

新湖中宝 (600208)

双翼助成长

增持/ 首次评级

股价: RMB5.69

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhq.com

联系人

宋莉

+21-68498606 songli@lhq.com

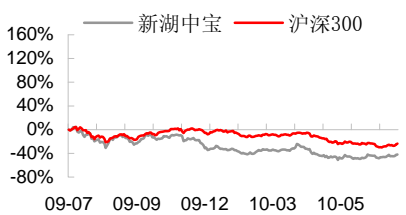
- 06 年新湖集团借壳 G 中宝成功上市, 公司资本运作及投资动作频频。07 年收购多家新湖系下房产公司, 并加大金融股权投资力度, 除发展期货业务外, 先后增资了长城证券、入股盛京银行、成都农信社、吉林银行等。08 年底, 公司控股股东为避免同业竞争, 将旗下上市公司新湖中宝吸收合并新湖创业。至此, 公司构成了独特的“地产+金融”的双翼发展模式。
- 公司土地储备丰富且便宜。公司擅于把握市场节奏, 03、04 年满仓获取大量土地。截止 2009 年末, 公司未结权益建筑面积为 762 万平方米, 多为 2005 年之前获取的土地, 地价便宜, 平均楼面地价在 1000 元/平方米以下。项目主要集中在长三角区域。
- 公司拿地模式较为多元化。一级开发加参股合作的方式亦是公司获取土地资源的主要方式。公司通过参与潜力二三线城市的土地一级开发, 即可分享土地一级开发的收益, 亦可在今后的土地公开招拍挂市场获得先天性的优势条件, 锁定土地二级开发成本。10 年, 新湖中宝作为时代地产的战略投资者以总投资款等值于 2 亿美元的人民币认购时代地产 35% 的股权, 分享珠三角的市场收益。
- 公司未来两年结算资源丰富, 10 年主要结算项目是上海新湖明珠城、杭州香格里拉、新湖果岭、海宁百合新城等项目, 预计结算收入可达 72 亿元, 而杭州新湖武林国际公寓及上海新湖青蓝国际两个地段优越的高毛利项目今年将陆续开工, 11 年起将逐步开始贡献利润。
- 公司持有大量的金融股权, 这些金融股权投资除了能够每年提供稳定而丰厚的投资收益, 平滑地产调控风险外, 还提供了潜在的上市收益, 金融股权投资重估价值较高。此外, 公司首批股票期权将于年底到期, 行权价格 6.65 元/股, 高于目前股价, 对股价有一定刺激作用。
- 预计公司 10、11 年基本每股收益为 0.43、0.58 元, 对应动态 PE 为 13.2X 和 9.8X。公司 09 年末 NAV 为 5.78 元, P/NAV 为 0.98, NAV 折价 2%。考虑公司 10、11 年 PE 估值水平较低, 且公司抗风险能力较强, 首次评级给予增持评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	5077
流通 A 股 (百万股)	5075
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	26899

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6379.4	1041.0	9161.7	11552.0	14271.5
(+/-%)	82.0	81.3	43.6	26.1	23.5
归属母公司净利润(百万元)	1150.2	186.9	2158.2	2947.7	4000.0
(+/-%)	36.8	84.0	87.6	36.6	35.7
EPS(元)	0.23	0.04	0.43	0.58	0.79
P/E(倍)	24.7	142.3	13.2	9.8	7.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司发展历程	4
“地产+金融”构成独特双翼业务模式	4
双翼之一：房地产开发业务	5
拿地方式多元化：一级开发+参股合作	5
积极介入土地一级开发，锁定二级开发成本	5
参股时代地产，分享珠三角市场收益	6
土地储备丰富且便宜	7
资源分布长三角及沿海重点城市	7
踏准市场节奏，土地储备便宜	8
可结算资源丰富	8
双翼之二：金融股权投资	9
金融股权投资：重估价值高	9
分散投资有利平滑地产调控风险	10
参股公司 IPO 后收益增值	11
首批股权激励年底到期，刺激股价上行	11
盈利预测及估值	11
风险提示	12
附：公司主要项目	13
上海新湖明珠城	13
杭州新湖果岭	13
杭州新湖香格里拉	14
苏州明珠城	14
海宁百合新城	15
南京仙林翠谷	15
天津香格里拉	16
九江柴桑春天	16

图表目录

图 1 新湖中宝股权结构	4
图 2 新湖中宝多元化的投资时点	5
图 3 新湖中宝项目城市分布	7
图 4 新湖中宝项目城市类型分布	7
图 5 杭汽轮地块实景图	8
图 6 杭汽轮地块实景图	8
图 7 主要公司营业利润率变化情况	11
图 8 新湖明珠城实景图	13
图 9 新湖明珠城位置图	13
图 10 新湖果岭实景图	13
图 11 新湖果岭位置图	13
图 12 新湖香格里拉实景图	14
图 13 新湖香格里拉位置图	14
图 14 苏州明珠城实景图	14
图 15 苏州明珠城位置图	14
图 16 海宁百合新城外观图	15
图 17 海宁百合新城位置图	15
图 18 南京仙林翠谷实景图	15
图 19 南京仙林翠谷位置图	15
图 20 天津香格里拉实景图	16
图 21 天津香格里拉位置图	16
图 22 九江柴桑春天实景图	16
图 23 九江柴桑春天位置图	16
表 1 土地一级开发项目	6
表 2 时代地产主要项目储备情况	6
表 3 项目结算进度表	9
表 4 非上市金融企业股权投资的重估价值	10
表 5 银行及非银行金融内股票的估值水平参考	10
表 6 NAV 估值表	11

