

日期: 2013年1月28日

行业: 房地产行业



舒廷飞
021-53519888-1972
henry.shu@126.com
执业证书编号: S0870512080001

新型城镇化主题投资的代表房企

——大名城调研报告

基本数据 (Y2012Q3)

报告日股价 (元)	6.06
12mth A 股价格区间 (元)	4.46/7.81
总股本 (亿股)	15.1
无限售 A 股/总股本	13%
流通市值 (亿元)	13.7
每股净资产 (元)	1.50
PBR (X)	3.7

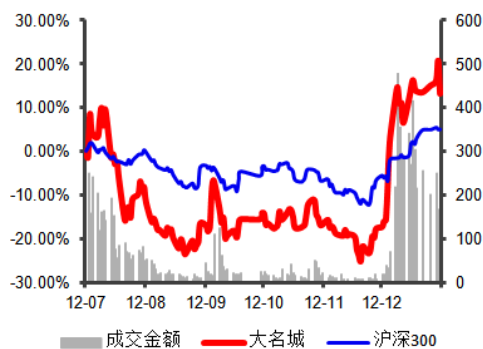
主要股东 (Y2012H1)

福州东福实业发展有限公司	54.51%
福州锦昌贸易有限公司	6.63%
福州三嘉制冷设备有限公司	6.39%
福州创元贸易有限公司	6.14%
俞丽	3.16%

收入结构 (Y2012H1)

房地产业收入	95.08%
其它(行业)	4.91%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: STF13-CI01

相关报告: 新型城镇化主题投资的代表房企

首次报告日期: 2013/1/28

主要观点

定增注入名城集团旗下优质地产资源

名城集团旗下的房地产事业板块于 2011/10 借壳上市, 成为 A/B 股兼有的主板公司。18 家债权银行合计持有公司股改限售股约 4000 万股, 已于 2011/11 到期, 截至 2012 年底, 银行已通过二级市场减持超过 2000 万股, 预计 2013 年减持压力将减轻。

立足福州 稳步向二、三线城市拓展

公司规划建筑面积约 405 万平方米, 主要集中在福州和常州, 2012 年签约额预计约 30 亿元, 签约面积和签约金额分别较去年同期增长 228.49% 和 155.60%; 受竣工交付周期影响, 符合结转面积和金额较去年减少。预计 2013 年可结算收入超过 40 亿元, 主要有: 常州大名城一期已售高层 (8 亿元)、名城港湾三区 (9 亿元) 和名城城市广场。

土地储备充足、项目储备达 4.5 万亩

公司坚持理性拿地, 土地储备合计 4.5 万亩, 包括: 二级招拍挂的福州 370 亩、常州 304 亩; 一二级联动的福建永泰 4000 亩 (已获拍 800 亩)、唐山滦县 (6000 亩); 一级开发的福建永清 3500 亩、兰州 3 万亩。据测算 2013 年公司在一级开发上的支出约 18 亿元, 缺口约 2 亿元, 公司能够通过销售回款和集团的银行授信化解资金压力。

投资建议

公司是新型城镇化主题投资的房企代表, 将受益于外来人口的流入和城镇落户条件的放宽; 公司 2012 年结算项目较少, 年报业绩预减 64%; 预计 2013 年业绩有望实现逐季快速增长。从中期看, 公司土地储备近 4.5 万亩, 区域布局受益新型城镇化方向, 未来 2-3 年业绩增长潜力较大。预计公司 2012-14 年 EPS 为: 0.17 元/0.51 元/0.73 元, 业绩承诺兑现概率较大。建议给予公司“跑赢大市”评级。

数据预测及估值

至 12 月 31 日 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3303	1423	4250	5963
年增长率 (%)	38%	-57%	199%	40%
归属于母公司的净利润	697	250	768	1108
年增长率 (%)	45%	-64%	207%	44%
每股收益摊薄 (元)	0.46	0.17	0.51	0.73
PER (X)	11.40	37.86	12.34	8.55
PB (X)	3.64	3.90	2.96	2.20

