

新湖中宝 (600208.SH)

战略清晰，业务可持续发展

核心观点：

● 地产结算增长态势良好，未来毛利率将企稳回升

16 年公司营业收入 136 亿，同比升 17%，营业利润 3.2 亿，同比降 79%，归母净利润 58 亿，同比升 403%，扣非后 5.5 亿，同比降 45%，每股收益 0.66 元。16 年结算毛利率下滑至 25%，主要是项目结算结构性影响，前期销售均价较低项目进入结算，未来将有所改善，17 年末预收账款 133 亿，其中，上海青蓝国际 43 亿、浙江省内重点城市 40 亿，毛利率较高。归母净利润波动，源自对中信银行 4.74% 股权投资的计量方法变更产生营业外收入 57 亿，为一次性收益。未来中信银行净利润对应份额将计入投资收益。

● 地产业务可持续发展，上海旧改项目优势显著

16 年公司地产销售金额 160 亿，同比升 47%，17 年计划销售 180 亿。土地投资布局继续以上海以及环上海都市圈内城市为主，16 年新获取土地资源建面 115 万方，年末土储规模 2300 万方。公司在旧改项目方面有独特优势，年末在上海内环内核心区域有 5 个项目，剩余可售货值超 760 亿。

● 财务稳健，金融科技业务稳步推进

16 年年末公司现金对有息短债覆盖率 220%，净负债率 112%，财务较为稳健。继续布局金融和金融科技领域的机构、技术、服务的一体化平台。

● 预计公司 17、18 年 EPS 分别为 0.43、0.54 元，维持“买入”评级

公司地产+金融及金融科技的双主业发展战略逐步成型，地产储备资源量大质优，深入布局金融资源与科技平台。公司已推出股权激励计划、完成股份回购（20 亿元回购 5 亿股）、实控人持续增持，充分彰显发展信心。

● 风险提示

长三角区域城市受调控影响，行业销售景气度持续下行，对公司销售构成负面影响。金融资源贡献利润情况低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11636	13626	16142	18878	22059
增长率(%)	5.4%	17.1%	18.5%	16.9%	16.9%
EBITDA(百万元)	1480	1235	2100	2596	3078
净利润(百万元)	1161	5838	3674	4641	5730
增长率(%)	7.3%	403.0%	-37.1%	26.3%	23.5%
EPS(元/股)	0.14	0.66	0.43	0.54	0.67
市盈率(P/E)	34.00	7.21	11.14	8.82	7.14
市净率(P/B)	1.80	1.41	1.25	1.09	0.95
EV/EBITDA	47.34	56.10	35.24	27.25	21.06

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	4.76 元
前次评级	买入
报告日期	2017-05-05

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

010-59136622

guoz@gf.com.cn

分析师：金山 S0260515090001

021-60750652

jinshan@gf.com.cn

相关研究：

非经常性损益增厚 16 年报表业绩 2017-01-26

权益法核算中信银行股权将显著增厚报表业绩 2016-12-01

增资 51 信用卡，强化互联网金控平台布局 2016-09-20

联系人：李飞

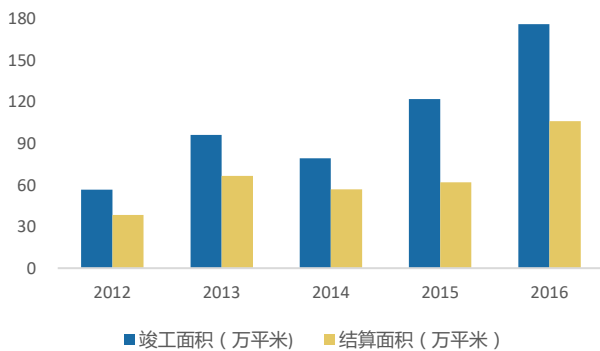
gflifei@gf.com.cn

地产结算增长态势良好，未来毛利率将企稳回升

2016年，新湖中宝实现营业收入136亿元，同比上升17%，营业利润3.2亿元，同比下降79%，归母净利润58亿元，同比上升403%，扣非后为5.5亿元，同比下降45%，每股收益0.66元。

