

买入 (首次)

新湖中宝 (600208)

短期、长期因素驱动估值提升

目标价格:

7.5-8.0 元

当前价格:

6.15 元

投资亮点:

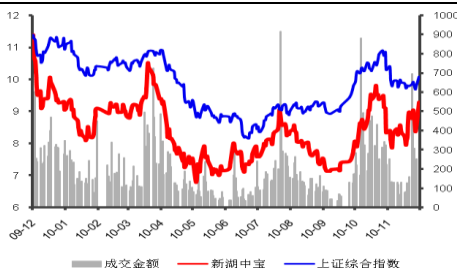
市场数据

房地产行业指数	1389.45
三个月涨跌幅	-8.24%
上证综合指数	2922.95
沪深 300 指数	3261.06

基础数据

每股净资产(元)	1.38
资产负债率(%)	72.9%
总股本(百万)	5077
流通股(百万)	5075

相对股价表现



相关研究

德邦证券房地产研究小组

联系人: 黄玉梅

8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

溢价行权, 彰显管理层信心: 公司于 12 月 1 日, 以 6.61 元/股的价格行使股权激励 5688 万股, 溢价行权 25%。公司 2011 年 6 月还有一批期权将到期行权, 我们认为公司继续行权的可能性较大。行权价表明了公司内在价值的底线。

股权投资业务陆续上市将提振估值水平。 公司目前的金融股权投资 11 家公司, 总投资 21.68 亿。金洲管道已经上市, 以最新收盘价计算, 增值 3.8 亿。大智慧预计 12 月 15 日上会, 新湖中宝投资 3.52 亿, 持股比例 11%, 我们认为将增值 9.35 亿。其他金融股权, 如湘财证券、盛京银行等公司上市的可能性也较大, 对公司股价有提升作用。

公司未来地产业务的成长性来自三个方面:

- 公司看好未来消费升级的改善性需求, 定位中高端, 利润水平将提高。目前土地储备超过 1000 万方 (权益面积超过 800 万方), 70% 分布在长三角。另外, 70% 都是 2005 年以前拿的地, 地价便宜, 盈利能力高。
- 金融股权参股, 未来金融杠杆的获取优于行业其他公司。
- 目前公司有 4 个一级土地开发项目, 合计建设用地面积 1324 万 m², 这些土地将从 2011 年陆续挂牌出让。或将成为公司重要的土地来源, 规模扩张助成长。

盈利预测和投资意见: 公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.44 元和 0.54 元, 对应 PE 分别为 20、13.9、11.38 倍。不考虑矿产资产重估的情况下, 保守估计每股 NAV 为 7.5 元, P/NAV 折价 18%。公司具有资源型性质, 我们认为通过 NAV 给公司估值比较适合。给予公司买入评级, 目标价 7.5-8.0 元。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011	2012
营业收入	6379	7681	10949	13244
收入同比(%)	82.0%	20.4%	42.5%	21.0%
归母公司净利润	1150	1556	2247	2729
净利润同比(%)	36.8%	35.2%	44.5%	21.4%
毛利率(%)	30.8%	32.7%	36.3%	37.3%
ROE(%)	18.2%	20.3%	22.7%	21.6%
每股收益(元)	0.34	0.31	0.44	0.54

目录

1.坚持地产主业，适度发展金融股权	2
2.股权激励和股权投资上市为短期刺激因素	2
溢价行权，彰显股东信心.....	2
股权投资的公司拟上市，将提升公司内在价值	3
3.中长期成长性来自于改善性需求	4
定位消费升级的改善性需求，现有储备盈利能力高	4
具有融资能力.....	5
一级开发或促规模提升.....	5
4. 盈利预测及投资建议.....	6

图表

图表 1 进入 3000 美金消费阶段的人群增加	5
图表 2 上海 06-08 年城市居民家庭房屋产权构成.....	5
图表 3 全国人均 GDP 排名.....	5
图表 4 别墅、高档公寓完成投资额比重在下降	5

