



房地产/金融

新湖中宝（600208）

巨大资源空间+行权动力+大幅被低估

——新一轮沿海土地资源布局奠定长期空间

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读：

公司属于典型的低估值资源股，拥有大量的一级开发、低成本二级开发、金融全牌照等，地产+金融的模式已然成熟，辅以创投及资源，具有长期发展前景及中短期动力。投资要点：

- 新湖中宝是行业内“地产+X”模式的先行者和坚定执行者，在金融和创投（新湖控股）的投资额都超过30亿。在经历了地产行业近10年的辉煌后，2007年开始将在地产快速发展时代积累的丰富资本投入金融、创投、资源等领域。我们相信公司在这4年中大规模投入的真金白银会陆续向市场证明他的正确性和前瞻性。
- 典型的优质资源型公司，控制人高瞻远瞩、控股比例超过70%，与公司利益高度一致，战略布局具长期发展优势：1000万方建筑面积的低成本二级开发、高达2300万占地面积的一级开发、迅速成长的金融全牌照、规模可观的PE投资等。
- 中短期股权激励的持续低于股价行权，相信管理层对于公司业绩和股价的诉求会持续增加。对于实际控制人而言，给予核心管理层足够的利益也是维持公司持续发展的必要条件。
- 新一轮土地布局的陆续展开，获得沿海发达区域周边的高达2300万占地的一级开发，奠定未来10年的空间。2001-05年进行第一轮房地产布局，奠定近10年来的高收益；而09年开始的新一轮布局，以巨量一级开发为主，分布于大连/天津/启东/温州，奠定未来空间；而与小商品城、影视公司等合作模式，也为低价获取土地奠定基础。
- 公司重估价值为11.2元/股，股价较重估值折价50%。其中房地产（不考虑一级转二级）RNAV 8.41元，金融等投资每股重估价值2.79元。
- 预计2011-2012 EPS 0.41、0.53元（其中金融等股权贡献投资收益0.11、0.12元），维持6个月目标价8.9元，较RNAV折价20%；12个月目标价10元，较RNAV折10%。长期发展潜力大、中短期有股权激励行权推动，股价低估且具有安全边际，维持长期增持建议。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6379	8140	8329	10278	13863
(+/-)%	82%	28%	2%	23%	35%
经营利润（EBIT）	1272	1696	2385	3380	4625
(+/-)%	96%	33%	41%	42%	37%
净利润	1150	1560	2111	2717	3554
(+/-)%	37%	36%	35%	29%	31%
每股净收益（元）	0.34	0.30	0.41	0.53	0.69
每股股利（元）	0.06	0.03	0.04	0.05	0.07

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	25%	26%	35%	38%	38%
市盈率	17.7	19.7	14.6	11.3	8.7
股息率(%)	1%	0%	1%	1%	1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：8.90

上次预测：8.90

当前价格：5.79

2011.05.24

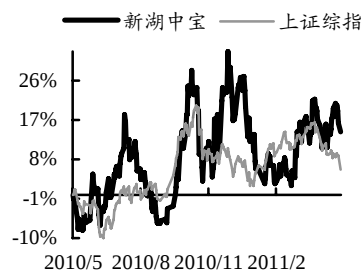
交易数据

52周内股价区间（元）	4.60-6.88
总市值（百万元）	29,723
总股本/流通A股（百万股）	5,133/5,132
流通B股/H股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	24
日均成交值（百万元）	139

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	8,702
每股净资产	1.70
市净率	3.4
资产负债率	71%

52周内股价走势图



相关报告

《从资源发现到业绩兑现》	2010.12.21
《溢价行权奠定公司估值底价》	2010.12.03
《资源蓄势已久，只待一飞冲天》	2010.10.28
《高度关注金融+地产模式的新战略布局》	2010.08.16
《沿海区域新一轮低调低成本战略布局！》	2010.02.26

新潮是行业内最先真正执行“地产+X”模式的先行者，在经历了地产行业近 10 年的辉煌后，2007 年开始将在地产高利润时代积累的丰富财力投入金融、创投、资源等领域。据不完全统计，在金融和创投（新潮控股）的投资额都超过 30 亿。金融的高 ROE、创投平台的陆续开花结果，我们相信公司在这 4 年中大规模投入的真金白银会陆续向市场证明他的正确性和前瞻性。

新潮无疑是优秀的资源型公司，包括体量惊人的一级开发、拿地时间主要集中在 06 年之前的低成本二级开发、迅速成长的金融全牌照、较大规模的 PE 投资等。由于实际控制人持有新潮中宝超过 70% 的高比例股权，发展战略较其他公司更基于长期潜力的考虑。

但股权激励的持续低于股价行权，相信整体管理层对于公司业绩和股价的诉求会持续增加，对于实际控制人而言，给予核心管理层足够的利益也是维持公司持续发展的必要条件。我们认为，公司有动力，也有资源，目前的持续低于行权价的股价具有非常高的安全边际，给予公司长期的增持评级。