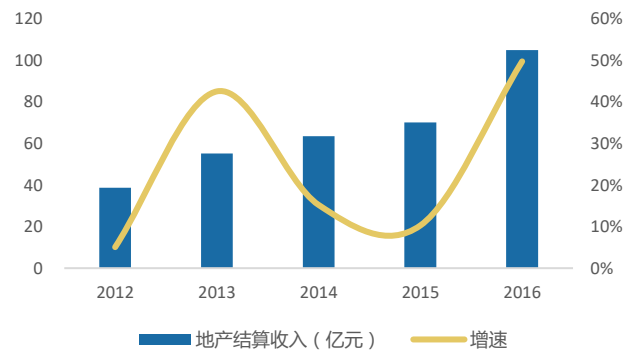
报告期内，公司实现地产结算面积106万平米，同比上升71%，地产结算收入105亿元，同比上升50%，保持良好的增长态势，不过商业贸易收入32亿元，同比下降23%，对整体收入增速造成一定的负面影响。报告期末，公司预收账款余额133亿元，同比上升41%，保障2017年的可结算资源，根据公司的计划以及我们的估算，预计2017年公司地产结算收入124亿元，预计同比上升19%，商业贸易收入预计保持平稳，综上，预计公司2017年营业收入约150亿元，同比上升10%。

图1：新湖中宝竣工和结算面积



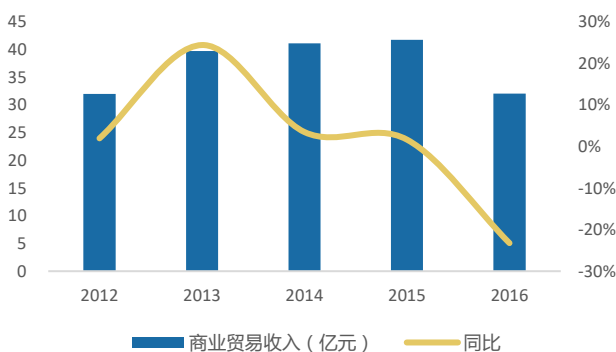
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：新湖中宝地产结算收入



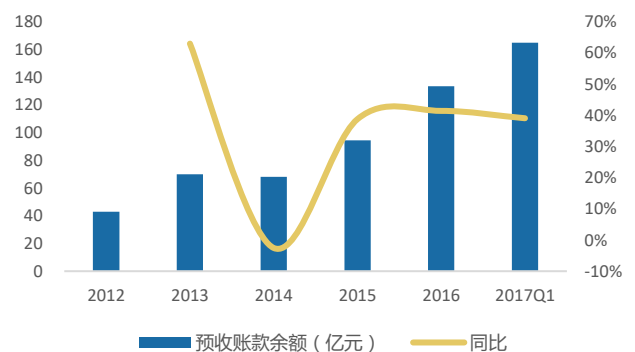
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：新湖中宝商业贸易收入情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：新湖中宝预收账款余额情况

