

2010年8月16日

新湖中宝

下半年可售量和竣工量将大幅增加

A
买入

600208.SS – 人民币 5.54

目标价格: 人民币 6.87

田世欣*

(8621) 6860 4866 分机 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(%)	(16)	10	11	(35)
相对新华富时A50指数(%)	9	6	15	(11)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	5,077
流通股(%)	150
流通股市值(人民币 百万)	42,175
3个月日均交易额(人民币 百万)	136
10末净负债比率(%)	24
10年末每股重估净资产值(人民币)	7.55
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

*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

新湖中宝中报显示,上半年营业收入同比增长 17.55%至 23.26 亿元,净利润同比增长 3.2%至 3.08 亿元,合每股收益 0.06 元。我们小幅调整了业绩预测,鉴于公司优秀的现金流表现和调控中具有优势的资产结构,我们维持转增股本后的目标价 6.87 元不变,重申买入投资评级。

支撑评级的要点

- 上半年,房地产业务结算面积 20.15 万平方米,结算收入同比增长 25.36%至 13.35 亿元,房地产业务的营业利润率为 50.96%,比上年同期增加 9.29 个百分点;商业贸易收入 10.28 亿元,同比略有增长。
- 2010 年上半年,公司实现销售额 31.66 亿元,较上年同期下降 4.1%,完成年初计划的 30.4%,对 2010 年预测的锁定率为 79%,下半年可售量和竣工计划大幅增加,销售完成情况十分关键。
- 上半年,新增土地储备 38 万平方米。截至目前,公司土地储备总建面达到 1,105 万平方米,足够未来 5 年以上开发所用。
- 金融股权投资相对稳定的收益在一定程度上抵御地产调控风险,提高公司估值的安全边际。

评级面临的风险因素

- 下半年销售旺季能否完成预期销售目标。

估值

- 公司土地储备丰富,现金流压力较小,且拥有大量具有稳定收益的金融股权,属于调控中的安全品种。我们稍微调整了 2010-11 年部分项目的结算进度,将 2010 年盈利预测下调 7%至 0.36 元,并上调 2011 年盈利预测 10%至 0.56 元,重申买入评级,目标价格保持转增股本后的 6.87 元不变,相当于 19.1 倍 2010 年市盈率和 2010 年末 NAV 9%的折让。

图表 1.投资摘要

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年结日: 12月31日					
销售收入(人民币 百万)	3,505	6,379	9,951	12,931	16,114
变动(%)	-	82	56	30	25
净利润(人民币 百万)	841	1,150	1,824	2,852	3,692
全面摊薄每股收益(人民币)	0.166	0.227	0.359	0.562	0.727
变动(%)	-	36.8	58.6	56.4	29.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.387	0.510	0.596
调整幅度(%)	-	-	(7)	10	22
市盈率(倍)	31.8	24.4	19.7	13.5	9.9
每股现金流量(人民币)	(0.47)	0.81	(0.69)	0.12	(0.10)
价格/每股现金流量(倍)	(11.9)	6.8	(8.1)	46.7	(53.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.1	13.8	11.2	7.6	5.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.029	0.045	0.058
股息率(%)	0.0	0.0	0.5	0.8	1.1

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

2010 年上半年净利润同比略增 3.2%

报告期内，公司积极应对经济和行业调整，各项经营平稳快速发展。公司上半年实现营业收入 23.26 亿元，同比增长 17.55%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 3.20%至 3.08 亿元，合每股收益 0.06 元。

分业务来看：上半年，房地产业务结算面积 20.15 万平方米，结算收入同比增长 25.36%至 13.35 亿元，房地产业务的营业利润率为 50.96%，比上年同期增加 9.29 个百分点；商业贸易收入 10.28 亿元，同比增长 7.5%，这块业务营业利润率仅为 0.04%，贡献利润占比极小。另外，公司获得投资收益 2.13 亿元，占税前利润的 50%，较 2009 年同期的 89%有大幅下降，相比 2009 年全年投资收益占比 30%上升了 20 个百分点。

预售锁定率不足，下半年销售表现成为关键

2010 年上半年，公司实现签约面积 39.96 万平方米，较上年同期下降 26.0%；实现销售额 31.66 亿元，较上年同期下降 4.1%，完成年初公司计划 104 亿元的 30.4%，由于可供货量主要安排在下半年推出，因此销售额同比出现小幅下滑符合我们的预期。随着下半年公司上海新湖明珠城、杭州香格里拉等项目大量新盘推出供应，下半年可供货量将比上半年翻番增长。

