

名流置业 000667.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

地利人和，静待业绩释放

—— 名流置业调研报告

事件：

我们于近日走访了名流置业，考察了公司的邓甲村项目和鹦鹉村项目。

报告要点：

- **武汉城市规划和城中村改造的机遇。**《武汉市城市总体规划》通过国务院正式批复，武汉城市发展上升到了国家高度。城中村改造蕴藏着巨大的商机。公司的邓甲村项目和鹦鹉村项目位于汉阳核心区域，地理位置优越，具有广阔的发展空间。
- **实施股权激励的契机。**公司股权激励计划开始实施。激励范围广，员工比例高，行权条件较高，有利于公司业绩的平稳有效释放。
- **区域扩张进行中。**未来公司将根据各地的房地产发展状况和公司的具体情况，择机进入新的市场，优先进入公司前期运作较为成熟的市场，有序实现区域扩张，拓展公司发展空间。
- **产业链整合，注重品牌塑造。**公司的产业链整合为有选择性的产业链延伸。产业链延伸的主要目的在于塑造名流品牌。
- **2010-2011 年业绩大幅增长是大概率时间。**根据公司经营计划，2010 年公司各项经营指标均大幅提升。从调研反馈的情况来看，目前公司各项目进展顺利。
- **估值与预测。**公司 2009 年的每股收益为 0.21 元，预计 2010-2011 年的每股收益（未摊薄）分别为 0.58 元和 1.00 元，估值合理。公司项目所在地大多位于经济发展潜力较大的二三线城市，受宏观调控的影响相对较小。股权激励计划有利于业绩释放。给与“推荐”评级。
- **风险提示。**政策调控导致房地产市场再度低迷的风险。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	1287	1030	888	2597	4380
增长率(%)	104.82	-19.99	(13.73)	192.5	68.7
归属母公司股东的净利润(百万元)	296	315	280	780	1343
增长率(%)	150.16	6.59	(11.13)	178.6	72.2
每股收益(元)	0.39	0.23	0.21	0.58	1.00
市盈率	22.59	37.31	36	13	7.6

请务必阅读正文之后的重要声明

房地产

评级： 推荐（调高）

当前价格： ¥7.63

2010.04.26

基础数据

总市值(百万元)	10238.37
总股本/流通 A 股(百万股)	1347/1347
流通市值(百万元)	10238.37
每股净资产(元)	3.65
净资产收益率(%)	5.69

交易数据

52 周内股价区间(元)	4.66 ~ 10.58
静态市盈率(倍)	36
动态市盈率(倍)	13
市净率(倍)	2.07

52 周内股价走势图



左红英 执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

1. 武汉城市规划和城中村改造的机遇

从大的方面来讲,《武汉市城市总体规划》3月8日通过国务院正式批复,明确武汉城市性质为“湖北省省会,国家历史文化名城,我国中部地区的中心城市,全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。”武汉在全国发展布局中的功能定位由上轮总规的“我国中部重要的中心城市”,上升为“我国中部地区的中心城市”。这个变动,“锁定”了武汉作为中部地区龙头城市的地位。这表明武汉的城市定位在国家层面得到认可和显著提升,武汉城市发展上升到了国家高度。对于深耕武汉市场的所有房地产开发企业来讲,这其实是提供了一个整体性的机遇。

具体到公司层面来讲,规划指出,“城中村”是主城区内重点改善区域,加大改造力度,促进“城中村”向城市社区转变。规划到2020年,基本完成主城区的“城中村”改造。公司及时地抓住了武汉“城中村”改造的时机,积极介入武汉“城中村”改造。新增了武汉邓甲村和鹦鹉村“城中村”改造项目。这两个项目均位于汉阳。在国务院对于《武汉市城市总体规划》的批复中指出,“主城区要依托‘两江交汇、三镇鼎立’的自然格局,逐步完善汉口、武昌、汉阳的功能,促进一体化发展。”在武汉三镇中,汉阳的社会经济发展水平和城市建设相对较为落后。这也意味着在武汉未来的城市发展中,汉阳将具有更大的发展空间和更多的发展机遇。按照《武汉市城市总体规划》,汉阳地区主要发展先进制造业、会展博览、文化旅游、生态居住等职能。规划常住人口100.5万人,建设用地面积103平方公里。汉阳现有常住人口约60余万人。按照规划,汉阳在未来将新增常住人口30多万人。人口的快速扩张也带来了旺盛的住房需求。

