

2011年4月13日

新湖中宝

销售周转有待提升，低成本拿地成效斐然

A **买入**
 600208.SS - 人民币 5.75
 目标价格: 人民币 6.68(▼6.87)

田世欣*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

2010年,公司实现营业收入81.40亿元,同比增长27.6%;归属于母公司所有者的净利润15.60亿元,同比增长34.7%;合每股收益0.31元,低于我们之前的预期,主要原因是房地产结算进度低于预期。鉴于公司以二三线城市为主的低成本土储结构、创新渠道拿地取得突破性进展和调控下相对抗风险的资产结构,我们维持对新湖中宝的买入评级,但将公司目标价从6.87元下调至6.68元。

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(%)	(4)	9	(11)	(8)
相对新华富时A50指数(%)	(12)	5	(17)	1

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	5,133
流通股(%)	26.64
流通股市值(人民币 百万)	7,863
3个月日均交易额(人民币 百万)	146
11年末净负债比率(%)	34
11年末每股重估净资产(人民币)	7.86
主要股东(%)	
浙江新湖集团股份有限公司	63.36

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
 具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 2010年,全年实现合同销售额58.8亿元,同比下滑23%。年末预收房款23亿元,仅锁定我们2011年预测房地产收入的38%,业绩锁定表现不佳。
- 随着高售价项目推盘量加大,2011年销售和结算均价将大幅上涨,在结算收入未有增长的情况下,房地产业务的毛利率和净利润贡献将有明显提升。
- 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,提高了公司估值的安全边际。
- 公司拥有权益土地储备建面1,165万平方米,在收购、合作、一级开发方面取得较好进展,低成本拿地能力再度得到验证。

评级面临的主要风险

- 行业受调控影响超预期,长三角区域市场波动。

估值

- 我们分别下调2011-12年预测每股收益18.8%和12.3%至0.46元和0.64元。维持**买入**评级,综合考虑NAV估值和市盈率估值,将公司目标价从6.87元下调至6.68元,相当于15倍2011年市盈率和15%的2011年末NAV折价。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	6,37	9,140	8,821	11,029	13,995
变动(%)		28	8	25	27
净利润(人民币 百万)	1,33	2,156	2,34	2,327	4,165
全面摊薄每股收益(人民币)	0.259	0.304	0.45	0.603	0.811
变动(%)		17.2	50.1	39.8	27.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)-调整幅度(%)		-0.56	2.072	7	N/A
市盈率(倍)	22.2	18.9	12.6	9.0	7.1
每股现金流量(人民币)	0.74	(0.56)	(0.06)	0.05	0.05
价格/每股现金流量(倍)	7.7	(10.2)	(91.1)	117.8	114.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.3	17.0	10.4	7.2	5.4
每股股息(人民币)	0.00	0	0.000	0.03	6.005
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.6	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

结算进度较慢导致 10 年业绩低于预期

报告期内，公司积极应对经济和行业调整，各项经营保持了平稳较快的发展。2010 年，公司实现营业收入 81.40 亿元，同比增长 27.6%；归属于母公司所有者的净利润 15.60 亿元，同比增长 34.7%；合每股收益 0.31 元，低于我们之前的预期约 14%，主要原因是公司的房地产开发业务的结算进度低于预期。

从分行业来看，房地产收入 53.1 亿元（未包含不并表项目在内），同比增长 34.8%，营业利润率小幅下降 2.1 个百分点至 45.2%；商业贸易收入 26.0 亿元，同比增长 13.2%，这块业务营业利润率仅为 0.16%，毛利润贡献占比极小。另外，公司获得投资收益 6.6 亿元，较 2009 年上升 35.1%。投资收益占税前利润的 30%，与相比 2009 年全年投资收益占比持平。

10 年销售不佳，预售锁定较低

公司 2010 年结算面积 88.8 万平方米，结算收入 62.9 亿元，同比分别增长 23%和 31%，结算价格为 7,083 元/平米，同比上涨了 7%。

但从合同销售来看，全年累计实现合同销售额 58.8 亿元，同比下滑 23%，销售面积 69.8 万平方米，同比下滑 37%；平均销售价格为 8,424 元/平米，同比增长 22%。

