

新湖中宝 (600208)

—地产+投资，价值低估严重

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 6.12 元

投资要点：

➤ 公司是典型的资源深耕型开发企业，对于现有项目充分挖掘价值，而较强的拿地能力保证资源充沛，成本低廉，保持了项目高毛利水平。在政策调控趋紧，需求被压制，行业成交量出现较大幅度下滑背景下，国内开发商推盘均受到了不少影响，我们认为公司节奏相对较慢的深耕模式不会转变，反而原本去化周期较长，面临的资金回笼压力相对较轻，同时公司充足的账面现金更能支持其逆市拿地，进一步加大股权投资力度，充分发挥现有业务发展潜力。

➤ 公司在上海和杭州接近 200 万平米的优质储备，以及丽水、天津等项目未进入集中销售期，加上调控政策压力，适当放缓销售进度，真实价值被部分隐藏。我们认为，公司的投资价值体现在以下几点：

1) 项目布局合理，一二线城市分布得当，非限购城市储备占 61%，而公司管理层战略眼光独到，稳固长三角市场，较早布局环渤海地区，将受益该区域市场潜力的发挥。

2) 灵活的拿地策略保证储备充足，并且保持成本低廉，06 年以来二级市场所拿地成本 2117 元，06 前的储备成本不到 1000 元，而目前项目平均售价超过 8000 元，同时，涉足土地一级开发更使后续低成本储备供应得到保证。

3) 上海、杭州核心市区的储备接近 200 万平米，重估价值超过 200 亿，此部分项目已贡献每股价值 4 元，上海青蓝国际、杭州武林国际将在近两年进入销售期，而低成本拿得的天津静海商贸城，平阳海涂围垦项目将在中长期内有效提升整体价值。

4) 管理层独具投资眼光，所投资的金州管道、大智慧均已上市，盛京银行已递交材料，湘财证券、吉林银行等均有上市潜力，矿产企业处投资勘探阶段，一旦探明，将带来巨大的业绩升值弹性，股权投资也有望成为近两年业绩提升的催化剂。

➤ 预计 2011-2012 年公司每股收益为 0.35 元、0.51 元，业绩将在未来几年逐步释放。每股 RNAV 值 9.54 元，目前股价 6.12 元，折价接近 40%，继续看好公司未来发展前景，以及政策调控中的抗风险能力，维持“推荐”评级。

发布时间：2011 年 5 月 16 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	6.72/4.50
上证指数/深圳成指	2849.07/12051.2
50 日均成交额(百万元)	141.25
市净率(倍)	3.70
股息率	0.41%

基础数据

流通股(百万股)	5132.15
总股本(百万股)	5133.48
流通市值(百万元)	31408.76
总市值(百万元)	31416.92
每股净资产(元)	1.65
净资产负债率	229.64%

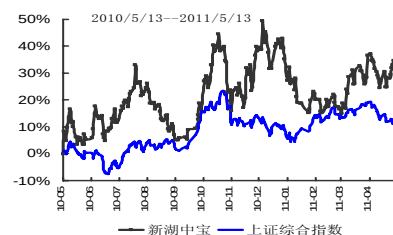
股东信息

大股东名称 浙江新湖集团股份有限公司

持股比例 62.66%

国元持仓情况

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究—新湖中宝（600208）中报点评：储备资源丰富，下半年销售将加速》，

联系方式

研究员： 沈亮亮
执业证书编号：S0020511040004
电 话： 021-68889174-1953
电 邮： Shenliangliang@gyzq.com.cn

联系人： 赵喜娟
电 话： (86-21) 51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

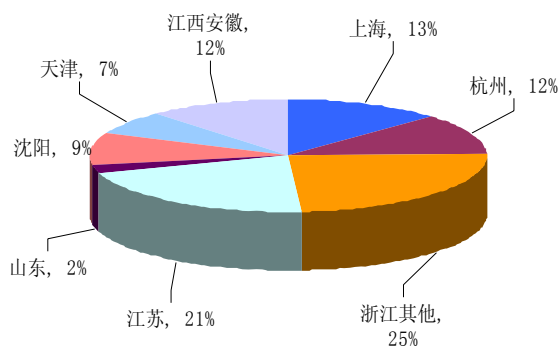
一、布局二三线城市，区域配置合理

截止 2011 年 5 月份，公司可结算权益储备面积 880 万平米（未包括时代地产权益储备，一级开发储备），其中，大部分储备位于二三线城市。考虑到杭州的房价和经济发展水平，我们将其列入一线，杭州和上海的储备占 25%，二线城市包括南京、苏州、沈阳、天津，占 37%，三线城市占 39%。