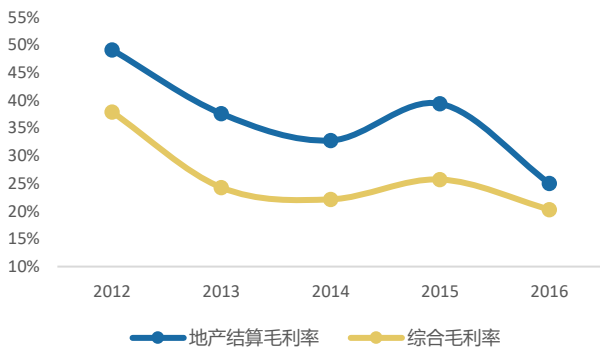


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

报告期内，公司的地产结算毛利率较2015年下降14个百分点至25%，从而使得营业利润出现较大幅度的下滑。结算毛利率的下滑，主要是本期结算项目区域分布

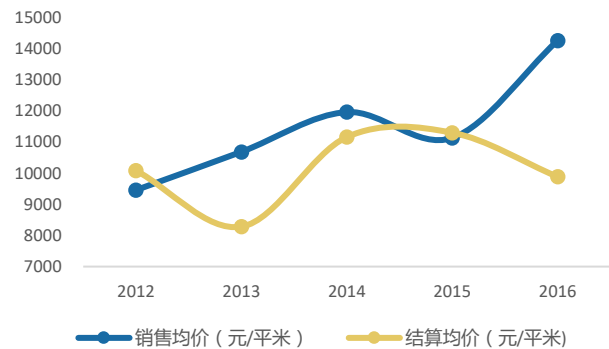
结构所致，沈阳、乐清、九江、以及苏州项目结算规模较大，而这些项目的销售多在2015年及以前年份，当时的销售均价相对较低，因而进入本期结算均价也较低，报告期内公司的地产结算均价约9879元/平米，同比下降13%。展望未来，公司2016年销售均价14238元/平米，创历史新高，同比上升28%，未来结算均价大概率将同步回升，并且，从报告期末预收账款133亿元的分布看，上海青蓝国际项目有约43亿元，浙江省内城市项目有近40亿元，这些项目的结算毛利率预计相对较高。综合来看，预计公司未来的毛利率将企稳回升到35%左右的水平。

图5：新湖中宝毛利率情况



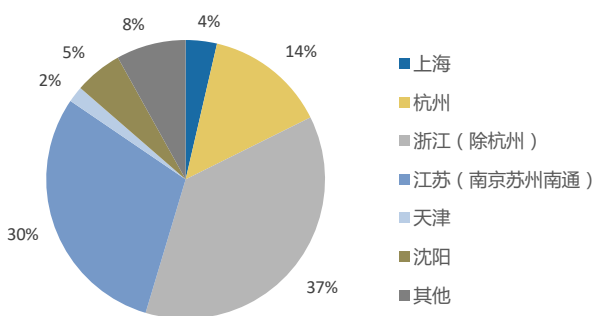
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：新湖中宝销售和结算均价



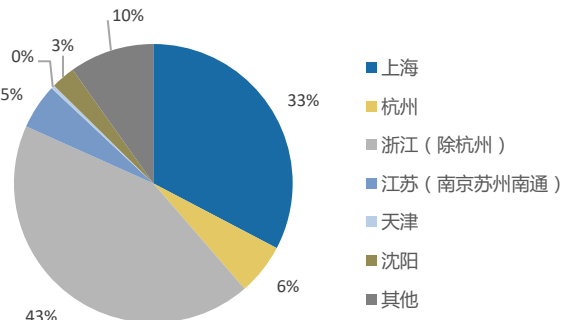
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7：新湖中宝地产结算金额区域分布（2016年）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

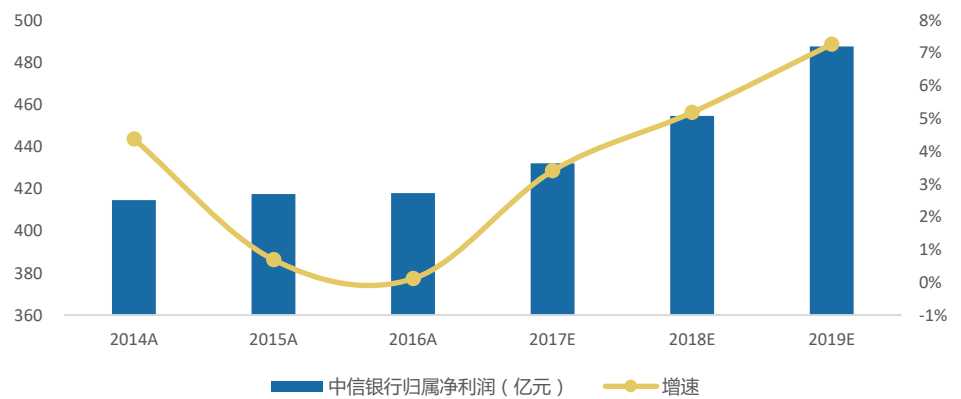
图8：新湖中宝预收账款项目分布（2016年年末）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