半年报显示上半年新开工面积、竣工面积分别为 42.6 万和 30.1 万平方，完成全年计划新开工面积、竣工面积的比重均为 25%左右。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 1:3 也预示着下半年可结算面积将较上半年有大幅增加。

6 月末预收帐款 47.1 亿元，锁定了 2010 年预测收入的 79%，预售锁定率不足。因此，下半年的销售表现对于公司的 10-11 年业绩表现十分关键。

现金流优秀，土地储备丰富

2010年上半年公司每股经营性净现金流为0.01元，显示公司经过上半年30亿的新增拿地和今年上半年同比增加的开工建设后，现金流仍远较同业公司表现优秀。

公司定向增发2.4亿股的融资方案已于去年11月股东大会通过，但目前正值严厉调控，预计今年无获批可能性。公司积极探索多元化的融资模式，继续扩展公司债券、信托、合作开发等新的融资渠道。公司目前短期负债36亿元，6月末手持货币资金72.7亿元，偿债压力小。本期末，资产负债率为73.1%，较一季度末上升3.6个百分点，但净负债率仅为27.7%，较一季度末下降7个百分点。

上半年，公司利用手中充裕的现金流适度增加土地储备，新获取了丽水、嘉兴等核心区块的优质土地，新增土地储备37.71万平方米。截至目前，公司土地储备达到898万平方米，总建筑面积1,105万平米，足够未来5年以上开发所用。随着下半年土地供应增多，土地市场可能出现调整，公司将继续适度补充项目资源，除了继续寻找长三角区域的机会外，还将在环渤海湾、海南等区域寻找拓展机遇。

金融股权投资抵御地产调控风险

公司目前持有成都农村商业银行、湘财证券、吉林银行、上海大智慧、广州时代企业地产投资等公司的部分股权，这些金融股权投资能够每年提供稳定而丰厚的投资收益。公司2009年获得投资收益为4.87亿元，今年上半年投资收益2.13亿元，预计全年将获得5亿元以上的投资净收益。金融股权投资相对稳定的收益在一定程度上抵御地产调控风险，提高公司估值的安全边际。

调整盈利预测

下半年新推盘量的加大及采取更为灵活的销售策略将使得接下来的9、10月成为公司全年销售的重头戏。我们稍微调整了2010-11年部分项目的结算进度，将2010年盈利预测下调7%至0.36元，并上调2011年盈利预测10%至0.56元，10年末每股NAV为7.55元，重申**买入**评级，目标价格保持转增股本后的6.87元不变，相当于19.1倍2010年市盈率和2010年末NAV 9%的折让。

图表 2.新湖中宝 2010 年半年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比增长(%)
销售收入	1,978.53	2,325.76	18
销售成本	1,526.75	1,632.12	7
销售税金	71.33	123.33	73
毛利	380.45	570.31	50
其他业务收入	(0.75)	(5.97)	695
销售费用	34.93	49.92	43
管理费用	142.52	168.37	18
经营利润	202.24	346.05	71
投资收益	271.49	211.60	(22)
财务成本	99.01	123.16	24
其他	34.42	(11.52)	(133)
税前利润	409.14	422.98	3
税金	92.89	102.58	10
少数股东权益	17.48	12.07	(31)
净利	298.77	308.32	3
盈利能力(%)			
毛利率	19.23	24.52	
经营利润率	10.22	14.88	
净利率	15.10	13.26	

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	9,951	12,931	16,114
销售成本	(2,577)	(4,719)	(6,921)	(8,531)	(10,401)
经营费用	(238)	(341)	(544)	(737)	(883)
息税折旧前利润	690	1,319	2,486	3,663	4,829
折旧及摊销	(41)	(47)	(63)	(52)	(51)
经营利润(息税前利润)	649	1,272	2,423	3,611	4,778
净利息收入/(费用)	(120)	(181)	(235)	(337)	(352)
其他收益/(损失)	501	514	530	1,031	1,134
税前利润	1,029	1,605	2,719	4,304	5,560
所得税	(164)	(379)	(680)	(1,076)	(1,390)
少数股东权益	(24)	(76)	(215)	(376)	(478)
净利润	841	1,150	1,824	2,852	3,692
核心净利润	884	1,151	1,426	2,079	2,842
每股收益(人民币)	0.166	0.227	0.359	0.562	0.727
核心每股收益(人民币)	0.174	0.227	0.281	0.410	0.560
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.029	0.045	0.058
收入增长(%)	n.a.	82	56	30	25
息税前利润增长(%)	n.a.	96	90	49	32
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	91	88	47	32
每股收益增长(%)	n.a.	37	59	56	29
核心每股收益增长(%)	n.a.	30	24	46	37

