



9 October 2009 | 28 pages

新湖中宝(600208)

“地产+金融”，别具一格

——新湖中宝价值投资分析报告

戴方

86-21-6471 8888

daifang@stokce.com.com

本报告导读：

- 吸收合并新湖创业彰显“做强”地产平台之决心
- “金融股权投资+房地产”打造“大金融”平台

投资要点：

■ 结算面积支撑公司业绩上升

未来 3-5 年，公司众多项目进入结算期，其中 2009-2011 年公司结算面积分别为 70.5 万平方米、101.2 万平方米和 122.3 万平方米；对应的结算收入分别为 47.16 亿元、70.03 亿元和 106.76 亿元，2009-2011 年的复合增长率为 40.29%，有力支撑公司业绩上升。

■ 吸收合并新湖创业彰显“做强”地产平台之决心

2009 年，公司以 1.85: 1 的换股比例吸收合并新湖创业，自废一壳，彰显控股股东强化公司地产整合平台之决心。不仅能够增加公司的土地储备（近 70 万平方米权益未结算面积），而且还能根除与新湖创业的同业竞争、改善公司治理结构，还能扩大存续公司的市场份额、增强企业自身的抗风险能力。

■ “金融股权投资+房地产”打造“大金融”平台

在“做强”地产主业的同时，公司管理者以国际的眼光，注重金融业与地产的协同效应，积极布局金融产业投资。目前，公司已先后参股或控股 7 家金融企业，在取得可观的投资回报的同时，以“金融股权投资+房地产”为基础的“大金融”平台初现，“金融概念”的投资价值将得到广泛的体现。

■ 投资评级：买入

我们预计，公司 2009-2011 年的净利润为 12.27 亿元、19.01 亿元和 28.84 亿元，2009-2011 年的复合增长率为 37.89%；2009-2011 年的 EPS 分别为 0.36 元、0.56 元和 0.85 元，当前股价对应的 PE 为 29.5 倍、19 倍和 12.5 倍。鉴于公司良好的发展前景，我们给予“买入”的投资评级。

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2992.4	4793.7	5786.1	8081.9	11767.5
收入增长率%	43.31%	60.20%	20.70%	39.68%	45.60%
EBITDA(百万元)	537.5	1378.6	1606.2	2433.7	3776.5
净利润(百万元)	414.6	1100.6	1227.1	1900.6	2884.3
摊薄 EPS(元)	0.24	0.33	0.36	0.56	0.85
PE	46.5	33.6	30.1	19.4	12.8
EV/EBITDA(X)	38.3	30.0	24.7	16.8	11.4
PB	5.13	6.96	5.65	4.58	3.56
ROIC	4.9%	8.8%	10.4%	12.1%	13.6%
总资产周转率	0.35	0.37	0.35	0.41	0.45

评级：

买入

上次评级：

首次评级

目标价格：

¥ 14.00

上次预测：

当前价格：

¥ 10.62

单季度业绩

元/股

1Q/2009

0.03

2Q/2009

0.06

3Q/2009

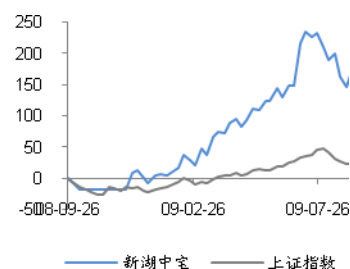
0.16

4Q/2009

0.20

注：考虑了公司吸收合并之后

52 周股价走势图



公司简介

公司是一家民营控股的、跨区域经营的全国性房地产上市公司，储备项目遍布全国 6 省 2 市。此外，积极参股金融企业，如银行、证券等，也是公司的一大特色。

相关报告





资产负债表*	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)*	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1828.4	1836.6	2314.4	3232.8	4707.0	营业收入	2992.4	4793.7	5786.1	8081.9	11767.5
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	2184.3	2871.6	3708.2	4959.9	6953.8
应收账款	18.1	37.1	55.5	77.5	112.8	营业税金及附加	143.7	276.7	231.4	323.3	470.7
预付款项	733.2	879.0	1064.4	1312.4	1660.1	销售费用	52.1	107.6	115.7	161.6	235.3
其他应收款	271.1	169.2	204.3	285.3	415.4	管理费用	131.6	204.6	202.5	282.9	411.9
存货	6098.3	9217.9	10667.4	14268.2	20004.1	财务费用	40.4	146.7	184.8	185.9	306.2
其他流动资产	0.1	214.4	214.4	214.4	214.4	资产减值损失	55.9	50.5	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	632.8	1963.9	1963.9	1963.9	1963.9	公允价值变动收益	-0.5	-2.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	506.4	498.1	476.9	451.1	422.2	投资收益	232.1	328.5	292.7	365.8	456.1
在建工程	5.4	33.4	26.7	23.4	21.7	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	营业利润	615.9	1462.1	1636.1	2534.2	3845.7
无形资产	60.1	287.6	258.8	230.1	201.3	营业外收支净额	-0.6	30.4	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	17.4	14.1	12.7	11.3	9.9	税前利润	615.3	1492.5	1636.1	2534.2	3845.7
资产总计	10323.8	15326.5	17427.1	22237.8	29900.4	减: 所得税	181.4	349.4	359.9	557.5	846.1
短期借款	947.9	1675.7	430.2	2296.2	5440.5	净利润	434.0	1143.1	1276.2	1976.6	2999.6
应付票据	186.4	103.0	152.4	203.8	285.8	归属于母公司的净利润	414.6	1100.6	1227.1	1900.6	2884.3
应付账款	262.3	347.7	457.2	611.5	857.3	少数股东损益	19.4	42.5	49.1	76.0	115.4
预收款项	2479.6	1453.1	2031.7	2839.9	4016.6	基本每股收益	0.24	0.33	0.36	0.56	0.85
应付职工薪酬	2.4	4.9	4.9	4.9	4.9	稀释每股收益	0.24	0.33	0.36	0.56	0.85
应交税费	33.7	68.7	68.7	68.7	68.7	财务指标*	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	270.6	978.0	978.0	978.0	978.0	成长性					
其他流动负债	0.1	654.6	704.2	819.0	1003.3	营收增长率	43.3%	60.2%	20.7%	39.7%	45.6%
长期借款	1412.0	1538.5	1930.9	2330.9	2730.9	EBIT 增长率	131.4%	177.4%	14.6%	54.1%	57.0%
预计负债	0.0	60.0	60.0	60.0	60.0	净利润增长率	74.6%	165.5%	11.5%	54.9%	51.8%
负债合计	6141.2	9427.7	10252.1	13454.4	18687.5	盈利性					
股东权益合计	4182.5	5898.8	7174.9	8783.5	11212.9	销售毛利率	27.0%	40.1%	35.9%	38.6%	40.9%
现金流量表*	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	13.9%	23.0%	21.2%	23.5%	24.5%
净利润	434.0	1143.1	1276.2	1976.6	2999.6	ROE	11.1%	20.7%	18.8%	23.5%	27.8%
折旧与摊销	56.9	45.3	78.0	79.4	80.7	ROIC	4.9%	8.8%	10.4%	12.1%	13.6%
经营活动现金流	-442.7	-1351.2	345.0	-946.9	-1629.8	估值倍数					
投资活动现金流	-626.1	-1425.5	272.7	345.8	436.1	PE	46.5	33.6	30.1	19.4	12.8
融资活动现金流	2134.7	1695.4	-139.9	1519.5	2667.9	P/S	6.4	7.7	6.4	4.6	3.1
现金净变动	1066.0	-1081.3	477.8	918.3	1474.2	P/B	5.1	7.0	5.7	4.6	3.6
期初现金余额	762.5	1828.4	1836.6	2314.4	3232.8	股息收益率	1.1%	0.7%	0.0%	1.0%	1.5%
期末现金余额	1828.4	747.1	2314.4	3232.8	4707.0	EV/EBITDA	38.3	30.0	24.7	16.8	11.4

注“*”: 在财务预测中公司 2008 年的财务数据 (三大表) 取自《新湖中宝股份有限公司换股吸收合并浙江新湖创业投资股份有限公司报告书》(详见公司 2009 年 7 月 30 日的公告) 中的“合并后存续公司的模拟财务报表”以便更好地反映本次吸收合并的实际影响。



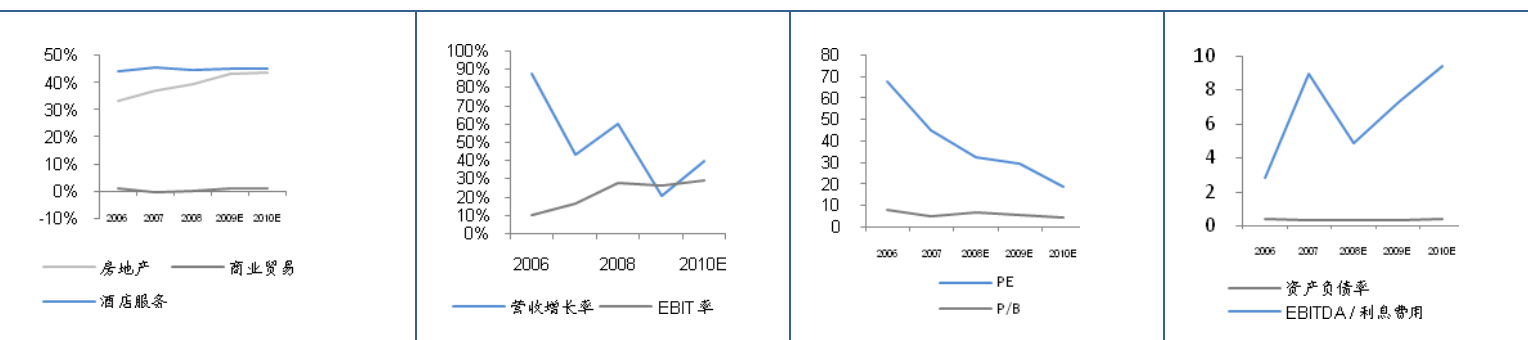


3、DCF—WACC 输出

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	133329.3	152821.5	235425.8	369577.5	133329.3	471273.0	574990.6	696533.9	838083.1	958046.0	1101251.8
所得税	31209.3	33620.7	51793.7	81307.1	31209.3	113105.5	137997.8	167168.1	209520.8	239511.5	275312.9
NOPLAT	33895.1	102120.0	119200.7	183632.1	33895.1	288270.5	358167.5	436992.9	529365.7	628562.3	718534.5
营运资金净变动	0.0	0.0	-90128.0	-282308.7	0.0	-456024.2	-506078.7	-289875.2	-341524.9	-806778.0	-425900.1
资本支出	-2008.5	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2008.5	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0	-2000.0
自由现金流	104642.2	34872.4	-92736.8	-161683.8	104642.2	-141716.2	153435.2	194279.5	-171656.3	299314.1	359052.4