归母净利润增速主要是因为确认营业外收入所致，公司对中信银行4.74%股权的投资转为权益法核算，由此调整长期股权投资的账面价值产生投资损失9亿元，并确认营业外收入57亿元，基本与我们前期的测算相符（详见我们2017年1月26日的报告《非经常性损益增厚16年报表业绩》）。这部分营业外收入为一次性收益，且为非经常性损益。从2017年开始，中信银行股权对于公司利润的影响将体现为投资收益，中信银行净利润的对应份额（4.74%）将计入公司的投资收益（根据税法的规定，这部分投资收益不需要缴纳企业所得税）。根据最新的Wind一致预期，中信银行2017、2018年的预期归属净利润分别为432、454亿元。

图9：中信银行归属净利润及未来年份Wind一致预期值

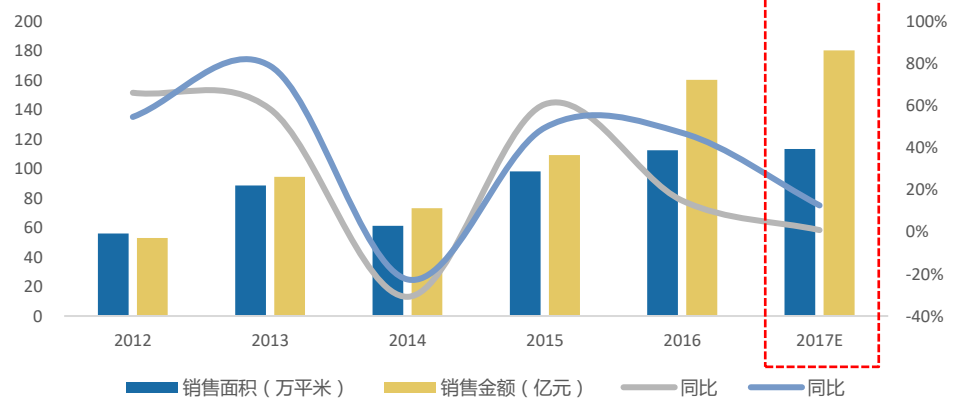


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

地产业务可持续发展，上海旧改项目优势显著

2016年，公司实现地产销售面积112万平方米，同比上升15%，地产销售金额160亿元，同比上升47%。根据公司的可售资源情况和销售计划，预计公司2017年地产销售面积113万平方米，地产销售金额180亿元，同比分别上升1%，12%。根据公司公告，2017年一季度，公司实现地产销售面积23万平方米，销售金额31亿元，同比均有所回落，主要是受到行业调控的综合影响所致，特别是在长三角地区。

