

新湖中宝(600208)
财务稳健，立足长三角

✍ 孙建平 任旭
 ☎ 021-38676316 021-38676643
 ✉ sunjianping@gtjas.com renxu@gtjas.com

本报告导读： 公司财务政策稳健，全国化布局充分分散了地区调整风险。

投资要点：

- 公司拟发行 14 亿公司债，其中 3 亿用于偿还银行借款，其他用于补充公司流动资金，债券信用评级为 AA-。
- 公司现有项目 25 个，规划建筑面积 1133 万平方米，尚未结算权益建筑面积 715 万平方米。公司实行全国化布局，项目分布在全国 8 个省的一、二、三线城市，三线城市主要选择长三角的发达地区，这些地区的房地产市场依然处于景气期，盈利前景良好。
- 近几年国家控制土地供给规模，但商品房市场购买量一直很大。杭州、沈阳作为省会城市在近几年一直需求旺盛，08 年在国家宏观调控政策下，市场逐渐趋于理性。
- 与行业内其他公司相比，07 年公司业绩增长偏慢，毛利率较低，存货周转率较快，负债水平低，财务风险不大。
- 08 年随着项目结算速度的加快，公司收入和利润增长速度将加快，销售毛利率、销售净利率将进一步提高，存货周转速度也在提升。随着公司债募集资金到位，公司负债水平可能有所提高。
- 公司的优势在于：全国化布局，充分分散地区风险；拿地时间早，土地成本低；负债水平低，财务政策稳健；对外投资初具规模；股权激励方案已通过，有利于促进公司长远发展。
- 预计公司 08-10 年结算面积分别为 89 万、141 万和 156 万平方米，年实现收入分别为 54.47 亿、77.31 亿、103.45 亿元，项目结算主要来自芜湖·长江长现代城、上海·新湖明珠城、杭州·新湖香格里拉、海宁·百合新城、桐乡·新湖香格里拉、衢州·新湖景城、九江·柴桑春天等项目。
- 预计 08-10 年 EPS 分别为 0.26 元、0.37 元和 0.54 元，三年平均增长 55%。
- 考虑公司多元化布局、低地价成本和高成长性，给予 09 年 15 倍 PE，得到 5.61 元目标价，中性预测房地产 RNAV 为 8.41 元，因项目储备盈利能力强和资产升值前景好，采用 PE 法和 RNAV 结合，取二者均值加上 0.63 元非房地产业务的重估价值，得到目标价 8 元，给予增持投资评级。

财务摘要 (百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	113.22	2088.01	2992.41	6423.01	8805.22
(+/-)%	30%	88%	43%	115%	37%
经营利润 (EBIT)	86.00	207.74	480.61	1491.51	1998.43
(+/-)%	2939%	142%	131%	210%	34%
净利润	10.47	239.54	433.96	974.11	1300.70
(+/-)%	-11%	37%	2%	187%	37%
每股净收益 (元)	0.03	0.14	0.24	0.26	0.37
每股股利 (元)	0	0.00	0.01	0.03	0.04

利润率和估值指标	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
经营利润率 (%)	15.3%	17.3%	22.2%	30.2%	29.7%
市盈率	196.06	38.12	23.14	20.72	14.54
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

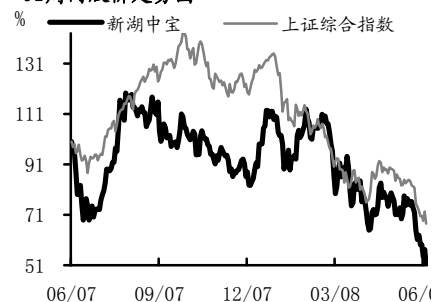
评级： **增持**
 上次评级：谨慎增持
目标价格： **¥8.00**
 上次预测：¥0.00
当前价格： **¥5.35**
 2008.06.23

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.05 ~ 22.00
总市值 (百万元)	15,351
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,822/466
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.17
日均成交量 (百万股)	6.0
日均成交值 (百万元)	91.6

资产负债表摘要 (12/07)

股东权益 (百万元)	4182.52
每股净资产	1.36
市净率	4
资产负债率	59%

52 周内股价走势图

相关报告

《国泰君安地产双周报第八期》，2008.6.9
 《国泰君安地产双周报第七期》，2008.5.26
 《国泰君安地产双周报第五-六期》，2008.5.13
 《底部崛起 - 2008 年中期地产投资策略》，2008.5.8
 行业报告《坚定信心，安全边际增强，投资吸引力增加》，2008.4.16
 行业更新报告《地产股：光明初现》，2008.3.31
 行业报告《在黑夜中寻找光明》，2008.3.18

1. 公司发行公司债情况

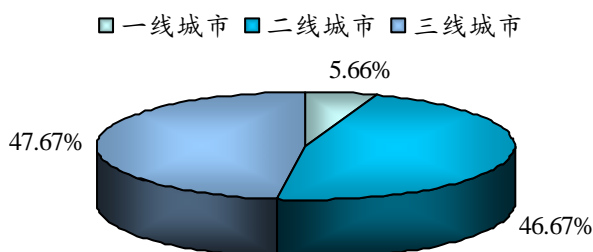
公司此次拟发行无担保公司债不超过 14 亿元（1400 万张），债券面值 100 元/张，按票面值平价发行，债券期限 8 年，采用网上与网下相结合的方式发行，票面利率 9%。债券持有人有权在债券存续期间第 3 年、第 6 年付息日将其持有的债券全部或部分按面值回售给发行人，公司有权在债券存续期第 3 年、第 6 年付息日上调债券后续年限内的票面利率，债券按年付息，到期还本，根据上海新世纪资信评估投资服务公司的评级，公司主体信用等级为 AA-，公司债信用等级为 AA-。