此外,在武汉市新一轮城市规划中,武汉内环的线路走向已重新规划。新一轮总体规划里确定,武汉内环线由28公里增加到30公里,扩大到汉阳中心地区,新增加墨水湖北路以北区域,根据新一轮武汉总体规划的修编调整,武汉的交通环线有了新的定义,原来的内环线、中环线的说法,被一环、二环、三环所替代,路线也作了相应调整。其中,对一环路的调整最大,将在长江大桥上游建设“鹦鹉洲过江通道”,形成新的城市内环线,增强内环线对汉阳中心区以及武汉新区辐射能力。按初步建设方案,“鹦鹉洲过江通道”将兴建三塔悬索的鹦鹉洲长江大桥,用来取代武汉长江大桥,成为内环线新的组成部分。该大桥建成后,武汉市目前的内环线将南移外扩。对比原先的环线,一环路向西由武胜路、鹦鹉大道拓展至硃砂嘴、江城大道,向南由武珞路、长江大桥拓展鹦鹉洲大桥和中山路,环线在汉阳段的比例,将由10%提高至20%。(资料来源:荆楚网)

武汉邓甲村项目位于武汉市汉阳区江堤乡邓甲村,属于城中村改造,在归元寺、月湖风景区、墨水湖风景区附近。武汉鹦鹉村项目位于武汉市汉阳区四新区域,紧邻国家级产业开发区,该区域延续汉阳地区悠久的人文历史传统,武汉市将把该区域打造成一个品质一流、环境优美、服务上乘的综合性城市副中心和代表武汉市水乡特色和良好的生态的居住新城。本公司拟将该地块开发以高层住宅为主,将利用该项目A地块临近滨江大道景观带和长江的特点,打造高品位高端住宅;B地块将打造成为高性价比、高品质的人文社区。该项目若能成功获取,将为公司提供新的土地储备,成为公司新的利润增长点。

从上述可见公司的邓甲村项目和鹦鹉村项目优越的地理位置和广阔的发展空间。

图 1: 武汉主城区总体规划图



数据来源：武汉市城市规划设计研究院

图 2: 武汉的城市环线划分



数据来源：荆楚网

2、实施股权激励的契机

2009 年 12 月，公司《A 股股票期权激励计划》获批，目前已登记完成授予。

从授予的激励对象来看，包括了集团的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员，总计约 90 人，占员工总数的 15%。覆盖范围广，有利于充分调动广大员工的积极性。同时，此次激励对象不包括独立董事、监事和持股 5% 以上的主要股东或实际控制人及其配偶、直系近亲属，充分显示了公司主要股东和实际控制人的决心和诚意。

从行权需满足的主要财务条件来看，行权限制期内，扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润年复合平均增长率不低于 25%，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%。行权条件较高，有利于公司业绩的平稳有效释放。

表 1: 股权激励主要数据

名目	数值	备注
授予股票总数	2000 万股	占本计划公告时本集团股本总额的 1.48%
授予的人员总数	约 90 人	占员工总数的 15%
行权价格	8.20 元/股	在股票期权有效期内发生派息等事宜，价格和数量将做相应的调整。

数据来源：公司公告

表 2: 行权需满足的条件

名目	条件
股票期权行权限制期（2010 年至 2014 年）内，归属于母公司所有者的净利润及扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润	不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不为负
净利润年复合平均增长率	以本集团 2008 年扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润为基数，行权限制期内扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润年复合平均增长率不低于 25%
年平均净资产收益率	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%
其它条件	对集团和激励对象的其它约束条件

数据来源：公司公告

3、区域扩张进行中

经过 20 年的耕耘，公司已累计开发了超过 1000 万平方米的建筑体量。目前公司项目分布于武汉、惠州、沈阳、芜湖、合肥、北京、西安等地。按照公司的区域发展规划，公司发展定位于长江沿线、珠三角、环渤海和西部几个核心区域，同时辐射周边。未来公司将根据各地的房地产发展状况和公司的具体情况，择机进入新的市场，优先进入公司前期运作较为成熟的市场，有序实现区域扩张，拓展公司发展空间。

表 3: 公司主要项目概况（单位：万平方米）

项目名称	项目简况
武汉“名流人和天地”	位于武汉市黄陂区盘龙城经济开发区。项目北临 10 平方公里盘龙湖，南接楚天大道，总用地规划 810 亩，总建筑面积 114 万平方米，分 6 大组团分期滚动开发，住宅形态有多层、小高层及高层，规划有幼儿园、会所、大型仓储购物广场等社区配套。
惠州“名流印象”	项目位于惠州市惠城区三环南路，紧邻惠州最大的南山森林公园，规划建筑面积 33.59 万平方米。2008 年起陆续竣工。项目分三期开发，一期占地面积约 3.65 万平米，建筑面积约 11.47 万平米，户型面积 56-140 平米

惠州“名流公馆”	项目位于惠州市江北16号小区，惠州市行政、教育、文化、金融中心区——江北鹅潭湖公园旁，规划建筑面积1.85万平方米；预计2010年12月竣工
博罗“名流幸福庄园”	项目位于惠州市博罗县湖镇镇显岗村，惠州市罗浮山风景名胜区内，一期总用地面积49.7万平方米，规划建筑面积13.15万平方米；2010年起陆续竣工；项目的整体规划将打造健康环保型可持续发展的国际生态养生社区。
北京“名流广场”	项目位于北京市丰台区六里桥立交西南侧，东侧为现代大型交通枢纽中心，规划建设中的二条地铁线在本项目内交汇。项目总用地面积1.05万平方米，规划建筑面积9.46万平方米，是由商业、写字楼、酒店式公寓等组成的MINI型城市综合体；预计2012年竣工
重庆“名流公馆”	项目位于重庆市渝中区下曾家岩片区，项目占地约5.17万平方米，规划总建筑面积约18.81万平方米。预计2011年竣工
沈阳“名流印象”	项目位于沈阳浑河南岸的浑南新区，与沈阳奥体中心仅一街之隔，是沈阳“金廊”、“银带”交叉点上的大型高尚社区。项目占地25.81万平方米，规划建筑面积约98.15万平方米。2010年起陆续竣工
沈阳“名流公馆”	位于沈阳浑河南岸的浑南新区；项目占地7.07万平方米，规划建筑面积14.13万平方米；预计2010年起陆续竣工
芜湖“名流印象”	项目位于芜湖市镜湖区，毗邻芜湖最繁华的城市商业步行街，东临吉和南路，北临北京西路，占地面积8.7万平方米，规划总建筑面积48.09万平方米。项目由综合性商业街区、精品写字楼、经济型酒店和高品质住宅、高档公寓等几大建筑群构成的超大型的城市综合体。预计2010年12月起陆续竣工
合肥“名流高尔夫庄园”	项目位于合肥市西南部紫蓬山风景名胜区。总用地面积200万平方米，规划建筑面积45.4万平方米。项目将打造成以旅游休闲、运动健身、度假居住为一体的大型综合性滨水度假休闲区；2010年起陆续竣工
武汉邓甲村项目	位于武汉市汉阳区江堤乡邓甲村，属于城中村改造，在归元寺、月湖风景区、墨水湖风景区附近。开发用地面积约368亩（含整合用地），容积率约3.0，还建用地面积约189亩。根据测算，取得该项目开发用地的总成本约14.70亿元。根据初步规划，合作项目开发用地面积约24.54万平米，容积率不低于3.0，开发建筑面积不低于73.62万平米，楼面地价1,997元/平方米；若容积率达到3.5，开发建筑面积将达到85.89万平米，楼面地价1,711元/平方米。该项目取得后，将建设高性价比、高品质运动活力社区，主要产品为20—30层普通住宅。预计2011—2014年陆续竣工，2011年可以开始销售。目前，地块周边区域同类型产品销售均价为7,000元/平方米。
东莞凤岗项目	位于东莞市凤岗镇官井头村南区，步行到深圳龙岗约10多分钟，距东莞市区约50公里。属于厂区拆迁和三旧改造。规划用地面积约为19.5万平方米，其中净建设用地面积约为17.77万平方米，容积率2.0，总建筑面积约为35.54万平方米，主要用于开发住宅项目。东莞名流取得该片区国有建设用地使用权的对价拟定为人民币3.554亿元。已签订合作协议，拟将取得建设用地使用权
武汉鹦鹉村项目	项目位于武汉市汉阳区四新区域，紧邻国家级产业开发区。2010年1季度已签订合作协议，拟将取得建设用地使用权。“城中村”改造项目，开发及还建捆绑用地面积约11.26万平，包含A、B两地块，其中A地块净用地面积约6.7万m ² ，容积率为3.8，B地块净用地面积约4.56万m ² ，容积率为3.2。公司拟将该地块开发以高层住宅为主，将利用该项目A地块临近滨江大道景观带和长江的特点，打造高品位高端住宅；B地块将打造成为高性价比、高品质的人文社区。本项目根据测算，计容建筑总面积约40.05万平，其中可销售建筑面积约27.35万平，还建建筑面积约12.70万平，土地获得价款约6.24亿元。已支付保证金5000万元。
西安曲江项目	2010年1季度已签订合作协议，拟将取得建设用地使用权。拟签订合作协议，由区将管委会为公司在西安市曲江新区寻找符合要求的土地资源进行储备；协议约定，目标地块土地面积约281亩，容积率约2.5—3.5。其中宗地一的土地面积约67亩，土地用途为住宅；宗地二的土地面积约79亩，宗地三的土地面积约135亩，宗地二、宗地三的土地用途为住宅（含部分商业配套）。根据测算，取得该项目开发用地的总成本约10.12亿元。根据初步规划，开发用地面积约18.73万平米，若容积率为2.5时，开发建筑面积不低于46.83万平米，楼面地价2,161元/平方米；若容积率达到3.5时，开发建筑面积将达到65.56万平米，楼面地价1,544元/平方米。该项目取得后，将塑造曲江新区西南部的中高端项目，以现代建筑为主，且结合曲江新区的文化氛围，充分利用地形地势，打造坡地多重园林景观、高性价比的超值生态景观社区。

资料来源：公司公告，爱建证券研发部整理

请务必阅读正文之后的重要声明

表 4: 公司产品系列

产品名称	代表楼盘	产品特点
“名流印象”系列	惠州“名流印象”、沈阳“名流印象”、等	以城市中等收入群体为主要消费对象，地处城市拓展地带或新区，开发规模较大，一般数十万平方米，甚至超过百万平方米，发展周期较长。
“名流公馆”系列	重庆“名流公馆”、西安“名流水晶宫”等	以拥有较高文化素质的城市中高等收入人群为主要消费对象，地处城市中心区，周边生活配套齐全。开发规模一般不超过 20 万平方米。
“名流庄园”系列	惠州“罗浮名流庄园”、合肥“名流紫蓬湾”等	高端别墅、旅游地产类项目，地处旅游目的地、城市风景区，生态环境优美或历史人文景观丰富。产品档次以舒适高端型为主，投资规模大，开发周期长，少则 3-5 年，多则 8-10 年。

数据来源：公司资料

4、产业链整合，注重品牌塑造

发展产业链是公司的战略方向，具有三大意义：一是服务地产，满足业主，按照市场要求设计产品，满足业主需求。二是通过房地产产业链企业提高专业水平，提升名流品牌。三是房地产开发利益最大化。从房地产开发产业链来讲，完整的产业链应该包括建筑建材、建筑施工，以及物业管理等方面。而立足于产业链发展的三大方向，公司的产业链整合为有选择性的产业链延伸。

目前，公司下属的中工建设公司已经先后承接过武汉、惠州、合肥、沈阳等项目的施工任务。2010 年 2 月出售了旗下子公司湖北现代基业商品砼有限公司股权。未来公司有整合物业管理的考虑。因此，整体来讲，公司的产业链整合为有选择性的产业链延伸。产业链延伸的主要目的在于塑造名流品牌。自有的建筑施工企业可有效保障公司开发项目的建筑质量；自有的物业管理公司可更好的为业主提供贴心服务。无论是质量的保障还是服务的完善，都是房地产企业品牌塑造的重要元素。而伴随着公司品牌效应的显现，也必将带来实质的经济效益。

图 3: 武汉“名流人和天地”名流家庭日



资料来源：公司网站

5、公司 2010-2011 年业绩大幅增长是大概率事件

根据公司经营计划，2010 年公司计划总施工面积 191 万平方米，同比提高了 96.2%；计划开工面积 110 万平方米，同比提高了 332.9%；计划竣工面积 71 万平方米，同比增长 118%。

从调研反馈的情况来看，目前公司各项目进展顺利。开复工进度基本按计划进行。芜湖、沈阳等地的楼盘销售火热，大超公司预期。资金方面，09 年顺利发行的 18 亿公司债和大量的销售回款为公司 2010 年度的经营提供了有力的资金支持。

尽管在新国十条的调控下，2010 年的房地产市场面临极大的不确定性。部分城市可能出现量价齐跌的现象。但由于公司主要项目均位于武汉、惠州、沈阳等二三线城市，房地产市场发展相对较为稳健，预计受调控影响的程度相对较小。

此外，2010 年作为公司实施股权激励计划的开局年，股权激励计划也为公司业绩释放提供了契机。

综上所述，我们认为，公司 2010-2011 年业绩大幅增长应该是可以预期的大概率事件。

表 5: 公司主要项目结算进度及盈利预测

项目名称	2010E				2011E			
	结算面积	结算均价	毛利率	毛利润	结算面积	结算均价	毛利率	毛利润
武汉“名流人和天地”	8.49	3500	38.20%	11351.13	8	3700	39.00%	11544.00
惠州“名流印象”	5.63	4600	38%	9841.24	8	5000	40%	16000.00
惠州“名流公馆”	0.5	6500	42%	1365.00	1.2	6500	42%	3276.00
博罗“名流幸福庄园”					2.5	25000	48%	30000.00
重庆“名流公馆”					8	7600	40%	24320.00
沈阳“名流印象”	11	5000	28%	15400.00	12	5000	28%	16800.00
沈阳“名流公馆”	3.1	6500	43%	8664.50	5.5	6500	43%	15372.50
芜湖“名流印象”	15	7500	48%	54000.00	12	7500	48%	43200.00
合肥“名流高尔夫庄园”	1.2	11000	40%	5280.00	2.5	11000	40%	11000.00
武汉邓甲村项目					3	8000	45%	10800.00
合计				105901.87				182312.50
所得税				26475.47				45578.13
净利润				79426.40				136734.38
少数股东利润				1429.68				2461.22
归属于母公司所有者的净利润				77996.73				134273.16
总股本（万股）				134715.39				134715.39
转增后总股本（万股）				255959.23				255959.23
每股收益（元）				0.58				1.00
每股收益（元）-摊薄				0.30				0.52

数据来源：爱建证券研发部

注：结算面积单位为万平方米，结算均价单位为元/平方米，毛利润单位为万元。

6、投资建议

公司 2009 年的每股收益为 0.21 元，根据我们的预测，公司 2010-2011 年的每股收益（未摊薄）分别为 0.58 元和 1.00 元，按照 4 月 26 日的收盘价 7.63 元计算，对应的市盈率分别为 36 倍、13 倍和 7.6 倍，估值合理。

此外，公司目前土地储备资源充足，且仍在积极洽谈新的土地项目，未来发展潜力较大。公司项目所在地大多位于经济发展潜力较大的二三线城市，受宏观调控的影响相对较小。加上股权激励计划的实施，有利于公司业绩的释放。因此，我们给予公司“推荐”评级。

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20% 以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5% 以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5% 以上

● 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5% 之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5% 以上；

重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。 我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、 复制。 如引用、 刊发， 需注明出处为爱建证券研究发展总部， 且不得对本报告进行有悖原意的引用、 删节和修改。