

新湖中宝 600208.SH

维持

增持

隐含价值高，估值提升潜力大

- ◇ 报告起因：公司公布 2008 年年报
- ◇ 潜在催化因素：房地产市场回暖、公司参股的银行及证券公司获准上市

◆ 报告利润略超预期

2008 年公司实现收入 35.1 亿元，增长 17%，归属于上市公司股东的净利润为 8.4 亿元，增长 102%，每股收益为 0.30 元。公司报告的利润比我们的预测略高 10% 左右。公司收益增长主要来自：第一、房地产业务结算收入 20% 至 45.5 亿元、由于利润率的提升，净利润贡献增长 38% 至 12.2 亿元；第二、公司转让乍浦港相关股权获得转让收益 2.45 亿元。

◆ 楼市低迷，销售放缓

受全国房地产市场低迷的影响，2008 年新湖房产的项目销售也受到明显的影响，合同销售面积和销售收入均比 07 年有明显的下降且均未完成年初计划的一半。从销售价格来看，虽然 08 年的销售价格低于 07 年，但实际上公司并未主动大幅调低售价，或许也是销量未达预期的重要原因。

◆ 快速调整，人弃我取

从应对策略来看，公司同时下调了开工指标，尤其是开工面积仅完成了年初计划的 48%，这反应了公司的快速反应能力。从 09 年的计划来看，公司将继续压缩开工指标，但目标将销售面积与收入提高 50% 左右。投资方面，与业内同行完全暂停拿地不同的是，新湖反而趁着市场低迷，增资控股了新兰得置业、合作开发杭汽轮项目，参股成都农信社和吉林银行。年底，通过增资新湖控股，又大幅增持了湘财证券的股权。

◆ 隐含价值高，增持

我们在新湖中宝 09 年完成对新湖创业的换股吸收合并的假设上，以当前的房价、股票市场的估值倍数，对公司的净资产进行了重新估算的结果为每股净资产为 7.68 元，当前股价折让 29%。值得关注的是，公司资产组合中的房地产、银行、证券、金矿、碱业大多处于景气周期的低谷，这意味着未来经济情况好转之后，相应的估值假设都要上调，可见公司估值提升的潜力较大。增持。

◆ 风险分析：全国房地产市场进一步下滑，吸收合并计划仍有不确定性。

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	3,505	4,950	6,320
营业收入增长率	92.73%	39.47%	16.58%	41.22%	27.67%
净利润(百万元)	235	415	842	1,150	1,582
净利润增长率	3277%	76.28%	102.07%	36.57%	37.58%
EPS(元)	0.16	0.24	0.3	0.34	0.47
ROE	9.49%	10.38%	18.73%	20.01%	22.54%
P/E	96	64	18	16	12
P/B	5	4	3	3	2
EV/EBITDA	64	41	23	16	12

当前价格	5.45 元
目标价格	7.50 元
目标期限	12 个月

分析师：

赵强

021-22169113

zhaoliang@ebsec.com

翁非玉

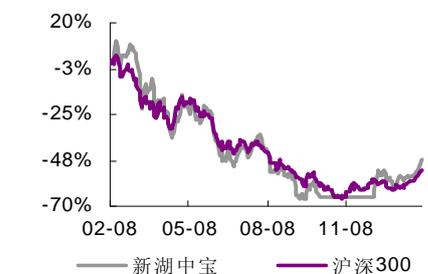
021-22169116

wengfy@ebsec.com

市场数据

总股本(百万股)	2,821
总市值(百万元)	15,379
流通比例(%)	16.52%
12 个月最高/最低(元)	18.70/3.11
近 3 月日均成交量(百万股)	12.58
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	0.05	16.19	5.14
绝对收益	-19.77	53.08	-48.20

相关报告：

- 战略性投资值得关注 2008-08-22
- 广积粮，缓称王 2008-06-21
- 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

