

新湖中宝调研简报

模式独特，资源丰富

中信证券研究部 地产组

陈聪

电话: 010-84588249

邮件: chencong@citics.com

段海瑞

电话: 010-84588134

邮件: dhr@citics.com

要点:

公司已公告 2008 年的年报和与新湖创业的吸收合并。吸收合并后公司地产业务有所壮大，特别是其主力项目上海新湖明珠城的权益从 45% 上升到 95%，将可以并表。而非地产业务方面，纯碱生产的大企业青海碱业得以置入公司。更重要的是，公司同业竞争问题得到解决。

❖ 地产业务：资源丰厚，成本较低

我们测算，在新湖创业和新湖中宝合并后，公司将拥有权益土地资源 714 万平米（包括不可并表的海宁项目，但不包括规划未定的青岛项目和温州平阳新湖庄园项目），公司土地储备有约 90%（按权益口径计算）都是在 2006 年前所获得的，我们估算的平均楼面成本只有不足 1000 元。按照权益口径测算，公司所有土地储备的平均销售价格约为 7456 元/平米，而平均楼面成本约为 3498 元/平米，综合毛利率约为 53%。即使房价下降 20%，我们预计公司所有土地储备的毛利率仍然能维持在 41%。

表 1：公司项目列表

项目名称	权益	规划面积	剩余可结面积	预期房价	估计楼面成本
苏州吴江·明珠城	83%	166.0	157.9	5300	3855
九江·柴桑春天	70%	96.0	70.4	3500	2083
衢州·新湖景城	100%	75.9	66.4	3500	1848
镇江·涌金花园	100%	63.0	63.0	6500	3440
沈阳·北国之春	100%	90.0	44.2	5200	2638
南京·仙林翠谷	100%	50.8	49.1	5600	3484
芜湖·长江长现代城	100%	58.6	33.8	5500	2048
杭州·果岭	51%	43.0	43.0	9200	5000
杭州·新湖香格里拉	100%	35.0	26.2	15000	4657
桐乡·新湖香格里拉	52%	21.0	21.0	6500	2718
上海·新湖景城	49%	20.6	20.6	20000	11000
泰山·新湖绿园	100%	17.7	17.7	3300	2700
淮安·翔宇花园	55%	25.0	4.6	2500	1200
蚌埠·山水华庭	100%	25.1	9.5	3200	1800
瑞安·金座、银座	100%	4.1	4.1	8000	4500
温州·瑞安外滩	100%	25.0	3.3	3800	2200
龙港·新湖绿都	100%	10.7	5.8	4500	2200
沈阳·香格里拉	100%	18.1	18.1	6500	4000
天津·香格里拉	85%	12.3	12.3	7200	4200

滨洲 玫瑰园	100%	20.5	20.5	4500	1659
上海·新湖明珠城	95%	90.0	58.0	22000	5000
杭州武林地块	70%	8.4	8.4	28000	15000
杭州·东新园	100%	12.3	2.1	10000	2000
嘉兴·新湖绿都	100%	16.1	0.5	5000	1500
嘉善·风泽泗洲	100%	9.7	1.1	5000	2000
温州平阳新湖广场	95%	7.0	7.0	4000	3000
尾盘(杭州北国之春等)	100%	3.0	3.0	6500	2200
海宁·百合新城 不可并表	50%	111.6	81.7	8500	4000
合计（不考虑权益）			853.4	7624	3653
合计（考虑权益）			713.8	7456	3498

资料来源：中信证券研究部整理

❖ 地产业务：开发进度偏慢，上海项目影响重大

新湖中宝（吸收合并前）2008 年权益销售面积仅 30 万平米，权益销售额仅不到 16 亿，主力项目上海新湖明珠城受到严重影响，仅实现 2.64 亿的销售，销售额贡献最大的是海宁百合新城项目。

公司销售和开发节奏比较慢的原因包括：1. 正是由于上海新湖景城等地块拿地时间早，资源优越，也更容易存在拆迁问题；2. 公司项目销售价格基本没有经过调整；3. 2008 年公司的重心在公司债、收购金融资产和策划吸收合并方面，对战略问题关注程度高于地产细节。

