

## 新湖中宝（600208）

## 强资源股：地产强悍+矿产强化

|                                                                                   |                       |                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------------|
|  | <b>孙建平</b>            | <b>李品科</b>        |
|  | 021-38676316          | 010-59312815      |
|  | sunjianping@gtjas.com | lipinke@gtjas.com |
| 编号                                                                                | S0880511010044        | S0880511010037    |

## 本报告导读：

公司属于典型的低估值资源股，煤炭资源的低价收购，使得公司地产+金融的模式，演化为地产+金融+资源，具有长期前景及中短期动力。

## 投资要点：

- 作为地产+X 的典型代表公司，新湖在通过持续获取大量一级开发，使其地产资源属性不断强化的同时，其矿产资源属性也明显加强。
- 公司公告以 6.4 亿元价格协议收购内蒙古 11.7 亿吨煤炭资源，折合每吨 0.55 元，价格低廉。该矿区面积 138 平方公里，埋藏深度 114-533 米，为动力煤中的褐煤，单位发热量高于露天煤业、平庄能源。
- 估值方法 1：收益法—市值 185 亿元，折合增厚新湖每股 3.61 元。2000 万吨/年产能，估算吨煤净利润 70 元，达产后贡献净利润预计为 14 亿元/年，折合贡献新湖 EPS0.27 元。贴现后按行业 PE 估算市值。
- 估值方法 2：市值/产能法—市值 150 亿，增厚新湖每股 2.92 元。按平庄和露天的均值 1000 元/吨估算新湖，再扣除前期设备投入成本。
- 估值方法 3：市值/储量法—市值 137 亿元，增厚新湖每股 2.67 元。以储量的 80%可采比例估算。取露天、平庄煤业的市值/储量比中间值推算新湖煤矿市值，再扣除前期设备投入成本。
- 若低于行权价行权，相当于大股东及管理层目前价位持续增持股票。第二期行权（对应 2009 年业绩）最后行权日为 6 月 24 日，目前股价仍低于行权价 6.61 元。2010 年底的第一期公司低于行权价仍行权。
- 每股重估值 14.27 元，目前股价折价 60%。其中地产二级开发 5.96 元，一级开发 2.45 元，金融 2.79 元，煤炭按 3 种方法取均值 3.07 元。
- 我们预计公司 2011、2012 EPS 0.41、0.53 元，维持 6 个月目标价 8.9 元，12 个月目标价 11 元。长期发展潜力大、中短期有煤炭资源获取、股权激励行权推动，股价明显低估且具有安全边际，维持增持建议。
- 风险提示：（1）为探矿权收购，探明资源储量存不确定性；（2）煤炭价格波动等可能使收益存在波动；（3）开发进度存在一定不确定性。

| 财务摘要（百万元）  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 6379  | 8140  | 8329  | 10278 | 13863 |
| (+/-)%     | 82%   | 28%   | 2%    | 23%   | 35%   |
| 经营利润（EBIT） | 1272  | 1696  | 2385  | 3380  | 4625  |
| (+/-)%     | 96%   | 33%   | 41%   | 42%   | 37%   |
| 净利润        | 1150  | 1560  | 2111  | 2717  | 3554  |
| (+/-)%     | 37%   | 36%   | 35%   | 29%   | 31%   |
| 每股净收益（元）   | 0.34  | 0.30  | 0.41  | 0.53  | 0.69  |
| 每股股利（元）    | 0.06  | 0.03  | 0.04  | 0.05  | 0.07  |

| 利润率和估值指标 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%) | 25%   | 26%   | 35%   | 38%   | 38%   |
| 市盈率      | 17.9  | 20.1  | 14.8  | 11.5  | 8.8   |
| 股息率(%)   | 1%    | 0%    | 1%    | 1%    | 1%    |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：8.90

上次预测：8.90

当前价格：5.64

2011.06.10

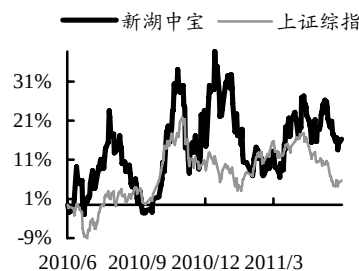
## 交易数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 52 周内股价区间（元）    | 4.62-6.88   |
| 总市值（百万元）        | 28,953      |
| 总股本/流通 A 股（百万股） | 5,133/5,132 |
| 流通 B 股/H 股（百万股） | 0/0         |
| 流通股比例           | 100%        |
| 日均成交量（百万股）      | 22          |
| 日均成交值（百万元）      | 126         |