公司拟用此次募集资金中的 3 亿元偿还银行贷款，剩余募集资金用于补充公司流动资金。在 08 年房地产行业资金链普遍偏紧，增发又得不到市场认可的情况下，公司此次债券募资树立了公司在投资者心中的良好形象。此次债券如能顺利发行，公司将获得更加充裕的资金，有利于缓解公司资金压力，巩固并进一步提高公司的一线龙头地位。

2. 公司项目储备丰富，全国化布局有利于分散风险

公司现有项目 25 个，规划建筑面积 1133 万平方米，其中已结算面积 232 万平方米，尚未结算建筑面积 901 万平方米，未结算权益建筑面积 715 万平方米，储备非常丰富，可供公司未来 5 年发展需要。公司现有的 25 个项目分布在全国 8 个省，其中一线城市建筑面积占总储备的比例为 5.66%，二、三线城市项目建筑面积占比分别为 46.67%和 47.67%。

图 1 公司项目储备分布情况



注：采用未结算权益建筑面积进行统计。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所。

表 1: 公司项目储备情况

(单位: 万平方米)

项目名称	开工时间	竣工时间	权益比例	占地面积	规划建筑面积	累计销售面积	累计结算面积	未结算建筑面积	未结算权益建筑面积
沈阳·北国之春	2003-7	2011-11	100%	40.29	84.88	43.14	36.56	48.32	48.32
沈阳沈北金谷公司项目		规划中	100%	12.13	24.26	0.00	0.00	24.26	24.26
天津新湖凯华公司项目		规划中	85%	14.51	14.51	0.00	0.00	14.51	14.51
滨州新湖公司项目	2008-3	2011-1	100%	12.38	20.51	0.00	0.00	20.51	20.51
泰山·新湖绿园	2007-12	2011-12	100%	12.01	13.89	0.00	0.00	13.89	13.89
淮安·翔宇花园	2002-10	2008-12	55%	17.05	24.89	20.39	14.80	10.09	5.55
镇江·涌金花园	2008-3	2014-3	100%	59.45	73.05	0.00	0.00	73.05	73.05
南京·仙林翠谷	2006-5	2013-10	100%	63.70	50.80	1.34	0.00	50.80	50.80
苏州·明珠城	2006-4	2012-12	83.33%	110.61	165.36	12.72	0.00	165.36	137.79
蚌埠·山水华庭	2004-2	2007	100%	19.83	23.47	15.67	15.38	8.09	8.09
芜湖·长江长现代城	2003-3	2009-12	100%	13.29	43.64	16.40	14.37	29.27	29.27
黄山·维多利亚广场	2001-9	2005-6	100%	10.72	17.85	17.73	16.67	1.17	1.17
上海·新湖明珠城	2003-9	2011-12	45%	22.91	92.56	31.63	25.19	67.38	30.32
上海·新湖景城		规划中	49.13%	6.48	20.60	0.00	0.00	20.60	10.12
杭州·东新园	2001-12	2004-7	100%	4.94	12.30	10.73	10.24	2.06	2.06
杭州·新湖香格里拉	2004-10	2011	100%	83.26	35.00	8.89	2.55	32.45	32.45
仓前镇宋家山村	2007-10	2015	51%	36.09	47.92	0.00	0.00	47.92	24.44
嘉兴·新湖绿都	2001-12	2005-12	100%	9.07	16.11	14.86	14.67	1.43	1.43
嘉善·风泽泗洲	2003-6	2006-10	100%	16.39	11.38	8.44	7.46	3.92	3.92
海宁·百合新城	2003-10	2010-5	50%	94.23	115.69	33.27	20.62	95.06	47.53
桐乡·新湖香格里拉	2007-6	2011-11	51.92%	20.20	21.08	1.45	0.00	21.08	10.94
衢州·新湖景城	2004-2	2012-11	100%	48.05	72.00	8.83	8.02	63.98	63.98
温州·瑞安外滩		规划中	100%	5.05	25.05	22.13	21.71	3.34	3.34
龙港·新湖绿都	2004-4	2009	100%	6.87	10.70	5.02	4.80	5.90	5.90
九江·柴桑春天	2005-10	2010-12	70%	63.57	95.36	25.34	19.10	76.25	53.38
合计				803.08	1132.84	297.98	232.16	900.68	714.85

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究所。

表 2: 公司项目盈利预测

(单位: 万平米, 元/平米)

子公司	项目名称	权益	规划建筑面积	预计售价	预计毛利
沈阳新湖公司	沈阳·北国之春	100%	84.88	5500	42%
沈阳沈北金谷公司	规划中	100%	24.26	-	-
天津新湖凯华公司	规划中	85%	14.51	-	-
滨州新湖公司	规划中	100%	20.51	3000	36%
济南新湖公司	泰山·新湖绿园	100%	13.89	5500	24%
淮安新湖公司	淮安·翔宇花园	55%	24.89	2550	46%
镇江新湖公司	镇江·涌金花园	100%	73.05	4000	21%
江苏新湖宝华公司	南京·仙林翠谷	100%	50.80	7200	44%
苏州新湖公司	苏州·明珠城	83.33%	165.36	4700	20%
蚌埠新湖公司	蚌埠·山水华庭	100%	23.47	3100	38%
芜湖长江公司	芜湖·长江长现代城	100%	43.64	4700	33%
黄山市新湖公司	黄山·维多利亚广场	100%	17.85	3300	47%
上海新湖公司	上海·新湖明珠城	45%	92.56	17000	65%
上海中翰公司	上海·新湖景城	49.13%	20.60	-	-
浙江新湖公司	杭州·东新园	100%	12.30	11000	65%
杭州新湖美丽洲公司	杭州·新湖香格里拉	100%	35.00	10700	50%
浙江新兰得公司	仓前镇宋家山村	51%	47.92	10000	48%
嘉兴新湖公司	嘉兴·新湖绿都	100%	16.11	3260	22%
嘉善新湖公司	嘉善·风泽泗洲	100%	11.38	4100	22%
海宁绿城新湖公司	海宁·百合新城	50%	115.69	5800	46%
桐乡新湖升华公司	桐乡·新湖香格里拉	51.92%	21.08	4600	32%
衢州新湖公司	衢州·新湖景城	100%	72.00	3200	30%
瑞安外滩公司	温州·瑞安外滩	100%	25.05	7000	59%
瑞安外滩公司	龙港·新湖绿都	100%	10.70	3200	55%
九江新湖远洲公司	九江·柴桑春天	70%	95.36	3700	35%