WACC	8.00%	Ke	16.79%
永续增长率	2.0%	Kd	2.74%
终值	190663	t	22.00%
企业价值	4713121	Rf	2.25%
非核心资产价值	380047	E(Rm)	0.15
债务价值	568283	Rm - Rf	12.75%
股权价值	4144837	D/A	13.33%
股本	338440	E/A	86.67%
每股价值	12.25	Beta	1.14

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	6.50%	15.29	16.79	18.64	20.94	23.91
	7.00%	13.41	14.61	16.06	17.82	20.03
	7.50%	11.84	12.81	13.97	15.35	17.04
	8.00%	10.51	11.31	12.25	13.35	14.68
	8.50%	9.38	10.04	10.81	11.71	12.76
	9.00%	8.40	8.96	9.59	10.33	11.19
	9.50%	7.55	8.02	8.56	9.17	9.87





目 录

1. 公司基本情况	6
1.1. 公司简介	6
1.2. 股权结构	6
1.3. “大小非”情况	7
1.4. 公司盈利模式	7
2. 地产行业趋势	9
2.1. 房地产行业景气度筑底回升	9
2.2. 商品房供不应求局面短期内难以改变	10
2.3. 通胀预期日趋强化	11
2.4. 信贷、销售支撑行业资金充裕	12
2.5. 土地市场趋暖、“地王”频现	13
3. 公司价值挖掘	15
3.1. 吸收合并新湖创业彰显强化地产平台之决心	15
3.2. 储备项目地域分布合理	15
3.3. 储备土地极具升值潜力	17
3.4. “房地产+金融股权投资”打造“大金融平台”	19
3.5. 先进理念铸就强大的品牌优势	19
4. 公司盈利预测	20
4.1. 房地产业务盈利预测	20
4.2. 股权投资收益预测	21
4.3. 公司盈利预测	22
5. 公司估值与评级	22
5.1. DCF 估值	22
5.2. RNAV 估值	23
5.3. PE 估值	25
5.4. 投资评级	25
6. 风险提示	26





图目录

图 1: 合并前公司实际控制人	6
图 2: 合并后公司实际控制人	7
图 3: 2006 年以来公司限售股解禁情况	7
图 4: 公司主要业务构成	8
图 5: 公司房地产营业收入	8
图 6: 公司房地产业务毛利	8
图 7: 国房景气指数	9
图 8: 房地产开发投资情况	9
图 9: 房屋新开工面积	10
图 10: 商品房销售面积	10
图 11: 销售竣工比	10
图 12: M1、M2 同比增长与新增信贷规模	11
图 13: M1 同比增速与 CPI、PPI 的关系	11
图 14: 房地产开发资金合计	12
图 15: 开发资金来源: 国内贷款	12
图 16: 开发资金来源: 自筹资金	12
图 17: 开发资金来源: 定金及预付款	13
图 18: 开发资金来源: 个人按揭贷款	13
图 19: 60 个城市土地成交情况	14
图 20: 60 个城市土地流标情况	14
图 21: 各省市规划建筑面积占比	17
图 22: 分省市权益未结算面积占比	17

表目录

表 1: 公司股权结构	6
表 2: 2009 年 5 月以来的部分“地王”概况	14
表 3: 吸收合并所带来的土地储备增加 (单位: 万平方米)	15
表 4: 项目储备情况 (按省市, 单位: 万平方米)	15
表 5: 公司项目情况 (单位: 万平方米)	16
表 6: 公司拿地时间	17
表 7: 公司拿地楼板价	18
表 8: 公司金融股权投资概况	19
表 9: 公司部分楼盘获奖情况	20
表 10: 2009-2011 年房地产业务结算收入预测	21
表 11: 2009-2011 年公司主要股权投资收益预测	22
表 12: DCF 估值	22
表 13: 房地产业务净权益增加值	23
表 14: 股权投资净权益增加值	24
表 15: 公司每股 RNAV 估算	24
表 16: 主流房地产上市公司股价对 RNAV 的溢价情况	24
表 17: 2009-2010 年主流房地产上市公司动态市盈率 (PE)	25





1. 公司基本情况

1.1. 公司简介

新湖中宝股份有限公司，简称“新湖中宝”，是一家民营控股的房地产上市公司。其前身是中宝科技投资股份有限公司，2006年中宝股份向新湖集团定向增发12亿股，以新湖集团旗下14家房地产类子公司股权为对价，使得公司主业转变为房地产。2009年，公司在控股股东新湖集团的主导下吸收合并新湖创业（是控股股东控股的另一家上市地产公司），公司成为新湖集团地产整合平台得以实现。吸收合并之后，公司的综合实力进一步得到增强，基本具备一线地产类上市公司的实力与号召力。

1.2. 股权结构

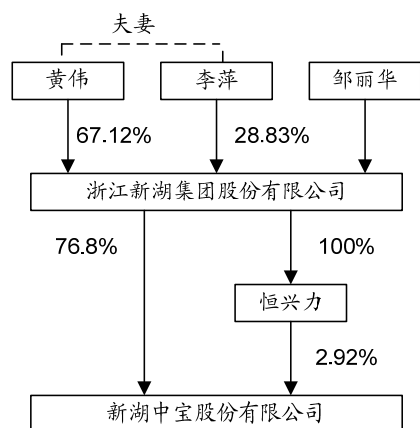
公司是一家典型的民营控股上市公司，无论吸收合并之前还是之后，新湖集团始终处于绝对的控股地位。在吸收合并新湖创业前，新湖集团直接和间接持有公司股份224957.81万股，占比79.72%；在吸收合并新湖创业之后，新湖集团直接和间接持有公司股份250382.17万股，占比73.98%。黄伟先生是公司的实际控制人，在吸收合并前后分别（直接和间接）持有公司股份215847.09万股和240241.69万股，占比分别为76.49%和70.98%。从新湖集团入主中宝股份到新湖中宝吸收合并新湖创业，无不彰显出黄伟先生独到的投资眼光与独特的企业发展战略。我们认为，公司在今后的发展中将会进一步展现出黄伟先生游刃于资本潮流的人格魅力。

表 1：公司股权结构

股东名称	吸收合并前		吸收合并后	
	股份数量（万股）	持股比例（%）	股份数量（万股）	持股比例（%）
新湖集团	216721.01	76.8	216721.01	64.04
恒兴力	8236.8	2.92	8236.8	2.43
宁波嘉源	—	—	25681.17	7.59
原新湖中宝公众股东	57227.2	20.28	57227.2	16.91
原新湖创业公众股东	—	—	30574.06	9.03
合计	282185.01	100	338440.24	100

资料来源：公司公告、浙商研究

图 1：合并前公司实际控制人

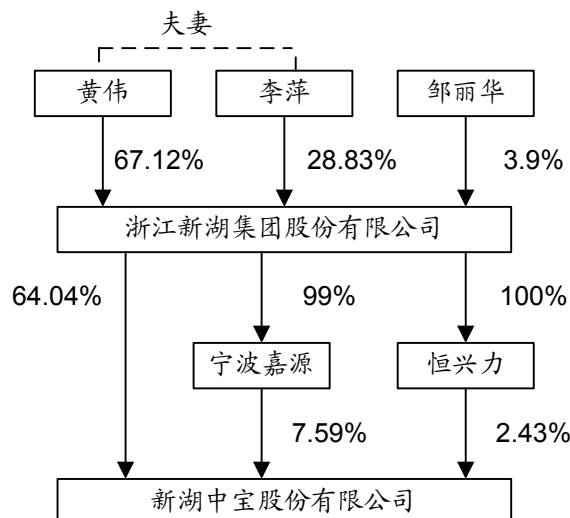


资料来源：公司公告 浙商研究





图 2: 合并后公司实际控制人

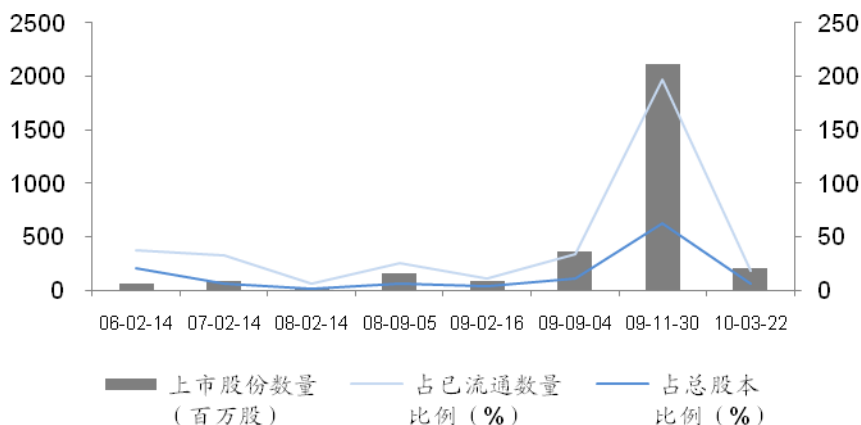


资料来源: 公司公告 浙商研究

1.3. “大小非”情况

从限售股解禁的角度看, 公司最大的解禁在于 2009 年 11 月 29 日控股股东新潮集团于 2006 年参与定向增发部分的股票的解禁, 数量为 2112 百万股, 分别占当期流通股份和总股份的 197.21% 和 62.4%。届时, 随着股票的解禁, 将会带来一定的扩容压力, 给公司股价带来一定的负面影响。但鉴于公司不惜成本的推动公司吸收新潮创业, 我们认为公司控股股东抛售解禁的限售股的可能性不大, 因此, 实际的市场扩容压力几乎没有, 或存在于市场心理上的波动。此外, 2010 年 201 百万股定向增发机构配售股的解禁亦将产生扩容压力 (占流通股比重达 18.81%), 对公司股价或将产生一定的压力。

图 3: 2006 年以来公司限售股解禁情况



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

1.4. 公司盈利模式

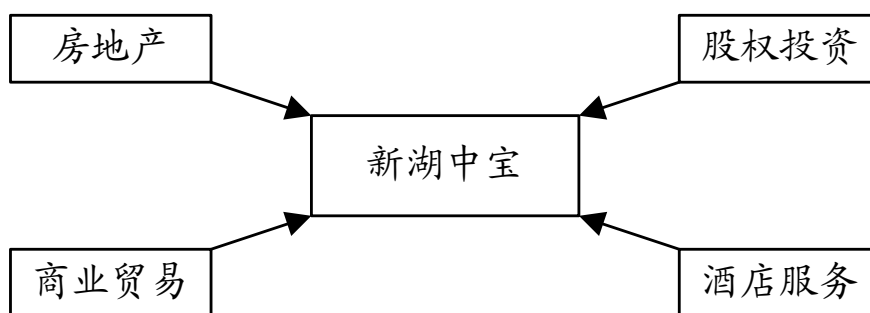
目前公司主要有四大业务, 即房地产业务、以金融为主的股权投资业务、商业贸易业务 (收入比重高但毛利率极低) 和酒店服务业务 (毛利率可与地产业务比肩但收入比重很小)。其中, 公司核心的盈利模式: 以地产业务为主, 金融股权投资为辅。公司作为一家典型的房地产上市公司, 2006-2008 年房地产营业收入和房地产毛利在公司总的营业收入和毛利中比重基本维持在 72% 左右和 95% 左右, 处于主导地位。此外, 金融股权投资则是公司多元化进程中的核心, 在公司发展中起到辅助的作用。目前, 公司共投资 7 家