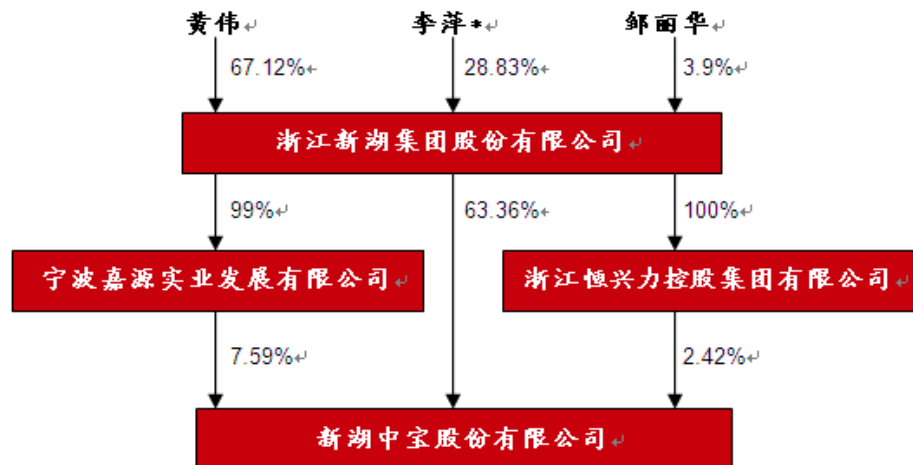
公司发展历程

2006年新湖集团借壳G中宝成功上市，G中宝向浙江新湖集团股份有限公司定向发行12亿股股票，浙江新湖集团股份有限公司以其拥有的十四家房地产类子公司的股权支付对价。此次定向发行完成后，公司更名为“新湖中宝”，主营业务转型为房地产开发和销售。

2007年，上市公司又逐步收购新湖系下杭州新湖美丽洲置业公司80%股权和九江新湖远洲置业公司51%股权，公司房地产主业进一步加强；同时，公司进一步加大金融股权投资力度，除发展期货业务外，先后增资了长城证券、入股盛京银行、成都农信社、吉林银行等。公司的“地产+金融”独特业务模式雏形初现。

2008年底，公司控股股东新湖集团为避免同业竞争，完成2006年资产重组时作出的承诺，决定将旗下上市公司新湖中宝吸收合并新湖创业。这次吸收合并的完成后，截止2009年底公司土地储备权益建筑面积超过1000万平方米，公司实力大增，有利于公司品牌形象的整合，提升公司在业内的地位，为其房地产业务的发展打下坚实的基础。

图1 新湖中宝股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所
注：李萍为公司实际控制人黄伟的配偶

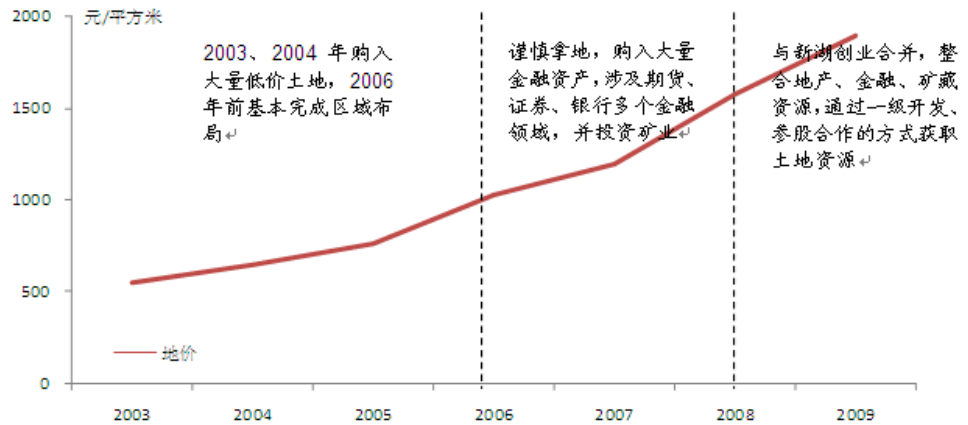
“地产+金融”构成独特双翼业务模式

新湖中宝与其说是地产商，倒不如说更像以地产为主业的产业投资商。公司以其敏锐的投资触角，将其业务发展到房地产业、金融股权投资和资源矿藏投资三大领域，其中最主要的两块业务是房地产业务和金融股权投资。

从公司拿地以及非地产资产的投资的时点，我们可以看出公司把握行业周期的能力出色。在2003、2004年全国地价水平处于较低水平的时候，公司购进大量土地，到2006年已经基本完成区域布局。随着地价在2007年开始迅速上升，公司在公开市场拿地

