亿元，占总股本71.15%，新潮中宝股权稀释为3.44%。</b>
2017年12月	新潮控股认购4.5534亿股发行股票，认购金额14.3亿元，新潮中宝认购2201.89万股，认购金额6880.9万元。认购完成后， <b>新潮控股持股27.3亿股，占总股本74.12%，新潮中宝持股1.32亿股，占总股本3.58%。</b>

数据来源：公司日常公告及公司年报，广发证券发展研究中心

图21：湘财证券营业收入情况

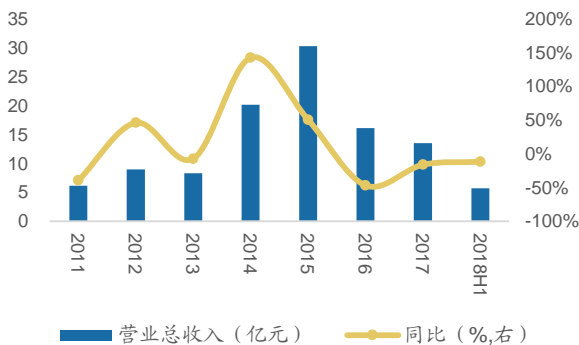
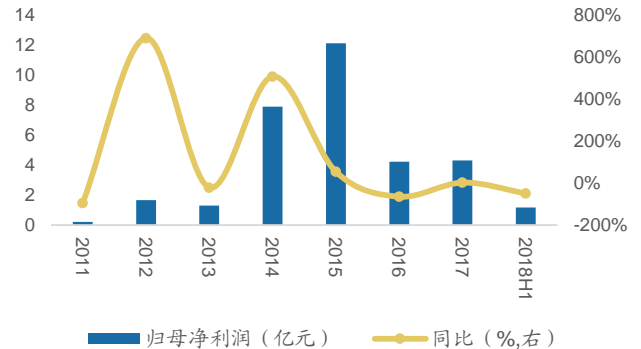


图22：湘财证券归母净利润情况



数据来源：湘财证券年报及半年报，广发证券发展研究中心

数据来源：湘财证券年报及半年报，广发证券发展研究中心

#### 4. 盛京银行：新潮中宝合计持股 5.18%，投资成本 4.5 亿元

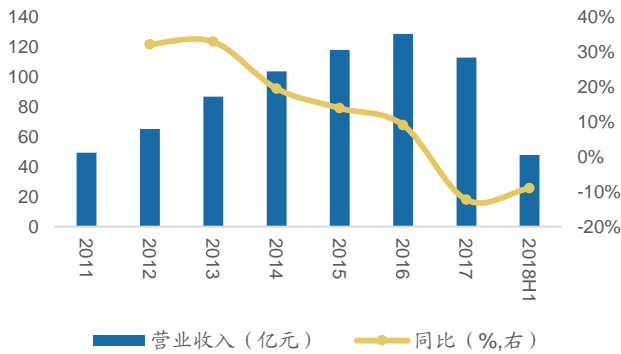
2008年1月，公司以4.5亿元人民币收购3亿股盛京银行的股份，占当时总股本的8.8%。截止18年上半年，盛京银行总股本58亿股，新潮中宝持有3亿股，股权比例5.18%，是盛京银行的第四大股东。

盛京银行是总部位于沈阳的一家商业银行，是我国东北地区实力雄厚的总部银行。公司于14年在香港上市，目前已经逐步构建东北总部地区为主体，京津冀地区为战略客户、同业和投行业务中心，长三角地区为金融交易和业务创新中心的“一主体两中心”战略性经营布局。截止到18年上半年，盛京银行总资产规模9579.5亿人民币，净资产规模539.95亿人民币，18年上半年营业收入47.93亿人民币，同比下降8.93%，归母净利润28.41亿人民币，同比下降18.99%。

目前，新潮中宝对盛京银行的股权投资在报表中按照长期股权投资-权益法计量（截止到18年半年报，账面余额28.14亿元），通过投资收益贡献公司的利润。

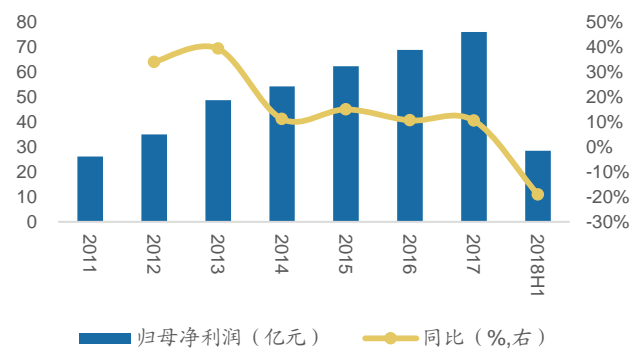


图23: 盛京银行营业收入情况



数据来源: 盛京银行年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图24: 盛京银行归母净利润情况



数据来源: 盛京银行年报及半年报, 广发证券发展研究中心

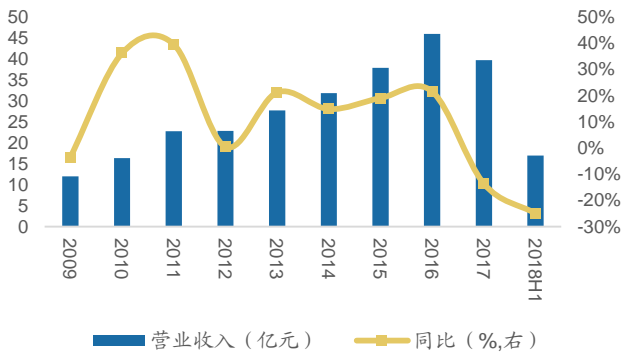
### 5.温州银行: 新湖中宝合计持股 18.15%, 投资成本 20.7 亿元

13年开始, 新湖中宝进一步加快了金融服务的布局力度, 其中13年8月, 新湖中宝以3.8元/股竞得温州银行3.5亿股本, 投资总额13.3亿元人民币, 占当时总股本的13.96%。此后, 17年12月, 新湖中宝以7.4亿元按照每股3.96元人民币的价格配售温州银行1.88亿股份, 配售完成后, 新湖中宝股权比例18.15%, 是温州银行的单一第一大股东。

温州银行成立于1998年12月, 07年开始启动跨区域经营, 目前在上海、杭州、宁波等9地设立异地分行, 温州辖内设有2家分行, 现辖属170家营业网点, 逐步形成“立足温州、布局浙江、进军长三角”的跨区域经营发展服务格局。目前, 温州银行正在接受IPO辅导。截止到18年上半年, 温州银行总资产规模2059亿元, 存款总额1217亿元, 贷款总额887亿元, 实现营业收入16.97亿元, 同比下降24.97%, 归母净利润2.1亿元, 同比下降67.6%, 18年前三季度实现营业收入27.11亿元, 归母净利润3.34亿元。

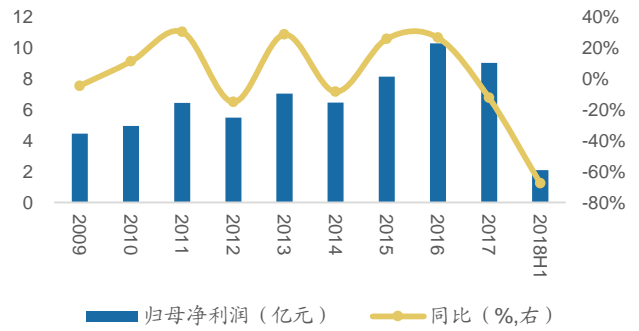
目前, 新湖中宝对温州银行的股权投资采用长期股权投资-权益法计量(截止到18年半年报, 账面余额24.32亿元, 累计总投资20.74亿元), 通过投资收益贡献公司的利润。