当前一线城市土地资源日趋紧缺，纵向深入二三线城市符合行业趋势，公司一线城市高价值项目与二三线城市深耕相结合，业务布局上相对合理。

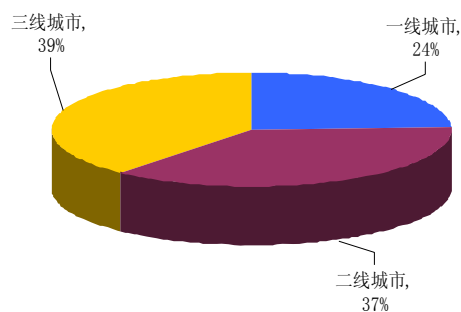
调控使行业销售整体低迷，对于一二线龙头来说，资金尚显宽裕，政策影响最大的在于限购，公司本身推盘速度不快，尤其在一线城市，更习惯于深度挖掘项目价值，而在所有进入城市中，限购城市住宅储备占 34%，未限购占 61%，以目前的政策力度判断，公司更能抵御政策调控带来的风险。

图 1：项目储备按地区分布



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 2：项目储备按城市级别分布



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 1：项目分布情况（万平米）

区域	城市	是否限购	公司项目	可结面积	区域	城市	是否限购	公司项目	可结面积
长三角	上海	是	新湖明珠城	48.8	环渤海	沈阳	是	北国之春	20.5
			青蓝国际	34.5				香格里拉	27.0
			华商大公馆	20.3				八号街-1 地块	24.2
	杭州	是	香格里拉	33.3		天津	是	香格里拉	9.7
			新湖果岭	48.9				静海项目	91.5
			武林国际	9.0				滨州	否
	南京	是	仙林翠谷	41.5	泰安	否	新湖绿园	11.3	
	苏州	是	明珠城	116.8	淮安	否	翔宇花园	0.6	
	嘉兴	否	新中国国际	23.0	其他	蚌埠	否	山水华庭	0.8
	海宁	否	百合新城	28.1		芜湖	否	长江长现代城	7.5
	桐乡	否	香格里拉	8.1		黄山	否	维多利亚广场	0.2
	衢州	否	新湖景城	51.5		九江	否	柴桑春天	33.9
	丽水	否	新湖国际	43.2				庐山国际	51.3
	温州	是	新湖庄园	7.8	限购城市储备：34%				
	兰溪	否	新湖国际	21.0	非限购城市储备：61%				

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

二、坚守长三角区域，将深耕渤海湾

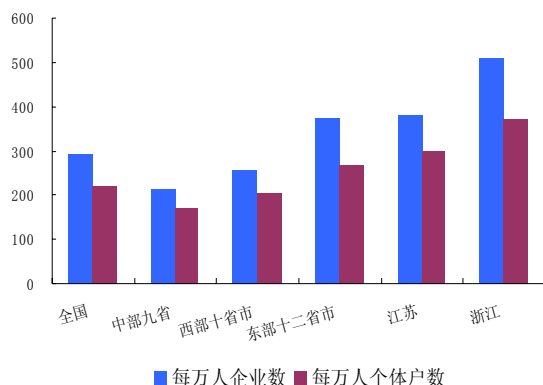
区域布局方面，公司重点放在经济较发达的长三角和渤海湾地区，而竞争更加激烈的珠三角地区，则选择收购时代地产介入。

三大经济区域中，长三角是最具经济活力的地区，尤其以浙江、江苏为代表，两省的经济实力在所有省份中排 3、4 位，仅次于广东、山东。

而江浙一带个体私人经济相当发达，根据相关统计数据，截止 08 年底，浙江总共企业数 260 万家，其中个体工商户 190 万家，每万人拥有企业数 509 家，每万户拥有个体企业数 379 家，江苏分别为 379 家、297 家，均远高于全国平均水平 293 家、220 家。

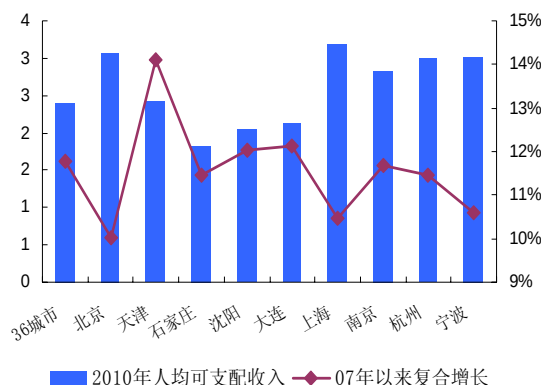
在人均收入方面，江浙地区紧追一线城市，杭州、宁波的人均可支配收入均超过 30000 元，南京达到 28000 元，在各大城市中，仅次于上海、北京等一线城市，包括个体工商户在内，庞大的民间私人财富将有效支撑起区域内房地产市场。

