

新湖中宝(600208.sh)

房地产与金融携手同行，高增长依然延续

赵强 研究员 电话: 021-68829698 email: zhaog@qf.com.cn
徐军平 研究员 电话: 021-68829441 xjp@qf.com.cn
沈爱卿 研究员 电话: 020-87555888-637 saq@qf.com.cn

公司股价上涨的催化因素

我们认为公司股价催化因素主要有: (1) 房地产项目进入销售结算高峰期; (2) 股权投资进入上市阶段; (3) 湘财证券、新湖期货, 具备分拆上市潜质; (4) 股权激励第一期年底到期, 对股价具有刺激作用。

与众不同的特点及核心竞争优势

新湖中宝具有两个突出特点及四个竞争优势: (1) 房地产管理渗透着金融理念; (2) “房地产+X” 战略, 平滑周期波动; (3) 宏观大势把握能力强; (4) 踏准节奏, 微观投资精准; (5) 房地产开发能力优秀; (6) 资源整合和运营能力强。

公司房地产及股权投资业务介绍

房地产业务特点: (1) 公司土地储备丰富, 布局合理; (2) 公司拿地能力强, 土地成本低; (3) 房地产开发项目进入成熟期, 业绩开始快速释放; (4) 介入土地一级开发, 锁定土地成本。

股权投资: 湘财证券、新湖期货重组完毕, 进入良性发展阶段; 银行股权投资贡献稳定收入, 进退自如; 大智慧及金州管道踏上上市之路。

公司估值及投资建议

绝对估值: 公司最新的每股净资产评估值为 7.83 元, 假设房价下降 10% 后为 6.67 元, 较目前股价依然有 20% 以上的折价。

相对估值: 我们预测公司 2010 年至 2012 年每股收益分别为 0.41 元、0.53 元及 0.73 元, 对应 PE 分别为 12.93 倍、10.00 倍及 7.26 倍。

综合认为公司股价具有较高安全边际, 给予公司 12 个月内 6.7 元的目标价, “买入” 评级。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3,504.86	6,379.36	9188.72	11298.08	15054.08
EBITDA(百万元)	1,181.16	1,826.14	2513	3279	4851
净利润(百万元)	840.55	1,150.17	2080	2700	3720
净利润增长率	102.7%	36.84%	80.9%	30.6%	41.7%
每股收益(元)	0.298	0.340	0.41	0.53	0.73
市盈率	13.56	29.22	12.03	9.27	6.73
市净率	2.54	5.34	3.06	2.30	1.72
EV/EBITDA	13.28	19.84	10.86	8.32	5.62

来源: 新湖中宝股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元) 5.30
目标价格(元) 6.70
前次评级 买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.29%	-13.19%	-25.97%
沪深 300	.43%	-15.58%	-9.72%

股票数据

总股本(万股) 507,660.3
流通 A 股(万股) 507,527.0
主要股东: 浙江新湖集团股份有限公司
主要股东持股比例 42.24%
流通 A 股比例 99.97%

财务比率

ROE 18.24%
ROA 9.99%
资产负债率 69.52%
每股净资产(元) 1.86

2009 年报数据

相关报告:

《新湖中宝: 现有项目提供丰厚收益, 提前布局环渤海洼地》-2010 年 4 月 21 日

目录索引

一、股价上涨的催化因素	4
(一) 公司房地产项目进入成熟期	4
(二) 股权投资公司上市, 有利于公司股权价值实现	4
(三) 控股湘财证券、新潮期货, 具备分拆上市潜质	4
(四) 股权激励价格高于目前股价, 具有刺激作用	4
二、与众不同的特点及核心竞争力	4
(一) 房地产管理渗透着金融理念	4
资本运作的高手	4
房地产实际经营中渗透着金融思维。	5
(二) “房地产+X” 战略, 平滑周期波动	5
(三) 宏观大势把握能力强	6
(四) 踏准节奏, 微观投资精准	6
(五) 房地产开发能力优秀	6
(六) 资源整合和运营能力强	7
三、房地产行业及股权投资	8
(一) 房地产完成全国化布局, 项目进入成熟期	8
公司土地储备丰富、布局合理	8
公司拿地能力强, 土地成本低	9
房地产项目进入成熟期, 业绩快速释放	10
介入土地一级开发, 锁定地价成本	10
(二) 股权投资隐含价值高	10
控股证券期货, 分享上市溢价	10
参股银行股权, 进退自如	12
投资大智慧, 充实金融服务业	12
矿产及管道股权, 价值提升潜力大	13
四、公司各部分价值及估值	13
(一) 房地产项目 RNAV 估值及敏感性测试	13
(二) 证券期货估值	13
(三) 参股银行, 股权升值多	14
(四) 大智慧公司价值	15
(五) 金州管道及其他矿产投资价值	15
(六) 公司价值计算	15
五、公司盈利预测及投资建议	17
(一) 盈利预测	17
(二) 投资建议	17

图表索引

图表 1、公司资本市场发展轨迹	5
图表 2、新湖中宝公司各项业务实际投资额：（单位：万元）	5
图表 3、主要公司 2007 至 2009 年复合增长率比较	6
图表 4、上海新湖明珠城项目实景图	7
图表 5、杭州新湖香格里拉实景图	7
图表 6、主要房地产公司项目储备及单位市值储备数据	8
图表 7、公司项目储备分布	9
图表 8、湘财证券实力	11
图表 9、期货交易保证金数额变化（单位：万元）	11
图表 10、银行股权投资及分红	12
图表 11、公司现有房地产项目增加值及敏感性测试（单位：万元）	13
图表 12、同类券商资产比较	14
图表 13、新湖期货公司价值分析（单位：万元）	14
图表 14、同类银行估值对照表（单位：亿元）	14
图表 15、同花顺公司估值	15
图表 16、新湖中宝重估净资产估值结果	15
图表 17、公司重估净资产敏感性测试	16
图表 18、新湖中宝重估净资产结果 2	16
图表 19、公司重估净资产敏感性测试 2	16