为此，公司在年报中明确提出实现上海新湖明珠城销售面积 5.85 万平米，销售额 13 亿元的目标。尽管到目前为止，从网上签约数据看，上海新湖明珠城销售仍不理想，但该项目地段优越，如辅之以适当营销手段应可完成销售任务。而 2008 年新湖明珠城销售情况不理想所造成的另一个意外效果就是，目前大量明珠城的存货实际上处在现房待售阶段。因此，和其他结转预售款的公司不同，吸收合并新湖创业后明珠城的销售情况将对公司业绩产生重大影响。而按照新湖创业的年报披露，截止 2008 年底该项目尚有住宅 7.5 万平，商业 1.6 万平，车库 4.9 万平等待出售，并有 9.2 万平等待建设，可售资源充足。

表 2：上海新湖明珠城销售任务完成情况敏感性分析

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5
上海新湖明珠城 2009 年结算面积（万平方米）	2.93	4.39	5.85	7.31	8.78
2009 年公司 EPS 预测（元/股）	0.32	0.37	0.41	0.45	0.49

资料来源：中信证券研究部

另外，我们发现由于公司毛利率较高，即使结算价格全线下降 10%，静态看 2009 年业绩仍能维持在 0.34 元/股。更何况适当降价应会提升公司销售面积。因此，我们认为公司有可能在年内视市场需要灵活定价，以维持必要的业绩增速。

2008 年起，公司就已经大幅缩减新开工面积。2008 年全年公司新开工 91 万平，竣工则达到 95 万平，在建面积因此呈现净下降，节约了现金流支出。2009 年公司更是大幅压缩新开工面积到 58 万平，进一步消化在建和已竣工的存货。

表 3：公司开竣工节奏

	2006	2007	2008	2009
新开工	120.4	190.0	91.0	58.2
竣工面积	60.2	124.1	95.1	78.9

新增在建	60.2	65.9	-4.1	-20.7
------	------	------	------	-------

资料来源：公司公告

❖ 非地产业务：低位购入，充分孵化

公司属于多元化企业，但其投资尽管多元化，但仍坚持低点购入的原则，并争取对公司的经营管理产生影响。针对成都农村信用社等投资，公司均外派董事并参与参股企业日常经营管理。而湘财证券是实际上由公司大股东控制的证券公司平台。新潮期货则是由上市公司直接控股的期货公司。我们从公开信息对公司金矿和钼矿资产了解甚少，我们不建议投资者想象过高。综合来看，公司的非地产业务市场价值约 66.6 亿元。

表 4：公司主要金融和产业投资

公司	权益	指标	参考值	估值倍数	方法	市场价值	成本	会计处理	备注
盛京银行	8.8%	净资产	40.0	2.5	PB	8.83	4.50	成本法	
成都农村信用社	7.8%	净利润	14.0	8	PE	8.68	3.00	收益法	第二大股东
吉林银行	1.9%	净资产	42.8	2	PB	1.61	1.80	成本法	
湘财证券	25.0%	净资产	23.4	4	PB	23.37		收益法	超过 30 家营业部且实际由新潮系控制，全牌照的证券公司
长城证券	0.7%	净资产	9.6	4	PB	0.28		成本法	
青海碱业	10.8%	净利润	4.8	15	PE	7.80	2.80	成本法	股权比例将在年内提高到 35%，改为权益法计投资收益
新潮期货	71.2%	净利润	0.1	200	PE	9.92		并表	公司管理团队变更完毕，
蓬莱金奥湾	100.0%	净资产	0.4	8	PB	2.86	0.70	并表	探矿阶段，业绩释放预计要 2011 年以后
承龙矿业	80.0%		1.6	1	收购评估价值	1.30	1.30	并表	探矿阶段，业绩释放预期 2011 年以后
其他（如上海中农项目，酒店，金洲管道等）						2.00			
合计						66.6			

注：公司大股东承诺将青海碱业股权比例在 2009 年内提升到 35%。

❖ 公司能力评价：战略鲜明，战术相随

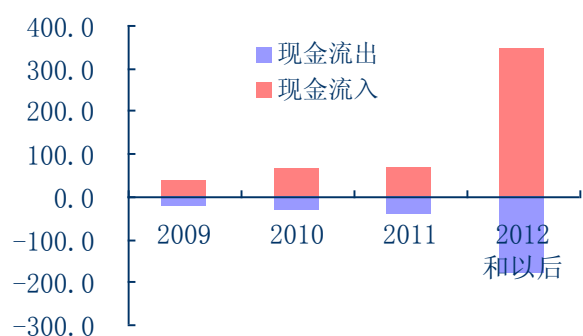
公司在历史上丰富的资产运作经验决定了其在行业周期把握上并不落后于其他企业。2007 年以前，公司就已经完成了项目的全国布局，于行业高潮到来之前储备了新潮明珠城，杭州香格里拉，沈阳北国之春等优质项目。2007 年后，公司基本停止拿地。2008 年，土地市场进入低点，收购机会闪现，公司又进入市场获取了杭州果岭项目，武林广场项目等。在非地产项目的选取上，公司所奉行的原则仍然是“人弃我取，低点买入”，本质上和买地并无区别。我们认为，从战略角度看，公司并非一个盲目多元化的企业，反而是投资能力突出的公司。我们认为，公司完成吸收合并后，同业竞争问题得到解决，或将进入一个新的资源扩充期。

