

2010年2月11日

新湖中宝

游刃有余

新湖中宝 2009 年实现营业收入 63.79 亿元，净利润 11.5 亿元，每股收益 0.34 元，分配方案为 10 股派 0.6 元送 5 股。由于结算进度放缓，公司业绩低于我们预期约 15%。鉴于公司 2010 年的结算资源丰富，以及我们对公司的开发和投资能力抱乐观态度，维持买入评级，但将目标价格下调至 10.30 元。

A
买入

600208.SS - 人民币 8.62

目标价格: 人民币 10.30 (▼11.55)

田世欣

 (8621) 6860 4866 分机 8519
 shixin.tian@bocigroup.com

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(%)	(13)	(7)	(30)	53
相对新华富时 A50 指数(%)	(2)	1	(20)	22

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	3,384
流通股 (%)	94
流通股市值 (人民币 百万)	27,437
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	287
10 年末净负债比率 (%)	58.1
10 年末每股重估净资产 (人民币)	10.30
主要股东 (%)	
浙江新湖集团股份有限公司	64.04

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

支撑评级的要点

- 09 年结算面积 72.13 万平米，结算收入 47.9 亿元，同比仅分别增长 17.9% 和 9.6%，但全年合同销售收入同比增加 253.7%，销售面积同比增长 215%，较好地踏准了市场节奏。
- 年末预收房款 32 亿元，对我们 2010 年预测房地产收入的锁定率为 46%，而合同销售额对预测收入的锁定率则达到 74%。
- 2010 年公司竣工面积达到 121 万平米，将成为竣工结算的高峰年。
- 公司拥有权益土地储备建面 1,096 万平米，可供 5 年开发，在一级开发方面亦取得了较好进展。

评级面临的主要风险

- 宏观与行业政策波动，长三角区域市场波动。

估值

- 由于下调 2010 年房价涨幅，我们分别下调了公司 2010-11 年盈利预测 11%，重申**买入**评级，但由于板块估值重心下移，将目标价从 11.55 元下调至 10.30 元，相当于 2010 年每股 NAV 和 17.7 倍 2010 年市盈率。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	3,505	6,379	9,630	10,681	12,106
变动 (%)	-	82	51	11	13
净利润 (人民币 百万)	841	1,150	1,965	2,591	3,026
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.248	0.340	0.581	0.766	0.894
变动 (%)	-	36.8	70.8	31.9	16.8
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.653	0.859	-
调整幅度 (%)	-	-	(11.1)	(10.9)	-
市盈率 (倍)	34.7	25.4	14.8	11.3	9.6
每股现金流量 (人民币)	(0.47)	0.81	(0.64)	0.36	0.34
价格/每股现金流量 (倍)	(18.4)	10.6	(13.6)	23.6	25.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	38.7	21.7	11.8	9.1	7.7
每股股息 (人民币)	0.000	0.060	0.046	0.061	0.072
股息率 (%)	0.0	0.7	0.5	0.7	0.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

结算进度较慢导致 09 年业绩低于预期

2009 年度新湖中宝实现营业收入 63.79 亿元，净利润 11.5 亿元，同比分别增长 82%和 37%。每股收益 0.34 元，低于我们之前的预期约 15%。主要原因是公司的房地产开发业务的结算进度低于我们的预期。

从分行业来看，房地产收入 39.4 亿元，同比增长 2.29%，营业利润率小幅下降 0.3 个百分点至 47%，商业贸易收入 22.9 亿元，同比增长 181%。另外，公司获得投资收益 4.87 亿元，占税前利润的 30%，较 2008 年下降约 13.5%。

09 年销售收入快速增长，10 年将形成结算小高峰

公司 2009 年结算面积 72.13 万平米，结算收入 47.9 亿元，同比分别增长 17.9%和 9.6%，结算价格为 6,641 元/平米，同比下降了 2%。

但从合同销售来看，2009 年公司较好地踏准了地产投资和销售节奏，全年累计实现合同销售收入人民币 76.4 亿元，同比增加 253.7%，销售面积 111 万平米，同比增长 215%；平均销售价格为人民币 6,885 元/平米，同比增长 12%。

根据公司的开竣工计划，2010 年公司开工面积将达到 168 万平米，比 09 年增长 156%，同时竣工面积达到 121 万平米，根据这一竣工计划，2010 年将成为竣工结算的高峰年。