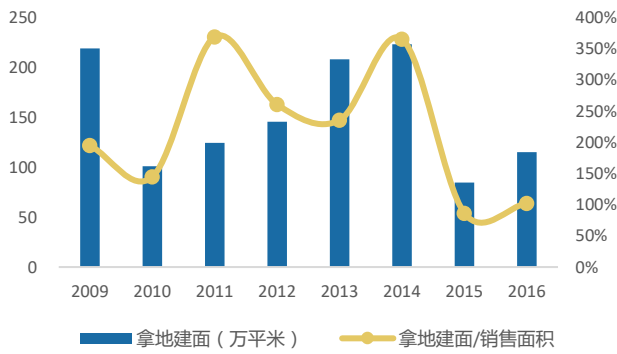
图10：新湖中宝地产销售情况及计划



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

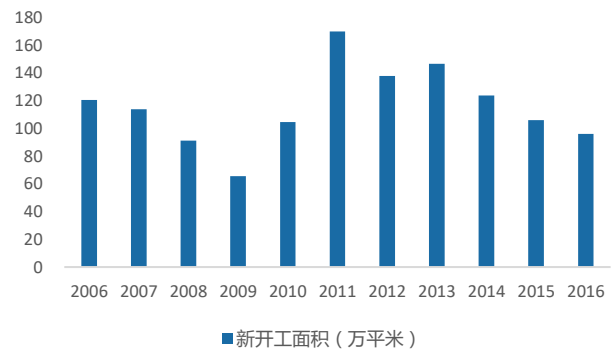
土地投资方面，2016年，公司新增土地储备面积约21万平方米，新增总建面约115万平方米，截至2016年年末，公司现有开发项目近40个（不含海涂开发项目），项目土地面积约1230万平方米，总建面约2300万平方米，足以保障公司未来5-8年地产开发需求，区域布局以上海和以上海为核心的都市圈辐射范围内江浙重点城市为主（占比80%）。2016年，公司新开工面积96万平方米，基本维持每年百万平米规模，在优质土地资源储备与销售利润释放之间实现了较好的平衡。

图11: 新湖中宝历年土地获取建面



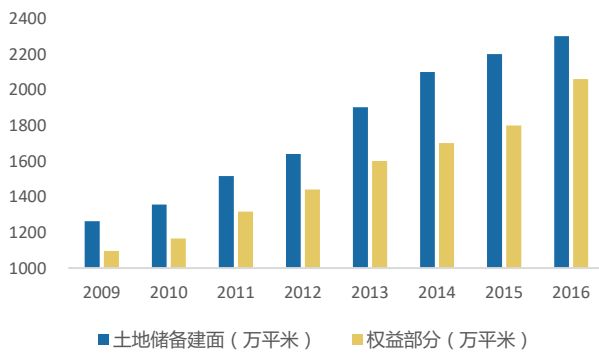
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 新湖中宝历年新开工面积



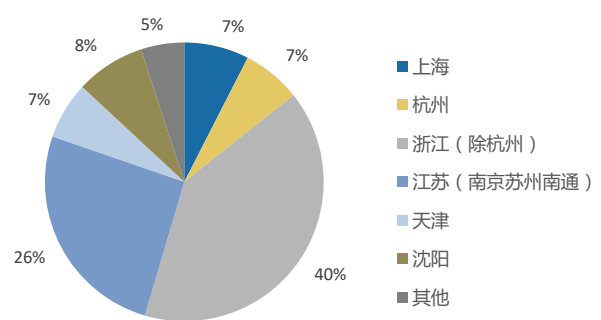
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图13: 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14: 新湖中宝土地储备区域分布 (2016年年末)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

特别值得一提的是, 公司在上海地区旧城改造项目方面的独特优势。2016年, 公司以股权转让方式收购了上海黄浦区508好街坊地块, 也以变更开发建设单位的方式取得了上海虹口区乍浦路接到32坊2/1丘地块。截至2016年年末, 公司在上海内环内核心区域共有5个地产项目, 根据我们测算, 可售计容建面合计75万平方米 (不包含地下车库等), 剩余可售总货值接近762亿元。

表 1: 新湖中宝在上海内环内住宅项目储备和可售货值情况 (2016年年末)