## 资产负债表摘要

|           |       |
|-----------|-------|
| 股东权益（百万元） | 8,702 |
| 每股净资产     | 1.70  |
| 市净率       | 3.3   |
| 资产负债率     | 71%   |

## 52周内股价走势图



## 相关报告

|                     |            |
|---------------------|------------|
| 《巨大资源空间+行权动力+大幅被低估》 | 2011.05.24 |
| 《从资源发现到业绩兑现》        | 2010.12.21 |
| 《溢价行权奠定公司估值底价》      | 2010.12.03 |
| 《资源蓄势已久，只待一飞冲天》     | 2010.10.28 |
| 《高度关注金融+地产模式的新战略布局》 | 2010.08.16 |

## 1. 公司以 6.4 亿协议收购内蒙古煤矿 11.7 亿吨储量

公告以 6.4 亿元协议收购内蒙古 11.7 亿吨煤炭资源，折合每吨 0.55 元，价格低廉。公司公告拟从乌兰察布市人民政府和四子王旗国有资产公司处购买内蒙古四子王旗德日存呼都格区煤炭探矿权。评估值 3.8 亿元，转让金额为 6.4 亿元，此转让金总额为最终转让价款，已包含探矿权使用费和矿业权价款等费用。

公司公告的煤炭详查报告显示，矿区面积达 138 平方公里，矿区提交煤炭资源总量 11.7 亿吨，其中控制的内蕴经济资源量（332）为 3.3 亿吨，占资源总量的 28%；推断的内蕴经济资源量（333）为 8.4 亿吨，占 72%。

该矿煤种为动力煤中的褐煤，单位发热量为 4400-4700 大卡，高于普通的褐煤（同为褐煤的露天煤业平均为 3300 大卡）。矿区位于内蒙古自治区四子王旗，煤炭资源量为 11.7 亿吨，埋藏深度 114-533 米，适宜井工开采。煤种为褐煤，原煤发热量为 18.38-19.54MJ/kg，对应 4400-4700 大卡，是良好的动力煤。

### 公司承诺：

- （1）启动 2000 万吨/年产量的规划建设。
- （2）在内蒙古四子王旗投资 3.7 亿元建设红格尔水库，主要是配合后续的开采煤矿所需要的水资源获取问题。

加上 3.7 亿的建设红格尔水库的承诺投入，公司获得该 11.7 亿吨煤炭资源共计花费 10.1 亿元，折合每吨 0.86 元。

## 2. 该煤矿预计可增厚新潮中宝每股 3.07 元

该煤矿为动力煤中的褐煤，可比公司主要是也同样生产褐煤的露天煤业、平庄能源。露天、平庄的单位发热量分别为 3500、3800 大卡，而新潮内蒙古煤矿的发热量为 4400-4700 大卡，优于前 2 者。

估算方法：我们分别采用收益法、市值/产能法、市值/储量法来计算。

- （1）收益法：市值 185 亿元，折合增厚新潮每股 3.61 元。新潮公告的年产规划为 2000 万吨/年，根据可比的褐煤公司平庄能源、露天煤业的坑口价、每吨净利润的情况，由于新潮煤矿的单位发热量高于平庄和露天，我们以 320 元/吨的坑口价估算新潮煤矿，按每吨 180 元的开采成本计算，预计可以贡献 70 元/吨的净利润。

新潮公告的年产规划为 2000 万吨/年，按 70 元/吨的净利润计算，达产后新潮内蒙古煤矿净利润预计为 14 亿元/年，折合贡献新潮 EPS0.27 元。

该项目目前基本已完成详查工作，预计后续进展较快。考虑到该项目投产所需要的前期设备建设时间，推测大约需要 3 年左右的时间投入生产。因此，我们按照 8% 的贴现率，将预计净利润贴现 3 年后，可得 EPS 0.21 元。按目前煤炭行业 17 倍平均 PE 计算，合理市值约为 185 亿元，折合

增厚新湖每股 3.61 元。（可比露天煤业 PE18 倍、平庄能源 22 倍）

**表 1：收益法计算新湖煤矿的净利润**

| 公司      | 现有产能<br>万吨/年 | 典型煤种     | 单位发热量<br>大卡 | 坑口价<br>元/吨 | 每吨净利润<br>元/吨 | 达产后年净利润<br>亿元 |
|---------|--------------|----------|-------------|------------|--------------|---------------|
| 新湖内蒙古煤矿 | 2000         | 动力煤（褐煤）  | 4400-4700   | 320        | 70           | 14            |
| 平庄能源    | 1000         | 动力煤（褐煤）  | 3800        | 280        | 60           | 6             |
| 露天煤业    | 5650         | 霍林郭勒褐煤原煤 | 3500        | 220        | 36           | 15            |
| 西山煤电    | 3050         | 古交 8 号焦煤 |             | 625        | 108          | 26            |
| 国阳新能    | 1885         | 阳泉无烟末煤   | 6500        | 670        | 95           | 24            |
| 盘江股份    | 1200         | 六盘水焦煤    |             | 1520       | 118          | 13            |
| 开滦股份    | 750          | 开滦动力煤    | 4500        | 550        | 106          | 9             |
| 兰花科创    | 570          | 晋城无烟末煤   | 5800        | 730        | 206          | 13            |
| 兖州煤业    | 5675         | 兖州混煤     | 5000        | 800        | 182          | 90            |
| 冀中能源    | 2330         | 邯郸贫瘦煤    | 5500        | 600        | 80           | 24            |
| 大同煤业    | 2600         | 大同动力煤    | 6000        | 555        | 71           | 13            |
| 潞安环能    | 3930         | 长治喷吹煤    | 6000-6300   | 1130       | 101          | 34            |
| 平煤股份    | 2726         | 平顶山焦精煤   |             | 1520       | 46           | 18            |
| 中国神华    | 17000        | 神木烟煤块    |             | 650        | 189          | 372           |
| 中煤能源    | 9600         | 朔州气煤     | 4800        | 300        | 62           | 69            |
| 国投新集    | 1055         | 淮南动力煤    | 5500        | 700        | 83           | 13            |

注：（1）新湖煤矿的市值/储量比、市值、坑口价、每吨净利润、达产后净利润均为根据行业同类公司估算所得，并非实际数据，下同。（2）其他各公司达产后净利润一项，为公告的 2010 年净利润。

数据来源：公司公告、煤炭行业网站、国泰君安测算

（2） **市值/产能法：市值 150 亿元，折合增厚新湖每股 2.92 元。**平庄能源的市值/产能比为 1560 元/吨；露天煤业的市值/产能比为 504 元/吨，由于新湖内蒙古煤矿的规划产能、发热量、产地等更接近平庄能源，因此我们中性地按平庄和露天的均值 1000 元/吨估算新湖煤矿的市值/产能比，可推算新湖煤矿合理市值约 200 亿。

我们谨慎地考虑到该项目投产所需要的前期设备建设等投入成本，预计对应每吨产能的生产线等设备一次性投入建设成本约为 250 元，按 2000 吨的年产能，估算前期需要的设备投入成本 50 亿元左右。减去该部分成本，新湖煤矿的合理市值约为 150 亿元，折合增厚新湖每股 2.92 元。

（3） **市值/储量法：市值 137 亿元，折合增厚新湖每股 2.67 元。**公司公告的该矿资源量为 11.7 亿吨，我们以 80%的比例来估算其中的可采量，为 9.36 亿吨。露天煤业的市值/储量比为 13 元/吨，平庄能源为 25 元/吨，虽然新湖煤矿的发热量高于露天和平庄，我们仍中性地以 20 元/吨来推算新湖煤矿市值，大约为 187 亿元。

同上述市值/产能法的估算，再减去前期 2000 吨产能生产线的一次性投入建设成本约 50 亿元，可推算新湖煤矿的合理市值约 137 亿元，折合增厚新湖每股 2.67 元。

我们取以上三种估算方法的均值，可以得新湖煤矿的合理市值约为 157 亿元，折合增厚新湖中宝每股 3.07 元。

表 2：三种算法计算新湖煤矿的市值

|        | 合理市值（亿元） | EPS（元/股） |
|--------|----------|----------|
| 收益法    | 185      | 3.61     |
| 市值/产能法 | 150      | 2.92     |
| 市值/储量法 | 137      | 2.67     |
| 平均     | 157      | 3.07     |