图 3：每万人企业数



资料来源：市场主体报告，CEIC，国元证券研究中心

图 4：各城市人均可支配收入



资料来源：CEIC，国元证券研究中心

公司管理层较具战略眼光，看好环渤海经济圈的发展潜力，较早在沈阳、天津、大连等地布局，而后期市场重点也将放在对环渤海的深耕。

三大经济圈中，珠三角最先在上世纪 80 年代起飞，长三角真正启动在 90 年代，而环渤海经济圈相对滞后，凭借资源和地理位置方面的优势，将是今后国内最主要的经济发展圈之一。对于房地产市场而言，我们认为地区的经济发展水平，以及人口和城市结构变迁将是主要推动力量。

就渤海湾的经济发展来说，第一，原有的基础工业发达，石油、煤炭、铁矿等资源丰富，同时以能源、化工等传统产业为依托，电子、生物、新材料等新兴产业逐步优化经济结构。

第二，区域内大小港口有 40 多个，构成了国内最密集的港口群，配套以陆上交通，成为沟通东北、西北、华北、以及海外市场的贸易集散地，其中有大连港、秦皇岛港、天津港、青岛港四个亿吨以上的港口。

而作为中国最大的内海，海域 8.4 万平方公里，海洋资源丰富，海洋经济对当地的经济贡献有 2001 年的 7% 提升至 2008 年的 17%，占国内海洋产业的比重已超过 40%，已逐步成为国内海洋经济的龙头。

目前环渤海区域经济总量相当于长三角的 45%，较珠三角低 10%，天津、沈阳、大连等代表城市的居民收入水平也明显低于长三角地区，但增长势头较高，近三年收入复

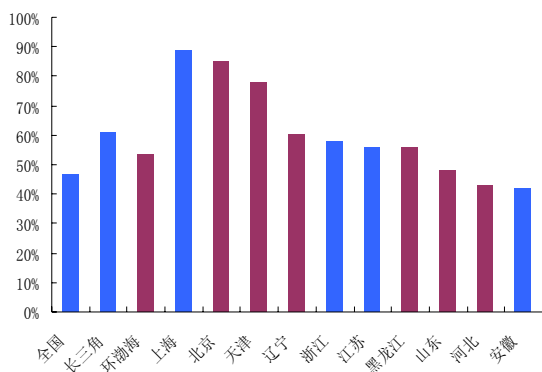
合增长率分别 14%、12%、12%，高出长三角地区 2-3 个百分点。

在人口以及城市结构方面，渤海湾地区以北京、天津、辽宁、河北、黑龙江为样本，加权平均的城市化率为 53%，相比之下，以上海、江苏、浙江为样本的长三角地区城市化率为 61%，环渤海地带仍有较大提升空间，为支撑房地产的一大因素。

另一方面，从主要城市人口密度对比看，渤海湾地区主城区人口密度与另两大经济圈相当，而非主城区密度整体较低，如沈阳、大连、青岛的市区每平方公里人口分别达到 1470 万、1250 万、1800 万，与杭州、南京、苏州等城市相当，而全市人口密度仅 550 万、500 万、670 万，低于南京的 950 万、760 万（杭州因包括桐庐、淳安、建德等郊县，密度为 412）。

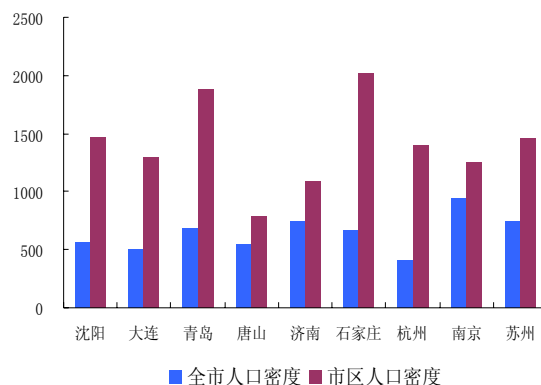
城市化率提升对市区以外地段人口数量的带动更加明显，而人口密度引发对住房需求的提升将明显带动当地房地产市场的发展，同时借鉴人均住房面积，以及近几年商品住宅价格走势，渤海湾区域市场空间巨大。