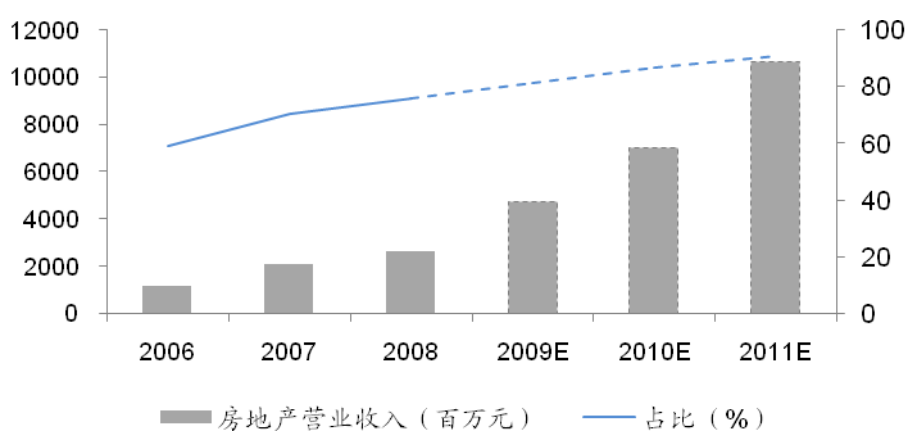
金融类公司，其中包括 3 家银行、2 家证券公司、1 家期货公司和 1 家证券投资咨询公司（上海大智慧网络科技有限公司控股上海大智慧证券投资咨询有限公司），初始投资成本约 28.87 亿元。

图 4：公司主要业务构成



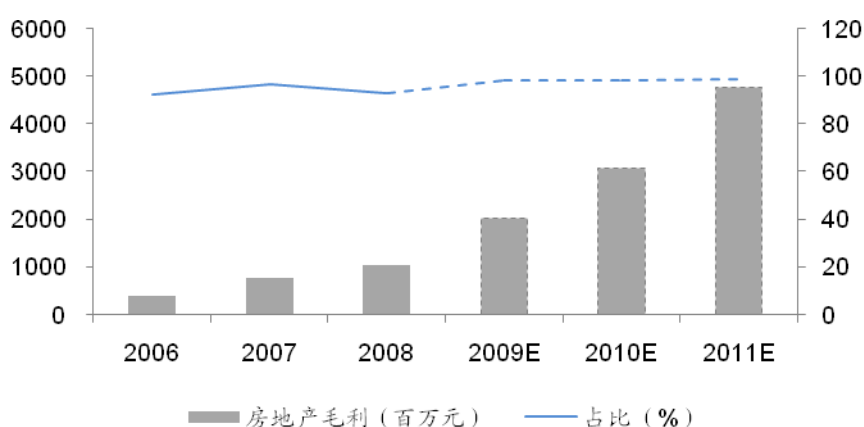
资料来源：浙商研究

图 5：公司房地产营业收入



资料来源：Wind 资讯、浙商研究

图 6：公司房地产业务毛利



资料来源：Wind 资讯、浙商研究



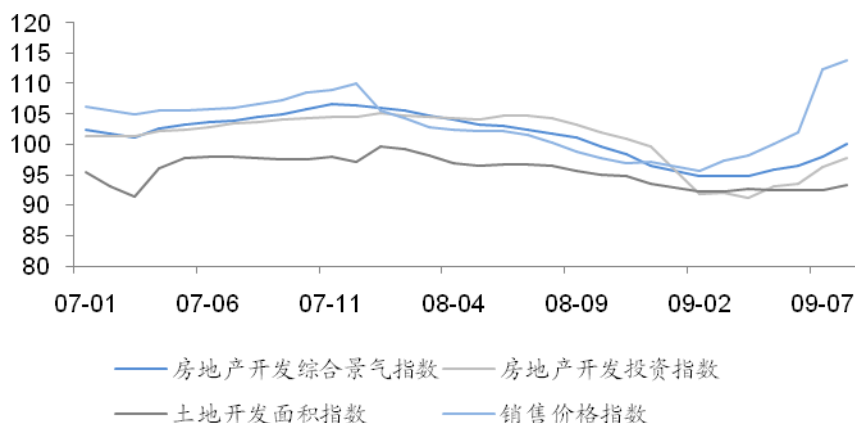


2. 地产行业趋势

2.1. 房地产行业景气度筑底回升

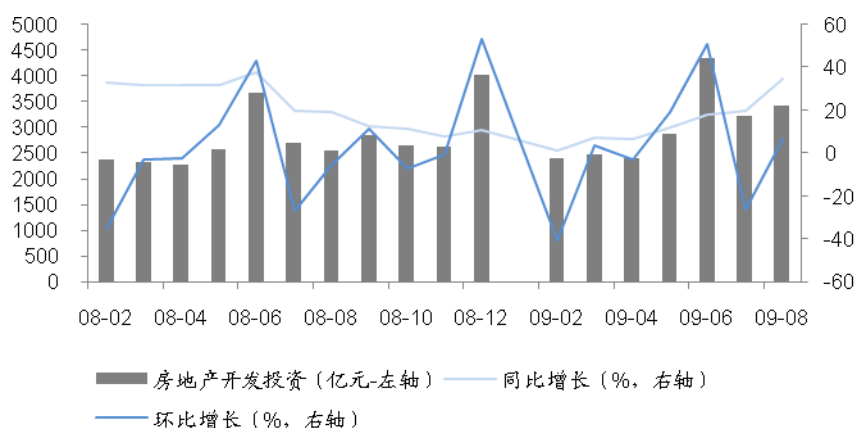
在“保增长、扩内需、调结构”为主题的宏观调控政策刺激下，国内房地产行业景气度筑底回升，由2009年3月底部94.74回升到2009年8月的100.08，回升幅度为5.34个百分点。主要表现为：（1）从房地产开发投资看，1-8月，全国房地产开发投资额达21147.3亿元，同比增长14.74%，显示行业投资热情在上涨；（2）从商品房销售看，1-8月，全国商品房成交面积为49416万平方米，同比大涨42.85%，有效化去2008年以来的滞销的库存商品房；（3）从新开工面积看，2009年6-8月全国房屋新开工面积分别为12269.25万平方米、7058.28万平方米和8120.27万平方米，同比分别增长了12.08%、0.30%和24.19%，结束了2008年7月以来连续10个月同比下降的局面；此外，国内土地市场日趋转暖，各地“地王”频现，详见后文阐述。

图 7：国房景气指数



资料来源：Wind 资讯、浙商研究

图 8：房地产开发投资情况

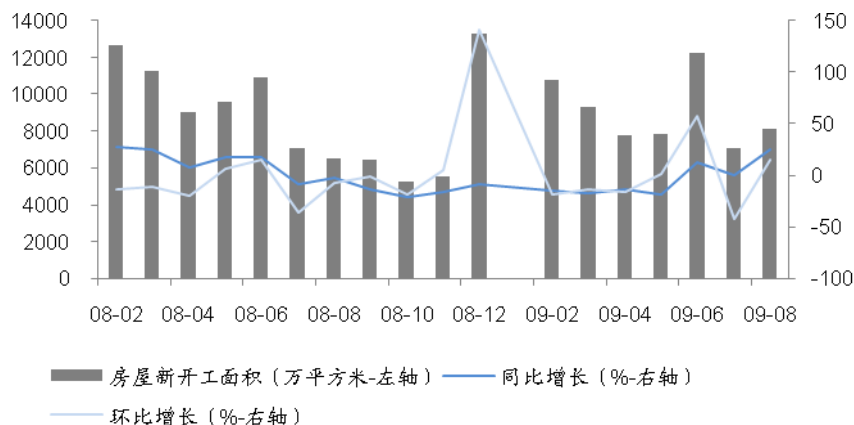


资料来源：Wind 资讯、浙商研究





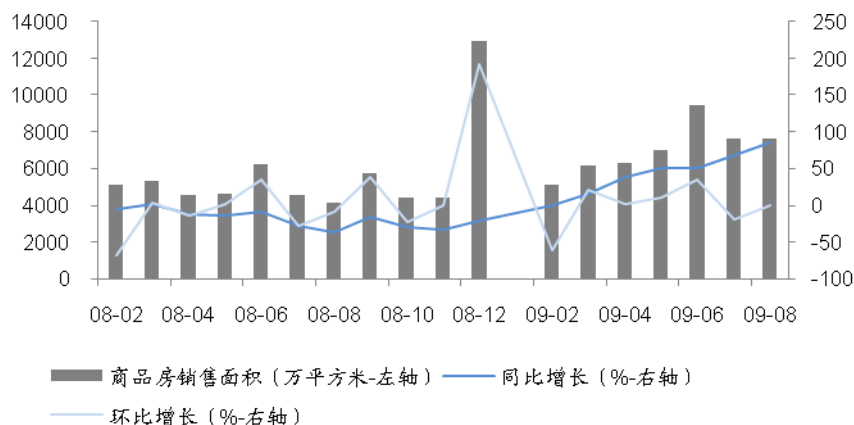
图 9: 房屋新开工面积



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

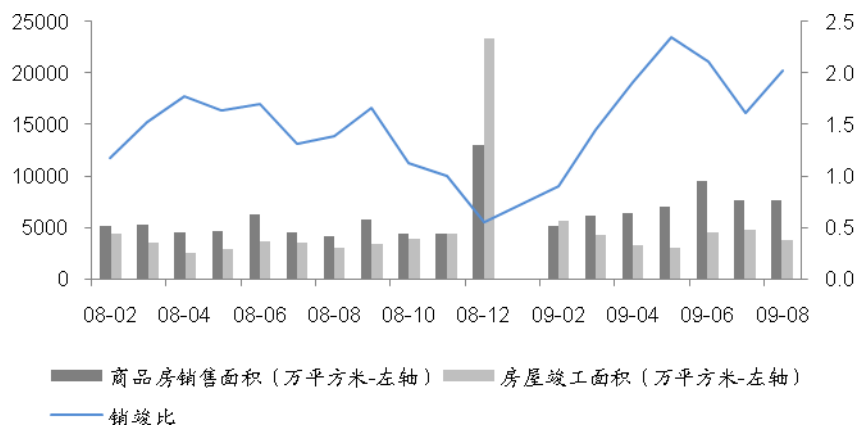
2.2. 商品房供不应求局面短期内难以改变

图 10: 商品房销售面积



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

图 11: 销售竣工比



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

2009 年初以来的国内房地产市场火爆的销售行情，有力地拉升了商品房的销售竣工比，其 8 月份的水平达 2.03，接近了 2007 年 8 月 2.22 的高点，显示了国内商品房供不应求的现状。尽管 2009 年 7-8 月份由于