一、股价上涨的催化因素

经过对公司各项业务及经营状况的系统梳理，我们总结了影响公司股价表现的主要催化因素，具体如下：

（一）公司房地产项目进入成熟期

公司目前大部分项目都进入成熟期，如杭州新湖果岭项目、杭州新湖香格里拉项目已进入结算期；高利润的上海新湖明珠城开始大量释放业绩、青蓝国际项目及华商大公馆项目今年也将开工；海宁百合新城也有大量项目进入结算阶段；苏州明珠城及南京仙林翠谷进入滚动销售结算期；公司目前大部分项目都已经进入成熟期，房地产项目开始快速释放业绩。

（二）股权投资公司上市，有利于公司股权价值实现

公司参股了金洲管道公司20%股权，大智慧11%的股权，同时参股了盛京银行、吉林银行、成都农村商业银行等股权，而目前金洲管道公司已过会，相信很快就会上市交易；大智慧、盛京银行业也在积极筹备上市事宜，目前已经递交了上市材料；公司这些股权投资公司上市后，有利于公司股权价值的实现。

（三）控股湘财证券、新潮期货，具备分拆上市潜质

公司控股湘财证券和新潮期货，根据分拆上市相关规定，湘财证券及新潮期货具备分拆上市的可能性；并且湘财证券及新潮期货已重组完毕，运营能力得到大幅提升，处在快速发展阶段，控股子公司一旦分拆上市，公司将需要价值重估，也有利于公司集中精力做大做强房地产业务。

（四）股权激励价格高于目前股价，具有刺激作用

根据公司2008年制定的股权激励办法，折合行权价为6.65元/股，目前股权激励计划逐渐进入行权期，第一期股票期权以2010年12月24日到期，占已授权期权的40%；第二期和第三期分别占30%，分别于2011年6月24日及2012年6月24日到期，目前股价低于行权价，尽管对于第一期期权有所影响，甚至行不了权，但是还有第二及第三期期权，因此，从长远来看，对公司股价上涨具有一定的刺激作用。

二、与众不同的特点及核心竞争力

（一）房地产管理渗透着金融理念

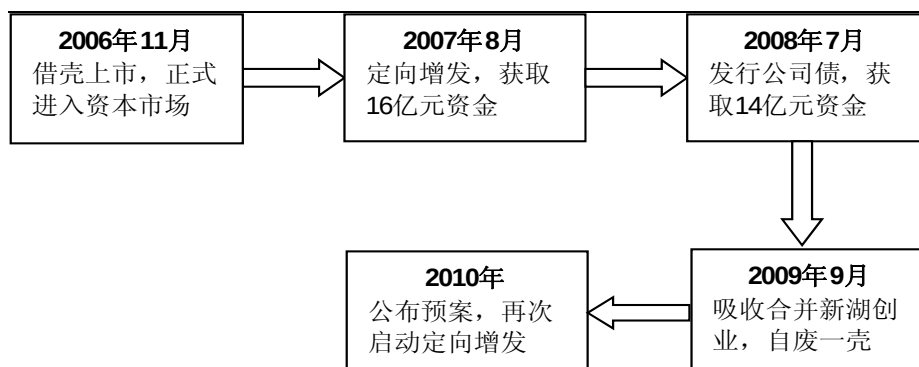
新湖中宝公司，在房地产运作中蕴含着高超的金融智慧，是房地产与金融相互融合的实践者，这一点公司走在行业的前列，充分体现了公司的金融理念，具体表现在公司的资本运作方面及房地产实际经营之中。

资本运作的高手

从2006年进入资本市场至今，公司的一系列资本运作，充分展现出公司对资本市场的理解及把握能力。

公司2006年完成借壳上市、2007年定向发行获得资金、2008年发行14亿公司债、2009年吸收合并自废一壳、2010年公司启动新一轮定向增发等，公司把握资本市场大趋势，踏准发展节奏，不断扩大公司实力。

图表 1、公司资本市场发展轨迹



数据来源：广发证券发展研究中心

房地产实际经营中渗透着金融思维。

众所周知，房地产行业是个资金密集型行业，具有很强的金融属性，如高杠杆性，体现在拿地、资产负债率等方面，因而具有很高的风险；当流动性泛滥、市场情绪高涨的时候，一般的企业容易变得不理性而高价拿地等，房地产高杠杆属性很可能将公司推向破产倒闭风险，而新湖中宝公司深刻理解风险控制与企业发展的关系，具有很强的风险控制意识，在非理性因素占主导的市场氛围下，加大了非房地产行业的投资，如金融行业及部分资源性行业等，规避行业风险，平滑周期波动性。

新湖中宝在资本运作、房地产实际经营（拿地节奏、产品开发及销售等）中都体现出公司金融思维，这是公司优于其他公司的一个显著特点。

（二）“房地产+X”战略，平滑周期波动

纵观新湖中宝的发展历史，我们认为新湖中宝是一家以房地产为主业的投资控股型公司，实行“房地产+X”的发展战略，其资产和业务主要涵盖了房地产、金融股权投资、矿产资源及企业股权投资等。

图表 2、新湖中宝公司各项业务实际投资额：（单位：万元）

指标	净资产	房地产	金融股权	矿产及其他投资
投资总额	630,636	305,835	266,001	58,800
占比	100%	48.50%	42.18%	9.32%

数据来源：广发证券发展研究中心

公司以房地产开发为主，积极拓展盈利能力强的金融股权企业以及投资具有较大价值增值空间的实体经济企业，实施“房地产+X”的多元化发展战略，这有利于平滑房地产行业的周期性波动，确保业绩稳定增长。

从公司2007年至2009年三年的净利润增长率中，我们看到，尽管某些年份，公司增长率落后于其他公司，但是，计算三年总体增长率，公司的增长率排名第二，远高于其他几个公司；同时，从每年的增长率来看，相比其他主要公司，公司净利润增长率表现更为平稳，没有出现大起大落，这一点上，说明了公司风险控制强，更体现出“房地产+X”战略对业绩的平滑作用。