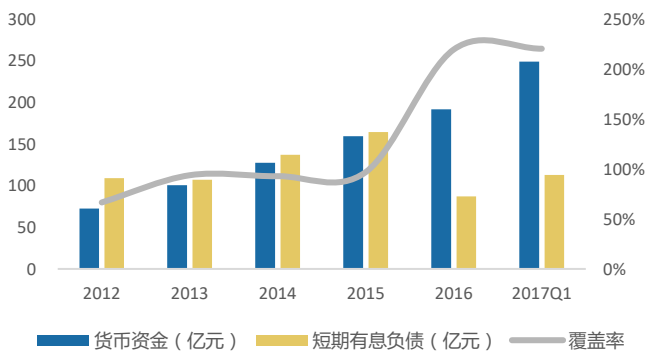
项目名称	区域	当前状态	项目类型	计容建面 (万平方米)	剩余可售建面 (万平方米)	在售/预期售价 (元/平米)	剩余可售货值 (亿元)
上海·新湖明珠城	上海普陀	持续开发	住宅	83.80	25.80	80000	206
上海·青蓝国际	上海静安	持续开发	住宅	21.30	13.30	100000	133
黄浦区 508 号街坊地块 (亚龙古城)	上海黄浦	待拆迁	住宅	23.00	23.00	120000	276
青云路 167 弄地块 (玛宝)	上海虹口	待拆迁	住宅	6.02	6.02	110000	66
乍浦路街道 32 坊 2/1 丘地块 (天虹)	上海虹口	待拆迁	商业办公	7.29	7.29	110000	80
合计				141	75		762

数据来源: 公司公告, 搜房网, CRIC, 广发证券发展研究中心

财务稳健，金融科技业务稳步推进

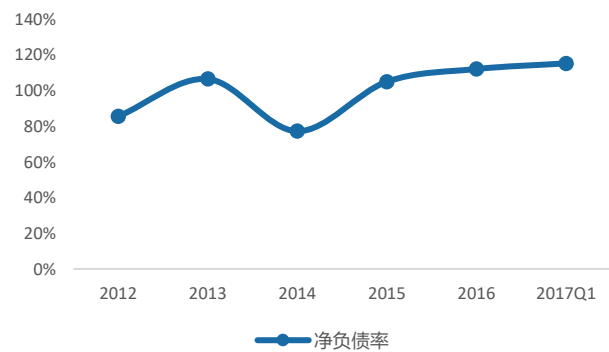
截至2016年年末，公司货币资金192亿元（17Q1进一步升至249亿元），短期有息负债余额87亿元（17Q1为113亿元），覆盖率达到220%（17Q1也为220%），短期来看财务较为稳健。净负债率方面，2016年年末为112%，17Q1为115%，均与行业平均水平相当，处于相对健康的状态。

图15: 新湖中宝现金对短债覆盖率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

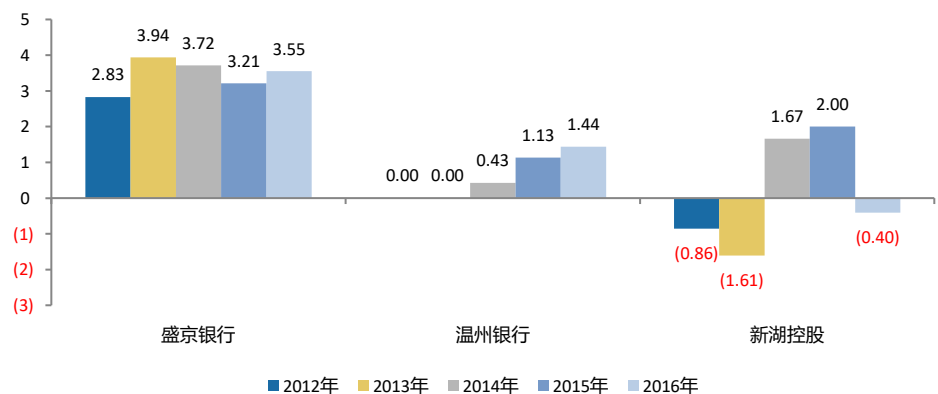
图16: 新湖中宝净负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