图 5：各地区城市化率



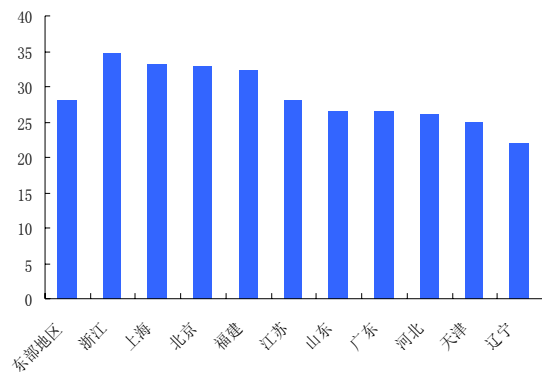
资料来源：CEIC，国元证券研究中心

图 6：主要城市人口密度（万人/平方公里）



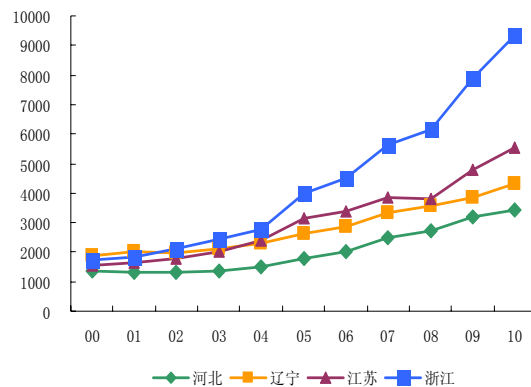
资料来源：各地统计局，国元证券研究中心

图 7：08 年各地人均住宅面积



资料来源：各地房管局，搜房网，国元证券研究中心

图 8：四省商品住宅价格走势



资料来源：CEIC，国元证券研究中心

三、拿地能力强，储备成本低廉

公司拿地能力突出，在二级市场相对谨慎，并且方式多样，更多的采用收购兼并、介入一级开发等策略，取得廉价的储备资源，而对于核心区地块则较早潜伏，可享受资源稀缺性带来的价值提升。

在二级市场，公司拿地相对谨慎，主要选择适合自身发展特色的地块，项目以景观居所为主，06 年以来拿地 350 多万平，平均楼面地价 2117 元/平米，而公司目前销售均

价超过 8000 元/平米，而早期拿得的杭州武林国际、上海青蓝国际等稀缺性资源将逐步进入销售期，售价估计在 50000/平米以上。

表 2：公司近几年拿地情况（平方米，元）

	项目	拿地时间	储备类型	权益	建筑面积	楼面地价
2011 年	天津·津静 22、23	2011/5/13	商业	100%	482988	600
	舟山·2011-J7	2011/5/3	居住商业	55%	168997	4969
	天津·津静 33、34	2011/2/23	商业	100%	431657	600
	合计				1083642	
2010 年	沈阳·八号街-1	2010/11/09	居住商业	100%	241766	1210
	嘉兴·新中国国际	2010/6/17	景观居所	51%	450000	2388
	丽水·新湖国际	2010/5/4	景观居所	100%	431688	5008
	合计				1123454	
2009 年	九江·庐山国际	2009/12/11	景观居所	70%	732846	1033
	沈阳·香格里拉	2009/11/12	景观别墅	100%	269824	902
	合计				1002670	
2008 年	杭州·武林国际	2008/10/7	豪华住宅	70%	128741	11002
	天津·香格里拉	2008/3/24	景观别墅	85%	19439	581
	合计				148180	
2007 年	天津·香格里拉	2007/12/25	景观别墅	85%	123215	580
	杭州·香格里拉	2007/8/1	景观别墅	100%	52388	1486
	合计				175603	
2006 年	杭州·香格里拉	2006/11/13	景观别墅	100%	14421	1019
	合计				14421	
	总计				3547970	2117

资料来源：Creis，国元证券研究中心

收购兼并方面，08 年收购浙江澳辰 51%股权，储备楼面地价不到 500 元/平米，项目售价接近 5000 元/平米，目前已进入结算期。

2010 年 2 月以 2 亿美元收购时代地产 35%股权，变相进入竞争激烈的珠三角市场，增加权益储备 250 万平，时代地产是广东最大的开发商之一，品牌效应强，有助于公司完成业务全国性布局。

2011 年 1 月，公司以 11.1 亿元收购平阳利得海涂 51%股权，项目规划 12090 万亩，每亩成本约 20 万，加上各项税费，成本在 50-60 万左右。

表 3：公司近几年主要收购项目

	收购标的	权益	主要项目	类型	面积	出资
2011/1	利得海涂	51%	海涂围垦	居住商业	12090 亩	11.1 亿元
2010/2	时代地产	35%	16 家子公司	住宅	700 万平米	2 亿美元
2008/3	浙江澳辰	51%	汇景江南	住宅	36.7 万平米	8880 万元

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

09 年 6 月，公司取得天津静海“天津文化商贸产业园”土地一级开发整理项目，开始涉足一级市场，至 2010 年，又分别取得大连金渤海岸、启东圆陀角以及开发项目，预计均能在 2011 年开始挂牌，09-10 年间，共计获得 1500 万平米一级开发土地。

而所涉地块类型均与公司二级开发相符，公司也将在二级市场积极参与，凭借一级开发优势，锁定二级市场成本，实现一二级市场联动。

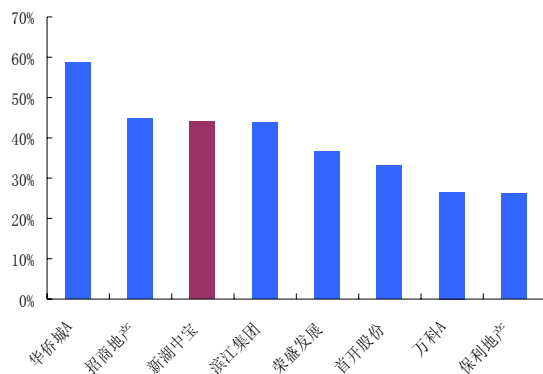
表 4：公司近几年主要以及开发项目

日期	项目	类型	面积	投资	单位成本
2010/2	启东圆陀角	旅游风景	3000 亩	15 亿	50 万
2009/8	大连金渤海岸	海滨旅游	15000 亩	200 亿	133 万
2009/6	天津静海	商贸	1045 亩	1.6 亿	30 万
2009/6	天津团泊	沿海风景	750 亩	—	—

