

“股权激励”助推公司高速成长

——名流置业（000667）调研报告

2009年12月底，我们对公司进行了走访调研，情况如下：

要点：

- **合理股价 11.2 元，尚有 40% 的空间，首次给予“推荐”评级。**预计公司 2009-2011 年营业收入分别为 7.91 亿元、32.16 亿元、45.76 亿元，净利润分别为 2.54 亿元、7.55 亿元、11.2 亿元，EPS 分别为 0.19 元、0.56 元、0.83 元，每股 RNAV 为 8.77 元。给与公司 2010 年 20 倍 PE 的估值，合理股价为 11.2 元，相对每股 RANV 溢价 30% 左右（在合理范围内），公司最新股价为 7.95 元，距离合理股价尚有约 40% 的空间，考虑到地产行业在中期内仍然承受政策压力，首次给予“推荐”评级。
- **土地储备、开发资金、业绩释放动力，一个都不少，正面临业绩爆发。**
- **土地储备：**公司目前拥有未结算面积约 495 万平米，其中权益面积约 490 万平米，平均楼面地价约 1200 元/平米，土地规模较大而地价低廉。
- **开发资金：**资产负债率仅 25%，举债空间巨大且现金充足。08 年初，公司增发融资 30 亿元，09 年 11 月，又发行债券 18 亿元，使公司目前的账面资金达到了近 30 亿元的规模，09 年 3 季度的资产负债率仅 25%，充足的资金和很低的资产负债率使公司有能力加快开发速度，将土地储备大规模的变现为利润。公司财务杠杆空间还很大，3 季度末总资产为 64.6 亿元，净资产 48 亿元，若资产负债率提高到 60%，举债空间为 55.4 亿元，扣除 11 月发债的 18 亿元，还有 37.4 亿元的举债空间。
- **业绩释放动力：股权激励“合理而有效”。**2009 年 12 月通过的股权激励方案使公司未来几年的高速增长具备很强的持续性，股票期权的行权条件是 2010-2014 年期间年复合增长率不低于 25%（2008 年是基数年）。因此，从 2010 年开始，公司将步入业绩释放期，而从公司中长期发展的角度来看，经营管理也将明显改善，目前正处于向上的“拐点”期。
- **政策提前出手，全年可能“前紧后松”。**2009 年 12 月 9 日，国务院取消了二手房“营业税减免优惠政策”，随后政策出台密度超出了市场预期，并一直延续至今。目前来看，这些政策已经对市场产生了一定影响，市场观望情绪开始出现，销量在春节前后明显回落。但 2010 年宏观经济“保增长”的目标没有发生改变，房地产只可以“稳定”而不能“萧条”，这使得调控政策在全年可能呈现“前紧后松”的状态。
- **刺激因素逐步显现，阶段性机会即将来临。**即将进入 3、4 月份，地产股面临的刺激因素即将逐步显现：（1）2009 年年报业绩靓丽；（2）销量在春节后逐步回升；（3）政府两会开完，政策颁布暂告一段落，利空因素减少；（4）地产股增发被“暂停”的时间已经很长，两会后将会重新开闸；（5）股价调整风险基本释放，阶段性估值底部探明。这将使地产股面临阶段性机会，而目前正是布局确定性优势个股的时候。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

分析师

黄清林：

☎(86-755) 83515512

✉ huangql@cgs.com

刘 昆：

☎(86-755) 83516214

✉ liuk@cgs.com

万 知：

☎(86-10) 88366060 - 8780

✉ wanz@cgs.com

投资评级：推荐（首次）

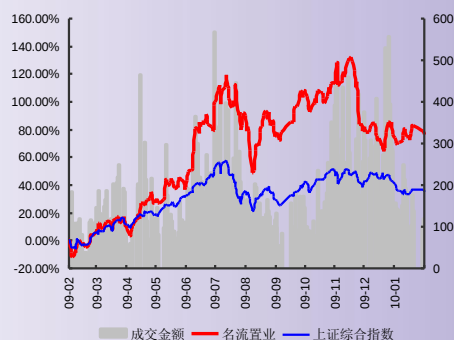
公司数据（09 年 3 季报） 最新股价：7.95 元

公司总股本	134,715 万股
已流通 A 股	134,715 万股
十大流通股股东持股比例	51.61%
ROE	2.98%
每股净资产	3.56 元
资产负债率	25.73%
基本每股收益	0.11 元

公司盈利预测

	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	79,108	321,554	457,592
(+/- %)	-23.2%	306.5%	42.3%
净利润（万元）	25,370	75,516	112,044
(+/- %)	-19.5%	197.7%	48.4%
EPS(元)（增发后）	0.19	0.56	0.83
PE(倍)	42	14	9.6

股价表现



相关报告



目 录

一、投资建议：首次给予“推荐”评级	3
1.1 合理股价：11.2 元，尚有 40%的空间	3
1.2 投资亮点	3
1.2.1 开、竣工提速，公司步入业绩释放期	3
1.2.2 “股权激励计划”——公司高速稳定增长的助推器	4
二、公司盈利预测与估值	4
2.1 公司盈利预测	4
2.1.1 房地产结算收入预测	4
2.1.2 公司营业收入及业绩预测	5
2.2 RNAV 估值：每股 8.77 元	6
三、公司要点分析	7
3.1 股权较为分散，管理层持股意义重大	7
3.2 资产负债率仅 25%，举债空间巨大且现金充足	8
3.3 拿地手段灵活，土地成本低廉	9
3.4 重点项目分析	9
3.4.1 项目主要位于二、三线城市，房价压力相对较小	9
3.4.2 部分项目具体情况	9
四、地产股投资策略	12
4.1 政策提前出手，全年可能“前紧后松”	12
4.2 刺激因素逐步显现，阶段性机会即将来临	13
五、风险提示	14