1. 坚持地产主业，适度发展金融股权

2009 年 7 月公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准新潮中宝股份有限公司吸收合并浙江新潮创业投资股份有限公司的批复》（证监许可[2009]682 号），核准新潮中宝股份有限公司以新增 562,552,311 股股份吸收合并浙江新潮创业投资股份有限公司。公司于 2009 年 8 月 28 日在中国登记结算公司完成换股手续。

吸收合并之后，公司具有地产和股权投资两个业务，从战略定位上，以地产为主，并且坚持地产的主业，只是适度发展金融股权。目前地产业务中，公司土地储备达到 898.25 万 m^2 ，总建筑面积累计达 1104 万 m^2 ，70%分布于长三角地区，尤其是杭州地区。股权投资业务，已涉及银行、证券、保险，主要考虑金融业随着经济的发展，业绩增长稳定，可以平滑地产业务的周期性。

2. 股权激励和股权投资上市为短期刺激因素

溢价行权，彰显股东信心

根据 2008 年 6 月 16 日公司 2008 年第一次临时股东大会审议通过的《新潮中宝股份有限公司股票期权激励计划（草案）·修正案》（以下简称“股权激励计划”），共计 268 人获授股票期权 6,271 万份，每份股票期权拥有在授权日起四年内的可行权日以行权价格和行权条件购买一股新潮中宝股票的权利，行权价格为 15.96 元/股。经过红利分配调整，调整后的行权价格为 6.61 元/股，行权数量为 15050.4 万份。

公司于 12 月 1 日，以 6.61 元/股的价格行权 5688 万股，溢价行权 25%。彰显管理层对公司的信心。公司明年 6 月还有一批期权将到期行权，我们认为公司继续行权的可能性较大。我们认为行权价表明了公司内在价值的底线。

	行权截止日	行权数量	行权条件
第	2010 年	总量	2008 年度扣除非经常性损益前的净利润不低于 6 亿元，扣除非经常性损益

一期	12月24日	的	前加权平均净资产收益率不低于8%；2008年度扣除非经常性损益后的净利润不低于6亿元，扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于7%
第二期	2011年6月24日	总量的	2009年度扣除非经常性损益前的净利润不低于9亿元，扣除非经常性损益前加权平均净资产收益率不低于8%；2009年度扣除非经常性损益后的净利润不低于8亿元，扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于7%
第三期	2012年6月24日	总量的	2010年度扣除非经常性损益前的净利润不低于15亿元，扣除非经常性损益前加权平均净资产收益率不低于8%；2010年度扣除非经常性损益后的净利润不低于12亿元，扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于7%

数据来源：公司公告，德邦证券研究所

股权投资的公司拟上市，将提升公司内在价值

公司目前的金融股权投资 11 家公司，总投资 21.68 亿。金洲管道已经上市，投资成本 1.2 亿，持股 2000 万股，以最新收盘价计算，增值 3.8 亿。

大智慧预计 12 月 15 日上会，09 年净利润 1.88 亿，以同花顺和东方财富网 09 年的估值，我们认为公司上市估值能达到 70 倍 PE，预计发行价能达到 20 元/股。新湖中宝投资 3.52 亿，持股比例 11%，由此将增值 9.35 亿。

我们认为湘财证券、盛京银行等公司上市的可能性也较大，对公司股价有提升作用。按照当前相关行业的估值，仅计算金融股权相关的股权，预计将增值 63 亿。

持股公司	初始成本 (亿)	持股数量 (万股)	占该公司 比例	说明	预计增值 (亿)
金洲管道	1.20	2,000	20.00%	已上市，最近收盘价 25 元	3.80
大智慧	3.52	6,435	11.00%	计划 12 月 15 日上会，09 年净利润 1.88 亿，预计发行价 20 元	9.35
长城证券	0.71	1,492	0.72%	09 年净利润 7.14 亿	0.31
新湖期货	2.17	15,625	89.29%	09 年净利润 2500 万	2.29
盛京银行	4.50	30,000	8.83%	截至 2010 年 9 月末，盛京银行总资产已达 1768.65 亿元，各项存款余额 1338.81 亿元，不良贷款率 0.82%，当期实现利润 17.61 亿元	18.80
吉林银行	1.80	10,000	1.88%	截至 2009 年末，全行总资产达 1081.38 亿元；资本充足率为 11%，拨备覆盖率达 150.94%，不良贷款率为 1.44%。09 年净利润 14 亿	2.15
湘财证券	1.10	11,000	3.67%	09 年净利润 9.62 亿	5.96
成都农商行	6.52	48,750	8.27%	09 年净利润 21 亿	19.84
青海碱业	2.80	9,097	10.83%		
锦泰保险	筹建中				