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

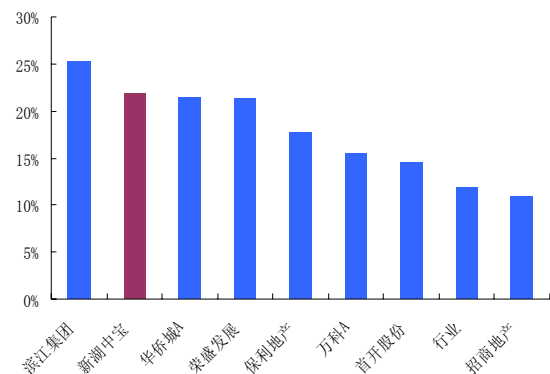
凭借灵活土地获取策略，公司目前的储备充足，至少可满足未来 4-5 年开发，并且成本低廉，项目可保持高毛利水平。而在天津商贸园，以及平阳海涂围垦将在中长期内逐步体现价值。

图 9：公司房地产业务近三年毛利率对比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 10：公司年末 ROE 对比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

四、核心项目价值可观

公司核心项目将陆续进入销售期，在上海和杭州均拥有稀缺的优质地块，共计拥有可售建筑面积 196 万平米，如杭州武林国际、上海青蓝国际，均处于市中心核心地段，而香格里拉、明珠城、果岭等为具备依山环境或风景资源的高档住宅，单一线城市储备价值就超过 200 亿，每股 RNAV4 元。

公司 2011 年初低价获得温州海涂围垦项目，同时与义务小商品协会合作开发天津静海商贸城，后期基本会借助一级开发优势介入二级市场，项目极具升值和盈利空间。

杭州·武林国际

武林国际公寓位于杭州武林门商圈，区内密集了各类高档物业、大型商场、以及酒店，是杭州市最核心的城市形象地段，武林国际定位高层豪华住所，容积率 3.2，规划建面 12.87 万平米，由三幢 30 层建筑和一幢高层组成，主力户型 180-220 平米，目前已开盘施工，预计 2011 年 10 月开售。

目前周边同类型的大家武林府售价已达到 55000 元/平米，昆仑公馆售价 48000 元/平米，公司项目楼面地价 11000 元/平米，估计成本在 25000 元/平米左右，保守估计毛利率可达 50%，重估价值 15.27 亿。

上海·青蓝国际

青蓝国际位于宝山街道辖区内环线以内，距离人民广场 4 公里，距离火车站 2 公里，项目同样定位高档豪华住所，容积率 3.45，规划建筑面积 34.47 万平米，住宅 22.35 万平米，分两期完成，一期规划 3 年完成，目前尚未开工，预计 2012 可实现销售。

每平米楼面成本估计在 20000 元左右，周边同类型的复地新都国际价格为 45000 元/平米，预计项目毛利率可达到 55%，重估价值 47.7 亿。

上海·明珠城

新湖明珠城位于普陀区，居环线以内，沿苏州河岸，周边环境适宜，设施齐全，已形成完备的生活圈，项目定位高层水景居所，容积率 2.74，规划建筑面积 90 万平米。

至上年末，项目可售面积 51.34 万平米，目前靠近河畔楼盘售价已达到 50000 元/平米，均价 34000 元/平米左右，因拿地较早，每平米建面成本不到 10000 元，目前毛利率在 70%左右，重估价值 67.7 亿。

杭州·香格里拉

香格里拉位于杭州余杭区良渚大观山果园农场腹地，紧邻良渚文化遗址，距离西湖 23 公里，地段自然环境优越，交通发达，项目定位独栋依山别墅，容积率 0.21，至上年底，可售面积 33.25 万平米。

项目楼面基地价 1500 元/平米，单位成本在 6000 元/平米左右，目前售价 33000 元/平米左右，毛利率估计能达到 80%，重估价值 95 亿。

温州·海涂围垦

围垦项目位于温州平阳县东南部的东海岸，介于敖江和飞云江之间，距离平阳县城 10.5 公里，距离温州市 57.5 公里。

根据公司公告，项目规划 12090 亩，完成后，可用工业用地 3024 亩，商住用地 2737 亩，工业用地出让价格 50 万/亩，商住用地出让价格 500 万/亩，项目工期较长，后期仍存在升值空间，计划投资 32 亿，以土地以及出让假设，预计收益再 40 亿左右，增厚每股资产 0.45 元。