一、投资建议：首次给予“推荐”评级

1.1 合理股价：11.2 元，尚有 40%的空间

业绩面临爆发性增长。预计公司 2009-2011 年营业收入分别为 7.91 亿元、32.16 亿元、45.76 亿元，净利润分别为 2.54 亿元、7.55 亿元、11.2 亿元，EPS 分别为 0.19 元、0.56 元、0.83 元，每股 RNAV 为 8.8 元。

土地储备、开发资金、业绩释放动力，一个都不少。公司目前拥有未结算面积约 495 万平方米，其中权益面积约 490 万平方米，平均楼面地价约 1200 元/平米，土地规模较大而地价低廉。2008 年初，公司增发融资 30 亿元，2009 年 11 月，又发行债券 18 亿元，使公司目前的账面资金达到了近 30 亿元的规模，09 年 3 季度的资产负债率仅 25%，充足的资金和很低的资产负债率使公司有能力加快开发速度，将土地储备大规模的变现为利润。而 2009 年 12 月通过的股权激励方案使公司未来几年的高速增长具备很强的持续性，股票期权的行权条件是 2010-2014 年期间年复合增长率不低于 25%（2008 年是基数年）。因此，从 2010 年开始，公司将步入业绩释放期，而从公司中长期发展的角度来看，经营管理也将明显改善，目前正处于向上的“拐点”期。

合理股价 11.2 元，“推荐”评级。若给与公司 2010 年 20 倍 PE 的估值，则合理股价为 11.2 元，相对每股 RNAV 溢价 30%左右（在合理范围内），公司最新股价为 7.95 元，距离合理股价尚有约 40%的空间，考虑到地产行业在中期内仍然承受政策压力，首次给予“推荐”评级。

1.2 投资亮点

1.2.1 开、竣工提速，公司步入业绩释放期

2007 年，是公司致力土地储备、积蓄实力的一年。

2008 年，是公司将土地储备大规模转变为效益的起始年，公司在年初成功募集资金 30 亿元，并计划新开工 130 万平米，50 万平米达到预售条件，竣工面积 40 万平米；然而 08 年的市场调整使公司不得不放慢发展步伐，调低了原有开发计划，实际竣工面积 12 万平米，结算面积 11.26 万平米。

2009 年，公司再一次开始发力，并为今后几年发展打下了坚实基础。公司计划新开工面积 25.4 万平米，复工面积 71.4 万平米，开、复工合计 97.34 万平米；计划竣工面积 32.5 万平米，由于部分项目销售及竣工验收进度问题，预计公司 2009 年结算面积约 15 万平米，加上 08 年竣工而未结算的面积，有近 30 万平米的“准现房”将在 2010 年贡献业绩。同时，为了加快公司开发进度，公司在 09 年 11 月通过发行债券成功募资 18 亿元，为加快开发速度备下了充足弹药。

预计公司 2010、2011 年结算面积分别有望达到 53 万平米、59 万平米，相比 2009 年的 15 万平米，未来两年有望大幅增长，公司将从 2010 年开始步入业绩释放期。预计公司 2010、2011 年房地产分别贡献收入 32 亿元、45.6 亿元，实现营业收入 32.16 亿元、45.76 亿元，每股收益分别为 0.56 元、0.83 元；而 2009 年，预计营业收入为 7.91 亿元，



每股收益为 0.19 元，公司爆发性增长在即。

1.2.2 “股权激励计划”——公司高速稳定增长的助推器

2009 年 7 月 18 日，公司公告了股权激励计划草案，12 月 11 日，激励方案得到了相关部门核准，这为公司的发展注入了一剂“强心剂”。

股权激励方案：向管理层及核心骨干 90 人（占公司员工总数 15%）授予 2 千万份股票期权，占公司目前股本的 1.48%，公司董事长（实际控制人）不参加此次股权激励计划。

行权期限：分 5 次解除行权限制，每次解除股票期权总额的 20%，2011 年 1 月 1 日-2012 年 12 月 31 日为第一个行权期，以此类推，2015 年 1 月 1 日-2016 年 12 月 31 日为最后一个行权期。

行权价格：8.2 元/股。

行权条件：（1）以 2008 年为基数，2010-2014 年间每年扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润复合增长率不得低于 25%；（2）行权限制期内扣除非经常损益后的年平均加权平均净资产收益率不低于 10%；（3）因行权条件未达到而未能解除行权限制的该期股票期权将由公司收回并注销，不延续到下一期。

公司股权激励计划激励面广，行权条件较高，具备“激励意义”。此次股权激励对象占到公司员工总数的 15%，经理级别以上的员工基本上都能受到相应激励，而公司的实际控制人并未参加此次激励计划，充分体现了对“管理层”和“核心骨干”的激励意图。从行权条件来看，2010-2014 年连续 5 年复合增长率不低于 25%，行权价格为 8.2 元，高于目前 7.95 元的股价；而且如果考核期中，若某一期的业绩未达标，则当期对应的期权由公司收回并注销。总体来看，股权激励方案行权条件较高，但从公司的资源来看，只要努力，管理层也完全具备获得激励的条件。因此，激励计划是“合理而有效”的，将推动公司在今后几年高速稳定发展，并从根本上改变公司的管理状况。

