

名流置业(000667)

低地价、超低估值、充分受益于二线城市
房价上涨

孙建平 李品科
021-38676316 010-59312815
sunjianping@gtjas.com lipinke@gtjas.com

本报告导读：二线城市房地产股典型代表，相对估值超低，未来业绩成长性好。

投资要点：

- 相对其他一二线主流公司，公司估值超低，PB 仅 2.5 倍，行业平均 5.5 倍；RNAV 折价 14%，行业平均溢价 40%；10 年动态 PE15.6 倍，行业平均 20-25 倍。
- 以项目储备和未来可售项目分布的城市级别及其个数多少论，公司与荣盛发展、深振业、中国宝安、浙江广厦、世贸股份、信达地产等均为二线城市房地产股的典型代表。
- 二线城市房价上涨趋势更为确定，因刚性等消费需求占比更高而政策紧缩风险小，公司未来 1 年内可售面积非常饱满，可以充分受益于房价上涨，业绩弹性大。若在前期均价基础上上涨 5--15%，则在结算面积不变的情况下，10 年 EPS 有望从 0.57 元提高到 0.63 元---0.74 元。
- 公司项目盈利前景好。现有项目储备大多为 04-06 年通过收购获得，平均楼面地价仅 865 元/平米，包括 2 个高档别墅项目及北京商业地产项目。
- 公司前期公布的管理层股权激励计划显示了管理层对公司未来成长性的信心。时间长达 6 年，行权价 8.2 元，行权条件为年净利润复合增长率不低于 25%、ROE 不低于 10%。
- 10 年开始公司将进入销售结算高峰期，业绩有望进入爆发期。
- 公司财务稳健，资金宽裕，财务杠杆提升空间大，目前资产负债率仅 24%。18 亿公司债已获发审委通过。
- 武汉盘龙镇一级开发将继续贡献业绩。持有华远地产 4600 万股，占比 5.91%，将于 09 年 8 月解禁，系大股东避免同业竞争注入，每股成本 2.7 元，按目前市价 15 元计算，可贡献净利润 4.2 亿元，EPS 0.31 元。
- 暂不考虑中工建设建筑业务以及减持华远的利润贡献，09、10、11 年 EPS 为 0.33、0.57、0.85 元。
- 中性预测 RNAV 为 10.37 元（其中华远股权贡献 0.31 元），目前一二线主流公司 35%RNAV 溢价和 10 年 22-25 倍 PE，给予公司 35%RNAV 溢价和 10 年 23 倍 PE，目标价 13.5 元，维持增持评级并重点推荐。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1286.95	1029.69	1457.88	2306.21	3614.70
(+/-)%	105%	-20%	42%	58%	57%
经营利润（EBIT）	463.76	394.13	762.87	1022.36	1538.77
(+/-)%	153%	-15%	94%	34%	51%
净利润	295.76	315.27	443.93	763.55	1145.43
(+/-)%	150%	7%	41%	72%	50%
每股净收益（元）	0.39	0.23	0.33	0.57	0.85
每股股利（元）	0.04	0.02	0.05	0.09	0.13

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	35%	41%	52%	44%	42%
市盈率	23.08	38.12	27.07	15.74	10.49
股息率（%）	0%	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：¥13.50
上次预测：¥8.00
当前价格：¥8.92
2009.07.27

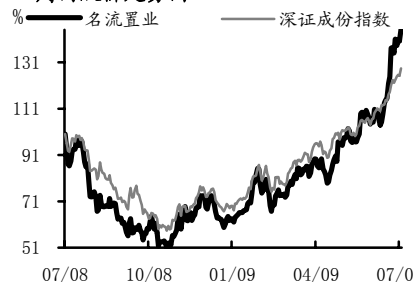
交易数据

52 周内股价区间（元）	2.84 ~ 8.62
总市值（百万元）	10,831
总股本/流通 A 股（百万股）	1,347/1,347
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量（百万股）	20.7
日均成交值（百万元）	100.2