谨慎，转去投资期货、证券和银行等金融股权，同时投资矿业碱业等资源类企业。2008 年底，与新湖创业合并，进一步整合旗下地产、金融、矿藏资源。将公司定位为地产为主，金融投资为辅。2009 年公司开始积极参与土地的一级开发以及通过参股合作的方式获取土地资源。从公司不同时期的投资及获取土地的策略，不难发现公司独到的投资眼光及对周期判断和把握能力。

图 2 新湖中宝多元化的投资时点



资料来源：华泰联合证券研究所

双翼之一：房地产开发业务

拿地方式多元化：一级开发+参股合作

随着 2009 年楼市的复苏，土地价格迅速上涨，公司一直遵循低价拿地的策略，避开在土地公开市场高价拿地，公司开始积极介入土地的一级开发以及通过参股合作的方式扩充土地储备，控制地价成本。

积极介入土地一级开发，锁定二级开发成本

09 年至 10 年初，公司分别投资参与了三个土地一级开发项目，分别是大连金州区、天津静海县和启东园陀角项目。公司选择参与一级土地开发的城市也是围绕其拿地策略进行选择的，环渤海是公司进行下一步扩张渗透的重点区域，天津和大连属于环渤海区域中的重点城市，房价正进入快速上升期；江苏启东与上海隔江相望，随着沪崇桥隧的通车以及崇启大桥的竣工，启东房价将迅速攀升。公司通过参与潜力二三线城市的土地一级开发，即可分享土地一级开发的收益，亦可在今后的土地公开招拍挂市场获得先天性的优势条件，锁定土地二级开发成本。

表 1 土地一级开发项目

项目名称	项目规模 (亩)	投资总额 (亿元)	每亩单价 (万元)	当地楼价 (元/平方米)	备注
大连金州区金渤海岸现代服务业发展区后岩湾	15000	200 (土地一级开发及招商引资项目总投资)	133	6000	—
天津市静海县“天津文化商贸产业园”	1054	—	30	5500	10 年 1 月签约静海县两宗土地, 这两宗土地面积分别为 300 亩和 510 亩, 规划性质以住宅为主
启东园陀角	6000 (商住 3000, 公建 3000)	15	25	5000	第一批商住用地出让时间应在 2011 年 6 月前, 且出让面积不少于 1200 亩; 其余不少于 1800 亩出让的商住用地应在 2013 年 6 月挂牌

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

参股时代地产, 分享珠三角市场收益

10 年, 新湖中宝作为时代地产的战略投资者以总投资款等值于 2 亿美元的人民币认购时代地产 35% 的股权。时代地产是广东省最大的房地产开发企业之一, 自 1996 年起进入房地产领域, 主要在珠三角的广州、佛山、珠海、中山、清远等经济发达城市开展房地产业务, 已成功开发三十余个房地产项目。时代地产 08 年净利润 0.94 亿元, 09 年 1-9 月净利润 2.03 亿元。预计 10 年净利润可达 3.5 亿, 11 年净利润可 5 亿, 将给公司贡献投资收益 1.23 亿和 1.75 亿, 折合 EPS 约为 0.02 元/股和 0.03 元/股 (按照 09 利润分配方案送股后的股本计算)。

表 2 时代地产主要项目储备情况

项目名称	地理位置	物业类型	总建面 (万 m ²)	未结建面 (万 m ²)	开工日期	竣工日期	项目状态
时代糖果一期	佛山南海区	住宅/车位	—	0.86	—	—	尾盘
时代糖果二期	佛山南海区	住宅/商服	17.30	14.93	200909	2012	在开发
时代 YOU 公寓	广州越秀区	住宅	2.16	0.05	—	—	存量房
珠江花园二期	广州番禺区	住宅	23.66	23.66	—	—	土地
石联项目一期	清远佛冈县	住宅/商铺	24.27	24.10	2010	2014	拟建
石联项目二期	清远佛冈县	住宅/商铺	30.33	30.12	2010	2014	拟建
黄花湖	清远佛冈县	综合	73.50	73.50	2010	2016	五通一平
时代廊桥	珠海前山	住宅/商业	16.83	2.51	200705	200908	尾盘
珠海金湾	珠海金湾区	住宅/商业	38.31	30.78	2009	2011	在售
白朗峰	中山市 CBD	商住	11.54	10.02	2009	2010	在售
时代花生	—	住宅	—	0.42	—	2010	尾盘
时代倾城	佛山市南海区	住宅/商铺	31.79	23.55	200612	2010	在售
桃园西岸	佛山市南海区	住宅	9.01	7.85	200712	2010	在售
南山项目	广州南沙区	—	—	—	—	—	预付部分土地款, 尚未取得土地证
时代廊桥花园	佛山市三水区	商住	91.04	91.04	—	2014	10 年初开盘
合计			369.74	333.39			

