

新湖中宝(600208.sh)

股权投资大幅增值，房地产项目进入成熟期

徐军平 分析师 电话: 021-68829441 eMail: xjp@gf.com.cn SAC执业证书编号: S0260210040021	赵强 分析师 021-68829698 zhaoq@gf.com.cn S0260210030007	沈爱卿 分析师 020-87555888-637 saq@gf.com.cn S0260209080530
---	--	---

上周，我们调研了新湖中宝，对参股的银行股权、证券期货等做了一次深度沟通，了解房地产项目最新状况，结论是，公司房地产正进入成熟期，股权投资进入收获期，看好公司“房地产+金融股权”的发展战略，维持“买入”评级。

银行股权大幅增值，利润贡献快速提升

根据我们计算，公司参股的银行股权价值约为 57.7 亿元，增值约 44.8 亿元；由于盛京银行和成都农商行已是权益法记账，因此，即便明年净利润不增长，也至少能为公司贡献约为 3.9 亿元的净利润，折合每股收益约 0.08 元。

证券期货盈利强，市场影响力加大

湘财证券盈利能力增强，预计今年净利 7 亿元；控股新湖期货，其交易量已进入行业前十，影响力前三，我们预计证券期货公司股权增值约 77.2 亿元。

参股的大智慧已上市，金洲管道增值多

公司参股的大智慧已经过会，上市之后至少增值 6.0 亿元；金洲管道已上市，持有股权增值约 4.2 亿元，参股股权基本上都会获得两倍以上投资收益。

房地产项目进入成熟期，2011 年可售资源丰富

公司杭州、上海、海宁、苏州及南京等项目都已经进入成熟期，房地产项目开始快速释放业绩。2011 年，武林国际、青蓝国际，以及兰溪、丽水、嘉兴及沈阳等新楼盘上市销售，加上老盘后续项目的推出，2011 年可售资源丰富。

维持买入“评级”，目标价 8.0 元

预计 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 0.34 元、0.48 元及 0.69 元；对应的 PE 分别为 18.4 倍、13.2 倍及 9.1 倍；提升公司 NAV 估值至 7.58 元/股，由于公司实行“房地产+X”战略，房地产项目进入成熟期，股权投资增值多、盈利能力强，因此，维持新湖中宝“买入”评级，目标价 8.0 元/股。

风险提示：行业调控风险，IPO 收紧风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,504.86	6,379.36	8783.28	11149.6	15527.8
增长率(%)	17.13%	82.01%	37.68%	26.94%	39.27%
EBITDA(百万元)	1,181.16	1,826.14	2211.93	3304.42	4940.91
净利润(百万元)	840.55	1,150.17	1735.26	2424.34	3504.05
增长率(%)	102.74%	36.84%	50.87%	39.71%	44.54%
每股收益(元)	0.298	0.340	0.34	0.48	0.69
市盈率	13.56	29.22	18.37	13.15	9.10
市净率	2.54	5.34	3.96	3.05	2.28
EV/EBITDA	13.28	19.84	15.29	9.65	6.09

数据来源: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)	6.25
目标价格(元)	8.00
前次评级	买入

股价走势

新湖中宝(600208)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	16.73%	32.49%	-10.46%
沪深 300	1.93%	13.05%	-9.27%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
5,076.60/5,075.27

主要股东:
浙江新湖集团股份有限公司
主要股东持股比例 63.36%

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

上周，我们调研了新湖中宝，对公司参股的银行股权、证券期货等做了一次深度沟通，了解房地产项目最新状况，我们结论是，公司房地产正进入成熟期，高利率项目进入收获期，同时，2011年有大量新盘推出，可售资源丰富；公司参股的银行股权规模扩张能力强，盈利提升速度快，股权价值增值多；证券期货公司正处在快速发展中，湘财证券有望IPO，新湖期货规模已进入行业前十名，市场影响力前三，我们看好公司“房地产+金融股权”的发展战略，维持公司“买入”评级，目标价8.0元。

银行股权大幅增值、利润贡献快速提升

新湖中宝参股了盛京银行、吉林银行和成都农商行，其中盛京银行已经在报上市材料，预计明年可以上市；而吉林银行和成都农商行在积极扩张布点之中，有望在2到3年后报上市材料，公司投资的这三家银行都是质地优良，盈利能力强，并在快速扩张中。