资产负债表摘要（03/09）

股东权益（百万元）	4,707.83
每股净资产	3.49
市净率	2.55
资产负债率	23.72%

52 周内股价走势图



相关报告

《2009 年中期策略报告：更上一层楼》，2009.6.18

《国泰君安地产双周报》第 1-40 期，2008.1-2009.7

公司更新报告《名流置业：新获芜湖高盈利项目进军长三角》，2007.5.21

公司更新报告《名流置业：一季报业绩大增及中报业绩预增点评》，2007.4.10

公司更新报告《新增两项利润来源，调高盈利预测》，2007.4.3

公司更新报告《大股东注入华远地产股权，奥运概念更为突出》，2007.3.2

公司深度调研研究报告《Buy and Look Forward》，2007.2.12

调研报告《名流置业：为增发新股欲夺年报头筹》，2005.1.16

《行业趋势：期待多云转晴---2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1

行业更新报告《春江水暖鸭先知》，2009.3.3

《房价定乾坤---2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.03

自07年2月首次成功挖掘后,我们再次高度关注和重点推荐名流置业的基本逻辑在于:

- 1. 二线城市典型代表股。**以项目储备和未来可售项目分布的城市级别及其个数多少看,荣盛发展、深振业、中国宝安、浙江广厦、世贸股份、信达地产等均为典型代表。其中,名流置业未来1年可售项目分布在武汉、芜湖、沈阳、重庆、惠州、合肥6个城市。
- 2. 二线城市房价上涨趋势更确定,因刚性等消费需求占比更高而政策紧缩风险小。**只要一线城市房价不跌,二线城市房价上涨趋势则非常确定,而且年初以来的房价上涨浪潮中许多二线城市房价截至目前并无明显上涨。名流置业除了在北京有一个双地铁线的上盖商业房地产项目外,其他均为在武汉等6城市的住宅,而且其中还有两个超低容积率(独栋别墅)的稀缺住宅项目。
- 3. 由于是06年前收购拿地,地价成本非常低,盈利前景非常好。**379万平方米未结算建筑面积平均楼面地价约865元,按目前或周边楼盘平均售价10300元(表1)。同时公司产业链较为完整,公司自己做建筑。
- 4. 未来1年内可售面积非常饱满,可以充分受益于房价上涨,业绩弹性大。**如果公司项目在前期均价基础上上涨5--15%,则在结算面积不变的情况下,公司10年EPS有望从前期均价对应的0.57元提高到0.63元---0.74元。
- 5. 公司目前估值极具优势。**目前一二线主流公司PB 5.5倍,而名流PB仅2.3倍;而行业RNAV平均溢价近35%,而名流却折价14%。
- 6. 因期限长、激励条件严格公司推行真正的股权激励计划。**公司前期公布了长达6年、行权价8.2元的管理层股权激励计划,其中业绩激励条件是6年平均复合增长率25%。

1. 公司启动长达6年、8.2元行权价的管理层股权激励计划

前期公司公布了09年股权激励方案:拟授予激励对象2000万份股票期权,占目前总股本的1.48%;授予的对象对公司高管和核心员工,总数约90人;计划授予激励对象的行权价为8.20元/股。

行权时间:行权限制期为2010至2014年,共5期,每期可行权数为总期权的20%。第一个行权有效期为2011年1月至2012年12月,第二个有效期是2012年1月至2013年12月,以此类推。

行权条件:(1)净利润及扣除非经常性损益净利润不低于前三年平均且不为负;(2)以2009年为基数,扣除非经常损益后的净利润的年复合平均增长率不低于25%;(3)扣除非经常损益后的年平均加权ROE不低于10%;

禁售规定:高管每年减持公司股票不得超过其个人持有总数的25%。

点评:因为行权期长达6年、且须保证每年主业净利润复合增长不低于25%和加权ROE不低于10%、8.2元行权价与目前市价相差无几,看得出这是真正的管理层股权激励,也表明公司管理层对公司未来成长性的极大信心。

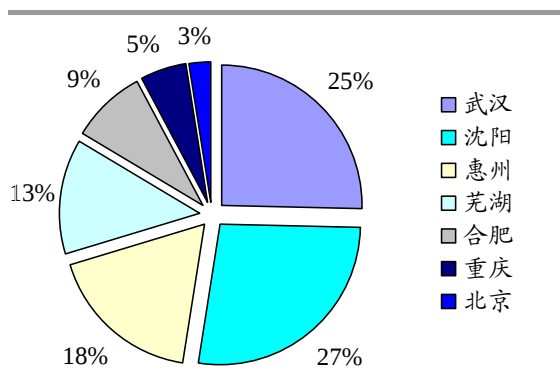
2. 二线城市房地产典型代表,项目盈利能力非常强

公司主要项目储备位于二线城市,拥有权益储备376万平方米。其中25%位于武汉、27%位于沈阳、18%位于惠州、13%位于芜湖,其他位于北京、重庆、西安、合肥。

除了武汉名流人和天地项目是大股东03年转让给上市公司之外,其余项目均是在04-06年通过收购方式获得,因此地价非常便宜,根据公司公告,预计公司整体项目

储备平均楼面地价仅为 865 元/平米。例如：总建筑面积达 113 万平米的武汉名流人和天地，据公司 03 年公告，推算该项目楼面地价大约 65 元/平米左右。

图 1：公司项目储备分布：主要位于武汉、沈阳及惠州



更为值得关注的是，在土地资源日益稀缺的行业趋势下，公司拥有盈利前景非常可观的别墅项目。一个是惠州罗浮山名流庄园，山水环境非常优美，为别墅项目（独栋），容积率仅 0.19，楼面地价 203 元/平米，预计售价在 25000 元/平米左右。另一个是合肥名流紫蓬湾项目，位于紫蓬山风景名胜区的，预计 09 年下半年开始预售，容积率仅 0.21，环境优美，楼面地价约 1450 元/平米，预计售价在万元以上。

北京丰台区六里桥的北京“名流广场”项目，两条地铁线上盖，邻近六里桥交通客运枢纽，主要以商业为主，楼面地价是公司所有项目中最贵的，也仅 2357 元/平米。预计销售均价将在 22000 元左右。六里桥交通客运枢纽同首都机场、北京站和北京西站一起成为北京三大旅客出行窗口之一，设计日客流量 27.53 万人次，省际长途日客流量为 5.88 万人次，年客流量达 1 亿人次。日发班车 1500 班次。

表 1：公司项目储备、售价、地价、预计毛利率

（单位：万平米，元/平米）

项目名称	类型	占地面积	建筑面积	未结面积	权益比例	权益面积	均价	预计毛利率	楼面地价
武汉“名流人和天地”	住宅	54.04	113.55	92.16	100%	92.16	3600	57%	65
其中：太阳园、广和园	住宅	22.24	39.39	18.00	100%	18.00	3500	56%	65
润和园、沁和园	住宅	17.42	43.29	43.29	100%	43.29	3600	57%	65
后期	住宅	14.38	30.87	30.87	100%	30.87	3700	58%	65
惠州“名流印象”	住宅	12.88	33.59	32.45	100%	32.55	4600	48%	460
惠州“名流公馆”	公寓、商办	0.37	1.85	1.85	100%	1.85	6800	41%	460
惠州罗浮山“名流庄园”	别墅	159.95	30.79	30.79	100%	30.79	25000	45%	205
其中：名流庄园一期	别墅	49.69	13.15	13.15	100%	13.15	25000	45%	205
名流庄园二期	别墅	110.26	17.64	17.64	100%	17.64	25000	45%	205
北京“名流广场”	商业	1.05	9.46	9.46	65%	6.15	22000	66%	2350
重庆“名流公馆”	住宅、商业	5.17	18.81	18.81	100%	18.81	8500	48%	2200
沈阳“名流印象”	住宅、商业	25.8	98.15	98.15	100%	98.15	6500	37%	1450
芜湖“名流印象”	住宅、商办	8.7	48.09	48.09	100%	48.09	7500	59%	1500
其中：名流印象一期	商业	2.69	16.50	16.50	100%	16.50	18000	68%	1500
名流印象二期	住宅	5.74	31.59	31.59	100%	31.59	7500	38%	1500
合肥“名流紫蓬湾”	别墅	149.4	45.50	45.50	100%	45.50	11000	43%	1500
西安“名流水晶宫”	住宅、商业	0.66	5.79	1.50	100%	1.50	4600	56%	250
二级开发合计	-	418.02	405.58	378.76	-	375.55	-	-	865

注：如果已开盘销售，均价为开盘销售均价；若尚未开盘销售，则取周边楼盘均价或预计均价。数据来源：公司公告、国泰君安销售交易总部。

3. 开发进度加快，未来一年可售面积将非常饱满

3.1. 09 年竣工面积高达 51 万平米，下半年沈阳芜湖项目开盘预售

根据年初公告中披露，09 年计划竣工 33 万平米，加上 08 年已竣工未销售的 18 万平米，两者之和高达 51 万平米。而公司 07、08 年的年销售面积分别仅为 13 万、11 万平米。因此，目前公司的可结算资源是足够多的，随着市场的全面回暖，二线城市及较为偏离市中心区域的成交量也会逐步恢复，而高达 51 万平米的竣工面积将保证公司的业绩。

目前公司在售项目为 2 个：武汉名流人和、惠州名流印象，而 09 年下半年将有沈阳、芜湖项目开盘预售。

表 2： 公司项目目前状态及预计开竣工时间

(单位： 万平米)

项目名称	类型	地理位置	占地面积	建筑面积	权益比例	状态	开工日期	竣工日期
武汉“名流人和天地”	住宅	武汉盘龙城	54.04	113.55	100%	在建	2005	2009-2014
其中： 太阳、广和园	住宅		22.24	39.39	100%	在建	2005	2006-2009
润和、沁和园	住宅		17.42	43.29	100%	在建	2006	2006-2011
后期	住宅		14.38	30.87	100%	拟建	2008	2009-2014
惠州“名流印象”	住宅	惠州惠城区	12.88	33.59	100%	在建	2007	2008-2011
惠州“名流公馆”	公寓、商办	惠州江北 CBD	0.37	1.85	100%	拟建	2009	201006
惠州罗浮山“名流庄园”	别墅	惠州罗浮山	159.95	30.79	100%	在建	2008	2010-2015
其中： 一期	别墅		49.69	13.15	100%	拟建	2008	2010-2011
二期	别墅		110.26	17.64	100%	拟建	2008	2011-2015
北京“名流广场”	商业	北京丰台区	1.05	9.46	65%	拟建	2009	201206
重庆“名流公馆”	住宅、商业	重庆渝中区	5.17	18.81	100%	在建	2008	201106
沈阳“名流印象”	住宅、商业	沈阳浑南新区	25.8	98.15	100%	拟建	2009	2010-2017
芜湖“名流印象”	住宅、商办	芜湖滨江公园	8.7	48.09	100%	在建	2008	2010-2012
其中： 一期	住宅、商办		2.69	16.5	100%	在建	2008	2010-2012
后期	住宅、商办		5.74	31.59	100%	在建	2008	2010-2012
合肥“名流紫蓬湾”	别墅	合肥紫蓬山	149.4	45.5	100%	拟建	2009	2009-2017
西安“名流水晶宫”	住宅、商业	西安北二环	0.66	5.79	100%	完工	-	200712
二级开发合计	-	-	418.02	405.58	-	-	-	-

数据来源：公司公告、国泰君安销售交易总部。

3.2. 10 年起进入销售结算高峰期，业绩进入爆发期

根据 09 年初的公告，公司 09 年的开工计划为 25 万平米，复工 72 万平米。

公司整体项目储备为 9 个，目前在售项目 2 个；至 2010 年，公司 9 个项目储备中，除北京项目可能未能预售之外，其他 8 个都将处于销售期，而其中有 7 个将达到可结算的状态，业绩大幅增长可以期待。

09 年、10 年在售的 8 个项目，根据公司公告，09 年开复工情况如下：武汉、沈阳、芜湖、重庆、惠州名流印象和名流公馆在建面积分别为 28 万、13 万、24 万、19 万、6 万、2 万平米，另有两个别墅项目惠州罗浮山、合肥紫蓬湾分别在建面积约 3 万平米。

4. 盘龙城土地一级开发 09 年贡献 EPS 0.09 元

公司在武汉千年古镇－盘龙城的经济技术开发区拥有总计 2500 亩土地的一级开发权，是 07、08 年的业绩主要贡献来源，该项土地招牌挂产生的出让收益扣除公司一级开发成本后的差价收益，公司拥有 50% 的权益。

经过前两年的出让结算，目前还剩余 300 多亩土地一级开发，预计将于 09 年结算完毕。目前该地段的出让价格约在 130 万/亩，根据武汉当地拆迁补偿标准和一级开发成本，预计公司进行一级开发的成本大约在 20－22 万/亩，按目前地价和返还的 50% 权益估算，公司将得到约 54 万/亩的毛利润，约贡献 1.2 亿净利润，折合 EPS 0.09 元。

盘龙城建城始于商朝，其经济开发区位于武汉市北郊，外环线与中环线之间，南距汉口火车站 6 公里、武汉港 15 公里，东距阳逻深水港 20 公里，西距天河国际机场 3 公里。盘龙城经济技术开发区地处阳逻深水港、汉口火车站、天河机场“黄金三角”之中。天兴洲大桥建成通车后走中环过武湖到青山新火车站只有 20 分钟车程。

表 3: 盘龙城其他住宅地块近期出让土地的成交价格

(单位: 万平方米, 万元, 元/平米)

成交日期	宗地位置	土地面积	建筑面积	成交价格	每亩地价	楼面地价
2009-4-29	武汉市盘龙城经济开发区	12.8929	38.6788	17490	90.44	452.19
2008-12-26	武汉市盘龙城经济开发区	0.8259	2.0648	1263	101.95	611.68
2008-7-24	武汉市盘龙城经济开发区	7.609	13.6963	8511	74.57	621.41
2008-7-24	武汉市盘龙城经济开发区	7.2625	13.0725	8091	74.27	618.93
2008-7-24	武汉市盘龙城经济开发区	1.2337	2.4675	1391	75.17	563.73
合计/平均		29.82	69.98	35355	83.28	573.59

注: 虽然同属于一个区, 但是位置不同, 预计公司剩余土地出让价将在 130 万/亩左右。数据来源: 武汉国土资源网站、国泰君安销售交易总部。

5. 参与建筑行业: 控股中工建设, 完善产业链

公司于 2007 年 3 月收购中工建设 90% 的股权, 进入了房地产行业产业链的建筑施工环节, 有利于提高项目综合利润率, 增强了公司竞争优势。而开发商将其产业链向上游建筑建材、下游装饰装修延伸, 将是房地产行业未来的一大发展趋势, 其背景在于行业发展深化、政策调控挤压开发利润和开发商加强开源节流的努力。

从往年建筑施工行业上市公司的盈利能力看, 销售净利率平均在 4% 左右。中工建设参与名流置业的项目施工, 有稳定的业务量保证。09 年公司计划复工面积在 72 万平方米, 假设未来名流置业年均竣工面积在 40－50 万平方米之间, 对应的建筑施工的收入约在 5 个亿左右, 由于目前部分项目如重庆名流公馆, 所需的技术较高, 中工建设尚不能全部承接, 保守假设未来公司将有 80% 的在建项目由中工建设承建, 按照 4% 的销售净利率, 可实现净利润约 1600 万。

但目前情况来看, 中工建设已经参与武汉、沈阳项目的施工建设, 但其他在建项目还尚未参与, 对于业绩的贡献较小。但随着中工建设对公司项目参与程度的加深, 业绩有望大幅突破。

6. 财务杠杆提高空间大, 具备进行项目扩张的资金条件

08 年 12 月, 公司发行 18 亿公司债的申请获得中国证监会发审委通过, 目前尚未拿到

批文。目前公司账面有 12.7 亿的现金，公司债发行后，将有至少 30 亿的现金，在资金方面将非常充裕。而资产负债率仅 24%，净负债为负值，具有很强的财务扩张能力。

表 4： 由于地价非常低，公司毛利率高

项目	2005A	2006A	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
主营业务收入增长率	17.56%	9.00%	104.81%	-19.99%	76.52%	-81.04%
净利润增长率	17.82%	35.09%	150.16%	6.60%	100.11%	-82.29%
经常性净利润增长率	16.17%	30.76%	160.09%	-0.26%	99.78%	-84.12%
毛利率	38.64%	41.13%	42.97%	52.67%	50.25%	60.43%
ROE	16.22%	10.19%	20.54%	6.73%	3.09%	0.53%
三项费用率	6.74%	6.57%	4.74%	7.62%	5.28%	18.82%
净利率	15.18%	18.82%	22.98%	30.62%	28.91%	26.99%
存货周转率	0.50	0.43	0.43	0.13	0.12	0.01

数据来源：公司公告，国泰君安证券销售交易总部。

表 5： 公司资金压力很小，具有较强的财务扩张能力 (单位：百万元)

项目	2005A	2006A	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
现金	140.77	363.88	57.53	1,045.66	2,433.29	1,274.94
每股经营性净现金流	0.55	-0.45	0.25	-0.83	-0.55	0.16
预售房款	75.55	46.35	193.5	15.16	152.81	16.68
银行借款	179	207.41	275.99	590.48	305.3	627.9
银行借款/负债	34.50%	49.48%	26.49%	38.61%	36.16%	42.85%
速动比率	0.31	1.17	0.11	1.66	3.80	1.64
资产负债率	48.26%	26.44%	41.78%	24.60%	15.61%	23.72%
真实资产负债率	41.23%	23.51%	34.02%	24.36%	12.78%	23.45%
净负债率	7.09%	-13.49%	15.17%	-9.72%	-46.75%	-13.74%

数据来源：公司公告，国泰君安证券销售交易总部。

7. 持有华远地产 5.19% 股权，可贡献净利润 4.2 亿元

公司第一大股东为名流投资，持股 15.58%。实际控制人是刘明道先生。大股东名流投资还参控股材料、设备公司等公司，持有幸福实业 19.18% 的股权。

华远地产借壳幸福实业，为避免同业竞争，大股东名流投资将幸福实业的 6000 万股以及华远其他 5 位股东将 2200 万股幸福实业转让给名流置业，合计 1.25 亿元。华远地产借壳幸福实业，按比例缩股后，名流置业合计持有华远地产 4600 万股，占比 5.91%，每股成本 2.7 元，目前华远股价为 15 元，持有股份目前市值 6.95 亿元，可贡献净利润 4.2 亿元，折合 EPS 0.31 元。

8. 业绩预测：09、10、11 年 EPS 预测 0.33、0.57、0.85 元

二级开发业务：09 年主要的结算项目为武汉名流人和天地及惠州名流印象。10 年大量项目开始进入结算，业绩主要来自于武汉名流人和天地、惠州名流印象、沈阳名流印象、芜湖名流印象、合肥名流紫蓬湾。11 年，公司基本所有项目均将进入结算期。预计二级开发业务 09 年、10 年、11 年结算面积分别为 25 万、34 万、44 万平米，EPS 分别为 0.24、0.57、0.85 元。

一级开发业务：武汉盘龙城一级开发还剩约 350 亩，假设 09 年全部结算，以 125 万/亩的出让地价计算，根据公告，出让收益扣除公司一级开发成本后的差价收益，公司拥有 50% 的权益，可贡献 1.2 亿净利润，折合 09 年 EPS 0.09 元。

华远地产股权：假设 09 年、10 年、11 年均不考虑减持华远股份对业绩的贡献。

不考虑中工建设建筑业务利润贡献和华远地产股权收益，同时，假设 10 年房价上涨 3-5% 增厚 11 年业绩，10 年结算项目房价等同于项目前期均价，预计 09 年、10 年、11 年公司 EPS 分别为 0.33 元、0.57 元、0.85 元。

表 6：09-11 年公司房地产二级开发主要盈利项目收入预测 （单位：万平方米，百万元）

项目名称	产品类型	09 年			10 年			11 年		
		面积	房价	收入	面积	房价	收入	面积	房价	收入
武汉名流人和-太阳、广和园	住宅	9.50	3500	332.50	8.90	3500	311.5			
武汉名流人和-润和、沁和园	住宅	6.13	3600	220.50	5.73	3600	206.24	14.29	3780	540.13
惠州“名流印象”	住宅	8.28	4600	380.88	6.98	4600	321.08	7.00	4830	338.10
惠州“名流公馆”	公寓、商办				1.20	6800	81.60			
惠州罗浮山“名流庄园”	别墅							1.20	25750	309.00
重庆“名流公馆”	住宅、商业							8.50	8925	758.63
沈阳“名流印象”	住宅、商业				5.26	6500	341.80	5.81	6825	396.24
芜湖“名流印象”	住宅、商业				5.8	18000	1044	6	18900	1134.00
合肥“名流紫蓬湾”	别墅							1.20	11550	138.60
西安“名流水晶宫”	住宅、商业	1.50	4600	69.00						
武汉盘龙城一级开发	一级开发	350.00	130	455.00						
Total	-	25.41	-	1457.88	33.87	6809	2306.21	43.99	8216	3614.70

注：一级开发的单位为亩。

数据来源：公司公告、国泰君安销售交易总部预测。

9. 维持增持评级，目标价 13.5 元

在项目前期平均房价下，保守预测公司 RNAV 为 10.37 元，其中华远股权增厚 RNAV 0.31 元。相对目前的股价 8.92 元折价 14%。而行业内一二线主流开发类地产公司，平均溢价在 35% 左右。公司 10.06 元地产 RNAV 溢价 35% 对应主业目标价 13.58 元，加上 0.31 元华远地产股权，目标价 13.89 元。

09 年、10 年、11 年 EPS 分别为 0.33 元、0.57 元、0.85 元，目前一二线主流开发类公司 22--25 倍 10 年动态 PE 估值，考虑到本文开篇提到的 6 大看点，10 年 23 倍动态 PE 对应目标价 13.11 元。

综合 RNAV 及 EPS 估值，目标价 13.5 元，维持公司增持评级并重点推荐。

附表：公司损益表及其预测

(单位：百万元)

年份	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	576.49	628.35	1286.95	1029.69	1457.88	2306.21	3614.70
营业收入	576.49	628.35	1286.95	1029.69	1457.88	2306.21	3614.70
利息收入							
已赚保费							
手续费及佣金收入							
二、营业总成本	434.71	459.19	836.92	636.37	701.68	1288.46	2087.80
营业成本	353.71	369.93	733.98	487.37	546.14	927.71	1520.86
利息支出							
手续费及佣金支出							
分保费用							
营业税金及附加	42.13	46.91	40.78	69.15	72.05	219.09	343.40
销售费用	14.33	8.67	11.86	16.64	18.50	33.26	49.00
管理费用	11.56	19.26	36.57	62.40	58.32	103.78	162.66
财务费用	12.97	13.35	12.51	-0.59	6.67	4.61	11.88
资产减值损失	0.00	1.08	1.23	1.39	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.18	7.14	0.14	25.30	0.00	0.00	0.00
营业利润差额(合计平衡项目)	0.36						
四、营业利润	140.97	176.30	450.17	418.61	756.20	1017.75	1526.89
加：营业外收入	2.01	0.05	0.10	1.47	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.37	0.93	1.49	0.86	0.00	0.00	0.00
利润总额差额(合计平衡项目)							
五、利润总额	142.62	175.42	448.78	419.22	756.20	1017.75	1526.89
减：所得税	47.86	55.46	153.14	104.00	189.05	254.44	381.72
加：未确认的投资损失							
加：净利润差额(特殊报表科目)							
净利润差额(合计平衡项目)							
六、净利润	94.75	119.96	295.63	315.22	567.15	763.31	1145.17
减：少数股东损益	7.23	1.73	-0.13	-0.04	123.23	-0.23	-0.27
归属于母公司所有者的净利润	87.52	118.23	295.76	315.27	443.93	763.55	1145.43
总股本	245.03	382.64	765.27	1347.15	1347.15	1347.15	1347.15
EPS	0.36	0.31	0.39	0.23	0.33	0.57	0.85
收入增长率	17.56%	9.00%	104.81%	-19.99%	41.58%	58.19%	56.74%
净利润增长率	17.82%	35.09%	150.16%	6.60%	40.81%	72.00%	50.01%
毛利率	38.64%	41.13%	42.97%	52.67%	62.54%	59.77%	57.93%
三项费用率	6.74%	6.57%	4.74%	7.62%	5.73%	6.14%	6.18%
净利率	15.18%	18.82%	22.98%	30.62%	30.45%	33.11%	31.69%

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, 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“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科: 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。

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销售交易总部, 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。

国泰君安证券销售交易总部

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
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

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: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com