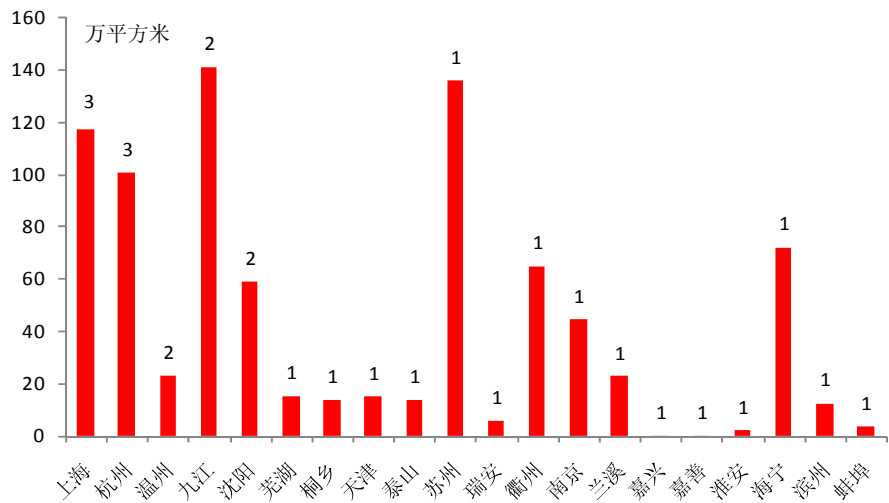
数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

土地储备丰富且便宜

资源分布长三角及沿海重点城市

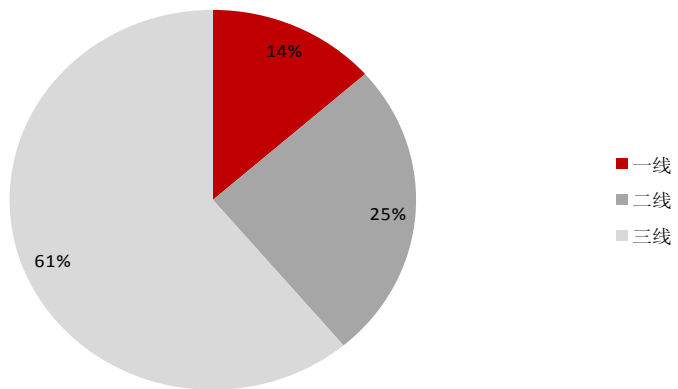
截止 2009 年末，新湖中宝已进入 30 多个城市，共有储备项目 32 个，未结权益建筑面积达 762 万平方米。公司项目主要集中在长三角区域，一、二、三线城市中均有项目分布，公司除在上海有三个项目外，其余项目全部分布在二、三线城市，其中三线城市项目建筑面积占 61%。随着一线城市地价的不断上涨以及土地管制的严格，一线城市项目的毛利率及杠杆水平都处于下降态势，公司将拿地目标更多地放在了二、三线城市，区域的选择则是长三角、环渤海以及三亚等沿海重点城市。

图 3 新湖中宝项目城市分布



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4 新湖中宝项目城市类型分布



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

踏准市场节奏，土地储备便宜

公司擅于把握市场节奏，03、04年满仓获取大量土地。截止2009年末，公司未结权益建筑面积为762万平方米，土地储备丰富，且多为2005年之前获取的土地，地价便宜，平均楼面地价在1000元/平方米以下。公司较少在公开市场高价拿地，新湖武林国际公寓项目的土地是在2008年以11000元/平方米的楼面地价获取，权益为70%。该项目位于杭州武林广场附近，预计项目售价可达5万元/平方米，项目毛利率高，也体现了公司对房地产周期的把握能力。该项目预计在10年底11年初实现预售，将于11年开始逐步开始贡献利润。

图5 杭汽轮地块实景图



资料来源：摄于2010年4月2日，华泰联合证券研究所

图6 杭汽轮地块实景图



资料来源：摄于2010年4月2日，华泰联合证券研究所

可结算资源丰富

公司未来几年结算资源丰富，10年主要结算项目是上海新湖明珠城、杭州香格里拉、新湖果岭、海宁百合新城等项目，预计结算收入可达72亿元，09年末未结预收款为32.59亿元，锁定了预测的2010年72亿结算收入的40%以上。据我们监测10年上半年上海新湖明珠城项目仅出售了地下车库，预计下半年将有较大体量推出；10年初推盘的杭州香格里拉及新湖果岭项目销售平稳，截止7月中旬，各有50%及64%的销售率。10年杭州新湖武林国际公寓及上海新湖青蓝国际两个地段优越的高毛利项目将陆续开工，11年起将逐步开始贡献利润。

