

业绩要看 2010 年

名流置业 (000667)

评级: 增持 (首次)

股价: 9.05 元

目标价位: 10.40 元

调研简报

2009 年 11 月 12 日 星期五

桂长元

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

房地产行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	10.4 元
升值潜力 (%)	15
目标价确定日期:	2009-11-13

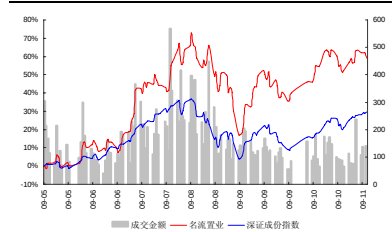
重要数据

总股本 (亿股)	13.5
流通股本 (亿股)	13.5
总市值 (亿元)	121.9
流通市值 (亿元)	121.9

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	9.0	-0.6
3 个月	2.8	0.9
6 个月	59.2	38.1

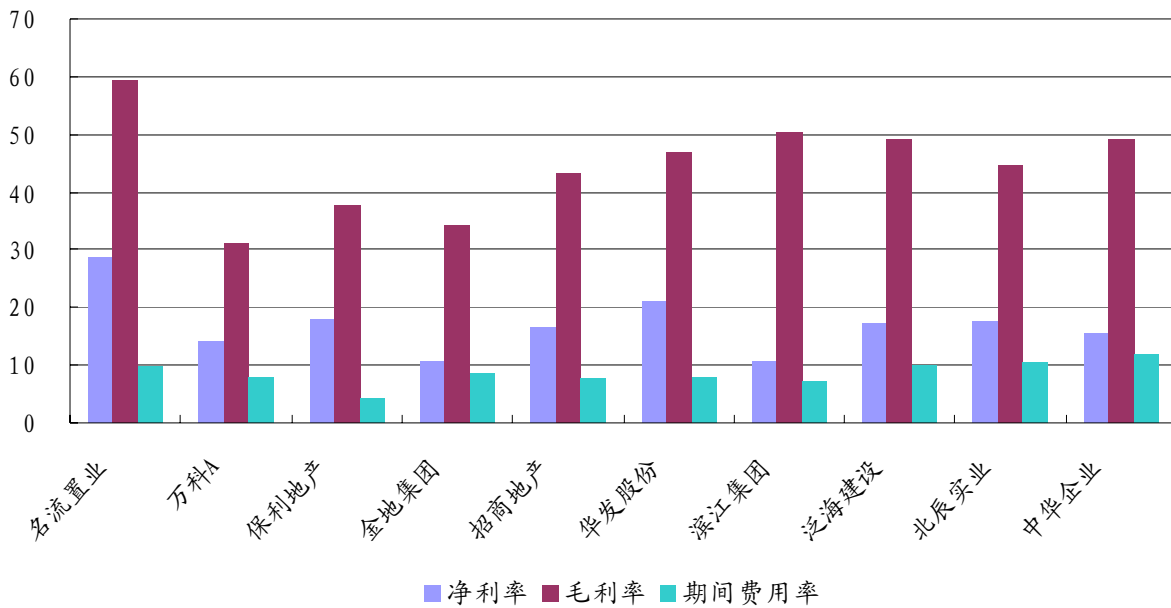
最近 6 个月相对深证成指走势



投资要点

- 公司属全国二线龙头开发企业, 具有卓越的融资能力, 市场竞争力位居前列。目前, 我国房地产市场正逐渐走向成熟, 竞争模式也出现了转变, 着重体现在融资渠道及融资成本、项目拓展、营销手段创新等多个环节, 公司凭着优秀的管理能力和盈利能力在市场竞争中脱颖而出, 已获得资本市场广泛认可, 具有卓越的融资能力。名流置业作为一家上市房地产开发企业, 具有领先的行业地位。
- 公司成本控制良好, 盈利能力出类拔萃。房地产业由于市场的高度竞争以及瞬息万变的商机, 对管理能力的要求就显得非常高。管理层不仅要有长远的发展眼光, 优秀的经营模式, 还需要严格的成本控制能力。名流置业作为一家优秀的民营房地产企业, 公司管理层对成本控制良好, 09 半年报显示期间费用率 9.8%, 销售毛利率 59.3%, 净利率 28.8%, 盈利能力超过许多一线地产蓝筹。
- 公司土地储备权益总建面 372 万平米, 加权楼面地价 940 元/平米, 具有领先的成本优势。公司一直奉行稳健和多元化的拿地策略。土地储备全部集中于一、二线中心城市, 具有良好的投资潜力和较高的预期收益率。在土地成本方面, 公司通过股权收购等多元化的方式积累了不少低成本的土地储备, 保证了未来几年公司业务发展的可持续性和盈利能力。目前, 公司土地储备总量为 372 万平方米, 数量较为充裕, 而楼面地价平均为 940 元/平方米, 低于许多行业内竞争对手, 具有显著的优势。
- 18 亿元公司债成功发行, 债务结构进一步改善, 为年均 ROE 达到 10% 以上创造条件。公司现有货币资金 7.6 亿元, 现金流压力较小。公司三季报显示, 资产负债率 26%, 净负债率仅 1%, 公司负债率太低, 财务杠杆太低不利于提高 ROE。09 年 11 月 18 亿元公司债成功发行后, 资产负债率、净负债率分别上升到 42%、38%, 公司长期负债比例增加, 短期资金压力减少, 公司债务结构得到改善, 为年平均 ROE 达到 10% 创造条件。
- 盘龙城一级开发接近尾声, 09 年可产生收入 2.3 亿元。公司有一个位于武汉盘龙城的一级土地开发项目, 今年盈利贡献宣告结束, 收入约 2.3 亿元, 毛利率 65%。我们预计 09 年公司一级开发业务收入占比将由 08 年的 75% 下降到 20%, 而 2010 年起, 公司业绩将全部来自住宅二级开发。
- 首次给予公司“增持”投资评级。考虑到北京西豪逸景商铺 09 年可以产生 1.3 亿元净收入, 我们预计公司 09/10/11 年主营业务收入分别为 11.5 亿元、18.7 亿元、26.5 亿元, 按目前 13.5 亿总股本计算, 可分别贡献 EPS0.24 元、0.36 元和 0.48 元, 同比增幅分别为 0.9%、47.8%、34.1%。绝对估值方面, 根据假设开发法和市场比较法, 公司 RNAV7.73 元。首次给予公司“增持”评级。