注：上述推算市值已减去前期投产的设备等一次性前期投入成本约 50 亿。

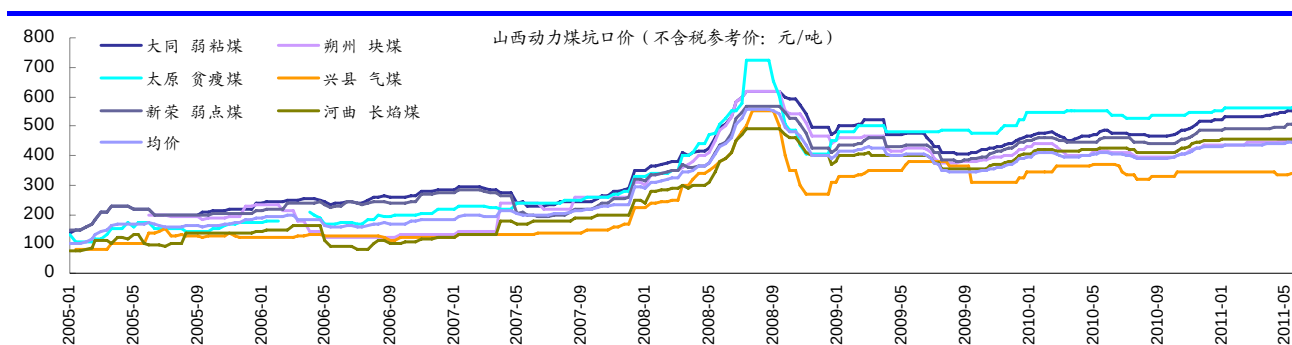
数据来源：公司公告、国泰君安测算

表 3：市值/产能法、市值/储量法计算新湖煤矿的市值

| 公司   | 可采储量<br>亿吨 | 现有产能<br>万吨/年 | 典型煤种     | 收益法         | (1) 市值/产能法   |            | (2) 市值/储量法   |            |
|------|------------|--------------|----------|-------------|--------------|------------|--------------|------------|
|      |            |              |          | 单位发热量<br>大卡 | 市值/产能<br>元/吨 | 推算市值<br>亿元 | 市值/储量<br>元/吨 | 推算市值<br>亿元 |
| 新湖煤矿 | 9.36       | 2000         | 动力煤（褐煤）  | 4400-4700   | 1000         | 200        | 20           | 187        |
| 平庄能源 | 6.24       | 1000         | 动力煤（褐煤）  | 3800        | 1560         | 156        | 25           | 156        |
| 露天煤业 | 22         | 5650         | 霍林郭勒褐煤原煤 | 3500        | 504          | 285        | 13           | 285        |
| 西山煤电 | 26         | 3050         | 古交 8 号焦煤 |             | 2443         | 745        | 28           | 745        |
| 国阳新能 | 13         | 1885         | 阳泉无烟末煤   | 6500        | 3128         | 590        | 44           | 590        |
| 盘江股份 | 14         | 1200         | 六盘水焦煤    |             | 2812         | 337        | 23           | 337        |
| 开滦股份 | 5          | 750          | 开滦动力煤    | 4500        | 2787         | 209        | 44           | 209        |
| 兰花科创 | 8          | 570          | 晋城无烟末煤   | 5800        | 3781         | 216        | 26           | 216        |
| 兖州煤业 | 49         | 5675         | 兖州混煤     | 5000        | 2968         | 1684       | 35           | 1684       |
| 冀中能源 | 6          | 2330         | 邯郸贫瘦煤    | 5500        | 2361         | 550        | 92           | 550        |
| 大同煤业 | 28         | 2600         | 大同动力煤    | 6000        | 1129         | 294        | 10           | 294        |
| 潞安环能 | 18         | 3930         | 长治喷吹煤    | 6000-6300   | 1708         | 671        | 38           | 671        |
| 平煤股份 | 12         | 2726         | 平顶山焦精煤   |             | 1209         | 329        | 26           | 329        |
| 中国神华 | 99         | 17000        | 神木烟煤块    |             | 3316         | 5637       | 57           | 5637       |
| 中煤能源 | 32         | 9600         | 朔州气煤     | 4800        | 1374         | 1319       | 41           | 1319       |
| 国投新集 | 17         | 1055         | 淮南动力煤    | 5500        | 2305         | 243        | 15           | 243        |

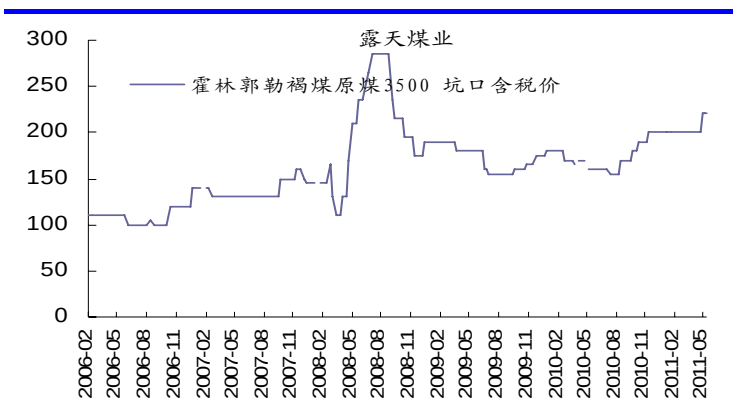
注：假设新湖中宝内蒙古煤矿可采储量占详查报告总资源量的 80%。上述推算市值尚未减去前期投产的设备等一次性前期投入成本。数据来源：公司公告、煤炭行业网站、国泰君安测算