表 3 项目结算进度表

项目	09 年末未结算		销售均价 (元/m ²)	结算收入 (亿元)			毛利率
	权益建面 (万 m ²)	权益		2010E	2011E	2012E	
沈阳北国之春	32.25	100%	5900	4.01	4.01	4.01	40%
沈阳香格里拉	26.98	100%	5000	0.00	0.00	0.00	34%
天津香格里拉	12.87	85%	9100	2.76	2.76	3.44	54%
滨州新湖玫瑰园	12.83	100%	3500	0.00	0.00	0.67	28%
泰山新湖绿园	14.00	100%	3000	0.00	0.42	0.84	22%
淮安翔宇花园	1.31	55%	4100	0.95	0.00	0.00	21%
南京仙林翠谷	44.70	100%	7300	0.74	1.85	3.71	53%
苏州明珠城	136.07	100%	6000	3.75	4.69	4.69	35%
蚌埠山水华庭	3.89	100%	4000	0.83	0.73	0.00	37%
芜湖长江长现代城	15.58	100%	4350	2.82	2.82	1.69	32%
上海新湖明珠城	51.30	95%	22200	15.98	33.57	46.75	69%
上海新湖青蓝国际	34.47	100%	30000	0.00	5.17	8.27	53%
新湖华商大公馆	20.32	70%	13000	0.00	0.00	0.00	69%
杭州香格里拉	35.99	100%	23300	10.75	10.75	10.75	66%
新湖果岭	52.02	100%	9700	2.52	3.78	4.54	47%
新湖武林国际公寓	9.07	70%	50000	0.00	6.48	6.48	61%
嘉兴新湖绿都	0.32	100%	2500	0.08	0.00	0.00	23%
嘉善凤泽泗洲	0.39	100%	4500	0.17	0.00	0.00	55%
海宁百合新城	41.85	50%	10000	6.70	8.93	11.16	61%
桐乡香格里拉	11.33	79%	6660	3.74	1.13	1.70	51%
衢州新湖景城	65.27	100%	4300	4.90	3.26	4.90	29%
瑞安新湖绿都	5.86	100%	5850	3.36	0.00	0.00	46%
温州新湖庄园	7.76	100%	6000	0.00	0.00	0.70	41%
温州新湖广场	3.22	100%	5545	1.26	0.54	0.00	36%
新湖香格里拉	23.01	51%	6000	0.00	0.00	0.00	49%
九江柴桑春天	47.78	70%	5000	6.30	2.63	4.20	29%
九江庐山国际	51.30	70%	5500	0.00	0.00	0.00	35%
嘉兴经开区项目	28.88	51%	9000	0.00	0.00	0.00	40%
丽水项目	43.17	100%	11000	0.00	0.00	0.00	31%
合计	819.65			71.62	93.52	118.52	

数据来源：华泰联合证券研究所

双翼之二：金融股权投资

金融股权投资：重估价值高

新湖中宝做大做强房地产主业的同时，利用金融特许行业的投资机会，分享中国资本市场的高速增长。2009 年控股股东自废“壳资源”，完成了换股吸收合并浙江新湖创业，使得其在湘财证券的持股比例由 3.67% 上升到 31.36%，并增资了成都农村商业银行、吉林银行，投资了上海大智慧股份有限公司。未来这些股权将为公司提供较为稳定的投资收益和潜在的上市收益，我们对这些股权的价值进行了重估。参考目前银行类及券商类股票的 PE 及 PB 水平，选择以 2 倍 PB 对公司银行类股权价值评估，15 倍 PE 对券商类股权价值评估，对于新湖期货及大智慧则以 25 倍 PE 进行估值，具体估值如表 4，这些金融股权投资重估价值可达 86 亿元，折合每股重估价值为 1.69 元/股。

表 4 非上市金融企业股权投资的重估价值

持有对象	持股比例	指标	参考值 (亿元)	PE/PB	重估价值 (亿元)	初始投资 (亿元)	备注
长城证券	0.72%	净利润	7.2	15	0.8	0.71	
新湖期货	86.11%	净利润	0.3	25	7.5	1.17	
盛京银行	8.83%	净资产	60.0	2	10.6	4.50	
吉林银行	1.88%	净资产	84.0	2	3.2	1.80	
湘财证券	31.36%	净利润	9.6	15	43.3	1.10	直接+间接投资总持股比例 31%， 初始投资为直接投资成本
成都农村商业银行	8.27%	净资产	72.0	2	11.9	6.53	
大智慧	11.00%	净利润	2.0	25	6.6	3.52	
合计					85.9	19.32	

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 5 银行及非银行金融内股票的估值水平参考

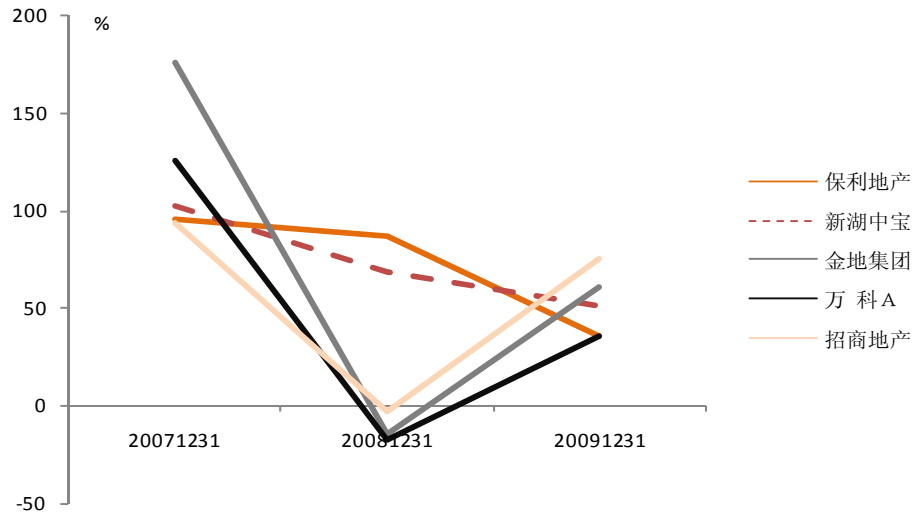
股票代码	股票名称	09 年每股收益 (元)	09 年每股净资产 (元)	10 年 8 月 5 日 股价 (元)	PE	PB
银行类						
600000	浦发银行	1.5	7.7	14.69	9.8	1.9
600015	华夏银行	0.75	6.06	12.04	16.1	2.0
600036	招商银行	0.95	4.85	14.18	14.9	2.9
002142	宁波银行	0.58	3.9	12.45	21.5	3.2
601009	南京银行	0.84	6.55	11.68	13.9	1.8
601166	兴业银行	2.66	11.92	26.61	10.0	2.2
601328	交通银行	0.61	3.34	6.54	10.7	2.0
601398	工商银行	0.39	2.02	4.26	10.9	2.1
601939	建设银行	0.46	2.38	4.87	10.6	2.0
601988	中国银行	0.32	2.03	3.52	11.0	1.7
601998	中信银行	0.37	2.63	5.96	16.1	2.3
券商类						
600109	国金证券	0.52	2.59	15.08	29.0	5.8
600837	海通证券	0.55	5.28	10.25	18.6	1.9
000562	宏源证券	0.79	4.48	17.74	22.5	4.0
000686	东北证券	1.43	4.78	24.26	17.0	5.1
000728	国元证券	0.53	7.7	13.23	25.0	1.7
000783	长江证券	0.63	4.2	12.34	19.6	2.9