图 1：公司盈利能力出类拔萃



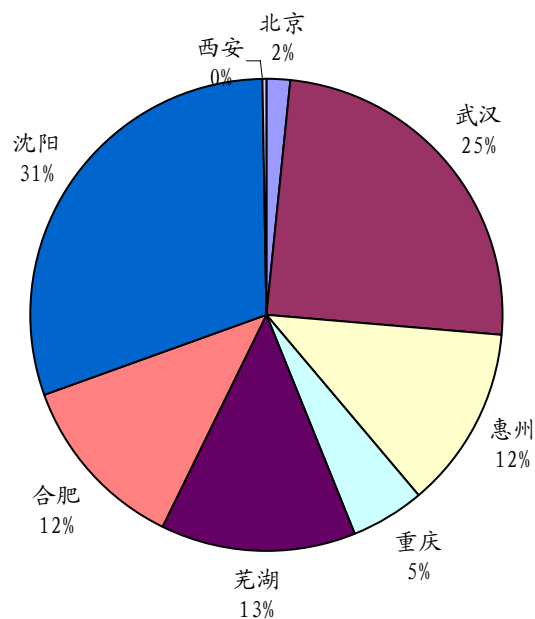
数据来源：WIND 资讯

表 1：公司 RNAV 估值表

地块/楼盘名称	地理位置	股权比例	开工时间	竣工时间	土地用途	占地面积 (万平方米)	未结算权益建 面 (万平方米)	楼面地价 (元 /平方米)	预计销售均价 (元/平方米)	权益净现值 (万元)
北京名流广场	北京市丰台区六里桥立交西南侧	65%	2010年3月	2012年6月	写字楼、公寓	1.1	6.2	3433	20000	25,087
武汉名流人和天地	武汉市黄浦区盘龙城经济开发区	100%	2005年3月	2009-2014年	住宅类	54.0	92.1	75	3300	46,063
惠州名流印象	惠州市西南角，紧邻惠深高速公路，麦地南路与鹅岭南路之间	100%	2007年8月	2008年12月-2011年12月	住宅类	12.9	31.2	469	4500	30,988
惠州名流公馆	惠州市江北16号小区	100%	2009年	2010年6月	商住	0.4	1.9	380	6500	3,463
惠州罗浮山名流庄园一期	惠州市博罗县湖镇镇显岗村	100%	2008年12月	2010年-2015年	别墅	49.7	13.2	234	25000	160,491
重庆名流公馆	重庆市渝中区下曾家岩片区	100%	2008年10月	2011年6月	住宅类	5.2	18.8	2159	7500	20,508
沈阳名流印象	沈阳市浑河南岸的浑南新区	100%	2009年3月	2010-2017年	住宅类	25.8	98.2	1781	6500	92,928
沈阳B25地块	沈阳市浑河南岸的浑南新区	100%	2010年3月	2010-2011年	住宅类	7.1	14.1	1504	8000	27,216
芜湖名流印象	芜湖市中心城区，北临北京西路，东临吉和南路，西、南两侧临石头路	100%	2008年11月	2010-2012年	公寓、商业、写字楼	8.7	50.0	1123	7000	72,924
合肥名流紫莲湾一期	合肥市西南部紫蓬山风景名胜区内	100%	2009年	2009年12月-2017年	普通住宅、别墅	200.1	45.4	1077	6500	86,592
西安名流水晶宫	西安市北二环	100%		2007年12月	住宅、商业	0.7	1.5	237	4800	1,959
合计							372			568,220
09半年报账面净资产 (万元)										472,509
总股本 (万股)										134,715
每股净资产值 (元)										7.73

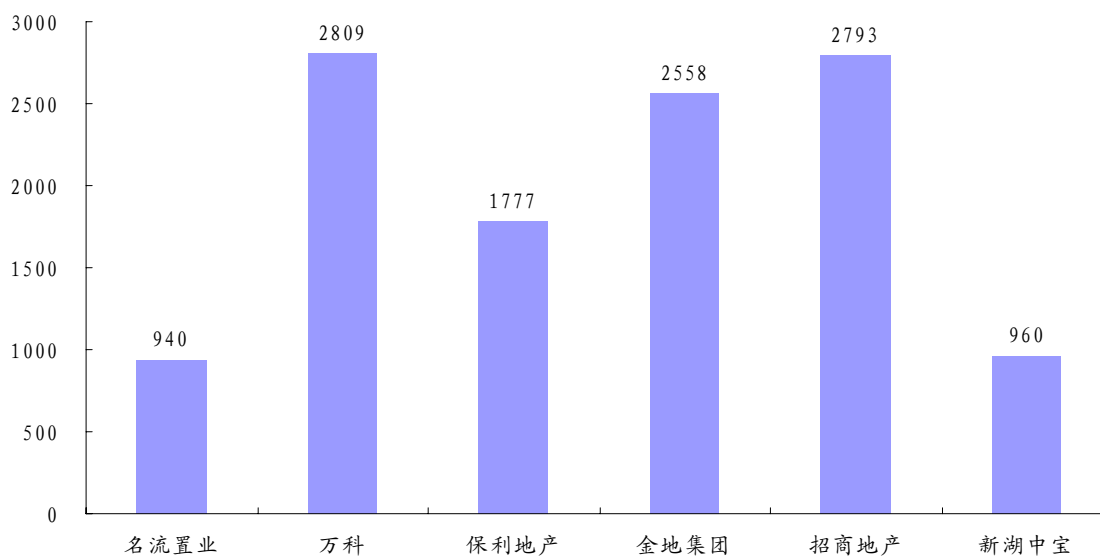
数据来源：公司资料 (注：wacc=10.97%)

图 2：公司土地储备地域分布



数据来源：公司资料

图 3：主要房地产公司土地储备的楼面地价（元/平方米）



数据来源：WIND 资讯

表 2：公司项目结算预测：

地块/楼盘名称	股权比例	未结算权益建 面（万平米）	预计销售均价 （元/平米）	09结算面积 （万平米）	09结算金额 （万元）	10结算面积 （万平米）	10结算金额 （万元）	11结算面积 （万平米）	10结算金额 （万元）
北京名流广场	65%	6.2	20000						
武汉名流人和天地	100%	92.1	3300	13.5	44550	12	39600	11	36300
惠州名流印象	100%	31.2	4500	5.5	24750			6	27000
惠州名流公馆	100%	1.9	6500			1.9	12350		
惠州罗浮山名流庄 园一期	100%	13.2	25000			1.5	37500	2	50000
重庆名流公馆	100%	18.8	7500					4.5	33750
沈阳名流印象	100%	98.2	6500			3	19500	3.5	22750
沈阳B25地块	100%	14.1	8000			3	24000	3	24000
芜湖名流印象	100%	50.0	7000			5	35000	6	42000
合肥名流紫蓬湾一 期	100%	45.4	6500	0.38	2470	3	19500	4.5	29250
西安名流水晶宫	100%	1.5	4800	1.5	7200				
合计				20.88	78970	29.4	187450	40.5	265050

表 3: 公司利润预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	628.4	1287.0	1029.7	1152.7	1874.5	2650.5
二、营业总成本	459.2	836.9	636.4	729.5	1244.5	1803.7
营业成本	369.9	734.0	487.4	541.8	933.5	1378.3
营业税金及附加	46.9	40.8	69.2	74.9	123.7	177.6
销售费用	8.7	11.9	16.6	27.7	46.9	61.0
管理费用	19.3	36.6	62.4	80.7	135.0	182.9
财务费用	13.4	12.5	(0.6)	1.0	1.5	2.0
资产减值损失	1.1	1.2	1.4	3.5	4.0	2.0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益						
投资净收益	7.1	0.1	25.3	12.3	13.0	15.0
其中: 对联营企业和合						
营企业的投资收益			25.3	12.3	13.0	15.0
四、营业利润	176.3	450.2	418.6	435.5	643.0	861.8
加: 营业外收入	0.1	0.1	1.5	1.0	1.2	1.3
减: 营业外支出	0.9	1.5	0.9	1.6	1.4	1.3
其中: 非流动资产处置						
净损失	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	175.4	448.8	419.2	434.9	642.8	861.8
减: 所得税	55.5	153.1	104.0	108.7	160.7	215.5
六、净利润	120.0	295.6	315.2	326.1	482.1	646.4
减: 少数股东损益	1.7	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
归属于母公司所有者的净						
利润	118.2	295.8	315.3	326.2	482.1	646.4
七、总股本(百万股)	383	765	1347	1347	1347	1347
八、基本每股收益(元)	0.2	0.39	0.24	0.24	0.36	0.48

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 3 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、栖霞建设等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122