图25: 温州银行营业收入情况



数据来源: 温州银行年报及季报, 广发证券发展研究中心

图26: 温州银行归母净利润情况



数据来源: 温州银行年报及季报, 广发证券发展研究中心

表6: 新湖中宝投资温州银行历程

时间	事件描述
2013年8月	在浙江股权交易中心参与竞拍, 以3.8元/股竞得温州银行定向增发股份3.5亿股, <b>投资总额13.3亿元人民币, 占温州银行本次增资扩股后股份总额的13.96%</b>
2014年10月	公司完成入股温州银行3.5亿股股份, 占其增资扩股后总股本13.96%
2016年12月	新湖中宝拟参与温州银行配股, 配股股数7000万股, 配股金额2.72亿元, 且如有其他股东放弃配股, 本公司拟认购该配股不足部分。
2017年12月	完成配股, <b>新湖中宝实际认购1.88亿股股份, 认购金额7.4亿元, 入股后合计持有5.38亿股份, 配股后股权占比18.15%。</b>

数据来源: 公司日常公告及公司年报, 广发证券发展研究中心

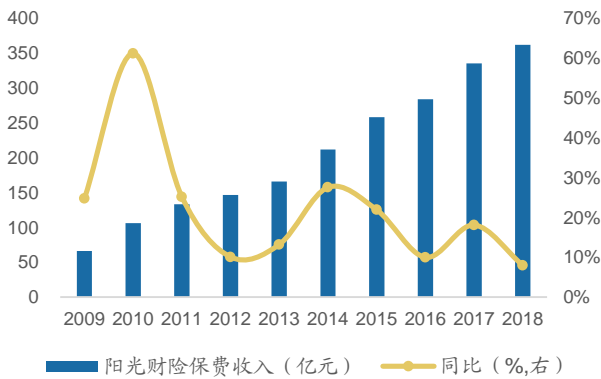
## 6. 阳光保险: 新湖中宝合计持股4.06%, 对应投资成本18.9亿元

2014年7月, 新湖中宝以18.9亿元收购新湖控股持有的阳光保险4.2亿股股份。截止18年上半年, 公司持有阳光保险4.2亿股份维持不变, 股权比例为4.06%。

阳光保险, 国内七大保险集团之一, 成立于2005年7月, 主要经营财产保险业务的全国性保险公司和人寿保险、健康保险和意外伤害保险等人身险业务的全国性专业寿险公司。2018年, 阳光保险集团旗下阳光财险保费收入362亿元, 同比增长8%, 阳光人寿保费收入380亿元, 同比-25%。

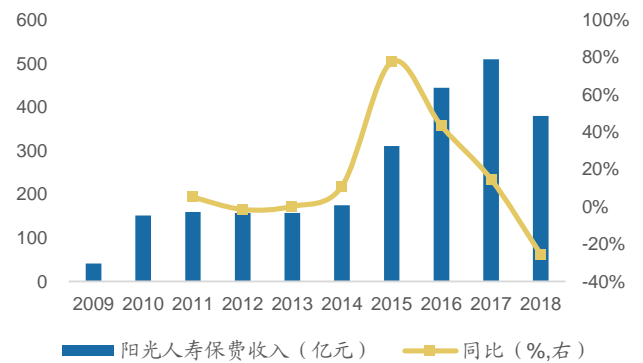
目前, 新湖中宝对阳光保险股权投资按可供出售的金融资产-成本法计量, 截止到18年半年报, 账面余额18.9亿元。

图27: 阳光财险保费收入及其增速



数据来源: 保监会, 广发证券发展研究中心

图28: 阳光人寿保费收入及其增速



数据来源: 保监会, 广发证券发展研究中心

## 7. 中信银行: 新湖中宝合计持股 4.99%, 投资成本约 110.6 亿人民币

2015年1月开始, 新湖中宝通过资产管理计划以131亿港元认购了Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (西班牙银行) 持有的22.93亿股中信银行H股股份, 认购价格5.73亿元/股, 占当时中信银行总股本的4.68%, 加上香港新湖投资(新湖中宝全资子公司)在15年认购的2759.8亿股份(以1.11以人民币认购), 到16年底, 新湖中宝间接合计持有中信银行23.2亿股股份, 占当时总股本的4.74%, 是中信银行的第二大股东。此后, 在17年, 香港新湖投资再次认购1.25亿中信银行H股, 认购后, 新湖中宝合计持有24.46亿中信银行H股股份。根据中信银行18年三季报, 新湖中宝合计持有24.46亿股份维持不变, 股权占比4.99%, 依旧是中信银行的第二大股东, 并在中信银行董事会派有一名董事。

中信银行是中信集团旗下最大的子公司, 成立于1987年, 并于2007年在上海证券交易所和香港联合交易所同时挂牌上市。截止18年上半年, 中信银行在国内143个大中城市设有1423家营业网点, 下设5家附属机构。据中信银行发布的2018年业绩快报, 截止18年末, 中信银行总资产规模60654.9亿人民币, 归属于普通股股东所有者权益为4018.1亿元人民币, 18年实现营业收入1648.5亿元人民币, 同比增长5.20%, 归母净利润445.1亿人民币, 同比增长4.57%。

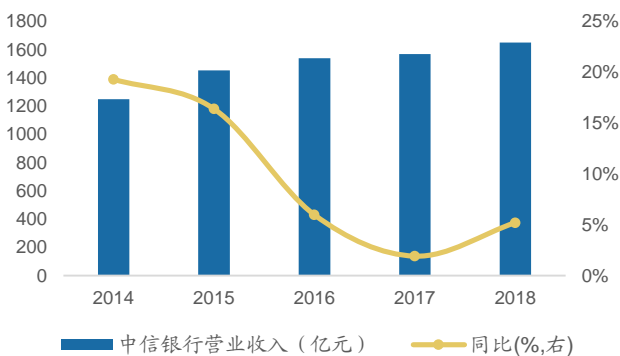
17年开始公司对中信银行的股权投资采用长期股权投资-权益法计量, 截止到18年上半年末, 其账面余额187.98亿元(新湖中宝累计总投资110.58亿人民币)。新湖中宝持有中信银行股权而确认的投资收益是公司投资收益的重要来源, 对公司业绩有较大影响。