我们相信，公司在地产的开发、设计、营销、物业管理等专业能力领域，特别上产品定价方面还有提高的空间。我们相信，一个优秀的企业需要出色的战略判断，也需要踏实的战略执行。我们对于公司在年报中提到的专业能力提升，和实现 2009 年 40 亿地产销售收入目标，44 亿结算收入目标怀有信心。

❖ 估值

我们假设 1. 各城市房价和当前持平；2. 2009 年行业销售和公司年报预计相似，2010/2011 年销售好于 2008 年，但在 3 年内都无法恢复到 2007 年的情况。我们由此得到公司未来 3 年的现金流分布。由于公司土地款基本都已付清（除武林广场地块），且部分现房无须建安投入，未来公司的现金流出压力不大。

图 1：公司地产业务现金流分布



资料来源: 中信证券研究部

NAV 方面, 我们计算得到公司 NAV 为 6.03 元/股。业绩方面, 我们预测吸并创业后公司 09/10/11 年业绩分别为 0.41/0.59/0.62 元。其中地产业务占业绩比重均保持在 80% 上下。当前公司股价 5.96 元/股, 对应 09/10/11 年 14/10/10 倍, 现价较 NAV 尚折价 1.2%。我们给予公司 2009 年 18 倍的 PE, 合目标价 7.38 元/股, 该目标价较 NAV 溢价 22%。

表 5: 公司 NAV 估值

地产 (亿元)	176.0
非地产 (亿元)	66.6
现金 (亿元)	18.4
有息借款 (亿元)	56.8
NAV (亿元)	204.2
股本 (亿股)	33.8
每股 NAV (元/股)	6.03

资料来源: 中信证券研究部

表 6: 公司结算进度假设

面积单位: 万平方米		结算进度			
项目名称	权益	09	10	11	12 年和以后
苏州吴江·明珠城	83%	10.0	11.0	12.0	124.9
九江·柴桑春天	70%	10.0	10.0	10.0	40.4
衢州·新湖景城	100%	4.5	6.0	8.0	47.9
镇江·涌金花园	100%	0.0	0.0	0.0	63.0
沈阳·北国之春	100%	3.3	10.0	10.0	20.9
南京·仙林翠谷	100%	3.4	4.0	4.0	37.7
芜湖·长江长现代城	100%	2.6	3.5	4.5	23.2
杭州·果岭	51%	0.0	0.0	6.0	37.0
杭州·新湖香格里拉	100%	1.5	4.0	5.0	15.8
桐乡·新湖香格里拉	52%	3.2	4.5	4.0	9.3
上海·新湖景城	49%	0.0	0.0	3.0	17.6
泰山·新湖绿园	100%	0.0	5.0	5.0	7.7
淮安·翔宇花园	55%	2.0	2.7	0.0	0.0
蚌埠·山水华庭	100%	4.9	3.0	1.6	0.0
瑞安·金座、银座	100%	0.0	0.0	3.0	1.1

温州.瑞安外滩	100%	0.0	0.0	3.3	0.0
龙港.新湖绿都	100%	0.0	2.0	3.8	0.0
沈阳 香格里拉	100%	0.0	0.0	5.0	13.1
天津 香格里拉	85%	0.0	0.0	5.0	7.3
滨洲 玫瑰园	100%	0.0	2.0	4.0	14.5
上海·新湖明珠城	95%	5.9	7.0	3.0	42.1
杭州武林地块	70%	0.0	0.0	0.0	8.4
杭州.东新园	100%	0.0	1.0	0.5	0.6
嘉兴·新湖绿都	100%	0.5	0.0	0.0	0.0
嘉善·风泽泗洲	100%	1.1	0.0	0.0	0.0
温州平阳新湖广场	95%	6.1	0.9	0.0	0.0
尾盘(杭州北国之春等)	100%	1.0	2.0	0.0	0.0
海宁·百合新城	50%	8.2	10.0	10.0	53.4

资料来源：中信证券研究部假设

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的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，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

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

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信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。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此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。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

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 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海 证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商 银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			