报告利润略超预期

2月10日,新湖中宝(600208)公布了年报。2008年公司实现收入35.1亿元,增长17%,归属于上市公司股东的净利润为8.4亿元,增长102%,每股收益为0.30元。公司报告的EPS比我们的之前预测的0.27元略高10%左右。

公司收益增长主要来自:第一、房地产业务结算收入20%至45.5亿元、由于利润率的提升,净利润贡献(未剔除少数股东收益)增长38%至12.2亿元;第二、公司转让乍浦港相关股权获得转让收益2.45亿元(计入投资收益)。

表1、新湖中宝的年度业绩比较

单位:百万元	2007年	2008年	变动
一、营业总收入	3006	3505	17%
二、营业总成本	2619	3025	16%
营业成本	2193	2379	9%
营业税金及附加	144	198	37%
营业费用	52	103	97%
管理费用	133	176	32%
财务费用	41	120	191%
资产减值损失	56	49	-13%
加:公允价值变动收益	0	-3	450%
投资收益	232	563	143%
三、营业利润	619	1040	68%
营业外收入	1	1	85%
营业外支出	3	12	250%
四、利润总额	616	1029	67%
减:所得税	181	164	-9%
五、净利润	435	865	99%
归属于母公司股东的净利润	416	841	102%
少数股东损益	19	24	24%
总股本	2822	2822	0%
每股收益	0.147	0.298	102%
毛利率	27.1%	32.1%	5.1%
主营税金率	4.8%	5.6%	0.9%
营业利润率	20.6%	29.7%	9.1%
净利润率	14.5%	24.7%	10.2%

资料来源:光大证券研究所

楼市低迷，销售放缓

受全国房地产市场低迷的影响，2008年新湖房产的项目销售也受到明显的影响，合同销售面积和销售收入均比07年有明显的下降且均未完成年初计划的一半。我们对比了实际与计划销售面积后发现，除了部分项目由于推迟开工而无法销售外，位于苏州、南京、九江、淮安、衢州、桐乡等地的项目销售业绩都不太理想，而海宁、沈阳、上海、杭州和芜湖的项目表现稍好，在弱市中为公司提供了宝贵的现金流。值得一提的是，从销售价格来看，虽然08年的销售价格低于07年，但与计划指标相差不多，我们比较了单个项目售价后，发现实际售价大多是上浮的。对此，我们的解释是：**08年各项目公司并未主动大幅调低售价，或许也是销量未达预期的重要原因。**

表2、新湖中宝房地产开发业务指标及完成情况

指标	2006	2007	2008	09年计划	08年计划完成率
开工面积	120.4	113.7	91.0	58.2	48%
竣工面积	60.2	89.1	95.1	78.9	77%
销售面积	63.8	85.8	35.3	54.4	44%
销售收入	30.0	56.0	21.6	40.4	42%
结算面积	47.6	76.8	66.7	61.3	74%
结算收入	23.0	38.0	45.5	43.7	78%
销售单价	4695	6522	6137	7423	96%
结算单价	4842	4947	6824	7127	107%

注：面积单位为万平米，收入单位为万元

资料来源：光大证券研究所

快速调整，人弃我取

从应对策略来看，公司同时下调了开竣工指标，尤其是开工面积仅完成了年初计划的**48%**，这反应了公司的快速反应能力。从09年的计划来看，公司将继续压缩开竣工指标，但有意将销售面积与收入提高50%左右。其中，在我们看来，上海新湖明珠城能否以22000元的单价实现5.85万平米的销售目标，是对公司业绩影响最大的假设。尤其要注意，在吸收合并新湖创业之后，公司在该项目中的权益将从45%提高到100%。

投资方面，公司延续07年以来谨慎投资、回避高价地的策略。但是，与有些业内同行完全暂停拿地有所不同的是，新湖反而趁着市场低迷，采取“人弃我取”的策略：公司通过增资的方式，控股了新兰得置业（杭