盛京银行，总股本为38亿股，公司持有8.83%股权，投资额为45000万元，预计2010年全年实现至少22亿元的净利润，前三季度为15亿元左右，按照目前大约14倍的PE计算，盛京银行的股权价值约为27.2亿元，增值约22.7亿元，目前盛京银行已经报上市材料了，明年有望IPO；同时，大概今年8月份左右开始改为权益法记账，也就是说，明年盛京银行明年将会为公司贡献较多的账面利润。

吉林银行，公司拥有1.88%的股份，预计要两到三年后才会报材料上市，2009年的净利润约9亿元，今年的净利润不好估算，因为资产质量的性质变了，以前吉林银行主要拥有长春、通化等4个地级市的分支行，而目前在省领导的指导下，已经包含了9个地级市，因此今年的净利润将会有较大程度的提高，至少在12亿元以上。

成都农商行，公司拥有9.75%的股权，也要过2到3年后才会去报材料申请IPO，初步预计今年净利润为20亿元。

根据我们计算，公司参股的银行股权价值约为57.7亿元，相比初始的投资成本约增值了44.8亿元；由于盛京银行和成都农商行都是权益法记账，因此，假设在2011年净利润不增加的情况下，这两家参股银行至少能为公司贡献约为3.9亿元的净利润，折合每股收益约0.08元。

证券期货盈利能力强，影响力在加大

公司直接和间接持有湘财证券31.36%股权，控股新湖期货，股权比例为91.67%，湘财证券和新湖期货的盈利能力增强，在市场中的影响力也在迅速增加，我们预计证券期货公司股权增值约77.2亿元。

湘财证券，目前拥有48家营业部，其各项业务快速整合，盈利能力恢复，经纪业务占市场份额约为0.92%；自营业务已经展开，而投行业务、资产管理及基金公司正在筹建中；湘财证券2009年净利润约为9.6亿元，在全行业负增长20%的情况下，湘财证券净利润也难独善其身，预计2010年的净利润约为7亿元左右；未来，若公司投行、资产管理及基金公司等顺利开展，盈利能力有望进一步提升。

新湖期货，市场影响力快速提升。衡量一家期货公司的主要指标是其的保证金额度，自从新湖系入主新湖期货后，新湖期货的交易保证金就迅速增加，从2007年的1.5亿元上升到目前的40多亿元；目前新湖期货的交易量已经进入行业内前10名，并且其市场影响力已经位居行业内前三名。由于今年营业部的增加及人员数量的扩编，因此，公司经

营成本迅速增加，预计今年的净利润至少在4000万以上，而明年的净利润有望在1亿元以上，新湖期货的盈利能力及市场影响力都在迅速增强。

表1、新湖期货交易保证金数额快速增加

年份	2007 年	2008 年	2009 年	目前
交易保证金	1.5 亿元	6.4 亿元	14.9 亿元	40 亿元

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

大智慧已过会，金洲管道增值多

公司参股的大智慧已经过会，IPO上市就在眼前；而参股的金洲管道已经上市，持有的股权增值约4.2亿元，公司参股股权基本上都会获得两倍以上投资收益。

大智慧，公司持有6435.189万股，投资成本为3.52亿元，折合为每股成本为5.47元；根据大智慧公告，公司IPO发行前总股本为58500万股，发行后总股份为69500万股，募集资金约为10.25亿元，折合为每股发行价为9.32元/股；对照同花顺的估值，我们认为该发行价的可能会偏低，根据预测，大智慧2010年折合发行后的总股份的EPS为0.27元/股，给予55倍PE，因此其合理价值在14.9元/股左右，股权增值约为6亿元。

表2、参股大智慧增值计算表

项目类别	具体数据
发行股份	11000（万股）
原有股本	58500（万股）
发行后总股本	69500（万股）
预计 2010 年净利润	18765（万元）
EPS	0.27（元/股）
PE	55（倍）
预计发行价格	14.9（元/股）
新湖中宝持有股份	6435.2（万元）
股权价值	95562.6（万元）
股权增值	60362.6（万元）

数据来源：广发证券发展研究中心

金洲管道，公司持有2000万股，投资成本1亿元，折合每股投资成本为5元，而目前，公司股价为25.87元，合计市值为5.17亿元，股权增值4.17亿元。

房地产项目进入成熟期，2011年可售资源丰富

公司房地产项目进入成熟期，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也已经开工；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。

公司今年前三季度销售约43亿元，销售情况不如2009年，其主要原因在于杭州的武林国际项目和上海的青蓝国际项目等新盘没有如期推出，武林国际项目及青蓝国际一期的可售资源量就高达100亿元，这些项目将会在2011年贡献销售收入；同时，兰溪、丽水、嘉兴及沈阳也有增量可售资源上市销售，加上目前老盘后续项目的推出，公司2011年可售资源丰富。

