

2011年8月29日

新湖中宝

谋求多元发展,布局更加平衡

A

买入

600208.SS - 人民币 5.09

目标价格: 人民币 5.71(↑5.52)

田世欣*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	2	4	7	15
相对新华富时A50指数(%)	8	6	11	19

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	6,210
流通股(%)	26.64
流通股市值(人民币 百万)	8,422
3个月日均交易额(人民币 百万)	190
11年末净负债比率(%)	47
11年末每股重估净资产(人民币)	6.72
主要股东(%)	
浙江新湖集团股份有限公司	63.36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

上半年,公司实现营业收入25.72亿元,同比增长10.58%;净利润4.00亿元,同比增长29.74%;合每股收益0.07元。上半年销售表现不佳,预售锁定不足,下半年销售对于业绩实现至为关键。鉴于公司以二三线城市为主的低成本土储结构合理,介入煤矿开发使得资产结构更加平衡,谋求多元布局有利抵御地产调控风险,我们维持对新湖中宝的买入评级,并将目标价从5.52元上调至5.71元。

支撑评级的要点

- 上半年,公司实现销售额20亿元,仅完成全年目标的26%。期末预收房款28亿元,锁定2011年预测收入的71%,业绩锁定不足,下半年销售至为关键。
- 上半年新开工、竣工分别完成全年计划的44%和20%。结算将主要在第四季度体现。
- 公司拥有土地储备合建面约1,400万平方米,以二三线城市为主的布局合理,新模式拿地成效斐然。
- 介入煤矿开发使得公司资产结构更加平衡,多元布局有利抵御地产调控风险、提升估值的安全边际。
- 公司财务制度稳健,负债低于行业平均水平,短期偿债能力较强。充裕现金为过冬做好充分准备。

评级面临的主要风险

- 下半年推盘加大时销售不达预期。

估值

- 由于上半年销售和预售锁定不佳,分别下调2011-12年盈利预测5.0%和2.8%至0.36元和0.51。鉴于公司土储结构合理,和调控下相对抗风险的资产结构,并将公司目标价从5.52元上调至5.71元,相当于16倍2011年市盈率和15%的2011年末NAV折价。

图表1.投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	6,379	8,140	8,634	10,975	13,292
变动(%)		28	6	27	21
净利润(人民币 百万)	1,332	1,560	2,224	3,182	3,848
全面摊薄每股收益(人民币)	0.214	0.251	0.358	0.512	0.620
变动(%)		17.2	42.6	43.1	21.0
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.456	0.638	0.811
调整幅度(%)	-	-	(5.0)	(2.8)	(7.5)
市盈率(倍)	23.7	20.3	14.2	9.9	8.2
每股现金流量(人民币)	0.74	(0.56)	(0.66)	(0.37)	0.10
价格/每股现金流量(倍)	6.8	(9.0)	(7.7)	(13.6)	51.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	15.0	13.1	9.1	7.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.029	0.041	0.050
股息率(%)	0.0	0.0	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年净利润同比增长三成

报告期内，公司准确把握市场和政策趋势，从容应对经济和行业调整，各项经营平稳发展。期内公司实现营业收入 25.72 亿元，同比增长 10.58%；归属于母公司所有者的净利润 4.00 亿元，同比增长 29.74%；合每股收益 0.065 元。

分业务来看：上半年，房地产业务结算面积 12.05 万平方米，结算收入同比下降 16.44%至 10.29 亿元，房地产业务的营业利润率为 49.51%，比上年同期下降 1.46 个百分点；商业贸易收入 14.76 亿元，同比增长 43.57%，这块业务营业利润率仅为 0.12%，贡献利润占比极小。报告期内，公司获得投资收益 4.2 亿元，同比增长 98%，占税前利润的比重为 89%，相比 2010 年同期投资收益占比 50%上升了 39 个百分点。

上半年销售完成比例低，预售锁定不佳

2011 年上半年，受制于楼市调控政策，公司地产项目开发和销售有所放缓，公司累计实现合同销售面积 20.12 万平方米，较上年同期下降 49.6%；实现销售额 20.09 亿元，较上年同期下降 36.5%，完成年初公司全年销售目标 76 亿元的 26.4%；上半年平均销售均价为 9,985 元/平米，同比增长 26%。由于可供货量主要安排在下半年推出，随着公司杭州香格里拉、新湖果岭、武林国际、沈阳北国之春等项目大量新盘推出，下半年可供货量将比上半年实现翻番以上增长，销售亦有望改观。

半年报显示上半年新开工面积、竣工面积分别为 71.8 万和 14.3 万平方，完成全年计划新开工面积、竣工面积的比重分别为 44%和 20%。公司目前尚未调整全年新开工量，下半年将加快项目的开发进度。上下半年竣工面积 1: 4 也预示着下半年可结算面积将较上半年有大幅增加。

6 月末，公司预收房款 28 亿元，较 2010 年期末增加 24%，预售锁定了 2011 年房地产业务预测收入的 71%，预售锁定不足。因此，下半年的销售表现对于公司的 11-12 年业绩实现十分关键。