数据来源: 国泰君安证券研究所。

表 3: 公司项目储备一二三线城市分布情况

(单位: 万平米)

地区及城市分布	占地面积	规划建筑面积	权益规划建筑面积	累计结算建筑面积	未结算权益建筑面积	
一线城市	上海	29.38	113.16	51.77	25.19	40.44
二线城市	沈阳	52.41	109.14	109.14	36.56	72.57
	天津	14.51	14.51	0.00	0.00	14.51
	南京	63.70	50.80	50.80	0.00	50.80
	苏州	110.61	165.36	137.79	0.00	137.79
	黄山	10.72	17.85	17.85	16.67	1.17
	杭州	124.30	95.22	71.74	12.79	58.94
三线城市	山东	24.39	34.40	34.40	0.00	34.40
省份分布	江苏	76.50	97.94	86.74	14.80	78.60
	安徽	33.12	67.11	67.11	29.75	37.36
	浙江	199.87	272.01	204.03	77.29	137.06
	江西	63.57	95.36	66.75	19.10	53.38
合计	803.08	1132.84	898.11	232.16	714.85	

数据来源: 国泰君安证券研究所。

3. 市场分析

公司项目储备分布在全国 8 个省，20 余个城市。近 4 年来，全国土地供应面积增速减慢，但市场需求仍然旺盛，市场购买量明显大于商品房竣工面积。

3.1. 全国市场分析

99-03 年间，全国土地购置面积明显增多，但自 04 年开始政府控制土地供应量，全国土地购置面积增速锐减，每年市场的土地购置面积维持在 4 亿平方米左右。市场需求旺盛，商品房销售面积明显高于商品房竣工面积，反映出市场供不应求的情况。

图 2 04 年起全国土地成交面积增速锐减

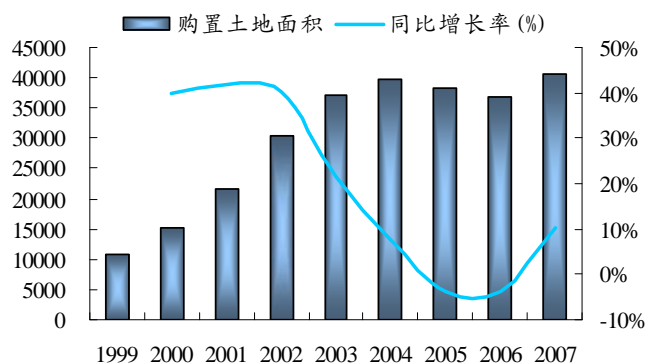
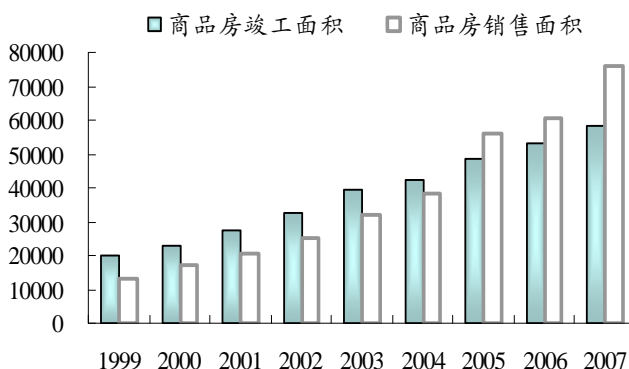


图 3 近年商品房销售面积明显大于竣工面积

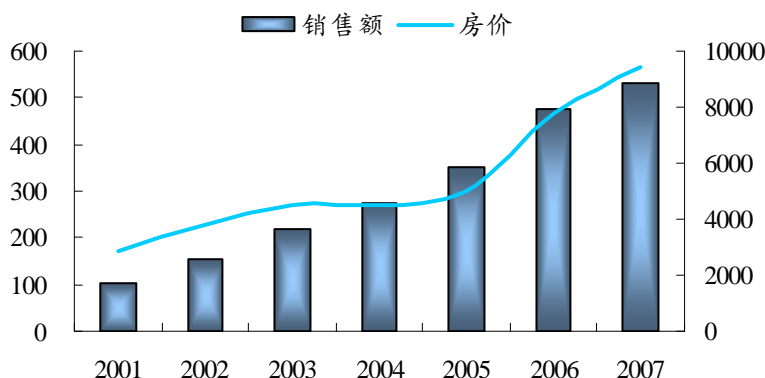


数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究所。

3.2. 杭州市场分析

公司目前在建有 2 个项目位于杭州，已经完工 3 个项目，杭州作为省会城市，其城市聚集能力和辐射能力逐年提升，省会城市的中心化作用日益凸显，2004-2007 年杭州连续四年被美国《福布斯》杂志评为“中国大陆”最佳商业城市排行榜第一名。“十五”期间，杭州市场投资和销售均保持较快速度增长，商品房销售面积复合增长 17.24%，商品房销售额年均复合增长 33.46%。

图 4 杭州商品房销售额和房价快速上涨

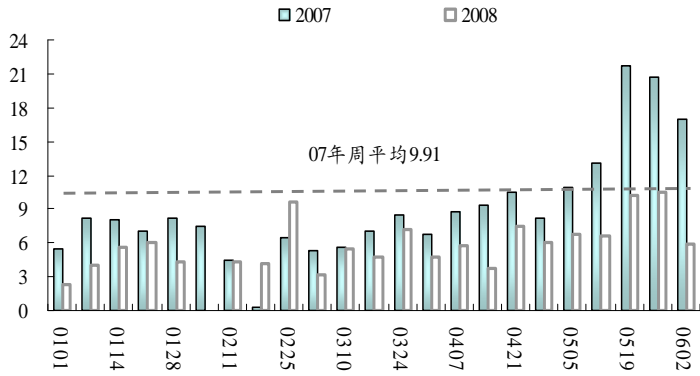


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所。

08 年杭州商品房市场趋于理性，商品房成交面积低于去年同期，反映出市场一

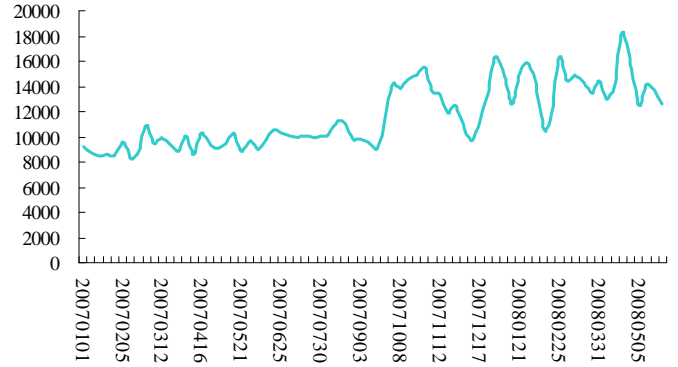
定的观望情绪，房价近期向下调整。因土地和产品稀缺，我们预计杭州中心城区房价下跌幅度不大；新中心区钱江新城、外围余杭等区域开发加快，供给将放量，房价有一定压力。今年杭州计划开工 280 万平米保障住宅。

图 5 近期杭州一手商品房成交萎缩



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所。

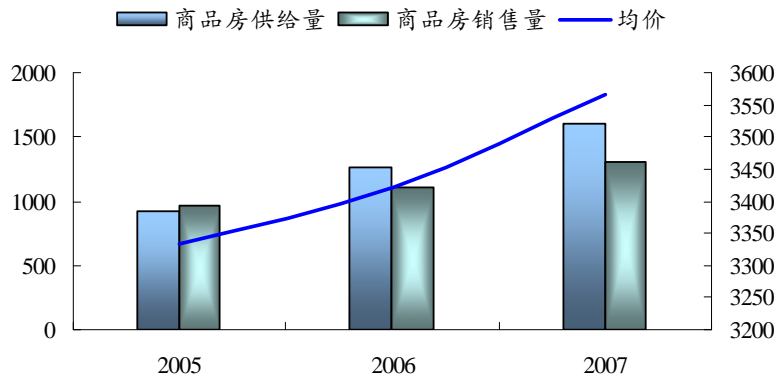
图 6 杭州一手商品房价格明显下降



3.3. 沈阳市场分析

沈阳市房地产市场在国家宏观调控政策作用下，市场逐渐趋于理性，开发投资保持较快增长，但增幅趋缓。新建商品房供给、销售保持增长，但供给增长速度高于销售，房价稳中有升。随着于洪区、东陵区、浑南新区和沈北新区的快速发展，二环外区域成为商品住宅销售新的热点。由于市中心的高房价及土地资源的稀缺，房地产市场郊区化进程明显加快，2008 年楼盘热销区域进一步向郊区扩散。

图 7 沈阳市一手商品房供给、销售情况 (单位: 万平方米)

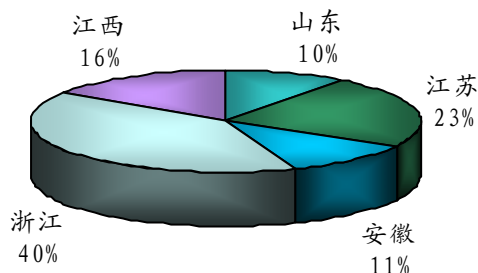


数据来源：国泰君安证券研究所。

3.4. 三线城市分析

三线城市中，公司一半以上项目位于长三角一带，这些城市经济发展速度较快，经济增长速度明显高于北京、上海、广州和深圳等一线城市。三线城市商品住宅较之大城市起步晚、起点低，目前房地产市场正处于上升期，随着家庭可支配收入的不断提高，居民对换房的要求越来越迫切，且此类购房者需求为刚性，对房价敏感程度不高。与一、二线城市相比，三线城市购房需求以自住为主，本次调控的对象主要是对非自住性需求加以抑制，三线城市泡沫较少，受宏观调控影响小。

图 8 三线城市所在省份分布情况



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所。

4. 财务分析

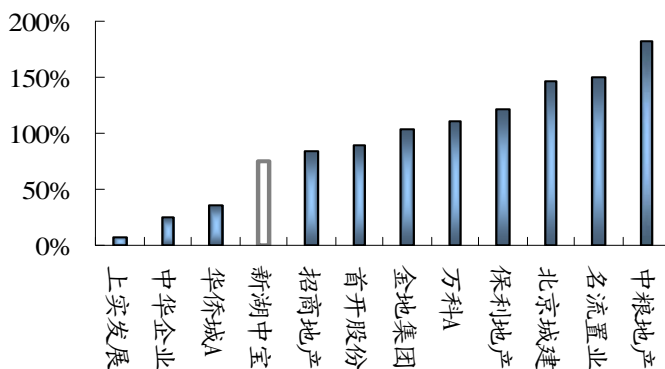
4.1. 财务横比：营运能力强，负债低，财务政策稳健，成长速度需要再提高

我们选取反应公司成长性、盈利能力、营运能力和负债水平的部分指标与重点跟踪公司进行横向对比，得到的结果是：

4.1.1. 成长性：07 年成长速度偏慢

公司 07 年净利润增长率为 75%，处于行业中等偏后水平，而重点公司中净利润增长率最高的为中粮地产 182%。随着项目结算速度的加快，公司增速将进一步提高。

图 9 公司净利润增长率处于中等偏后水平



注：以上比较都是采用公司 07 年年报数据，图 9-16 同。

数据来源：国泰君安证券研究所。

4.1.2. 盈利能力：盈利能力需要提高

公司盈利能力较弱，净资产收益率处于行业中间偏后水平；销售毛利率过低。这主要是因为公司很多项目位于二三线城市，房价上涨速度不及一线城市，但大部分二三线城市房地产市场正处于上升期，房价增速稳定，房价下跌的压力较一线城市小的多，随着一线城市房价涨幅到位，二三线城市房价将进一步上涨，公司 08 年毛利将有很大改善。

图 10 净资产收益率偏低

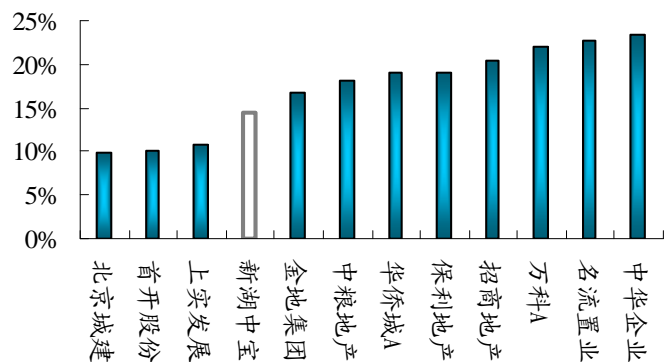
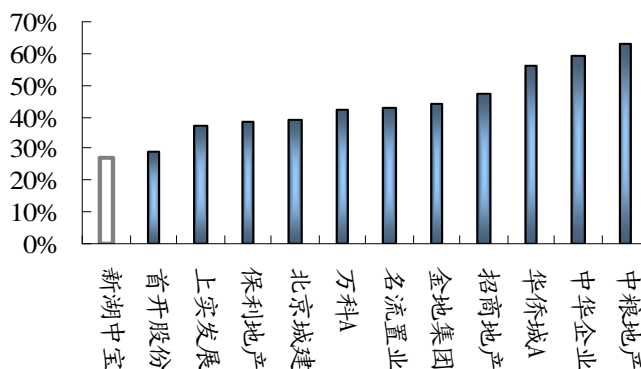


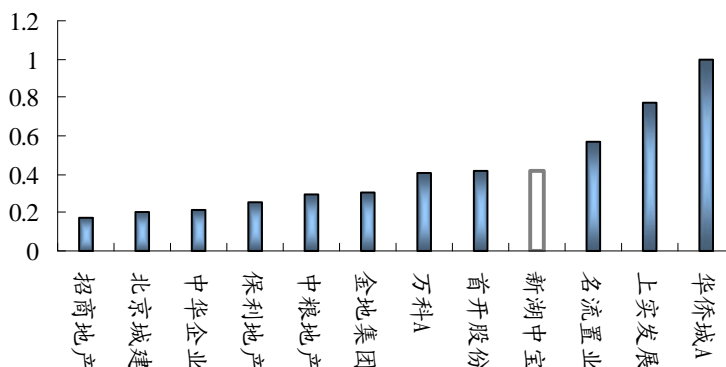
图 11 销售毛利率过低



4.1.3. 营运能力：存货周转率较快

公司存货周转率较快，公司营运能力强，资金利用率较高。

图 12 公司营运能力较好



4.1.4. 偿债能力：负债低，财务政策稳健

07年公司真实负债率只有35%，06年真实负债率44%，与行业内其他公司相比，公司真实负债率一直较低，说明公司财务政策稳健。净负债率、速动比率、每股经营性净现金流处于行业平均水平，公司还款压力不大。

图 13 真实资产负债率很低

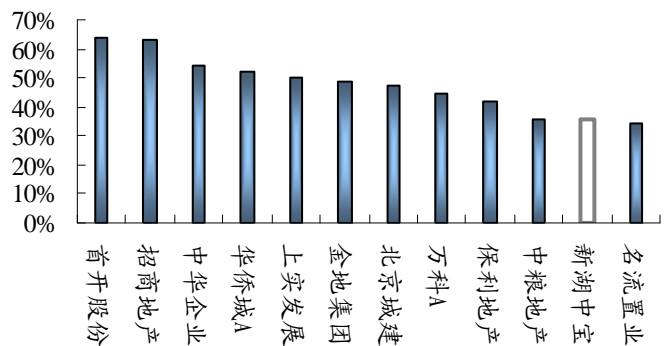


图 14 净负债率处于行业中间水平

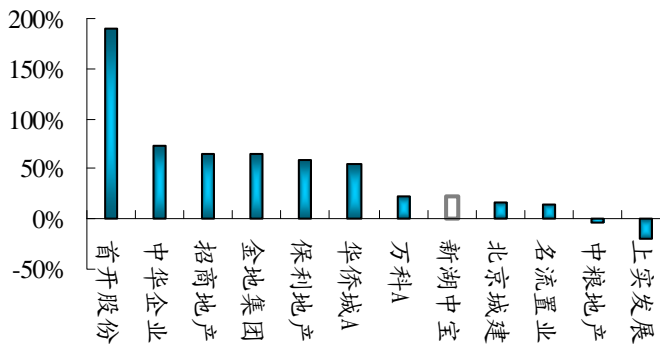


图 15 速动比率处于行业平均水平

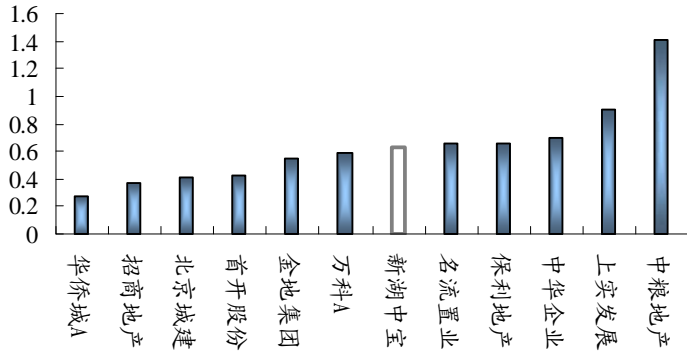
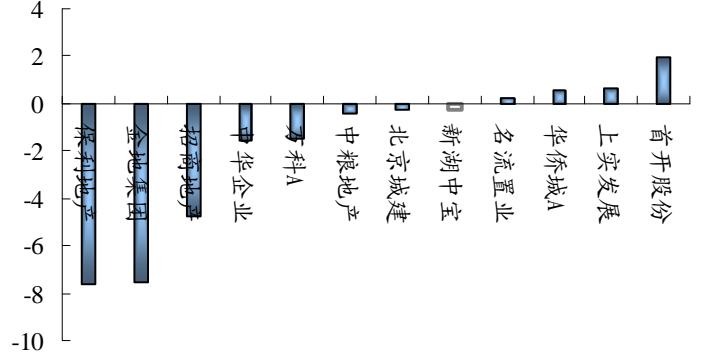


图 16 每股经营性净现金流处于行业中间水平



4.2. 财务纵比：增速将加快，盈利能力增强，营运能力将进一步提高

成长性：07 年成长速度较 06 年放缓，08 年将增快。公司 07 年收入和净利润增长较 06 年增速放缓，随着项目进入结算期，08 年收入和利润增速将有进一步提高。

盈利能力：保持改善。受益于房价上涨，公司 07、08 年销售毛利率、销售净利率、净资产收益率等都有提高。

营运能力：08 年将进一步提高。07 年公司存货周转率下降，主要系本期公司在建项目投入增加导致 07 年存货较 06 年增长 40.86%，随着项目结算速度加快，公司营运速度也在提高。

表 4： 公司成长性、盈利能力、营运能力、负债水平纵向比较

项目	2006A	2007A	2008E
成长性：			
收入增长率	88%	43%	115%
净利润增长率	102%	75%	79%
获利能力：			
销售毛利率	22%	27%	36%
销售净利率	11%	15%	15%
三项费用率	10.53%	7.49%	10%
净资产收益率	18%	14%	16%
EPS	0.14	0.24	0.26
营运能力：			
存货周转率	0.67	0.42	0.6
负债水平及还款能力：			
资产负债率	65%	59%	65%
真实资产负债率	44%	35%	54%
净负债率	58%	22%	74%
每股经营性净现金流	-0.58	-0.25	-0.29
速动比率	0.50	0.63	0.78
利息保障倍数	5.73	16.89	7.74

数据来源：国泰君安证券研究所。

负债及还款能力：07 年负债水平降低，08 年负债有所提高。与 06 年相比，公司 07

年资产负债率、真实资产负债率、净负债率都有下降，公司财务风险降低；每股经营性净现金流、速动比率和利息保障倍数都在提高，公司偿债能力增强。我们假设公司债券能顺利发行，则发行后公司 08 年的负债水平将有所提高。

结论：我们可以发现，公司目前负债水平低，短期还款压力不大，公司发行债券的目的并不是为了偿还到期债务。在二级市场融资不畅、银行信贷普遍收紧的背景下，公司首先做出反应，较其它竞争者先一步拿到资金，公司既可以用以加快项目开发也可用来收购其他公司股权，公司的行业龙头地位再次凸显。

5. 公司优势

5.1. 全国化布局，有利于分散风险

公司项目分布在浙江、上海、江西、安徽、山东、辽宁等地的一、二、三线城市，项目分散。且三线城市主要分布在长三角的发达地区，这些地区消费以自主性消费为主，且房地产市场正处于上升期，有利于抵御一线城市房价下调的风险（三线城市分析见上文 3.4），从公司进入黄山等地的过往经验看，公司总是在一个市场即将启动前拿地，公司的市场判断非常准确。

5.2. 拿地时间早，成本低

表 5: 公司土地取得方式及楼面地价 (单位: 元/平米)

公司名称	项目名称	拿地时间	拿地方式	预计楼面地价
沈阳新湖公司	沈阳·北国之春	20061124	资产注入	1302
沈阳沈北金谷公司	规划中	200701	招牌挂	666
天津新湖凯华公司	规划中	20071226	招牌挂	581
滨州新湖公司	规划中	200701	招牌挂	362
济南新湖公司	泰山·新湖绿园	20061124	资产注入	371
淮安新湖公司	淮安·翔宇花园	20061124	资产注入	358
镇江新湖公司	镇江·涌金花园	20061124	资产注入	1368
江苏新湖宝华公司	南京·仙林翠谷	20061124	资产注入	369
苏州新湖远洲公司	苏州·明珠城	20061124	资产注入	884
蚌埠新湖公司	蚌埠·山水华庭	20061124	资产注入	600
芜湖长江长公司	芜湖·长江长现代城	20061124	资产注入	582
黄山市新湖公司	黄山·维多利亚广场	20061124	资产注入	543
上海新湖公司	上海·新湖明珠城	20061124	资产注入	2184
上海中瀚公司	上海·新湖景城	-	-	39145
浙江新湖公司	东新园	20061124	资产注入	1513
杭州新湖美丽洲公司	杭州·香格里拉	20061124	资产注入	1496
浙江新兰得公司	仓前镇宋家山村	200708	收购	999
嘉兴新湖公司	嘉兴·新湖绿都	20061124	资产注入	717
嘉善新湖公司	嘉善·凤泽泗洲	-	-	856
海宁绿城新湖公司	海宁·百合新城	20061124	资产注入	907
桐乡新湖升华公司	桐乡·香格里拉	-	-	1204
衢州新湖公司	衢州·新湖景城	20061124	资产注入	423
瑞安外滩公司	瑞安外滩	20061124	资产注入	148
瑞安外滩公司	新湖绿都	20061124	资产注入	445
九江新湖远洲公司	九江·柴桑春天	20061124	资产注入	409