数据来源：wind，华泰联合证券研究所

分散投资有利平滑地产调控风险

公司多元化的投资理念可以平滑地产调控风险，在 2008 年楼市低迷期，万科、金地、招商等房地产龙头企业营业利润率均出现负增长。而新湖中宝由于每年基本上有 5 亿元左右的投资净收益，业绩起伏相对平缓，受地产调控风险影响较小。金融股权投资相对稳定的投资收益有利于公司熨平房地产调控周期的影响。

图 7 主要公司营业利润率变化情况



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

参股公司 IPO 后收益增值

10年6月10日，公司参股的浙江金洲管道科技股份有限公司首次公开发行股票申请获批。公司在2008年底吸收合并新湖创业后持有金洲管道2000万股，新湖创业在2007年以1亿元的价格获取金洲管道2000万股。目前金洲管道在二级市场上的股价约为21元/股，公司所持股票对应的价值为4.2亿元，投资回报丰厚。

首批股权激励年底到期，刺激股价上行

2008年6月24日，公司授予公司高管10033.6万份股票期权，第一期行权时间为2009年6月24日至2010年12月24日，可行权部分为已授权股票期权总量的40%，行权价格折算下来为6.65元/股，仍高于目前的股价。公司股东、管理层和其他中小投资者利益的一致性有利刺激股价上行。

盈利预测及估值

预计公司10、11年基本每股收益为0.43、0.58元，对应动态PE为13.2X和9.8X。公司09年末NAV为5.78元，P/NAV为0.98，NAV折价2%。考虑公司10、11年PE估值水平较低，且公司抗风险能力较强，首次评级给予增持评级。

表 6 NAV 估值表

项目	金额
09年末净资产(百万元)	6306
金融股权投资增值(百万元)	6654
非金融股权投资增值(百万元)	320
房地产销售业务利润现值(百万元)	16052
总股本(百万股)	5077
NAV(元/股)	5.78

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

房地产行业系统风险，10年4月出台的前所未有的严厉信贷政策对房地产的销售带来一定的影响。尤其是09房价涨幅较高的杭州、上海等地。

附：公司主要项目

上海新湖明珠城

项目位于普陀区光复西路、东新路，于环线以内、苏州河沿线。占地面积约 420 亩，总建筑面积约 90 万平方米，分四期开发。“新湖明珠城”紧依苏州河而建，周边生活配套设施齐全已形成一个成熟的生活圈。新湖明珠城的主力房型为二房，面积为 98.76 平方米。截止目前，新湖明珠城累计推出住宅及车位共计约 35 万平方米，累计成交面积约 30 万平方米，销售率达 88%。该项目将成为近几年公司利润贡献的主要来源。

图 8 新湖明珠城实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 9 新湖明珠城位置图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

杭州新湖果岭

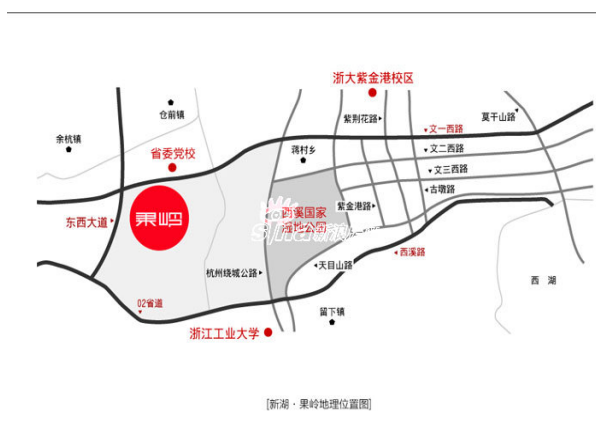
项目位于杭州城西文一西路与东西大道交叉口南侧，紧邻西溪湿地，占据西溪稀有山地景观，兼得余杭创新基地-西溪科技岛未来繁华。项目交通便利，北接文一西路，南临天目山路延伸段(02 省道)及高架快速车道，距离地铁 5 号线(规划)仅千米左右，目前只需 20 多分钟车程即可到达杭州市中心。基地环山抱水，自然条件十分优越。项目总占地面积 541 亩，总建筑面积约 36 万平方米。2009 年开盘，目前在售的产品为三、四联排屋，面积在 310-380 平米，550 万元/幢起。

