

2008-06-23

房地产管理与开发

## 新湖中宝 600208.SH

维持

增持

当前价格	5.44 元
目标价格	7.50 元
目标期限	12 个月

分析师:

赵强

021-50818887-209

zhaoqiang@ebsecn.com

华光磊

021-50818887-251

huagl@ebsecn.com

翁非玉

021-50818887-266

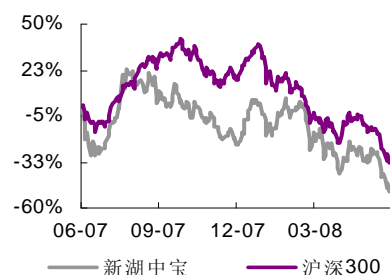
wengfy@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,822
总市值(百万元)	15,351
流通比例(%)	16.52%
12 个月最高/最低(元)	22.00/5.05
近 3 月日均成交量(百万股)	3.91

主要股东	浙江新湖集团 股份有限公司
------	------------------

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.87	-10.43	-18.05
绝对收益	-26.07	-39.22	-49.51

相关报告:

内外兼修, 理性决策  
 ..... 2008-02-03  
 新湖中宝(600208)-站在同一起跑线上  
 ..... 2007-12-28  
 中宝股份(600208)-不可多得的长三角地产股  
 ..... 2007-08-13

# 广积粮, 缓称王

◇ 报告起因: 公司公布债券发行计划

◇ 潜在催化因素: 房地产市场出现复苏、公司获得新的投资机会

### ◆ 公司债发行进入倒计时

6月18日, 新湖中宝(600208)公布《08新湖债募集说明书》, 标志着筹备已久的公司债发行已进入倒计时阶段。本次债券发行的要点及主要条款如下: 票面总额不超过14亿元人民币, 期限为8年; 利率未定, 询价区间为7.5%—9%, 按年付息, 到期一次还本; 债券持有人有回售权利, 而发行人具有利率选择权。

### ◆ 广积粮

从08年一季报的数据看, 公司的资金压力并不大。47%的净负债权益比率在业内属于偏低水平, 而手持现金基本可偿还短期债务。因此, 发行债券的意义在于: 在整个行业资金偏紧的情况下, 可为公司未来在土地市场的拓展和收购提供资金支持。从融资成本的角度看, 将近9%的利率并不十分优惠。但是, 考虑到通货膨胀压力短期难以缓解、准备金率持续上调的背景, 在通胀初期加大债务融资, 对股东而言是增加价值的财务安排。投资机会方面, 当前新投资的房地产项目的静态内部收益率仍能满足15-20%的要求。预计到下半年, 条件也将更加优惠。因此, 如果新湖中宝发行债券成功后, 无疑可以获得更好的投资机会。

### ◆ 缓称王

延续了去年所坚持的理性投资、不高价拍地的投资策略, 公司在拿地方面依然表现谨慎。虽然从去年第四季度以来, 全国房地产市场普遍出现了成交缩量、买卖僵持的状况, 但是, 从开发项目区域的分布来看, 公司所受影响较小。相反, 公司重点布局的上海、杭州、温州等区域市场在此调整中表现坚挺, 尤其是核心地段的公寓和低密度的别墅产品, 而这正是公司在这些区域所开发的主流产品。

### ◆ 轻微下调 NAV 估值, 增持

由于股票市场的下跌, 公司持有的盛京银行和长城证券的股权市场价值也有所下降。因此, 我们将公司的每股 NAV 估值从 7.67 元下调到 7.50 元。当前股价折让约 27%, 维持“增持”评级。

### 业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2,146	2,992	4,844	7,129	10,694
营业收入增长率	92.73%	39.47%	61.89%	47.17%	50.00%
净利润(百万元)	235	415	754	1,054	1,582
净利润增长率	3277%	76.28%	81.93%	39.78%	50.07%
EPS(元)	0.10	0.15	0.27	0.37	0.56
ROE	9.49%	10.38%	16.95%	20.01%	22.54%
P/E	54	36	20	15	10
P/B	9	6	5	4	4
EV/EBITDA	64	41	23	16	12

## 公司债发行进入倒计时

6月18日，新湖中宝（600208）公布《08新湖债募集说明书》，标志着筹备已久的公司债发行已进入倒计时阶段（债券发行日为7月2日）。根据募集说明书，本次债券发行的要点及主要条款如下：