多元发展有利于抵御地产调控风险

期内，公司前瞻性地把握住了经济和行业发展的趋势，除介入了证券、银行、期货、保险等金融领域，还加大了对资源、股权投资等高成长行业的投资力度，较好地平滑了公司的经营风险。期内，公司以自有资金 64,283 万元，协议收购内蒙古四子王旗煤矿的探矿权，矿区提交煤炭资源总量 116,879 万吨。本次收购是公司以合适成本介入矿产资源行业的一次有益尝试，有利于增强公司资源储备和经营实力，我们认为公司本次煤矿投资对 NAV 的提升显著，预计增厚每股 NAV 达到 1.41 元。此外，公司借助新湖控股平台，在 PE 创投领域也完成了大规模的投资。

公司 2010 年通过金融等股权投资获得投资收益 6.6 亿元，今年上半年实现投资收益同比增长 98% 至 4.2 亿元，我们预计全年投资收益有望达到 9 亿元左右。一方面，金融股权、矿产等多元化投资带来的相对稳定的收益可以在一定程度上抵御地产调控风险，降低业绩波动，另一方面也提高了公司估值的安全边际。

财务制度稳健，现金流出色

报告期内公司短期负债、长期负债的增加使得期末资产负债率从 10 年期末的 68.4% 上升至 72.1%，净负债率从 47.2% 上升至 66.7%，负债上升速度虽较快，但目前负债率仍低于行业平均水平。上半年，每股经营活动产生的现金净流出为 0.01 元，现金流控制情况良好。期末，公司手持现金 63 亿元，短期负债为 53 亿元，短期偿债能力较强，同时手持大量现金也为公司安全过冬做好充分准备。下半年，公司仍将坚持稳健的财务策略，始终保持理性的杠杆运用，继续积极拓展基金、信托、保险、合作开发等多元化融资渠道，为公司的可持续发展提供充裕的资金支持。

积极探索拿地新模式，土地储备丰富

期内，公司利用充裕资金适度增加土地储备。新获取了平阳利得围垦项目、舟山海洋新区和天津的优质土地，新增一级开发面积 12,090 亩，土地储备 13.65 万平方米。截至 6 月末，公司土地储备达到 930.40 万平方米，权益土地储备面积 805.03 万平方米；总建筑面积累计达 1,392.55 万平方米，权益土地建筑面积 1,203.19 万平方米，足以满足未来 5 年左右的开发需求。

公司近年来积极从事土地一级开发，一方面可以赚取稳定的投资收益，并寄希望未来能促成二级开发联动，为公司储备了大量的潜在优质项目。近年来公司对启东、天津、大连等大型、综合型项目加大了投入，积极与瑞联置业等境内外开发企业合作，显示了公司在拿地方式上的创新开拓，以及对地产主业的前瞻性结构调整，进一步体现了公司地产结构转型的战略布局。

调整目标价格

由于上半年销售和预售锁定不佳，我们推迟了部分项目的结算进度，并分别下调 2011-12 年预测每股收益 5.0% 和 2.8% 至 0.36 元和 0.51。公司 2011 年末每股 NAV6.72 元，现价较之有 25% 的折价。

公司 2008 年股权激励计划前两期行权期内，符合条件的行权人均在股价低于行权价时全额行权，2011-2013 年新一轮股权激励方案也已启动。通过实施股权激励，把公司、大股东、管理层和业务骨干的利益充分结合起来，增强了整个团队的凝聚力和向心力，同时上期股权激励的行权及新一期的推出也表明了管理层对公司未来发展的强大信心。

