

未被挖掘的金融综合改革的最大受益者

新湖中宝 (600208.SH)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1.事件

新湖中宝公布 2011 年年报:实现营业收入 66.88 亿元,净利润为 14.07 亿元,每股收益 0.23 元,同比下滑 9.8%;加权平均净资产收益率 15.44%。其中房地产实现结算金额 33.68 亿元,下滑 36.6%,毛利率为 49.95%。

2.我们的分析与判断

(1) 房地产投资踏准节奏, 应变能力强

2011 年,公司实现销售面积 33.67 万平方米,销售金额 34.19 亿元,分别下降 46.6%和 54.9%;实现结算面积 47.19 万平,结算金额 36.81 亿元(含海宁项目),分别下降 25.8%和 38.8%,略低于预期;由于房地产项目盈利能力提升,以及参股项目投资收益的稳步增加,公司整体净利润仅下降 9.8%。从年报的数据中,我们看到,公司对房地产行业投资节奏把握到位,适时控制开工步伐,市场应变能力较强。

(2) 金融综合改革的最大受益者

2012 年是金融综合改革的一年,金融改革的制度红利将逐渐释放,而新湖中宝则是这一改革的最大受益者。主要是由于,一是,新湖中宝布局金融资产时间早,从 2008 年就开始着手;二是,公司是 A 股上市公司中金融资产布局最多的上市公司,牌照最全,目前已参股或控股的金融资产有盛京银行、成都农商行、吉林银行、湘财证券、新湖期货、锦泰财产保险公司、及大智慧等金融服务业(详情见表 1 所示)。

(3) 土地一级开发和商业地产开发进度加快

公司土地一级开发和综合性项目进展顺利,开始逐步兑现。启东土地一级开发项目即将转入二级“招拍挂”,天津小商品城项目即将进入招商引资阶段,温州平阳综合性项目的规划设计论证阶段基本完成,这一系列项目拓展,丰富了地产的盈利模式,实现地产结构转型。

3.投资建议

预计新湖中宝 2012 年的营业收入为 92.37 亿元,其中地产结算 54.78 亿元。综合判断,公司 2012 年的 EPS 为 0.38 元,当前股价对应于 2012 年业绩的预测市盈率为 11.3 倍;NAV 为 7.35 元/股(不考虑煤炭业务),给予“谨慎推荐”评级。

分析师

潘 玮 房地产行业分析师
☎: (8610) 6656 8212
✉: panwei@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511070002

市场数据 时间 2012.04.21

A 股收盘价(元)	4.27
A 股一年内最高价(元)	6.38
A 股一年内最低价(元)	3.04
上证指数	2406.86
市净率	2.95
总股本(百万股)	6211
实际流通 A 股(百万股)	6209
限售的流通 A 股(百万股)	2
流通 A 股市值(亿元)	265.13

表 1: 新湖中宝参股金融股权列表

被投资单位	核算方法	投资成本(元)	期末数(元)	持股比例	本期现金红利(元)
新湖控股有限公司	权益法	1,610,430,000	1,868,521,892	40%	
成都农商银行股份有限公司	权益法	384,844,500	857,097,793	4.88%	121,875,000
上海大智慧股份有限公司	权益法	296,287,770	538,864,204	9.26%	9,652,783
长城证券有限责任公司	成本法	70,725,600	70,725,600	0.72%	2,107,712
盛京银行股份有限公司	权益法	413,474,077	1,009,812,551	8.12%	
锦泰财产保险股份有限公司	权益法	200,000,000	188,670,525	18.18%	
吉林银行股份有限公司	成本法	180,000,000	180,000,000	1.42%	8,000,000
湘证券有限责任公司	成本法	110,000,000	110,000,000	3.67%	
合计		3,265,761,947	4,823,692,566		141,635,494