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所。

07年公司拿地政策谨慎,目前项目大部分为06年通过定向增发收购资产获得,当时估价是以收购土地市场价格为基准进行评估,且较同时期收购资产的冠城大通和万科评估增值率和交易增值率都要低。因拿地时间较早,评估价格低,现在这些项目的成本非常低(见表5)。

表6: 06年公司收购资产净资产评估增值情况一览

单位	净资产增值率	单位	净资产增值率	单位	净资产增值率
济南新湖	123.76%	衢州新湖	196.55%	兴和投资	501.62%
嘉兴新湖	41.37%	新湖美丽洲	1573.54%	瑞安外滩	229.51%
杭州新湖	1.25%	安徽新湖	79.53%	九江新湖远洲	193.85%
海宁新湖绿城	1859.96%	芜湖长江长	648.04%	苏州新湖远洲	16.48%
衢州新湖	196.55%	江苏新湖	409.66%	黄山新湖	9.30%
淮安新湖	116.02%	沈阳新湖	882.64%	镇江新湖	2.11%
浙江新湖	207.76%				

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究所。

表7: 06年房地产行业收购房地产资产评估情况 (单位:百万元)

收购公司简称	被收购公司简称	账面净资产	评估价值	交易作价	评估增值率	交易增值率
冠城大通	京冠地产	105.60	363.88	360	2.45	2.41
万科A	南都房产	404.19	2455.57	1765.66	5.08	3.37
中宝股份	标的资产	1221.39	4104.08	3852	2.36	2.15

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究所。

5.3. 财务稳健

与行业内其他公司相比,公司营运能力强,负债水平较低(见4财务分析),稳健的财务政策在08年货币紧缩的大环境下,有利于更好地抵御风险。

5.4. 对外投资初具规模

公司在以房地产开发业务为主业的同时,利用闲置资金进行其他股权投资,有利于抵御行业风险,平滑行业的周期波动:

- 1) 受让浙江新湖集团和浙江银河公司持有的35%和2.5%股权,并通过增资控股了浙江天地期货经纪有限公司,占其股本71.15%,2006年天地期货公司实现营业收入1107.27万元,实现营业利润1045.53万元;
- 2) 公司出资4.5亿元认购盛京银行3亿股的股份,占其增资扩股后总股本的9.1%,盛京银行目前已开始筹划上市,截至2007年末,盛京银行总资产突破800亿元,实现利润总额12.5亿元,税后净利润8.1亿元;
- 3) 增资6000万元认购长城证券1000万股股份,增资完成后,占其总股本的0.72%;
- 4) 出资7800万元收购山东蓬莱大柳行金矿;
- 5) 公司持股49%的嘉兴乍浦开发公司营建乍浦港一期和二期码头,已完成投资6亿多元,初步形成年吞吐20万标箱和1000万吨散、杂货的能力,乍浦开发公司07年实现营业收入3.55亿元,实现净利润477.42万元。

5.5. 管理层股权激励方案已经通过

管理层激励可使得公司利益和管理层利益相一致,有利于促进上市公司的可持续发展。

表 8: 公司股票期权激励计划主要关注要素

指标	总额度	行权价	禁售期	行权期	行权条件	激励对象
指标值	10033.6 万份	9.975 元	1 年 (授予日起)	3 年 (禁售期 满起)	扣除非经常性损益前净利润 08、09、10 年分 别不低于 6 亿、9 亿、15 亿, 扣除非经常性 损益后净利润 08、09、10 年分别不低于 6 亿、8 亿、12 亿元, 08-10 年扣除非经常性 损益前、后的 ROE 分别不低于 8%、7%。	董事、高管、 业务骨干等

注: 若 2008 年授予, 则实施 2008 年禁售, 行权期为 2009-2011 年。

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究所。

6. 08-10 年项目结算情况

预计公司 08-10 年项目结算面积分别为 89 万、141 万和 156 万平方米, 年实现收入分别为 54.47 亿、77.31 亿、103.45 亿元, 近三年项目结算将主要来自芜湖·长江长现代城、上海·新湖明珠城、杭州·新湖香格里拉、海宁·百合新城、桐乡·新湖香格里拉、衢州·新湖景城、九江·柴桑春天等项目。

表 9: 公司 08-10 年项目结算情况 (单位: 万平方米)

子公司	项目名称	权益	08 年		09 年		10 年	
			结算面积	收入	结算面积	收入	结算面积	收入
沈阳新湖公司	沈阳·北国之春	100%	9.5	522.5	9	495	12	673.2
滨州新湖公司	规划中	100%	0	0	4.3	129	5	153
济南新湖公司	泰山·新湖绿园	100%	0	0	7	385	2	112.2
淮安新湖公司	淮安·翔宇花园	55%	6.27	159.89	3	76.5	0.93	24.19
镇江新湖公司	镇江·涌金花园	100%	0	0	3	120	5	204
江苏新湖宝华公司	南京·仙林翠谷	100%	7	504	7	504	5	367.2
苏州新湖公司	苏州·明珠城	83.33%	15	705	15	705	20	958.8
蚌埠新湖公司	蚌埠·山水华庭	100%	3.25	100.82	6.47	200.57	0	0
芜湖长江公司	芜湖·长江长现代城	100%	10.4	488.64	20	940	8	383.52
黄山市新湖公司	黄山·维多利亚广场	100%	0.23	7.47	0.17	5.61	0	0
上海新湖公司	上海·新湖明珠城	45%	7.24	1230.41	7	1190	17	2947.8
浙江新湖公司	杭州·东新园	100%	0.2	22	1.86	204.6	0	0
杭州新湖美丽洲公司	杭州·新湖香格里拉	100%	5.5	588.5	6	642	10	1091.4
浙江新兰得公司	杭州·新湖明珠城	51%	0	0	0	0	2	204
嘉兴新湖公司	嘉兴·新湖绿都	100%	0.52	16.86	0.91	29.67	0	0
嘉善新湖公司	嘉善·风泽泗洲	100%	0.55	22.55	1.69	69.29	0	0
海宁绿城新湖公司	海宁·百合新城	50%	8.5	493	9	522	28	1656.48
桐乡新湖升华公司	桐乡·新湖香格里拉	51.92%	3	138	5	230	5	234.6
衢州新湖公司	衢州·新湖景城	100%	1.15	36.67	5	160	8	261.12
瑞安外滩公司	温州·瑞安外滩	100%	0.05	3.33	1	70	1	71.4
瑞安外滩公司	龙港·新湖绿都	100%	0.12	3.73	4	128	1.8	58.75
九江新湖远洲公司	九江·柴桑春天	70%	10.9	403.3	25	925	25	943.5
合计:			89	5446.66	141	7731.24	156	10345.16