报告期内，公司进一步布局金融和金融科技领域的机构、技术、服务的一体化平台：公司增资杭州恩牛网络技术有限公司（“51信用卡”APP），持股比例增加至23.15%；布局金融服务领域，与万得进行深度战略合作；认购通卡联城网络科技有限公司的新增股权，增资完成后占其股本总额的34%。除了互联网科技平台外，公司持有的盛京银行（5.18%股权）、温州银行（13.96%股权）、新湖控股（48%股权，新湖控股持有阳光保险6.26%股权、湘财证券3.50%股权、新湖期货91.67%股权）等金融牌照资源，均继续为公司贡献客观的投资收益。

图17: 新湖中宝按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

盈利预测与投资评级

经过多年的发展，新湖中宝地产+金融及金融科技的双主业发展战略逐步成型，在战略、规模、品牌、管理等方面已具备一定的核心竞争优势。地产储备资源量大质优，足以保障公司未来的可持续发展需求。地产资源的利润释放带来稳定的经营现金流，反过来又促进公司在金融及金融科技（Fintech）方面的发展。公司已推出股权激励计划、完成了股份回购计划（累计斥资20亿元回购5亿股）、实际控制人持续增持公司股份，充分彰显了管理层对于公司长期发展的坚定信心。根据我们的测算，公司RNAV估值约为5.83元/股。我们看好公司双主业的发展战略，由于公司16年营业外收入规模较大，因此17年归母净利润同比将会承压，预计公司17、18年EPS分别为0.43、0.54元，维持“买入”评级。

表 2: 新湖中宝 2015 年股权激励情况

股权激励基本信息	行权条件	行权数量比例	行权期
授予日: 2016年1月4日 授予份数: 40190万份 授予人数: 456人 授予价格: 5.58元/股	2016年归属净利润不低于16亿元	40%	2017年1月4日至2018年1月4日
	2017年归属净利润不低于25亿元	30%	2018年1月4日至2019年1月4日
	2016年归属净利润不低于42亿元	30%	2019年1月4日至2020年1月4日

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 3: 新湖中宝实际控制人增持公司股份情况

增持时间	累计增持数量 (亿股)	占总股本比重	累计增持金额 (亿元)	累计增持均价 (元/股)
2017年3月9日	0.19	0.22%	---	---
2017年3月9日至3月24日	1.50	1.74%	7.32	4.88
2017年3月9日至4月7日	1.72	2.00%	8.41	4.89
2017年3月9日至4月18日	4.30	5.00%	21.23	4.94

备注: 黄伟先生拟自首次增持之日起6个月内以自身名义通过上海证券交易所交易系统增持公司股份, 累计增持股数不少于3亿股, 不超过10亿股

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

风险提示

长三角区域城市受调控影响, 行业销售景气度持续下行, 对公司销售构成负面影响。金融资源贡献利润情况低于预期。

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	71,039	78,266	73,437	68,469	66,487
货币资金	15,932	19,169	10,867	5,423	5,249
应收及预付	1,461	3,242	4,076	4,844	5,652
存货	49,096	51,701	54,418	54,125	51,510
其他流动资产	4,550	4,153	4,076	4,076	4,076
非流动资产	18,029	33,305	39,189	46,512	55,624
长期股权投资	7,333	24,258	30,153	37,480	46,587
固定资产	227	214	224	238	252
在建工程	5	636	617	603	593
无形资产	271	278	278	278	278
其他长期资产	10,192	7,920	7,917	7,914	7,913
资产总计	89,067	111,572	112,626	114,981	122,111
流动负债	35,665	34,080	40,066	43,808	49,389
短期借款	2,972	4,163	0	0	0
应付及预收	14,411	18,482	24,478	30,834	38,245
其他流动负债	18,282	11,436	15,588	12,974	11,144
非流动负债	28,001	47,593	38,901	32,826	28,586
长期借款	14,910	29,045	20,332	14,232	9,963
应付债券	11,254	14,909	14,909	14,909	14,909
其他非流动负债	1,837	3,638	3,660	3,685	3,714
负债合计	63,667	81,673	78,967	76,634	77,976
股本	9,100	8,599	8,599	8,599	8,599
资本公积	8,851	7,978	8,712	9,641	10,787
留存收益	7,119	12,527	15,466	19,179	23,763
归属母公司股东权益	24,124	29,054	32,778	37,419	43,148
少数股东权益	1,277	845	882	929	987
负债和股东权益	89,067	111,572	112,626	114,981	122,111