数据来源: 公司公告, 上海证券预测, 股价截至 2013/1/25, 6.06 元

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

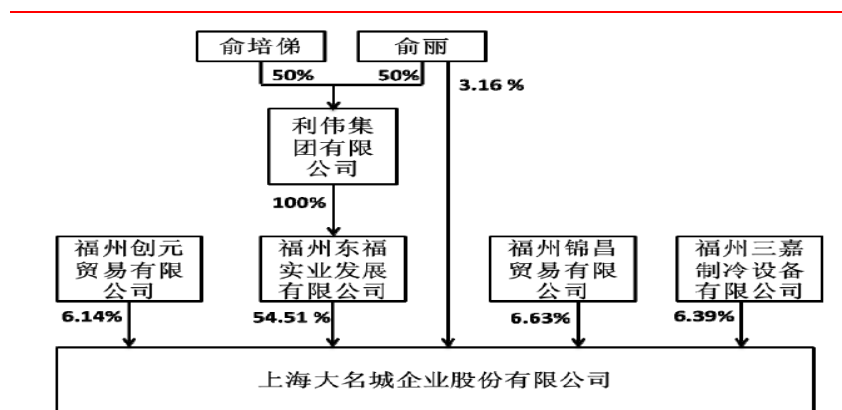
一、定增注入名城集团旗下优质地产资源

2011年7月，华源股份向东福实业及一致行动人定向增发10.39亿股，购买其合计持有的70%的名城地产股权，名城集团旗下的房地产业务板块于当年10月成功上市，成为A、B股兼有的主板公司。

■ 大股东是知名闽商企业集团

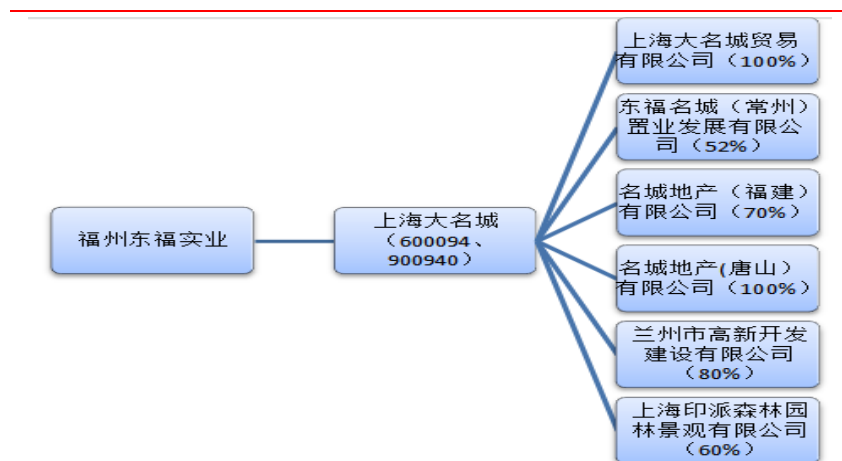
名城企业集团创建于1986年，实际控制人俞培娣先生现任世界华人华侨（亚洲）青年总商会会长、香港福建社团联合会荣誉会长、中国全国工商联房地产商会副会长、福建省政协委员等职。名城集团主营业务集电子、钢铁、矿业、远洋航运、酒店、旅游、综合房地产开发及城市商业综合体开发，商业运营管理的多元化企业集团，旗下的名城地产拥有房地产一级开发资质，名列中国地产百强，开发项目包括5A写字楼、商业街区、商业综合体、旅游文化园区、高尚住宅为一体的多种业态。

图 1 公司大股东和实际控制人情况



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 2 上海大名城股权架构图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

■ 银行持有限售股减持压力减轻

18家债权银行合计持有公司股改限售股约4000万股，已于2011年11月11日到期，截至2012年底，银行已通过二级市场减持超过2000万股，预计2013年减持压力将减轻。

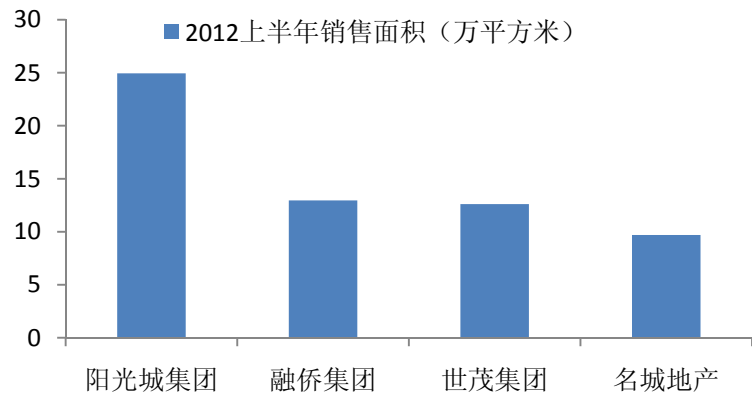
二、立足福州 稳步向全国二、三线城市拓展

在房地产行业转型时期，福州市各房地产开发商都在积极地备战行业寒冬探索新的盈利模式，福州市的房地产行业似乎在进行新一轮的洗牌调整。

在今年上半年福州市房地产开发商销售业绩在比较中，阳光城集团在按合同签约额的销售面积与销售金额指标中领先；大名城按合同签约备案在销售面积与销售金额分别为9.7万平方米与9.47亿，排名分别为第六与第八。