图 1 山西动力煤坑口价走势图



数据来源：公司公告、各专业网站

图 2 露天煤业褐煤原煤的坑口价走势图



数据来源：公司公告、各专业网站

### 3. 股权激励——低于行权价行权，相当于大股东及管理层

#### 的股票增持

#### 3.1. 2008 年股权激励方案（对应 2008-2010 年业绩）

公司低于行权价行权，相当于大股东及管理层在目前的股价持续增持。可以足见大股东及管理层对于公司未来发展的信心和动力。

新湖中宝于 2008 年实施股权激励方案，共分三期，对应的是 2008-2010 年的业绩，三期均达到行权的条件。

**第一期行权：**2010 年 12 月，对应 2008 年业绩，行权价低于公司股价，但获得期权的各位公司高管及核心骨干仍均行权。按第一期行权日 2010 年 12 月 3 日的公司收盘价 5.94 元计算，仍较 6.61 元的行权价低了 10%。同时高管持有的该新增股份在自行权之日起六个月内全部锁定，六个月后总量的 25%可流通，其余 75%随后逐年流通。

**第二期行权：**最后行权日为 2011 年 6 月 24 日，目前股价仍低于行权价 6.61 元，预计即便行权日价格仍低于行权价，公司按第一期行权的情况仍继续行权可能性也较大。

表 2：2008 年股权激励方案：行权价 6.61 元/股，于 2008 年 6 月 24 日共授予 1.5 亿股股票期权

| 行权期 | 行权期                   | 行权股数占<br>总授予数的比例 | 对应业<br>绩年份 | 业绩要求 |     | 是否满足<br>行权条件 |
|-----|-----------------------|------------------|------------|------|-----|--------------|
|     |                       |                  |            | 净利润  | ROE |              |
| 第一期 | 2009/06/24-2010/12/24 | 40%              | 2008 年业绩   | 6 亿  | 8%  | 满足           |
| 第二期 | 2010/06/24-2011/06/24 | 30%              | 2009 年业绩   | 9 亿  | 8%  | 满足           |
| 第三期 | 2011/06/24-2012/06/24 | 30%              | 2010 年业绩   | 15 亿 | 8%  | 满足           |

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

#### 3.2. 2010 年股权激励方案（对应 2011-2013 年业绩）



公司于 2010 年 12 月公告新的股权激励方案，对应 2011-2013 年业绩。继 2008 年激励方案对应的 2008-2010 年业绩均全部满足后，公司于 2010 年底推出新一期股权激励计划。

表 3：2010 年股权激励方案：行权价 6.25 元/股，计划授予 2.999 亿股亿股股票期权

| 行权期 | 行权期             | 行权占比 | 对应业绩年份   | 扣除非经常损益前 |      |     | 扣除非经常损益后 |      |     |
|-----|-----------------|------|----------|----------|------|-----|----------|------|-----|
|     |                 |      |          | 净利润      | EPS  | ROE | 净利润      | EPS  | ROE |
| 第一期 | T 日+12 个月—30 个月 | 40%  | 2011 年业绩 | 15.6 亿   | 0.30 | 12% | 11 亿     | 0.21 | 10% |
| 第二期 | T 日+24 个月—36 个月 | 30%  | 2012 年业绩 | 23 亿     | 0.45 | 12% | 18 亿     | 0.35 | 10% |
| 第三期 | T 日+36 个月—48 个月 | 30%  | 2013 年业绩 | 35 亿     | 0.68 | 12% | 27 亿     | 0.53 | 10% |

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

#### 4. 重估值 14.27 元，2011、2012 EPS 0.41、0.53 元

公司目前每股重估价值 14.27 元，其中房地产类业务每股 RNAV 8.41 元（其中二级开发 5.96 元，一级开发 2.45 元），金融等股权投资每股重估价值 2.79 元，若考虑煤炭业务的增厚 3.07 元，公司总估值为 14.27 元。

表 4：公司 RNAV 计算

|         | RNAV(亿元) | 每股 RNAV（元） |
|---------|----------|------------|
| 房地产业务   | 431.8    | 8.41       |
| 金融等其他业务 | 138.7    | 2.79       |
| 煤炭业务    | 187.2    | 3.07       |
| 整体业务合计  | 757.7    | 14.27      |