资料来源:中国银河证券研究部

附注:新湖控股持有湘财证券 69.22% 股权,折算后,新湖中宝持有湘财证券 31.36% 股权;同时,新湖中宝持有新湖期货 91.67% 的股权。

表 2: 新湖中宝的业绩比较

	2010/12/31	2011/12/31	同比增长
营业收入	8,140.0	6,688.3	-17.8%
营业成本	5,557.5	4,864.6	-12.5%
营业税金及附加	460.4	385.5	-16.3%
销售费用	190.2	248.0	30.4%
管理费用	236.2	260.6	10.3%
财务费用	179.2	288.2	60.8%
营业利润	2,137.1	1,390.5	-34.9%
净利润	1,734.2	1,456.1	-16.0%
归属母公司净利润	1,560.0	1,407.2	-9.8%
总股本	6,210.72	6,210.72	0.0%
每股收益	0.25	0.23	-9.8%
毛利率	31.7%	27.3%	-14.1%
主营业务税率	5.7%	5.8%	1.9%
总资产	28,453.1	35,307.9	24.1%
现金	6,212.6	5,121.5	-17.6%
存货	13,516.1	20,282.3	50.1%
总负债	19,473.8	23,956.3	23.0%
预售账款	2,275.9	1,648.3	-27.6%
短期及一年内到期借款	3,922.5	6,859.9	74.9%
长期借款	5,136.5	7,128.6	38.8%
应付债券	1,387.8	1,390.3	0.2%
归属母公司权益	8,480.3	9,779.8	15.3%
资产负债率	68.4%	67.8%	-0.9%

净债务权益比	47.2%	90.4%	91.6%
每股净资产	1.4	1.6	15.3%
经营活动产生的净额	-2,405.5	-2,549.7	6.0%

资料来源:中国银河证券研究部

表3: 新湖中宝 NAV 估值表

城市	出售项目	权益	未结算面积 (平方米)	权益未结算面积 (平方米)	比例	权益净利润 (万元)	比例
杭州	新湖香格里拉	100%	332,991	332,991	3.9%	144,898	7.3%
	新湖果岭项目	100%	446,240	446,240	5.2%	108,408	5.4%
	武林国际公寓	70%	84,019	58,813	0.7%	46,152	2.3%
上海	新湖明珠城1至3期	95%	9,787	9,298	0.1%	8,555	0.4%
	新湖明珠城后期	95%	167,400	159,030	1.9%	131,056	6.6%
	新湖明珠城未拆项目	95%	297,600	282,720	3.3%	100,639	5.0%
	青蓝国际一期	100%	140,000	140,000	1.6%	136,694	6.9%
	青蓝国际二期	100%	204,714	204,714	2.4%	130,322	6.5%
	华商大公馆别墅	70%	60,000	42,000	0.5%	26,429	1.3%
	华商大公馆高层	70%	120,000	84,000	1.0%	32,515	1.6%
	瑞安	龙港新湖绿都	100%	1,382	1,382	0.0%	204
温州	金座银座	100%	41,000	41,000	0.5%	6,964	0.3%
	新湖广场	100%	7,933	7,893	0.1%	1,136	0.1%
南京	新湖庄园	100%	77,985	77,595	0.9%	8,215	0.4%
苏州	仙林翠谷	100%	330,182	330,182	3.8%	62,290	3.1%
嘉兴	明珠城	100%	1,017,436	1,017,436	11.8%	165,252	8.3%
海宁	新中国国际	51%	335,419	171,064	2.0%	36,759	1.8%
	百合新城前期	50%	239,357	119,679	1.4%	21,410	1.1%
	百合新城剩余高层	50%	250,000	125,000	1.5%	29,627	1.5%
桐乡	百合新城剩余独栋	50%	60,000	30,000	0.3%	15,352	0.8%
丽水	新湖香格里拉	79%	58,683	46,559	0.5%	5,732	0.3%
衢州	丽水厦河湖项目	100%	431,689	431,689	5.0%	70,355	3.5%
九江	新湖景城	100%	492,276	492,276	5.7%	75,088	3.8%
	御景国际	55%	168,997	92,948	1.1%	15,931	0.8%
芜湖	新湖香格里拉	51%	451,095	230,058	2.7%	41,116	2.1%
淮安	柴桑春天	70%	438,428	306,900	3.6%	39,683	2.0%
泰安	庐山国际	70%	732,846	512,992	6.0%	58,536	2.9%
泰安	长江长现代城	100%	72,793	72,793	0.8%	15,530	0.8%
泰安	翔宇花园	55%	8,334	4,584	0.1%	221	0.0%
泰安	新湖绿园	100%	121,747	121,747	1.4%	10,420	0.5%