州新湖果岭项目)、并以较为优惠的条件与杭汽轮共同开发核心地段项目(公司持有70%权益)。金融投资方面,公司秉承原有的思路,既盛京银行之后,又先后参股了成都农信社和吉林银行。年底,公司通过增资新湖控股的方式,实际上又大幅增持了湘财证券的股权。

目前,公司吸收合并新湖创业(600840)的方案已经获得股东大会的通过,下一步将面临监管部门的审批。若该计划得以完成,除了温州银行的股权仍在哈高科手中以外,新湖集团几乎将所有的金融、地产业务都注入了新湖中宝,金融投资控股公司的雏形基本确立。

隐含价值高, 估值提升潜力大

我们在新湖中宝09年完成对新湖创业的换股吸收合并的假设上,以当前的房价、股票市场的估值倍数(作为评估金融、矿藏股权的参考),对公司的净资产进行了重新估算。评估结果显示,新湖中宝的每股净资产为7.68元,当前股价折让29%。值得关注的是,公司资产组合中的房地产、银行、证券、金矿、碱业大多处于景气周期的低谷,这意味着未来经济情况好转之后,相应的估值假设都要上调,可见公司估值提升的潜力较大。

表3、新湖中宝的每股净资产重估价值

业务类型	项目名称	权益	未售面积 平米	权益未售 平米	重估价值 百万	权益价值 百万
房地产	1 沈阳·新湖北国之春	100%	420,303	420,303	1009	1009
	2 沈阳·沈北金谷置业	100%	181,000	181,000	253	253
	3 天津·香格里拉	85%	123,000	104,550	277	235
	4 滨州·新湖玫瑰园	100%	205,000	205,000	312	312
	5 泰安·新湖绿园	100%	177,000	177,000	389	389
	6 淮安·新湖翔宇花园	55%	35,971	19,784	36	20
	7 镇江·新湖涌金花园	100%	630,000	630,000	819	819
	8 南京·新湖仙林翠谷	100%	487,335	487,335	1316	1316
	9 苏州·新湖明珠城	100%	1,520,137	1,520,137	1520	1520
	10 蚌埠·新湖山水华庭	100%	65,736	65,736	89	89
	11 芜湖·新湖长江长现代城	100%	328,020	328,020	741	741
	12 黄山·维多利亚广场	100%	1,607	1,607	5	5
	13 上海·新湖明珠城	100%	574,685	574,685	5028	5028
	14 上海·新湖景城	49%	206,000	101,208	1030	506
	15 杭州·新河公寓	100%	-	-	0	0
	16 杭州·东新园	100%	15,695	15,695	147	147
	17 杭州·北国之春	100%	64,000	64,000	598	598

	18	杭州·新湖香格里拉	100%	286,594	286,594	2264	2264
	19	杭州·新湖果岭	51%	326,958	166,749	1341	684
	20	杭州·新湖杭汽轮	70%	84,019	58,813	1134	794
	21	嘉兴·新湖绿都	100%	4,965	4,965	9	9
	22	嘉善·新湖风泽泗洲	100%	6,769	6,769	21	21
	23	海宁·百合新城	50%	726,269	363,135	2353	1177
	24	桐乡·新湖香格里拉	52%	188,672	97,959	571	296
	25	衢州·新湖景城	100%	645,193	645,193	774	774
	26	瑞安·新湖外滩工程	100%	32,593	32,593	332	332
	27	瑞安·龙港新湖绿都	100%	47,171	47,171	82	82
	28	九江·新湖柴桑春天	70%	691,249	483,874	778	544
	29	温州·平阳新湖广场	95%	21,000	19,950	58	55
	30	温州·平阳新湖庄园	95%	79,000	75,050	217	206
		小计		8,075,941	7,089,874	23,229	19,966
				08年净利	估值倍数	总市值	权益价值
股权投资	1	盛京银行	8.8%				390
	2	成都农信社	7.7%				390
	3	吉林银行	1.9%				130
	4	湘财证券	25.0%	370	25	9250	2308
	5	长城证券	0.7%	675	25	16875	122
	6	新湖期货	71%	7			427
	7	山东蓬莱金矿	100%	-13			80
	8	丰宁承龙矿业	80%	-1			130
	9	青海碱业	11%	300	20	6000	650
	10	金洲管道	20%	86	20	1715	343
	11	鲁药集团	20%				300
	12	哈高科	12%			1402	171
	13	中农国际水产城	70%				78
	14	其他					37
		小计					5,555
		现金-新湖中宝					1752
		现金-新湖创业					84
		小计					1837
		资产合计					27,358
		付息债务-新湖中宝					5456
		付息债务-新湖创业					225
		小计					5681
		重估净资产					21677
		总股本-新湖中宝					2822
		总股本-创业换股					563
		小计					3384
		NAV(元/股)					7.68