公司在面对国家对房地产行业宏观调控坚决实施的情况下，在维持原有住宅开发的基础上，积极寻求产品多元化。同时，积极获取和增加公司项目土地储备，优化区域性结构，逐步实现公司房地产开发业务的全国性品牌运营的布局。公司已经在福州周边、常州、兰州、唐山等地拥有丰富土地储备，并成立北京分公司寻求在北京市场取得突破。

图3 公司在福州市场稳居前列

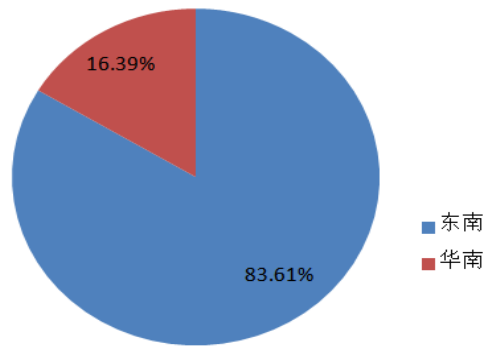


数据来源：公司公告、上海证券研究所

三、规划建面逾400万方、去年签约额预计达30亿

截至2012年6月底，公司规划建筑面积约405万平方米，主要集中在福州和常州，其中东南（福州及周别）占比约83%。2012年公司实现签约面积和签约金额分别较去年同期增长228.49%和155.60%；受竣工交付周期影响，符合结转面积和金额较去年减少。

图 4 公司各区域新建（含续建）分布



数据来源：公司公告，上海证券研究所

预计 2012 年公司新开工面积约 122 万方，在建 178 万方、竣工 51 万方，比 2011 年同比增长 50%、78%和 24%。**截至 2012 年 6 月底，未售存量房面积 25.26 万平米，货值 22.39 亿元。**2012 年上半年实际推盘 18.93 万平米，货值 16.6 亿元，主要是名城港湾三区、常州大名城等，2012 年上半年实现销售面积 14.3 万平米，同比增长 115.60%，销售合同金额 12.27 亿元，同比增加 74.55%。

2012 年下半年计划推盘 37.05 万平米，货值 40.77 亿元，预计下半年可售资源为 68.24 万平米，总货值 69.16 亿元。

我们预计 2012 年公司签约额约 30 亿元，2012 年结算的包括：名城港湾一区和名城港湾二区（东方名城）、名城国际（近 2 万方）、名城港湾三区（13 万方）。

预计 2013 年可售资源包括：名城国际（30 万方）、名城港湾五区（18 万方部分预售）、常州大名城（15 亿元，其中别墅 10 亿元）、商业项目滨江广场有望整体出让（7.3 万方）预计单价 10000 元。

预计 2013 年可结算收入超过 47 亿元，主要有：常州大名城一期 2012 年已售高层（约 8 亿元）、名城港湾三区剩下的近 9 亿元、名城城市广场逾 30 亿元等。

图 2 环湖东路土地出让示意图

项目名称	权益	占地面积 (万平米)	规划总建面 (万平米)	备注
名城港湾·名郡	70%	12.31	27.92	
名城港湾 C 地块复式住宅	70%	15.79	18.51	
名城港湾 C 地块名城酒店	70%	3.31	4.12	
东方名城·蓝郡	70%	3.82	6.22	
东方名城·康郡	70%	6.35	15.94	
东方名城·华郡	70%	6.02	14.87	
东方名城·香郡	70%	6.55	16.69	

东方名城·美郡	70%	3.70	8.10	
东方名城·天鹅堡	70%	8.41	27.53	
东方名城·温莎堡	70%	9.05	21.42	
江滨锦城三期	70%	3.47	7.46	
名城国际	70%	5.87	36.16	推 3 万方去化 60%
	70%	5.96	0.00	
名城港湾三区	70%	1.88	41.43	开工 30 万方、
	70%	11.24	0.00	12 年交房 13 万方
名城港湾五区	70%	6.51	18.55	2013 年预售
滨江广场	70%	1.74	7.37	
名城城市广场	70%	5.70	41.03	商业酒店、整体出让
常州大名城	52%	20.27	55.94	
	52%	19.92	36.56	13 年可售货值 15 亿
合计		157.88	405.83	