天津·静海商贸城

2010 年 10 月公司决议与义乌小商品协会合作开发天津静海商贸城，项目规划 70 万平米，其中小商品市场面积 50 万平米，商住面积 20 万平米，年初取得挂牌的 21.2 万平，标志着项目正式启动，5 月 13 日又拿得 24 万平，楼面地价 600 元/平米，预计今年底或明年初内将有部分商铺出售。

项目除商铺外，还将配套酒店、公寓，部分出售，部分持有，通过与义乌小商品协会的强强联合，产生的协同效应对项目价值的提升值得期待。

表 5：主力项目价值估算（万元）

项目	权益	建筑面积	可售权益	售价	销售面积		毛利率	RNAV
					2011E	2012E		
武林国际	70%	128741	90119	50000	26250	34125	50%	106655
青蓝国际	100%	344714	344714	45000	33525	26820	55%	316644
新湖明珠城	95%	900000	487716	34000	58526	73157	70%	459931
杭州香格里拉	100%	461464	332552	33000	26604	33255	82%	735600
新湖果岭	100%	520246	488645	16000	39092	48865	66%	414583

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

严厉的政策调控对公司业务产生一定影响，但年初以来销售仍较理想，对于精耕细作，以充分挖掘项目价值的企业来说，限购限贷带来的影响倒要轻微许多，产品价值仍

是吸引客户的主要因素，公司一季度的销售仍较理想，天津、沈阳项目表现更加平稳。

按照计划，公司 2011 年将销售 63 万平米，销售收入 76 亿，分别较 2010 年减少 10%，增加 29%，而随着上海、杭州高端项目，以及丽水新湖国际、天津香格里拉逐步进入销售期，2013 年开始业绩将呈现快速增长。

表 6：主要项目销售情况（平方米，元）

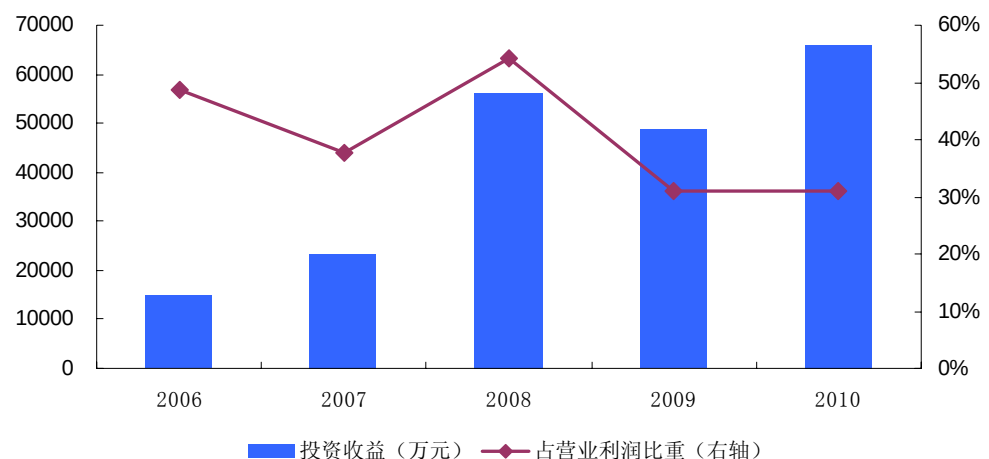
主要项目	2010 年		2011 年 1 月		2011 年 2 月		2011 年 3 月	
	面积	均价	面积	均价	面积	均价	面积	均价
上海明珠城	11054	29294	2127	32694	--	--	1112	33252
杭州香格里拉	--	--	925	12910	845	30718	--	--
杭州新湖果岭	--	--	340	23551	--	--	--	--
天津香格里拉	9870	9669	2291	11281	835	9301	199	9928
沈阳北国之春	33923	6286	2219	6729	9833	7108	3207	7338
合计	54847	11532	7902	16485	11513	9000	4518	13830

资料来源：Creis，国元证券研究中心

五、股权投资价值不可小视

近几年，公司投资收益对业绩的贡献巨大，07 年以来的复合增长率达到 42%，2010 年实现 6.6 亿，贡献了营业利润的 31%。投资主要集中在金融矿产企业，金融行业进入门槛高，监管严厉的同时也受到了不少政策庇护，公司投资的银行、证券、期货、保险经营稳健，预计收益贡献将稳步提升，而所持矿产企业中，蓬莱金奥湾已开始开采金矿，丰宁承龙对金银铂矿处勘探阶段，一旦探明对业绩的贡献将有巨大提升。

图 11：公司投资收益情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司所持有的金州管道和大智慧已于 2010 年 7 月和 2011 年 1 月上市，盛京银行已递交材料准备上市，成都商业银行正在筹备，湘财证券正处于改制阶段，未来上市的可能性均较大，有望为公司带来大笔收益。