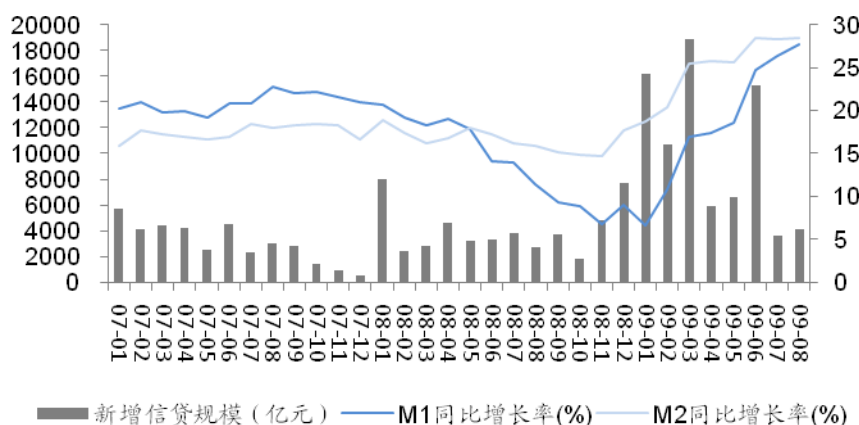


传统的销售淡季，商品房成交面积较 6 月有一定的下降，但较 2008 年同期相比仍有 67.64% 和 85.12% 的涨幅，表明房地产市场成交“拐点”并未出现。鉴于房屋新开工面积 2008 年 7 月至 2009 年 5 月间连续 10 个月的同比负增长以及商品房从新开工到上市销售存在 1 年左右的时滞，因此我们认为，当前商品房供不应求的局面短期内将难以改变，或将持续到 2010 年 1 季度末。当然，日益高涨的房价在一定程度上能够缓解上述供不应求的局面，毕竟“刚性”需求将被挤出市场、投资型需求或观望待购。

2.3. 通胀预期日趋强化

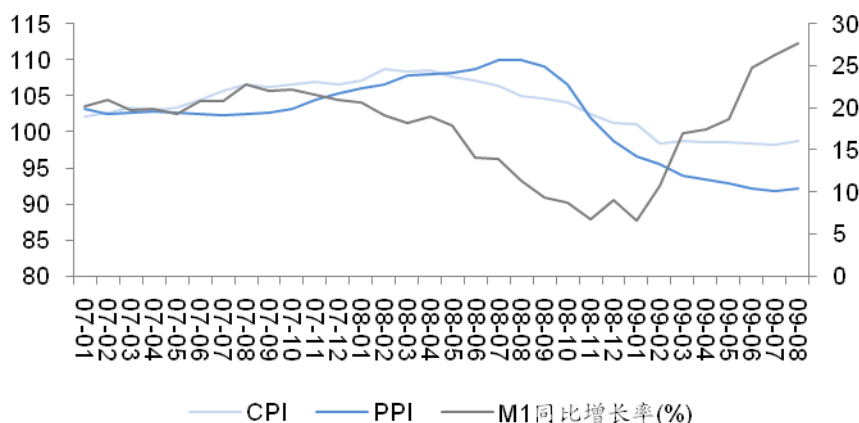
随着全球范围内的宽松货币政策的实施、美元供给的增加以及国内信贷的大幅增长，国内外的流动性在不断的扩张，进而带来全球通胀预期、带来国内通胀预期。从国际方面讲，美元的增加一方面推动国际油价的上涨、带动（美国）国内房价的企稳回升；另一方面，以美元为首的过剩流动性将通过外贸、游资以及货币政策等渠道进入国内或影响国内的流动性（如美元与人民币的比价效应等），进而扩张国内的流动性、加大国内通胀预期。从国内角度看，随着 2009 年 1-8 月国内新增信贷规模的大幅增加（总额达 8.13 万亿，创历史之最，全年有望达 10 万亿），国内 M1、M2 增速大幅反弹，2009 年 8 月 M1、M2 增速分别为 27.72% 和 28.53%。根据国内 M1 与 CPI、PPI 分别存在 2-3 个季度和 3-4 个季度时滞的理论测算，并结合 M1 已于 2008 年 11 月见底以及近期的统计数据，国内 CPI 已于第 2 季度出现拐点，PPI 已于 2009 年 3 季度出现拐点，进而 2010 年 1 季度出现通胀的几率在增大，通胀的预期在增强。