数据来源：公司公告、上海证券研究所预测

四、土地储备充足、项目储备达4.5万亩

公司坚持理性拿地，土地储备充足，潜在项目储备达 4.5 万亩。公司参与的一级开发项目普遍采用一二级联动，预付地方政府部分土地收储资金，采取滚动开发模式。据我们测算 2013 年公司在一级开发上的支出约 18 亿元，其中公司对福建永泰 1000 亩地开发支出约 3 亿元，目前已拿地 800 亩，2013 年底有望预售，周边住宅单价约 1 万元，永泰 2013 年 3 月还将挂牌 2000 亩，底价预计 30 万元/亩；福州周边的福清明年推出 200 亩商业街规划预计需再投入 10 亿元；唐山滦县 6000 亩土地还剩 1000 亩未完成征地，整个投入预计约 2 亿元；兰州东部科技城的核心区已部分启动预计前期投入约 3 亿元。

2012 年三季度，公司营业收入和预收账款合计近 20 亿元估计，一级开发资金缺口在 2 亿元左右。另外 2013 年预计公司常州新开工 56 万方，福清和永泰分别新开工 10 万方和 90 万方。

考虑到公司账面 4.5 亿现金及四季度销售回款，以及集团获得约 80 亿元的银行授信，我们预计公司偿债风险依然可控。

图 3 项目储备合计约 4.5 万亩

项目名称	权益%	总面积 (亩)	类型	开发模式
福州	70%	127	商业酒店	招拍挂
福州	70%	250	住宅	招拍挂
常州	52%	304	住宅	招拍挂
福建永泰县	75%	4000	商住、综合体	一二级联动
唐山市滦县	100%	6000	商住、旅游综合体	一二级联动
福建省福清	70%	3500	商住	一级土地开发
甘肃兰州	80%	30000	兰州东部科技城首期	一二级联动

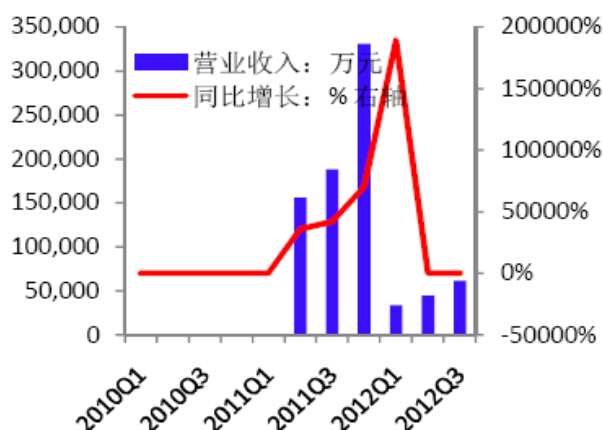
数据来源：公司公告、上海证券研究所

五、预收款较年初增长 200% 2013 年业绩弹性较大

截至2012年三季度末，公司实现营业收入和归属于母公司净利润分别为6.11亿元和0.96亿元，同比下降67.4%和75%，实现每股收益0.06元。预收账款达13.1亿元。截至三季度末，公司现金/（短借+一年内到期的非流动性负债）比率为85.0%，净负债率91.1%，显示公司偿债压力较大。我们预计2012年结算楼盘主要是名城港湾和名城国际项目，结算资源较少，估计不超过20亿元。

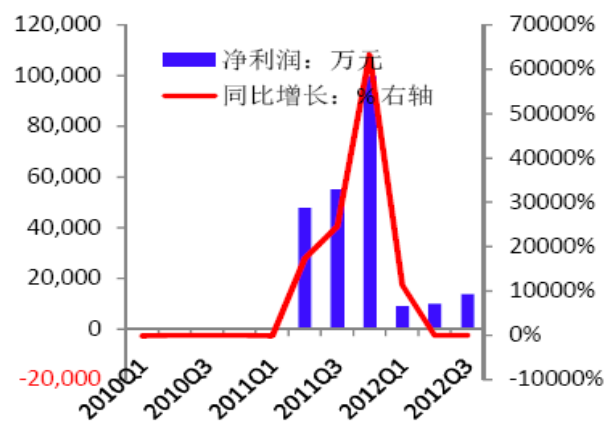
2013年公司除了土地款支出约18亿元，其它在建项目支出较少；可结算资源超过40亿元，其中下半年将是结算高峰，届时公司资金压力有望逐步改善。

图 5 2012Q3 营收 6.11 亿元，下降 67.4%



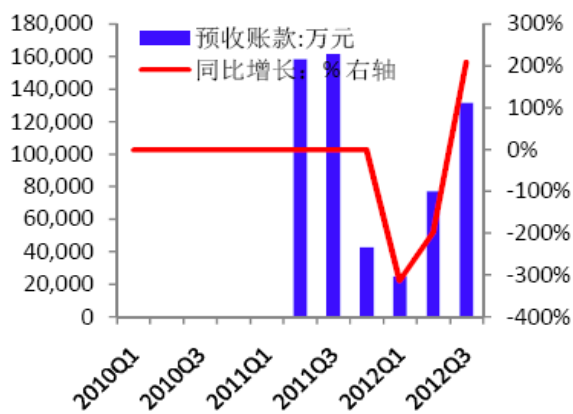
数据来源：Wind、上海证券研究所

图 6 2012Q3 归属于母公司净利润 0.96 亿，下滑 75%



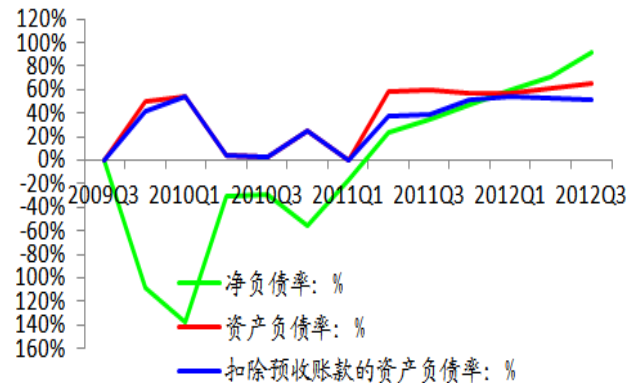
数据来源：Wind、上海证券研究所

图 7 2012Q3 预收账款 13.14 亿，比年初增长 209%



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 8 2012Q3 净负债率和真实负债率为 91% 和 51%



数据来源: Wind、上海证券研究所

六、公司扎根二三线城市 受益新型城镇化主线

据媒体报道，全国城镇化规划草案已经基本成型，拟定了新型城镇化的六大指导原则：

第一，体现以人为本的理念，着力提高人口城镇化水平，降低城镇准入门槛。

第二，坚持城乡统筹，把推进城镇化和工业化、农业现代化紧密结合，以工促农、以城带乡，实现城乡经济一体化发展。

第三，合理调整优化城市群格局，促进人口分布、经济布局与资源环境相协调。

第四，以大带小，把大中城市和小城镇联接起来共同发展。

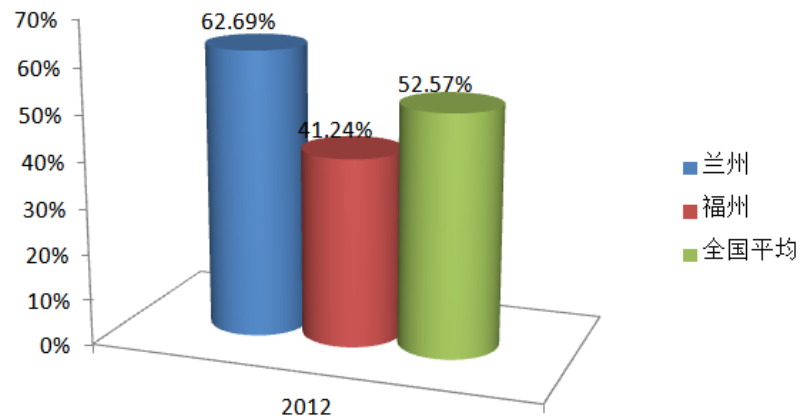
第五，集约高效，合理控制建设用地规模，合理设置城镇建设标准。

第六，完善城镇的功能，改善人居环境、基础设施和公共服务。

未来几年我国将逐步把符合条件的农村转移人口转为城镇居民，在北京、上海、广州等特大城市控制人口规模的同时，大城市将继续发挥吸纳外来人口的作用，中小城市和小城镇则将放宽落户条件。

公司项目集中在福州及周边的永泰、福清和京津走廊间的唐山、以及西北重镇兰州，未来将受益于外来人口的流入和城镇落户条件的放宽。

图9 公司各区域新建(含续建)分布



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所整理

七、估值和投资建议

公司借壳注入名城地产70%股权, 根据重组时的业绩承诺, 上述项目2011-2013年能为公司(并表)合计贡献净利润10.84亿元, 其中2011年贡献净利润不低于原承诺数6.84亿元。公司2011年实现归属于母公司净利润6.97亿元, 按照2013年公司签约额目标30亿元测算, 业绩承诺有望在2013年提前实现。

公司2012年结算项目较少, 2012年报有望成为未来两年的低点; 预计2013年业绩有望实现逐季快速增长。从中期看, 公司土地储备近4.5万亩, 区域布局受益新型城镇化方向, 未来2-3年业绩增长潜力较大。我们预计公司2012-2014年的EPS分别为: 0.17元/0.51元/0.73元, 对应当前股价的动态PE分别为: 37X/12X/8X。我们建议给予公司“跑赢大市”评级。

八、风险提示

- 2012年可结算资源少, 年报业绩预减64%。
- 调控对公司一级开发和二级开发项目可能造成不利影响。
- 明年可售项目如果滞销, 可能加重公司资金压力。
- 地方政府土地收储时间和土地出让的不确定性风险。

财务报表及指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6923	6008	11255	13062	营业收入	3303	1423	4250	5963
现金	610	1454	2478	3119	营业成本	1252	534	1594	2236
预付账款	18	207	295	404	营业税金及附加	588	215	620	823
存货	6286	4334	8446	9503	营业费用	49	61	191	256
非流动资产	492	419	572	674	管理费用	60	117	348	465
长期投资	128	170	227	299	财务费用	22	20	33	71
固定资产	34	37	60	76	营业利润	1336	477	1463	2111
资产总计	7415	6427	11827	13736	营业外收入	4	0	0	0
流动负债	3241	2067	6549	7062	营业外支出	3	0	0	0
短期借款	750	50	2457	2567	利润总额	1337	477	1463	2111
应付账款	443	0	316	290	所得税	339	119	366	528
非流动负债	970	798	619	432	净利润	998	358	1097	1583
长期借款	970	798	619	432	少数股东损益	301	107	329	475
负债合计	4211	2865	7168	7494	归属母公司净利润	696.5	250.3	767.9	1108.3
少数股东权益	1022	1130	1459	1934	EPS (摊薄)	0.46	0.17	0.51	0.73
归属母公司权益	2182	2432	3200	4309	主要财务比率				
负债和股东权益	7415	6427	11827	13736	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
					成长能力				
现金流量表	单位:百万元				营业收入增长率	38%	-57%	199%	40%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润增长率	44%	-64%	207%	44%
经营活动现金流	-580	1942	-1066	904	归属母公司净利润增长率	45%	-64%	207%	44%
净利润	998	358	1097	1583	获利能力				
折旧摊销	6	3	3	5	毛利率	62%	63%	63%	63%
财务费用	22	20	33	71	净利率	30%	25%	26%	27%
营运资金变动	-1597	1504	-2154	-766	ROE	24%	7%	19%	20%
投资活动现金流	-139	12	-111	-118	偿债能力				
资本支出	17	26	37	22	资产负债率	57%	45%	61%	55%
长期投资	243	-41	70	91	净负债比率	67%	29%	70%	51%
筹资活动现金流	793	-1109	-132	-197	流动比率	214%	291%	172%	185%
短期借款	750	-700	76	57	营运能力				
长期借款	130	-171	-179	-187	总资产周转率	48%	21%	47%	47%
现金净增加额	75	845	-1308	589	每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.17	0.51	0.73
重要财务指标	单位:百万元				每股经营现金流(摊薄)	-0.38	1.29	-0.70	0.60
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股净资产(最新摊薄)	2.12	2.36	3.08	4.13
营业收入	3303	1423	4250	5963	估值比率				
同比(%)	38%	-57%	199%	40%	P/E	11.40	37.86	12.34	8.55
归属母公司净利润	697	250	768	1108	P/B	3.64	3.90	2.96	2.20
同比(%)	45%	-64%	207%	44%					

数据来源:公司公告、上海证券研究所预测

分析师承诺

分析师 舒廷飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。