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

表 5：二级开发 RNAV 估算

| 项目名称      | 预计销售均价 | 未结面积（万平方米） | 权益   | 土地增值税（元/平米） | RNAV（百万元） | RNAV 占比 | 土增税占比营业收入 |
|-----------|--------|------------|------|-------------|-----------|---------|-----------|
| 杭州·东新园    | 13300  | 2.1        | 100% | 1289        | 81        | 0.2%    | 9.2%      |
| 杭州·新湖香格里拉 | 21085  | 33.7       | 100% | 5621        | 2335      | 6.6%    | 25.3%     |
| 杭州·新湖果岭   | 15000  | 50.3       | 100% | 3479        | 2122      | 6.0%    | 22.0%     |
| 杭州·武林国际公寓 | 52246  | 13.0       | 70%  | 9585        | 1671      | 4.7%    | 17.4%     |
| 嘉兴·新湖绿都   | 4750   | 0.2        | 100% | 319         | 3         | 0.0%    | 6.4%      |
| 温州·瑞安外滩   | 9704   | 0.0        | 100% | 1421        | 0         | 0.0%    | 13.9%     |
| 瑞安·金座银座   | 7600   | 5.3        | 100% | 847         | 123       | 0.3%    | 10.6%     |
| 龙港·新湖绿都   | 5571   | 0.9        | 100% | 502         | 15        | 0.0%    | 8.6%      |
| 温州·新湖庄园   | 8526   | 7.8        | 100% | 1599        | 219       | 0.6%    | 17.8%     |
| 温州·新湖广场   | 5206   | 0.8        | 100% | 407         | 12        | 0.0%    | 7.4%      |
| 嘉兴 11 地块  | 8550   | 33.54      | 51%  | 0           | 437       | 1.2%    | 0.0%      |
| 嘉善·凤泽泗洲   | 4133   | 0.4        | 100% | 0           | 5         | 0.0%    | 0.0%      |
| 海宁·百合新城   | 15656  | 72.6       | 50%  | 4757        | 1856      | 5.2%    | 28.9%     |
| 桐乡·新湖香格里拉 | 6090   | 7.1        | 52%  | 348         | 59        | 0.2%    | 5.4%      |
| 衢州·新湖景城   | 6803   | 53.7       | 100% | 968         | 1151      | 3.2%    | 13.5%     |
| 丽水·厦河湖地块  | 10450  | 43.17      | 100% | 0           | 1471      | 4.1%    | 0.0%      |

|               |              |                |            |             |              |             |               |
|---------------|--------------|----------------|------------|-------------|--------------|-------------|---------------|
| 舟山-J7 地块      | 14250        | 21.84          | 55%        | 0           | 634          | 1.8%        | 0.0%          |
| 镇江·涌金花园       | 6650         | 63.0           | 100%       | 449         | 1270         | 3.6%        | 6.4%          |
| 兰溪·香格里拉       | 6650         | 45.1           | 51%        | 913         | 363          | 1.0%        | 13.0%         |
| 上海·新湖明珠城      | 23750        | 51.9           | 95%        | 6615        | 3839         | 10.8%       | 26.5%         |
| 上海·青蓝国际       | 29925        | 34.5           | 100%       | 6737        | 3598         | 10.2%       | 21.4%         |
| 上海·华商大公馆      | 28500        | 29.0           | 70%        | 5650        | 1903         | 5.4%        | 18.8%         |
| 上海·新湖景城       | 30400        | 20.6           | 49%        | 0           | 652          | 1.8%        | 0.0%          |
| 南京·仙林翠谷       | 10160        | 43.6           | 100%       | 2316        | 1233         | 3.5%        | 21.7%         |
| 苏州·明珠城        | 8853         | 129.7          | 100%       | 819         | 3355         | 9.5%        | 8.8%          |
| 淮安·翔宇花园       | 4119         | 1.1            | 55%        | 0           | 7            | 0.0%        | 0.0%          |
| 沈阳·北国之春       | 10364        | 22.9           | 100%       | 1246        | 732          | 2.1%        | 11.4%         |
| 沈阳·香格里拉       | 11875        | 27.0           | 100%       | 2925        | 1041         | 2.9%        | 23.4%         |
| 沈阳·005、006 项目 | 7125         | 11.8           | 100%       | 788         | 203          | 0.6%        | 10.5%         |
| 沈阳·160 地块     | 7125         | 24.18          | 100%       | 0           | 434          | 1.2%        | 0.0%          |
| 天津·香格里拉       | 10350        | 12.8           | 85%        | 2617        | 370          | 1.0%        | 24.0%         |
| 津 33、34 宗地    | 5700         | 43.16          | 100%       | 0           | 410          | 1.2%        | 0.0%          |
| 滨州·新湖玫瑰园      | 7600         | 12.8           | 100%       | 1256        | 315          | 0.9%        | 15.7%         |
| 泰山·新湖绿园       | 5700         | 14.0           | 100%       | 783         | 250          | 0.7%        | 13.0%         |
| 蚌埠·山水华庭       | 4275         | 1.0            | 100%       | 0           | 12           | 0.0%        | 0.0%          |
| 芜湖·长江长现代城     | 8793         | 8.2            | 100%       | 1524        | 234          | 0.7%        | 16.5%         |
| 黄山·维多利亚广场     | 4750         | 0.2            | 100%       | 319         | 2            | 0.0%        | 6.4%          |
| 九江·柴桑春天       | 7306         | 50.4           | 70%        | 1150        | 824          | 2.3%        | 15.0%         |
| 九江·庐山国际       | 9348         | 73.3           | 100%       | 1570        | 2200         | 6.2%        | 16.0%         |
| 津 22、23 号地    | 7125         | 48.3           | 100%       | 735         | 862          | 2.4%        | 9.8%          |
| <b>合计</b>     | <b>11634</b> | <b>1114.92</b> | <b>88%</b> | <b>1739</b> | <b>36299</b> | <b>100%</b> | <b>11.62%</b> |