二、公司盈利预测与估值

2.1 公司盈利预测

2.1.1 房地产结算收入预测

根据各项目进度情况，我们预计公司 2009-2011 年房地产结算面积分别为 15 万平米、53 万平米、59 万平米，结算收入分别为 5.76 亿元、32 亿元、45.6 亿元。

表一、公司未来三年结算收入预计

项目名称	未结面积	权益	结算面积			销售价格			结算收入			项目进度
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
武汉人和天地-太和组团	17.45	100%	5.00	10.00	2.45	3200	3300	3400	16000	33000	8330	已竣工，现房销售
武汉人和天地-润和组团	43.29	100%	3.00	6.50	9.00	3700	4000	4300	11100	26000	38700	润和园在售，沁和园尚未动工
武汉人和天地-后续	30.87	100%										开工计划视怡和、润和销售情况
武汉-邓甲村	85	100%										土地 2010 年 8 月挂牌
芜湖-名流印象一期	16.5	100%		9.80	2.20		7500	13000		73500	28600	现房销售
芜湖-名流印象二期	16.8	100%			8.00			8500			68000	2010 年 3 月开工
合肥-名流紫蓬湾	45.4	100%		2.50	3.00		11000	11550		27500	34650	酒店 09 年已动工，住宅 10 年开工并竣工



西安-名流水晶宫	1. 5	100%	1. 50		5000		7500		已售完	
重庆-名流公馆	12	100%							规划调整, 10 年 9 月可能开工	
惠州-名流印象一期	10. 33	100%	5. 00	5. 33	4600	4800	23000	25584	现房销售	
惠州-名流印象二期	5. 6	100%		2. 00	3. 60	4800	5000	9600	18000	预售状态, 2010 年竣工
惠州-名流印象三期	16. 45	100%			8. 50		5200		44200	2010 年开工, 11、12 年竣工
惠州-名流公馆	1. 85	100%		1. 85		7120		13172		精装修, 2010 年竣工
惠州-名流庄园一期	13. 15	100%			3. 00		30000		90000	2010 年开工 3 万平米并竣工
惠州-名流庄园二期	17. 64	100%								开工视一期销售情况而定
东莞凤岗-名流印象	35. 54	100%								土地 2010 年上半年挂牌
北京-名流广场	9. 46	65%								10 年 9 月开工, 12 年竣工
北京-西豪逸景	2. 79	100%		2. 79		18500		51615		2010 年整体出售
沈阳-名流印象	98. 15	100%		12. 00	13. 00	5000	5400	60000	70200	一期 10 年竣工, 二期 10 年竣工 3 万平米, 11 年竣工 19 万平米
沈阳-名流公馆	14. 13	100%			6. 50		8500		55250	10 年开工, 花园洋房 10 年竣工, 高层 11 年竣工
合计			14. 5	52. 8	59. 3			57600	319971	455930

数据来源: 长城证券

2.1.2 公司营业收入及业绩预测

(1) 营业收入预测

除了房地产开发业务, 公司还有少量的商品砼业务, 预计 2009-2011 年销售收入在 1500-1600 万元的水平, 此外, 2009 年公司还有武汉盘龙城的土地一级开发所取得的约 2 亿元的收入, 综合上述几项业务情况, 预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 7.91 亿元、32.15 亿元、45.76 亿元。

(2) 业绩预测

预计公司 2009-2011 年归属于母公司的净利润分别为 2.54 亿元、7.55 亿元、11.20 亿元, 增长速度分别为-19.5%、198%、48%; 每股收益分别为 0.19 元、0.56 元、0.83 元。公司最新股价为 7.95 元, 对应 PE 分别为 42 倍、14 倍、9.6 倍。(2009 年 11-12 月, 公司减持华远地产 715 万股, 预计获得投资收益约 5700 万元。)

表二、公司未来三年利润表预计

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	102969	79108	321554	457592
营业收入	102969	79108	321554	457592
利息收入	0	0	0	0
营业总成本	63637	52501	220866	308200
营业成本	48737	39048	167810	220343
利息支出	0	0	0	0
营业税金及附加	6915	5933	25724	51250
销售费用	1664	1978	8039	11440
管理费用	6240	4746	17685	22880



财务费用	-59	396	1608	2288
资产减值损失	139	400	0	0
其他经营收益	2530	7220	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	2530	7220	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润差额(合计平衡项目)	0	0	0	0
营业利润	41861	33827	100688	149392
营业外收支	61	0	0	0
利润总额差额(合计平衡项目)	0	0	0	0
利润总额	41922	33827	100688	149392
所得税	10400	8457	25172	37348
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	31522	25370	75516	112044
减：少数股东损益	-4	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	31527	25370	75516	112044
总股本	134715	134715	134715	134715
EPS（元）	0.23	0.19	0.56	0.83

数据来源：长城证券

2.2 RNAV 估值：每股 8.77 元

公司目前尚拥有未结算建筑面积约 495 万平米，其中权益面积约 490 万平米，平均楼面地价约 1200 元/平米。采取假设开发法，WACC 取 9%，房价年涨幅 5%左右，成本年涨幅 3%左右，房地产开发物业重估增值约 68.9 亿元，每股增值 5.12 元。公司持有华远地产 3885 万股按 9 元/股预计（2 月 22 日收盘价），扣除账面成本后增值约 2.71 亿元，每股增厚 0.2 元，加上每股 3.48 元的净资产，公司重估净资产为每股 8.77 元。

表三、公司 RNAV 估值情况

城市	项目	未结面积	权益	权益面积	面积小计	所占比例	平均售价	整体毛利率	重估增值(权益)	每股
武汉	武汉人和天地-太和组团	17.45	100%	17.45	176.6	36.00%	3285	37.6%	8,502	0.06
	武汉人和天地-润和组团	43.29	100%	43.29			4409	45.8%	29,877	0.22
	武汉人和天地-后续	30.87	100%	30.87			4855	47.9%	21,754	0.16
	武汉-邓甲村	85.00	100%	85.00			10004	49.9%	105,842	0.79
芜湖	芜湖-名流印象一期	16.50	100%	16.50	33.3	6.79%	10279	50.7%	30,057	0.22
	芜湖-名流印象二期	16.80	100%	16.80			9503	51.1%	28,089	0.21
合肥	合肥-名流紫蓬湾	45.40	100%	45.40	45.4	9.25%	13287	51.2%	87,654	0.65
西安	西安-名流水晶宫	1.50	100%	1.50	1.5	0.31%	5000	43.9%	1,414	0.01
重庆	重庆-名流公馆	12.00	100%	12.00	12.0	2.45%	11183	53.6%	23,350	0.17
惠州	惠州-名流印象一期	10.33	100%	10.33	65.0	13.25%	4703	41.6%	8,256	0.06
	惠州-名流印象二期	5.60	100%	5.60			4929	40.7%	4,164	0.03
	惠州-名流印象三期	16.45	100%	16.45			5326	41.7%	12,605	0.09



	惠州-名流公馆	1.85	100%	1.85			7120	46.6%	2,425	0.02
	惠州-名流庄园一期	13.15	100%	13.15			31775	58.2%	78,286	0.58
	惠州-名流庄园二期	17.64	100%	17.64			35805	63.3%	97,885	0.73
东莞	东莞凤岗-名流印象	35.54	100%	35.54	35.5	7.24%	7554	44.9%	35,913	0.27
北京	北京-名流广场	9.46	65%	6.15	8.9	1.82%	25000	65.7%	31,327	0.23
	北京-西豪逸景	2.79	100%	2.79			18500	26.8%	5,144	0.04
	沈阳-名流印象	98.15	100%	98.15	112.3	22.89%	6008	35.1%	59,296	0.44
沈阳	沈阳-名流公馆	14.13	100%	14.13			7944	44.7%	17,477	0.13
	(1) 房地产项目合计	494		491					689,316	5.12
	(2) 华远地产 3885 万股								22,230	0.17
统计	(3) 净资产								468,294	3.48
	RNAV: (1) ~ (3) 之和								1,180,840	8.77
	/总股本								134,715	

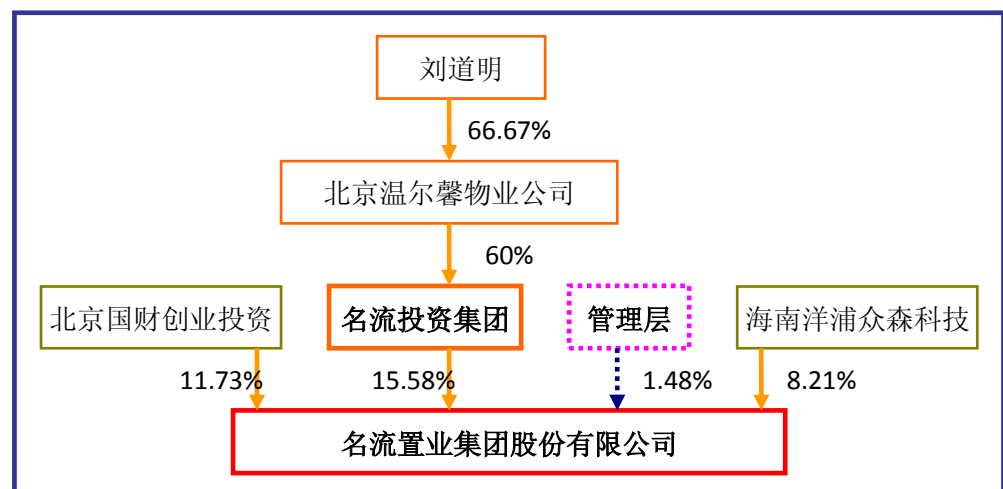
数据来源：长城证券

三、公司要点分析

3.1 股权较为分散，管理层持股意义重大

公司股权较为分散，管理层持股计划意义重大，有助于“委托代理”关系的改善，从而有利于企业长远发展。公司实际控制人是刘道明先生，其通过名流投资集团控股上市公司，但持股比例只有 15.58%，公司股权较为分散，没有一个绝对控股的强力股东。在股权较为分散的上市公司中，管理层话语权相对更大，管理层本身是否有充足的“干劲”对公司的影响也更为明显。从国内龙头企业来看，万科（控股股东占 14.73%）、金地（控股股东占 7.85%）都属于股权较为分散，而管理层激励较好，并主要依赖管理层的努力来实现快速发展的。公司在 2009 年 12 月通过了股权激励计划，若全部期权行权成功，管理层将占公司总股份的 1.48%，这将使公司的股权结构和激励体制类似万科和金地，而这两家企业是“通过市场竞争”获得行业龙头地位的典型代表。

图 1：公司股权架构图



数据来源：长城证券、公司公告



3.2 资产负债率仅 25%，举债空间巨大且现金充足

截至 09 年 3 季度末，公司资产负债率仅 25.73%，远低于业内主流公司，即使扣除预收账款后，公司的资产负债率仍然低很多。从流动比率、净资产/带息债务、有形资产/净债务等指标来看，公司债务偿还能力也远高于业内主流公司的情况。公司的财务杠杆空间还很大，3 季度末总资产为 64.6 亿元，净资产 48 亿元，若资产负债率提高到 60%，举债空间为 55.4 亿元，扣除 11 月发债的 18 亿元，还有 37.4 亿元的举债空间。从现金来看，09 年 3 季度末，拥有货币资金 7.6 亿元，加上 11 月发债 18 亿元，及 4 季度的售楼款，目前预计拥有现金近 30 亿元，现金充足，为加快开发速度提供了充分保障。

表一：公司资产结构及债务偿还能力

证券简称	资产负债率 (%)	(负债-预收账款) / (总资产-预收账款) (%)	流动比 率	归属母公司股东的 权益 / 带息债务	有形资产 / 净债务
名流置业	25.73	25.57	6.47	5.96	102.10
陆家嘴	43.19	35.57	1.41	4.96	8.87
浦东金桥	45.15	44.82	0.86	1.63	1.58
福星股份	51.14	47.43	2.95	1.29	1.59
张江高科	52.84	52.60	1.33	1.27	2.44
华侨城 A	54.35	45.85	0.53	1.66	2.39
泛海建设	59.20	58.22	2.96	1.34	2.66
招商地产	59.68	50.06	2.01	1.48	29.01
金融街	60.28	57.09	2.85	0.92	3.87
栖霞建设	61.14	52.59	2.33	0.84	1.54
中粮地产	61.54	57.91	1.85	0.71	1.05
苏宁环球	63.99	48.94	1.69	2.21	24.92
万通地产	64.30	50.77	1.97	1.13	2.38
万科 A	67.29	55.38	1.97	1.10	7.96
荣盛发展	67.49	56.36	2.03	1.11	3.12
保利地产	68.66	51.04	2.07	1.05	4.20
中华企业	69.02	65.69	2.34	0.75	2.29
深长城	69.25	64.36	2.10	0.77	2.23
新湖中宝	69.32	63.35	1.70	0.71	1.70
金地集团	69.53	57.06	2.24	0.99	3.50
华发股份	69.80	56.28	2.04	0.81	1.82
首开股份	71.64	66.20	1.87	0.75	4.24
广宇集团	73.63	62.77	2.12	0.58	0.75
苏州高新	74.03	68.86	1.45	0.45	0.62
深振业 A	74.20	69.93	3.34	0.46	0.56
滨江集团	78.93	66.66	1.62	0.82	1.01
冠城大通	80.07	72.55	1.37	0.46	0.62
上实发展	80.53	78.14	1.72	0.39	0.70

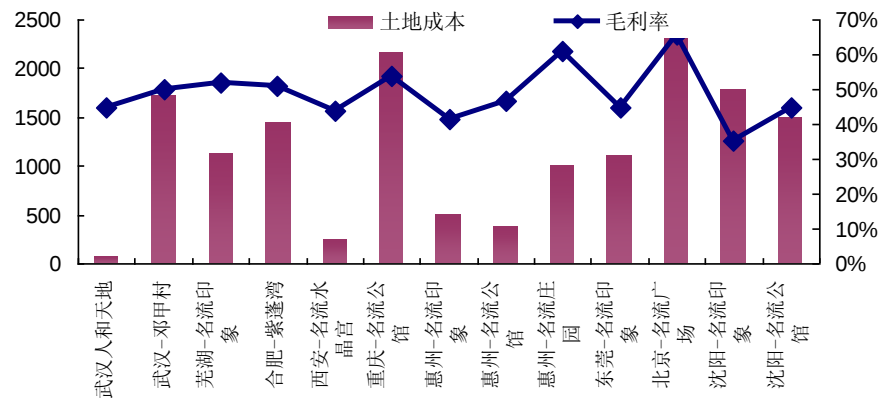
数据来源：WIND，长城证券



3.3 拿地手段灵活，土地成本低廉

公司拿地方式多样，手段灵活，体现出了民营企业拿地的优势。公司绝大多数项目都是以“并购”方式取得，只有沈阳-名流公馆项目是以“招拍挂”方式取得。灵活的拿地方式，使公司整体土地成本较为低廉，实际的平均楼面地价约 1200 元/平方米，项目毛利率大多在 45-50%甚至更高。

