

湘财证券研究所

行业研究部

刘飞烨 分析师

执业编号: S0500511010006

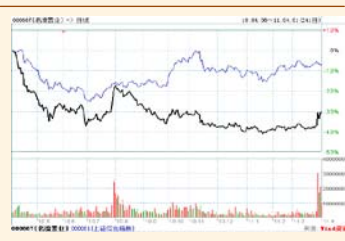
联系人:

张化东

Tel: 021-68634518-8051

E-mail: zhd3063@xcsc.com

近一年来名流置业走势



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

相关报告:

房地产行业快评: 恒大地产降价, 短期内行业存在风险
2011.1.6

房地产行业快评: 山雨欲来风满楼
2011.1.10

房地产行业点评: 土地使用年限系虚惊, 波段性行情持续演绎
2011.1.17

房地产行业点评: 我们回到了三个季度前? 2011.1.19

投资要点:

- 公司在 2010 年最主要的营业收入来源于武汉人和天地项目的结转, 特别是人和天地早期的太和园与广和园的现房销售带来的营业收入较大。而人和天地的润和园组团在 2010 年交房量相对较小。从预测的毛利率看, 人和天地项目的毛利率不足 30%, 从整体上拉低了公司的整体毛利率。其次公司另一重要的营业收入来源于惠州名流印象的准现房销售与结转, 该项目在公司中属于毛利偏中等的项目毛利大约在 35% 左右, 对公司整体毛利率具有一定拉动作用。此外, 公司在前期销售项目过程中一定会有部分车位的销售, 由于全年结转量不大, 这部分车位销售量可能会起到增加营业收入和提振毛利率的作用。
- 目前公司的业绩锁定性处于历史高位。截至 2010 年三季报, 公司预收账款达到 1044 百万元, 远远高于 2009 年年报披露的预收账款。主要得益于沈阳名流印象、沈阳名流公馆、芜湖名流印象、合肥名流高尔夫、惠州名流印象、武汉人和天地等开始进入项目的强销期, 产生大量的销售回款。可以预见的是这些项目中的一部分会在 2011 年年度中期实现交房, 业绩将在 2011 年年中开始得到较为乐观的改善。
- 随着武汉名流人和天地的低毛利率大盘在公司销售中占比逐渐下降, 公司的毛利率在未来会得到有效修复, 而不是毛利率走向下降通道。可以预见的是, 未来 1-2 年公司的毛利率会维持在 35%-40% 之间。
- 根据我们预测, 公司在 2012-2013 年将进入业绩的快速增长期。2012 年和 2013 年的营业收入增长率均在 100% 左右, 公司业绩将得到快速修复。特别是 2013 年, 在现有大部分在售项目还处于销售状态下, 武汉的鹦鹉村和邓甲村项目、博罗项目、重庆项目、北京项目等都有可能进入结转周期。
- 公司拿地模式是以非(准)招拍挂途径为主, 股权收购和城中村改造是公司的主要获取土地储备模式。该模式的优势在于土地价格低廉, 劣势在于周转速度的不可控性。公司在产品系列上已经初见端倪, 后续如何利用产品系列压缩开发销售周期需要进一步锤炼。当然目前除去重庆项目、凤岗项目、北京项目、西安项目尚存在不确定性外, 大部分项目的开发销售周期都较为确定。
- 由于公司的再融资时点把握非常精确, 公司目前的偿债能力较强, 根据预测 2010 年年报的净负债率仅为 30% 左右, 公司未来的新开工和施工量将维持在高位, 为逆市扩张打下良好基础。
- 公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.08 元, 0.17 元和 0.30 元, 对应 2011 年 4 月 1 日收盘价的 PE 分别为 46.27 倍、20.34 倍和 11.59 倍。同时公司对应 2011 年 3 月 31 日收盘价的 PB 为 1.77 倍、1.63 倍和 1.43 倍。公司 RNAV 为 5.79 左右, 对股价有一定幅度的折价。维持增持评级, 维持 6-12 个月目标价 4.1 元。

投资风险: 房地产政策风险

表 1: 名流置业财务预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7983	9977	13114	17349	营业收入	888	946	2699	5021
现金	2503	3992	3969	6225	营业成本	381	587	1673	3163
应收账款	75	0	0	0	营业税金及附加	87	68	189	351
其他应收款	273	47	135	251	营业费用	25	26	73	141
预付账款	660	938	2510	2372	管理费用	71	65	147	260
存货	4471	5000	6500	8500	财务费用	25	53	111	158
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	16	-14	0	0
非流动资产	530	427	438	429	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	143	122	137	134	投资净收益	83	95	80	80
固定资产	267	251	235	218	营业利润	365	256	586	1027
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	2	3	0	0
其他非流动资产	118	51	65	74	营业外支出	3	2	0	0
资产总计	8513	10404	13553	17778	利润总额	365	257	586	1027
流动负债	1095	2468	4877	8032	所得税	85	64	146	257
短期借款	190	300	300	350	净利润	280	193	439	770
应付账款	141	59	335	633	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	764	2109	4243	7049	归属母公司净利润	280	193	439	770
非流动负债	2361	2753	3053	3353	EBITDA	405	327	714	1203
长期借款	314	964	1264	1564	EPS (元)	0.21	0.08	0.17	0.30
其他非流动负债	2047	1789	1789	1789	主要财务比率				
负债合计	3455	5221	7930	11385	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	135	135	135	135	成长能力				
股本	1347	2560	2560	2560	营业收入	-13.7%	6.5%	185.3%	86.0%
资本公积	2750	1538	1538	1538	营业利润	-12.8%	-29.7%	128.4%	75.4%
留存收益	817	942	1381	2152	归属于母公司净利润	-10.9%	-31.1%	127.5%	75.4%
归属母公司股东权益	4922	5048	5487	6258	获利能力				
负债和股东权益	8513	10404	13553	17778	毛利率 (%)	57.1%	38.0%	38.0%	37.0%
现金流量表					净利率 (%)	31.5%	20.4%	16.3%	15.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	5.7%	3.8%	8.0%	12.3%
经营活动现金流	-397	582	-262	1992	ROIC (%)	6.1%	5.1%	9.9%	21.4%
净利润	280	193	439	770	偿债能力				
折旧摊销	14	17	18	18	资产负债率 (%)	40.6%	50.2%	58.5%	64.0%
财务费用	25	53	111	158	净负债比率 (%)	22.98%	32.83%	25.40%	20.76%
投资损失	-83	-95	-80	-80	流动比率	7.29	4.04	2.69	2.16
营运资金变动	-642	407	-750	1126	速动比率	3.21	2.02	1.36	1.10
其他经营现金流	8	7	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-169	128	51	72	总资产周转率	0.12	0.10	0.23	0.32
资本支出	9	0	10	10	应收账款周转率	16	24	-	-
长期投资	-33	-33	19	-2	应付账款周转率	1.74	5.88	8.51	6.54
其他投资现金流	-193	95	80	80	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2024	778	189	192	每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.08	0.17	0.30
短期借款	90	110	0	50	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.16	0.23	-0.10	0.78
长期借款	-14	650	300	300	每股净资产 (最新摊薄)	1.92	1.97	2.14	2.44
普通股增加	0	1212	0	0	估值比率				
资本公积增加	-21	-1212	0	0	P/E	31.88	46.27	20.34	11.59
其他筹资现金流	1970	18	-111	-158	P/B	1.81	1.77	1.63	1.43
现金净增加额	1458	1488	-22	2256	EV/EBITDA	22	27	13	7

资料来源: 企业公告; 湘财证券研究所

表 2：名流置业项目预测（百万元；平方米）

项目	城市	毛利率	结转收入（不含车位）				结转面积（不含车位）			
			2010E	2011E	2012E	2013E	2010E	2011E	2012E	2013E
武汉名流人和天地-太和园；广合园	武汉	27%	424	0	0	0	115000	0	0	0
武汉名流人和天地-润和园；沁和园	武汉	27%	51	300	300	464	14571	85714	85714	132696
武汉名流人和天地余下各期	武汉	32%	0	0	0	300	0	0	0	75000
武汉邓甲村项目一期	武汉	32%	0	0	0	1515	0	0	0	210467
武汉邓甲村项目二期	武汉	33%	0	0	0	0	0	0	0	0
武汉邓甲村项目三期	武汉	35%	0	0	0	0	0	0	0	0
武汉鹦鹉村一期	武汉	26%	0	0	0	949	0	0	0	118678
武汉鹦鹉村二期	武汉	29%	0	0	0	0	0	0	0	0
惠州名流公馆	惠州	32%	0	0	129	0	0	0	15725	0
惠州名流印象一期	惠州	35%	293	550	84	0	45000	84615	12972	0
惠州名流印象二期	惠州	36%	67	200	400	297	10000	29851	59701	44319
博罗名流信和庄园一期	惠州	48%	0	500	800	809	0	14286	22857	23122
博罗名流庄园二期	惠州	48%	0	0	600	800	0	0	15789	21053
博罗名流庄园三期	惠州	48%	0	0	0	600	0	0	0	15000
东莞凤岗项目一期	东莞	34%	0	0	0	400	0	0	0	61538
东莞凤岗项目二期	东莞	34%	0	0	0	0	0	0	0	0
芜湖名流印象	芜湖	35%	0	280	580	680	0	37333	77333	90713
芜湖名流印象余下各期	芜湖	36%	0	0	580	580	0	0	58000	58000
合肥名流高尔夫	合肥	39%	0	200	500	800	0	11765	29412	47059
沈阳名流印象一期	沈阳	28%	0	350	203	0	0	53846	31250	0
沈阳名流印象二期	沈阳	28%	0	0	350	237	0	0	51471	34902
沈阳名流印象三期	沈阳	28%	0	0	0	400	0	0	0	57143
沈阳名流印象四期	沈阳	26%	0	0	0	0	0	0	0	0
沈阳名流印象五期	沈阳	27%	0	0	0	0	0	0	0	0
沈阳名流公馆	沈阳	37%	0	300	421	186	0	40000	56084	24742
重庆名流公馆	重庆	33%	0	0	0	600	0	0	0	70588
西安名流水晶宫	西安	45%	55	0	0	0	8500	0	0	0
北京名流广场	北京	42%	0	0	0	800	0	0	0	40000
合计			890	2680	4947	10419	193071	357410	516309	1125020

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。