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

表 6：房地产业务 RNAV 计算

|                | 建筑（一级开发）面积 | RNAV(亿元)     | 每股 RNAV（元）  |
|----------------|------------|--------------|-------------|
| 二级开发           | 935        | 306.1        | 5.96        |
| 一级开发           | 2320       | 125.7        | 2.45        |
| <b>房地产业务合计</b> | <b>——</b>  | <b>431.8</b> | <b>8.41</b> |

注：表 11 中房地产二级开发 RNAV 363 亿，按 8.5% 贴现，并且减去 28.5 亿净负债后，为表 12 中 306 亿 RNAV。

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

表 7：公司金融及其他股权投资的重估价值

（单位：亿元，元/股）

|       | 初始投资<br>金额 | 股权比<br>例 | 09A 净<br>利润 | 10A 净<br>利润 | 目标<br>PE | 预期市<br>值 | 权益重<br>估值 | 每股重<br>估价值 | 何时获得   |
|-------|------------|----------|-------------|-------------|----------|----------|-----------|------------|--------|
| 盛京银行  | 4.5        | 8.83%    | 772         | 1920        | 12       | 230.43   | 20.35     | 0.40       | 200708 |
| 吉林银行  | 1.80       | 1.52%    | 820         | 1230        | 12       | 147.60   | 2.24      | 0.04       | 200912 |
| 成都农商行 | 10.73      | 7.50%    | 1159        | 1657        | 12       | 198.89   | 14.92     | 0.29       | 200812 |
| 长城证券  | 0.71       | 0.72%    | 709         | 464         | 23       | 106.74   | 0.77      | 0.01       | 200710 |
| 湘财证券  | 9.40       | 31.36%   | 962         | 402         | 23       | 92.56    | 29.03     | 0.57       | 2007   |
| 新湖期货  | 4.17       | 91.67%   | 25          | 41          | 30       | 12.18    | 11.16     | 0.22       | 200710 |
| 锦泰保险  | ——         | ——       | ——          | ——          | ——       | ——       | ——        | ——         | 201008 |
| 大智慧   | 3.52       | 9.26%    | 188         | 161         | 40       | 122      | 11.30     | 0.22       | 200909 |

|           |             |            |            |            |            |              |               |             |        |
|-----------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|---------------|-------------|--------|
| 金洲管道      | 1.00        | 14.98%     | 102        | 73         | 按市值        | 28           | 4.19          | 0.08        | 2007   |
| 河北丰宁金钼矿业  | 1.30        | 80%        | ——         | ——         | ——         | ——           | 6.50          | 0.13        | 200810 |
| 山东蓬莱金矿    | 0.78        | 100%       | ——         | ——         | ——         | ——           | 3.90          | 0.08        | 200708 |
| 新湖控股      | 14.40       | 40%        | 478        | 236        | ——         | ——           | 25.92         | 0.50        | 200010 |
| 青海碱业      | 2.80        | 10.83%     | ——         | ——         | ——         | ——           | 8.40          | 0.16        | 2007   |
| <b>总计</b> | <b>55.1</b> | <b>---</b> | <b>---</b> | <b>---</b> | <b>---</b> | <b>938.4</b> | <b>138.68</b> | <b>2.79</b> |        |