表7: 新湖中宝投资中信银行历程

时间	事件描述
2015年1月	新湖中宝成立资产管理计划, 委托国投瑞银基金, 委托资产管理金额不超过 8.5 亿美元
2015年3月	新湖中宝通过上述资管计划, 全额认购 Total Partner Global Limited 发行的境外票据, 票据额度约合 54.11 亿港元
2015年二季度	Total Partner Global Limited 的全资子公司 Summit Idea Limited, 以上述境外票据的认购金额配合相关银行贷款, 向 UBS 购买其所持有的 22.93 亿股中信银行 H 股股份, 交易价格 5.73 港元/股, 交易总金额约 131 亿港元 UBS 所持有的中信银行股份来自 BBVA, BBVA 向 UBS 出售了上述 22.93 亿股中信银行 H 股股份, 截至 2015 年 6 月 30 日, Summit Idea Limited 持有 22.93 亿股中信银行 H 股股份, 占中信银行最新总股本的 4.68%
2015年末	根据 15 年年报, 报告期内公司香港全资子公司香港新湖投资以 1.11 亿人民币认购中信银行 H 股 2759.8 万股股份
2016年4月	Summit Idea Limited 向中信银行推荐黄芳女士作为中信银行第四届董事会董事候选人, 黄芳女士同时是新湖集团董事长、副总裁兼财务总监, 新湖中宝董事
2016年11月	经银监会核准、中信银行董事会决议通过, 黄芳女士出任中信银行非执行董事, 其任期自 2016 年 11 月 16 日起, 至中信银行第四届董事会任期届满之日止 新湖中宝香港全资子公司新湖香港受让 Total Partner Global Limited 100% 股权, 转让价款 1 美元, 从而, 新湖中宝通过 Summit Idea Limited 持有 22.93 亿股中信银行 H 股股份, 加上原先持有 2760 万股中信银行 H 股股份 (占比 0.06%), 新湖中宝合计持有 23.20 亿股中信银行 H 股股份, 占中信银行最新总股本的 4.74%, 是中信银行的第二大股东
2017年末	香港新湖投资以 5.42 亿人民币认购中信银行 H 股, 认购后新湖中宝合计持股比例上升至 4.99%。
2018年9月	截止到 18 年三季度, Summit Idea Limited 通过香港结算 (代理人) 持有中信银行 22.93 亿股份, 股权占比 4.685%, 香港新湖投资通过香港结算 (代理人) 持有中信银行 1.54 亿股股本, 股权占比 0.314%, 新湖中宝合计持有 24.46 亿股中信银行股份, 股权比例 4.99%

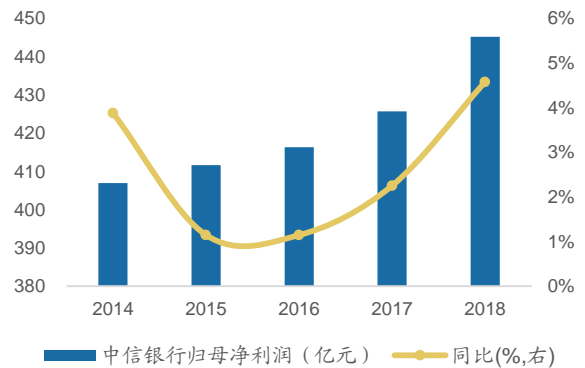
数据来源: 公司日常公告及公司年报, 广发证券发展研究中心

图29: 中信银行营业收入及其增速



数据来源: 中信银行年报, 广发证券发展研究中心

图30: 中信银行归母净利润及其增速



数据来源: 中信银行年报, 广发证券发展研究中心

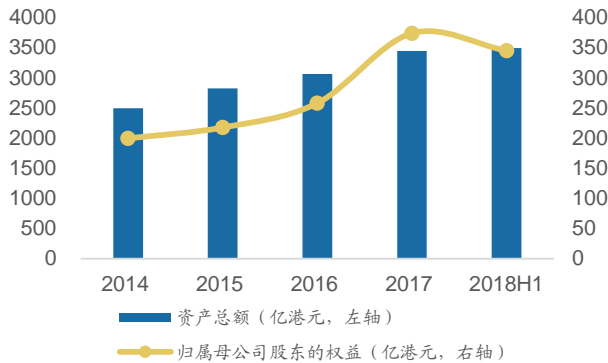
## 8.信银国际: 新湖中宝持股比例 6%, 投资成本约 18.16 亿人民币

2017年, 新湖中宝全资子公司香港冠盛投资有限公司以21.73亿港元认购中信银行(国际)有限公司7.27亿股份, 认购价格2.99元/股, 认购完成持有股权比例为6%。  
中信银行(国际)是中信银行在境外的商业银行平台, 作为中信银行在海外的唯一

业务平台，是一家扎根香港的综合性商业银行。截止2018年上半年末，信银国际总资产规模3493亿港元，股东权益345亿港元，18年上半年实现归母净利润16亿港元。

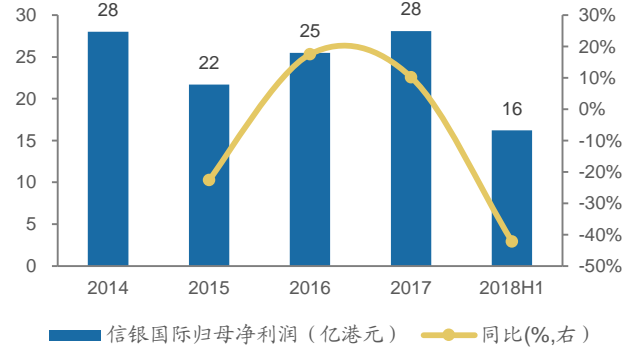
新湖中宝对信银国际股权投资采用可供出售金融资产-成本法核算，截止18年上半年，其账面价值18.32亿人民币。

图31: 信银国际资产及股东权益情况



数据来源: 信银国际官网, 广发证券发展研究中心

图32: 信银国际股东应占溢利



数据来源: 信银国际官网, 广发证券发展研究中心

### 9.新加坡亚太交易所: 新湖控股持股 20%，投资成本 8000 万美元

最后，值得一提的是，公司在17年通过全资子公司香港新湖投资以8000万美元（5.23亿人民币）认购新加坡亚太交易所（ASIA PACIFIC EXCHANGE PTE LTD.）20%股权。新加坡亚太交易所是中国首家走出国门自主创办的国际化交易所，是经新加坡金融管理局批准设立，新加坡诞生的第三家拥有交易和清算全牌照的交易所，业务范围涵盖大宗商品和金融衍生品。

根据新湖中宝18年半年报，公司享有的按约定要求其回购股权的权力已失效，报告期内公司对ASIA PACIFIC EXCHANGE PTE LTD.股权投资由按成本计量的可供出售金融资产改为权益法核算的长期股权投资。截止18年上半年，PACIFIC EXCHANGE PTE LTD账面余额5.20亿人民币。

## 积极布局金融科技，与金融服务逐步形成协同效应

07年至15年公司对外股权投资的重点在于金融牌照的获取，而15年开始公司逐步加大金融科技领域的布局，其中布局的万得信息、51信用卡等金融信息平台有利于与公司布局的金融服务形成协同效应，形成双向赋能的金融服务生态圈。

### 1.51 信用卡：互联网金融领域的独角兽，新湖中宝合计持股 21.83%

15年4月，全资子公司Taichang Investment Limited（泰昌投资）以5000万美元（3.25亿人民币）认购U51.Com Inc.发行的489.2万股优先股，对应权益比例14.29%。17年4月，公司全资子公司Tai Shun Holdings Limited（泰信投资）以1亿美元（6.76亿人民币）认购杭州恩牛网络11.3%股权。此后，17年11月，全资子公司Tai Yong Holdings Limited（泰融投资）出资5000万美元（约3.38亿人民币）进一步增资恩牛网络境外平台51 Credit Card Inc.，完成后占其总股本的26.56%。同时，17年11月，为推进筹备上市，51 Credit Card Inc进行重组，重组之后新湖中宝通过上述三个全资子公司合计持有51信用卡2.6亿股股份。18年7月，51 Credit Card Inc正式在香港上市，新湖中宝持有2.6亿股份维持不变，但受新股上市影响，持股比例稀释至21.96%。同时18年8月，又受超额配股股份上市影响，股权比例进一步稀释至21.83%。