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	5,613	10,976	11,465	13,083
应收帐款	199	159	995	1,293	1,611
库存	7,875	10,194	14,926	18,104	22,560
其他流动资产	1,162	1,663	3,470	4,059	3,935
流动资产总计	10,989	17,630	30,367	34,920	41,189
固定资产	515	552	503	465	427
无形资产	289	289	275	261	248
其他长期资产	2,041	3,475	3,562	3,650	3,744
长期资产总计	2,844	4,316	4,340	4,376	4,419
总资产	13,833	21,945	34,707	39,296	45,608
应付帐款	1,301	1,772	2,842	3,431	4,135
短期债务	2,536	4,077	7,822	7,846	9,286
其他流动负债	1,934	5,118	7,313	8,427	8,548
流动负债总计	5,771	10,967	17,977	19,704	21,968
长期借款	2,922	3,792	5,536	5,536	5,536
其他长期负债	60	497	1,137	1,029	1,240
股本	2,822	3,384	5,077	5,077	5,077
储备	1,667	2,922	4,400	7,024	10,421
股东权益	4,489	6,306	9,477	12,101	15,497
少数股东权益	591	383	581	927	1,366
总负债及权益	13,833	21,945	34,707	39,297	45,609
每股帐面价值(人民币)	1.59	1.86	1.87	2.38	3.05
每股有形资产(人民币)	1.49	1.78	1.81	2.33	3.00
每股净负债/(现金)(人民币)	1.31	0.67	0.47	0.38	0.34

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	2,719	4,304	5,560
折旧与摊销	41	47	63	52	51
净利息费用	120	181	235	337	352
运营资本变动	(1,838)	1,577	(4,712)	(1,985)	(3,967)
税金	(164)	(379)	(680)	(1,076)	(1,390)
其他经营现金流	(507)	(513)	(531)	(1,031)	(1,134)
经营活动产生的现金流	(1,319)	2,519	(2,906)	602	(528)
购买固定资产净值	(1,217)	(1,296)	27	29	33
投资减少/增加	10	276	0	0	0
其他投资现金流	(121)	(31)	3,094	41	646
投资活动产生的现金流	(1,328)	(1,050)	3,122	70	679
净增权益	30	21	2	3	4
净增债务	2,541	2,474	3,745	25	1,439
支付股息	(346)	(600)	(146)	(228)	(295)
其他融资现金流	345	498	1,547	21	323
融资活动产生的现金流	2,571	2,393	5,148	(180)	1,471
现金变动	(76)	3,862	5,364	492	1,622
期初现金	1,828	1,752	5,614	10,976	11,465
公司自由现金流	(2,646)	1,469	216	672	151
权益自由现金流	(105)	3,943	3,961	696	1,590

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	25.0	28.3	30.0
息税前利润率	18.5	19.9	24.4	27.9	29.7
税前利润率	29.4	25.2	27.3	33.3	34.5
净利率(%)	24.0	18.0	18.3	22.1	22.9
流动性(倍)					
流动比率	1.9	1.6	1.7	1.8	1.9
利息覆盖倍数	4.4	7.0	9.2	9.9	12.4
净权益负债率(%)	72.9	33.7	23.7	14.7	10.3
速动比率	0.5	0.7	0.9	0.9	0.8
估值(倍)					
市盈率	33.5	24.5	15.4	9.9	7.6
核心业务市盈率	31.8	24.4	19.7	13.5	9.9
目标价对应核心业务市盈率	43.4	33.3	26.9	18.4	13.5
市净率	3.5	3.0	3.0	2.3	1.8
价格/现金流	(11.9)	6.8	(8.1)	46.7	(53.3)
企业价值/息税折旧前利润	26.1	13.8	11.2	7.6	5.8
周转率					
存货周转天数	1,115.5	698.8	662.4	706.6	713.5
应收帐款周转天数	20.8	10.3	21.2	32.3	32.9
应付帐款周转天数	135.5	87.9	84.6	88.5	85.7
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	18.7	21.3	23.1	26.4	26.8
资产收益率()	3.9	5.4	6.4	7.3	8.4
已运用资本收益率	6.4	10.1	12.9	14.6	16.6

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