图 12: M1、M2 同比增长与新增信贷规模



资料来源：Wind 资讯、浙商研究

图 13: M1 同比增速与 CPI、PPI 的关系



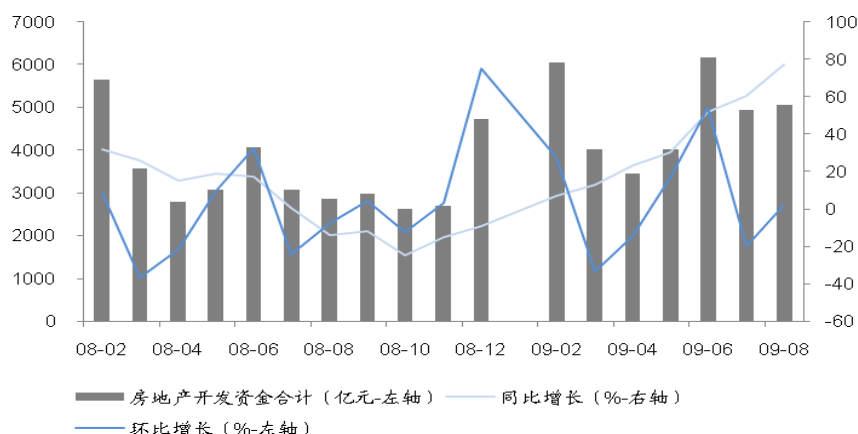
资料来源：Wind 资讯、浙商研究





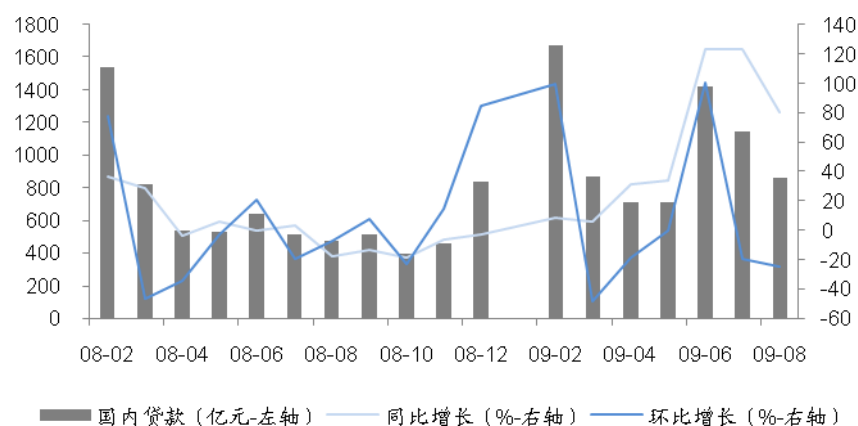
2.4. 信贷、销售支撑行业资金充裕

图 14: 房地产开发资金合计



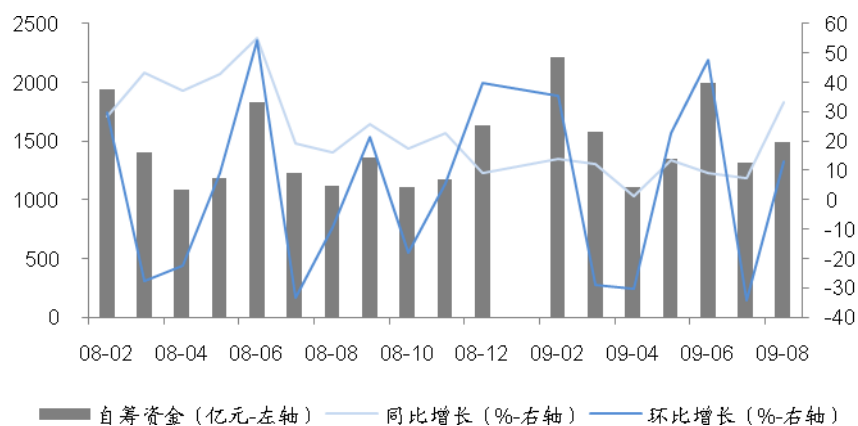
资料来源: Wind 资讯、浙商研究

图 15: 开发资金来源: 国内贷款



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

图 16: 开发资金来源: 自筹资金

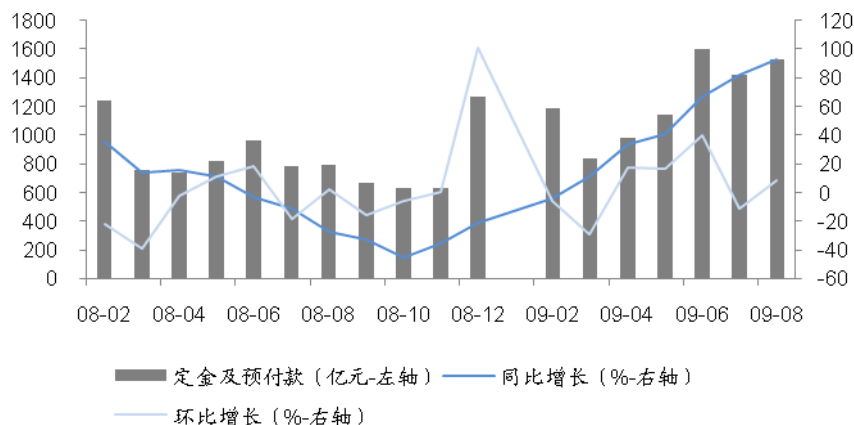


资料来源: Wind 资讯、浙商研究



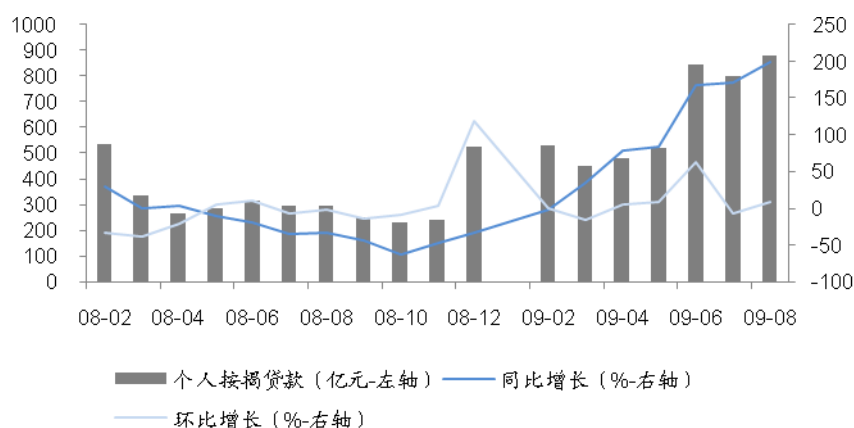


图 17: 开发资金来源: 定金及预付款



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

图 18: 开发资金来源: 个人按揭贷款



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

2009 年初以来, 国内房地产开发企业在国内信贷规模取消和商品房销售业绩的大力支撑下资金充裕, 一扫 2008 年资金链“紧绷”的阴霾。数据显示: 2009 年 1-9 月国内房地产开发资金合计达 33689.11 亿元, 同比增长 34.21%; 其中, 国内贷款、自筹资金、定金及预付款以及个人按揭贷款分别为 7384.28 亿元、11045.48 亿元、8711.55 亿元和 4506.64 亿元, 占比分别为 21.92%、32.79%、25.86%和 13.38%。当然, 在 2009 年 6 月国内新增贷款创 1.53 亿元创单月天量之后, 国内信贷如此大幅、非常规增长是不可持续的, 但鉴于上半年商品房销售的强力反弹、商品房销售的有节奏“控制”, 我们认为, 国内房地产开发企业重新面临 2008 年那样的资金链“紧绷”局面的可能性不大。从一个角度看, 我们认为, 由于开发商资金链相对充裕、库存商品房相对较少, 因此“降价销售”至多会出现在个别区域、个别企业和个别楼盘, 全国性的可能性不大, 亦即坚挺的房价将持续。

2.5. 土地市场趋暖、“地王”频现

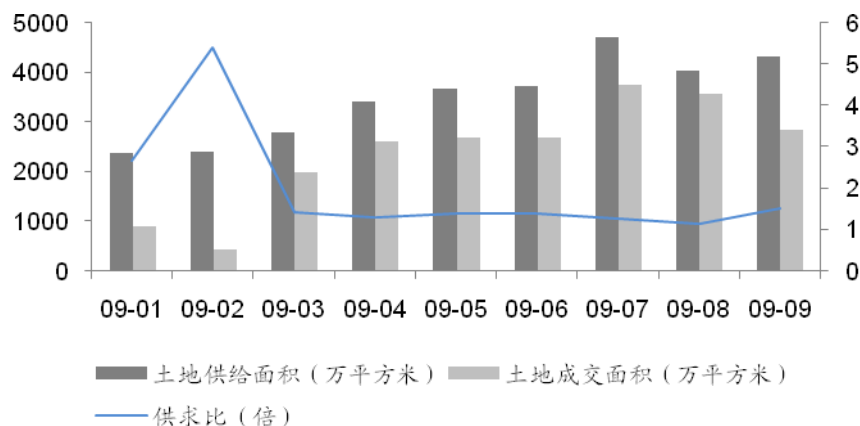
从本质上讲, 房地产行业就是“土地+资金”, 从房地产企业长远的发展战略而言, 土地较资金更为重要。土地具有不可再生性、竞争性和唯一性等特征, 是房地产企业发展的基石, 进而“囤地”始终是房地产企业的“天性”, “手中有粮, 心中不慌”。在国内通货膨胀预期日益增强、库存商品房大幅下降的背景下, 结合国内开发商开发资金大幅上涨 (即当前开发商“不差钱”) 的事实, 国内土地市场趋暖。一方面, 国内土地成交供求比低位徘徊 (在“1”附近), 住宅用地流标率大幅下降 (维持在 10%以下); 另一方面,





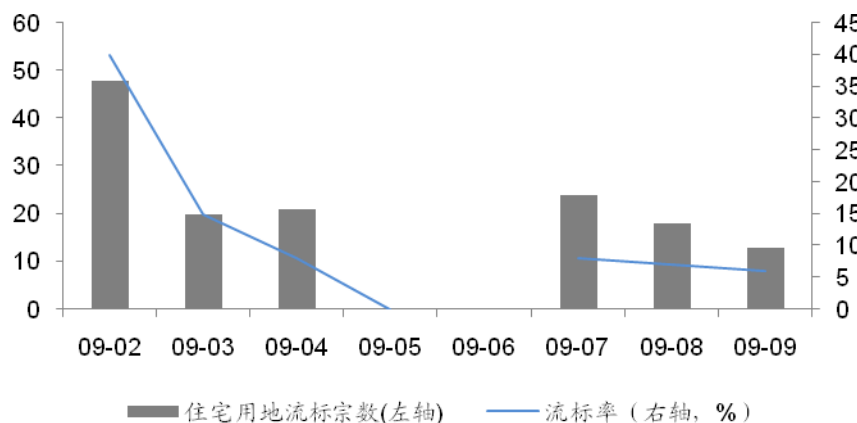
国内各地“地王”频现，呈现“你方唱罢我登台”的局面；昨天北京广渠路15号地块“称王”，今天上海长风6B、7C地块“争霸”；此起彼伏，好不热闹。

图 19: 60 个城市土地成交情况



资料来源：中国指数研究院、浙商研究

图 20: 60 个城市土地流标情况



资料来源：中国指数研究院、浙商研究

表 2: 2009 年 5 月以来的部分“地王”概况

时间	地点	地块	成交总价 (亿元)	楼板价 (元/平方米)	公司	备注
5月21日	北京	广渠门10号地	10.22	15140	北京富力城房地产开发有限公司	楼面价地王
5月22日	佛山	佛南(挂)2009-015地块	13.86	3484	佛山市万科置业有限公司和 RECOMUDANPRIVATELIMITED	总价地王
6月10日	广州	珠江新城D8-C3住宅地块	3.45	15324	广州城建集团	楼面价地王
6月08日	厦门	2009G05地块	30.2	6671	福州世茂新城房地产开发有限公司	总价地王
6月11日	深圳	南国爱华路西侧地块	0.836	15550	深圳心海投资发展有限公司	楼面价地王
6月25日	重庆	鸿恩寺地块	38.1	3040	保利地产	总价地王
6月30日	北京	广渠路15号地	40.6	14495	中化方兴投资管理(北京)有限公司	总价地王
7月24日	成都	领事馆路地块	12.2	3487	保利地产	总价地王
8月05日	苏州	东方大道东侧、独墅湖西侧	19.9	7549	保利地产	总价地王
9月07日	上海	长风6B、7C地块	70.6	22409	中海地产	总价地王
9月22日	苏州	苏园土挂(2009)06号地块	35	28057	绿城集团	住宅楼面价地王

资料来源：浙商研究





3. 公司价值挖掘

3.1. 吸收合并新湖创业彰显强化地产平台之决心

2009 年，公司以 1.85: 1 的换股比例吸收合并新湖创业，自废一壳，彰显控股股东强化公司地产整合平台之决心。第一，通过此次吸收合并，控股股东的地产资产得到进一步整合，公司规模效应和协同效应得到进一步的体现。直观地看，公司将增加权益建筑面积约 86.81 万平方米、增加权益未结算面积 69.46 万平方米，进而公司可持续发展的基础（土地储备）获得进一步的夯实。第二，通过此次吸收合并，公司的治理结构能够获得进一步改善；公司与同处一个控股股东下的新湖创业之间的同业竞争可以彻底根除，同时也实现了控股股东（新湖集团和新湖控股）和实际控制人（黄伟先生）关于《避免同业竞争承诺函》，有效提升公司的诚信度和美誉度。第三，当前房地产行业宏观调控是越来越频繁（如利率政策、“二套房”政策以及严查“囤地”政策等），其中所蕴含的政策风险和行业风险对于地产上市公司具有巨大的影响；通过此次吸收合并，公司的市场份额将扩大，业绩稳定性将增强，从而有效提升公司的抗风险能力。

表 3：吸收合并所带来的土地储备增加（单位：万平方米）

项目名称	增加权益	占地面积	权益建筑面积	权益未结算面积
苏州明珠城	16.67	18.44	27.67	26.33
上海新湖明珠城	50	11.44	45.00	29.00
平阳新湖广场	95	3.10	7.01	7.01
平阳新湖庄园	95	3.87	7.13	7.13
合计	—	36.85	86.81	69.46

资料来源：公司公告、浙商研究

3.2. 储备项目地域分布合理

公司是一家定位于全国市场的房地产企业，吸收合并之后，公司拥有 1192 万平方米的规划建筑面积，其中权益规划建筑面积为 1048 万平方米、权益未结算面积为 781 万平方米，土地储备规模位居 A 股上市地产企业的前列。上述土地储备项目以长三角区域为主，涉及 6 省 2 市，即浙江（杭州、温州、嘉兴、衢州、湖州）、上海、江苏（苏州、镇江、淮安）、江西（九江）、安徽（黄山、芜湖、蚌埠）、山东（泰安）、辽宁（沈阳）、天津等省市。公司通过跨区域经营，注重一、二、三线城市的合理配置，不断优化资源分布，从而有效分散房地产市场的区域风险，进而稳定公司的经营业绩、提升公司的抗风险能力。

表 4：项目储备情况（按省市，单位：万平方米）

区域	占地面积	权益占 地面积	规划建 筑面积	权益规划 建筑面积	未结算 面积	权益未 结算面积
辽宁	52.57	52.57	108.10	108.10	62.32	62.32
天津	14.51	12.33	12.30	10.46	12.30	10.46
山东	25.68	25.68	38.20	38.20	38.20	38.20
江苏	250.81	224.70	304.80	265.88	274.68	272.59
安徽	51.57	51.57	101.70	101.70	43.48	43.48
上海	29.35	13.60	110.60	51.03	78.60	65.63
浙江	365.87	274.53	420.26	307.33	311.10	238.92
江西	63.54	44.48	96.00	67.20	70.37	49.26
合计	853.89	699.46	1191.96	949.89	891.05	780.86

资料来源：公司公告、浙商研究





表 5: 公司项目情况 (单位: 万平方米)

序号	公司	区域	项目名称	权益	占地 面积	权益占 地面积	规划建 筑面积	权益规划 建筑面积
1	沈阳新湖房地产开发有限公司	沈阳	北国之春	100%	40.45	40.45	90.00	90.00
2	沈阳沈北金谷置业有限公司	沈阳	香格里拉	100%	12.13	12.13	18.10	18.10
3	天津新湖凯华投资有限公司	天津	香格里拉	85%	14.51	12.33	12.30	10.46
4	滨州新湖房地产开发有限公司	滨州	玫瑰园	100%	13.66	13.66	20.50	20.50
5	泰山新湖房地产开发有限公司	泰山	新湖绿园	100%	12.01	12.01	17.70	17.70
6	淮安新湖房地产开发有限公司	淮安	翔宇花园	55%	17.05	9.38	25.00	13.75
7	镇江新湖置业有限公司	镇江	涌金花园	100%	59.45	59.45	63.00	63.00
8	江苏新湖宝华置业有限公司	南京	仙林翠谷	100%	63.70	63.70	50.80	50.80
9	苏州新湖置业有限公司	苏州	明珠城	100%	110.61	110.61	166.00	166.00
10	蚌埠新湖置业有限公司	蚌埠	山水华庭	100%	19.83	19.83	25.10	25.10
11	芜湖长江长置业有限公司	芜湖	长江长现代城	100%	21.02	21.02	58.60	58.60
12	黄山市新湖房地产开发有限公司	黄山	维多利亚广场	100%	10.72	10.72	18.00	18.00
13	上海新湖房地产开发有限公司	上海	新湖明珠城	95%	22.87	21.73	90.00	85.50
14	上海中瀚置业有限公司	上海	新湖景城	51.13%	6.48	3.31	20.60	10.53
15	浙江新湖房地产集团有限公司	杭州	东新园	100%	4.94	4.94	12.30	12.30
16	杭州新湖美丽洲置业有限公司	杭州	新湖香格里拉	100%	83.26	83.26	35.00	35.00
17	浙江新兰得置业有限公司	杭州	新湖果岭	100%	36.09	36.09	43.00	43.00
18	杭州新湖明珠置业有限公司	杭州	新湖武林门	70%	2.63	1.84	8.40	5.88
19	浙江澳辰地产发展有限公司	兰溪	新湖汇景江南	51%	31.98	16.31	36.69	18.71
20	嘉兴新湖房地产开发有限公司	嘉兴	新湖绿都	100%	9.07	9.07	16.10	16.10
21	嘉善新湖房地产开发有限公司	嘉善	凤泽泗洲	100%	16.39	16.39	9.70	9.70
22	海宁绿城新湖房地产开发有限公司	海宁	百合新城	50%	94.23	47.12	111.60	55.80
23	桐乡新湖升华置业有限公司	桐乡	新湖香格里拉	51.92%	20.20	10.49	21.00	10.90
24	衢州新湖房地产开发有限公司	衢州	新湖景城	100%	48.05	48.05	75.90	75.90
25	瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安	瑞安外滩	100%	4.81	4.81	25.00	25.00
26	瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安	新湖绿都	100%	6.87	6.87	10.70	10.70
27	九江新湖远洲置业有限公司	九江	柴桑春天	70%	63.54	44.48	96.00	67.20
28	温州新湖房地产开发有限公司	平阳	新湖广场	95%	3.27	3.10	7.38	7.01
29	温州新湖房地产开发有限公司	平阳	新湖庄园	95%	4.07	3.87	7.50	7.13
合计					853.89	747.02	1191.96	1048.37

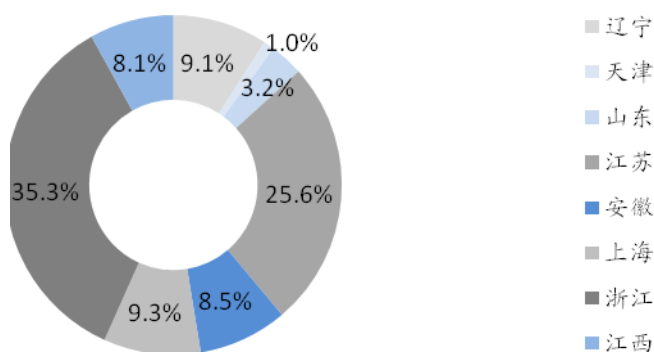
资料来源: 公司公告、浙商研究

此外, 公司参与大连市金州区金渤海岸现代服务业发展区后岩湾(大魏家街道王家村)。规划用地面积约 10 平方公里, 潜在土地储备达 1000 万平方米(参与土地一级开发的企业在后期土地“招拍挂”中具有天然的优势)



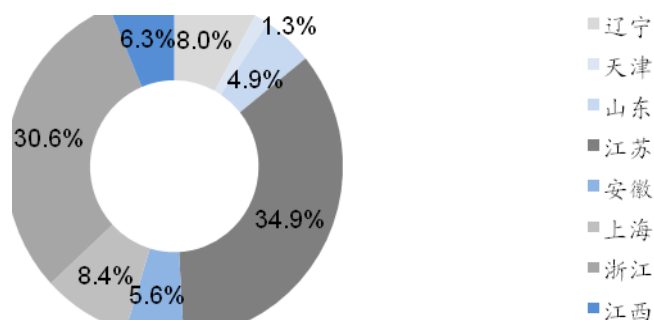


图 21: 各省市规划建筑面积占比



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

图 22: 分省市权益未结算面积占比



资料来源: Wind 资讯、浙商研究

3.3. 储备土地极具升值潜力

当前公司的储备项目主要来源 2006 年的资产注入 (定向增发), 2007 年及以后的储备项目比重较低 (比重在 20% 以下), 因此, 公司的拿地成本相当低廉。根据初步估算, 公司当前综合拿地成本在 1142 元/平方米左右。在当前通胀预期不断强化、“地王”频现的背景下, 我们认为公司的储备土地的增值极具潜力。以上海新湖明珠城为例, 公司拿地成本为 2184 元/平方米, 而近期长风地王的楼板价在 22400 元/平方米, 按目前新湖明珠城 55 万平方米未结算面积计算, 公司土地增值就在 110 亿以上, 数额巨大。

表 6: 公司拿地时间

公司名称	项目名称	拿地时间	拿地方式
沈阳新湖房地产开发有限公司	北国之春	2006 年 11 月	资产注入
沈阳沈北金谷置业有限公司	香格里拉	2007 年 1 月	招拍挂
天津新湖凯华投资有限公司	香格里拉	2007 年 12 月	招拍挂
滨州新湖房地产开发有限公司	玫瑰园	2007 年 1 月	招拍挂
泰山新湖房地产开发有限公司	新湖绿园	2006 年 11 月	资产注入
淮安新湖房地产开发有限公司	翔宇花园	2006 年 11 月	资产注入
镇江新湖置业有限公司	涌金花园	2006 年 11 月	资产注入





江苏新湖宝华置业有限公司	仙林翠谷	2006年11月	资产注入
苏州新湖置业有限公司	明珠城	2006年11月	资产注入+吸收合并
蚌埠新湖置业有限公司	山水华庭	2006年11月	资产注入
芜湖长江长置业有限公司	长江长现代城	2006年11月	资产注入
黄山市新湖房地产开发有限公司	维多利亚广场	2006年11月	资产注入
上海新湖房地产开发有限公司	新湖明珠城	2006年11月	资产注入+吸收合并
上海中瀚置业有限公司	新湖景城	2007年以前	收购
浙江新湖房地产集团有限公司	东新园	2006年11月	资产注入
杭州新湖美丽洲置业有限公司	新湖香格里拉	2006年11月	资产注入
浙江新兰得置业有限公司	新湖果岭	2007年8月	收购+吸收合并
杭州新湖明珠置业有限公司	新湖武林门	2008年10月	招拍挂
浙江澳辰地产发展有限公司	新湖汇景江南	2008年3月	收购
嘉兴新湖房地产开发有限公司	新湖绿都	2006年11月	资产注入
嘉善新湖房地产开发有限公司	风泽泗洲	2005年	收购
海宁绿城新湖房地产开发有限公司	百合新城	2006年11月	资产注入
桐乡新湖升华置业有限公司	新湖香格里拉	2006年	—
衢州新湖房地产开发有限公司	新湖景城	2006年11月	资产注入
瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安外滩	2006年11月	资产注入
瑞安外滩房地产开发有限公司	新湖绿都	2006年11月	资产注入
九江新湖远洲置业有限公司	柴桑春天	2006年11月	资产注入
温州新湖房地产开发有限公司	新湖广场	2009年	吸收合并
温州新湖房地产开发有限公司	新湖庄园	2009年	吸收合并

资料来源：公司公告、浙商研究

表 7：公司拿地楼板价

序号	公司	区域	项目名称	楼面地价
1	沈阳新湖房地产开发有限公司	沈阳	北国之春	1302
2	沈阳沈北金谷置业有限公司	沈阳	香格里拉	666
3	天津新湖凯华投资有限公司	天津	香格里拉	581
4	滨州新湖房地产开发有限公司	滨州	玫瑰园	362
5	泰山新湖房地产开发有限公司	泰山	新湖绿园	371
6	淮安新湖房地产开发有限公司	淮安	翔宇花园	358
7	镇江新湖置业有限公司	镇江	涌金花园	1368
8	江苏新湖宝华置业有限公司	南京	仙林翠谷	369
9	苏州新湖置业有限公司	苏州	明珠城	884
10	蚌埠新湖置业有限公司	蚌埠	山水华庭	600
11	芜湖长江长置业有限公司	芜湖	长江长现代城	582
12	黄山市新湖房地产开发有限公司	黄山	维多利亚广场	543
13	上海新湖房地产开发有限公司	上海	新湖明珠城	2184
14	上海中瀚置业有限公司	上海	新湖景城	11509
15	浙江新湖房地产集团有限公司	杭州	东新园	1513
16	杭州新湖美丽洲置业有限公司	杭州	新湖香格里拉	1496
17	浙江新兰得置业有限公司	杭州	新湖果岭	999
18	杭州新湖明珠置业有限公司	杭州	新湖武林门	10997
19	浙江澳辰地产发展有限公司	兰溪	新湖汇景江南	475
20	嘉兴新湖房地产开发有限公司	嘉兴	新湖绿都	717
21	嘉善新湖房地产开发有限公司	嘉善	风泽泗洲	856





22	海宁绿城新湖房地产开发有限公司	海宁	百合新城	907
23	桐乡新湖升华置业有限公司	桐乡	新湖香格里拉	1204
24	衢州新湖房地产开发有限公司	衢州	新湖景城	423
25	瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安	瑞安外滩	148
26	瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安	新湖绿都	445
27	九江新湖远洲置业有限公司	九江	柴桑春天	409
28	温州新湖房地产开发有限公司	平阳	新湖广场	479
29	温州新湖房地产开发有限公司	平阳	新湖庄园	524
综合地价				1142

资料来源：公司公告、浙商研究

3.4. “房地产+金融股权投资”打造“大金融”平台

我们认为，当前国内金融股权投资的价值主要体现在金融服务市场的广阔性和金融机构投资的准入性。前者意味着，金融股权投资从发展的眼光看将获得丰厚的投资回报；而后者则意味着在国内金融市场完全开放之前越早参与金融股权投资越具有金融市场进入的“先发优势”。目前，公司参股 3 家银行、参股 2 家证券公司（其中湘财证券由公司实际控制人控股）、控股 1 家期货公司（新湖期货经纪有限公司）和间接参股 1 家证券投资咨询公司（上海大智慧网络技术有限公司控股上海大智慧证券投资咨询有限公司），涉及初始投资总额达 28.87 亿元，是当前国内 A 股地产公司中参与金融企业最多的一家公司。由于房地产开发与金融服务具有紧密的联系，因而房地产开发在国际上被视为“准金融”行为、房地产开发企业为视为“准金融”企业。基于此，我们认为，公司在多元化的进程中以金融股权投资为核心，体现了公司国际化的视角，即重视房地产业务与金融业务的协同效应。随着公司在金融股权投资方面的持续与加强，我们认为，以“金融股权投资+房地产业务”为基础的“大金融”平台将逐渐浮出水平，届时公司金融概念的投资价值将得到广泛的体现。

表 8：公司金融股权投资概况

序号	投资公司	持股比例（%）	初始投资成本（亿元）
1	盛京银行	8.83	4.50
2	成都市农村信用合作联社	9.75	6.53
3	吉林银行	1.88	1.80
4	湘财证券	24.96	10.65
5	长城证券	0.72	0.71
6	新湖期货经纪有限公司	86.11	1.17
7	上海大智慧网络技术有限公司*	11	3.52
合计		—	28.87

资料来源：公司公告、浙商研究

注“*”：上海大智慧网络技术有限公司控股上海大智慧证券投资咨询有限公司。

3.5. 先进理念铸就强大的品牌优势

先进的开发理念、合理的产品定位以及高效的营销策略铸就了公司强大的品牌优势。公司始终以“建房产、建环境、建文化、建精神”作为项目开发理念，希冀体现“以人为本”的时代精神。公司以“大众精品、城市经典”作为产品的定位，最大程度地抓住“具有稳定收入、相对富裕”的城市中产阶级，通过合理的成本控制与利润回报在市场的竞争中取得比较优势。近年来，公司在高效的营销策略的配合下，不仅在商品房销售面积和销售收入上取得了骄人的成绩，更是在品牌建设上取得了重大成就。公司先后荣获“中国房地产品牌企业”、“中国百佳著名房地产品牌企业”、“中国地产二十年最具影响力企业”等称号；“新湖”品牌更是为中国房地产行业公认的最具价值的品牌之一。





表 9: 公司部分楼盘获奖情况

序号	区域	项目	奖项
1	沈阳	新湖北国之春	2005 影响中国的三十大典范社区 2007 中国地产品牌 2007 主流品牌楼盘 2007 中国最佳人居环境范例社区
2	南京	新湖仙林翠谷	2005 中国最具影响力楼盘 50 强 2006 中国优秀景观住宅
3	苏州	新湖明珠城	2007 江苏省优秀住宅金奖
4	蚌埠	新湖山水华庭	2007 中国人居环境金牌试点项目 2003 年安徽人居优秀奖
5	芜湖	长江长现代城	2003 全国健康住区大奖 2006 中国经典人居十大名盘
6	黄山	新湖维多利亚广场	2004 年度安徽省优秀住宅小区 2004 年度上海最受迎楼盘 "
7	上海	新湖明珠城	2005 上海最受迎楼盘综合金奖" 2005 上海市优秀住宅银奖 2005 年上海十大年度楼盘 2005 (长三角) 全国山地别墅综合金奖
8	杭州	新湖香格里拉	2005 浙江人居经典 2005 全国人居经典 (别墅精品) 综合大奖
9	嘉善	新湖风泽泗洲	2004 浙江省十大新名墅 2005 浙江省十大水景人居经典楼盘
10	海宁	百合新城	2005 全国人居经典综合大奖
11	九江	新湖柴桑春天	2005 江西地产十年优秀楼盘 2007 中国人居环境金牌住区
12	桐乡	新湖香格里拉	2007 中国人居环境金牌试点项目

资料来源: 公司公告、浙商研究

4. 公司盈利预测

4.1. 房地产业务盈利预测

基本假设: (1) 房地产行业景气度筑底回升, 不会发生根本性逆转; (2) 公司所开发的楼盘销售进程合理; (3) 公司开发的相关项目能够按时完工、交付; (4) 公司财务稳健、资金周转顺畅。

我们认为, 2009-2011 年, 公司主要结算收入来源于北国之春 (沈阳)、仙林翠谷 (南京)、明珠城 (苏州)、新湖明珠城 (上海)、百合新城 (海宁) 以及柴桑春天 (九江) 等项目。经测算, 2009-2011 年公司结算面积分别为 70.5 万平方米、101.2 万平方米和 122.3 万平方米; 对应的结算收入分别为 47.16 亿元、70.03 亿元和 106.76 亿元, 2009-2011 年的复合增长率为 40.29%。





表 10: 2009-2011 年房地产业务结算收入预测

序号	公司	区域	项目名称	结算面积 (万平方米)			结算收入 (亿元)		
				2009	2010	2011	2009	2010	2011
1	沈阳新湖房地产开发有限公司	沈阳	北国之春	3.3	5.0	6.0	2.10	3.50	4.62
2	沈阳沈北金谷置业有限公司	沈阳	香格里拉		3.0	3.0		1.49	1.63
3	天津新湖凯华投资有限公司	天津	香格里拉		3.0	3.0		1.68	1.85
4	滨州新湖房地产开发有限公司	滨州	玫瑰园		3.0	5.0		0.99	1.82
5	泰山新湖房地产开发有限公司	泰山	新湖绿园		5.0	5.0		1.82	2.00
6	淮安新湖房地产开发有限公司	淮安	翔宇花园	2.0	2.6		0.29	0.42	
7	镇江新湖置业有限公司	镇江	涌金花园			3.0			1.45
8	江苏新湖宝华置业有限公司	南京	仙林翠谷	3.5	5.0	6.0	2.36	3.70	4.89
9	苏州新湖置业有限公司	苏州	明珠城	10.0	10.0	15.0	5.00	5.50	9.08
10	蚌埠新湖置业有限公司	蚌埠	山水华庭	4.9	4.6		1.51	1.56	
11	芜湖长江长置业有限公司	芜湖	长江长现代城	2.6	6.0	6.0	2.12	5.39	5.93
12	黄山市新湖房地产开发有限公司	黄山	维多利亚广场	0.2			0.16		
13	上海新湖房地产开发有限公司	上海	新湖明珠城	5.9	6.0	6.0	12.44	13.92	15.31
14	上海中瀚置业有限公司	上海	新湖景城	0.0	3.0	5.0	0.00	4.22	7.73
15	浙江新湖房地产集团有限公司	杭州	东新园	2.1			2.26		
16	杭州新湖美丽洲置业有限公司	杭州	新湖香格里拉	1.5	3.0	6.0	2.14	4.70	10.34
17	浙江新兰得置业有限公司	杭州	新湖果岭	3.0	3.0	7.0	5.40	5.94	15.25
18	杭州新湖明珠置业有限公司	杭州	新湖武林门			2.5			6.35
19	浙江澳辰地产发展有限公司	兰溪	新湖汇景江南		3.0	5.0		0.59	1.08
20	嘉兴新湖房地产开发有限公司	嘉兴	新湖绿都	0.5			0.13		
21	嘉善新湖房地产开发有限公司	嘉善	凤泽泗洲	1.1			0.35		
22	海宁绿城新湖房地产开发有限公司	海宁	百合新城	8.2	8.0	8.0	3.81	4.09	4.50
23	桐乡新湖升华置业有限公司	桐乡	新湖香格里拉	3.2	5.0	5.0	1.07	1.84	2.03
24	衢州新湖房地产开发有限公司	衢州	新湖景城	4.5	5.0	8.0	1.80	2.20	3.87
25	瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安	瑞安外滩	0.1	1.0	2.2	0.02	0.44	1.07
26	瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安	新湖绿都		2.0	1.3		0.70	0.49
27	九江新湖远洲置业有限公司	九江	柴桑春天	10.0	10.0	10.0	2.10	2.31	2.54
28	温州新湖房地产开发有限公司	平阳	新湖广场	4.0	2.0	1.4	2.09	1.15	0.87
29	温州新湖房地产开发有限公司	平阳	新湖庄园		3.0	3.0		1.88	2.07
合计				70.5	101.2	122.3	47.16	70.03	106.76

资料来源: 浙商研究

4.2. 股权投资收益预测

基本假设: (1) 按成本法核算的股权投资企业的分红比例为 30%; (2) 股权投资企业的所得税率为 25%; (3) 以股权投资企业所在行业的增长速度为基础, 根据企业的实际情况经调整后定义企业本身的增长速度。

经估算, 2009-2011 年公司股权投资的投资收益分别为 2.20 亿元、2.74 亿元和 3.42 亿元, 其中投资的税前收益分别为 2.93 亿元、3.66 亿元和 4.56 亿元。





表 11: 2009-2011 年公司主要股权投资收益预测

投资公司	持股比例 (%)	分红比例 (%)	投资公司净利润估算 (亿元)			公司投资收益估算 (亿元)		
			2009	2010	2011	2009E	2010E	2011E
盛京银行	8.83	30	18.18	22.91	30.24	0.48	0.61	0.80
成都市农村信用合作联社	9.75	权益法	6.01	6.79	7.68	0.52	0.59	0.66
吉林银行	1.88	30	8.80	9.94	11.24	0.05	0.06	0.06
湘财证券	24.96	30	4.94	6.42	8.35	0.37	0.48	0.63
长城证券	0.72	30	7.35	9.56	12.42	0.02	0.02	0.03
新湖期货经纪有限公司	86.11	30	0.18	0.23	0.30	0.05	0.06	0.08
上海大智慧网络技术有限公司	11	30	0.87	2.34	2.75	0.03	0.08	0.09
青海碱业有限公司	10.83	30	3.60	3.96	4.36	0.12	0.13	0.14
浙江金洲管道公司	20	权益法	2.50	3.25	4.23	0.50	0.65	0.85
合计 (税后)	—	—	52.44	65.41	81.56	2.20	2.74	3.42
合计 (税前)	—	—	69.91	87.21	108.75	2.93	3.66	4.56

资料来源: 浙商研究

4.3. 公司盈利预测

基于上述房地产盈利预测与股权投资收益预测,并结合对公司 2009-2011 年的商业贸易收入和酒店服务收入的估算,我们预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 57.86 亿元、80.82 亿元和 117.67 亿元,其中归属母公司所有者的净利润分别为 12.27 亿元、19.01 亿元和 28.84 亿元,对应的基本每股收益 (EPS) 为 0.36 元、0.56 元和 0.85 元。

