

评级：审慎推荐（首次）
房地产
公司调研报告
证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005
 研究助理 胡华如 S1080112060029
 电话：0755-82480722
 邮件：huhuaru@fcsc.cn

否极泰来、销售回暖或盘活巨量存货

——名流置业(000667)

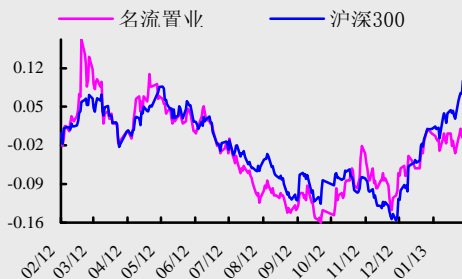
预测价格区间(元) 2.6 ~ 2.8

交易数据

上一日交易日股价(元) 2.21
 总市值(百万元) 5,702
 流通股本(百万股) 2,560
 流通股比率(%) 99.21

资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元) 5,325
 每股净资产(元) 2.06
 市净率(倍) 1.07
 资产负债率(%) 56.93

公司与沪深300指数比较

相关报告
事件：

近日与名流置业的高管交流了公司的经营情况，我们认为，公司的基本面已然触底反弹，最坏时期已经过去，在销售回暖、战略调整 and 经营效率改善的驱动下，公司的巨量存货有望逐渐盘活，经营指标会慢慢好转。武汉城中村改造项目与城镇化趋势的契合将会加速这一过程，我们看好公司未来的成长。

要点：

- ◆ **过去半年销售提速明显：**公司在2011年销售额约18亿，在2012年上半年销售约7亿，而2012年下半年推盘量大增，在市场回暖的叠加作用下销售17亿元，全年约24亿，2012年下半年销售提速明显，全年销售额同比增长约30%。公司在2012年可售面积约94万方（货值约56亿），其中四季度推出约40万方。而在2013年，仅武汉就有三个新项目进入销售阶段，从可售货量来看，公司在2013年依然充足，从而能有效地保障销售的持续性。
- ◆ **巨量土地储备待盘活：**公司的土地储备非常丰厚，不考虑公司已签署协议拟取得土地使用权的项目，截止到2012年6月底公司未结算的权益建面为385万方，按所对应的项目计算未结算比例高达84.5%。而针对已经签署合作协议的城中村项目，公司拿地的确定性非常强，若考虑这部分土地在内，截止到2012年6月底公司未结算的权益建面为844万方。销售走好不仅会带动竣工、新开工等指标的增长，也会极大改善公司存货周转速度和经营周期，在管理效率提升的前提下，公司的巨量土地储备将会为业绩的释放提供空间。
- ◆ **战略重心回归武汉：**公司在2002年借壳上市，在2006年实行定向增发，先后进入北京、武汉、西安等14座城市，完成了全国性的布局。但扩张速度过快和房地产调控环境使得公司存货堆积、销售乏力、周转速度下降。公司目前调整了战略，由之前的“3+X”（珠三角、泛长三角、环渤海和重庆、西安、武汉等城市）变为“1+2”（立足武汉、扩大沈阳和广东项目的优势），公司将加大武汉城中村项目的投入、突出在武汉的土著优势，未来在武汉的土地储备将会超过1000万方。我们认为公司立足现实，战略重心回归武汉不仅显得稳健，也契合了本土和城镇化趋势，战略成功的可能性很大。



- ◆ **城中村改造前景看好:** 武汉作为我国中西部的重镇、中原地区的文化、贸易和交通中心,对人口和产业的聚集能力较强。而武汉三环以内有超过 100 个城中村项目,目前还有 40% 的项目待开发,公司作为武汉城中村改造市场最重要的两家市场主体之一,前景广阔。目前,公司在武汉已经签署合作协议的城中村项目就有鸚鵡村、新湖村、建和村和长丰村四个项目,合计建面高达 385 万方。
- ◆ **管理效率有待提升:** 公司最近一期报告期的毛利率为 32%,净利率 8%,离历史高位 09 年的 57% 和 32% 差距依然很大。其中土地成本优势的缺失、管理费用的爬升是重要因素。公司最近一期报告期管理费用率为 10.7%,位于历史高位,也高于行业平均水平 5.6pc,公司的管理效率和费用控制水平有待提高。
- ◆ **给予审慎推荐评级:** 我们预计公司 2012-2014 年的净利润分别为 3.0 亿元、4.4 亿元、6.1 亿元,对应的 EPS 分别为 0.12 元、0.17 元和 0.24 元,首次给予审慎推荐评级,股价的目标区间为 2.6-2.8 元。
- ◆ **风险提示:** 销售表现低于预期、经营效率持续低下。

表 1 名流置业财务指标 (百万元)

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1813	2357	3772	5280
收入同比	-7%	30%	60%	40%
归属母公司净利润	166	300	443	605
净利润同比	-17%	80%	48%	36%
毛利率	33.5%	35.0%	37.7%	41.1%
ROE	3.2%	5.4%	7.4%	9.2%
每股收益(元)	0.07	0.12	0.17	0.24
P/E	34.29	19.04	12.88	9.44
P/B	1.09	1.03	0.96	0.87
EV/EBITDA	23	16	9	5

数据来源:公司公告、第一创业研究所



盈利预测

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	9894	13197	19125	27728	营业收入	1813	2357	3772	5280
现金	2167	1886	3017	4224	营业成本	1206	1532	2348	3108
应收账款	60	78	125	175	营业税金及附加	167	215	345	486
其他应收款	84	109	174	243	营业费用	63	82	124	169
预付账款	1659	2107	3230	4275	管理费用	133	170	272	370
存货	5844	8903	12464	18695	财务费用	19	5	147	403
其他流动资产	80	115	115	115	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	995	1005	1025	1041	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	132	113	113	113	投资净收益	18	45	56	62
固定资产	263	310	342	365	营业利润	247	399	591	806
无形资产	3	4	5	6	营业外收入	1	2	2	2
其他非流动资产	597	578	565	557	营业外支出	6	3	3	3
资产总计	10890	14203	20150	28769	利润总额	243	399	590	805
流动负债	3009	5034	9254	15983	所得税	77	100	147	201
短期借款	307	1473	4660	10354	净利润	166	299	442	604
应付账款	548	484	516	500	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	2154	3077	4078	5129	归属母公司净利润	166	300	443	605
非流动负债	2461	3450	4735	6022	EBITDA	293	425	762	1237
长期借款	667	1653	2939	4225	EPS (元)	0.07	0.12	0.17	0.24
其他非流动负债	1794	1797	1796	1797					
负债合计	5470	8484	13989	22004	主要财务比率				
少数股东权益	199	198	197	196	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	2560	2560	2560	2560	成长能力				
资本公积	1536	1536	1536	1536	营业收入	-7.3%	30.0%	60.0%	40.0%
留存收益	1116	1416	1859	2464	营业利润	-8.0%	61.8%	47.9%	36.4%
归属母公司股东权益	5220	5520	5963	6568	归属于母公司净利润	-17.0%	80.1%	47.8%	36.4%
负债和股东权益	10890	14203	20150	28769	获利能力				
					毛利率(%)	33.5%	35.0%	37.7%	41.1%
					净利率(%)	9.2%	12.7%	11.8%	11.5%
					ROE(%)	3.2%	5.4%	7.4%	9.2%
					ROIC(%)	2.9%	3.4%	4.3%	4.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.2%	59.7%	69.4%	76.5%
					净负债比率(%)	30.78%	44.96%	59.32%	69.41%
					流动比率	3.29	2.62	2.07	1.73
					速动比率	1.35	0.85	0.72	0.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.18	0.19	0.22	0.22
					应收账款周转率	12	32	35	33
					应付账款周转率	2.37	2.97	4.69	6.12
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.07	0.12	0.17	0.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.18	-0.98	-1.26	-2.10
					每股净资产(最新摊薄)	2.04	2.16	2.33	2.57
					估值比率				
					P/E	34.29	19.04	12.88	9.44
					P/B	1.09	1.03	0.96	0.87
					EV/EBITDA	23	16	9	5

数据来源:公司公告、第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135