1. 新潮系逐步整体上市的发展历史——与资本市场

长期友好互信的合作

新潮集团成立于 1994 年，主业是房地产，在 2006 年重组新潮中宝前，新潮集团当时持有 G 中宝 10.35% 股权（第二大股东）、新潮创业 29% 股权（第一大股东）、哈高科 30.59% 股权（第一大股东）。当时，G 中宝、新潮创业、哈高科各上市公司中均有少量的房地产业务。

（1）2006 年，房地产业务整体借壳上市：2006 年新潮集团以 3.21 元/股的价格选择借壳 G 中宝（600208，即新潮中宝），注入 980 万方储备。2006 年新潮集团借壳 G 中宝，以 2.5 亿现金收购原第一大股东恒兴力（恒兴力持有中宝 14.96% 股权），加上原有股权，新潮集团持有 G 中宝 25.32% 股权。之后，G 中宝以每股 3.21 元增发 12 亿股，向新潮集团购买其房地产资产（980 万平米储备），作价 38.5 亿元。增发完成后新潮集团直接和间接共持有新潮中宝 84.56% 股权。

（2）2007 年，成功非公开增发募集现金 16 亿元：向 7 家机构投资者非公开增发，以每股 16.06 元/股发行 9962 万股，募集资金 16 亿元。在 2006 年 12 月完成借壳之后，公司在 2007 年 1 月召开董事会拟进行非公开增发融资，在 2007 年 8 月成功完成增发，募集资金 16 亿元。增发完成后新潮集团股权略有摊薄，直接和间接共持有新潮中宝 79.72% 股权。

（3）2008 年，成功发行 14 亿元公司债。2007 年 10 月公司召开董事会拟发行公司债 14 亿元，期限为 8 年，利率为 9%，债券等级为 AA-，2008 年 7 月完成公司债发行。

（4）2009 年 7 月，新潮中宝吸收合并新潮创业，创业（600840）注销：

新湖中宝和新湖创业按 2008 年 12 月董事会公告之前各自交易均价 3.85 元/股和 7.11 元/股，折算为 1.85:1 的比例吸收合并，之后创业的资产、负债等全部进入新湖中宝，创业（08 年净利润 2.5 亿元）注销。2009 年 9 月吸收合并完成，新湖中宝新增 5.6 亿股，股本增加 20%。吸收合并后，新湖集团直接和间接持有新湖中宝 74.06% 的股权。

A、合并后新湖中宝增加上海、温州储备 100 万方。新湖创业主要从事房地产和贸易业务。房地产业务分布在上海、温州和江苏吴江三地，主要有上海新湖明珠城、温州项目。

B、合并后新湖中宝增加湘财证券 2.58% 股权、金洲管道 20% 股权、青海碱业 3.87% 股权。

（5）2009 年 11 月，董事会公告拟不低于 8.23 元/股非公开发行 2.4 亿股，拟募集资金 24 亿元。由于整体市场环境原因，该方案后放弃。

综上，从新湖历史上快速、紧凑、准确的资本市场运作上可以看出公司对于资本市场有很强的把控能力。公司对于市场也有长期的发展合作需求，相信未来能够与资本市场持续保持长期良好互信的合作关系。

2. “地产+X”的先行者—地产+金融，辅以创投/资源

新湖中宝可以算是最早介入“地产+X”的模式开发商之一，2007 年开始公司大量投资于金融、资源、创投。新湖系在 90 年代开始参与房地产开发，在历经中国房地产最风光的十年之后，积淀了强大的财力。公司于 2007 年开始大规模投向其他的高利润行业，其一为金融，其二为资源，其三为创投。

2.1. 地产+金融，辅以资源、创投

地产+金融是公司两大主业，辅以资源、创投高收益辅业。

A、金融方面：上市公司从银行、证券、期货、保险 4 个领域实施多元化发展。公司控股 1 家证券公司，参股 3 家商业银行、1 家证券公司，控股 1 家期货公司，拟设立 1 家保险公司。原来参股的公司，或者变成了控股公司，或者继续增资。

B、创投方面：主要以新湖控股作为投资平台。上市公司直接持有的已上市股权有大智慧（2009 年参与）、金洲管道（2007 年参与），除了以上所提到的金融、资源方面的股权外，基本其他投资都是以新湖控股这个平台进行投资。新湖控股目前持有上海新湖创业投资有限公司 95% 股权、上海青云投资管理有限公司 100% 股权、湘财证券有 69.22% 股份等。

C、资源方面：上市公司拥有 2 家矿业公司。公司持有蓬莱金奥湾矿业、丰宁承龙矿业 2 家公司，分别为位于山东蓬莱的矿区面积为 4 平方公里的金矿，根据公司公告，该矿业已经开始开采；位于河北承德勘探面积为 12.45 平方公里的金、钼矿，该矿业尚处于勘探详查阶段。

表 1：新湖从 2007 年开始大量投资于金融、资源、创投项目

	初始投资金额 (百万元)	股权 比例	初始参 与时间	股份 来源
盛京银行	450	8.83%	200708	增资
吉林银行	180	1.52%	200912	认购非公开增发
成都农商行	1072.5	7.50%	200812	增资
长城证券	70.72	0.72%	200710	认购非公开增发
湘财证券	939.9	31.36%	2007	增资，原新湖创业内
新湖期货	416.5	91.67%	200710	受让股权及增资
锦泰保险	——	——	201008	筹建
大智慧	352	9.26%	200909	增资
金洲管道	100	14.98%	2007	受让股权，原新湖创业内
河北丰宁承龙矿业（金、钼）	130	80%	200810	受让股权
山东蓬莱金矿	78	100%	200708	设立公司并收购金矿
新湖控股	1440	40%	200010	集团股权结构划转
青海碱业	280	10.83%	2007	原新湖创业内
总计	5509.7	---		

注：湘财证券的初始投资额为根据新湖中宝直接持有的股权成本推算间接持有的成本。

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

2.2. 创投平台——新湖控股

新湖控股 2000 年成立，注册资本 36 亿元，目前是上市公司的创投平台，持股 40%。新湖控股原是新湖中宝大股东新湖集团的大股东，后来在 2008 年由于整个新湖系的股权结构调整，变为实际控制人黄伟先生直接持有新湖集团股权，而新湖控股则在结构调整后成为新湖集团和新湖中宝的子公司，其中新湖集团持有新湖控股 60% 股权，新湖中宝持 40%。

新湖控股近年投资大量的创投项目，将逐渐进入收获期。截至 2010 年末，新湖控股总资产 169 亿元，净资产 40 亿元；2010 年度实现营业收入 15.5 亿元，净利润 3.4 亿元。

持续对新湖控股增资，表明公司对创投业务力度的持续加大。上市公司于 2010 年 8 月对新湖控股增资 9.8 亿元，增资后仍保持 40% 权益。并且，公司于 2011 年 3 月再次公告在一年内可继续增资新湖控股 5-10 亿元。

2.3. 金融业务——券商、银行、期货、保险，投资超过 30 亿

公司从 2007 年开始大举投资金融业，依靠地产积累下的雄厚财力，短短 4 年时间，公司已经参股 3 家商业银行，控股 1 家证券公司，参股 1 家证券公司，控股 1 家期货公司。

金融和地产的结合，对于整个集团而言，在地产融资极为困难的境遇下，合理有效地运用公司在银行金融等渠道的资源，未来也可以给高杠杆的房地产业务以一定的支持。

表 2：公司从 2007 年开始投资金融行业的时间序列

公司金融业务投资大事记

200708 以 4.5 亿认购盛京银行 3 亿股
 200710 认购长城证券非公开发行

200710 受让集团的天地期货 35%股权并增资至 71.15%(即后来的新潮期货)
 200712 金融期货经纪业务资格获得中国证监会核准
 200802 金融期货交易结算业务资格获得核准
 200810 增资长城证券
 200811 入股盛京银行 3 亿股
 200812 入股成都市农村信用合作联社（3 亿元，7.89%）
 200906 增资成都农商行（6.525 亿，9.75%）
 201005 增资，持有新潮期货 89.29%的股权
 201008 筹建锦泰财产保险股份有限公司获得批复
 201012 增资新潮期货
 201102 增资成都农商行（持股比例至 7.5%）

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

表 3: 上市公司在金融业务投资额超过 30 亿元 （单位：百万元）

	初始投资 (百万元)	股权 比例	09A 净利润	10A 净利润	初始参 与时间
湘财证券	939.9	31.36%	962	402	2007
盛京银行	450	8.83%	772	1920	200708
长城证券	70.72	0.72%	709	464	200710
新潮期货	416.5	91.67%	25	41	200710
成都农商行	1072.5	7.50%	1159	1657	200812
吉林银行	180	1.52%	820	1230	200912
锦泰保险	——	——	——	——	201008
总计	3130	---	---	---	

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

3. 地产业务——体量巨大的一级开发奠定长期空间，

低成本二级开发贡献中短期业绩

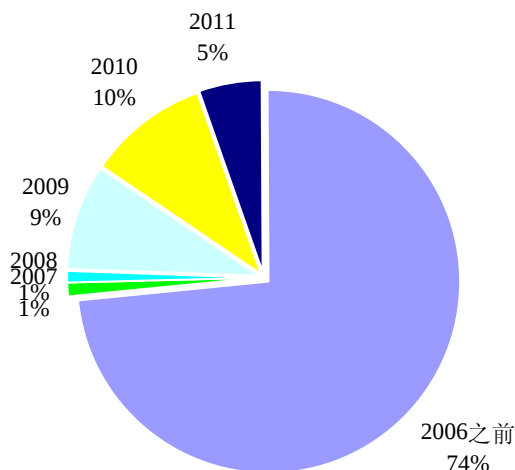
第一轮房地产市场高超的战略布局：2001-2003 年，公司获得了大量的二级开发储备，也基本奠定了目前公司储备中低成本地价的格局。2006 年后拿的地也仅占储备的 26%左右

第二轮房地产布局：2009-2011 年陆续获得巨大体量的一级开发，并布局在沿海经济发达区域周边，分别在江苏启东、温州、大连、天津，总体量达 2230 万方，给公司长期的发展奠定了土地资源坚实的基础。

房地产业务属于典型的资源公司类型，长中短期配合。既非常看重长期成长和资源潜力，同时大量多年前获得低成本的二级开发也可贡献中短期的业绩。二级开发储备建面 1066 万方，成规模、拿地时间早、地价低廉；一级开发布局沿海发达区域周边、体量巨大、增值空间大，公告占地 2230 万方。

而随着 2012-2013 年左右一级开发逐渐有转为二级开发的可能，预计公司对于二级开发一直较为稳健的开发速度将有所加快。

图 1：公司目前的二级开发储备中约 74%拿地时间在 2006 年之前



数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

表 4：2006-2010 年公司拿地进度

时间阶段	拿地建面（万平方米）	项目所在城市
2006 年至 2007 年 1H	0	——
2007 年 2H	8.2	天津
2008 年 1H	0	——
2008 年 2H	8.3	杭州
2009 年 1H	0	——
2009 年 2H	二级开发 98 万平米，一级开发 1100 万平米	沈阳、九江、大连、天津
2010 年 1H	二级开发 43 万平米，一级开发 400 万平米	浙江丽水、江苏启东
2010 年 2H	二级开发 58 万平米	浙江嘉兴、沈阳
2011 年 1H	二级开发 65 万平米	浙江舟山、天津

注：上述统计中不包括不属于公开市场拿地的 2 次股权收购：2007 年 2 月收购苏州项目 40% 股权，2009 年 9 月收购杭州·新湖果岭项目 49% 股权合计约 88 万方。

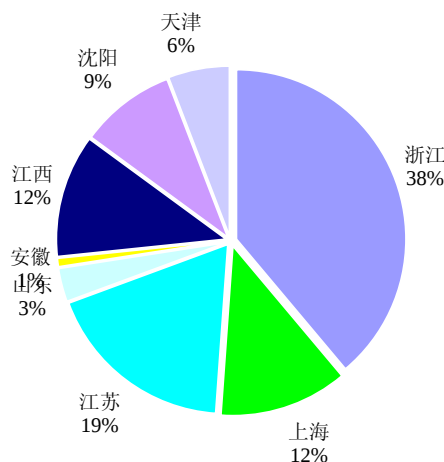
数据来源：公司公告

3.1. 二级开发——75%均为 2006 年之前获得

新湖集团大约从 1995 年开始从事房地产开发，2001 年前后大举进军二三线城市，尤其是长三角区域，开始第一轮战略布局。2006 年开始，公司在公开市场招牌挂拿地的速度明显下降，将从房地产行业获得的大量资金投入金融行业。

公司二级开发储备 1066 万平米，只有 25% 为 2006 年以后获得，其余基本都是在 2005 年之前获得的低成本，于 2006 年注入上市公司（注入储备占地 394 万方，建面 980 万方）。公司的储备中约 40% 位于大本营浙江，其后是江苏、上海、安徽、辽宁、天津、山东等地。

图 2：公司二级开发储备约 70% 分布在长三角



数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

表 5：新湖中宝项目储备（二级开发）

单位：万平方米

项目名称	产品类型	位置	占地面积	建筑面积	可售面积	未结面积	权益	权益未结建面
沈阳·北国之春	住宅	沈阳	40.4	84.9	84.88	22.9	100.0%	22.93
沈阳·香格里拉	住宅	沈阳	26.8	27.0	26.98	27.0	100.0%	26.98
沈阳·沈北 005 项目	住宅	沈阳	5.9	11.8	11.77	11.8	100.0%	11.77
天津·香格里拉	住宅	天津	14.5	15.1	15.14	12.8	85.0%	10.90
新湖·玫瑰园	住宅	滨州	12.4	12.8	12.83	12.8	100.0%	12.83
泰山·新湖绿园	住宅	泰山	12.0	14.0	14.00	14.0	100.0%	14.00
淮安·翔宇花园	住宅	淮安	17.0	26.5	26.46	1.1	55.0%	0.60
镇江·涌金花园	住宅	镇江	59.45	63.0	63.00	63.0	100.0%	63.00
南京·仙林翠谷	住宅	南京	63.7	50.8	50.80	43.6	100.0%	43.63
苏州·明珠城	住宅	苏州	104.3	156.4	156.40	129.7	100.0%	129.68
蚌埠·山水华庭	住宅	蚌埠	19.8	26.0	25.95	1.0	100.0%	1.01
芜湖·长江长现代城	住宅	芜湖	15.4	43.3	43.28	8.2	100.0%	8.20
上海·新湖明珠城	住宅	上海	22.9	90.0	90.00	51.9	95.0%	49.27
上海·青蓝国际	住宅	上海	6.5	34.5	34.47	34.5	100%	34.47
上海·华商大公馆	住宅	上海	22.0	29.0	29.03	29.0	70%	20.32
上海·新湖景城	住宅	上海	6.48	20.6	20.60	20.6	49.1%	10.12
杭州·东新园	住宅	杭州	4.9	12.3	12.30	2.1	100%	2.06
杭州·新湖香格里拉	住宅	杭州	83.3	46.1	46.15	33.7	100%	33.74
新湖·果岭	住宅	杭州	36.1	52.0	52.02	50.3	100%	50.35
杭州·武林国际公寓	住宅	杭州	2.6	13.0	12.96	13.0	70%	9.07
嘉兴·新湖绿都	住宅	嘉兴	9.1	16.1	16.06	0.2	100.0%	0.22
嘉善·风泽泗洲	住宅	嘉善	16.4	9.7	9.70	0.4	100.0%	0.41
海宁·百合新城	住宅	海宁	94.2	111.6	111.60	72.6	50.0%	36.30
桐乡·新湖香格里拉	住宅	桐乡	20.2	17.0	17.00	7.1	51.9%	3.68
衢州·新湖景城	住宅	衢州	48.1	75.9	75.90	53.7	100.0%	53.70
温州·瑞安外滩	住宅	温州	4.8	22.2	22.24	0.0	100.0%	0.00
瑞安·金座银座	住宅	温州	0.78	5.3	5.30	5.3	100.0%	5.30
龙港·新湖绿都	住宅	温州	6.9	10.9	10.85	0.9	100.0%	0.90
温州·新湖庄园	住宅	温州	4.1	7.8	7.80	7.8	100.0%	7.80