滨州	新湖玫瑰园	100%	55,174	55,174	0.6%	6,357	0.3%
天津	新湖香格里拉	85%	101,835	86,560	1.0%	17,962	0.9%
	天津小商品城	100%	1,227,713	1,227,713	14.3%	269,162	13.5%
沈阳	北国之春	100%	185,570	185,570	2.2%	32,143	1.6%
	仙林金谷	100%	406,832	406,832	4.7%	40,859	2.0%
	沈北 2009 项目	100%	235,648	235,648	2.7%	25,533	1.3%
	沈阳青蓝国际	100%	241,766	241,766	2.8%	33,525	1.7%
	沈阳市 YHKF2011-044	100%	158,388	158,388	1.8%	22,476	1.1%
1. 在建及拟建物业增加值合计(NAV)			9,813,260	8,591,235	100.0%	1,993,506	100.0%
2. 证券期货增加值(NAV) (万元)						621,218	
3. 银行及大智慧投资增加值(NAV) (万元)						255,648	
4. 金洲管道及矿产投资增值(NAV) (万元)						12,060	
5. 土地一级开发增值(NAV) (万元)						703,426	
6. 内蒙煤矿增值(NAV) (万元)							
公司股东权益 (万元)						977,975	
公司重估净资产合计 (NAV)(万元)						4,563,833	
总股本 (万)						621,072	
每股净资产值(NAV) 2012E (元)						7.35	

资料来源:中国银河证券研究部

表 4: 新湖中宝房地产项目结算明细表

城市	项目名称	权益	预计结算面积 (平方米)			预计销售收入 (万元)		
			2012	2013	2014	2012	2013	2014
杭州	新湖香格里拉	100%	18,459	28,611	41,532	36,917	57,222	83,064
	新湖果岭项目	100%	15,316	23,931	33,504	18,379	28,718	40,205
	武林国际公寓	70%	0	0	12,603	0	0	50,412
上海	新湖明珠城 1 至 3 期	95%	9,600	0	0	33,600	0	0
	新湖明珠城后期	95%	3,348	16,740	25,110	11,718	58,590	87,885
	新湖明珠城未拆项目	95%	0	0	0	0	0	0
	青蓝国际一期	100%	0	0	28,000	0	0	126,000
	青蓝国际二期	100%	0	0	0	0	0	0
	华商大公馆别墅	70%	0	0	18,000	0	0	45,000
	华商大公馆高层	70%	0	0	0	0	0	0
瑞安	龙港新湖绿都	100%	1,411	0	0	987	0	0
	金座银座	100%	0	0	8,200	0	0	6,560
温州	新湖广场	100%	7,930	0	0	5,551	0	0
	新湖庄园	100%	0	38,993	38,993	0	23,396	23,396
南京	仙林翠谷	100%	21,590	34,544	45,339	18,352	31,435	41,258

苏州	明珠城	100%	42,228	70,379	84,455	31,671	56,304	67,564
嘉兴	新中国国际	51%	0	0	0	0	0	0
海宁	百合新城前期	50%	164,294	75,020	0	147,864	67,518	0
	百合新城剩余高层	50%	36,500	62,500	62,500	40,150	68,750	68,750
	百合新城剩余独栋	50%	0	18,000	18,000	0	36,000	36,000
桐乡	新湖香格里拉	79%	7,650	25,500	25,500	4,973	16,575	16,575
丽水	丽水厦河湖项目	100%	0	0	64,753	0	0	80,942
衢州	新湖景城	100%	18,216	34,155	60,720	12,751	23,909	42,504
舟山	御景国际	55%	0	0	33,799	0	0	40,559
澳辰	新湖香格里拉	51%	45,110	67,664	67,664	40,599	60,898	60,898
九江	柴桑春天	70%	71,400	115,500	126,000	46,410	75,075	81,900
	庐山国际	70%	0	73,285	73,285	0	47,635	47,635
芜湖	长江长现代城	100%	12,118	30,294	30,294	10,906	27,265	27,265
淮安	翔宇花园	55%	8,204	0	0	2,871	0	0
泰安	新湖绿园	100%	30,800	42,000	49,000	14,168	19,320	22,540
滨州	新湖玫瑰园	100%	11,035	13,794	13,794	6,621	8,276	8,276
天津	新湖香格里拉	85%	18,624	22,712	30,283	19,555	23,848	31,797
	天津小商品城	100%	0	0	62,547	0	0	62,547
沈阳	北国之春	100%	50,928	59,416	75,543	43,798	51,098	64,967
	仙林金谷	100%	0	61,025	81,366	0	36,615	48,820
	沈北 2009 项目	100%	0	0	47,130	0	0	28,278
	沈阳青蓝国际	100%	0	0	48,353	0	0	36,265
	沈阳市 YHKF2011-044	100%	0	0	0	0	0	0
所有项目合计			594,758	914,062	1,306,266	547,841	818,444	1,377,860

