



## 新湖中宝 ( 600208 ): 当前估值仅包含地产业务价值

行业分类: 地产

2012. 2. 11

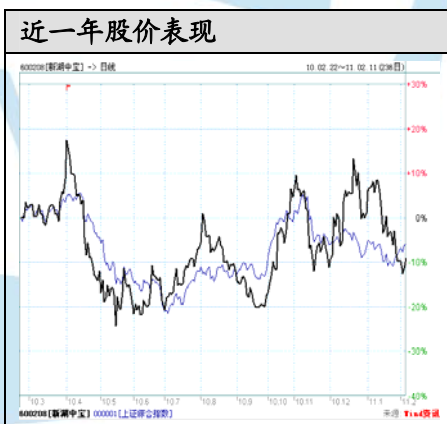
首席研究员: 杜丽虹  
执业证书编号: S0640511010013  
电话: 010-84802074  
Email: dudy77@sina.com  
联系人: 刁志学  
电话: 0755-83689065

### 投资要点:

- 在“并购+一级开发”的低成本土地保护下, 新湖中宝地产业务的运营效率高于行业平均水平, 净借贷资本比上限能够达到 75%, 由此支撑的繁荣期存货极限增速为 35%, 销售额极限增速为 28%, 每股收益极限增速为 28%, 股权融资支持下可进一步提高, 低谷期每收益的极限增速降低至-8%, 长期平均的每股收益极限增速为 15.2%, 合理估值 22.6 倍市盈率, 对应股价 7.6 元/股。
- 但多元化投资拖累了公司整体的资金周转速度, 使低谷期存量资产周转率从 0.33 倍降低至 0.24 倍, 净借贷资本比上限从 75%降低至 54%, 由此支撑的繁荣期存货极限增速为 25%, 销售额极限增速 17%, 每股收益极限增速 18%, 低谷期每股收益极限增速降低至-20%; 长期平均的每股收益增速为 11%, 合理估值 16.6 倍市盈率, 对应股价 5.6 元/股——多元化投资的资金占用压制了地产业务成长空间, 使地产业务价值降低 27%。
- 不过, 股权投资的资本升值抵补了地产业务的价值损失, 保守估算股权投资使每股价值增厚 2.3 元, 价值恢复到 7.9 元水平。当前 16 倍市盈率仅包含了地产业务价值, 未包含股权投资价值, 从而低估 46%, 推荐买入。

6-12 个月目标价	7.9 元
当前股价	5.39 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2827.33
总股本(百万)	5133.48
总市值(百万)	27669.46
每股净资产(元)	1.38
ROE(TTM)	15.50%
资产负债率	72.90%
动态市盈率	15.85
动态市净率	3.13



## 一、“并购+一级土地开发”保护地产业务对抗调控冲击

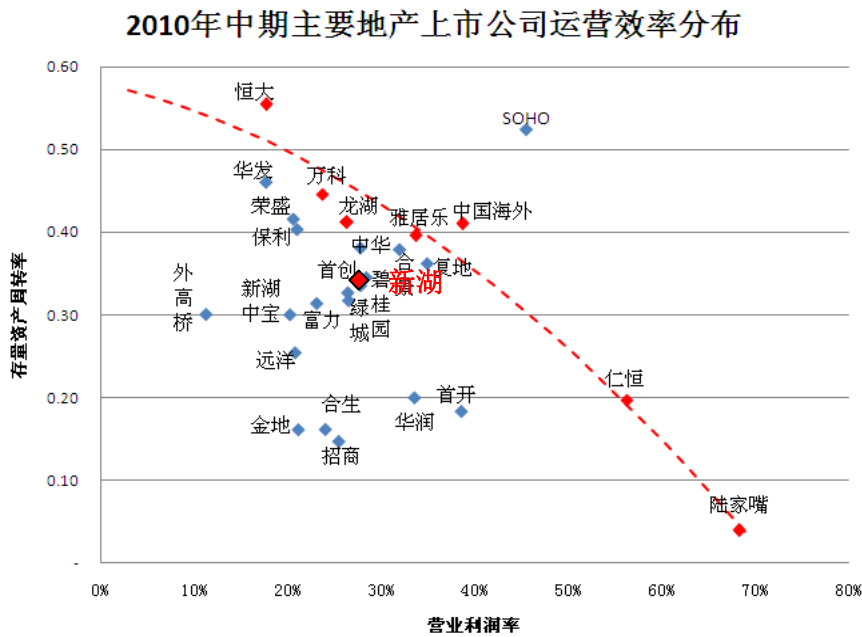
新湖中宝的产品定位中低端，2009年地产项目的平均售价仅为6885元/平米，2010年上半年上升到7909元/平米，与相同定位下其他地产企业相比，新湖中宝的周转速度不算快，繁荣期存量资产周转率在0.60倍水平，低谷期降至0.33倍；但其利润率却显著高于同类地产企业，繁荣期营业利润率达到30%水平，较相同周转速度下标杆企业低25%，但较行业平均水平高30%，从而享有了高于行业平均水平的效率优势和回报率。而这种丰厚的利润主要来自于“并购+一级开发”模式下的低成本土地。

图表 1：部分地产上市公司的周转速度与平均售价

	2009年	2010年上半年	预测低谷	2008年低谷	平均售价(元/平米)
荣盛发展	0.93	0.25	0.42	0.44	4,909
碧桂园	0.46	0.21	0.35	0.45	5,455
恒大地产	1.06	0.33	0.50	0.28	6,283
新湖中宝	0.60	0.20	0.33		7,909
保利地产	0.81	0.24	0.40	0.50	8,145
华润置地	0.42	0.09	0.20	0.17	9,735
雅居乐地产	0.65	0.24	0.40	0.40	10,194
中国海外	0.56	0.25	0.41	0.41	11,077
金地集团	0.60	0.10	0.23	0.45	11,133
万科	0.53	0.27	0.45	0.48	11,483
龙湖地产	0.57	0.25	0.41	0.45	14,234
招商地产	0.44	0.09	0.21	0.26	14,713
绿城中国	0.78	0.20	0.34	0.31	18,447
仁恒置地	0.58	0.12	0.20	0.24	19,658
华侨城	1.07	0.19	0.32	0.28	30,000

(数据来源：公司报告，中航金融研究所，贝塔策略工作室整理)

图表 2: 地产行业的效率分布及新湖中宝的位置



(数据来源: 公司报告, 中航金融研究所, 贝塔策略工作室整理)

2010年初, 新湖中宝以2亿美元认购时代地产35%股权, 间接增加250万平方米权益土地储备; 2011年初又以11.2亿元收购利得海涂围垦51%股权, 该项目为一级土地开发, 距温州57.5公里, 可出让土地面积5761亩, 其中工业用地3024亩, 商住用地2737亩, 预计总投资32.2亿元。两次收购为公司贡献了低成本土地机会, 而一二级市场联动则为公司储备了潜在的优质项目, 目前公司共有5个一级开发项目, 总开发面积2130万平方米。

图表 3: 新湖中宝进行中的一级土地开发项目

取得时间	项目名称	权益	开发面积
2009年6月	天津市静海县“天津文化商贸产业园”	51%	1054亩
2009年8月	大连金渤海岸滨海旅游开发项目	100%	15000亩
2010年1月	天津静海新城和团泊新城	100%	810亩
2010年2月	启东圆陀角旅游度假区项目	100%	3000亩
2011年1月	温州西湾海涂项目	51%	12090亩

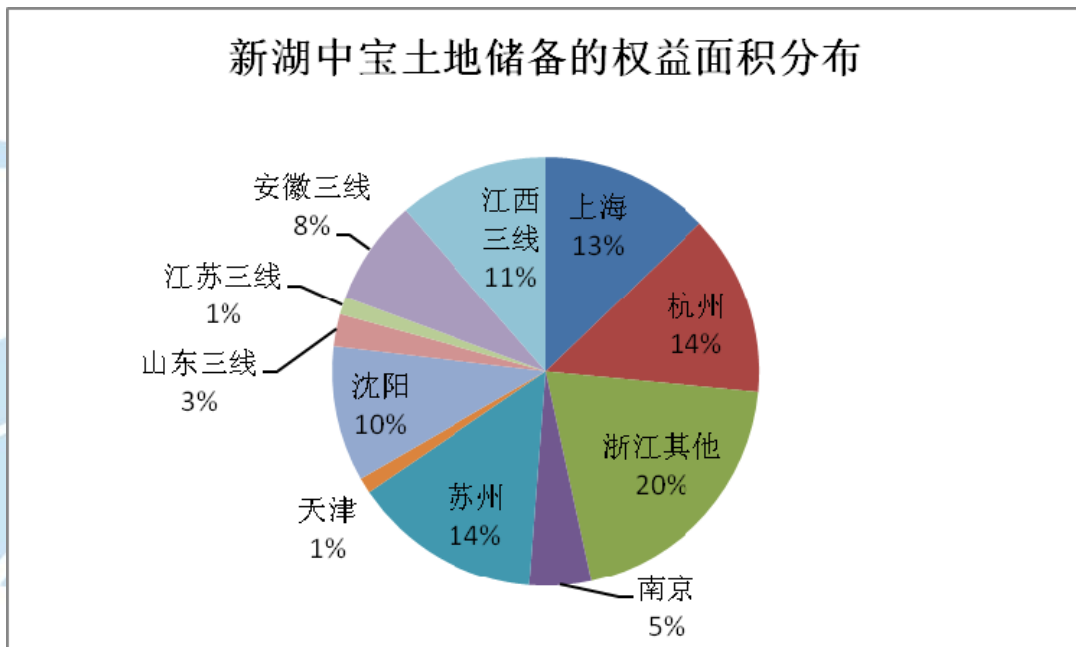
(数据来源: 公司报告, 中航金融研究所, 贝塔策略工作室整理)

截止2009年底, 新湖中宝总土地储备1260万平方米, 权益面积1100万平方米。图表4和图表5是新湖中宝2009年土地储备的权益面积和权益销售金额分布, 由图可见, 公司土地储备

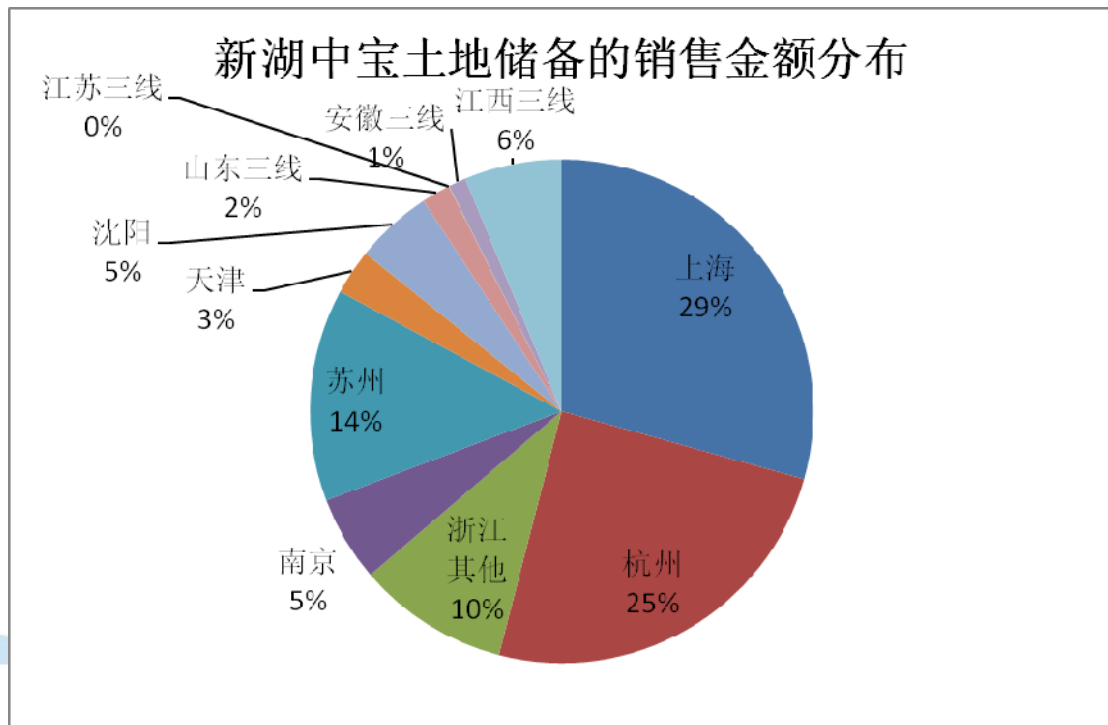
中浙江一省占到三分之一，上海、杭州两城市贡献了储备销售金额的 54%，苏州、南京、沈阳、天津等二线城市及浙江其他城市贡献了储备销售金额的 37%，三线城市贡献了储备销售金额的 9%，在房价较高地区相对集中的土地储备降低了公司地产业务的抗冲击能力，我们预期新湖中宝在低谷中房价加权平均的降幅在 15%左右，营业利润率因此下降 7-8 个百分点。

不过低成本的土地为调控冲击提供了一定保护，目前公司 70%以上的项目为 2005 年以前获得，平均土地成本在 1000 元/平米，繁荣期营业利润率达到 30%水平，从而为降价促销留出了相对充裕的空间。

图表 4：新湖中宝土地储备的权益面积分布



(数据来源：公司中报，中航金融研究所，贝塔策略工作室整理)

**图表 5: 新湖中宝土地储备的销售金额分布**


(数据来源: 公司中报, 中航金融研究所, 贝塔策略工作室整理)

根据我们的测算, 以公司低谷期 0.33 倍存量资产周转率计算, 剔除必须的运营支出和承诺资本支出后, 新湖中宝的负债率(净借贷资本比)上限为 75%, 由此支撑的繁荣期存货极限增速为 35%, 销售额极限增速 28%, 每股收益极限增速 28% (股权融资支持下存货的极限增速可进一步提升至 60%, 销售额 49%, 每股收益 31%); 低谷期, 存货的极限增速降低至 13%, 销售额极限增速仅为 1%, 每股收益为-8%; 长期平均的每股收益极限增速为 15.2%, 合理估值市盈率 22.6 倍, 对应股价 5.6 元/股。

## 二、 多元化投资拖累了整体资金周转速度, 地产业务估值下降 27%

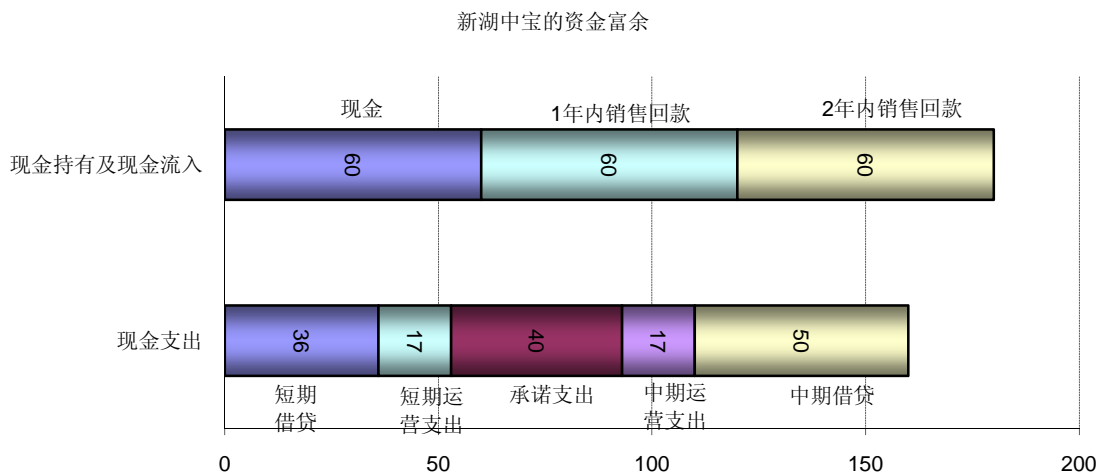
截止 2010 年 6 月底, 新湖中宝 251 亿的总资产中, 地产业务约占 185 亿, 多元化资产 66 亿, 其中, 并表的多元化资产 34 亿, 包括约 4.5 亿的矿产投资和 20 亿的期货资产 (新湖期货实际投资 2.2 亿、保证金 18.4 亿), 以及其他实业投资和商贸公司资产约 9 亿, 另有非并表的长期股权投资 32 亿, 包括对盛京银行、吉林银行、成都农商行、湘财证券、长城证券、大智慧等金融机构的股权投资, 以及对青海碱业等矿业投资, 合计多元化资产总额 66 亿, 占



总资产的四分之一。2010年8月，新湖中宝又联合新湖集团增资新湖控股，其中新湖中宝出资10亿，仍占40%股权，新湖集团出资15亿，占60%股权，增资后新湖控股的注册资本金达到36亿（新湖控股持有湘财政权69%股权和鲁药集团20%股权），从而使新湖中宝的非地产股权投资额提高到76亿。

上述投资在变现前，每年实际贡献的现金收益较少，从而拖累公司整体的现金流周转速度，低谷期资金负担加重。测算结果显示，受多元化投资拖累，公司繁荣期的存量资产周转率从0.60倍降低至0.50倍，低谷期从0.33倍降低至0.24倍，从中剔除必须的运营支出和承诺资本支出后，负债率（净借贷资本比）上限从75%下降到54%，经营性负债空间减少28%。负债空间减少了，但公司整体财务状况仍处于安全范围内，截止2010年6月底，公司实际净借贷资本比（含信托贷款）为38.5%，低于负债率上限。

图表 6：当前新湖中宝的财务状况相对安全



（数据来源：公司中报，中航金融研究所，贝塔策略工作室整理）

不过，多元化投资的资金占用、经营性负债空间的收缩确实压制了新湖中宝地产业务的成长空间。根据我们的测算，相当于总资产25%的多元化投资使公司繁荣期存货的极限增速从35%下降至25%，销售额极限增速从28%下降到17%，每股收益极限增速从28%下降到18%（股权融资支持下，存货极限增速可提高到40%，销售额极限增速提高到29%，每股收益极限增速提高到22%）；低谷期存货的极限增速从13%下降到4.5%，销售额从1%下降到-9%，每股收益从-8%下降到-20%；长期平均的每股收益增速从15.2%下降到11.0%，地产业务合理估值则从22.6倍市盈率降至16.6倍，对应股价从7.6元/股降至5.6元/股，估值下降27%。

**图表 7: 多元化投资压制地产业务成长空间, 地产价值损失 27%**

	净借贷资本比上限	繁荣期存货极限增速	繁荣期销售金额极限增速	繁荣期 EPS 极限增速	低谷期 EPS 极限增速	长期平均 EPS 极限增速	合理市盈率	合理股价
纯地产业务	75%	35%	28%	28%	-8%	15.20%	22.6	7.6
地产+股权投资	54%	25%	17%	18%	-20%	11.00%	16.6	5.6

(数据来源: 公司中报, 中航金融研究所, 贝塔策略工作室整理)

### 三、多元化投资的资本升值恰好抵补地产业务的价值压抑

多元化投资降低了地产业务价值, 但其自身的资本升值恰好抵补了地产业务的价值损失。图表 8 列出了新湖中宝主要投资的初始成本和增值潜力, 不难看出, 以当前资本市场估值水平计算, 上述投资证券化后至少可贡献 90 亿升值收益, 总股权价值约 118 亿, 相当于每股价值增厚 2.3 元, 从而使公司整体价值提升至每股 7.9 元。

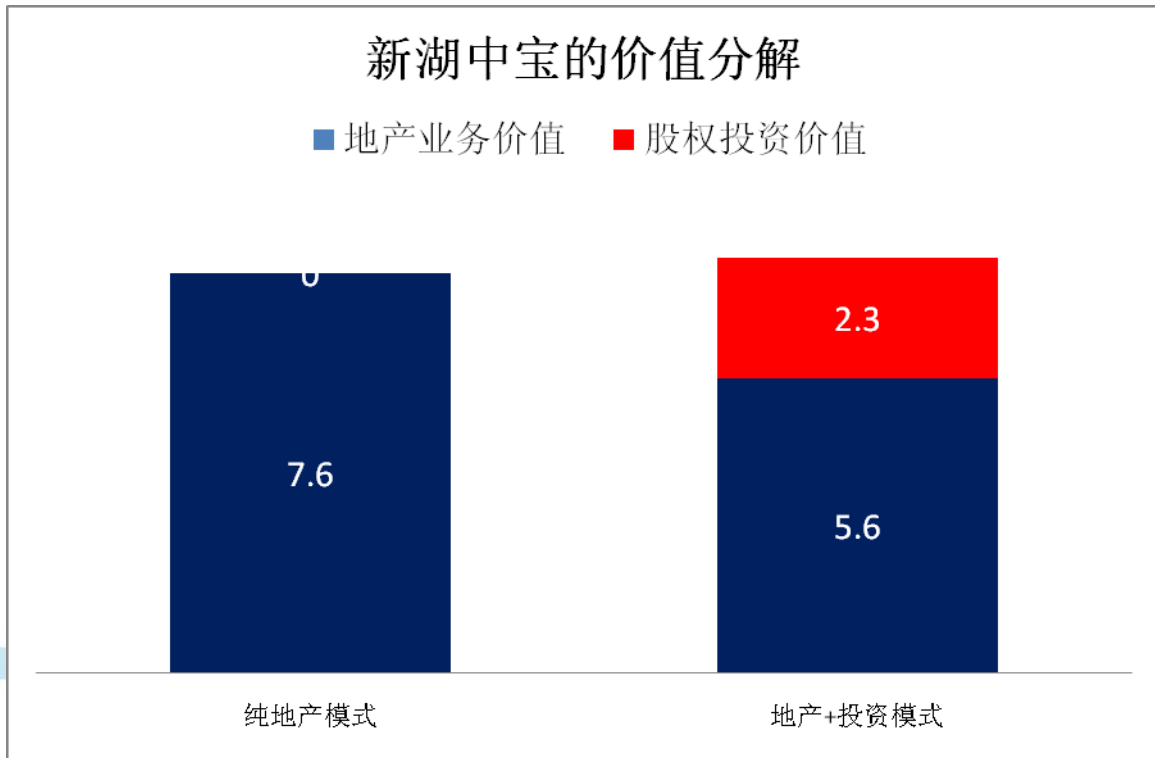
由图表 9 可见, 与纯地产开发模式相比, 新湖中宝的多元化投资既未创造溢价, 也没有导致折价, 刚好填补了地产业务被压制的成长空间。

**图表 8: 新湖中宝部分非地产股权投资**

投资对象	初始成本 (亿元)	期末投资额 (亿元)	持股数量 (万股)	持股比例	说明	公允价值
金洲管道	1.00	1.28	2,000	20%	已上市, 当前股价 23.4 元/股	5
大智慧	3.52	3.66	6,435	11%	已上市, 当前股价 23.4 元/股	15
长城证券	0.71	0.71	1,492	0.72%	2009 年净利润 7.14 亿	1
新湖期货		2.17	15,625	89.29%	2009 年净利润 2500 万	4
盛京银行	4.50	4.50	30,000	8.83%	2010 年前 9 个月实现利润 17.6 亿	41
吉林银行	1.80	1.80	10,000	1.88%	2009 年净利润 14 亿	5
湘财证券	1.10	1.10	11,000	3.67%	2009 年净利润 9.62 亿	7
成都农商行	6.52	8.00	48,750	8.27%	2009 年净利润 21 亿	35
青海碱业	2.80	2.80	9,097	10.83%		3
丰宁承龙矿		1.30	960	80%		1
山东蓬莱矿		0.50	5,000	100%		1
合计		27.82				118

(数据来源: 公司中报, 中航金融研究所, 贝塔策略工作室整理)

(注: 公允价值部分, 上市公司以 2011 年 2 月 11 日收盘价计算, 非上市公司以 2009 年净利润的 20 倍计算总值, 盛京银行以 2010 年前 9 个月利润年化后取 20 倍市盈率计算, 其他矿业资产以期末投资额计算)

**图表 9：新湖中宝的估值分解**


(数据来源：公司中报，中航金融研究所，贝塔策略工作室整理)

#### 四、合理估值：7.9 元，推荐买入

综上，在“并购+一级开发”的低成本土地保护下，新湖中宝地产业务的运营效率高于行业平均水平，净借贷资本比上限能够达到 75%，由此支撑的繁荣期存货极限增速为 35%，销售额增速 28%，每股收益增速 28%，股权融资支持下可进一步提高，低谷期每股收益极限增速降低至-8%，长期平均 15.2%，合理估值 22.6 倍市盈率，对应股价 7.6 元/股。

但多元化投资拖累了整体资金周转速度，使低谷期的存量资产周转率从 0.33 倍降低至 0.24 倍，净借贷资本比上限相应降低至 54%，由此支撑的繁荣期存货极限增速为 25%，销售额极限增速 17%，每股收益极限增速 18%，低谷期每股收益极限增速-20%；长期平均的每股收益增速为 11%，合理估值 16.6 倍市盈率，对应股价 5.6 元/股——多元化投资压制了地产业务成长空间，使地产业务价值降低 27%。

但股权投资的资本升值抵补了地产业务的价值损失，保守估算股权投资使每股价值增厚 2.3 元，价值恢复到 7.9 元水平。当前 16 倍市盈率仅包含了地产业务价值，未包含股权投资价值，从而低估 46%，推荐买入。



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

杜丽虹, SAC 执业证书号: S0640511010013, 清华大学金融学博士, 一直从事地产、金融行业研究, 目前任江南证券地产行业首席研究员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)  
联系电话: 0755-83689524

公司网址: [www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)  
传真: 0755-83688539

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。