数据来源: 国泰君安证券研究所。

根据表 10 项目结算收入和附表损益表预测情况, 预计 2008-2010 年公司分别实现主营业务收入 54.47、77.31 和 103.45 亿元, 净利润分别达到 7.4、10.6 和 15.3 亿元, 同比增幅分别达到 79%、43%和 45%, 年平均增长 55%, 对应目前 28.21 亿总股本的 EPS 分别为 0.26 元、0.37 元和 0.54 元。

7. 公司目标价 8 元, 增持

公司除了以房地产开发为主要业务外, 还积极利用闲置资金进行其他投资, 根据二级市场中同类资产价格对公司持有的非房地产类资产进行再估值, 因公司所持股权均为非上市公司, 所以以上市公司所处行业平均 PB 的一半作为重估标准, 得到 17.82 亿重估资产价值, 对应的每股净资产为 0.63 元。

表 10: 公司持有的非地产类资产 (单位: 百万元)

	账面净资产	市场价估值	备注
浙江新潮期货经纪有限公司	98.5	246.25	证券业平均 PB 为 4.54, 按 2.5 倍 PB 估值
盛京银行	450	675	银行业平均 PB 为 2.96, 按 1.5 倍 PB 估值
长城证券	60	150	证券业平均 PB 为 4.54, 按 2.5 倍 PB 估值
蓬莱大柳行金矿	78	211	主业为黄金生产的公司平均 PB 为 5.28, 按 2.7 倍 PB 估值
乍浦港一期和二期码头	294	500	港口类公司平均 PB 为 3.46, 按 1.7 倍 PB 估值
合计	981	1782.25	----

注: 乍浦港码头已完成投资 6 亿元, 公司持有 49% 股份。

数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 国泰君安证券研究所。

因公司财务稳健、土地成本低、分散风险的项目布局多元化(一二三线城市)、未来 3 年净利润平均增长达到 55% 基本有保证, 因此给予公司处于行业合理偏高区域的估值水平, 即 09 年 15 倍 PE, 对应房地产业务 PE 估值为 5.61 元, 加上非地产类资产重估价值 0.63 元, 对应的公司目标价为 6.24 元。无一例外, 公司的 PE 估值目标价也受到了地产板块估值大幅下降的系统影响。

根据公司项目动态、未来开发进度和目前房价, 中性预测, 886 万平方米项目储备得到公司开发类项目的重估净资产为 237.25 亿元, 对应的每股价值是 8.41 元, 考虑 08 年一季度 18.11 亿元净负债和 38.46 亿元账面净资产后, 得到房地产业务 RNAV 是 9.13 元, 加上前述非房地产类重估价值 0.63 元, 得到公司 RNAV 是 9.76 元。

公司未来业绩继续处于上升增长期, 具有良好的成长性; 同时所拥有房地产项目因地价成本低、非房地产资产是具有良好升值空间的隐蔽资产, 所以我们采用 PE 法和 RNAV 法结合估值, 二者平均得到公司目标价 8 元, 相对当前 5.35 元的价格尚有 50% 的上涨空间, 给予增持投资评级。

附表：公司损益表及其预测

(单位：百万元，百万股)

年份	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	1113.22	2088.01	2992.41	6423.01	8805.22	11526.54
营业收入	1113.22	2088.01	2992.41	6423.01	8805.22	11526.54
利息收入						
已赚保费						
手续费及佣金收入						
二、营业总成本	1103.82	1932.64	2608.10	5124.20	7070.95	8605.48
营业成本	925.42	1628.89	2184.31	4096.51	5670.92	6749.71
利息支出						
手续费及佣金支出						
退保金						
赔付支出净额						
提取保险合同准备金净额						
保单红利支出						
分保费用						
营业税金及附加	17.66	97.88	143.75	385.38	519.51	726.17
销售费用	29.75	56.25	52.13	128.46	176.10	219.00
管理费用	54.39	97.25	131.61	321.15	440.26	564.80
财务费用	76.61	66.43	40.37	192.69	264.16	345.80
资产减值损失		-14.06	55.92			
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益		1.41	-0.46			
投资净收益	5.32	148.61	232.07	0.00	0.00	0
其中：对联营和合营企业投资收益			230.29			
汇兑净收益						
四、营业利润	16.06	305.39	615.93	1298.81	1734.27	2921.06
加：营业外收入	0.97	5.89	2.81	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.63	3.27	3.42	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	19.84	308.01	615.32	1298.81	1734.27	2921.06
减：所得税	9.37	68.47	181.36	324.70	433.57	730.27
六、净利润	10.47	239.54	433.96	974.11	1300.70	2190.80
减：少数股东损益	3.51	2.09	19.37	233.10	244.79	664.64
归属于母公司所有者的净利润	6.96	237.45	414.60	741.01	1055.91	1526.16
七、每股收益：						
(一) 基本每股收益	0.03	0.14	0.24	0.26	0.37	0.54

数据来源：国泰君安证券研究所。

作者简介:

孙建平: 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, 先后从事宏观经济、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。

任旭: 会计学硕士, 毕业于浙江大学管理学院, 2007年7月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100032
电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com