资料来源：光大证券研究所

短期盈利无法真实反映公司价值

虽然在新湖中宝的股权激励计划中，曾经提出了 2008-2010 年的净利润分别不低于 6 亿、9 亿和 15 亿元。虽然，08 年的条件已经通过，但 09 年的盈利仍旧有相当大的不确定性：首先，考虑到 08 年宏观经济与房地产市场面临巨大的不确定性，我们最新的预测假设比公司的计划要更加保守一些。不过，由于合并了新湖创业所持有的上海新湖明珠城的股权，公司明年的房地产收入将有 40% 以上的增长，我们估计房地产业务将为公司提供 7-8 亿元的税前收益；其次，金融股权的收益贡献要取决于会计核算方式和被投资单位的分红比例。我们估计这块的收益大约在 3-4 亿元之间。因此，在假设吸收合并成功的前提下，我们暂将公司 09 年的净利润预测数上调至 11.5 亿元，以换股完成后 33.84 亿股的新股本计算，EPS 为 0.34 元。

我们再次强调，对于新湖中宝这类资产富余型的公司，短期盈利与市盈率都无法真实反映公司的价值。投资者应该更加关注各项资产的内含价值和估值假设的变化。增持。

表 4、新湖中宝 2009 年项目结算预测

序号	项目名称 2009	权益	结算面积 平方米	结算均价 元	营业收入 百万元	营业成本 百万元	营业税金 百万元	毛利 百万	少数股权 百万	毛利率
1	沈阳·北国之春	100%	30000	5700	171	96	23	52	0	30%
2	淮安·翔宇花园	55%	15000	2600	39	22.5	5	11	5	29%
3	南京·仙林翠谷	100%	25000	6300	158	98	18	42	0	27%
4	苏州·明珠城	83%	80000	5000	400	280	33	87	0	22%
5	蚌埠·山水华庭	100%	40000	2900	116	76	12	28	0	24%
6	芜湖·长江长现代城	100%	26000	8000	208	72	69	68	0	32%
7	上海·新湖明珠城	100%	40000	21000	840	360	195	285	0	34%
8	杭州·新湖香格里拉	100%	14000	14000	196	77	49	70	0	36%
9	嘉兴·新湖绿都	100%	5000	2500	13	10	1	2	0	14%
10	嘉善·风泽泗洲	100%	12000	3200	38	30	2	6	0	16%
11	海宁·百合新城	50%	75000	9000	675	353	102	220	110	33%
12	桐乡·新湖香格里拉	52%	20000	6450	129	64	25	40	19	31%
13	衢州·新湖景城	100%	35000	3600	126	81	13	32	0	25%
14	九江·柴桑春天	100%	65000	3100	202	156	11	34	0	17%
合计			482000		3310	1782	557	971	134	29.3%
并表项目合计			407000		1795	1069	259	466	24	26.0%

资料来源：光大证券研究所

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。2008 年，带领研究团队同时获得《新财富》和《证券市场周刊》评选的房地产行业最佳卖方分析师称号。

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、江苏新城股份投资发展部高级经理。2007 年加入光大证券，任房地产行业分析师。

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

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
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
深圳				
	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
上海				
	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
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebscn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebscn.com
银行/信托				
QFII				
	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。