维持“买入”评级，目标价8.0元

我们维持公司2010年至2012年房地产行业营业收入分别为64.83亿元、88.50亿元及132.28亿元，综合商业贸易等，结算收入合计为87.83亿元，111.50亿元及155.28亿元；对应于每股收益分别为0.34元、0.48元及0.69元；相对应的PE估值分别为18.4倍、13.2倍及9.1倍；提升公司NAV估值至7.58元/股，由于公司实行“房地产+X”战略，并且房地产项目进入成熟期，参股的大金融股权增值多、盈利能力强，因此，维持新湖中宝“买入”评级，目标价8.0元/股。

风险提示

行业调控导致房地产项目销售风险，IPO收紧导致参股公司上市风险。

资产负债表

单位：百万元

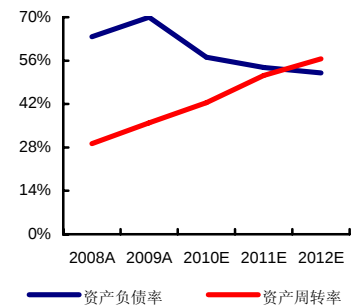
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	10,995	17,638	15,641	19,899	26,993
货币资金	1,752	5,614	1,857	3,773	5,568
应收及预付	1,063	1,072	2,202	2,629	3,534
存货	7,875	10,194	11,575	13,489	17,883
其他流动资产	304	758	8	8	8
非流动资产	2,838	4,308	4,114	4,162	4,263
长期股权投资	1,908	3,145	3,215	3,265	3,345
固定资产	481	543	505	467	429
在建工程	33	9	11	14	19
无形资产	303	300	290	293	297
其他长期资产	113	310	94	124	174
资产总计	13,833	21,945	19,755	24,062	31,256
流动负债	5,771	10,967	7,414	9,069	12,369
短期借款	1,451	3,489	0	0	0
应付及预收	2,516	5,310	7,414	9,069	12,369
其他流动负债	1,805	2,168	0	0	0
非流动负债	2,982	4,289	3,792	3,792	3,792
长期借款	1,538	2,407	2,407	2,407	2,407
应付债券	1,383	1,385	1,385	1,385	1,385
其他非流动负债	60	497	0	0	0
负债合计	8,753	15,256	11,206	12,861	16,161
股本	2,822	3,384	5,077	5,077	5,077
资本公积	533	123	123	123	123
留存收益	1,134	2,799	2,842	5,266	8,770
归属母公司股东权益	4,489	6,306	8,042	10,466	13,970
少数股东权益	591	383	507	735	1,126
负债和股东权益	13,833	21,945	19,755	24,062	31,256

利润表

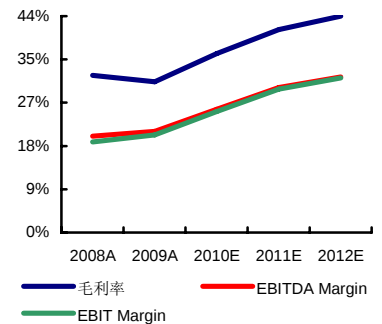
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3505	6379	8783	11150	15528
营业成本	2379	4412	5574	6523	8661
营业税金及附加	198	307	491	669	1001
销售费用	103	150	220	279	388
管理费用	176	238	325	413	575
财务费用	120	181	239	310	363
资产减值损失	49	3	0	0	0
公允价值变动收益	-3	2	45	30	50
投资净收益	563	487	499	549	604
营业利润	1040	1577	2479	3536	5194
营业外收入	1	46	0	0	0
营业外支出	12	18	0	0	0
利润总额	1029	1605	2479	3536	5194
所得税	164	379	620	884	1298
净利润	865	1226	1859	2652	3895
少数股东损益	24	76	124	228	391
归属母公司净利润	841	1150	1735	2424	3504
EBITDA	690	1319	2212	3304	4941
EPS (元)	0.30	0.34	0.34	0.48	0.69

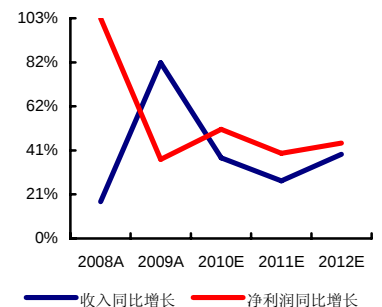
资产负债率趋势



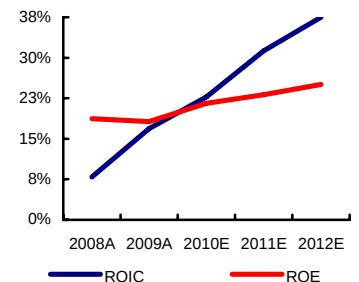
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

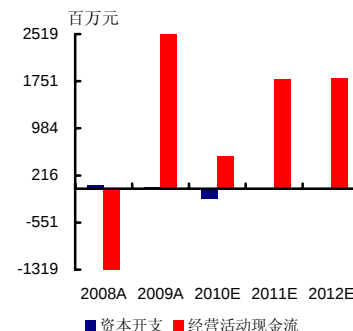
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-1,319	2,519	413	1,554	1,409
净利润	865	1,226	1,859	2,652	3,895
折旧摊销	41	47	38	38	38
营运资金变动	-1,835	1,577	-1,234	-687	-2,000
其它	-390	-331	-250	-449	-524
投资活动现金流	-1,328	-1,050	588	493	515
资本支出	-56	-28	159	-6	-9
投资变动	-1,271	-1,022	384	469	474
其他	-1	0	45	30	50
筹资活动现金流	2,048	1,939	-4,758	-130	-130
银行借款	3,110	6,422	-3,489	0	0
债券融资	-569	-3,948	-1,085	0	0
股权融资	30	20	0	0	0
其他	-524	-555	-184	-130	-130
现金净增加额	-599	3,408	-3,757	1,917	1,794
期初现金余额	1,828	1,752	5,614	1,857	3,773
期末现金余额	1,230	5,160	1,857	3,773	5,568

主要财务比率

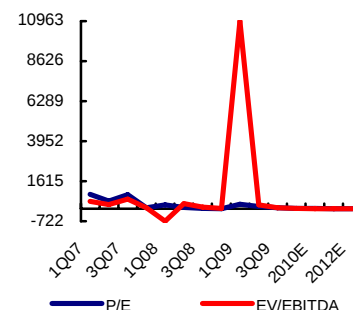
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	17.1%	82.0%	37.7%	26.9%	39.3%
营业利润	68.8%	51.6%	57.2%	42.6%	46.9%
归属于母公司净利润	102.7%	36.8%	50.9%	39.7%	44.5%
获利能力					
毛利率	32.1%	30.8%	36.5%	41.5%	44.2%
净利率	24.7%	19.2%	21.2%	23.8%	25.1%
ROE	18.7%	18.2%	21.6%	23.2%	25.1%
ROIC	8.0%	16.9%	22.7%	31.3%	37.5%
偿债能力					
资产负债率	63.3%	69.5%	56.7%	53.5%	51.7%
净负债比率	72.8%	33.6%	22.5%	0.1%	-11.8%
流动比率	1.91	1.61	2.11	2.19	2.18
速动比率	0.39	0.60	0.32	0.49	0.53
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.36	0.42	0.51	0.56
应收账款周转率	128.89	171.98	182.50	182.50	182.50
存货周转率	0.34	0.49	0.49	0.49	0.49
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.34	0.34	0.48	0.69
每股经营现金流	-0.47	0.74	0.08	0.31	0.28
每股净资产	1.59	1.86	1.58	2.06	2.75
估值比率					
P/E	13.6	29.2	18.4	13.2	9.1
P/B	2.5	5.3	4.0	3.0	2.3
EV/EBITDA	21.9	27.2	15.3	9.7	6.1

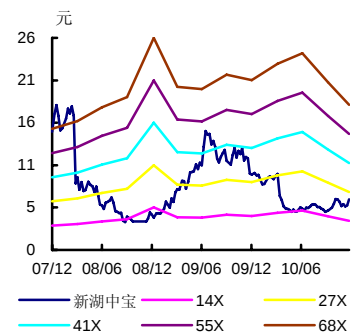
资本支出与经营活动现金流



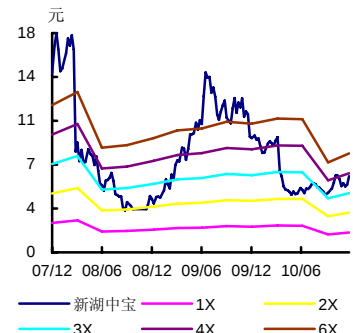
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

新湖中宝(600208.sh)_公告点评	徐军平	2010-12-03
新湖中宝(600208.sh)_季报点评	徐军平	2010-10-25
新湖中宝(600208.sh)_公司跟踪研究报告	徐军平	2010-10-19

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。

	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	深圳市民田路华融大厦 2501 室	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	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。