

# 锁定优势资源，受益城中村改造

## ——名流置业城中村改造电话会议

2013年1月29日

推荐/维持

名流置业

事件点评

房地产行业分析师

郑闵钢

电话: 010-66554031

zhengmg@dxzq.net.cn

执业资格证号: S1480510120012

张鹏

电话: 010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业资格证号: S1480512060003

### 事件:

近期我们邀请名流置业的相关人员对武汉地区和公司的城中村改造情况做了一个介绍，并在电话会议上与部分机构投资者进行了交流。

#### 关注 1: 城中村改造实际上是土地一级开发的一种方式

城中村改造是指开发商前期介入一级开发，包括土地征用相关手续办理、拆迁户还建、同时协助村集体进行经济改制以及村民改身份，最后土地经过整理，进行挂牌交易的过程。“城中村改造”过程中，由于开发商有前期介入的优势，可以较好的控制、拿到项目。

#### 关注 2: 城中村项目优势较多

城中村项目的优点包括：1、可以一次性的拿到较大开发量，有一定的规模就可以有条件做出更好的品质，并取得更好的收益。而“招拍挂”的地块面积相对小，难以形成规模。2、现金流的压力相对小。因为城中村改造成本中，村集体的收益、拆迁成本和还建成本是大的支出，其他例如方案编制、交政府土地整理的相关费用则占比小。还建房是逐步支出，周期较长；村集体收益部分则比较有很大的弹性，根据村里的需要支出，相对现金流压力小。3、和“招拍挂”方式相比成本可控。城中村项目的开发企业先期介入，最终的实际成本会比较确定，与“招拍挂”方式比，成本较低并且可控。

#### 关注 3: 城中村改造难点在于利益协调，成本控制难点在于拆迁成本

城中村改造最难的部分，是与村集体协调的工作，要同时处理好村集体、村民利益和开发商利益之间的关系。目前公司所进行的项目在这方面选择对象慎重、运作机制完善，已取得很好的基础，所参与的项目村集体、区政府都比较支持，所以公司项目推进顺利，2013年将有部分项目达到挂牌要求。

城中村改造最大的成本分三块：村集体收益、拆迁成本和还建成本。其中拆迁成本则在实施过程中存在一定的不确定性，控制好拆迁成本是控制城中村改造总成本的关键点，公司在这方面已拥有较丰富的实际操作经验。

#### 关注 4: 武汉二环内城中村改造已基本完成，未来将向外继续扩展

武汉的城中村改造分为三个阶段。第一个阶段是政府 2009 年提出来的二环内的 56 个村进行城中村改造，截止到 2012 年，56 个村已经全部完成挂牌交易，第一阶段已经完成；第二阶段，是指二环外、三环内的

80 几个城中村村，将是未来城中村地块集中推出的区域；第三阶段，是指三环外的城中村改造，目前除了某些政府用地要求进行城中村改造外，很少有城中村项目纳入政府规划。中长期看公司在武汉地区获得新的城中村改造项目仍有空间。

#### 关注 5：公司城中村改造稳步推进

继 2012 年摘得邓甲村项目后，公司目前正在改造的长丰村、建和村和新湖村有望 2013 年上半年挂牌，我们预计公司很可能摘牌，届时将给公司增加约 400 万平方米的项目储备，公司在武汉地区的项目储备将达到 500 万方左右，公司在武汉地区的市场影响力将进一步增强。

交流会上公司领导回答了不少投资者所提出的问题。

#### 结论：

公司是最早一批迅速完成全国布局的地产公司之一。目前面对房地产市场的新变化，积极调整发展战略，以退为进，发挥自身优势精耕优势城市。为更有效地实现公司战略的调整，公司积极出台包括股权激励等的相应配套措施，调动全员积极性来促进公司的发展。2013 年公司推盘量较大，并将加速开发项目的周转。我们预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 27.59 亿元、44.16 亿元和 53.05 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 3.38 亿元、5.04 亿元和 6.75 亿元，基本每股收益 0.13 元、0.2 元和 0.26 元，对应当前 PE 分别为 16.89X、11.33X 和 8.46X，维持公司“推荐”评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产合计</b>	9894	11881	16792	20013	<b>营业收入</b>	1813	2759	4416	5305
货币资金	2167	1103	1766	2122	<b>营业成本</b>	1206	1788	2829	3273
应收账款	60	45	73	87	营业税金及附加	167	221	353	424
其他应收款	84	127	204	245	营业费用	63	83	132	159
预付款项	1659	2196	3045	4027	管理费用	133	193	309	371
存货	5844	8329	11625	13452	财务费用	19	69	176	243
其他流动资产	80	80	80	80	资产减值损失	-3.96	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	995	890	851	811	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	132	132	132	132	投资净收益	17.90	50.00	60.00	70.00
固定资产	263.39	291.54	252.16	212.78	<b>营业利润</b>	247	450	671	898
无形资产	3	3	3	2	营业外收入	1.33	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	5.56	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	10890	12772	17643	20823	<b>利润总额</b>	243	451	672	899
<b>流动负债合计</b>	3009	5556	10098	12863	所得税	77	113	168	225
短期借款	307	5166	8900	10964	<b>净利润</b>	166	338	504	675
应付账款	548	588	930	1076	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	751	1027	1469	1999	归属母公司净利润	166	338	504	675
<b>非流动负债合计</b>	2461	749	826	905	EBITDA	294	558	887	1181
长期借款	667	747	828	908	<b>BPS (元)</b>	0.07	0.13	0.20	0.26
其他非流动负债	4	2	-2	-3	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	5470	6305	10925	13768		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	199	199	199	199	<b>成长能力</b>				
实收资本(或股本)	2560	2560	2560	2560	营业收入增长	-7.3%	52.14%	60.07%	20.13%
资本公积	1536	2414	2414	2414	营业利润增长	385.7%	82.12%	49.20%	33.93%
未分配利润	935	1071	1272	1542	归属于母公司净利润增长	244.7%	103.03%	49.09%	33.88%
归属母公司股东权益合计	5220	6258	6510	6848	<b>获利能力</b>				
<b>负债和所有者权益</b>	10890	12763	17634	20815	毛利率(%)	33%	35%	36%	38%
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>				
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率(%)	9%	12%	11%	13%
<b>经营活动现金流</b>	-452	-4435	-2799	-1296	总资产净利润(%)	2%	3%	3%	3%
净利润	166	338	504	675	ROE(%)	3%	5%	8%	10%
折旧摊销	28.32	0.00	39.71	39.71	<b>偿债能力</b>				
财务费用	19	69	176	243	资产负债率(%)	50%	49%	62%	66%
应付帐款的变化	0	40	342	146	流动比率	3.29	2.14	1.66	1.56
预收帐款的变化	0	276	442	531	速动比率	1.35	0.64	0.51	0.51
<b>投资活动现金流</b>	0	119	55	65	<b>营运能力</b>				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.18	0.23	0.29	0.28
长期投资	132	132	132	132	应收账款周转率	13.08	52.36	74.88	66.40
投资收益	18	50	60	70	应付账款周转率	3.56	4.86	5.82	5.29
<b>筹资活动现金流</b>	0	3253	3407	1586	<b>每股指标(元)</b>				
短期借款	307	5166	8900	10964	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.13	0.20	0.26
长期借款	667	747	828	908	每股净现金流(最新摊薄)	0.07	-0.42	0.26	0.14
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.04	2.45	2.54	2.68
资本公积增加	0	878	0	0	<b>估值比率</b>				
财务费用	0.00	-69	-176	-243	P/E	31.86	16.89	11.33	8.46
<b>现金净增加额</b>	-452	-1063	663	356	P/B	1.09	0.91	0.88	0.83
					EV/EBITDA	21.15	17.77	14.77	12.62

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

### 张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。