图表 3、主要公司 2007 至 2009 年复合增长率比较

公司名称	2007 年	2008 年	2009 年	三年综合增长率
新潮中宝	74.61%	102.74%	36.84%	384.39%
万科 A	110.81%	-16.74%	32.15%	131.94%
保利地产	121.77%	50.35%	57.19%	424.12%
招商地产	83.38%	6.02%	33.93%	160.39%
金地集团	103.34%	-12.86%	111.24%	274.30%

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）宏观大势把握能力强

公司具有独特的宏观投资视野，能把握住中国经济发展周期中的每一次重大投资机会，从房地产行业，到金融股权投资及矿产资源投资等。

新潮集团，自1994年成立以来，以房地产业为主；至2000年，房地产行业成为国民关注的焦点，公司顺势加大房地产投资；随后通过一系列资本运作，于2006年将房地产业务装入上市公司，发展至今，公司房地产业务规模已非同小可，未结算面积接近900万平方米，位于行业前列，这还未包括收购时代地产股权的权益面积，应该说，**公司把握了中国房地产发展进程。**

2007年，国家对股指期货、融资融券开始吹“政策风”，新潮中宝公司把握了最佳的投资机会，果断介入证券期货行业，至目前为止，已经控股了湘财证券、新潮期货两家公司，随着股指期货、融资融券交易逐渐成熟，公司控股的证券期货公司将为公司带来新的增长点。同时，随着银行体制的改革，公司适时加大了对银行的投资力度。**公司对金融股权投资再一次体现公司对宏观大势的把握能力。**

（四）踏准节奏，微观投资精准

公司在把握整体宏观大势的基础上，踏准节奏，对微观企业精准投资。

在房地产开发业务上，公司实行谨慎、前瞻性的拿地策略，在令各大房地产公司恐慌的2008年下半年（实际上行业快要见底回升的时候），公司趁机把杭州市中心的稀缺地块“杭政储出28号地块”（杭汽轮项目）收入囊中，当时楼面地价仅为11000元/平方米，相比现在动辄3至4万的房价而言，公司盈利颇丰。

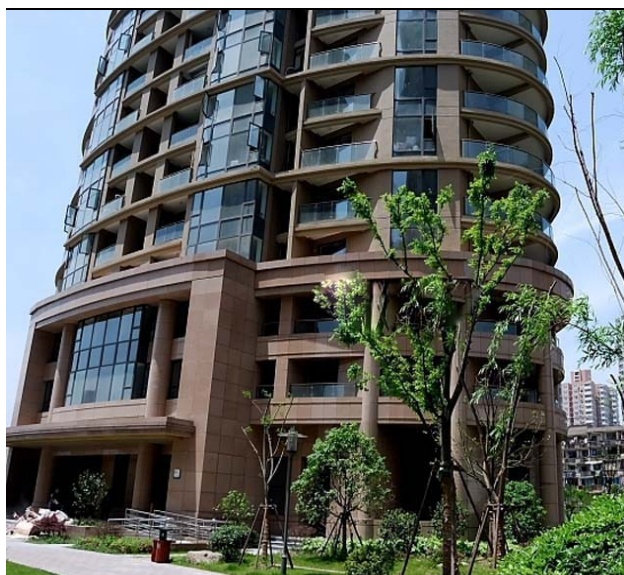
在金融股权及企业股权投资上，公司参股了三家银行股权、大智慧股权、金州管道公司股权；控股了湘财证券、新潮期货，公司所投资的这些股权具备足够高的安全边际，不但能为公司提供丰厚的利润分红，而且所投资的公司均在积极筹备上市，参股的金州管道公司已经过会，大智慧及盛京银行已经递交申报材料，准备今年上市，而其他银行股权及证券期货公司也在积极筹备上市，所有的投资公司都能进退自如。

（五）房地产开发能力优秀

公司房地产开发能力强。通过对新潮中宝的大部分房地产项目实地调研，得出：公司房地产项目基本上是当地的高品质楼盘，在规划设计、建筑质量、景观环境、服务水平上等精益求精，致力于开发高性价比、中高档房地产精品。如公司上海新潮明珠城、苏州新潮明珠城、南京仙林翠谷、

杭州新湖香格里拉、杭州新湖果岭等项目，均是当地的高品质楼盘。

图表 4、上海新湖明珠城项目实景图



数据来源：广发证券发展研究中心

图表 5、杭州新湖香格里拉实景图



数据来源：广发证券发展研究中心

（六）资源整合和运营能力强

公司是一家具有进取精神的民营企业，具有天然的体制优势，有着很强的执行力，因此，公司的资源整合能力及运营能力强，这一点从公司成功重组新湖期货公司及湘财证券上可略知一二。

湘财证券：湘财证券一度处在破产边缘，2007年新湖中宝及新湖集团介入之后，对公司进行债转股、增资等重组事宜，目前湘财证券逐渐进入营运正轨，公司业务及实力规模日益上升，按照净利润排名，湘财证券由2007年第43名，上升至2009年的第26位，业内排名稳步上升。

新湖期货：新湖中宝增资浙江天地期货公司，获得控股权，并多次增

资，目前注册资本为1.75亿元；同时，公司引入原中国国际期货公司的一批高级管理及业务人才，此后，新湖期货的业务规模及实力获得强劲发展，仅经过不到2年的时间，规模增长了10倍之多，公司在业内的排名也快速提升，据最新数据，公司已经进入行业内前十名。

从新湖期货及湘财证券的重组及发展历程来看，公司具有非凡的资源整合及运营能力。

三、房地产行业及股权投资

新湖中宝公司实际上是一家以房地产为主业的投资控股型公司，其业务涉及了房地产开发、金融股权投资、矿产及企业股权投资等。公司房地产开发已经蒸蒸日上，成为全国化的房地产企业，实力位居A股排行榜前列，大多数项目进入成熟期；证券期货公司重整完毕，已经进入良性发展阶段；银行股权投资贡献稳定收入，进退自如；大智慧公司进入快速发展期；金州管道股权投资踏上上市之路等等。

（一）房地产完成全国化布局，项目进入成熟期

公司基本上完成了房地产开发业务的全国化布局，继续做强“长三角”项目，收购时代地产股权进入珠三角市场，提前布局“环渤海湾”价值洼地；就公司房地产业务来看，具有以下特点：（1）公司土地储备丰富，布局合理；（2）公司拿地能力强，土地成本低；（3）房地产开发项目进入成熟期，业绩开始快速释放；（4）介入土地一级开发，锁定土地成本。

公司土地储备丰富、布局合理

公司土地储备丰富。上市公司拥有总建筑面积为1345万平方米，权益面积为1167万平方米，权益未结算面积将770万平方米，这其中并没有包含收购时代地产股权而拥有的土地储备以及土地一级开发项目转化为二级开发的项目储备，在A股市场上，无论是绝对储备面积还是相对储备比例，公司土地储备都是较为丰富的，经计算，公司包含35%的时代地产股权后的权益面积为1325.6万平方米，单位市值面积为5.46平方米，公司项目储备排名在行业内靠前。

图表 6、主要房地产公司项目储备及单位市值储备数据

	总建筑面积 (万平)	权益面积 (万平)	总市值 (亿)	单位面积 (平方/万)
万科 A		2436	799.35	3.05
保利地产	4507	2918	505.15	5.78
金地集团	1548	1358	297.36	4.57
招商地产	1173	858	266.01	3.23
新湖中宝	1345	1167	242.66	4.81
35%时代地产	165.9	158.55		
新湖中宝合计		1325.55		5.46

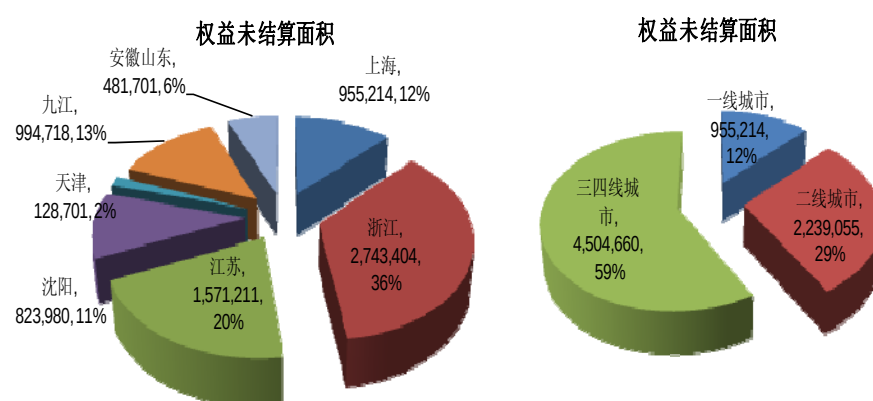
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

房地产项目布局合理。公司直接拥有的房地产项目并不是完全的全国化布局，也不是单纯的区域化发展，而是有选择性的介入经济较为发达的城市，以长三角城市为主，逐渐深入到环渤海地区的天津、沈阳等价值洼地，以及依山傍水的九江、芜湖、黄山、山东等的经济发展潜力较好二三线城市：其中长三角地区权益未结算面积占比为68.4%；天津及沈阳地区权益未结算面积占比13%；九江市占比13%，安徽及山东地区占比为6%。

而对于竞争更为激烈的珠三角地区，公司没有直接参与开发项目，而是通过收购当地知名企业广东时代地产35%的股权曲线进入，避免高价拿地风险。收购时代地产股权，为公司贡献权益建筑面积约为159万平方米的项目储备。

公司项目储备不但在区域上有所选择，而且对于一二三线城市也均衡配置。由于一线城市及个别二线城市房价过高，受政策调控的压力较大，因此布局经济发展较好的二三线城市成为发展趋势，各大房地产公司纷纷抢占地盘，而公司项目布局一开始就是一二三线城市梯次递进，一线城市的上海占比12%，二线城市的杭州、天津、沈阳、南京、苏州等地占比29%，三四线城市占据59%的比例，公司项目分布结构具有天然优势。

图表 7、公司项目储备分布



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司拿地能力强，土地成本低

土地市场竞争愈演愈热，直接参与竞争很难拿到合适的土地项目，也会加大公司经营风险，因此公司在获取土地资源方式上变得更加灵活多样，如逆周期拿地、收购兼并拿地、介入一级开发拿地等形式，并且提前布局具有发展潜力的重点区域，近几年拿地主要表现在：如2008年10月，果断拿下“杭汽轮”项目，1.1万元/平方米的楼面地价，在今天看来当时的决策是相当英明的；公司看好环渤海价值洼地，战略布局沈阳、大连及天津等地项目，并介入土地一级开发领域，公司获取资源手段多元化，凸显公司拿地能力。

公司土地储备项目成本低，从项目储备的绝对楼面地价来看，除了上海新湖明珠城及青蓝国际尚未拆迁项目外，其他项目平均楼面地价不足1100元/平方米，相比我们预计2010年的销售均价近8000元/平方米（2009年销售均价为6885元/平方米）而言应该是非常低的水平了，粗略估计，

这些项目的毛利率大多在50%左右，项目盈利空间大。

房地产项目进入成熟期，业绩快速释放

纵观公司目前所有开发的项目，都已进入成熟期。如上海的新湖明珠城项目，目前已经开发到近40%了，剩余未售建筑面积达55万平方米，项目基本成熟，周边配套齐全，销售价格从2002年的0.5万元/平方米上涨至2008年的2万元，目前售价在3.5万元/平方米左右，后续将快速释放业绩；上海青蓝国际一期已经拆平，计划今年动工建设，可售面积约14万平方米；上海华商大公馆已经动工建设等。杭州新湖果岭、杭州新湖香格里拉、苏州新湖明珠城、南京仙林翠谷等也进入了成熟期，都将快速释放业绩。

介入土地一级开发，锁定地价成本

由于土地拍卖市场持续走高，高价拿地是不明智的举措，为了获取优质廉价土地资源，锁定土地成本，保障公司项目利润，公司介入到土地一级开发领域，目前公告的土地一级开发项目有3个，未来还会继续寻找土地一级开发项目，并且其他若干项目都有意向，目前3个土地一级开发项目情况介绍如下：

（1）天津静海项目：天津向南扩展是个大趋势，所以公司选择天津静海区作为进入天津市场的一个突破口，为此公司拿下了1000亩土地的一级开发，成本为30万元/亩，目前至少可以达到70万/亩；2010年年初，恒大地产在周边也做了一级开发整理，成本就达60万元/平方米，因此公司相对来讲，该块地的价值就已经翻番了。

（2）大连金州土地一级开发：大连市北方最好的临海地区，资源优势明显；同时，大连市规划向北发展的可能性大，所以公司介入该地区，获得金州土地一级开发。该地区一级开发可以与政府分成，也可以自己单独开发（滚动开发，时间会比较长，不过启动的资金不会很大）。

（3）江苏启东土地一级开发：公司获得长江口岸，江苏启东3000亩（总6000亩，公建3000亩）土地一级开发，净投资款项总额不少于15亿元。第一批商住用地出让时间应在2011年6月前，且出让面积不少于1200亩；其余不少于1800亩出让的商住用地应在2013年6月挂牌。

（二）股权投资隐含价值高

控股证券期货，分享上市溢价

（1）持有湘财证券31.36%股权：公司直接持有湘财证券3.67%股权，通过新湖控股间接持有69.22%，合计持有湘财证券31.36%股权，公司是湘财证券的实际控制人。

湘财证券创立于1993年2月8日，经过多次重组后，目前注册资本29.97亿元人民币。几年前，由于投资失利、以及管理体制的问题，湘财证券一度陷入破产的边缘，业务人才也流失严重；在新湖介入之后，开始对湘财证券各项业务进行重新梳理，经过债转股、增资、缩股等重组之后，目前公司运营已走入正轨，进入良性发展阶段。

截止到2009年，公司资产总额约156.8亿元，净资产为24.9亿元，客户数近77万户，在中国各大主要城市设有48家营业网点。按照净利润排

名，2007年第43名，2008年为第34名，2009年为第26位（9.6亿元），每年稳步上升；按照股票交易量计算，公司2009年市场占有率为0.959%，市场份额排名为第30名。公司规模及实力为中等偏上水平。

图表 8、湘财证券实力

湘财证券	2007 年	2008 年	2009 年
总资产	1,288,932	961,223	1,567,934
股东权益	99,331	232,757	249,236
净利润	88,349	35,324	96,227
按净利润排名	43	34	26
股票交易量	85,381,658	48,516,021	102,154,407
按交易量排名	0.931%	0.921%	0.959%

数据来源：广发证券发展研究中心

目前，湘财证券重组接近尾声，正在积极筹备上市，在成功上市之后，湘财证券股权将面临新的估值模式，作为实际控制人的新湖中宝，其股权投资价值及市场估值等将会得到一个大幅的提高。

（2）持有新湖期货86.11%股权：2009年增资之后，新湖中宝持有新湖期货的股权由71.15%上升至86.11%，公司注册资本为1.35亿元；2010年3月再次增资，以每股2.5元的价格增资4000万股，股权比例上升至89.29%。

新湖期货为上海、大连、郑州三家期货交易所会员，中金所交易结算会员。经过重组之后，公司将把新湖期货打造成国内最规范、最诚信、最具专业服务能力的期货公司。

新湖期货实力增强，业务蒸蒸日上。几年来，新湖中宝对期货公司进行内部资源整合，一方面外延式扩张，如增资扩股、新设营业部等，截止目前为止，公司营业部有11家；另一方面是内涵式增长，通过引进业务精英，重建研究体系、开拓客户、加强服务等提高附加值，如2008年，原中国国际期货总经理马文胜加盟公司，研发实力发生质变。通过这一系列资源整合行动，公司业务规模迅速扩大，在2007年，新湖期货公司期货交易保证金仅为1.46亿元，而到了2009年年末，期货交易保证金则上升到14.91亿元，短短的两年时间，规模增长了10倍之多，公司实力得到大大的提高，在行业内的排名也稳步提升，如：2008年，新湖期货成交量排名第24名，成交金额排名第22名。2009年大连商品期货交易所期货公司中成交量及成交金额排名中，新湖期货分别位于14位和13位，公司在业内的排名及规模等提升较快，据最新数据，公司已经进入行业内前十名，新湖期货公司在行业内排名快速上升。

图表 9、期货交易保证金数额变化（单位：万元）

年份	2007 年	2008 年	2009 年
期货交易保证金	14,595.48	64,097.15	149,107.49

数据来源：广发证券发展研究中心

参股银行股权，进退自如

为现实公司资产的最优配置，平滑房地产行业周期波动，公司适时参与银行股权投资，目已经参与吉林银行、盛京银行、成都农村商业银行的股权投资。

盛京银行：盛京银行为沈阳市第一家总部银行，是东北地区成立最早、规模最大、实力雄厚的城市商业银行。截止到2009年，盛京银行总资产已达1578.58亿元，各项存款余额1086.9亿元，不良贷款率 0.94%，资本充足率12.01 %，当期实现利润16.84亿元，综合经营实力居东北城商行首位，在全国城商行中排名第五，计划今年上市，公司参股成本为1.5元/股。

成都农村商业银行：该银行为震后扶持银行，重点支持对象，是成都地区网点最多、覆盖面积最广的银行。截至2009年末，成都农商银行各项存款余额达1036.84亿元，各项贷款余额为678.13亿元，存贷款规模分别居成都市银行业金融机构第4位、第5位，银行正在积极筹备上市，公司股权投资成本不到1.34元/股。

图表 10、银行股权投资及分红

	比例	投资成本	08 年净利	09 年净利	08 年收益	09 年收益
盛京银行	8.83%	45,000	160,900		14,207	6,000
吉林银行	1.88%	18,000	137,000		2,576	
成都农村商业银行	8.27%	65,250	137,900	123,674	11,404	9,585

数据来源：广发证券发展研究中心

公司参股银行投资，进退自如。所谓“退”，就是指公司每年可以获得大量的分红，如2009年获得盛京银行现金分红6000万元，按照45000万元的初始投资成本计算，分红收益率在13.33%以上，而2008年获得分红率则更高（这与公司决策有关）；而成都农村商业银行则获得收益9585万元，对应于投资成本65250万元的收益率为14.69%，公司银行股权投资回报率高。所谓“进”，就是指公司不但可以获得分红收益，还可以获得银行规模扩大的成长性收益、银行上市后的股权价值实现收益等，公司银行股权投资是一桩十分划算的投资。

投资大智慧，充实金融服务业

朝阳产业，行业龙头。自从股权分置以来，中国A股市场规模等急剧扩大，相应的股票账户、证券投资人员也快速增长，成就了专业金融信息服务业，随着证券市场日益成熟化、专业化，行业发展空间巨大。而大智慧网络公司则是这个行业中的龙头企业，如大智慧LEVEL-2用户数占市场容量的75%；同时，公司业务趋于稳定，发展前景明朗，因此，公司参与大智慧增资扩股，于2009年9月投资3.52亿元获得大智慧11%的股权。

业绩快速增长，分享上市溢价。大智慧公司处在正要起飞的阶段，业绩开始快速释放，2009年贡献1.88亿元净利润，远超收购公告中预测的9000万元净利润，考虑到行业发展前景及公司行业地位，公司的成长性可期，公司的投资回报率非常丰厚；同时，大智慧公司在积极准备IPO，参考目前行业排行第二的同花顺公司估值水平，公司股权投资价值应该获得大幅提升。

矿产及管道股权，价值提升潜力大

新湖中宝控股丰宁承龙矿业、蓬莱金矿，参股青海碱业、金洲管道公司，合计投资额在58800万元，占公司净资产的9%左右。

丰宁承龙矿业目前仍处在勘探阶段，据悉矿产储量有可能超预期；而青海碱业是国内大型的民营化工企业，其大股东浙江玻璃是全国玻璃行业的重点骨干企业，这也保证了公司的销量与质量；公司投资的金洲管道公司是中国管道制造业的龙头企业，公司以每股5元的价格获得2000万股股权，目前**金洲管道公司已经过会，投资增值至少在4倍以上**。

公司投资的矿产及管道公司具备较高的投资价值，随着后续盈利能力的释放、企业上市等股权价值的实现，公司参股项目价值将会得到巨大的提升。

四、公司各部分价值及估值

上述分析认为，新湖中宝是一家以房地产为主业的投资控股型公司，因此不能简单的视新湖中宝为房地产公司，更不能以房地产行业股票估值水平来计算新湖中宝的投资价值，因此，要认识其内在价值，必须要对其业务进行分块计算，按照不同行业状况进行比照估值。

（一）房地产项目RNAV估值及敏感性测试

房地产行业是公司的支柱产业，占总投资比重的50%以上。对于房地产行业，我们采用重估净资产值法进行计算，静态估计，现有房地产项目贡献附加值为215.45亿元。

由于公司大多数项目是位于二三线城市，而该部分城市的房价波动幅度不大；同时公司项目大多数项目均为稀缺资源，产品质量高，因此，在目前受政策高压调控之下的房价下跌空间也有限。

图表 11、公司现有房地产项目增加值及敏感性测试（单位：万元）

价格年变动	-30%	-20%	-10%	0%	10%
在建拟建项目增加值	394,357	981,058	1,567,760	2,154,461	2,707,049

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）证券期货估值

新湖中宝控股的湘财证券和新湖期货，由于公司可以注入公司优良的管理机制，从而使得证券期货公司更具竞争力，这一点可以从新湖期货公司发展看出，按道理，这部分股权投资价值应该给予估值上的溢价，但由于尚未上市等，因此我们参考同类上市公司估值水平对其估值。

湘财证券估值：参考同类规模券商估值水平对其估值，如长江证券、西南证券、国元证券、宏源证券、国金证券、东北证券及太平洋证券等，我们计算得出：每1%的市场份额的公司，其股票市值在290亿元左右（近一个月，券商行业估值基本变化不大），而湘财证券在2007年至2009年三年期间的市场占有率均在0.9%以上，按照2009年的0.959%计算，**湘财证券的市值应该为278亿元，对应于新湖中宝31.36%的股权投资价值为**

87.30亿元。

图表 12、同类券商资产比较

名称	市值	净资产	市盈率	市净率	市场份额	市值份额比
长江证券	264.7	91.2	19.3	2.90	1.50	176.6
西南证券	252.5	46.8	25.1	5.40	0.64	396.9
国元证券	259.3	151.3	25.0	1.71	1.08	239.8
宏源证券	242.9	65.4	21.1	3.71	1.30	187.2
国金证券	150.0	25.9	29.1	5.79	0.75	199.3
东北证券	165.3	30.6	18.1	5.41	0.77	216.0
太平洋	188.5	17.9	46.5	10.56	0.31	616.1
平均值			26.30	5.10		290.3

数据来源：广发证券发展研究中心

新湖期货估值：增资扩股后，新湖期货注册资本17500万，公司持有新湖期货89.29%的股权，约为15625.75万股，公司最新的净资产值为2009年净资产17086万及2010年增资10000万元进行计算其净资产为27086万元，参照证券公司的估值水平估值，给予5.0倍的PB估值，公司持有新湖期货价值约为12.09亿元。

图表 13、新湖期货公司价值分析（单位：万元）

指标	权益	注册资本	净资产	PB 估值	对应价值	公司分享价值
新湖期货	89.29%	17500	27086	5.0	135430	120925

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）参股银行，股权升值多

公司参股了盛京银行、吉林银行、成都农村商业银行，该部分股权投资稳健，不但获得高额的分红率，而且还能享受上市后的股权价值实现。对于参股银行股权的股权投资价值，我们参照目前A股市场上同类性质及规模的银行估值水平对其估值。

由于公司参股的三家银行各种数据获取比较困难，而我们只能从相关公司公告中获得部分数据，参考A股市场上同类规模银行的PB估值，并给予适当折价，保守估计，我们按照新湖中宝的初始投资金额，给予2倍PB计算，公司参股银行股权价值为25.65亿元。

图表 14、同类银行估值对照表（单位：亿元）

名称	股本	股价	总市值	净利润	净资产	PE	PB
宁波银行	25.00	11.820	295.50	14.57	97.42	20.27	3.03
南京银行	23.88	10.850	259.07	15.44	120.39	16.78	2.15
兴业银行	59.92	24.700	1480.14	132.82	595.97	11.14	2.48
北京银行	62.28	12.740	793.39	56.34	375.59	14.08	2.11
合计						15.57	2.45

数据来源：广发证券发展研究中心

（四）大智慧公司价值

大智慧为金融信息服务行业最大提供商，为行业龙头公司，对于公司参股的股权投资价值，我们参考公司的投资公告中数据及其目前已经上市的同花顺估值水平。

公告显示，公司股权评估价值为29.48亿元，若给予5倍PB，公司价值为147.4亿元；若按照大智慧2010年预测净利润3亿元（2009年净利润1.88亿元），给予50倍PE计算，公司估值为150亿元。保守估计新湖中宝股权投资价值为16.21亿元。

图表 15、同花顺公司估值

名称	总市值	净资产	净利润	2009PE	预测 2010PE	预测 2011PE	2009 年 PB
同花顺	51.58	10.13	0.75	69.02	51.58	35.98	5.09

数据来源：广发证券发展研究中心

（五）金州管道及其他矿产投资价值

公司持有金州管道20%股权，根据公司最近申报IPO材料显示：2009年净利润为10197.25万元，净资产为43175.14万元，每股收益为1.02元，每股净资产为4.32元；按照发行3350万股后计算，每股收益为0.76元，参考中小板股票，按照保守的30倍PE计算，公司每股价值约为23元，因此公司股权对应的价值为4.6亿元。对于其他矿产资产，由于数据不全，我们暂不计算其价值。

（六）公司价值计算

对于新湖中宝的估值，我们从两方面进行计算，以便相互验证，第一是通过计算各部分业务、控股公司、参股公司等可比市场价值，计算公司的相对价值；第二是通过假设开发法计算公司房地产价值，股利贴现计算股权投资等的价值，最后加总得出公司价值。

首先：综合金融、地产、矿产等资产的可比价值，最后得出公司每股重估净资产值为7.80元；若假设房价下降10%，公司每股重估净资产值为6.64元，由于公司项目大多数都位于二三线城市，房价上涨速度较为缓和，因此下跌空间也并不大，所以，重估净资产值6.67元/股较为合理。

图表 16、新湖中宝重估净资产估值结果

1. 房地产在建及拟建物业增值 (RNAV) (万元)	2,154,461
2. 证券期货增加值 (RNAV) (万元)	898,426
3. 银行及大智慧股权增加值 (RNAV) (万元)	255,190
4. 矿产投资增加值 (RNAV) (万元)	35,843
公司股东权益 (万元)	630,636
公司重估净资产合计 (RNAV) (万元)	3,974,556
总股本 (万)	507,660
每股净资产值 (RNAV) 2010E (元)	7.83

数据来源：广发证券发展研究中心

考虑到房地产行业对价格的敏感性等因素，我们计算房价下降不同幅度对公司的NAV估值水平；而金融股权投资等投资估值相对保守，具体计算结果如下：

图表 17、公司重估净资产敏感性测试

价格年变动	-30.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%
1. 在建拟建项目增加值	394,357	981,058	1,567,760	2,154,461	2,707,049
2. 证券期货增加值(RNAV) (万元)	898,426	898,426	898,426	898,426	898,426
3. 银行及大智慧股权增加值(RNAV) (万元)	255,190	255,190	255,190	255,190	255,190
4. 矿产投资增加值(RNAV) (万元)	35,843	35,843	35,843	35,843	35,843
公司股东权益(万元)	630,636	630,636	630,636	630,636	630,636
公司重估净资产合计(RNAV)(万元)	2,214,452	2,801,153	3,387,855	3,974,556	4,527,144
总股本(万)	507,660	507,660	507,660	507,660	507,660
每股净资产值(RNAV) 2010E(元)	4.36	5.52	6.67	7.83	8.92

数据来源：广发证券发展研究中心

第二，股利贴现计算各股权投资价值，得出公司每股重估净资产值为8.00元，与第一种方法计算结果相近。

图表 18、新湖中宝重估净资产结果 2

1. 在建拟建项目增加值	2,154,461
2. 股权投资增加值(RNAV) (万元)	1,276,132
公司股东权益(万元)	630,636
公司重估净资产合计(RNAV)(万元)	4,061,229
总股本(万)	507,660
每股净资产值(RNAV) 2010E(元)	8.00

数据来源：广发证券发展研究中心

图表 19、公司重估净资产敏感性测试 2

	-30%	-20%	-10%	0%	10%
1. 在建拟建项目增加值	394,357	981,058	1,567,760	2,154,461	2,707,049
2. 股权投资增加值(RNAV) (万元)	1,276,132	1,276,132	1,276,132	1,276,132	1,276,132
公司股东权益(万元)	630,636	630,636	630,636	630,636	630,636
公司重估净资产合计(RNAV)(万元)	2,301,125	2,887,827	3,474,528	4,061,229	4,613,817
总股本(万)	507,660	507,660	507,660	507,660	507,660
每股净资产值(RNAV) 2010E(元)	4.53	5.69	6.84	8.00	9.09

数据来源：广发证券发展研究中心

由于参股公司分红的不确定性，以及为了保守估值，我们采用第一种分段估值的方法，认为公司目前RANV估值为7.83元/股，房价下跌10%后的RNAV估值为6.67元。

五、公司盈利预测及投资建议

（一）盈利预测

公司盈利预测假设如下：第一、不考虑土地一级开发带来的收益；第二、暂不考虑时代地产股权产生的投资收益；第三，股权投资收益近3年10%的速度增长，从2010年一季度收益来看，公司完全能达到要求；第四、商业贸易业务保持原有规模。

