

新湖中宝(600208): 结算进度低于预期、但分配预案超预期 增持(维持)

房地产行业

当前股价: 8.62 元

报告日期: 2010 年 02 月 11 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4794	6379	8987	10635
(+/-)	59.5%	33.1%	40.9%	18.3%
营业利润	1461	1577	2474	3489
(+/-)	136%	7.9%	56.9%	41.0%
归属于母公司的净利润	1100	1150	1793	2544
(+/-)	164%	4.6%	55.9%	41.9%
EPS (元)	0.32	0.34	0.53	0.75
市盈率(倍)	26.5	25.4	16.3	11.5

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/流通股本 (万股)	338,440/318,295
流通市值 (亿元)	274
每股净资产 (元)	1.86
资产负债率 (%)	69.52

股价表现 (最近一年)



天相房地产组 联系人 刘义

021-58824282-804

Liuyi002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **每股收益低于预期、但分配预案超预期。**公司今日发布 2009 年报: 营业收入 63.8 亿元、同比增长 33.1%; 归属母公司净利润 11.5 亿元、同比增长 4.6%; 每股收益 0.34 元, 低于市场预计的 0.40 元。但 2009 年分配预案超预期: 每 10 股送 5 股派 0.5 元 (含税)。
- **基本面概述。**公司是布局东部沿海地区 (以长三角地区为核心) 的大型房地产开发商, 业务有三块: 住宅开发为主、商业贸易和股权投资为辅。公司项目储备权益建筑面积 750 万平方米左右; 如果考虑到 2010 年 02 月入股时代地产 35% 股权 (该公司是珠三角地区大型开发商之一, 项目储备权益建筑面积 350 万平方米左右), 公司项目储备权益建筑面积增加至 870 万平方米。与此同时, 公司在天津、大连、启东等地还拥有大量的土地一级开发项目, 并因参股多家金融公司而具备金融概念。
- **公司 2009 年业绩低于预期的主要原因在于项目结算进度低于预期。**总的来说, 公司 2009 年的经营情况有三点值得我们关注。
 - 销售进度符合预期。公司 2009 年在售项目主要有 17 个, 销售金额 77.8 亿元 (包括未纳入合并报表的海宁项目)、同比增长 254%; 其中, 销售面积 112.4 万平方米、销售均价 6920 元/平米。
 - 结算进度低于预期。公司 2009 年参与结算项目主要有 15 个, 结算收入 47.9 亿元 (包括未纳入合并报表的海宁项目)、同比仅增长 9.6%; 结算面积 72.1 万平方米、同比仅增长 17.9%, 主要原因可能在于: 公司 2009 年开发进度没有跟上销售进度, 从而导致达到结算条件的面积较少 (2009 年竣工面积仅 53.8 万平方米, 不足销售面积的一半)。
 - 综合毛利率大幅下滑, 但核心业务盈利能力持续提升。公司 2009 年综合毛利率为 30.8%, 同比下滑 9.3 个百分点, 主要原因在于商业贸易收入规模大幅增长, 这是一个典型的增收不增利的“鸡肋业务”, 毛利率只有 0.1%。而核心业务住宅开发的毛利率为 47.3%, 同比提升 2 个百分点, 主要得益于 2009 年房地产行业景气繁荣导致的销售和结算均价上涨。