根据公司的 2011 年经营计划：公司开工面积将达到 162 万平方米，比 10 年增长 55%，竣工面积达到 70 万平方米；公司计划销售面积为 63 万平方米，计划销售额 76 亿元，由于上海明珠城、杭州香格里拉、新湖果岭等售价较高的项目可售资源加大，项目整体销售均价预计将大幅上涨 40%左右；公司计划结算面积为 64 万平方米，计划结算金额 60 亿元，结算均价预计将大幅上涨 30%左右。在 2011 年结算收入预计未有增长的情况下，由于结算价格的大幅上涨，房地产业务的毛利率和净利润贡献将有明显提升。

年末预收房款 23 亿元，仅锁定我们 2011 年预测房地产收入的 38%，业绩锁定表现不佳。

图表 2. 新湖中宝开发类业务主要数据

	2007	2008	2009	2010	2011F
新开工面积(万平方米)	113.7	91.0	65.5	104.4	161.9
同比(%)	(6)	(20)	(28)	59	55
竣工面积(万平方米)	89.1	95.1	53.8	94.7	70.2
同比(%) 4	8	7	(43)	76	(26)
销售面积(万平方米)	85.8	35.3	111.0	69.8	63.0
同比(%) 3	4	(59)	215	(37)	(10)
销售金额(亿元)	56.0	21.6	76.4	58.8	75.9
同比(%) 8	7	(61)	253	(23)	29
结算面积(万平方米)*	76.8	67.1	72.1	88.8	63.6
同比(%) 6	1	(13)	8 23		(28)
结算金额(亿元)*	38.0	45.5	47.9	62.9	60.1
同比(%) 6	5	20	5 31		(4)

资料来源：中银国际研究

注：*包括了不并表项目的结算数据。

金融股权投资抵御调控风险，提升安全边际

期内，公司顺应宏观经济走势，在巩固传统地产业务的同时，敏锐把握金融及其他领域高成长的投资机会。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、浙江金洲管道等金融及其他企业的部分股权，这些股权投资能够每年提供稳定而丰厚的投资收益，公司 2010 年获得投资收益共为 6.6 亿元。

一方面，金融股权投资相对稳定的收益可以在一定程度上抵御地产调控风险，降低业绩波动，另一方面也提高了公司估值的安全边际。其中，投资入股的上海大智慧和浙江金洲管道已顺利实现上市，按照现价计，新湖中宝拥有这两家上市公司股权的市值为 18.9 亿元，对每股 NAV 的贡献为 0.37 元。随着未来公司股权投资业务陆续上市，将进一步提升估值水平。

财务状况稳健，短期偿债压力小

新湖中宝的财务制度较为稳健。2010 年末资产负债率从 09 年期末的 69.5% 下降至 68.4%，净负债率从 33.7% 上升至 47.2%，净负债率低于行业平均水平。2010 年，每股经营活动产生的现金净流出为 0.47 元。期末，公司手持现金 62 亿元，短期负债为 39 亿元，短期偿债能力较强，同时手持大量现金也使得公司能够较为从容地面对严厉调控。2011 年公司将积极拓展债券、信托、合作开发等多元化融资渠道，为公司的可持续发展提供充裕的资金支持。

探索拿地新模式，权益土地储备已超 1,000 万平米

公司近年来积极寻求通过收购、合作、介入一级开发等多种方式取得新的土地储备。2010 年，公司新拓展了嘉兴、丽水、沈阳等多个地产项目，实现了土地储备的合理增长。截至 2010 年 12 月 31 日，公司已进入 30 多个城市，共有储备项目 31 个，土地储备占地面积 898.25 万平方米，按公司权益计算为 775.46 万平方米，总建筑面积累计已达 1,357.03 万平方米，按公司权益计算为 1,165.40 万平方米看，足以满足未来 5 年左右的开发需求。

公司近年来积极从事土地一级开发，一方面可以赚取稳定的投资收益，并寄希望未来能促成二级开发联动，为公司储备了大量的潜在优质项目。2010 年 2 月，公司成功获得启东一级开发项目，土地开发面积 6,000 余亩，可出让的商住开发用地不少于 3,000 亩。2011 年 1 月，公司又以 11.2 亿元收购利得海涂围垦一级开发项目 51% 股权，土地开发面积 12,090 亩，可出让土地面积 5,761 亩，预计总投资 32.2 亿元。

报告期内，公司对启东、天津、大连等大型、综合型项目加大了投入，积极与瑞联置业等境内外开发企业合作，显示了公司在拿地方式上的创新开拓，以及对地产主业的前瞻性结构调整，同时也有利于公司快速提升品牌，进一步体现了公司地产结构转型的战略布局。

调整盈利预测和目标价格

由于 10 年销售和预售锁定不佳，11 年销售在限购现状下难有超预期的表现，我们推迟了部分项目的结算进度，并分别下调 2011-12 年预测每股收益 18.8% 和 12.3% 至 0.46 元和 0.64 元。目前公司股价较 2011 年末每股 NAV 7.86 元有 27% 的折价，NAV 折让优势突出。

报告期内，公司行使股权激励期权 5,688 万股，6.61 元/股的行权价格较当时股价溢价 25%，与昨日收盘价尚有 15% 的差距，2011-2013 年新一轮股权激励方案也已启动，上期股权激励的行权及新一期的推出均表明了管理层对公司未来发展的强大信心。鉴于公司以二三线城市为主的低成本土储结构、创新渠道拿地取得突破性进展和调控下相对抗风险的资产结构，我们维持对新湖中宝的买入评级，综合考虑 NAV 估值和市盈率估值，将公司目标价从 6.87 元下调至 6.68 元，相当于 15 倍 2011 年市盈率和 15% 的 2011 年末 NAV 折价。

图表 3.业绩摘要

(人民币, 百万)	2009年	2010年	同比变动%
营业收入	6,379	8,140	28
营业成本 4,41	2	5,558	26
营业税	307	460	50
毛利润	1,660	2,122	28
其他收入	(3)	(40)	1,175
销售费用 150		190	27
管理费用	238	236	(1)
营业利润	1,269	1,656	30
投资收益	497	661	33
财务费用 181		179	(1)
营业外收支	28	76	170
税前利润	1,613	2,213	37
所得税	379	479	26
少数股东权益 76		174	129
归属上市公司股东净利润	1,158	1,560	35
主要比率(%)			
毛利率	26	26	
经营利润率	20	20	
净利率	18	19	

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	6,379	8,140	8,821	11,029	13,995
销售成本	(4,719)	(6,018)	(5,581)	(6,444)	(7,997)
经营费用	(341)	(375)	(407)	(531)	(688)
息税折旧前利润	1,319	1,747	2,834	4,055	5,310
折旧及摊销	(47)	(51)	(61)	(54)	(53)
息税前利润	1,272	1,696	2,773	4,001	5,256
净利息收入/(费用) 0		(179)	(186)	(216)	(279)
其他收益/(损失) 514		697	869	949	1,036
税前利润	1,786	2,213	3,456	4,734	6,013
所得税	(379)	(479)	(864)	(1,183)	(1,503)
少数股东权益	(76)	(174)	(250)	(276)	(345)
净利润	1,332	1,560	2,342	3,274	4,165
核心净利润	1,332	1,591	1,747	2,620	3,445
每股收益(人民币) 0.25	9	0.304	0.45	6	0.638
核心每股收益(人民币) 0.26	0	0.310	0.34	0	0.510
每股股息(人民币) 0.00	0	0.000	0.03	6	0.051
收入增长(%) n.a.		28	8	25	27
息税前利润增长(%) n.a.		33	64	44	31
息税折旧前利润增长(%) n.a.		32	62	43	31
每股收益增长(%) n.a.		17	50	40	27
核心每股收益增长(%) n.a.		19	10	50	31

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 5,61	4	6,213	6,85	4	7,546
应收帐款 159		566	618	772	980
库存 10,1	94	13,516	15,4	38	18,199
其他流动资产 1,66	3	2,554	2,50	5	2,648
流动资产总计	17,630	22,849	25,414	29,164	34,528
固定资产 552		532	485	445	404
无形资产 289		287	272	259	246
其他长期资产 3,47	3	4,786	4,83	0	4,913
长期资产总计	4,314	5,605	5,588	5,617	5,666
总资产	21,944	28,454	31,001	34,781	40,194
应付帐款 1,77	2	2,320	1,89	8	1,885
短期债务 4,07	7	3,922	4,25	3	4,315
其他流动负债 5,11	8	6,326	6,42	3	6,887
流动负债总计	10,967	12,568	12,574	13,087	14,196
长期借款 3,79	2	6,524	6,52	4	6,524
其他长期负债 497		382	499	457	565
股本 3,38	4	5,133	5,13	3	5,133
储备 2,92	2	3,347	5,54	1	8,597
股东权益	6,306	8,480	10,675	13,730	17,608
少数股东权益 383		499	729	983	1,300
总负债及权益	21,944	28,454	31,001	34,781	40,194
每股帐面价值(人民币) 1.86		1.65	2.08	2.67	3.43
每股有形资产(人民币) 1.78		1.60	2.03	2.62	3.38
每股净负债(现金) 0.67		0.82	0.76	0.64	0.49

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 1,78	6	2,213	3,456	4,734	6,013
折旧与摊销 47		51	61	54	53
净利息费用	0	179	186	216	279
运营资本变动 1,57	7	(3,780)	(2,369)	(2,697)	(3,624)
税金	(379)	(479)	(864)	(1,183)	(1,503)
其他经营现金流	(513)	(590)	(794)	(873)	(960)
经营活动产生的现金流	2,519	(2,405)	(324)	251	258
购买固定资产净值	(1,296)	(885)	17	19	22
投资减少/增加 276		193	0	0	0
其他投资现金流	(31)	269	536	415	539
投资活动产生的现金流	(1,050)	(424)	554	434	561
净增权益 20		484	2	3	4
净增债务 2,47	4	3,246	331	62	637
支付股息	(600)	(1,037)	(187)	(262)	(333)
其他融资现金流	568	590	268	207	269
融资活动产生的现金流	2,462	3,282	414	10	577
现金变动 3,93	1	453	643	695	1,397
期初现金 1,75	2	5,614	6,213	6,854	7,546
公司自由现金流 1,46	9	(2,829)	230	684	820
权益自由现金流 3,94	3	416	560	746	1,456

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 20.7		21.5	32.1	36.8	37.9
息税前利润率 19.9		20.8	31.4	36.3	37.6
税前利润率 28.0		27.2	39.2	42.9	43.0
净利率 20.9		19.2	26.5	29.7	29.8
流动性					
流动比率(倍) 1.6		1.8	2.0	2.2	2.4
利息覆盖倍数(倍) n.a.		9.5	13.6	17.1	17.4
净权益负债率(%)	33.7	47.2	34.4	22.4	13.4
速动比率(倍) 0.7		0.7	0.8	0.8	0.9
估值(倍)					
市盈率 22.2		18.9	12.6	9.0	7.1
核心业务市盈率 22.2		18.5	16.9	11.3	8.6
目标价对核心业务市盈率	25.8	21.6	19.6	13.1	10.0
市净率 3.1		3.5	2.8	2.1	1.7
价格/现金流	7.7	(10.2)	(91.1)	117.8	114.3
企业价值/息税折旧前利润 14.3		17.0	10.4	7.2	5.4
周转率					
存货周转天数 788.	4	719.0	946.7	952.6	910.4
应收帐款周转天数 9.1		16.3	24.5	23.0	22.8
应付帐款周转天数 101.	4	91.7	87.3	62.6	53.1
回报率(%)					
股息支付率 0.0		0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率 21.1		21.1	24.5	26.8	26.6
资产收益率 4.6		5.3	7.0	9.1	10.5
已运用资本收益率 8.7		10.0	13.4	16.8	18.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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