公司投资能力突出，投资业务对公司价值影响较大，就目前的项目而言，参考目前行业相关上市公司 2011 年估值水平，选择银行类资产 1.5 倍的市净率，和 8 倍市盈率，券商类资产选择 3 倍市净率。

吉林银行、成都农商行采用估计净资产，券商业绩因波动较大，湘财证券和长城证

券采用 2010 年末净资产，新湖期货参考上市信托公司估值，给予 70 倍 PE，矿产企业因数据有限，采用投资额估算，经过测算，估计金融矿业资产的市场价值在 86.9 亿左右，按目前总股本计算，每股 RNAV1.25 元。

表 7：公司股权投资价值（亿元，亿股）

	投资金额	持股比例	持股数	参考指标	指标值	PE/PB	价值
盛京银行	4.5	8.8%	3	净利润	19	8	13.4
吉林银行	1.8	1.5%	1	净资产	98	1.5	2.2
成都农商行	6.5	8.3%	4.8	净资产	90	1.5	11.2
湘财证券	1.1	31.4%	1.1	净资产	29	3	27.3
长城证券	0.7	0.7%	0.15	净资产	64	3	1.4
新湖期货	2.2	89.3%	1.5	净利润	0.12	70	7.5
大智慧	3.5	11%	0.64	市值	--	--	10.8
金州管道	1.0	15%	0.2	市值	--	--	4.1
蓬莱金奥湾	0.8	100%	--	投资额	0.78	5	3.9
丰宁承龙	1.3	80%	--	投资额	1.3	5	5.2
合计	23.4	--	--	--	--	--	86.9

资料来源：公司公告，各公司资料，国元证券研究中心

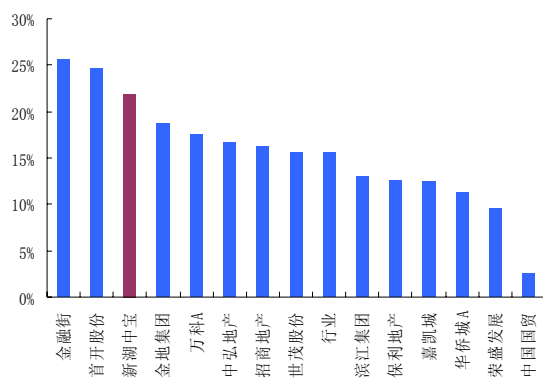
六、资金充沛，财务结构优化

2010 年末，公司持有账面现金 62 亿，相对于资产总额比重 22%，高出行业均值 6.5 个百分点，期末短期借款和一年内到期的长期借款总额 39 亿，资金充裕，并且长期借款比重增加，而短期借款比重减少，而以净负债率衡量的偿债能力突出，期末净负债与股权价值比仅 8.0，在我们所覆盖公司中财务结构安全系数较高。

从借款规模看，2010 年底较年初增加 27%，而当前贷款更趋紧张背景下，2011 年一季度仍较期初增加 8%，公司融资能力突出，所持金州管道、大智慧市值超过 10 亿，加上其余金融矿产股权，实际资金实力仍有部分隐藏。

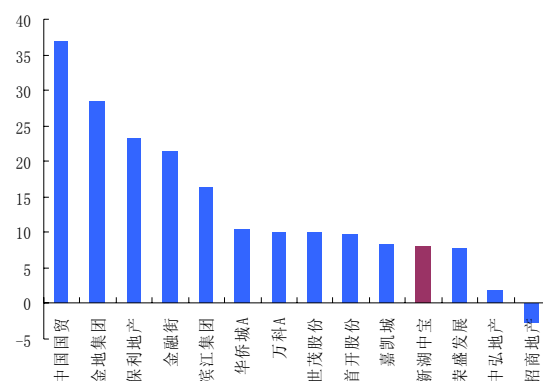
公司后期的地产业务模式定位仍将对资源的深耕，特色景观住宅仍是主流，对于当前的调控，公司没有加紧去库存回笼资金的压力，核心项目也未到集中上市期，而对于金融矿产资产的投资回报正逐步体现，预计公司投资的力度还会加大。

图 12：2010 年末现金/资产



资料来源：WIND，国元证券研究中心

图 13：2010 年末净负债/股权价值



资料来源：WIND，国元证券研究中心

七、盈利预测与估值

未来两年的结算主要来自上海明珠城、杭州香格里拉、杭州新湖果岭、天津香格里拉等项目，预计 2011-2012 年各结算 63、70 万平米，结算收入 60 亿、76 亿。

