

# 万事俱备 只欠东风

——南国置业（002305）2016年中报点评

2016年08月19日

强烈推荐/维持

南国置业

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件:

公司8月18日公布2016年度中报,报告期内,公司实现营业收入13.72亿元,同比上升126.84%,归属上市公司股东的净利润478.18万元,较上年同期增加103.97%。截至报告期末,公司资产总额197.8亿元,净资产44.76亿元,负债总额153.54亿元,资产负债率为77.62%。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q2
营业收入(百万元)	359.26	604.77	947.04	3050.88	313.36	1371.83
增长率(%)	4.70%	4.73%	39.07%	15.25%	-12.78%	126.84%
毛利率(%)	46.30%	45.05%	40.71%	31.89%	35.37%	17.67%
期间费用率(%)	13.91%	16.19%	13.74%	6.70%	15.19%	6.37%
营业利润率(%)	16.06%	-15.28%	-8.96%	6.32%	6.72%	2.39%
净利润(百万元)	38.95	-119.43	-114.41	30.69	3.77	4.78
增长率(%)	-37.63%	-202.30%	-182.18%	-93.74%	-90.10%	103.97%
每股盈利(季度,元)	0.040	-0.082	-0.079	0.021	0.003	0.003
资产负债率(%)	76.04%	78.91%	79.89%	83.27%	82.93%	74.78%
净资产收益率(%)	5.17%	-8.27%	-5.27%	1.04%	0.51%	0.26%
总资产收益率(%)	1.93%	-1.58%	-0.94%	1.24%	0.17%	0.19%

## 观点:

➤ **营业收入和净利润均大幅增加。**公司上半年实现营业收入13.72亿元,同比大幅上升126.84%;其中,归属上市公司股东的净利润478.18万元,较上年同期大幅增加103.97%。截至报告期末,公司资产总额197.8亿元,净资产44.76亿元,负债总额153.54亿元,资产负债率为77.62%。

我们认为公司上半年营业收入和利润的大幅增长得益于以下两方面:一是起始于2015年下半年的行业销售升温,公司结算面积大幅增加;二是电建地产成为公司的第一大股东之后,其为公司提供了大量的项目和资金的支持,与此同时,双方在业务上的协同发展,也是公司业绩大幅增长的一个重要原因。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

项目	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
净利润	4.78	-119.43	103.97%	营收同比大幅增长所致
营业收入	1371.83	604.77	126.84%	结算面积增加和销售向好
资产负债率 (%)	74.78%	78.91%	-4.13%	定增导致权益大幅增大
费用比率 (%)	6.37%	16.19%	-9.82%	财务费用减少
加权 ROE (%)	0.16%	-4.07%	4.23%	净利润增长
总资产	19780.48	13465.32	46.90%	货币资金及其他应收款大幅增加
货币资金	2254.03	1919.48	17.43%	定增募集大量资金
预收账款	802.96	348.54	130.38%	签约销售额大幅增长
一年内到期非流动负债	—	—	—	—
经营活动净现金流	-212.77	-1930.58	88.98%	销售回款大幅增加
稀释 EPS	0.00	-0.08	100%	净利润增长

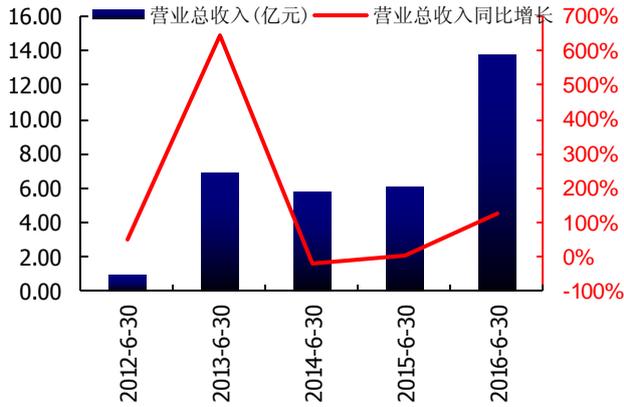
资料来源: 公司年报 东兴证券研究所

➤ **电建地产入主, 互补优势明显。**2012年至今, 电建地产先后两次收购公司的股份, 拥有公司的实际控制权。截止目前, 电建地产持有公司40.67%的股份, 成为公司的第一大股东及实际控制人。电建地产目前以住宅产品开发为主, 南国置业以商业地产开发运营为主, 二者之间优势互补。通过对公司的收购, 可以充分整合两者的资源, 实现业务的有机整合。同时, **电建地产的地产储备和资金上有较大的优势, 随着国企改革进程的不断推进, 公司预期将显著受益于这一进程。**

➤ **多渠道融资, 助力公司快速扩张。**公司明确2018年全国100强的目标, 不断加大一线和重点二线城市的拓展力度, 面对不断加大的资金需求, 公司自2015年以来开始充分利用上市融资平台推动直接融资: 稳步推进上市来首次定增(15亿), 大股东认购40%, 公司于16年7月3日公告, 已成功发行非公开发行股票2.7亿股, 价格5.64元/股, 募集资金15.3亿元; 此外, 还积极试水多种债务融资工具, 成功发行10亿定向融资工具、10亿中期票据和15亿公司债, 综合利率6.5%。在成功运用多种融资工具的同时, 公司主体信用评级有AA-提高到AA, 显示出资本市场对公司的认可, 为发行短融、超短融、永续债等奠基, 将进一步降低融资成本, 为公司市场快速扩张战略目标保驾护航。

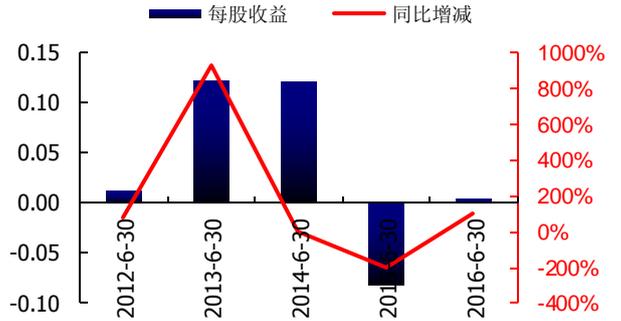
➤ **牵手中印文化, 布局产业园区发展。**公司15年6月与中印集团签署《战略合作框架协议》。根据协议, 中印文化将主题文化产业园、文化金融服务、园区博览会等相关文化产业引入公司的相关项目。公司与中印文化的战略合作, 能够借助中印文化在文化创意产业的市场的优势地位, 实现公司商业地产和文化产业的共同发展。为加快公司布局文化产业的步伐, 公司已于16年4月与湖北省电力建设第一工程公司签署《合作备忘录》, 双方将共同组建前期开发小组, 开展项目定位、制定改造方案、规划指标优化调整等一系列工作。此次合作标志着公司在商业地产运营主业发展的同时, 积极培育新的利润增长点。

图 4: 营业收入情况



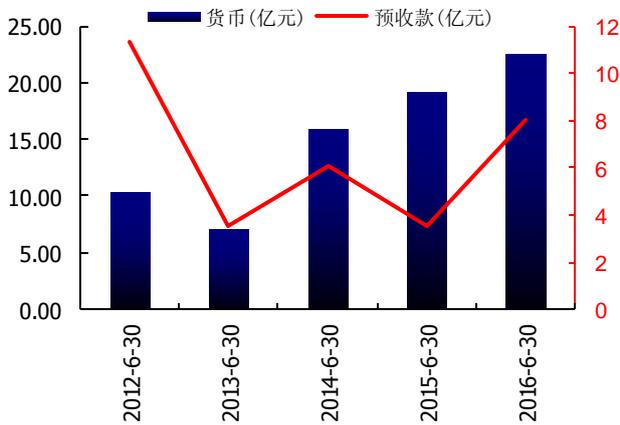
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 每股收益情况



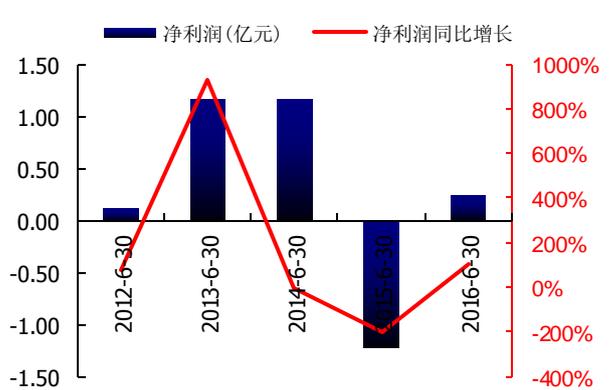
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 货币和预收款情况



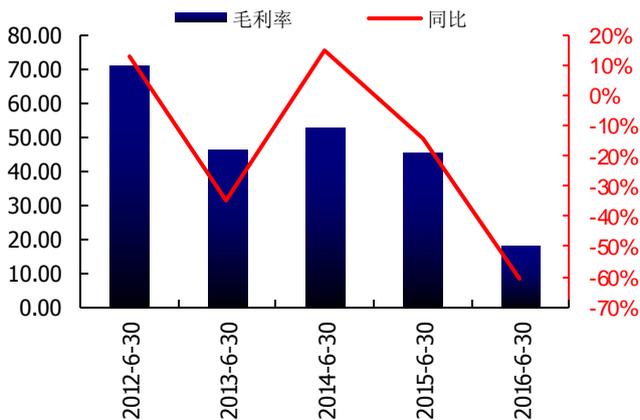
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 净利润情况



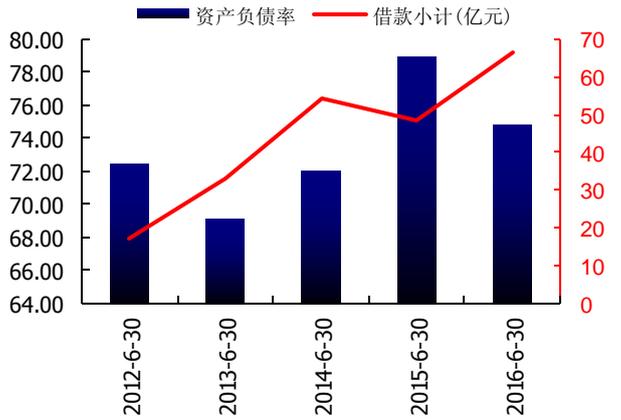
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 销售毛利率情况

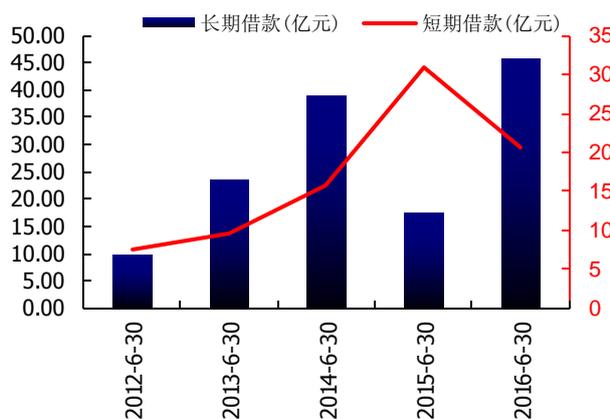


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

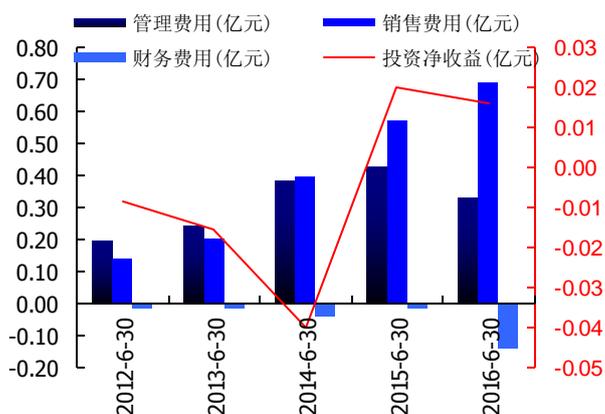
图 9: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 10: 贷款情况**


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况**


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

### 结论:

公司上半年营业收入和净利润都大幅增加, 这一方面得益于与电建地产的协同发展, 另一方面也是得益于公司正确的战略布局和定位。目前, 公司正积极通过多渠道融资, 持续深耕优势区域, 充分利用集团业务的协同发展和资源整合的优势, 不断加快公司文化转型步伐, 这些在未来都将成为公司利润的持续增长点。我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为44.30亿元、60.09亿元和75.35亿元, 每股收益分别为0.31元、0.42元和0.52元, 对应PE分别为19.32、14.40和11.57, 维持公司“强烈推荐”评级。

**表 3: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	9513	19028	22113	29938	37785	<b>营业收入</b>	2647	3051	4430	6009	7535
货币资金	723	2481	3544	4807	6028	<b>营业成本</b>	1493	2078	2880	3906	4898
应收账款	345	266	425	576	723	营业税金及附加	337	665	576	781	980
其他应收款	1137	724	1052	1426	1789	营业费用	70	138	120	162	203
预付款项	372	2172	2892	3868	5093	管理费用	70	76	111	150	188
存货	6936	13384	14201	19261	24153	财务费用	-1	-9	-3	0	5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14.92	7.09	10.00	10.00	10.00
<b>非流动资产合计</b>	929	59	154	150	147	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	76	6	6	6	6	投资净收益	38.07	96.78	100.00	100.00	100.00
固定资产	32.22	31.31	27.59	23.87	20.15	<b>营业利润</b>	700	193	837	1099	1351
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	1.12	1.01	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.78	0.12	0.70	0.70	0.70
<b>资产总计</b>	10442	19087	22268	30089	37931	<b>利润总额</b>	701	194	838	1099	1351
<b>流动负债合计</b>	5582	5996	7609	10463	13397	所得税	210	110	251	330	405
短期借款	1880	835	1092	2698	4254	<b>净利润</b>	491	84	586	770	946
应付账款	767	1478	1815	2461	3086	少数股东损益	0	53	50	50	50
预收款项	173	724	1167	1768	2521	归属母公司净利润	491	31	536	720	896
一年内到期的非流	1865	938	2500	2500	2500	EBITDA	701	186	838	1103	1360
<b>非流动负债合计</b>	1846	9897	10926	15556	20056	<b>BPS (元)</b>	0.51	0.02	0.31	0.42	0.52
长期借款	1846	6426	10926	15426	19926	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	3471	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	7428	15893	18535	26019	33453	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	21	261	311	361	411	营业收入增长	59.91%	15.25%	45.21%	35.63%	25.40%
实收资本(或股本)	969	1459	1733	1733	1733	营业利润增长	6.67%	-72.48	334.45%	31.24%	22.91%
资本公积	109	17	17	17	17	归属于母公司净利润	1647.94	34.14%	1647.94	34.14%	24.50%
未分配利润	1780	1318	1399	1507	1641	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	2993	2933	3422	3709	4068	毛利率(%)	43.59%	31.89%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>负债和所有者权益</b>	10442	19087	22268	30089	37931	净利率(%)	18.53%	2.75%	13.24%	12.81%	12.55%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	4.70%	0.16%	2.41%	2.39%	2.36%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	16.40%	1.05%	15.68%	19.40%	22.02%
<b>经营活动现金流</b>	-682	-4924	-1768	-4501	-4382	<b>偿债能力</b>					
净利润	491	84	586	770	946	资产负债率(%)	71%	83%	83%	86%	88%
折旧摊销	1.66	2.70	0.00	3.72	3.72	流动比率	1.70	3.17	2.91	2.86	2.82
财务费用	-1	-9	-3	0	5	速动比率	0.46	0.94	1.04	1.02	1.02
应收账款减少	0	0	-158	-151	-146	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	443	601	753	总资产周转率	0.29	0.21	0.21	0.23	0.22
<b>投资活动现金流</b>	-768	799	100	90	90	应收账款周转率	11	10	13	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.89	2.72	2.69	2.81	2.72
长期股权投资减少	0	0	10	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	38	97	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.02	0.31	0.42	0.52
<b>筹资活动现金流</b>	1042	4997	2732	5674	5513	每股净现金流(最新)	-0.42	0.60	0.61	0.73	0.70
应付债券增加	0	0	-3471	0	0	每股净资产(最新摊)	3.09	2.01	1.97	2.14	2.35
长期借款增加	0	0	4500	4500	4500	<b>估值比率</b>					
普通股增加	3	490	274	0	0	P/E	11.80	284.28	19.32	14.40	11.57
资本公积增加	9	-92	0	0	0	P/B	1.94	2.97	3.03	2.79	2.55
<b>现金净增加额</b>	-408	871	1064	1263	1221	EV/EBITDA	15.20	96.24	25.46	23.73	22.81

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 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。