温州·新潮广场	住宅	温州	3.3	8.1	8.09	0.8	100.0%	0.80
兰溪·香格里拉	住宅	兰溪	32.0	45.1	45.11	45.1	51%	23.01
九江·柴桑春天	住宅	九江	63.5	105.0	105.00	50.4	70.0%	35.25
九江·庐山国际	商住	九江	40.7	73.3	73.28	73.3	100.0%	73.28
黄山·维多利亚广场	住宅	黄山	10.719	18	18.00	0.2	100.0%	0.15
丽水厦河湖项目		丽水	19.11	43.2	43.17	43.17	100.0%	43.17
嘉兴经开项目	商住	嘉兴	18.63	33.54	33.54	33.54	51%	17.11
沈阳八号街项目	商住	沈阳	12.09	24.18	24.18	24.18	100%	24.18
津静 33、34 号地		天津	21.58	43.16	43.16	43.16	100%	43.16
舟山地块	住宅	舟山	13.65	21.84	21.84	21.84	55%	12.01
合计			1016.24	1520.85	1520.85	1066.62	88%	935.36

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

3.2. 一级开发——新一轮战略布局：优秀的选址、巨大的体量

新一轮布局：以一级开发为主要战略方向。过去 3 年内补充 2320 万占地面积的一级开发，位于沿海经济发达区域周边，增值空间巨大，奠定公司长期资源股的地位。公司于 2009-2011 年在大连、启东、天津、温州四个城市陆续获得占地面积约 2300 万平米的一级开发。这些资源将奠定公司 3-5 年之后的土地资源地位，同时在 1-2 年内也可开始陆续通过一级土地市场获得一级开发收益，有效地补充现金流。

表 6：公司一级开发项目汇总

（单位：万平方米）

项目	位置	获取时间	占地面积	预估建筑面积	预计土地拍卖时间
天津静海	天津静海县	2009 年	70	84	2011 年
天津团泊	天津静海县团泊湖畔	2009 年	50	60	2011 年
大连金州	大连金州金渤海岸	2009 年	1000	1200	2013 年
启东项目	江苏启东寅阳镇	2010 年	400	480	2011 年
温州平阳	温州平阳县	2011 年	800	800	2013 年
合计			2320	2624	

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

图 3：3 年来获得 2230 万平一级开发，布局于沿海经济发达区域周边



数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

3.3. 拓宽开发模式：与小商品城、瑞联置业、影视公司等合作

公司在寻找合适的时点获取二级开发储备的同时，投入大量的精力获取巨大体量的位于经济发达区域周边的一级开发项目，同时，公司还公告与小商品城、瑞联置业（美国开发商）、影视界等合作，以拓宽拿地、发展的能力及思路。

A、与义乌小商品城签订战略合作协议：公司于 2010 年 10 月公告，与义乌小商品城签订《战略合作协议》，拟合作经营静海县义乌小商品国际商贸城，该项目建筑总面积为 70 万平米（其中小商品市场面积为 50 万平米，配套管理用房为 20 万平米）。和小商品城的合作，拓宽了公司的拿地模式，降低了土地成本，也使开发经营业务的更加多元化。

B、与瑞联等一线外资地产合作商业地产等：2010 年 10 月，与瑞联置业签署了《合作开发框架协议》。瑞联置业（Related Limited）成立于 1972 年，是美国高档住宅、商业、多功能地产以及节能环保建筑的行业领先者和主要开发商之一，拥有并经营的不动产约 120 亿美元，资产包括分布在美国主要城市的商业、办公、酒店及综合型项目，拥有的代表性物业包括纽约的时代华纳中心等。在双方的合作中，公司将负责项目的开发和运营，而瑞联中国将引入国际商业地产管理经验等。

C、进军娱乐产业，与胡玫等投资影视公司或影视基地等。值得关注的

是,公司于 2011 年 1 月公告成立新潮影视传播有限公司。公司拟与胡玫、何燕江合资成立新潮影视。注册资本 5000 万元人民币,其中,新潮出资 5000 万元人民币,占 70%股份;胡玫、何燕江将其持有的北京胡玫影视艺术创作中心、上海金德影视公司及胡玫艺术中心有限公司的股份作为出资,分别占 25%和 5%股份。预计围绕影视基地的投资,也可为公司未来拓展不同模式的土地资源打开通道。

4. 股权激励

4.1. 2008 年股权激励方案（对应 2008-2010 年业绩）

新潮中宝于 2008 年实施股权激励方案,共分三期,对应的是 2008-2010 年的业绩,三期均达到行权的条件。

授予日为 2008 年 6 月 24 日,公司高管及核心骨干人员共计 268 人获授股票期权 10033.6 万份,每份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。第一期调整前的行权价格为 15.96 元/股,行权数为 6271 万份,根据历年分红送股情况等调整后的行权价为 6.61 元/股,行权数量为 15050.4 万份。

第一期行权: 2010 年 12 月,对应 2008 年业绩,行权价低于公司股价,但获得期权的各位公司高管及核心骨干仍均行权。按第一期行权日 2010 年 12 月 3 日的公司收盘价 5.94 元计算,仍较 6.61 元的行权价低了 10%。同时高管持有的该新增股份在自行权之日起六个月内全部锁定,六个月后总量的 25%可流通,其余 75%随后逐年流通。

第二期行权: 截止日 2011 年 6 月,目前股价仍低于行权价 6.61 元,预计即便行权日价格仍低于行权价,公司按第一期行权的情况仍继续行权可能性很大。

低于股价行权充分表明了公司各位高管和核心骨干对于公司长远发展的信心;也充分显示了大股东的长远才略;而且,对于长期稳定公司管理团队有积极的作用。

表 7: 2008 年股权激励方案: 行权价 6.61 元/股,于 2008 年 6 月 24 日共授予 1.5 亿股股票期权

行权期	行权期	行权股数占总授予数的比例	对应业绩年份	业绩要求		是否满足行权条件
				净利润	ROE	
第一期	2009/06/24-2010/12/24	40%	2008 年业绩	6 亿	8%	满足
第二期	2010/06/24-2011/06/24	30%	2009 年业绩	9 亿	8%	满足
第三期	2011/06/24-2012/06/24	30%	2010 年业绩	15 亿	8%	满足

数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

4.2. 2010 年股权激励方案（对应 2011-2013 年业绩）

公司于 2010 年 12 月公告新的股权激励方案,对应 2011-2013 年业绩。继 2008 年激励方案对应的 2008-2010 年业绩均全部满足后,公司于 2010 年底推出新一期股权激励计划。

表 8: 2010 年股权激励方案: 行权价 6.25 元/股, 计划授予 2.999 亿股亿股股票期权

行权期	行权期	行权占比	对应业绩年份	扣除非经常损益前			扣除非经常损益后		
				净利润	EPS	ROE	净利润	EPS	ROE
第一期	T 日+12 个月—30 个月	40%	2011 年业绩	15.6 亿	0.30	12%	11 亿	0.21	10%
第二期	T 日+24 个月—36 个月	30%	2012 年业绩	23 亿	0.45	12%	18 亿	0.35	10%
第三期	T 日+36 个月—48 个月	30%	2013 年业绩	35 亿	0.68	12%	27 亿	0.53	10%

数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

5. 重估值为 11.2 元, 发展潜力大, 有足够安全边际

公司目前每股重估价值为 11.2 元, 其中房地产类业务每股 RNAV 8.41 元 (其中二级开发 5.96 元, 一级开发 2.45 元), 金融等股权投资每股重估价值 2.79 元。

在二级开发上, 目前公司共有 40 个项目、936 万平米的权益未结项目储备, 二级开发储备中约 70%位于长三角, 其中上海、杭州中心区储备约 209 万平米。公司另有一级开发占地面积 2320 万平米, 房地产业务每股 RNAV 约 8.41 元。(该计算中并未包括一级开发转为二级的可能收益)

表 9: 一级开发 RNAV 估算

位置	获取时间	占地面积 (亩)	可出让建设用地 (亩)	预计每亩成本 (万元)	预计每亩地价 (万元)	预计每亩收益 (万元)	预计总收益 (亿元)
天津静海	2009 年	1050	1050	50	300	70.05	3.75
天津团泊	2009 年	750	750	50	300	70.05	5.25
大连金州	2009 年	15000	10500	50	200	41.70	43.79
江苏启东	2010 年	6000	5400	40	200	61.46	33.19
温州平阳	2011 年	12000	5761	56	250	135.27	39.74
合计		34800	23461				125.72

注: 大连金州、天津静海、团泊等建设用地按照 70%-100%的总一级开发占地计算。

数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

表 10: 二级开发 RNAV 估算

项目名称	预计销售均价	未结面积 (万平方米)	权益	土地增值税 (元/平米)	RNAV (百万元)	RNAV 占比	土增税占比营业收入
杭州·东新园	13300	2.1	100%	1289	81	0.2%	9.2%
杭州·新湖香格里拉	21085	33.7	100%	5621	2335	6.6%	25.3%
杭州·新湖果岭	15000	50.3	100%	3479	2122	6.0%	22.0%
杭州·武林国际公寓	52246	13.0	70%	9585	1671	4.7%	17.4%
嘉兴·新湖绿都	4750	0.2	100%	319	3	0.0%	6.4%
温州·瑞安外滩	9704	0.0	100%	1421	0	0.0%	13.9%
瑞安·金座银座	7600	5.3	100%	847	123	0.3%	10.6%
龙港·新湖绿都	5571	0.9	100%	502	15	0.0%	8.6%
温州·新湖庄园	8526	7.8	100%	1599	219	0.6%	17.8%
温州·新湖广场	5206	0.8	100%	407	12	0.0%	7.4%
嘉兴 11 地块	8550	33.54	51%	0	437	1.2%	0.0%

嘉善·风泽泗洲	4133	0.4	100%	0	5	0.0%	0.0%
海宁·百合新城	15656	72.6	50%	4757	1856	5.2%	28.9%
桐乡·新湖香格里拉	6090	7.1	52%	348	59	0.2%	5.4%
衢州·新湖景城	6803	53.7	100%	968	1151	3.2%	13.5%
丽水·厦河湖地块	10450	43.17	100%	0	1471	4.1%	0.0%
舟山·J7 地块	14250	21.84	55%	0	634	1.8%	0.0%
镇江·涌金花园	6650	63.0	100%	449	1270	3.6%	6.4%
兰溪·香格里拉	6650	45.1	51%	913	363	1.0%	13.0%
上海·新湖明珠城	23750	51.9	95%	6615	3839	10.8%	26.5%
上海·青蓝国际	29925	34.5	100%	6737	3598	10.2%	21.4%
上海·华商大公馆	28500	29.0	70%	5650	1903	5.4%	18.8%
上海·新湖景城	30400	20.6	49%	0	652	1.8%	0.0%
南京·仙林翠谷	10160	43.6	100%	2316	1233	3.5%	21.7%
苏州·明珠城	8853	129.7	100%	819	3355	9.5%	8.8%
淮安·翔宇花园	4119	1.1	55%	0	7	0.0%	0.0%
沈阳·北国之春	10364	22.9	100%	1246	732	2.1%	11.4%
沈阳·香格里拉	11875	27.0	100%	2925	1041	2.9%	23.4%
沈阳·005、006 项目	7125	11.8	100%	788	203	0.6%	10.5%
沈阳·160 地块	7125	24.18	100%	0	434	1.2%	0.0%
天津·香格里拉	10350	12.8	85%	2617	370	1.0%	24.0%
津 33、34 宗地	5700	43.16	100%	0	410	1.2%	0.0%
滨州·新湖玫瑰园	7600	12.8	100%	1256	315	0.9%	15.7%
泰山·新湖绿园	5700	14.0	100%	783	250	0.7%	13.0%
蚌埠·山水华庭	4275	1.0	100%	0	12	0.0%	0.0%
芜湖·长江长现代城	8793	8.2	100%	1524	234	0.7%	16.5%
黄山·维多利亚广场	4750	0.2	100%	319	2	0.0%	6.4%
九江·柴桑春天	7306	50.4	70%	1150	824	2.3%	15.0%
九江·庐山国际	9348	73.3	100%	1570	2200	6.2%	16.0%
津 22、23 号地	7125	48.3	100%	735	862	2.4%	9.8%
合计	11634	1114.92	88%	1739	36299	100%	11.62%

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

表 11：房地产业务 RNAV 计算

	建筑（一级开发）面积	RNAV(亿元)	每股 RNAV(元)
二级开发	935	306.1	5.96
一级开发	2320	125.7	2.45
房地产业务合计	——	431.8	8.41

注：表 11 中房地产二级开发 RNAV 363 亿，按 8.5% 贴现，并且减去 28.5 亿净负债后，为表 12 中 306 亿 RNAV。

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

除房地产业务之外，公司在金融领域进行了大量的股权投资，金融牌照较为齐全，其中盛京银行上市可能性较大。目前上市公司拥有 3 家商业银行股权、2 家券商股权、1 家期货公司。并参股了大智慧、金洲管道，上述 2 家公司已经成功上市。加上矿业等，公司股权投资部分重估价值约 159 亿，折合每股 2.79 元。