图表 2.新湖中宝开竣工面积

	2007	2008	2009	2010F
新开工面积(万平米)	113.7	91.0	65.5	168.0
同比(%)	(6)	(20)	(28)	156
竣工面积(万平米)	89.1	95.1	53.8	121.0
同比(%)	48	7	(43)	125
在建面积(万平米)	50.6	141.6	N/A	N/A

资料来源：中银国际研究

年末预收房款 32 亿元，已锁定我们 2010 年预测房地产收入的 46%，而完成合同销售尚未结算金额已达到 75 万平米和 51.5 亿元，对预测收入的锁定率达到 74%，业绩锁定情况良好。

财务状况稳健，再融资不确定性较大

新湖中宝的财务制度较为稳健，年末货币资金余额 56.13 亿元，资产负债率 69.5%，净负债率 33.7%，保持在合理范围内。公司定向增发 2.4 亿股的融资方案已于 11 月股东大会通过，但由于目前再融资形势不乐观，年内能否顺利完成存在不确定性，目前公司股价也已低于增发底价 10.64 元近 20%。公司仍需巩固银行融资渠道，并拓展债券、信托、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。

权益土地储备超过 1,000 万平米

2009 年公司不断加大项目拓展力度，通过公开投标、收购、合作等多种方式取得新的土地储备，实现了土地储备的合理增长，为未来发展奠定了良好基础。截至 2009 年 12 月 31 日，公司已进入 30 多个城市，共有储备项目 32 个，土地储备占地面积 860.5 万平米，按公司权益计算为 743.88 万平米，总建筑面积累计已达 1,262.1 万平米，按公司权益计算为 1,095.89 万平米，足以满足未来五年左右的发展需求。

此外，公司还积极参与土地一级开发，已取得了天津、大连等多个一级开发项目，为二级市场开发进行了提前储备。

2010 年公司的土地储备拓展区域战略将主要集中在以上海、浙江为重点的长三角区域，以天津、辽宁、山东为重点的环渤海区域和海南国际旅游岛等区域。

维持买入评级

出于谨慎性考虑，我们将公司 2010 年的房价上涨预期从 10% 下调至 5%，2010-11 年的盈利预测亦做相应下调至 19.65 和 25.91 亿元净利润，下调幅度均为 11%。鉴于公司 2010 年的结算资源丰富，以及我们对公司的开发投资能力抱乐观态度，维持**买入**的投资评级，但由于板块估值重心下移，将目标价从 11.55 元下调至 10.30 元，相当于 1 倍 2010 年每股 NAV 和 17.7 倍的预测市盈率。

图表 3.新湖中宝年报业绩摘要

(人民币百万)	2008年	2009年	同比增长%
销售收入	3,505	6,379	82
销售成本	(2,379)	(4,412)	85
销售税金	(198)	(307)	55
毛利	928	1,660	79
其他业务收入	(49)	(3)	(94)
销售费用	(103)	(150)	46
管理费用	(176)	(238)	35
经营利润	600	1,269	112
投资收益	560	489	(13)
财务成本	(120)	(181)	51
其他	(11)	28	(367)
税前利润	1,029	1,605	56
税金	(164)	(379)	130
少数股东权益	(24)	(76)	214
净利	841	1,150	37
盈利能力(%)			
毛利率	26	26	
经营利润率	17	20	
净利率	24	18	

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,505	6,379	9,630	10,681	12,106
销售成本	(2,577)	(4,719)	(6,417)	(6,695)	(7,612)
经营费用	(238)	(341)	(544)	(610)	(687)
息税折旧前利润	690	1,319	2,670	3,376	3,807
折旧及摊销	(41)	(47)	(63)	(52)	(51)
息税前利润	649	1,272	2,607	3,324	3,756
净利息收入/(费用)	(120)	(181)	(228)	(225)	(198)
其他收益/(损失)	501	514	595	775	889
税前利润	1,029	1,605	2,973	3,874	4,447
所得税	(164)	(379)	(743)	(969)	(1,112)
少数股东权益	(24)	(76)	(265)	(315)	(309)
净利润	841	1,150	1,965	2,591	3,026
核心净利润	884	1,151	1,519	2,010	2,359
每股收益(人民币)	0.248	0.340	0.581	0.766	0.894
核心每股收益(人民币)	0.261	0.340	0.449	0.594	0.697
每股股息(人民币)	0.000	0.060	0.046	0.061	0.072
收入增长(%)	n.a.	82	51	11	13
息税前利润增长(%)	n.a.	96	105	27	13
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	91	102	26	13
每股收益增长(%)	n.a.	37	71	32	17
核心每股收益增长(%)	n.a.	30	32	32	17