表8：新湖中宝投资51信用卡历程

时间	事件描述
2015年4月	全资子公司 Taichang Investment Limited 以 5000 万美元 (3.25 亿人民币) 认购 U51.Com Inc. 发行的 489.2 万股优先股，相当于 U51.Com Inc. 的 13.08% 权益。
2017年4月	全资子公司 Tai Shun Holdings Limited 认购杭州恩牛 11.13% 股份，出资 1 亿美元 (6.76 亿元)
2017年11月	全资子公司 Tai Yong Holdings Limited 与 Rising Sun 共同设立 51XinHu L.P.，51XinHu L.P. 出资 5000 万美元 (约为 3.38 亿元人民币) 进一步增资杭州恩牛网络技术有限公司境外平台 51 Credit Card Inc.，每股价格 9.93 美元，完成后 51XinHu L.P. 占其总股本 26.45%。
2017年11月	为筹备上市，51 Credit Card Inc. 进行股本重组，相关股东将其对杭州恩牛的股权反映至公司。重组之后新湖中宝合计持有 51 信用卡 2.6 亿股股份
2018年7月	51 信用卡港交所上市，新湖中宝 持有 2.6 亿股份维持不变，但受新股上市影响，持股比例稀释至 21.96%。
2018年8月	新湖中宝持有 51 信用卡 2.6 亿股股份维持不变，但受超额配股股份上市影响，股权比例进一步稀释至 21.83%。

数据来源：公司日常公告及公司年报，广发证券发展研究中心

51信用卡于2012年成立，是中国首个线上信用卡管理平台，是互联网金融领域独角兽企业，于2018年在香港主板正式上市。51信用卡不仅仅是一个移动互联网工具，而是基于优质信用卡客户构建的消费金融平台。其主要商业模式是，51信用卡

利用工具积累了大量数据，并通过流量介入交易产生高利润，最后拓展至科技金融生态。目前，51信用卡业务涵盖个人信用管理、信用卡科技服务及在线信贷及投资服务的一站式个人财务服务，旗下拥有51信用卡管家、51人品、51人品贷、给你花等多款APP，成为中国领先的金融科技服务集团。2018年上半年公司增加0.12亿张信用卡，累计信用卡数目1.19亿张，通过51信用卡偿还账单及其他负债的交易量为1164亿元，同比增长258%，业务拓展迅速。

表 9: 51 信用卡及其旗下产品介绍

上线时间	APP logo	产品简介
2012年5月	 51信用卡管家	<b>负债管理:</b> 公司在国内首创智能全账单管理 APP “51 信用卡管家”，目前已拥有近 1 亿优质用户。首创一键绑定邮箱自动解析电子账单，无需录入任何信息，邮件账单自动导入。
2015年1月	 51人品贷  51人品	<b>金融服务&amp;科技服务:</b> 通过对金融数据进行创新性地挖掘和应用，成功研发了多维度交叉验证的大数据风控模型，实现了用户的在线风险定价，在相继推出个人信贷产品“51人品贷”和“51人品宝”后，完成资产端和资金端的匹配对接，并正式上线创新金融服务平台“51人品”APP。
2017年3月	 给你花  51零用钱	<b>金融服务:</b> 面向 22-40 岁的年轻无卡用户提供小额借贷服务，现已成为公司旗下个人信贷业务发展的一大流量服务平台。上线极速小额借款平台“51零用钱”APP，将用户群进一步拓宽至更广泛的人群，提供无抵押、纯信用、纯线上的小额借贷服务。

数据来源：51 信用卡网站，广发证券发展研究中心

根据新湖中宝18年半年报，因公司仍有享有按约定要求51信用卡回购股权的权力，故对其股权投资按照可供出售金融资产-成本法计量（截止18年半年报，账面余额为13.44亿元）。

## 2.Wind 信息：领先的金融数据和分析工具服务商，新湖中宝持股 7.02%

15年9月新湖中宝以6亿元对万得信息技术有限公司增资扩股，增资后股权占比1%。18年2月，公司在上海联合产权交易所通过网络竞拍方式竞得Wind资讯3866.3万股股份，占总股本的6.0183%，交易价格13.68亿元，交易完成后，新湖中宝合计持有Wind信息4508.7万股股份，股权比例7.02%，是Wind信息的第三大股东，在董事会派有董事。

**表10: 新湖中宝投资Wind信息历程**

时间	事件描述
2015年9月	以6亿元对Wind资讯进行增资，增资后股权占比1%
2018年2月	在上海联合产权交易所通过网络竞拍方式竞得Wind资讯3866.3万股股份，占总股本的6.0183%，交易价格13.68亿元
2018年6月	截止到18年上半年，公司持有Wind资讯4508.73万股份，占总股本的7.0183%。

数据来源：公司日常公告及年报，广发证券发展研究中心

万得信息是中国大陆领先的金融数据、信息和软件服务企业，总部位于上海陆家嘴金融中心。在国内市场，Wind资讯的客户包括中国绝大多数的证券公司、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，已经被中国证监会批准的合格境外机构投资者（QFII）中的众多机构是Wind资讯的客户。

根据新湖中宝18年半年报，在完成18年2月收购后，公司对Wind信息的股权投资由按成本计量的可供出售金融资产改为权益法核算的长期股权投资，截止18年上半年，其账面余额15.99亿元。

**图33: Wind资讯各类金融和数据服务**


数据来源：Wind信息网站，广发证券发展研究中心

### 3.通卡联城：城市卡公司的移动互联网服务商，新湖中宝持股 25.5%

16年5月，公司以3500万元认购通卡联城网络科技有限公司新增股权，认购后公司股权占比34%。18年1月，通卡联城增资扩股后，公司股权比例下降至25.5%。

通卡联城是由杭州、苏州、无锡、厦门、成都、大连、河北省和吉林省城市卡公司8家联盟成员于14年发起设立，负责金卡联盟TSM平台的建设和运营。通卡联城定位于城市卡公司的移动互联网服务商，已经形成了以众城通TSM平台和充值平台为支撑的各类基础业务，并做了增值类业务的探索和尝试。

根据新湖中宝18年半年报，公司对通卡联城的股权投资按照长期股权投资-权益法计量，截止到18年半年报，账面余额3168万元。



图34: 通卡联城业务推进情况

年份	日期	地区	产品
2016	10月7日	吉林吉林	吉林通APP
	11月7日	浙江杭州	手机杭州通2017
2017	12月29日	江苏扬州	公交扫码
2018	6月4日	江苏无锡	太湖电子交通卡
	6月5日	浙江瑞安	公交扫码
	6月29日	河北沧州	公交扫码
	7月10日	广东中山	公交扫码
	7月28日	陕西宝鸡	公交扫码
	7月30日	江西宜春	宜春出行电子卡
	9月1日	山西大同	大同电子交通卡
	11月23日	江苏苏州	苏州电子乘车卡
	12月1日	海南三亚	天涯行电子公交卡
	12月14日	甘肃兰州	兰州电子公交卡
	12月31日	福建泉州	泉州通电子交通卡
2019	1月26日	山东日照	公交扫码
	1月28日	湖北黄冈	公交扫码
	3月5日	福建莆田	公交扫码

数据来源: 通卡联城官网, 广发证券发展研究中心

图35: 通卡联盟产品线



数据来源: 通卡联城官网, 广发证券发展研究中心

#### 4. 益盟股份: 致力于为证券投资者提供投资解决方案, 新湖中宝持股 1.34%

16年12月开始至今, 公司合计以8517万元购买益盟股份593.2万股股份, 持股比例1.34%。根据新湖中宝18年半年报, 公司对益盟股份股权投资按照可供出售权益工具-公允价值核算, 截止18年上半年, 其账面余额2972万元。

益盟股份属于互联网金融信息与服务业, 拥有中国证监会颁发的《经营证券期货业务许可证》。公司是上海市高新技术企业, 是上海证券交易所、深圳证券交易所、中国金融期货交易所、香港证券交易所、全国中小企业股份转让系统的授权信息服务商。公司为个人证券投资者提供基于数据化、模型化、智能化的证券投资辅助决策工具、量化策略软件及投资者教育产品和服务, 产品覆盖移动端和PC端。公司通过互联网体验式营销开拓业务, 主营收入来源于金融资讯和数据服务。公司于2015年7月在新三板挂牌, 代码为832950.OC。值得注意的是, 深圳市腾讯计算机系统有限公司是益盟股份的战略投资者, 截止2018年6月30日, 持有其19.12%股权, 为第二大股东。

表11: 益盟股份前十大股东情况 (截止2018年6月30日)

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	上海益盟数码科技有限公司	12317	27.80%
2	深圳市腾讯计算机系统有限公司	8470	19.12%
3	上海挚信信明投资合伙企业 (有限合伙)	8016	18.09%
4	橡果信息科技 (上海) 有限公司	3272	7.39%
5	南通君晓企业管理咨询合伙企业 (有限合伙)	1871	4.22%
6	周立宸	1400	3.16%

7	曾山	922	2.08%
8	新湖中宝股份有限公司	593	1.34%
9	海通证券股份有限公司	568	1.28%
10	上海自贸试验区二期股权投资基金合伙企业	400	0.90%

数据来源：益盟股份 18 年半年报，广发证券发展研究中心

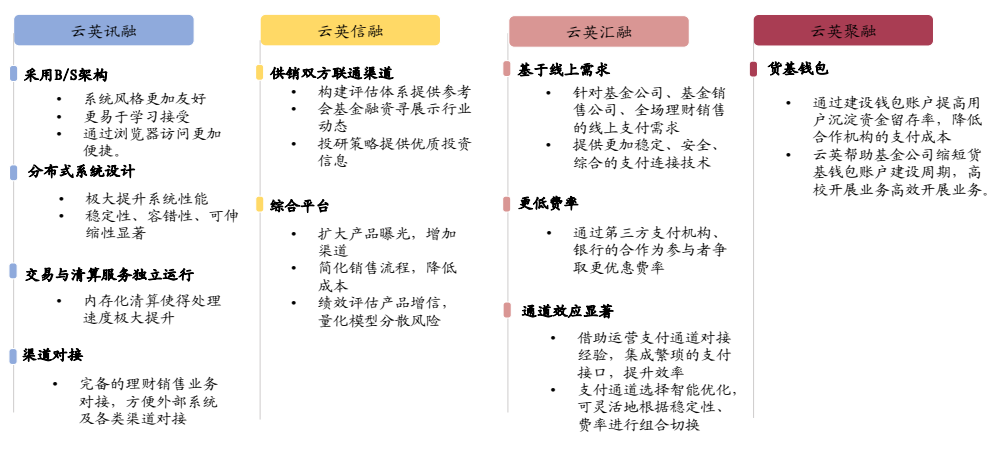
### 5.云英网络：聚集财富管理领域服务，新湖中宝持股 5.66%

公司全资子公司新湖智脑投资先后于2017年12月与2018年5月两次注资杭州云英网络科技有限公司，总投资额为3000万元人民币。截至18年上半年，新湖中宝间接持有云英网络5.66%的股权。

云英网络是恒生电子于2016年3月份成立的创新子公司。其聚焦财富管理领域服务，向各大金融机构（包括证券、基金、信托、财富管理公司、私募以及大型互联网机构）展开金融软件、业务咨询、业务培训、业务连接等服务工作。目前云英网络拥有百余家签约客户，为客户提供云英讯融、云英信融、云英汇融以及云英聚融等四个产品。

根据新湖中宝18年半年报，云英网络股权在新湖中宝年报中按照可供出售金融资产-成本法计量（截止18年半年报，账面余额为3000万元）。

图36：云英网络的四大产品与服务一览



数据来源：云英网络官网，广发证券发展研究中心

表12：新湖中宝投资云英网络历程

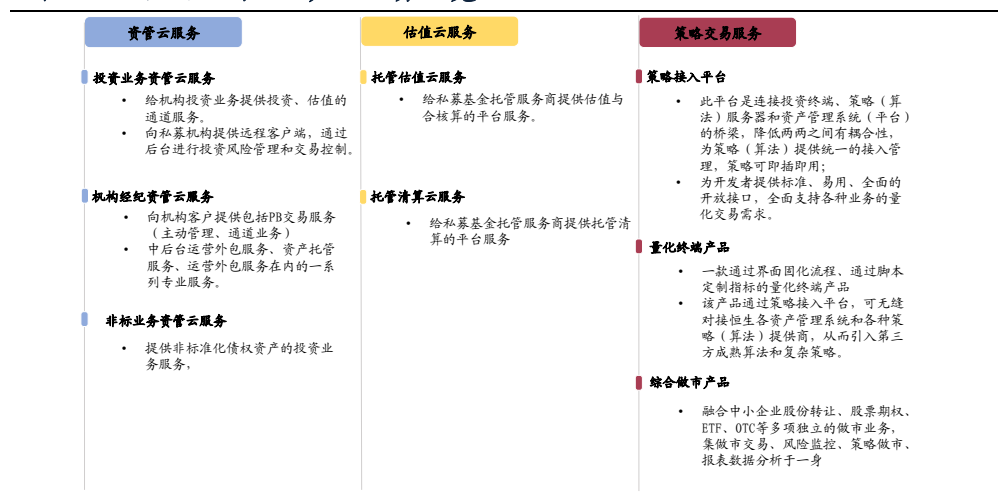
时间	事件描述
2017年12月	公司全资子公司新湖智脑投资以2000万元入股杭州云英网络科技有限公司，占其股份比例为3.77%，投资金额2000万元
2018年5月	新湖智脑投资对云英网络增资1000万元，增资后股权占比5.66%

数据来源：公司日常公告及公司年报，广发证券发展研究中心

## 6.云毅网络：提供大资管领域的IT平台服务，新湖中宝持股 4.17%

18年2月，公司全资子公司新湖智脑投资以总价2000万元认购宁波云汉股权投资合伙企业（有限合伙）和浙江新湖创业投资有限公司（新湖集团全资子公司）持有的杭州云毅网络科技有限公司注册资本104.17万元人民币，认购完成后新湖智脑股权占比4.17%。

图37：云毅网络的三大产品服务一览



数据来源：云毅网络官网，广发证券发展研究中心

云毅网络成立于2015年12月，同样是恒生电子的控股子公司。主要业务为向资管机构、托管机构、券商等客户提供大资管领域的IT平台服务以及技术支持。

根据新湖中宝18年半年报，云毅网络股权在新湖中宝报表中按照可供出售金融资产-成本法计量（截止18年半年报，账面余额为2000万元人民币）。

## 7.趣美信息：基于人工智能及大数据提供投顾服务，新湖中宝持股 19.02%

18年3月，公司全资子公司新湖金服以1634万元作价受让新湖创投持有的上海趣美信息有限公司11.70%的股权，同时以现金1500万元认购趣美信息新增股权，交易完成后，新湖中宝间接持有趣美信息19.02%的股权，为趣美信息的第二大股东，并派有董事。

上海趣美信息有限公司成立于2015年12月8日，主营业务为网络科技、信息技术与软件科技领域的技术开发服务。其主要产品为智能量化投资平台，基于人工智能

模型与量化分析提供投顾服务。

目前趣美信息股权在新湖中宝报表中按照长期股权投资-权益法计量(截止到18年半年报, 账面余额3114万元人民币), 通过投资收益贡献公司的利润。

## 在大数据、区块链、云计算等科技领域的布局初具雏形

除金融科技的布局外, 近年来, 公司还加大了大数据平台、区块链、云计算等信息技术领域的股权布局, 已初具高科技板块的雏形。值得一提的是, 公司目前布局的信息技术公司均具备浙江大学背景, 依靠浙江大学的产学研能力, 这些信息技术公司的技术研发或具备支撑。

我们认为随着我国资本市场以及金融工具不断发展, 公司在信息技术领域的股权价值将逐步显现化, 并且这些股权价值具备较大的潜在提升空间, 有利于公司资产价值重估。

### 1. 邦盛科技: 专注金融领域实时风控, 新湖合计持有 12.11%

浙江邦盛科技有限公司(简称邦盛科技), 成立于2010年, 是国内最早专注金融领域实时风控的国家高新技术企业。公司核心团队来自浙江大学、美国道富、阿里巴巴、IBM、华为等知名企业和高校, 与浙江大学建立了战略合作关系。目前, 公司具备独立自主的大数据技术研发能力, 在流式计算、实时计算、复杂事件处理、机器学习、数据挖掘等技术领域拥有国内尖端的科研能力。

邦盛科技一直致力于为国内金融机构提供高性能的事中风险监控解决方案, 拥有世界一流金融交易及授信风险监控等系统技术研发团队, 掌握相关核心技术。公司是内资企业, 核心技术完全自主可控, 且有自主知识产权, 并与多家银行在内的200余家金融机构达成合作。独立研发的流式大数据极速处理平台“流立方”, 数据集群吞吐能力少量节点即可高达百万笔每秒, 平均延时1毫秒, 数据处理性能国际领先。以“流立方”产品为支点, 未来技术可应用于政务、港务、票务、轨道交通、电信、公共安全等领域

根据公司公告, 17年4月以及18年7月, 经过两次增资后, 目前新湖中宝合计持有邦盛科技12.11%股权。

图38: 邦盛科技产品与服务一览

实时交易反欺诈		实时判断每一笔交易行为的风险性，并在事中对风险进行预警和控制。
申请反欺诈		申请反欺诈产品对申请者提交的资料进行多维度反欺诈侦测。
互联网授信		帮助信贷企业快速提供稳定的信贷服务，并对信贷企业的授信风险进行严格管控。系统可提高信贷业务的自动化水平。
流立方		可在毫秒之间进行复杂计算、并行计算、实时关联分析等，成功打破金融实时风控等领域面临的数据处理技术瓶颈。
机器学习系统及模型		机器学习模型、智能评分卡、智能规则三者结合的方案全方位提升金融机构综合竞争力。
设备指纹		构建客户身份和所使用设备对应关系，实现互联网风险防范自动化，从而降低损失。
机器防御服务		多层次多维度的网络机器人识别与防范。
互联网风险数据服务		一套涵盖多头借贷、信贷风险名单、地址模糊匹配、位置服务、风险号码识别、IP地址画像、归属地解析服务及认证服务等多维度数据服务体系。
反洗钱服务		通过反洗钱引擎抓取可疑洗钱交易，按照反洗钱中心要求格式化上报洗钱报告，满足银行业、证券业、保险业、第三方支付行业的反洗钱要求。

数据来源：邦盛科技官网，广发证券发展研究中心

## 2.趣链科技：拥有核心技术的区块链公司，新湖中宝持股 6.23%

杭州趣链科技有限公司成立于2016年7月，其核心团队主要来自于浙江大学区块链实验室，是首批通过工信部国家标准测试的区块链公司，18年6月完成15亿元的B轮投资（新湖中宝领投）。公司目前凭借丰富的落地案例向客户提供从行业专业咨询到应用开发落地全流程服务，包括提供整套区块链解决方案、区块链开放云平台、智能合约工具等多个方面。

趣链科技核心技术为自主可控的国产区块链底层平台Hyperchain，面向企业、政府机构和产业联盟的区块链技术需求，提供企业级的区块链网络解决方案，满足企业级应用在性能、权限、安全、隐私、可靠性、可扩展性与运维等多方面的商用需求。

18年3月公司全资子公司新湖智脑投资以2054.31万，认购趣链科技新增注册资本94.77万元，认购完成后，股权占比3.8%，并在4月再次以1482.23万元认购趣链科技2.75%股权，认购完成后新湖智脑股权占比6.55%。

此后，趣链科技员工持股平台认购趣链新增注册资本131.1万元，增资后，新湖智脑股权占比稀释至6.23%。而在18年5月，新湖智脑拟以1.092亿元收购趣链投资190.94万出资额，对应股权比例7.28%，同时拟以11.21亿元认缴新增注册资本1959.29万元，增资完成后，新湖智脑股权占比49%。值得一提的是，根据新湖中宝公告，在本次交易中，趣链投资的估值为15亿元，较18年3月及4月两次交易时有明显的提升。

图39: 趣链科技提供服务一览



数据来源: 趣链科技官网, 广发证券发展研究中心

图40: Hyperchain具备的主要优势



数据来源: 趣链科技官网, 广发证券发展研究中心

根据新湖中宝18年半年报, 18年5月的认购及认缴尚在推进, 因此, 18年半年报中显示新湖中宝间接持有趣链科技6.23%股权(为第七大股东, 并派有董事), 并按照长期股权投资-权益法核算, 账面余额3488.9万元。

表13: 新湖中宝投资趣链科技历程

时间	事件描述
2018年3月	公司全资子公司新湖智脑投资以2054.31万, 认购趣链科技新增注册资本94.77万元, 认购完成后, 股权占比3.8%, 由此推算本次认购中趣链科技的股权估值约5.4亿元
2018年4月	新湖智脑投资以合计1482.23万元认购链趣科技2.75%股权, 对应估值约5.4亿元, 认购完成后, 新湖智脑股权占比6.55%
2018年5月	趣链科技员工持股平台认购趣链新增注册资本131.1万元, 增资后, 新湖智脑股权占比稀释至6.23%
2018年5月	新湖智脑拟以1.092亿元收购趣链投资190.94万出资额, 对应股权比例7.28%, 由此推算趣链投资股权价值约15亿元, 同时拟以11.21亿元认缴新增注册资本1959.29万元, 增资完成后, 新湖智脑股权占比49%
2018年6月	截止18年半年报, 18年5月新湖智脑的认购以及认缴尚在推进, 半年报中公布的新湖中宝股权比例依然为6.23%

数据来源: 公司日常公告及公司年报, 广发证券发展研究中心

### 3. 谐云科技: 技术领先的云计算公司, 新湖中宝持股12.3%

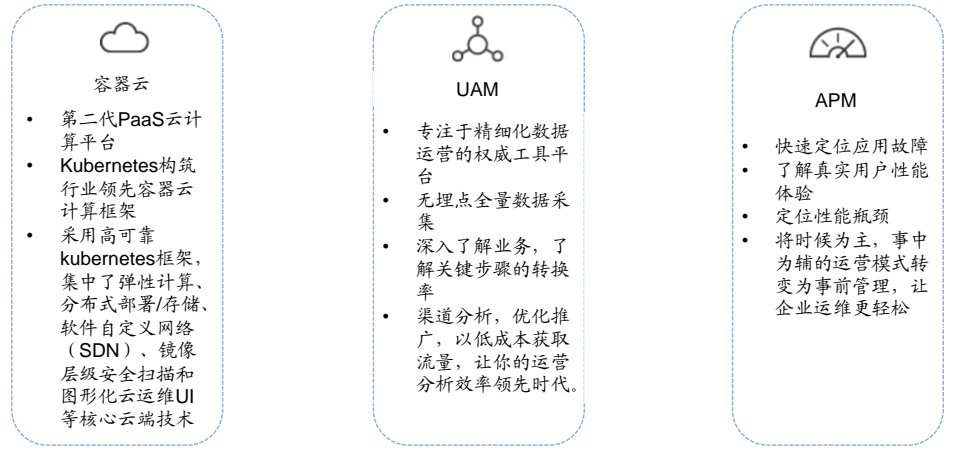
18年4月, 公司全资子公司新湖智脑投资以2500万元入股杭州谐云科技有限公司, 占其股份比例为12.30%, 新湖中宝成为谐云科技的第三大股东, 在董事会派有董事。谐云科技是一家云计算公司, 成立于2016年7月, 公司核心团队来自于浙江大学SEL实验室, 是国内为数不多掌握底层核心技术的容器云提供商, 陆续推出容器云平台“观云台”、内外兼修的智能运维分析工具“听象”等自主研发产品, 形成一站式行业云平台解决方案, 已广泛应用于金融、运营商、制造、互联网、智慧城市等众多领域, 主要客户包括浙商银行、民生银行、苏宁云商、宁波云计算中心等。

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

根据新湖中宝半年报，公司对谐云科技股权投资按照长期股权投资-权益法核算，账面余额0.25亿元。

图41：谐云科技三种产品简单介绍



数据来源：谐云科技官网，广发证券发展研究中心

## 盈利预测与估值

盈利预测方面，通过拆分公司过去的盈利结构，发现公司的利润来源主要分为两部分，第一部分为地产等主营业务的业绩贡献，其中地产结算业绩最为重要，第二部分为公司长期股权投资产生的投资收益。

对于地产结算部分，其结算规模与销售规模有关，我们在前文已经指出公司土储丰富（截止到18年上半年，约3534亿的未售货值）且分布在流动性较好的长三角区域，伴随着整体周转进度的提升，未来销售规模具备支撑，加上在手的已售未结资源（截止到18年三季度末，公司预收账款205亿），充分保障了未来几年的结算收入，我们预计18-20年，公司地产结算规模分别同比增长12%、33%和28%。

毛利率方面，正如我们前文所述，公司是一个典型的资源型房企，前期锁定了较多的低地价优质资源，随着这些资源逐步兑现销售，将带动地产结算毛利率稳步提升，综合来看，预计18-20年公司整体毛利率分别为31%、32%、32%。

期间费用率方面，参照公司历史数值，假设18-20年维持稳定，均在5.5%左右，而财务费用率受益于流通性宽松，预计将稳中下行。

投资收益方面，最大的贡献来源为中信银行的4.99%股权，根据中信银行18年业绩快报，其18年归母净利润为445亿元，同时根据Wind一致预期，预计中信银行19-20年归母净利润分别为483亿元、535亿元，按照4.99%股权比例，预计贡献投资收益22亿、24亿以及26.7亿元，而其他长期股权投资贡献的投资收益谨慎参照历史数据，并且基于谨慎原则，不考虑除长期股权投资之外的其他投资收益，综合来看，

预计18-20年公司投资收益分别为26.2亿、28.4亿、31.5亿元。

结合上述关键指标假设以及公司历史财务数据，我们最终预计18-20年公司归母净利润分别为34.5亿、40.9亿以及48.9亿人民币，同比分别上涨3.9%、18.4%和19.5%。

表14: 新湖中宝盈利预测关键指标一览

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
房地产业务结算收入(亿元)	100.7	127.6	143.0	190.0	244.0
增速	44%	27%	12%	33%	28%
其他业务收入(亿元)	35.5	47.4	61.1	78.9	101.8
增速	-23%	34%	29%	29%	29%
总营业收入(亿元)	136.3	175.0	204.1	268.9	345.8
增速	17%	28%	17%	32%	29%
毛利率	20.3%	28.2%	31.2%	31.7%	31.8%
营业成本(亿元)	108.6	125.7	140.4	183.5	235.8
营业毛利(亿元)	27.7	49.3	63.7	85.3	110.0
期间费用(销售费用+管理费用)(亿元)	8.1	9.6	11.1	14.8	19.0
期间费用率	5.9%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
财务费用(亿元)	12.0	14.9	15.1	19.9	25.5
投资收益(亿元)	3.5	31.8	26.2	28.4	31.5
营业利润(亿元)	3.2	38.2	42.2	50.3	59.8
所得税(亿元)	2.2	8.3	7.4	9.0	10.4
净利润(亿元)	58.5	33.5	34.9	41.3	49.4
归母净利润(亿元)	58.4	33.2	34.5	40.9	48.9
增速	403.0%	-43.1%	3.9%	18.4%	19.5%
最新股本(亿股)	85.99	85.99	85.99	85.99	85.99
EPS(人民币/股)	0.68	0.39	0.40	0.48	0.57

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心 备注: 本表、首页及附表中关于EPS的计算均采用最新股本

估值方面, 根据我们对公司18-20年归母净利润的预测, 结合最新的股本, 对应18-20年的EPS分别为0.40、0.48、0.57元/股, 按照19年3月18日收盘价计算, 公司18-19年PE分别为9.6x、8.1x。

公司合理价值方面, 考虑到公司是一个典型的资源型房企, 我们基于NAV来估算公司的合理价值。根据公司年报中公布的未结算土地储备, 结合各个项目的总投资、销售均价(或周边可比项目的售价)以及费用率(费用率的假设参照上面盈利预测部分的数据)等指标计算每个项目的权益增加值, 最后汇总得到公司地产开发业务的合计权益增加值为491亿人民币, 加上17年末公司的净资产, 公司NAV总规模为813亿人民币, 按照最新股本计算, 每股NAV为9.45元人民币, 相对于19年3月18日



收盘价折价59%，显著低于主流地产股平均31%的折价率，具备修复空间，当然，考虑到公司上海旧改项目导致整体存货周转效率低于主流房企，我们谨慎假设按照45%的折让率进行修复，给予公司5.2元/股的合理价值。

最后，需要指出的是，在计算公司NAV规模时，基于谨慎的原则，我们仅仅考虑了地产项目的价值重估，并未考虑公司在金融服务、金融科技以及信息技术领域持有股权的价值重估，我们认为随着资本市场以及金融工具不断发展，公司持有的这些股权价值将逐步显现化，并且潜在的价值提升空间较大，公司的价值重估或具有潜在的增厚空间。

**表15: 新湖中宝NAV估值表核心指标**

WACC	8.00%
净权益增加值 (亿人民币)	491
2017 末净资产 (亿人民币)	322
NAV (亿人民币)	813
股本 (亿股)	85.99
每股 RNAV (人民币/股)	¥9.45
最新股价 (人民币/股)	¥3.87
NAV 折价	-59%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心 备注：折价率按照 19 年 3 月 18 日收盘价计算

**表16: 主流地产公司NAV以及折让情况一览**

公司代码	公司名称	最新 NAV (元/股)	最新股价 (元/股)	折价率
600325	华发股份	¥18.20	8.73	-55.5%
600376	首开股份	¥19.57	9.62	-52.0%
000671	阳光城	¥15.42	8.61	-48.4%
600383	金地集团	¥20.94	13.42	-41.7%
002146	荣盛发展	¥16.67	11.21	-36.7%
000961	中南建设	¥12.80	9.47	-30.1%
000002	万科A	¥36.98	29.37	-24.1%
001979	招商蛇口	¥27.99	22.25	-23.7%
601155	新城控股	¥31.74	44.40	32.0%
平均				-31.1%

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心 备注：最新股价为 19 年 3 月 18 日收盘价

## 风险提示

公司房地产业务主要布局在长三角，受单一区域市场影响较大；公司地产销售和结算进度不及预期；房地产业务利润率不及预期；对外股权投资存在不确定性。

至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>78,266</b>	<b>82,144</b>	<b>86,703</b>	<b>96,009</b>	<b>108,270</b>
货币资金	19,169	17,808	18,000	22,000	28,500
应收及预付	3,242	2,230	3,432	4,381	5,036
存货	51,701	59,370	63,134	67,491	72,597
其他流动资产	4,153	2,736	2,136	2,136	2,136
<b>非流动资产</b>	<b>33,305</b>	<b>42,425</b>	<b>47,544</b>	<b>54,997</b>	<b>65,835</b>
长期股权投资	24,258	27,695	32,626	39,854	50,428
固定资产	214	471	565	678	813
在建工程	636	1	114	238	377
无形资产	278	281	281	281	281
其他长期资产	7,920	13,977	13,958	13,946	13,935
<b>资产总计</b>	<b>111,572</b>	<b>124,569</b>	<b>134,247</b>	<b>151,006</b>	<b>174,105</b>
<b>流动负债</b>	<b>34,080</b>	<b>37,324</b>	<b>38,524</b>	<b>42,908</b>	<b>57,343</b>
短期借款	4,163	2,734	2,449	3,702	3,864
应付及预收	18,482	21,963	13,379	18,868	27,416
其他流动负债	11,436	12,627	22,696	20,338	26,063
<b>非流动负债</b>	<b>47,593</b>	<b>54,345</b>	<b>59,127</b>	<b>67,372</b>	<b>71,100</b>
长期借款	29,045	30,467	27,098	35,277	38,917
应付债券	14,909	20,994	29,108	29,108	29,108
其他非流动负债	3,638	2,885	2,920	2,987	3,075
<b>负债合计</b>	<b>81,673</b>	<b>91,669</b>	<b>97,651</b>	<b>110,280</b>	<b>128,444</b>
股本	8,599	8,599	8,599	8,599	8,599
资本公积	7,978	7,968	8,659	9,476	10,453
留存收益	12,527	15,849	18,611	21,881	25,790
归属母公司股东权益	29,054	32,207	35,869	39,957	44,842
少数股东权益	845	693	728	769	818
<b>负债和股东权益</b>	<b>111,572</b>	<b>124,569</b>	<b>134,247</b>	<b>151,006</b>	<b>174,105</b>

至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>13,626</b>	<b>17,500</b>	<b>20,413</b>	<b>26,886</b>	<b>34,585</b>
营业成本	10,861	12,570	14,044	18,354	23,583
营业税金及附加	769	1,523	2,140	2,872	3,722
销售费用	419	517	608	804	1,026
管理费用	390	444	505	672	875
财务费用	1,196	1,493	1,509	1,990	2,549
资产减值损失	17	353	0	0	0
公允价值变动收益	-3	25	0	0	0
投资净收益	353	3,182	2,617	2,839	3,148
<b>营业利润</b>	<b>324</b>	<b>3,815</b>	<b>4,225</b>	<b>5,032</b>	<b>5,979</b>
营业外收入	5,768	391	0	0	0
营业外支出	26	27	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>6,066</b>	<b>4,179</b>	<b>4,225</b>	<b>5,032</b>	<b>5,979</b>
所得税	218	829	737	903	1,044
<b>净利润</b>	<b>5,847</b>	<b>3,350</b>	<b>3,487</b>	<b>4,129</b>	<b>4,935</b>
少数股东损益	9	28	35	41	49
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,838</b>	<b>3,322</b>	<b>3,452</b>	<b>4,088</b>	<b>4,886</b>
EBITDA	1,235	2,506	3,179	4,259	5,469
EPS (元)	0.68	0.39	0.40	0.48	0.57

至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,628</b>	<b>1,683</b>	<b>-674</b>	<b>4,725</b>	<b>8,289</b>
净利润	5,847	3,350	3,487	4,129	4,935
折旧摊销	49	60	62	75	89
营运资金变动	-318	-3,230	-13,551	183	2,787
其它	-949	1,502	9,328	339	478
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,246</b>	<b>-6,433</b>	<b>-3,278</b>	<b>-5,206</b>	<b>-8,335</b>
资本支出	-446	-42	-622	-447	-526
投资变动	<b>346</b>	<b>12,656</b>	<b>-2,657</b>	<b>-4,758</b>	<b>-7,808</b>
其他	-2,145	-19,047	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,649</b>	<b>5,178</b>	<b>4,144</b>	<b>4,480</b>	<b>6,545</b>
银行借款	27,952	23,243	20,407	30,850	32,198
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-30,178	-25,260	-16,263	-26,370	-25,653
<b>现金净增加额</b>	<b>4,064</b>	<b>357</b>	<b>192</b>	<b>4,000</b>	<b>6,500</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>11,799</b>	<b>15,863</b>	<b>16,220</b>	<b>16,412</b>	<b>20,412</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>15,863</b>	<b>16,220</b>	<b>16,412</b>	<b>20,412</b>	<b>26,912</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	17.1%	28.4%	16.6%	31.7%	28.6%
营业利润增长	-78.5%	1078.0%	10.7%	19.1%	18.8%
归母净利润增长	403.0%	-43.1%	3.9%	18.4%	19.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.3%	28.2%	31.2%	31.7%	31.8%
净利率	42.9%	19.1%	17.1%	15.4%	14.3%
ROE	20.1%	10.3%	9.6%	10.2%	10.9%
ROIC	2.9%	3.7%	3.9%	5.2%	7.0%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	73.2%	73.6%	72.7%	73.0%	73.8%
净负债比率	112.1%	144.8%	169.4%	159.7%	149.1%
流动比率	2.30	2.20	2.25	2.24	1.89
速动比率	0.72	0.57	0.58	0.63	0.59
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.19	0.21
应收账款周转率	164.50	209.91	83.19	57.40	57.80
存货周转率	0.22	0.23	0.23	0.28	0.34
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.68	0.39	0.40	0.48	0.57
每股经营现金流	0.54	0.20	-0.08	0.55	0.96
每股净资产	3.38	3.75	4.17	4.65	5.21
<b>估值比率</b>					
P/E	5.9	9.9	9.6	8.1	6.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	56.1	36.9	27.3	23.1	18.5

## 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，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：资深分析师，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。
- 邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

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。