丰宁承龙矿	1.30	960	80.00%	
山东蓬莱矿	0.78	5,000	100.00%	
合计	21.68			63

数据来源：公司公告，德邦证券研究所

3. 中长期成长性来自于改善性需求

定位消费升级的改善性需求，现有储备盈利能力高

公司目前土地储备达到 898.25 万 m^2 ，总建筑面积累计达 1104 万 m^2 ，70%位于长三角地区，并且 70%的储备源于 05 年以前，低价相对便宜。公司商品房产品定位高端、改善性需求。我们相当认可公司的产品定位，这将使公司未来具有超预期的成长潜力。

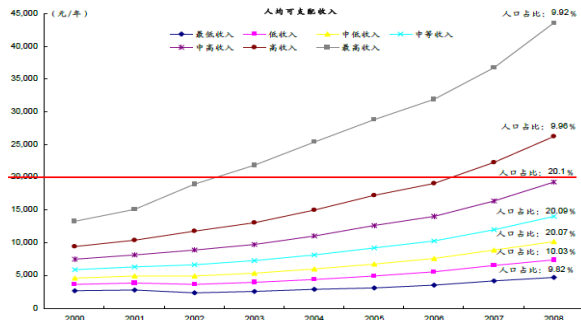
首先，从大的背景来看，我国 15-65 岁的消费中坚比例在增大，而且这部分人的收入能力在逐渐提高。根据 Bain 咨询公司和 WLA 的统计，中国是全世界第三大奢侈品消费国，占全球奢侈品消费市场份额的 12%。中国，尤其是 40 岁以下的人群正处于对高端消费品的“开始消费”到“炫耀”阶段，将其作为身份的象征。根据中金消费行业研究，我国进入 3000 美金消费阶段的人群越来越多（图表 1），对地产的消费而言，这部分人群具有改善性需求、和消费升级的需求。

第二，保障性住房从 2010 年大规模开工建设，2011 年更是提出 1000 万套保障房建设规模。如果按照平均每年 500 万套完工的速度计算，尽管对当前 2 亿个城镇家庭的覆盖率还很低，但是相当于 09 年商品房销售的 50%。我们认为中低端需求会受到挤压。

第三，具体到公司储备所处的长三角地区。长三角地区人均收入明显高于全国水平。而且以上海为例来看住房消费，08 年底拥有私有房权的家庭占比为 77.6%，但是仅有 39%的家庭居住在商品房中（图 2）。换句话说，有六成的家庭都具有潜在的改善型需求。

第四，从供应角度，从 06 年下半年提出“70/90”政策以后，商品住宅当年完成投资额中，别墅和高档住宅的比重就在逐年下降（图表 4）。2010 年供地计划中 70%以上的部分也都用于保障房和 90 m^2 以下的中小户型，意味着未来几年高端住宅的供应仍将趋紧。

图表 1 进入 3000 美金消费阶段的人群增加



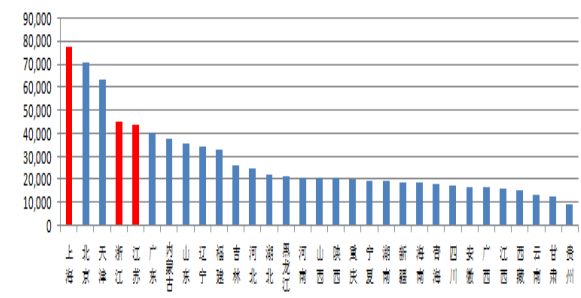
数据来源：中金研究，德邦证券研究所

图表 2 上海 06-08 年城市居民家庭房屋产权构成

类别	2006	2007	2008
每百户城市居民家庭房屋产权构成	100	100	100
租赁公房	23.8	20.4	17.4
租赁私房	1.3	1.6	4.2
原有私房	1.3	0.9	0.7
房改私房	40.4	37.3	37.8
商品房	32.4	39.4	39.1
其他	0.8	0.4	0.8