鉴于公司以二三线城市为主的低成本土储结构、新模式拿地成效斐然，介入煤矿开发使得公司资产结构更加平衡，谋求多元布局有利抵御地产调控风险、提升估值的安全边际，我们维持对新湖中宝的买入评级，并将公司目标价从 5.52 元上调至 5.71 元，相当于 16 倍 2011 年市盈率和 15% 的 2011 年末 NAV 折价。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
营业收入	2,326	2,572	11
营业成本	1,632	1,996	22
营业税	123	119	(3)
毛利润	570	456	(20)
其他收入	(6)	(31)	426
销售费用	50	59	18
管理费用	168	193	14
营业利润	346	173	(50)
投资收益	212	419	98
财务费用	123	128	4
营业外收支	(12)	8	(170)
税前利润	423	472	12
所得税	103	89	(13)
少数股东权益	12	(17)	(237)
归属上市公司股东净利润	308	400	30
主要比率(%)			
毛利率	25	18	
经营利润率	15	7	
净利率	13	16	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	6,379	8,140	8,634	10,975	13,292
销售成本	(4,719)	(6,018)	(5,761)	(6,659)	(7,904)
经营费用	(341)	(375)	(397)	(528)	(651)
息税折旧前利润	1,319	1,747	2,477	3,788	4,737
折旧及摊销	(47)	(51)	(61)	(54)	(53)
息税前利润	1,272	1,696	2,416	3,734	4,683
净利息收入/(费用)	0	(179)	(194)	(265)	(342)
其他收益/(损失)	514	697	1,002	1,094	1,196
税前利润	1,786	2,213	3,223	4,563	5,537
所得税	(379)	(479)	(806)	(1,141)	(1,384)
少数股东权益	(76)	(174)	(193)	(240)	(304)
净利润	1,332	1,560	2,224	3,182	3,848
核心净利润	1,332	1,591	1,530	2,418	3,009
每股收益(人民币)	0.214	0.251	0.358	0.512	0.620
核心每股收益(人民币)	0.215	0.256	0.246	0.389	0.484
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.029	0.041	0.050
收入增长(%)	n.a.	28	6	27	21
息税前利润增长(%)	n.a.	33	42	55	25
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	32	42	53	25
每股收益增长(%)	n.a.	17	43	43	21
核心每股收益增长(%)	n.a.	19	(4)	58	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5,614	6,213	7,659	6,297	8,181
应收帐款	159	566	1,295	1,646	1,329
库存	10,194	13,516	19,859	24,145	27,913
其他流动资产	1,663	2,554	3,039	3,299	3,330
流动资产总计	17,630	22,849	31,852	35,388	40,754
固定资产	552	532	485	445	404
无形资产	289	287	272	259	246
其他长期资产	3,473	4,786	5,919	6,005	6,094
长期资产总计	4,314	5,605	6,677	6,709	6,745
总资产	21,944	28,454	38,529	42,096	47,499
应付帐款	1,772	2,320	4,927	4,744	5,616
短期债务	4,077	3,922	6,263	6,760	7,255
其他流动负债	5,118	6,326	6,247	6,383	6,278
流动负债总计	10,967	12,568	17,437	17,887	19,149
长期借款	3,792	6,524	7,217	7,217	7,217
其他长期负债	497	382	1,556	1,482	1,755
股本	3,384	5,133	6,211	6,211	6,211
储备	2,922	3,347	5,432	8,402	11,989
股东权益	6,306	8,480	11,642	14,612	18,199
少数股东权益	383	499	677	898	1,178
总负债及权益	21,944	28,454	38,529	42,096	47,499
每股帐面价值(人民币)	1.86	1.65	1.87	2.35	2.93
每股有形资产(人民币)	1.78	1.60	1.83	2.31	2.89
每股净负债(现金)	0.67	0.82	0.94	1.24	1.01

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,786	2,213	3,223	4,563	5,537
折旧与摊销	47	51	61	54	53
净利息费用	0	179	194	265	342
运营资本变动	1,577	(3,780)	(5,479)	(5,044)	(2,811)
税金	(379)	(479)	(806)	(1,141)	(1,384)
其他经营现金流	(513)	(590)	(926)	(1,018)	(1,120)
经营活动产生的现金流	2,519	(2,405)	(3,732)	(2,321)	618
购买固定资产净值	(1,296)	(885)	19	16	20
投资减少/增加	276	193	0	0	0
其他投资现金流	(31)	269	1,998	467	706
投资活动产生的现金流	(1,050)	(424)	2,017	483	727
净增权益	20	484	2	3	4
净增债务	2,474	3,246	2,340	498	494
支付股息	(600)	(1,037)	(178)	(255)	(308)
其他融资现金流	568	590	999	233	353
融资活动产生的现金流	2,462	3,282	3,163	480	544
现金变动	3,931	453	1,448	(1,359)	1,888
期初现金	1,752	5,614	6,213	7,659	6,297
公司自由现金流	1,469	(2,829)	(1,715)	(1,838)	1,345
权益自由现金流	3,943	416	625	(1,340)	1,839

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	20.7	21.5	28.7	34.5	35.6
息税前利润率	19.9	20.8	28.0	34.0	35.2
税前利润率	28.0	27.2	37.3	41.6	41.7
净利率	20.9	19.2	25.8	29.0	29.0
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1
利息覆盖倍数(倍)	n.a.	9.5	11.3	13.3	12.9
净权益负债率(%)	33.7	47.2	47.2	49.5	32.5
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
估值(倍)					
市盈率	23.7	20.3	14.2	9.9	8.2
核心业务市盈率	23.7	19.9	20.7	13.1	10.5
目标价对应核心业务市盈率	26.6	22.3	23.2	14.7	11.8
市净率	2.7	3.1	2.7	2.2	1.7
价格/现金流	6.8	(9.0)	(7.7)	(13.6)	51.2
企业价值/息税折旧前利润	12.6	15.0	13.1	9.1	7.0
周转率					
存货周转天数	788.4	719.0	1,057.3	1,205.9	1,202.0
应收帐款周转天数	9.1	16.3	39.3	48.9	40.9
应付帐款周转天数	101.4	91.7	153.2	160.8	142.2
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	21.1	21.1	22.1	24.2	23.5
资产收益率	4.6	5.3	5.4	6.9	7.8
已运用资本收益率	8.7	10.0	10.8	13.6	14.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371