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

公司目前每股重估价值 14.27 元，我们预计公司 2011、2012 EPS 0.41、0.53 元（其中金融等股权贡献投资收益 0.11、0.12 元），维持 6 个月目标价 8.9 元，目标价较 RNAV 折价 38%；12 个月目标价 11 元，目标价较 RNAV 折 23%。公司长期发展潜力大、中短期有煤炭资源获取、股权激励行权推动，股价低估且具有安全边际，维持长期增持建议。



附表：公司业绩预测（单位：百万元）

|                        | 2007A   | 2008A   | 2009A  | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|------------------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业总收入                | 2992.4  | 3504.9  | 6379.4 | 8140.0  | 8328.9  | 10278.0 | 13863.3 |
| 营业收入                   | 2992.4  | 3504.9  | 6379.4 | 8140.0  | 8328.9  | 10278.0 | 13863.3 |
| 二、营业总成本                | 2608.1  | 3025.5  | 5291.7 | 6663.6  | 6127.5  | 7123.8  | 9543.5  |
| 营业成本                   | 2184.3  | 2379.1  | 4412.1 | 5557.5  | 4986.5  | 5715.7  | 7616.5  |
| 营业税金及附加                | 143.8   | 197.9   | 307.1  | 460.4   | 458.1   | 565.3   | 790.2   |
| 销售费用                   | 52.1    | 102.9   | 150.0  | 190.2   | 249.9   | 308.3   | 415.9   |
| 管理费用                   | 131.6   | 176.4   | 238.0  | 236.2   | 249.9   | 308.3   | 415.9   |
| 财务费用                   | 40.4    | 120.4   | 181.4  | 179.2   | 183.2   | 226.1   | 305.0   |
| 资产减值损失                 | 55.9    | 48.8    | 3.1    | 40.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 三、其他经营收益               |         |         |        |         |         |         |         |
| 公允价值变动净收益              | -0.5    | -2.5    | 2.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 投资净收益                  | 232.1   | 562.9   | 487.0  | 660.7   | 726.8   | 799.4   | 959.3   |
| 其中：对联营企业和合<br>营企业的投资收益 | 230.3   | 555.9   | 421.2  | 551.4   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 四、营业利润                 | 615.9   | 1039.8  | 1576.7 | 2137.1  | 2928.1  | 3953.7  | 5279.1  |
| 加：营业外收入                | 2.8     | 1.4     | 46.3   | 104.4   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 减：营业外支出                | 3.4     | 12.0    | 18.1   | 28.3    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 五、利润总额                 | 615.3   | 1029.2  | 1604.9 | 2213.2  | 2928.1  | 3953.7  | 5279.1  |
| 减：所得税                  | 181.4   | 164.5   | 378.7  | 479.0   | 673.5   | 909.3   | 1187.8  |
| 加：未确认的投资损失             | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 六、净利润                  | 434.0   | 864.7   | 1226.2 | 1734.2  | 2254.6  | 3044.3  | 4091.3  |
| 减：少数股东损益               | 19.4    | 24.2    | 76.1   | 174.3   | 143.2   | 327.5   | 537.1   |
| 归属于母公司所有者<br>的净利润      | 414.6   | 840.6   | 1150.2 | 1560.0  | 2111.4  | 2716.8  | 3554.2  |
| 股本                     | 1763.66 | 2821.85 | 3384.4 | 5133.48 | 5133.48 | 5133.48 | 5133.48 |
| EPS                    | 0.24    | 0.30    | 0.34   | 0.30    | 0.41    | 0.53    | 0.69    |
| 主营收入增长率                | 43.3%   | 17.1%   | 82.0%  | 27.6%   | 2.3%    | 23.4%   | 34.9%   |
| 净利润增长率                 | 74.6%   | 102.7%  | 36.8%  | 35.6%   | 35.4%   | 28.7%   | 30.8%   |
| 毛利率                    | 27.0%   | 32.1%   | 30.8%  | 31.7%   | 40.1%   | 44.4%   | 45.1%   |
| 三项费用率                  | 7.5%    | 11.4%   | 8.9%   | 7.4%    | 8.2%    | 8.2%    | 8.2%    |
| 净利润率                   | 13.9%   | 24.0%   | 18.0%  | 19.2%   | 25.4%   | 26.4%   | 25.6%   |

数据来源：公司公告、WIND、国泰君安房地产研究

**作者简介:****孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004年1月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008年、2009年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

**李品科:**

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

工学硕士，毕业于清华大学土木工程系，2008年3月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。荣获2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |