

名流置业(000667)

未来新增可售面积非常饱满，项目毛利率高

2009 年中报点评

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，相对估值低，未来业绩成长性好。

投资要点：

- 中期实现 EPS 0.05 元。实现营业收入 2.34 亿元，净利润 0.68 亿元，经常性净利润 0.61 亿元，分别同比下降 70%、72%、75%。业绩同比下降主要是因为土地一级开发收入同比大幅减少，同时二三线城市成交量复苏较慢，且目前只有两个武汉、惠州两个项目在售。
- 开发计划保持不变，至 09 年底将实现可销售面积 71 万平米。下半年计划新开工、竣工面积分别为 8.4、22 万平米，09 年上半年实现新开工、复工竣工、销售面积 17、72、10、1.6 万平米。
- 18 亿公司债已获发审委通过，资金充裕，财务杠杆提升空间大。发行后账面将有约 30 亿现金。目前资产负债率仅 27%，净负债率为负。
- 上半年新增 17 万平米项目储备，分别为收购北京西二环西豪逸景商业现房（2.78 万平米）及投标沈阳浑南项目，前者收购价 13500 元，后者楼面地价 1500 元。前者有望 09 年贡献净利润，增加 09 年业绩保证。
- 现有 396 万平米项目储备，权益建面 392 万平米，地价成本非常低，盈利前好。项目平均楼面地价约 865 元，按目前或周边楼盘平均售价 10300 元。其中包括 2 个高档别墅项目及北京商业地产项目。
- 未来 1 年内可售面积饱满，充分受益于二三线房价上涨，业绩弹性大。如果公司项目在前中期均价基础上上涨 5--15%，结算面积不变，则公司 10 年 EPS 有望从前中期均价对应的 0.57 元提高到 0.63 元--0.74 元。
- 公司目前估值仍具有明显优势。目前一二线主流公司 PB 5 倍，而名流 PB 2.5 倍；而行业 RNAV 平均溢价近 30%，而名流折价 10%。
- 公司推行真正的股权激励计划，期限长、激励条件严格。长达 6 年、行权价 8.2 元，其中业绩激励条件是 6 年平均复合增长率 25%。
- 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。
- 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（尚未考虑北京和沈阳新增土地）。维持目标价 13.5 元，维持增持并继续重点推荐。

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	22.64	37.39	26.55	15.44	10.29
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：¥8.50
当前价格：¥8.97
2009.08.12

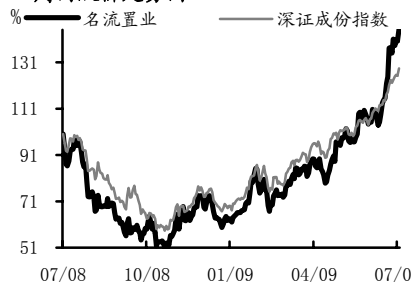
交易数据

52 周内股价区间（元）	2.84 ~ 10.09
总市值（百万元）	12,192
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）	21.7
日均成交值（百万元）	111.5

资产负债表摘要（03/09）

股东权益（百万元）	4723.21
每股净资产	3.51
市净率	2.50
资产负债率	27.21%

52 周内股价走势图



相关报告

公司更新报告《名流置业：低地价、超低估值、充分受益于二线城市房价上涨》，2009.7.27
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
《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，2008.1-2009.8
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

表 1: 由于地价非常低, 公司毛利率高

项目	2006A	2007A	2008A	2008Q2	2009Q2
主营业务收入增长率	9.0%	104.8%	-20.0%	41.9%	-69.9%
净利润增长率	35.1%	150.2%	6.6%	88.5%	-71.9%
经常性净利润增长率	30.8%	160.1%	-0.3%	88.2%	-74.6%
毛利率	41.1%	43.0%	52.7%	55.8%	59.3%
ROE	10.2%	20.5%	6.7%	5.2%	1.4%
三项费用率	6.6%	4.7%	7.6%	6.9%	15.7%
净利率	18.8%	23.0%	30.6%	31.0%	28.9%
存货周转率	0.43	0.43	0.13	0.10	0.02

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券销售交易总部, 下同。

表 2: 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	2006A	2007A	2008A	2008Q2	2009Q2
现金	363.9	57.5	1045.7	1430.8	1067.4
每股经营性净现金流	-0.45	0.25	-0.83	1.06	0.79
预售房款	46.4	193.5	15.2	33.5	32.2
银行借款	207	276	590	581	865
银行借款/负债	49.5%	26.5%	38.6%	35.5%	49.0%
速动比率	1.17	0.11	1.66	2.35	1.16
资产负债率	26.4%	41.8%	24.6%	26.1%	27.2%
真实资产负债率	23.5%	34.0%	24.4%	25.6%	26.7%
净负债率	-13.5%	15.2%	-9.7%	-18.4%	-4.3%

表 3: 公司项目储备、售价、地价、预计毛利率 (单位: 万平方米, 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
北京西豪逸景商业现房	商铺	---	2.79	2.79	100%	2.79	22000	38%	---
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
沈阳浑南新区地块	住宅、商业	7.07	14.13	14.13	100%	14.13	5000	36%	1505
二级开发合计	-	425.09	422.37	395.55	99%	392.34	-	-	890

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。

业绩预测假设：

(1) 09 年主要的结算项目为武汉名流人和天地、惠州名流印象和北京西豪逸景商业现房。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 万平方米，EPS 分别为 0.24、0.57、0.85 元。

(2) 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。

(3) 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。

(4) 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 4：09-11 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
北京西豪逸景商业现房	商铺	2.79	22000	613.8						
武汉名流人和-太阳、广和园	住宅	5.00	3500	175.00	8.90	3500	311.5			
武汉名流人和-润和、沁和园	住宅	4.00	3600	144.00	5.73	3600	206.24	14.29	3780	540.13
惠州“名流印象”	住宅	5.00	4600	230.00	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	-	18.29	-	1686.8	33.87	6809	2306.21	43.99	8216	3614.70

注：一级开发的单位为亩。此次报告相比 7 月 27 日公司报告《名流置业：低地价、超低估值、充分受益于二线城市房价上涨》中 09 年业绩结算项目有调整，考虑了北京西二环西豪逸景商业现房的利润贡献。

数据来源：公司公告、国泰君安销售交易总部预测。

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.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com