图 10 新湖果岭实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 11 新湖果岭位置图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

杭州新湖香格里拉

项目地处杭州市余杭区良渚大观山果园农场腹地，距西湖 23 公里，离良渚遗址保护区约 2 公里。104 国道、绕城公路和余杭东西大道在本地块周围设有出入口。总占地面积 1000 余亩，总建筑面积约 46 万平方米，基地地块由几座连绵起伏的山体围合而成的盆地、丘陵和天然湖泊组成。项目分为扶风苑、倚云苑、映日苑、流杉苑、沐雨苑、闻澜苑、上林苑、鸣翠苑、霞谷苑和聆风苑，目前在售的为鸣翠苑、霞谷苑和聆风苑，均价 3.5-4 万元/平方米。

图 12 新湖香格里拉实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 13 新湖香格里拉位置图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

苏州明珠城

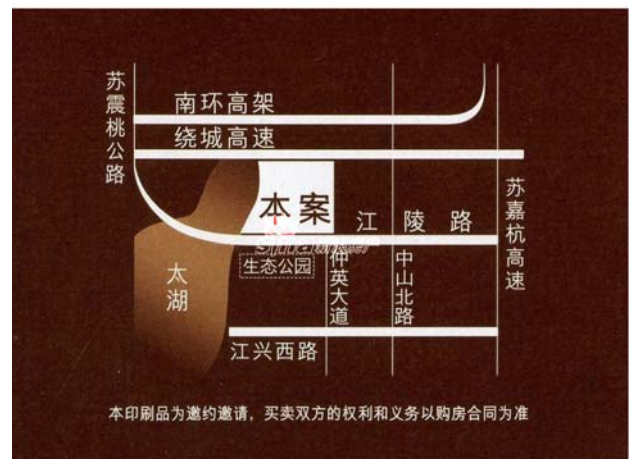
项目位于苏州吴江经济开发区仲英大道和江陵西路交界处，西北面由太湖环抱，拥有 2.3 公里原生态太湖水岸线，宽 40 米左右的湖岸绿化带，与苏州石湖风景区遥遥相望，南接规划中的生态公园和吴江市中心，通过苏震桃跨湖大桥与苏州市区直接相连，距苏州市中心约 12 公里。项目占地 1500 余亩，总建筑面积约 156 万平方米，规划为南苏州高档国际居住社区，建筑风格为合院式地中海风情小镇，休闲化的全新生活形态。

图 14 苏州明珠城实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 15 苏州明珠城位置图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

海宁百合新城

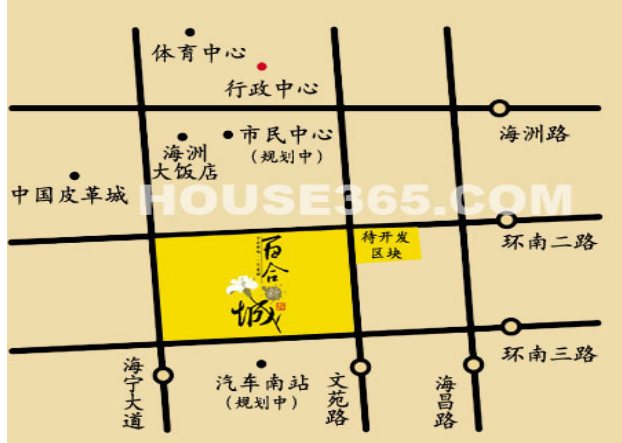
该项目是由新湖和绿城合作开发的，各占 50% 的权益。项目位于海宁市城南新区，与行政中心、中国皮革城、客运中心、体育中心、医疗中心、城南公园、海洲大饭店相邻。总建筑面积约 110 万平方米，涵盖多层公寓、城市公寓、庭院别墅、独栋别墅、组院别墅及平层官邸六大建筑形态，可容纳近 6000 户、20000 余人。其中独栋别墅售价近千万元/套，均价达 27000 元/平方米，公寓售价 1 万元/平方米。

图 16 海宁百合新城外观图



资料来源：焦点网，华泰联合证券研究所

图 17 海宁百合新城位置图



资料来源：house365，华泰联合证券研究所

南京仙林翠谷

项目总占地面积 955 亩，总建筑面积约 35 万平方，计划分四期开发完成。目前已开始销售的一期占地面积 270 多亩，建筑面积 8 万平方左右，容积率 0.44 左右。共有 259 套别墅，除少量沿湖独立别墅以外，其余基本为带有内庭院的联排别墅。一期共分为 5 个组团，他们分别是香樟街区、丹桂街区、棕榈街区、云杉街区及银杏街区。每组团基本都有其自身建筑和景观特色，其中除棕榈街区为南加州风格以外，其它的街区均为改良的北美风格。新湖仙林翠谷目前在售 240—270 平米别墅，均价 10000 元/平米，2011 年底交付。