- 1、票面总额不超过14亿元人民币，期限为8年；
- 2、利率未定，询价区间为7.5%—9%，按年付息，到期一次还本；
- 3、具有回售条款。债券持有人有权在债券存续期间的第3年和第6年的付息日以面值将债券回售给发行人；
- 4、发行人具有利率选择权。债券持有人有权在债券存续期间的第3年和第6年的上调后续期限的票面利率。

## 广积粮

从08年一季报的数据看，当前公司的资金压力并不大。首先，公司的净负债权益比率虽然从去年底的24%上升到此为47%，但这个水平比公司去年9月份定向增发前的水平仍低很多，在房地产行业也属于偏低的水平。其次，从债务结构来看，短期债务水平维持稳定，而长期债务的占比超过了50%，手持现金基本可偿还短期债务。显然，公司发行债券的主要目的显然不是为了缓解短期资金压力。

因此，我们认为，发行债券的对于公司更重要的意义在于：在整个房地产行业资金偏紧的情况下，发债所获得的资金可为公司未来在土地市场的拓展和收购提供资金支持。尤其是，在股票市场大幅下跌之后，房地产公司的股权融资的难度增大、时间上的不确定增加之后，公司债成为了“类权益”的长期资本，将成为过度期内投资资金的重要来源。

从融资成本的角度看，将近9%的利率与公司通过银行渠道获得资金的成本大体相当，并不十分优惠。但是，考虑到通货膨胀压力短期难以缓解、准备金率持续上调的背景，可以预期未来一到两年内，债务融资的成本必然将持续走高。从这个角度看，在通胀初期加大债务融资，对股东而言是增加价值的财务安排。

投资机会方面，虽然面临诸多不利的变化，不可否认的是房地产行业的投资回报率在当前仍是具有吸引力的。如果不考虑房价涨跌的因素，当

前新投资的房地产项目的静态内部收益率仍能满足 15-20%的要求。我们预计，到下半年，由于开发商资金压力进一步增大，土地转让的情况将进一步增多，条件也将更加优惠，而收益率也将继续上升。因此，如果新湖中宝发行债券成功后，无疑可以获得更好的投资机会。

总之，无论从改善债务结构、锁定融资成本还是获得投资机会的角度看，发行债券对公司都将带来正面的影响。

表 1、新湖中宝的债务结构

百万元	20061231	20070331	20070630	20070930	20071231	20080331	发债后
货币资金	742	961	1351	2634	1828	1328	2738
短期借款	648	887	907	1032	948	1073	1073
一年内到期长期负债	386	193	300	210	379	303	303
短期债务-现金	292	119	-144	-1391	-501	48	-1352
长期债务	1279	1496	1571	1586	1412	1763	3163
少数股东权益	416	444	350	410	431	523	523
股东权益	1980	1995	1990	3431	3752	3846	3846
<b>合计</b>	<b>3967</b>	<b>4054</b>	<b>3765</b>	<b>4035</b>	<b>5093</b>	<b>6179</b>	<b>6179</b>
短期债务-现金	7%	3%	-4%	-34%	-10%	1%	-22%
长期债务	32%	37%	42%	39%	28%	29%	51%
少数股东权益	10%	11%	9%	10%	8%	8%	8%
股东权益	50%	49%	53%	85%	74%	62%	62%
<b>合计</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
净负债权益比率	79%	81%	72%	6%	24%	47%	47%

资料来源：光大证券研究所

## 缓称王

延续了去年所坚持的理性投资、不高价拍地的投资策略，公司在拿地方面依然表现谨慎。在去年 12 月在天津投资 7100 万元拿了一幅土地后，公司今年以来暂未拿地，资金压力比同行要小得多。

虽然从去年第四季度以来，全国房地产市场普遍出现了成交缩量、买卖僵持的状况，公司难以避免地也将受到一些影响。但是，从开发项目区域的分布来看，公司所受影响较小。从这轮的调整来看，长三角地区所受的影响明显小于珠三角，而公司将近 70% 的项目位于长三角，在珠三角没有一个项目。其次，在长三角区域内，上海和浙江的情况要好于江苏，公司除了在南京、镇江和淮安各有一个项目外，大多数项目位于浙江。而且，根据我们的了解，公司在南京的仙林翠谷项目因具有性价比优势而热销。

相反，公司重点布局的上海、杭州、温州等区域市场在此调整中表现坚挺，尤其是核心地段的公寓和低密度的别墅产品，而这正是公司在这些区域所开发的主流产品。因此，我们对杭州新湖香格里拉、杭州新湖果岭、上海新湖明珠城、桐乡新湖香格里拉、温州金座银座等项目的销售形势仍持乐观的态度。

## 轻微下调 NAV 估值，增持

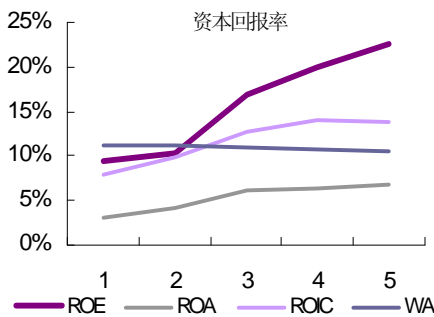
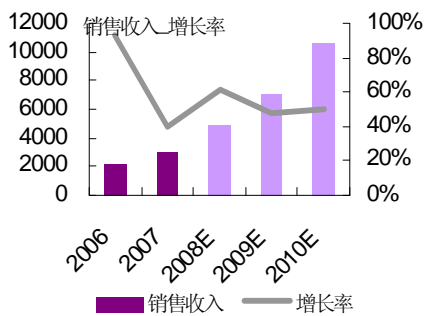
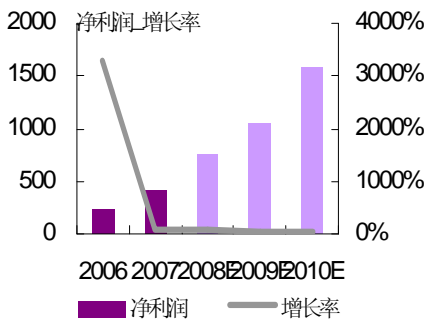
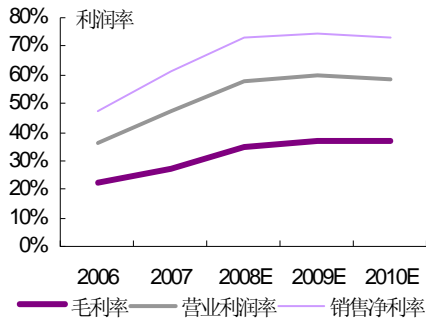
由于股票市场的下跌，公司持有的盛京银行和长城证券的股权市场价值也有所下降。因此，我们将公司的每股 NAV 估值从 7.67 元下调到 7.50 元。当前股价折让约 27%，维持“增持”评级。

表 2、房地产行业重点公司的盈利预测及估值

证券 代码	公司 名称	股价 2008-6-20	总市值 亿元	流通 市值 亿元	EPS			PE			BVPS 元/股	PB	NAV 元/股	折溢 价率	投资评级	
					07A	08F	09F	07A	08F	09F					上次	本次
<b>开发类</b>																
000002	万科A	9.35	1028	880	0.44	0.78	1.01	21.2	12.0	9.2	2.75	3.4	9.85	-5%	增持	增持
600048	保利地产	12.78	313	134	0.61	1.15	1.91	21.0	11.1	6.7	4.94	2.6	17.20	-26%	中性	增持
000024	招商地产	14.75	187	70	0.91	1.30	2.22	16.1	11.4	6.6	6.25	2.4	20.91	-29%	中性	增持
600383	金地集团	8.60	144	103	0.58	1.16	1.67	15.0	7.4	5.2	5.09	1.7	14.35	-40%	增持	增持
600208	新湖中宝	5.44	154	25	0.15	0.27	0.37	37.0	20.4	14.6	1.36	4.0	7.50	-27%	增持	增持
600675	中华企业	6.90	75	48	0.56	0.73	0.77	12.4	9.4	8.9	2.73	2.5	14.60	-53%	中性	增持
002146	荣盛发展	6.97	56	10	0.36	0.70	1.06	19.6	9.9	6.6	2.33	3.0	5.68	23%	中性	中性
000718	苏宁环球	17.78	87	35	0.43	1.12	2.08	41.0	15.9	8.6	1.81	9.8	35.63	-50%	中性	中性
600322	天房发展	4.21	47	27	0.05	0.12	0.18	82.9	35.8	23.3	3.33	1.3	2.22	89%	减持	减持
600533	栖霞建设	8.34	34	23	0.85	1.27	1.92	9.8	6.6	4.3	3.62	2.3	13.00	-36%	增持	增持
000608	阳光股份	5.93	32	22	0.34	0.62	0.83	17.3	9.6	7.2	3.37	1.8	11.95	-50%	增持	增持
000616	亿城股份	5.06	30	21	0.49	0.91	1.13	10.2	5.6	4.5	3.82	1.3	11.88	-57%	增持	增持
002133	广宇集团	5.04	25	12	0.31	0.62	0.90	16.5	8.1	5.6	2.12	2.4	6.82	-26%	中性	增持
002244	滨江集团	15.80	82	8	0.88	1.43	1.75	18.0	11.1	9.0	2.17	7.3	20.54	-23%		增持
<b>收租类</b>																
601588	北辰实业	5.85	197	88	0.10	0.18	0.19	60.0	32.9	30.9	2.47	2.4	4.31	36%	中性	中性
600663	陆家嘴	12.70	237	37	0.40	0.49	0.51	31.4	25.8	25.0	4.30	3.0	14.72	-14%	减持	中性
000402	金融街	7.61	189	140	0.29	0.39	0.53	25.9	19.3	14.4	5.72	1.3	9.4	-19%	增持	增持
600007	中国国贸	10.30	104	21	0.29	0.30	0.33	35.9	34.0	31.4	4.07	2.5	17.4	-41%	增持	增持
600639	浦东金桥	9.11	77	21	0.24	0.33	0.44	37.2	27.6	20.7	3.53	2.6	20.3	-55%	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

## 财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>营业收入</b>	<b>2,146</b>	<b>2,992</b>	<b>4,844</b>	<b>7,129</b>	<b>10,694</b>
营业成本	1,669	2,184	3,165	4,486	6,737
<b>EBITDA</b>	<b>372</b>	<b>656</b>	<b>1,183</b>	<b>1,728</b>	<b>2,473</b>
折旧和摊销	34	34	34	34	34
销售费用	58	52	97	143	214
管理费用	83	132	194	285	428
财务费用	67	40	34	88	169
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	136	232	280	350	300
<b>营业利润</b>	<b>305</b>	<b>616</b>	<b>1,115</b>	<b>1,606</b>	<b>2,270</b>
利润总额	235	415	1,115	1,606	2,270
<b>少数股东损益</b>	<b>-8</b>	<b>19</b>	<b>82</b>	<b>150</b>	<b>120</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>235.20</b>	<b>414.60</b>	<b>754.28</b>	<b>1,054.33</b>	<b>1,582.23</b>

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>总资产</b>	<b>7,333</b>	<b>10,324</b>	<b>13,578</b>	<b>18,830</b>	<b>25,374</b>
流动资产	6,316	9,055	12,224	17,336	23,763
货币资金	742	1,828	1,938	2,852	2,139
交易型金融资产	4	4	4	4	4
应收帐款	30	18	24	36	53
应收票据	5	0	0	0	0
其他应收款	263	271	290	312	348
存货	4,740	6,098	8,862	12,560	18,864
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	409	633	773	948	1,098
固定资产	507	506	477	447	417
无形资产	61	60	57	54	51
<b>总负债</b>	<b>4,936</b>	<b>6,141</b>	<b>8,651</b>	<b>12,819</b>	<b>17,830</b>
无息负债	2,623	3,402	5,423	7,917	11,847
有息负债	2,313	2,739	3,227	4,902	5,984
<b>股东权益</b>	<b>2,397</b>	<b>4,183</b>	<b>4,935</b>	<b>6,019</b>	<b>7,551</b>
股本	1,513	1,764	1,764	1,764	1,764
公积金	327	1,634	1,815	2,070	2,377
未分配利润	105	479	1,024	1,778	2,934
少数股东权益	416	431	513	663	783

现金流量表 (百万元)	2005	2007	2008E	2009E	2010E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-</b>	<b>-443</b>	<b>-457</b>	<b>-806</b>	<b>-1,730</b>
净利润	235	415	754	1,054	1,582
折旧摊销	34	34	34	34	34
净营运资金增加	2,904	1,670	716	1,023	2,564
其他	-	-2,561	-1,961	-2,918	-5,910
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-</b>	<b>-108</b>	<b>131</b>	<b>175</b>	<b>150</b>
净资本支出	0	197	255	275	212
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-306	-124	-100	-62
<b>融资活动现金流</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
股本变化	1,262	251	0	0	0
债务净变化	-	427	488	1,674	1,082
其它长期负债变化	-	779	2,021	2,494	3,929
<b>净现金流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>109</b>	<b>914</b>	<b>-713</b>

资料来源: 光大证券、上市公司

关键指标	2005	2007	2008E	2009E	2010E
<b>成长性 (%YoY)</b>					
收入增长率	92.73%	39.47%	61.89%	47.17%	50.00%
净利润增长率	3277.67%	76.28%	81.93%	39.78%	50.07%
EBITDA 增长率	282.19%	76.47%	80.39%	46.11%	43.08%
EBIT 增长率	285.26%	76.47%	75.22%	47.47%	43.95%
EPS 增长率	460.07%	51.20%	81.93%	39.78%	50.07%
<b>估值指标</b>					
PE	96	64	35	25	17
PB	9	6	5	4	4
EV/EBITDA	64	41	23	16	12
EV/EBIT	64	41	24	17	12
EV/NAPLAT	72	48	32	22	16
EV/Sales	11	9	6	4	3
EV/IC	8	7	5	4	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	22.23%	27.00%	34.67%	37.08%	37.00%
EBITDA 率	17.32%	21.91%	24.42%	24.24%	23.12%
EBIT 率	17.32%	21.91%	23.72%	23.76%	22.81%
税前净利润率	14.21%	20.56%	23.02%	22.52%	21.22%
税后净利润率	10.96%	13.85%	15.57%	14.79%	14.80%
ROA	3.10%	4.20%	6.16%	6.40%	6.71%
ROE	9.49%	10.38%	16.95%	20.01%	22.54%
ROIC	10.44%	13.88%	17.00%	18.86%	18.45%
<b>偿债能力</b>					
净负债 / 权益	0.49	0.13	0.18	0.28	0.46
资产负债率	67.31%	59.49%	63.67%	68.05%	70.25%
流动比率	1.73	1.92	1.70	1.54	1.47
速动比率	0.43	0.63	0.47	0.42	0.30
<b>每股指标</b>					
EPS	0.16	0.24	0.43	0.60	0.90
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.07	0.10
每股经营现金流	-	-0.25	-0.26	-0.46	-0.98
每股净资产	1.58	2.37	2.80	3.41	4.28
每股销售收入	1.42	1.70	2.75	4.04	6.06
每股 EBITDA	0.25	0.37	0.67	0.98	1.40

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

**赵强：**复旦大学工商管理硕士、中国注册会计师、中国注册资产评估师。拥有 10 年证券研究经验，曾任京华山一上海研究部主管，2001 年加入光大证券，历任房地产行业分析师、行业公司部副经理、经理。

**华光磊：**2003 年毕业于复旦大学世界经济系，曾任花旗银行上海分行销售经理，2004 年加入光大证券，历任研究助理、房地产行业分析师。

**翁非玉：**管理学硕士，曾任中国银行上海分行住房信贷客户经理、中远三林置业集团投资发展部、江苏新城投资发展部高级经理。2007 年加入光大证券，任房地产分析师。

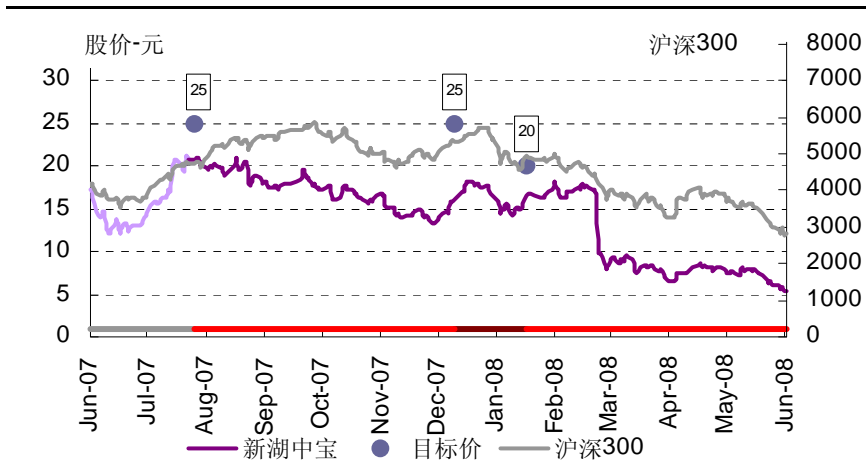
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

新湖中宝（600208）

分析师：赵强



日期	股价	目标	评级
2007-08-13	-	-	增持
2007-12-28	-	-	买入
2008-02-03	-	-	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。



## 光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F 邮编：200120  
电话：021-68816000 传真：021-68818550

## 光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座  
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
<b>北京</b>				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
<b>深圳</b>				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
<b>上海</b>				
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebscn.com
<b>专题</b>				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
<b>银行/信托</b>				
<b>QFII</b>				
	郭强	021-68816000-1726	13381965719	guoqiang@ebscn.com

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。