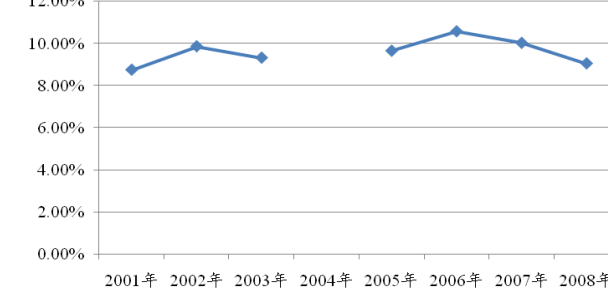
数据来源：上海统计局，德邦证券研究所

图表 3 全国人均 GDP 排名



数据来源：中国统计局，德邦证券研究所

图表 4 别墅、高档公寓完成投资额比重在下降



数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

具有融资能力

从行业整体情况来讲，房地产调控不会很快结束，针对地产公司的信贷、信托业务以及房地产公司的股权融资渠道，都将在较长的时间内处于收紧的状态。由此，对于地产公司来讲，未来资金的杠杆率将下降，而且资产的周转率也将趋于下降。而对于有融资能力的公司，将获得快速扩张的优势能力。

公司整体的财务状况良好，货币现金 69.82 亿，短期负债 31.51 亿，一年内到期的流动负债 6.93 亿。公司目前具备了金融相关的全牌照，从融资的角度来看具有便利。在全行业面临资金收紧的背景下，具有融资渠道的优势。

一级开发或促规模提升

公司目前共有 4 个一级开发项目，涉及的总的建设用地面积 1324 万 m²。这些土地将从

2011 年开始陆续挂牌出让。我们认为公司具有摘牌的优势，如果顺利获得二级土地开发的权利，公司土地储备的规模还将大幅提高。

2010 年 2 月，公司与启东市人民政府签定框架协议，拟在启东投资建设国际一流的长江口圆陀角旅游度假区项目。该项目是一个集旅游、商务、休闲、娱乐、运动及高档住宅于一体的大型综合休闲度假社区。项目地块内商住开发用地占总用地的 50% 左右（不少于 3000 亩），预计总投资 15 亿。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。

2010 年 1 月，公司与静海县政府就静海新城和团泊新城的两宗土地进行了出让意向签约仪式，这两宗土地面积分别为 300 亩和 510 亩，规划性质以住宅为主。

2009 年 8 月，公司与大连金渤海岸现代服务业发展区开发管理委员会签订协议，拟参与投资大连金渤海岸现代服务业发展区内滨海旅游及其他地产开发项目。该项目规划用地面积约 10 平方公里，投资总额约 200 亿元，包括区域内土地一级开发及招商引资项目总投资。

2009 年 6 月，公司投资 510 万，持股 51% 参与天津市静海县“天津文化商贸产业园” 1054 亩土地一级开发整理项目。

4. 盈利预测及投资建议

2010 年上半年公司销售面积 40 万 m²，销售金额 31.66 亿，09 年底预收账款 32.59 亿，合计已经达到 64.25 亿，09 年结算收入 39.42 亿。预计 2010 年结算收入 50 亿。

2011 年主要竣工的上海新湖明珠城，桐乡·香格里拉，杭州·香格里拉，芜湖·长江现代城，新湖玫瑰园。2012 年竣工的项目天津·香格里拉，衢州·新湖景城，九江·柴桑春天，新湖·果岭。未来两年可结算的面积将大幅增加。

我们预计，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.44 元和 0.54 元，对应 PE 分别为 20.5、13.9、11.38 倍。不考虑矿产资产重估的情况下，保守估计每股 NAV 为 7.5 元，P/NAV 折价 18%。公司具有资源型性质，我们认为通过 NAV 给公司估值比较适合。给予公司买入评级，目标价 7.5-8.0 元。