5. 公司估值与评级

5.1. DCF 估值

表 12: DCF 估值

估值假设	数值
永续期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.25%
市场组合报酬率 Rm	15.00%
有效税率 Tx	22.00%
Kd	2.14%
Ke	16.80%
WACC	8.00%
B (β levered)	1.14
DCF 估值	
预测期 NPV	4333074.0
非核心资产	380046.7
企业价值 EV	4713120.7
债务	568283.2
股票价值	4144837.5
总股本(万股)	338440.02
每股价值(元)	12.25

资料来源: 浙商研究





根据公司的盈利预测与 DCF 模型假设，我们估算得出公司的股票价值为 414.30 亿元，对应的每股价值为 12.25 元，目前公司的股价在 10.62 元，从长期的价值投资角度看，处于相对低估的水平。

5.2. RNAV 估值

根据相关假设，我们得出公司的 RNAV（净权益增加值）总值为 320.38 亿元，其中房地产业务的净权益增加值为 199.66 亿元、股权投资净权益增加值为 52.42 亿元；吸收合并后，公司总股份为 33.84 亿股，折合每股 RNAV 为 9.47 元。当前行业龙头公司的“股价/每股 RNAV”平均值在 1.23 倍左右，行业主流公司的“股价/每股 RNAV”平均值在 1.32 倍，而整个行业的“股价/每股 RNAV”平均值在 1.29 倍左右。基于此，我们给予公司“股价/每股 RNAV”的区间为 1.1-1.5 倍，由此，我们认为公司的合理估值在 10.42-14.21。

表 13：房地产业务净权益增加值

序号	公司名称	区域	项目名称	未结项目权益增加值(亿元)
1	沈阳新湖房地产开发有限公司	沈阳	北国之春	10.66
2	沈阳沈北金谷置业有限公司	沈阳	香格里拉	2.39
3	天津新湖凯华投资有限公司	天津	香格里拉	1.87
4	滨州新湖房地产开发有限公司	滨州	玫瑰园	1.79
5	泰山新湖房地产开发有限公司	泰山	新湖绿园	1.61
6	淮安新湖房地产开发有限公司	淮安	翔宇花园	0.15
7	镇江新湖置业有限公司	镇江	涌金花园	7.70
8	江苏新湖宝华置业有限公司	南京	仙林翠谷	11.20
9	苏州新湖置业有限公司	苏州	明珠城	24.41
10	蚌埠新湖置业有限公司	蚌埠	山水华庭	0.66
11	芜湖长江长置业有限公司	芜湖	长江长现代城	9.17
12	黄山市新湖房地产开发有限公司	黄山	维多利亚广场	0.05
13	上海新湖房地产开发有限公司	上海	新湖明珠城	41.20
14	上海中瀚置业有限公司	上海	新湖景城	6.93
15	浙江新湖房地产集团有限公司	杭州	东新园	0.66
16	杭州新湖美丽洲置业有限公司	杭州	新湖香格里拉	12.38
17	浙江新兰得置业有限公司	杭州	新湖果岭	30.50
18	杭州新湖明珠置业有限公司	杭州	新湖武林门	5.38
19	浙江澳辰地产发展有限公司	兰溪	新湖汇景江南	1.94
20	嘉兴新湖房地产开发有限公司	嘉兴	新湖绿都	0.003
21	嘉善新湖房地产开发有限公司	嘉善	风泽泗洲	0.03
22	海宁绿城新湖房地产开发有限公司	海宁	百合新城	12.97
23	桐乡新湖升华置业有限公司	桐乡	新湖香格里拉	1.85
24	衢州新湖房地产开发有限公司	衢州	新湖景城	7.60
25	瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安	瑞安外滩	0.36
26	瑞安外滩房地产开发有限公司	瑞安	新湖绿都	0.25
27	九江新湖远洲置业有限公司	九江	柴桑春天	3.75
28	温州新湖房地产开发有限公司	平阳	新湖广场	0.97
29	温州新湖房地产开发有限公司	平阳	新湖庄园	1.25
合计				199.66

资料来源：浙商研究





表 14: 股权投资净权益增加值

序号	投资公司	持股比例	初始投资成本 (亿元)	净利润(净资产) (万元)	PE (PB)	股权重估值 (亿元)	净权益增加值 (亿元)	行业 PE (PB)
1	盛京银行	8.83	4.50	18.18	13	20.87	16.37	15
2	成都市农村信用合作联社	9.75	6.53	6.01	13	7.62	1.09	15
3	吉林银行	1.88	1.80	8.80	13	2.15	0.35	15
4	湘财证券	24.96	10.64	4.94	20	24.67	14.03	25
5	长城证券	0.72	0.71	7.35	20	1.06	0.35	25
6	新湖期货经纪有限公司	86.11	1.17	0.18	20	3.10	1.93	25
7	上海大智慧网络技术有限公司*	11	3.52	—	—	—	—	—
8	青海碱业有限公司	10.83	2.80	3.60	15	5.85	3.05	20
9	浙江金洲管道公司	20	1.00	2.50	20	10.00	9.00	25
10	河北丰宁承龙矿业公司	80	1.30	(1.63)	(4)	5.20	3.90	(8)
11	山东蓬莱金粤湾矿业公司	100	0.78	(0.78)	(4)	3.12	2.34	(8)
合计		—	31.22	—	—	83.64	52.42	—

资料来源: 浙商研究

注 “*”: 由于公司参股上海大智慧网络技术有限公司时间尚短, 因此我们暂时不对该部分股权投资进行净权益增加值的估算。

表 15: 公司每股 RNAV 估算

项目	数值
房地产业务净权益增加值 (亿元)	199.66
主要股权投资净权益增加值 (亿元)	52.42
09 半年报净资产 (亿元)	68.30
公司净权益增加值合计 (亿元)	320.38
公司总股份 (亿股)	33.84
公司每股净权益增加值 (RNAV)	9.47

资料来源: 浙商研究

表 16: 主流房地产上市公司股价对 RNAV 的溢价情况

公司代码	公司简称	RNAV	股价	股价/RNAV
000002.SZ	万科 A	7.90	10.42	1.32
600383.SH	金地集团	11.40	12.87	1.13
000024.SZ	招商地产	22.95	25.00	1.09
600048.SH	保利地产	17.58	24.14	1.37
行业龙头公司平均值				1.23
000608.SZ	阳光股份	7.80	9.22	1.18
000616.SZ	亿城股份	5.21	5.44	1.05
002244.SZ	滨江集团	9.24	13.39	1.45
000718.SZ	苏宁环球	8.64	12.01	1.39
600675.SH	中华企业	9.65	14.03	1.45
000031.SZ	中粮地产	7.90	11.06	1.40
600376.SH	首开股份	12.05	19.49	1.62
600748.SH	上实发展	12.85	12.87	1.00
行业主流公司平均				1.32
平均值				1.29

资料来源: Wind 资讯、浙商研究





5.3. PE 估值

从 2009 年动态 PE 的角度看，当前房地产行业 2009 年平均动态 PE 在 23.8 倍左右，鉴于公司的实际情况，我们给予公司 2009 年动态 PE 区间为 25-30 倍，结合公司 2009 年 0.36 元的 EPS，得公司 2009 年合理估值为 9.0-10.8 元。

从 2010 年动态 PE 的角度看，当前房地产行业 2009 年平均动态 PE 在 19.3 倍左右，鉴于公司的实际情况，我们给予公司 2009 年动态 PE 区间为 20-25 倍，结合公司 2010 年 0.56 元的 EPS，得公司 2010 年合理估值为 11.2-14.0 元。

表 17：2009-2010 年主流房地产上市公司动态市盈率（PE）

证券代码	证券简称	EPS（2009E）	EPS（2010E）	股价	PE（2009E）	PE(2010E)
000002.SZ	万科 A	0.48	0.58	10.42	21.7	18.0
000024.SZ	招商地产	1.10	1.27	25.00	22.7	19.7
600048.SH	保利地产	0.92	1.15	24.14	26.2	21.0
600383.SH	金地集团	0.52	0.61	12.87	24.8	21.3
行业龙头公司平均值					23.9	20.0
000069.SZ	华侨城 A	0.50	0.61	18.50	37.1	30.2
000608.SZ	阳光股份	0.44	0.41	9.22	20.9	22.4
000616.SZ	亿城股份	0.34	0.38	5.44	16.1	14.4
000718.SZ	苏宁环球	0.51	0.77	12.01	23.4	15.7
600052.SH	浙江广厦	0.49	0.67	7.39	14.9	11.1
600067.SH	冠城大通	0.53	0.85	13.21	24.8	15.6
600240.SH	华业地产	0.25	0.36	6.76	26.5	18.8
600266.SH	北京城建	0.68	0.82	16.24	23.9	19.8
600322.SH	天房发展	0.13	0.19	5.33	42.6	28.5
600325.SH	华发股份	0.90	1.00	17.14	19.1	17.1
600376.SH	首开股份	0.79	0.94	19.49	24.6	20.8
600533.SH	栖霞建设	0.25	0.32	5.79	23.0	17.9
600675.SH	中华企业	0.53	0.70	14.03	26.7	20.0
600743.SH	华远地产	0.62	0.44	9.45	15.3	21.7
002133.SZ	广宇集团	0.34	0.47	8.79	25.6	18.5
002146.SZ	荣盛发展	0.68	0.84	16.24	24.0	19.4
002208.SZ	合肥城建	0.75	0.84	14.95	19.9	17.8
002244.SZ	滨江集团	0.65	0.84	13.39	20.6	15.9
行业主流公司平均值					23.8	19.2
行业平均值					23.8	19.3

资料来源：Wind 资讯、浙商研究

■公司估值结论：结合 DCF 估值法、RNAV 估值法和 PE 估值法，我们认为公司 2009 年合理的估值区间为 9-12 元，其中枢值为 11 元，由此，公司当前的股价处于合理的估值范围。若考虑公司 2010 年 0.56 元的 EPS，我们认为公司 2010 年的合理估值区间为 12-14 元。

5.4. 投资评级

鉴于公司吸收合并新湖创业所带来的规模效益与协同效应、大量成本低廉的土地储备以及控股股东做强公





司地产平台的决心，我们给予公司“买入”的投资评级。对于公司股价的走势，我们认为，未来 12 个月的目标价为 14 元，对应的 PE 为 25 倍。

6. 风险提示

我们认为当前公司面临的风险有：（1）若紧缩性的房地产调控政策出台，公司的销售业绩将受到影响，进而影响公司盈利；（2）若以土地增值税为代表的税收征管加强，公司的盈利亦将收到影响；（3）短期内公司估值优势不明显，尤其是在 11 月 29 日限售股解禁的压力下，股价难免受到波动，存在一定的市场风险；（4）吸收合并新湖创业后，如何发挥合并的规模效益与协同效应需要考验公司管理层的智慧。





浙商证券研究团队

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