四个一级开发均有望在年内挂牌，鉴于目前土地市场相对低迷，公司在二级市场取得的可能行较大，暂不作出售取得收益考虑。

股权投资方面，不考虑对金州管道和大智慧的股权出售，投资收益按年均 10%、15% 的速度增长，两年投资收益 7.5 亿、8.5 亿。

预计公司 2011-2012 年净利润分别增加 15%、42%，每股收益 0.35 元、0.51 元。

公司目前地产价值可观，但销售相对较平淡，而股权投资无论在业绩贡献，还是力度方面，均呈现较明显提升，以地产行业 PE 估值并不合理。

通过测算，公司在建、待建储备的重估价值约 318 亿，一级开发项目价值超过 20 亿，加上股权投资价值，整体 RNAV 约 490 亿，每股 RNAV9.54 元，目前股价 6.12 元，折价率近 40%，看好公司未来发展前景，政策调控中的抗风险能力，维持“推荐”评级。

表 8：盈利预测表（百万元）

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业收入	4794	6379	8140	8913	10990
(+/-%)	59.46%	33.08%	27.60%	9.49%	23.31%
减：营业成本	2872	4412	5558	6020	7046
营业税金及附加	277	307	460	490	582
营业费用	108	150	190	196	220
管理费用	205	238	236	294	330
财务费用	147	181	179	196	242
投资净收益	328	495	661	750	850
二、营业利润	1461	1585	2137	2466	3420
减：营业外收入	44	46	104	0	0
营业外支出	13	18	28	0	0
三、利润总额	1492	1613	2213	2466	3420
减：所得税	349	379	479	543	684
四、净利润	1142	1234	1734	1924	2736
减：少数股东损益	42	76	174	123	171
五、归属母公司净利润	1100	1158	1560	1800	2565
(+/-%)	164.40%	5.32%	34.68%	15.41%	42.47%
六、EPS(摊薄)	0.21	0.23	0.30	0.35	0.51

资料来源：国元证券研究中心

表 9：公司 RNAV 估算

业务	价值（万元）
房地产二级开发	3184744
土地一级开发	198300
金融股权	635000
2010 年末净资产	897931
RNAV	4915975
总股本	513348
RNAV（元/股）	9.54

资料来源：国元证券研究中心

表 10：项目结算估值表（万元）

项目名称	权益	未结算面积	2011 年 E			2012 年 E			RNAV
			结算面积	结算收入	结算均价	结算面积	结算收入	结算均价	
沈阳·北国之春	100%	229310	54000	43000	7963	55000	59950	10900	27356
沈阳·香格里拉	100%	269824	2600	3200	12308	6000	7500	12500	59436
沈阳·八号街-1	100%	241766	0	0	0	0	0	0	78136
天津·香格里拉	85%	128192	37611	41000	10901	25700	28013	10900	38445
天津·静海商贸城	100%	914645	0	0	0	0	0	0	77623
滨州·新湖玫瑰园	100%	55174	15417	11600	7524	11500	9200	8000	18431
泰安·新湖绿园	100%	140000	18253	5900	3232	25000	15000	6000	17465
淮安·翔宇花园	55%	10916	4613	2000	4100	4600	1978	4300	1876
南京·仙林翠谷	100%	436339	40026	36998	9243	18700	20000	10695	124334
苏州·明珠城	100%	1296750	109196	69708	6384	142000	132060	9300	145001
蚌埠·山水华庭	100%	10090	10091	3804	3770	7800	2941	3770	9800
芜湖·长江长现代城	100%	81975	18473	16970	9186	21885	21885	10000	39561
上海·新湖明珠城	95%	518597	33000	82500	25000	45000	112500	25000	459931
上海·青蓝国际	100%	344714	0	0	0	0	0	0	316644
上海·华商大公馆	70%	290256	0	0	0	0	0	0	65000
杭州·香格里拉	100%	337438	37750	82300	21801	46000	105800	23000	735600
杭州·新湖果岭	100%	503452	33500	43500	12985	20000	32000	16000	414583
杭州·武林国际	70%	128741	0	0	0	0	0	0	106655
嘉兴·新中国国际	51%	450000	0	0	0	0	0	0	16532
海宁·百合新城	50%	764093	44616	31640	7092	83000	74700	9000	65879
桐乡·香格里拉	94.1%	97902	12630	10020	7933	15600	12480	8000	15435
衢州·新湖景城	100%	537002	56268	38239	6796	80000	56000	7000	102554
丽水·新湖国际	100%	431688	0	0	0	0	0	0	88321
瑞安·外滩	100%	4656	0	0	0	0	0	0	6512
瑞安·新湖绿都	100%	8980	7596	6638	8739	1384	1412	10200	8424
温州·新湖庄园	99.5%	77985	0	0	0	0	0	0	15336
兰溪·香格里拉	51%	451095	0	0	0	0	0	0	64521
舟山·2011-J7	55%	168997	0	0	0	0	0	0	25440
九江·柴桑春天	70%	503619	95182	70500	7407	91400	70378	7700	9876
九江·庐山国际	70%	732846	0	0	0	0	0	0	65476
合计		8841634	631144	599806	9503	700891	764086	10902	3184744

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址：www.gyzq.com.cn