- **财务健康状况尚可。**公司 2009 年底资产负债率为 69.52%，剔除预收款项（32.6 亿元）之后的真实资产负债率为 54.7%，在行业当中处于中等偏高水平；剔除预收款项之后的真实速动比率为 0.97，短期偿债压力并不大；公司 2009 年底账面现金 44.6 亿元，比年初增加 34.1 亿元，主要得益于银行借款和住宅销售带来的现金流入，其中，经营现金流为 25.2 亿元，现金比较充足。整体而言，公司财务健康状况尚可。
- **规模扩张能力比较突出。**公司大幅上调了 2010 年的开工和竣工计划，2010 年开工、竣工面积分别为 158 和 111 万平米，分别同比增长 142%和 107%。我们预计公司 2010-2011 年的结算面积分别为 83 和 95 万平米，相较于 2009 年 63 万平米的结算规模而言，复合增长率在 23%左右。2009 年已销售但未结算的面积为 33 万平米，已覆盖我们预计 2010 年结算面积的 40%。
- **盈利能力仍将持续提升。**公司盈利能力的持续提升主要得益于住宅项目销售均价的持续上涨。公司 2009 年销售均价为 6523 元/平米，同比上涨 50%左右，并且预计 2010 年销售均价仍将大幅上涨（主要得益于项目销售结构的优化）。我们预计公司 2010-2011 年住宅开发业务的毛利率分别为 52%和 55%，而 2009 年只有 47%。
- **盈利预测与投资评级。**暂不考虑公司 2009 年度分配预案和非公开增发预案，我们预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.53 元和 0.75 元，以 02 月 10 日收盘价 8.62 元计算，对应的动态市盈率分别为 16 倍和 11 倍；鉴于公司较低的估值水平、以及当前股价对非公开增发价（10.47 元/股）18%的折价，我们认为公司安全边际已然存在，维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**
 - 大盘的系统性风险；房地产行业调整幅度可能超过预期；项目结算进度可能不达预期。

图表一：盈利预测关键假设

收入细分（百万）	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
房地产	1152	2105	3854	3942	6427	8075
商业贸易	778	832	817	2300	2400	2400
酒店服务	41	39	41	27	40	40
其他	56	30	68	110.8	120	120
毛利率	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
房地产	33.2%	37.2%	45.3%	47.3%	52.0%	55.0%
商业贸易	1.4%	0.0%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%
酒店服务	44.1%	45.6%	44.5%	31.9%	45.0%	45.0%
其他	16.1%	42.7%	82.0%	81.9%	82.0%	82.0%
房地产开发业务	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
开工面积 万平米	84.6	80.4	75.5	65.5	158.4	150.0
销售面积 万平米	49.2	61.8	28.7	96.1	94.1	110.0
销售均价 元/平米	3530	5104	4369	6523	9862	10500
销售金额 百万元	1736	3157	1253	6269	9280	11550
竣工面积 万平米	45.8	51.4	80.5	53.8	111.1	125.0
结算面积 万平米	34.0	58.8	51.0	63.1	83.1	95.0
结算均价 元/平米	3384	3581	5216	6189	7734	8500
结算收入 百万元	1152	2104	2658	3942	6427	8075

注：2008年数据未经调整

资料来源：公司公告、天相投顾整理；2010 年数据参照公司经营计划



图表二：新湖中宝（600208）盈利预测表

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	3006	4794	6379	8987	10635
营业收入增长率	44.0%	59.5%	33.1%	40.9%	18.3%
营业成本	2193	2872	4412	5524	6073
营业成本增长率	34.6%	31.0%	53.6%	25.2%	9.9%
综合毛利率	27.1%	40.1%	30.8%	38.5%	42.9%
营业税金及附加	144	277	307	430	550
销售费用	52	108	150	225	266
销售费用率	1.7%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%
管理费用	133	205	238	315	372
管理费用率	4.4%	4.3%	3.7%	3.5%	3.5%
财务费用	41	147	181	359	425
财务费用率	1.4%	3.1%	2.8%	4.0%	4.0%
资产减值损失	56	51	3	100	20
期间费用率	7.5%	9.6%	8.9%	10.0%	10.0%
公允价值变动	0	-2	2	-10	10
投资净收益	232	328	487	450	550
二、营业利润	619	1461	1577	2474	3489
营业利润增长率	102.6%	136.2%	7.9%	56.9%	41.0%
加：营业外收入	1	44	46	50	50
减：营业外支出	3	13	18	20	20
三、利润总额	616	1492	1605	2504	3519
减：所得税费用	181	349	379	626	880
实际所得税率	29.3%	23.4%	23.6%	25.0%	25.0%
四、净利润	435	1142	1226	1878	2639
归属母公司净利润	416	1100	1150	1793	2544
归属母公司净利润增长率	75.2%	164.4%	4.6%	55.9%	41.9%
少数股东损益	19	42	76	85	95
EPS（摊薄、元）	0.12	0.32	0.34	0.53	0.75
最新股本（万股）	338440	338440	338440	338440	338440

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100