公司矿业资产获取成本低，未来增值潜力较大。公司在 2007、2008 年获取河北丰宁（金矿、钼矿）、山东蓬莱（金矿）等矿产资源。

表 12: 公司金融及其他股权投资的重估价值

（单位：亿元，元/股）

	初始投资 金额	股权比 例	09A 净 利润	10A 净 利润	目标 PE	预期市 值	权益重 估值	每股重 估价值	何时获得
盛京银行	4.5	8.83%	772	1920	12	230.43	20.35	0.40	200708
吉林银行	1.80	1.52%	820	1230	12	147.60	2.24	0.04	200912
成都农商行	10.73	7.50%	1159	1657	12	198.89	14.92	0.29	200812
长城证券	0.71	0.72%	709	464	23	106.74	0.77	0.01	200710
湘财证券	9.40	31.36%	962	402	23	92.56	29.03	0.57	2007
新湖期货	4.17	91.67%	25	41	30	12.18	11.16	0.22	200710
锦泰保险	—	—	—	—	—	—	—	—	201008
大智慧	3.52	9.26%	188	161	40	122	11.30	0.22	200909
金洲管道	1.00	14.98%	102	73	按市值	28	4.19	0.08	2007
河北丰宁金钼矿业	1.30	80%	—	—	—	—	6.50	0.13	200810
山东蓬莱金矿	0.78	100%	—	—	—	—	3.90	0.08	200708
新湖控股	14.40	40%	478	236	—	—	25.92	0.50	200010
青海碱业	2.80	10.83%	—	—	—	—	8.40	0.16	2007
总计	55.1	---	---	---	---	938.4	138.68	2.79	

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

表 13: 公司 RNAV 计算

	RNAV(亿元)	每股 RNAV (元)
房地产业务	431.8	8.41
金融等其他业务	138.68	2.79
整体业务合计	570.5	11.20

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

6. 估值及盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.53 元、0.69 元（其中，房地产业务分别贡献 0.30、0.41 元、0.55 元，金融等股权贡献的投资收益 0.11、0.12、0.14 元）。

公司每股重估价值 11.2 元，其中房地产（二级及一级开发）每股 RNAV 8.41 元，股权类投资每股重估价值 2.79 元。

公司属于典型的资源型公司，占地超过 2300 万平米的一级开发，且这些一级开发的选址区域均位于发展潜力大的经济发达区周边，譬如 1.2 万亩的温州平阳一级开发项目，位于上海周边的 6000 亩江苏启东项目等，未来随着这些经济发达地区的区域扩张，增值潜力值得期待。

而二级开发由于拿地时间早，盈利能力强，配合大量的一级开发，公司地产板块短中长期的发展均可以得到保障。

而公司近年投入大量财力精力的金融业务，以及创投业务，将陆续开始释放业绩。

公司“地产+金融”的业务结构，是公司长远发展战略的一个证明，从过去地产行业的高利润时代获取大量的财力，在行业持续调控的背景下，逐步将部分资金投入其他高利润、高杠杆行业。而新潮中宝从4年前开始大规模启动的地产资金投向金融、创投的模式，走在市场的最前沿，收获期渐行渐近。

公司 RNAV 11.2 元，预计 2011-2013EPS 0.41 元、0.53 元、0.69 元，我们维持公司目标价 8.9 元，相对于 RNAV 折价 20%，对应 2011 年 PE 20 倍，对于如此优秀的长期发展潜力巨大的一家公司，我们认为这个价位安全也非常便宜，维持长期增持建议。

附表：公司业绩预测（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2992.4	3504.9	6379.4	8140.0	8328.9	10278.0	13863.3
营业收入	2992.4	3504.9	6379.4	8140.0	8328.9	10278.0	13863.3
二、营业总成本	2608.1	3025.5	5291.7	6663.6	6127.5	7123.8	9543.5
营业成本	2184.3	2379.1	4412.1	5557.5	4986.5	5715.7	7616.5
营业税金及附加	143.8	197.9	307.1	460.4	458.1	565.3	790.2
销售费用	52.1	102.9	150.0	190.2	249.9	308.3	415.9
管理费用	131.6	176.4	238.0	236.2	249.9	308.3	415.9
财务费用	40.4	120.4	181.4	179.2	183.2	226.1	305.0
资产减值损失	55.9	48.8	3.1	40.0	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	-0.5	-2.5	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	232.1	562.9	487.0	660.7	726.8	799.4	959.3
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	230.3	555.9	421.2	551.4	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	615.9	1039.8	1576.7	2137.1	2928.1	3953.7	5279.1
加：营业外收入	2.8	1.4	46.3	104.4	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	3.4	12.0	18.1	28.3	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	615.3	1029.2	1604.9	2213.2	2928.1	3953.7	5279.1
减：所得税	181.4	164.5	378.7	479.0	673.5	909.3	1187.8
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	434.0	864.7	1226.2	1734.2	2254.6	3044.3	4091.3
减：少数股东损益	19.4	24.2	76.1	174.3	143.2	327.5	537.1
归属于母公司所有者的净利润	414.6	840.6	1150.2	1560.0	2111.4	2716.8	3554.2
股本	1763.66	2821.85	3384.4	5133.48	5133.48	5133.48	5133.48
EPS	0.24	0.30	0.34	0.30	0.41	0.53	0.69
主营收入增长率	43.3%	17.1%	82.0%	27.6%	2.3%	23.4%	34.9%
净利润增长率	74.6%	102.7%	36.8%	35.6%	35.4%	28.7%	30.8%
毛利率	27.0%	32.1%	30.8%	31.7%	40.1%	44.4%	45.1%
三项费用率	7.5%	11.4%	8.9%	7.4%	8.2%	8.2%	8.2%
净利润率	13.9%	24.0%	18.0%	19.2%	25.4%	26.4%	25.6%

数据来源：公司公告、WIND、国泰君安房地产研究

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008 年、2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008 年 3 月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。荣获 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		