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,752	5,614	4,815	3,355	5,307
应收帐款	199	159	241	267	303
库存	7,875	10,194	14,446	16,022	18,160
其他流动资产	1,162	1,663	1,796	1,815	1,959
流动资产总计	10,989	17,630	21,298	21,459	25,728
固定资产	515	552	503	465	427
无形资产	289	289	275	261	248
其他长期资产	2,036	3,468	3,347	3,297	3,309
长期资产总计	2,838	4,308	4,124	4,022	3,983
总资产	13,827	21,938	25,421	25,481	29,711
应付帐款	1,301	1,772	1,568	1,596	1,812
短期债务	2,536	4,077	5,990	3,230	3,589
其他流动负债	1,934	5,118	5,539	5,658	6,246
流动负债总计	5,771	10,967	13,097	10,484	11,647
长期借款	2,922	3,792	3,792	3,792	3,792
其他长期负债	60	497	0	0	0
股本	2,822	3,384	3,384	3,384	3,384
储备	1,667	2,922	4,530	6,913	9,697
股东权益	4,489	6,306	7,914	10,298	13,082
少数股东权益	591	383	627	917	1,201
总负债及权益	13,833	21,945	25,430	25,490	29,721
每股帐面价值(人民币)	1.59	1.86	2.34	3.04	3.87
每股有形资产(人民币)	1.49	1.78	2.26	2.97	3.79
每股净负债(现金)	1.31	0.67	1.47	1.08	0.61

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,029	1,605	2,973	3,874	4,447
折旧与摊销	41	47	63	52	51
净利息费用	120	181	228	225	198
运营资本变动	(1,838)	1,577	(4,077)	(1,173)	(1,532)
税金	(164)	(379)	(743)	(969)	(1,112)
其他经营现金流	(507)	(513)	(595)	(775)	(889)
经营活动产生的现金流	(1,319)	2,519	(2,151)	1,235	1,164
购买固定资产净值	(1,217)	(1,296)	12	8	13
投资减少/增加	10	276	0	0	0
其他投资现金流	(121)	(31)	(277)	176	439
投资活动产生的现金流	(1,328)	(1,050)	(265)	184	452
净增权益	30	21	2	3	4
净增债务	2,541	2,474	1,913	(2,760)	359
支付股息	(346)	(600)	(157)	(207)	(242)
其他融资现金流	(178)	45	(139)	88	219
融资活动产生的现金流	2,048	1,940	1,619	(2,876)	341
现金变动	(599)	3,409	(797)	(1,458)	1,956
期初现金	1,828	1,752	5,614	4,815	3,355
公司自由现金流	(2,646)	1,469	(2,416)	1,419	1,616
权益自由现金流	(105)	3,943	(503)	(1,341)	1,975

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	19.7	20.7	27.7	31.6	31.4
息税前利润率	18.5	19.9	27.1	31.1	31.0
税前利润率	29.4	25.2	30.9	36.3	36.7
净利率	24.0	18.0	20.4	24.3	25.0
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.6	1.6	2.0	2.2
利息覆盖倍数(倍)	4.4	7.0	10.8	14.3	17.7
净权益负债率(%)	72.9	33.7	58.1	32.7	14.5
速动比率(倍)	0.5	0.7	0.5	0.5	0.6
估值(倍)					
市盈率	34.7	25.4	14.8	11.3	9.6
核心业务市盈率	33.0	25.3	19.2	14.5	12.4
目标价对应核心业务市盈率	41.4	30.2	17.7	13.4	11.5
市净率	5.4	4.6	3.7	2.8	2.2
价格/现金流	(18.4)	10.6	(13.6)	23.6	25.1
企业价值/息税折旧前利润	38.7	21.7	11.8	9.1	7.7
周转率					
存货周转天数	1,115	698.8	700.8	830.5	819.5
	5				
应收帐款周转天数	20.8	10.3	7.6	8.7	8.6
应付帐款周转天数	135.5	87.9	63.3	54.1	51.4
回报率(%)					
股息支付率	0.0	17.7	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	18.7	21.3	27.6	28.5	25.9
资产收益率	3.9	5.4	8.3	9.8	10.2
已运用资本收益率	6.4	10.1	15.9	18.2	18.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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

英国伦敦嘉能街 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