图 1：各项目土地成本及预计毛利率情况



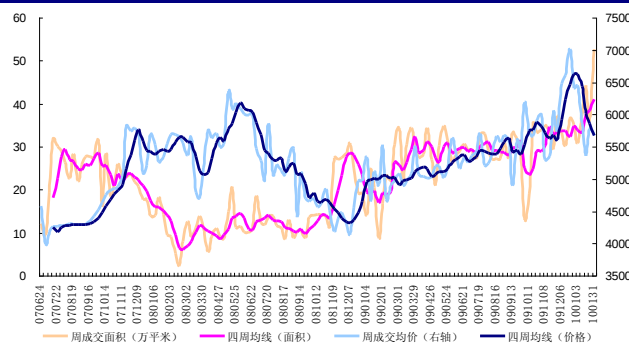
数据来源：长城证券研究所

3.4 重点项目分析

3.4.1 项目主要位于二、三线城市，房价压力相对较小

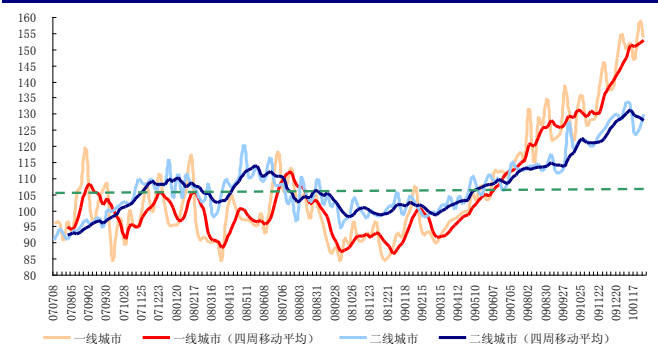
公司是典型的二线地产股，全国战略布局已初步形成，项目主要集中在武汉、沈阳、惠州、东莞、合肥和芜湖等二、三线城市。在此轮房价上涨中，二、三线城市房价泡沫小而未来市场容量大，中长期发展趋势良好。而且从公司战略来看，未来几年将围绕目前布点的城市进行深耕细作，这符合公司的条件，也顺应国内房地产市场的发展趋势。

图 2：武汉房屋售价、交易量情况



数据来源：中指研究院，长城证券研究所

图 3：一、二线城市房屋价格指数情况



3.4.2 部分项目具体情况

（1）武汉-人和天地

项目位置：项目位于湖北省武汉市黄陂区盘龙城经济开发区，楚天大道中段的北侧，北面邻近盘龙湖，距武汉市中心城区车程仅 15 分钟。

规划概况：项目目前大致分为三部分，一期太和园、广和园组团占地 22.24 万平米，建筑面积 39.39 万平米；二期润和园、沁河园组团占地 17.42 万平米，建筑面积 43.29 万平米；三期（后续部分）占地 14.38 万平米，建筑面积 30.87 万平米。

项目进度：一期怡和组团截至 2008 年底已经结算了 21.94 万平米，尚剩余 17.45 万平米的未结算面积，目前已全部竣工，为现房销售，预计 09 年完成销售面积约 6 万平米，均价约 3200 元/平米；二期润和组团处于预售状态，部分已销售并竣工，预计均价约 3700 元/平米；后续部分尚未动工，开工时间将视一、二期销售情况而定。

图 4：一期现房状况



数据来源：长城证券研究所

图 5：二期工程进度情况（2009 年 11 月）



（2）惠州-名流印象

项目位置：项目位于广东省惠州市西南角，紧邻惠深高速公路，麦地南路与鹅岭南路之间，南靠南山，北临南三环路，与惠州市实验中学隔路相望。

规划概况：项目总占地面积 12.88 万平米，分三期开发，一期建筑面积 11.47 万平米；二期建筑面积 5.6 万平米；三期建筑面积 16.45 万平米。

项目进度：一期截至 2008 年底已经结算了 1.14 万平米，尚剩余 10.33 万平米的未结算面积，目前已全部竣工，为现房销售，售价 4300-5000 元/平米；二期处于预售状态，2010 年竣工，目前均价约 4800 元/平米；三期 2010 年分两批分别于上、下半年开工，预计分别于 2011、2012 年竣工。

图 6：项目区位示意图



数据来源：长城证券研究所

图 7：二期工程进度情况（2009 年 12 月）





（3）惠州-名流庄园

项目位置：项目位于广东省惠州市博罗县湖镇镇显岗村，东、南两侧紧邻显岗水库，西至柑桔场用地，北至大田山。项目位于罗浮山国家重点风景名胜区附近，大田山下，显岗水库边，依山傍水，风景十分优美。

规划概况：项目分二期开发，一期占地面积 49.7 万平米，建筑面积 13.15 万平米；二期占地 110.26 万平米，建筑面积 17.64 万平米。

项目进度：项目定位为岭南区域的超级豪宅，庄园类产品，户均占地 18 亩，建筑面积约 750 平米。项目会配套一个五星级酒店，并可能引入高尔夫球场。一期一批约 3 万平米将在 2010 年开工并竣工，预计售价将超过 3 万元/平米。

（4）芜湖-名流印象

项目位置：项目位于安徽省芜湖市中心城区繁华地段，北临北京西路，东临吉和南路，西、南两侧临石头路。项目地块西侧紧邻世贸集团即将开发建设的“滨江花园”，“滨江花园”西侧即为长江。地块距“全国三大步行街”之一的中山路步行街仅两分钟车程，区域位置十分优越。

规划概况：项目总占地面积 8.7 万平米，总建筑面积 48.1 万平米，分二期开发，各约 24 万平米。其中一期容积率建筑面积 16.5 万平米，地下两层商业面积 4.5 万平米，地上 12 万平米，住宅 7.8 万平米，办公 2.2 万平米，公寓 2 万平米。二期计容积率建筑面积 16.8 万平米，其中住宅 11 万平米，商业 2 万平米，写字楼 2.3 万平米，酒店 1.5 万平米。一、二期各有约 6 万平米的地下商业（不计入容积率面积，无房产证）。

项目进度：项目正在施工过程中，预计一、二期分别于 2010 年、2011 年竣工。

图 8：芜湖-名流印象规划图



数据来源：长城证券研究所

图 9：二期工程进度情况（2009 年 9 月底）



（5）沈阳-名流印象

项目位置：地块位于沈阳的浑南新区，紧临沈阳奥体中心，距离仅 100 米左右，西邻沈阳国际会展中心，距市中心仅 5 分钟车程，地理位置极佳。

规划概况：项目占地面积 25.8 万平米，容积率面积 98.15 万平米。一期约 12.5 万平米，二期约 9 万平米，三期约 13.15 万平米。



项目进度：一期将于 2010 年竣工，二期在 2010 年初复工，部分在 2010 年竣工，三期 2010 年开工，2011 年竣工。2009 年 10 月 28 日，项目一批推出了 426 套（4.37 万平方米），截至 12 月底销售约 1.1 万平方米，均价约 4900 元/平米。

图 10：沈阳-名流印象一期规划图



数据来源：长城证券研究所

图 11：沈阳-名流印象一、二期工程进度（09 年 12 月）



（6）武汉-邓甲村

项目位置：武汉市汉阳区江堤街邓甲村，近归元寺、月湖风景区、墨水湖等风景区，处在汉阳区的核心区域，地理位置非常好。

规划概况：项目占地面积 24.5 万平米，预计建筑面积 85 万平米，楼面地价约 1700 元/平米，目前周边房价在 7500 元/平米左右。

项目进度：预计土地在 2010 下半年初摘牌，由于有部分无需拆迁的空地，因此，四季度可能会动工。

四、地产股投资策略

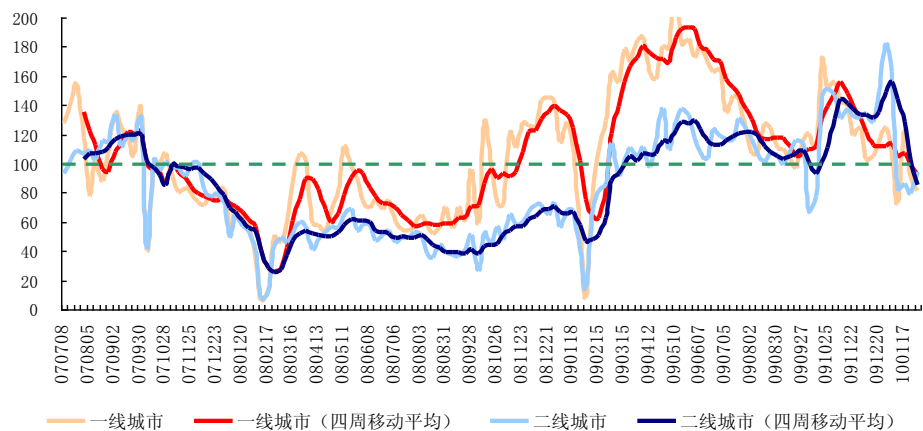
4.1 政策提前出手，全年可能“前紧后松”

政策提前出手，且短期内非常密集。12 月 9 日，国务院取消了二手房“营业税减免优惠政策”，这在预期之中，但随后政策出台密度超出了市场预期。12 月 14 日，国务院召开会议研究促进房地产市场健康发展的政策措施，提出遏制部分城市房价过快上涨，加大差别化信贷政策执行力度；12 月 17 日，五部委联合发文出台了《加强土地出让收支管理的通知》，将土地首付款提高到 50%；12 月 18 日，住建部又约见了 200 多位市长，督促地方政府加快清理各种房地产优惠政策，上海市市长随后带头表态将采取果断措施抑制房价过快上涨。12 月 29 日，上海出台了“沪四条”，除了营业税按国家统一规定外，主要是降低了二套房的公积金贷款额度。进入 2010 年后，住建部等九部委对重点省市进行了督查，督促地方政府整顿房地产市场成交秩序，完善土地出让制度，尤其是要落实保障性住房政策，并需要在 3 月份两会召开前形成阶段性成果。

政策已经影响市场心理预期，春节前后成交量明显回落。密集的政策已经产生了一定的作用，从我们调研了解的情况来看，深圳、北京等一线城市楼市人气有明显降温，观望情绪开始出现，尤其是在二手房市场。从楼市成交量来看，春节前后，一、二线城

市销量出现明显回落，除了供应不足的因素外，观望情绪加剧是一个重要因素。

图 12: 一、二线城市销量指数图



数据来源：中指研究院、长城证券研究所

全年政策可能“前紧后松”，大机会或在下半年。此前市场从宏观经济“保增长”的角度出发，预期政府在2010年上半年不会出台严厉的调控措施。但政府显然意识到了房价过快增长可能会带来的严重后果，提前果断出手调控，以“稳定房地产市场”。从此前“前松后紧”的判断来看，其逻辑依据并未发生根本性的改变，即出口和内需依然羸弱，难以承担“保增长”的重任，投资仍是经济增长的主要拉动力。政府希望“房地产市场稳定”，很不幸，我们一直认为这个理想中的“稳定”很难实现。从现有的政策来看，如果不严控信贷，楼市有可能继续高烧，而现在“严控二套房贷政策”并控制银行放贷节奏，效果已经开始显现。我们预计，一线城市上半年销量同比下降幅度在20%以上，二线城市下降幅度保守预计也将超过10%。楼市销量大幅回落必定会引起政府担忧，尤其是地方政府，去年下半年以来，土地出让和楼市成交畅旺给地方政府带来了大量收入，目前地方政府手头还比较宽裕，但如果交易量迅速下降，用不了多久又会回到“手紧”的状态。届时，“适度放宽对楼市调控，支持自住和改善性需求”将会重新提起。因此，综合来看，楼市政策很可能是“前紧后松”的状态。

4.2 刺激因素逐步隐现，阶段性机会即将来临

刺激因素正逐步显现，紧缩之下市场忧疑不定。从去年12月份调控以来，地产股指数下跌了25%，不少个股出现30%以上的调整幅度。截至目前为止，地产股一直未能反弹，在政策调整压力下，对一些小利好仍持怀疑态度，而这正是机会所在。这些利好有：（1）3、4月份是地产股年报密集披露期，地产股靓丽的年报对股价或多或少有点刺激作用；（2）销量将在春节后逐步回升，春节是季节性淡季；（3）政府两会开完，政策颁布暂告一段落，利空因素减少；（4）地产股增发被“暂停”的时间已经很长，两会后将会重新开闸；（5）股价调整风险基本释放，阶段性估值底部探明，目前一线地产股2010年的PE为15倍左右，二线地产股在13倍左右，已经有较大的估值吸引力。

阶段性机会即将来临，反弹高度视3、4月份的楼市情况而定。鉴于上述利好因素，我们认为地产股有望面临阶段性的机会，至于反弹高度，还需要根据3、4月份的楼市情况来判断，若销量没有出现预期中的惨淡，各地楼盘去化速度仍在正常范围内，而且房



价并未明显下跌，这些均是超预期因素，有望使地产股走的更高。在此情况下，我们目前可以大胆布局一些优势品种。

五、风险提示

公司面临主要面临两方面的风险：

- 1、政策调控使行业短期面临调整压力，从而打压地产股的整体估值水平。
- 2、受行业调整影响，公司施工和销售进度低于预期，尤其是芜湖-名流印象一期在 2010 年能否竣工并完成销售存在一定的不确定性，从而影响公司 2010 年的业绩。

附表一、公司未来三年财务数据预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	102969	79108	321554	457592	成长性				
营业成本	48737	39048	167810	220343	营业收入增长	-20.0%	-23.2%	306.5%	42.3%
销售费用	1664	1978	8039	11440	营业成本增长	-33.6%	-19.9%	329.7%	31.3%
管理费用	6240	4746	17685	22880	营业利润增长	-7.0%	-19.2%	197.7%	48.4%
财务费用	-59	396	1608	2288	利润总额增长	-6.6%	-19.3%	197.7%	48.4%
投资净收益	2530	7220	0	0	净利润增长	6.6%	-19.5%	197.7%	48.4%
营业利润	41861	33827	100688	149392	盈利能力				
营业外收支	61	0	0	0	毛利率	52.7%	50.6%	47.8%	51.8%
利润总额	41922	33827	100688	149392	销售净利率	30.6%	32.1%	23.5%	24.5%
所得税	10400	8457	25172	37348	ROE	6.7%	5.1%	13.3%	16.4%
少数股东损益	-4	0	0	0	ROIC	8.6%	7.5%	39.8%	31.5%
净利润	31527	25370	75516	112044	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	1.6%	2.5%	2.5%	2.5%
流动资产	592570	630687	1002766	1253764	管理费用/营业收入	6.1%	6.0%	5.5%	5.0%
货币资金	104566	511143	490042	578586	财务费用/营业收入	-0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
应收帐款	3143	2373	9647	13728	投资收益/营业利润	6.0%	21.3%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	373097	89811	385963	506788	应收帐款周转率	37.33	13.16	27.51	28.99
非流动资产	29116	30079	30372	35095	存货周转率	0.21	0.16	0.38	0.33
固定资产	7963	9078	9525	14400	流动资产周转率	0.17	0.10	0.28	0.31
资产总计	621686	660766	1033139	1288859	总资产周转率	0.16	0.09	0.28	0.30
流动负债	94101	107811	390820	520648	偿债能力				
短期借款	10000	10000	10000	10000	资产负债率	24.6%	25.2%	44.9%	47.1%
应付款项	29774	23855	102516	134608	流动比率	6.30	5.85	2.57	2.41
非流动负债	58848	58848	72696	86544	速动比率	2.33	5.02	1.58	1.43
长期借款	32848	32848	46696	60544	每股指标 (元)				
负债合计	152949	166659	463516	607192	EPS	0.234	0.188	0.561	0.832
股东权益	468737	494107	569623	681667	每股净资产	3.48	3.66	4.23	5.06
股本	134715	134715	134715	134715	每股经营现金流	-0.83	3.03	-0.25	0.60
留存收益	333579	358948	434464	546509	每股经营现金/EPS	-3.5	16.1	-0.4	0.7
少数股东权益	443	443	443	443	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和权益总计	621686	660766	1033139	1288859	PE	34.2	42.5	14.3	9.6
现金流量表 (万元)					PEG	0.65	0.39	0.30	-
经营活动现金流	-111635	408636	-33367	81128	PB	2.3	2.2	1.9	1.6
其中营运资本减少	-260518	382169	-110171	-32625	EV/EBITDA	28.40	40.28	11.22	7.66
投资活动现金流	-79722	-2059	-1582	-6431	EV/SALES	11.15	14.51	3.61	2.57
其中资本支出	-2345	-2059	-1582	-6431	EV/IC	2.44	14.92	3.76	2.84
融资活动现金流	290171	0	13848	13848	ROIC/WACC	0.71	0.63	3.31	2.62
净现金总变化	98813	406577	-21101	88545	REP	3.42	23.85	1.14	1.08

数据来源：长城证券（注：表中“净利润”指归属于上市公司股东的净利润。）



研究员介绍:

黄清林: 管理学硕士, 注册会计师 (CPA), 中级经济师, 三年大型上市房地产企业投资管理经验, 2008 年 1 月加入长城证券, 任房地产行业研究员。

刘 昆: 管理学硕士, 五年证券研究工作经验, 具备证券投资咨询资格、期货从业资格; 2006 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

万 知: 经济学硕士, 一年大型上市房地产企业投资管理经验, 出版证券投资专著一本; 2008 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

研究员承诺: 本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明: 本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>