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,636	13,626	16,142	18,878	22,059
营业成本	8,646	10,861	11,677	13,515	15,647
营业税金及附加	826	769	1,419	1,685	2,075
销售费用	420	419	514	586	680
管理费用	316	390	478	544	630
财务费用	878	1,196	891	914	931
资产减值损失	27	17	0	0	0
公允价值变动收益	6	-3	0	0	0
投资净收益	980	353	3,026	3,615	4,348
营业利润	1,509	324	4,191	5,250	6,444
营业外收入	10	5,768	0	0	0
营业外支出	24	26	0	0	0
利润总额	1,495	6,066	4,191	5,250	6,444
所得税	453	218	480	561	657
净利润	1,042	5,847	3,711	4,688	5,787
少数股东损益	-119	9	37	47	58
归属母公司净利润	1,161	5,838	3,674	4,641	5,730
EBITDA	1,480	1,235	2,100	2,596	3,078
EPS (元)	0.14	0.66	0.43	0.54	0.67

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	702	4,628	5,818	9,168	12,533
净利润	1,042	5,847	3,711	4,688	5,787
折旧摊销	51	49	45	48	50
营运资金变动	-4,295	-318	2,446	5,880	9,219
其它	3,903	-949	-384	-1,448	-2,524
投资活动现金流	-9,395	-2,246	-3,644	-4,570	-5,677
资本支出	-282	-446	-8	-49	-57
投资变动	-7,959	346	-3,636	-4,521	-5,619
其他	-1,155	-2,145	0	0	0
筹资活动现金流	11,207	1,649	-10,476	-10,042	-7,031
银行借款	17,017	27,952	0	0	0
债券融资	-5,753	-20,302	-8,724	-8,714	-6,100
股权融资	5,514	0	0	0	0
其他	-5,571	-6,001	-1,752	-1,329	-931
现金净增加额	2,514	4,064	-8,302	-5,444	-175
期初现金余额	9,286	11,799	15,863	7,561	2,117
期末现金余额	11,799	15,863	7,561	2,117	1,942

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.4%	17.1%	18.5%	16.9%	16.9%
营业利润增长	1.5%	-78.5%	1193.9%	25.3%	22.8%
归属母公司净利润增长	7.3%	403.0%	-37.1%	26.3%	23.5%
获利能力(%)					
毛利率	25.7%	20.3%	27.7%	28.4%	29.1%
净利率	9.0%	42.9%	23.0%	24.8%	26.2%
ROE	4.8%	20.1%	11.2%	12.4%	13.3%
ROIC	2.2%	2.9%	5.0%	7.4%	12.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	71.5%	73.2%	70.1%	66.6%	63.9%
净负债比率	105.0%	112.1%	98.3%	77.8%	54.1%
流动比率	1.99	2.30	1.83	1.56	1.35
速动比率	0.59	0.72	0.42	0.28	0.26
营运能力					
总资产周转率	0.15	0.14	0.14	0.17	0.19
应收账款周转率	18.86	164.50	31.88	14.44	10.53
存货周转率	0.19	0.22	0.22	0.25	0.30
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.66	0.43	0.54	0.67
每股经营现金流	0.08	0.54	0.68	1.07	1.46
每股净资产	2.65	3.38	3.81	4.35	5.02
估值比率					
P/E	34.0	7.2	11.1	8.8	7.1
P/B	1.8	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	47.3	56.1	35.2	27.3	21.1

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，九年房地产研究经验，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，五年房地产研究经验，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，四年房地产研究经验，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	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31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。