图 18 南京仙林翠谷实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 19 南京仙林翠谷位置图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

天津香格里拉

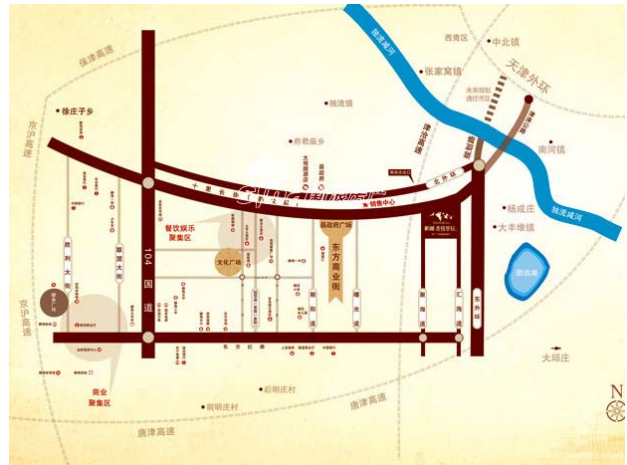
项目位于天津市静海县静文公路与曙光道交汇处，是静海县首开也是唯一的别墅项目。项目占地面积 14.5 万平方米，建筑面积 16.5 万平方米。新湖香格里拉共分两期开发，一期全部为别墅，二期有别墅和高层。一期将于年底入住，目前联排别墅均价 8000 元/平方米，独栋别墅均价 15000 元/平方米。

图 20 天津香格里拉实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 21 天津香格里拉位置图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

九江柴桑春天

项目位于九江经济技术开发区内，南望庐山、西临胜利碑、与八里湖相望，处于未来城市的核心地带。项目总开发建设用地 953 亩，容积率 1.5，总建筑面积近百万平方米，建筑密度 28%，绿地率超过 40%，总居住户数 8000 余户，为九江目前首创的超大型人文生态中央居住区。整个项目分三区，目前已销售近半，截止 09 年底尚有 70 万平方米的未结销售面积，目前均价为 3500 元/平方米。

图 22 九江柴桑春天实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 23 九江柴桑春天位置图



资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	17638	33507	38837	43482	营业收入	6379	9162	11552	14272
现金	5614	2290	2888	2854	营业成本	4412	5074	5516	6482
应收账款	38	82	100	118	营业税金及附加	307	733	924	1142
其他应收款	119	141	134	137	营业费用	150	281	367	451
预付账款	913	913	913	913	管理费用	238	242	313	390
存货	10194	29296	34040	38695	财务费用	181	116	624	567
其他流动资产	760	785	762	766	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	4308	4278	4250	4222	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	3145	3145	3145	3145	投资净收益	487	355	409	453
固定资产	543	519	494	467	营业利润	1577	3071	4218	5693
无形资产	288	288	288	288	营业外收入	46	24	28	30
其他非流动资产	332	325	323	322	营业外支出	18	14	15	15
资产总计	21945	37785	43087	47704	利润总额	1605	3081	4230	5708
流动负债	10967	26067	28136	28519	所得税	379	770	1058	1427
短期借款	3489	19366	20606	20171	净利润	1226	2311	3173	4281
应付账款	355	355	355	355	少数股东损益	76	153	225	281
其他流动负债	7123	6346	7174	7993	归属母公司净利润	1150	2158	2948	4000
非流动负债	4289	2887	3123	3341	EBITDA	1805	3215	4870	6288
长期借款	2407	2607	2807	3007	EPS (元)	0.34	0.43	0.58	0.79
其他非流动负债	1883	280	316	334					
负债合计	15256	28954	31259	31860	主要财务比率				
少数股东权益	383	536	761	1042	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	3384	5077	5077	5077	成长能力				
资本公积	123	123	123	123	营业收入	82.0%	43.6%	26.1%	23.5%
留存收益	2799	3096	5867	9603	营业利润	51.6%	94.8%	37.3%	35.0%
归属母公司股东权益	6306	8295	11067	14802	归属于母公司净利润	36.8%	87.6%	36.6%	35.7%
负债和股东权益	21945	37785	43087	47704	获利能力				
					毛利率(%)	30.8%	44.6%	52.3%	54.6%
					净利率(%)	18.0%	23.6%	25.5%	28.0%
					ROE(%)	18.2%	26.0%	26.6%	27.0%
					ROIC(%)	22.4%	9.2%	12.2%	13.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	69.5%	76.6%	72.5%	66.8%
					净负债比率(%)	13.00%	229.53%	178.50%	131.98%
					流动比率	1.61	1.29	1.38	1.52
					速动比率	0.68	0.16	0.17	0.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.31	0.29	0.31
					应收账款周转率	135	136	113	117
					应付账款周转率	14.83	14.29	15.53	18.25
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.43	0.58	0.79
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	-3.56	-0.09	0.11
					每股净资产(最新摊薄)	1.24	1.63	2.18	2.92
					估值比率				
					P/E	22.47	11.97	8.77	6.46
					P/B	4.10	3.12	2.33	1.75
					EV/EBITDA	14	8	5	4

数据来源: 华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com