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	17,638	18,520	24,897	29,528	营业收入	6,379	7,681	10,949	13,244
现金	1,752	3,840	5,475	6,622	营业成本	4,412	5,168	6,976	8,298
应收账款	36	39	71	62	营业税金及附加	307	369	526	636
其他应收款	163	154	219	265	营业费用	150	181	257	311
预付款项	863	1,034	1,046	1,245	管理费用	238	288	383	464
存货	7,875	12,921	17,441	20,745	财务费用	181	169	219	265
其他流动资产	6,947	533	646	589	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	4,306	4,188	4,182	4,145	公允价值变动净	2	0	0	0
长期股权投资	1,908	3,145	3,145	3,145	投资净收益	487	700	600	600
固定资产	481	518	494	469	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	288	288	288	288	营业利润	1,577	2,206	3,188	3,871
其他非流动资产	1,630	237	255	243	营业外净收支	28	0	0	0
资产总计	21,943	22,708	29,079	33,673	利润总额	1,605	2,206	3,188	3,871
流动负债	10,967	9,621	12,481	13,226	所得税	379	552	797	968
短期借款	1,451	3,496	3,297	3,196	未确认的投资				
应付账款	240	2,229	1,259	2,890	损失	0	0	0	0
其他流动负债	9,276	3,896	7,925	7,140	净利润	1,226	1,655	2,391	2,903
非流动负债	4,227	5,009	6,118	7,064	少数股东损益	76	99	143	174
长期借款	1,538	3,407	4,407	5,407	归属母公司净利润	1,150	1,556	2,247	2,729
其他非流动负债	2,688	1,603	1,712	1,657	EBITDA	1,805	2,402	3,433	4,162
负债合计	15,193	14,630	18,599	20,290	EPS (元)	0.34	0.31	0.44	0.54
少数股东权益	591	482	626	800	主要财务比率				
股本	2,822	5,077	5,077	5,077	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	533	123	123	123	成长能力				
留存收益	1,134	2,459	4,706	7,435	营业收入	82.0%	20.4%	42.5%	21.0%
归属母公司股东权	4,489	7,659	9,906	12,635	营业利润	51.6%	39.9%	44.5%	21.4%
负债和股东权益	21,883	22,772	29,131	33,725	归属于母公司净	36.8%	35.2%	44.5%	21.4%
现金流量表					盈利能力				
单位:百万元					毛利率(%)	30.8%	32.7%	36.3%	37.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	净利率(%)	18.0%	20.3%	20.5%	20.6%
经营活动现金流	2,519	-2,891	439	-87	ROE(%)	18.2%	20.3%	22.7%	21.6%
净利润	1,226	1,655	2,391	2,903	ROIC(%)	22.1%	17.9%	22.0%	21.8%
折旧摊销	47	27	27	26	偿债能力				
财务费用	181	169	219	265	资产负债率(%)	69.2%	64.4%	64.0%	60.3%
投资损失	-487	-700	-600	-600	流动比率	1.61	1.92	1.99	2.23
营运资金变动	1,577	-3,915	-1,685	-2,637	速动比率	0.89	0.58	0.60	0.66
其他经营现金流	-26	-127	88	-44	营运能力				
投资活动现金流	-1,050	702	602	602	总资产周转率	0.36	0.34	0.42	0.42
资本支出	37	0	0	0	净资产周转率	1.18	1.10	1.25	1.18
长期投资	1,263	-2	-2	-2	每股指标				
其他投资现金流	250	700	600	600	(元)				
筹资活动现金流	1,629	549	583	634	EPS	0.34	0.31	0.44	0.54
短期借款	503	2,045	-199	-100	每股净资产	1.86	1.51	1.95	2.49
长期借款	126	1,868	1,000	1,000	每股经营现金流	0.74	-0.57	0.09	-0.02
普通股增加	1,058	2,255	0	0	估值比率				
资本公积增加	-889	-410	0	0	P/E	18.10	20.07	13.89	11.44
其他筹资现金流	830	-5,209	-217	-266	P/B	3.30	4.08	3.15	2.47
现金净增加额	3,408	-1,640	1,625	1,149	P/S	2.72	4.06	2.85	2.36
					EV/EBITDA	17.01	12.79	8.95	7.38

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。