根据公司房地产业务开发状况，及股权投资获得分红等，预计公司2010年至2012年的房地产营业收入分别为68.89亿元、89.98亿元、以及127.54亿元；考虑到商业贸易等数据，最终预计2010年至2012年的营业收入分别为91.89亿元、112.98亿元、150.54亿元；**每股收益分别为0.41元、0.53元及0.73元**，其中金融股权投资收益分别贡献0.11元、0.12元及0.13元，房地产贡献0.30元、0.41元及0.60元；**对应的PE分别为12.93倍、10.00倍及7.26倍。**

（二）投资建议

从重估净资产估值结果来看，**公司股价具有较高安全边际**。根据敏感性测试，公司股价反映了目前房价下跌20%的预期情况，我们认为这对公司房地产项目太过于悲观。由于公司房地产项目均为稀缺资源，同时大部分项目位于房价波幅相对较小的二三线城市（上海项目位于内环以内，更为稀缺，房价下跌空间小），房价波动幅度相对会较少，预计房价下调10%为一个较为合理的比例，相应的估值为6.67元/股，目前股价依然有20.54%的折价，因此我们认为公司股价具有较高的安全边际。

从公司相对估值来看，**公司估值也比较便宜**。公司2010年至2012年综合每股收益分别为0.41元、0.53元及0.73元，对应的PE分别为12.93倍、10.00倍及7.26倍，公司相对估值也较为便宜。

综合来看，我们认为**公司股价具有较高的安全边际**，公司6个月内**6.70元**的目标价，给予“买入”评级。

资产负债表简表					单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E					
货币资金	5613.84	3972.56	3449.61	5239.14					
应收账款	37.88	67.85	62.15	111.07					
预付款项	912.53	1182.74	1430.80	1798.65					
应收利息	0.00								
应收股利	0.00								
其他应收款	119.15	333.99	223.18	519.22					
存货	10193.83	11721.86	16278.05	21267.08					
流动资产合计	17637.70	18038.93	22204.33	29696.58					
长期股权投资	3145.48	3145.48	3145.48	3145.48					
固定资产	542.65	532.01	524.04	518.02					
在建工程	8.67	5.90	0.94	-6.59					
无形资产	287.89	363.37	439.32	502.63					
长期待摊费用	9.09								
递延所得税资产	111.37	0.00	0.00	0.00					
非流动资产合计	4307.62	4101.36	4163.45	4213.59					
资产总计	21945.32	22140.29	26367.78	33910.17					
短期借款	3488.70	2660.00	3367.00	2583.00					
应付票据	156.00	264.73	287.30	363.34					
应付账款	355.19	679.41	483.36	956.95					
预收款项	3258.98	4626.60	5389.50	7398.99					
应付职工薪酬	4.91	6.74	8.04	10.01					
应交税费	277.00	275.66	338.94	451.62					
应付利息	81.37								
其他应付款	843.62	945.47	1191.61	1256.13					
流动负债合计	10966.54	9112.67	10186.53	13343.19					
长期借款	2406.57	2906.57	3106.57	3306.57					
应付债券	1385.39	1385.39	1385.39	1385.39					
长期应付款	0.00								
预计负债	0.00								
递延所得税负债	0.13	0.00	0.00	0.00					
非流动负债合计	4289.38	4291.96	4491.96	4691.96					
负债合计	15255.92	13404.63	14678.49	18035.15					
股本	3384.40	5076.60	5076.60	5076.60					
资本公积	123.09	123.09	123.09	123.09					
盈余公积	216.14	230.00	255.00	285.00					
未分配利润	2582.72	2970.94	5670.95	9390.64					
少数股东权益	383.04	565.02	818.64	1284.68					
负债股东权益总计	21945.32	22140.29	26367.78	33910.17					
每股净资产（元）	1.86	1.61	2.14	2.87					

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表					单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	6379.36	9188.72	11298.08	15054.08					
营业成本	4412.10	5713.73	6813.31	8564.98					
营业税金及附加	307.07	480.57	608.97	832.49					
销售费用	150.00	229.72	282.45	376.35					
管理费用	238.00	284.85	350.24	466.68					
财务费用	181.35	56.55	24.74	17.69					
资产减值损失	3.13	0.00	0.00	0.00					
公允价值变动收益	2.00	0.00	0.00	0.00					
投资收益	487.02	584.43	701.31	771.44					
营业利润	1576.74	3007.72	3919.68	5567.33					
营业外收入	42.80	8.80	18.49	13.65					
营业外支出	8.18								
利润总额	1604.91	3016.53	3938.17	5580.98					
所得税费用	378.68	754.13	984.54	1395.24					
净利润	1226.23	2262.40	2953.63	4185.73					
母公司净利润	1150.17	2080.42	2700.01	3719.69					
EPS（元）	0.34	0.41	0.53	0.73					

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表					单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流量	2519.03	2160.29	-1236.92	1007.56					
投资活动现金流量	-1049.92	654.75	622.20	697.40					
筹资活动现金流量	1938.54	-4456.31	91.76	84.56					
现金等净增加额	3407.65	-1641.27	-522.95	1789.52					
期末现金余额	5159.80	3972.56	3449.61	5239.14					
每股经营活动现金流	0.74	0.43	-0.24	0.20					

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					单位：百万元				
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入增长率	82.01%	44.04%	22.96%	33.24%					
营业利润增长率	51.64%	90.76%	30.32%	42.04%					
毛利率	30.84%	37.82%	39.69%	43.11%					
净利润率	18.03%	22.64%	23.90%	24.71%					
净资产收益率	18.24%	25.46%	24.84%	25.49%					
总资产收益率	5.24%	9.40%	10.24%	10.97%					
流动比率	160.83%	197.95%	217.98%	222.56%					
资产负债率	69.52%	60.54%	55.67%	53.19%					
所得税税率	23.60%	25.00%	25.00%	25.00%					

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

新潮中宝(600208)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。