资料来源:中国银河证券研究部

表 5: 关键财务数据及预测

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6688	9237	11943	17537	现金及现金等价物	5121	6684	5563	5000
营业成本	4523	5965	7124	9532	应收款项	305	421	545	800
营业税金及附加	386	466	696	1171	存货净额	20282	19005	23132	31695
销售费用	248	259	334	491	其他流动资产	1879	2771	3583	5261
管理费用	261	278	356	518	流动资产合计	27625	28921	32863	42796
财务费用	288	285	226	308	固定资产	511	476	460	444
投资收益	732	951	1054	1265	无形资产及其他	289	279	270	260
资产减值及公允价值变动	17	17	17	17	投资性房地产	1342	1342	1342	1342
其他收入	(341)	(466)	(696)	(1171)	长期股权投资	5541	6541	7541	8541
营业利润	1391	2488	3582	5628	资产总计	35308	37559	42476	53384
营业外净收支	484	490	490	490	短期借款及交易性金融负债	6860	5000	5000	7359
利润总额	1874	2978	4072	6118	应付款项	1536	2020	2458	3368
所得税费用	418	507	728	1179	其他流动负债	5770	7617	9314	12836
少数股东损益	49	124	167	247	流动负债合计	14166	14636	16773	23564
归属于母公司净利润	1407	2348	3176	4692	长期借款及应付债券	8519	8519	8519	8519
发行在外股份数量(百万股)	6211	6211	6211	6211	其他长期负债	1272	1252	1232	1212
关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E	长期负债合计	9791	9771	9751	9731
每股收益	0.23	0.38	0.51	0.76	负债合计	23956	24407	26523	33294
每股红利	0.10	0.10	0.08	0.11	少数股东权益	1572	1646	1746	1894
每股净资产	1.57	1.85	2.29	2.93	股东权益	9780	11507	14206	18195
ROIC	5%	10%	14%	19%	负债和股东权益总计	35308	37559	42476	53384
ROE	14%	20%	22%	26%	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
ROA	4.0%	6.3%	7.5%	8.8%	净利润	1407	2348	3176	4692
毛利率	27%	30%	35%	39%	资产减值准备	(59)	19	0	0
净利润率	21%	25%	27%	27%	折旧摊销	50	42	43	43
EBIT Margin	13%	20%	23%	27%	公允价值变动损失	(17)	(17)	(17)	(17)
EBITDA Margin	14%	20%	23%	27%	财务费用	288	285	226	308
收入增长	-18%	38%	29%	47%	营运资本变动	(7055)	2599	(2946)	(6085)
净利润增长率	-10%	67%	35%	48%	其它	86	55	100	148
资产负债率	72%	69%	67%	66%	经营活动现金流	(5588)	5046	356	(1219)
流动比率	2.0	2.0	2.0	1.8	资本开支	19	0	0	0
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.5	其它投资现金流	101	(3)	0	0
资产负债率	68%	65%	62%	62%	投资活动现金流	(1398)	(1003)	(1000)	(1000)
利息覆盖倍数	4	8	15	19	权益性融资	324	0	0	0
应收账款周转率	21.92	21.92	21.92	21.92	负债净变化	1992	0	0	0
存货周转率	0.22	0.31	0.31	0.30	支付股利、利息	(621)	(621)	(476)	(704)
应付账款周转率	2.95	2.95	2.90	2.83	其它融资现金流	2829	(1860)	0	2359
固定资产周转率	13.10	19.41	25.96	39.50	融资活动现金流	5895	(2481)	(476)	1656
净资产周转率	0.68	0.80	0.84	0.96	现金净变动	(1091)	1562	(1120)	(563)
息率	2.3%	2.3%	1.8%	2.7%	货币资金的期初余额	6213	5121	6684	5563
P/E	18.8	11.3	8.3	5.7	货币资金的期末余额	5121	6684	5563	5000
P/B	2.7	2.3	1.9	1.5	企业自由现金流	(6152)	4139	(656)	(2285)
EV/EBITDA	54.0	27.6	19.1	12.7	权益自由现金流	(1331)	2043	(842)	(174)

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn