



## 积极引进战略伙伴，开启全国战略布局

——南国置业（002305）2017年半年报点评

2017年08月23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	分析师	执业证书编号：S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

### 事件：

公司8月23日公布2017年半年报。报告期内，公司实现营业收入7.57亿元，较上年同期下降44.84%；归属于母公司所有者的净利润1099.96万元，较上年同期增加130.03%。截至报告期末，公司资产总额226.4亿元，归属于上市公司股东的净资产44.66亿元，负债总额177.37亿元，资产负债率为78.34%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	2103.84	313.36	1058.47	407.32	1119.92	382.9	373.85
增长率（%）	7.00%	-12.78%	331.14%	19.00%	-46.77%	22.19%	-64.68%
毛利率（%）	27.92%	35.37%	12.43%	29.82%	34.51%	16.59%	22.75%
期间费用率（%）	3.17%	15.19%	3.75%	19.62%	15.70%	9.89%	13.08%
营业利润率（%）	13.45%	6.72%	1.11%	2.03%	7.22%	0.19%	0.66%
净利润（百万元）	206.75	11.25	12.85	9.48	6.36	0.12	0.25
增长率（%）	-40.50%	-68.87%	-107.99%	492.18%	-96.92%	-98.96%	-98.09%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00
资产负债率（%）	83.27%	82.93%	74.78%	74.67%	76.01%	77.34%	78.34%
净资产收益率（%）	6.47%	0.35%	0.26%	0.19%	0.13%	0.00%	0.00%
总资产收益率（%）	1.08%	0.06%	0.06%	0.05%	0.03%	0.00%	0.00%

### 观点：

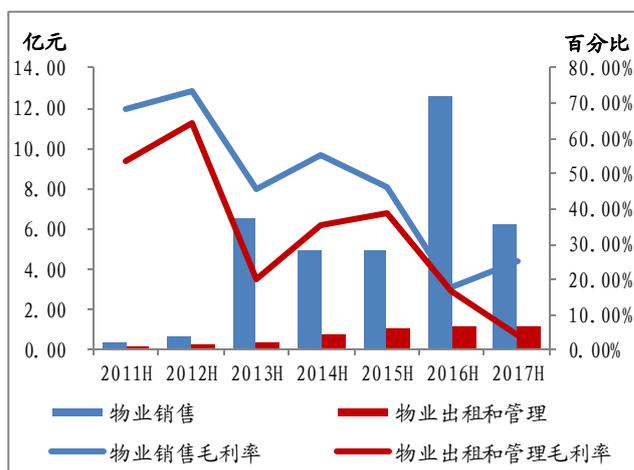
- 营业收入大幅下降但净利润大幅增长。**公司上半年实现营业收入7.57亿元，较上年同期下降44.84%；归属于母公司所有者的净利润1099.96万元，较上年同期增加130.03%。本期营业收入较上年同期下降是因为本期可结转项目较上年同期减少，营业收入下降而归属净利润大幅上升主要归因于本期结利项目权益比例高于去年同期，为100%。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

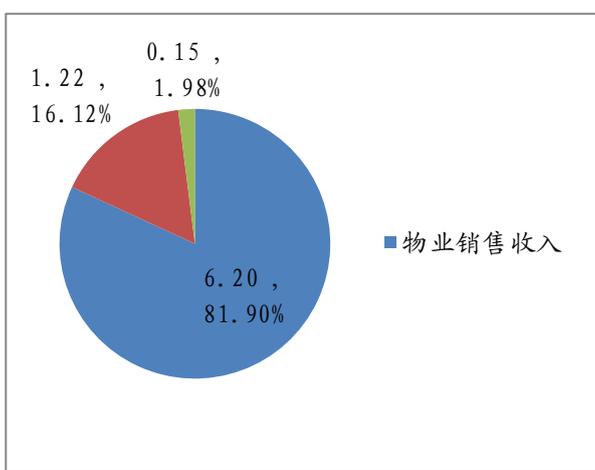
项目	2017年 H	2016年 H	同比变动	原因分析
净利润	11.00	4.78	130.03%	结利项目权益比例为 100%
营业收入	756.75	1371.83	-44.84%	结转周期所致
资产负债率	78.34%	74.78%	4.76%	负债增加
费用比率	11.46%	6.37%	80.10%	融资规模扩大, 财务费用增长
加权 ROE	0.24%	0.16%	50%	净利润增加
总资产	22639.65	19780.48	14.46%	借款增加
货币资金	3384.09	2254.03	50.14%	销售回款增加
预收账款	3859.54	802.96	380.66%	销售回款增加
一年内到期非流动负债	1667.26	140.00	1090.9%	负债正常到期
经营活动净现金流	1006.32	-212.77	572.95%	销售回款增加+购地支出减少
稀释 EPS	0.0063	0.0033	90.91%	归属于上市公司股东的净利润大幅增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司营业收入主要来源于物业销售, 占比 81.9%, 受益于近两年市场行情, 销售收入大幅增长; 物业出租和管理收入处于不断上升趋势中, 2013 年以来, 物业出租和管理收入增长较快, 年均增速 39.81%, 但两类业务毛利水平均处于下行通道中。

**图 1: 历年主营业务营收及毛利率**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 2: 2017 年上半年主营业务收入占比**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

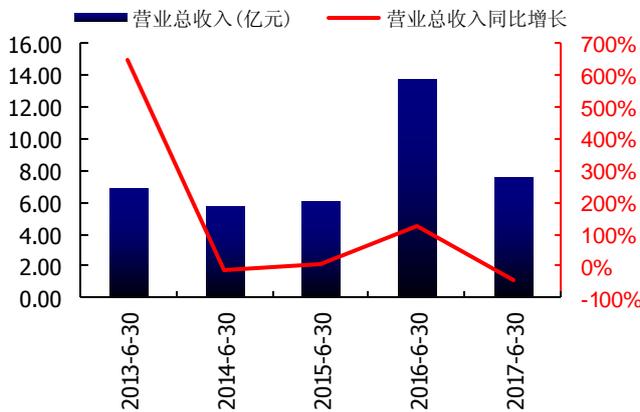
➤ **积极引进战略合作伙伴, 增强资源整合能力。**两年来, 公司一直在积极引进战略合作伙伴, 以增强资源整合能力。继与中印文化、武汉房融、湖北电力建设、上海宝库文化、国开汉富达成战略合作后, 2017 年 1 月 9 日, 南国置业与南山控股在北京签署了《战略合作协议》, 双方宣布结成战略合作伙伴关系, 建立信息、资源共享机制, 在各自主营业务领域开展深层次的全面合作。合作范围包括但不限于住宅、公建、产业地产、养老地产和物流地产等, 并优先考虑深圳、武汉、成都等区域。此次战略合作有利于双方今后的业务发展以及主业核心竞争力的提高, 有望通过合作方式提高项目拓展速度, 实现公司的迅速发展。

➤ **泛悦系商务新纪元正式开启。**近年来, 公司通过不断钻研与创新, 已初步形成“南国大家装、泛悦

Mall、泛悦汇、泛悦坊”四条产品线, 家居建材产品线“南国大家装”已经在武汉形成了一定的品牌影响力, 具有较强的竞争力; 泛悦 mall 为区域型城市广场、泛悦汇为街区型 Lifestyle 商业, 泛悦坊为社区型城市广场, 公司城市广场类产品所处位置优越, 均位于城市中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上、地铁换乘枢纽和地铁覆盖位置及城市核心区域。

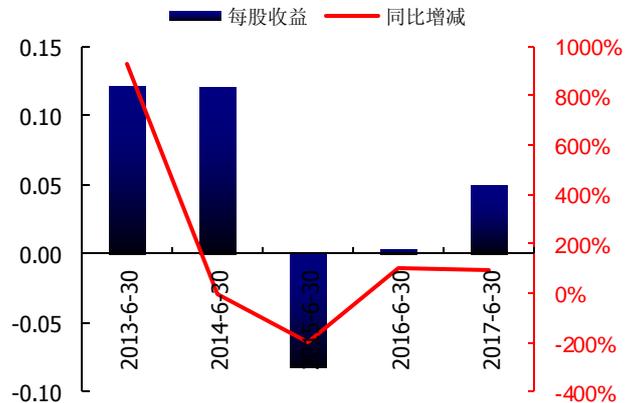
- **告别区域化时代, 确立“一体两翼”发展战略, 围绕“5+5”和“三个重大”进行重要战略布局。**自 2016 年公司更名以来, 南国置业已经从一家武汉区域型公司正式走向全国市场, 成为一家跨区域经营的全国性公司。目前, 南国置业确立了以商业地产开发与运营为主体, 以地产金融业务和产业地产等新兴业务为两翼的“一体两翼”发展战略, 以及“2+3+N”的区域布局, “2”即积极拓展北京和上海两个一线城市; “3”即武汉、成都和南京三个重点二线城市; “N”代表公司根据市场等综合因素考量, 拟进入的其他重点区域。此外, 公司围绕“5+5” (5 个重要城市: 北京、上海、武汉、成都、南京; 5 大业务板块: 项目开发、商业运营、金融业务、产业园、养老产业) 和“三个重大” (重要城市、重大交通节点、重大综合体项目) 的方向, 进行重要战略布局。
- **风险提示: 物业销售不及预期、宏观经济进一步下行、金融去杠杆政策加码**

图 3: 营业收入情况



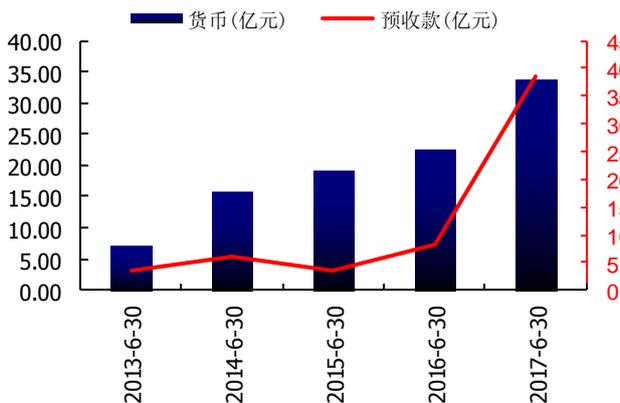
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



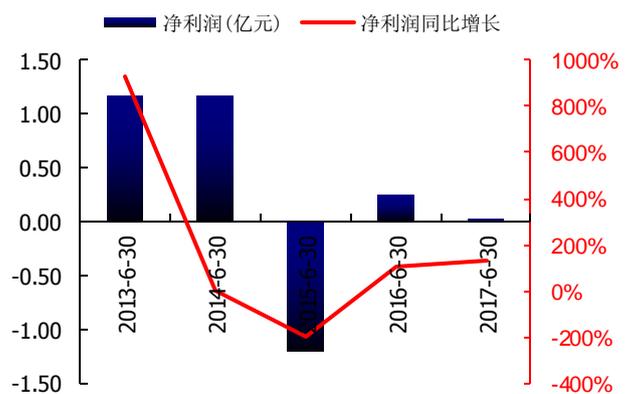
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况

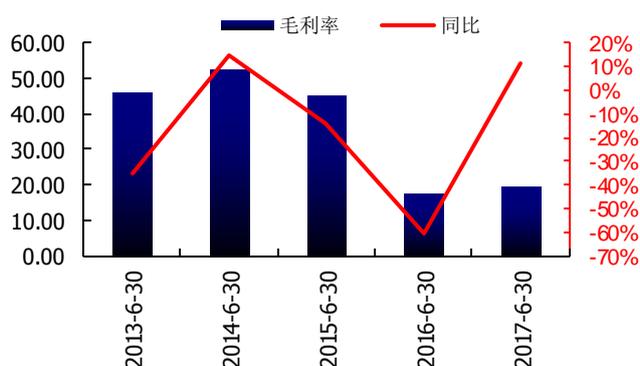


资料来源: 公司公告, 东兴证券

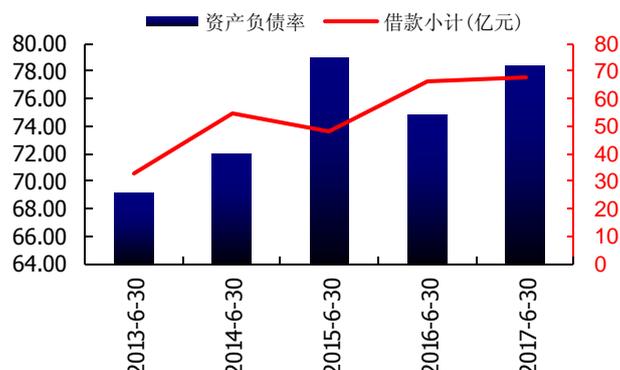
图 6: 净利润情况



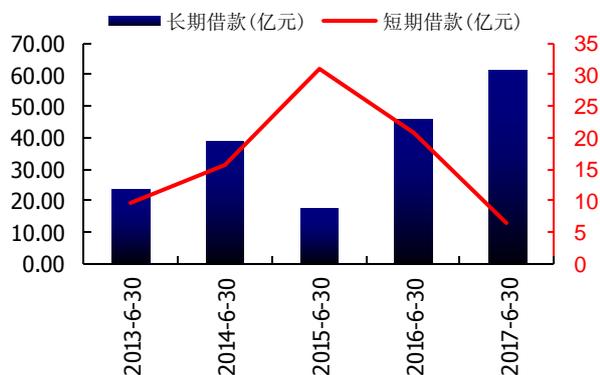
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 7: 销售毛利率情况**


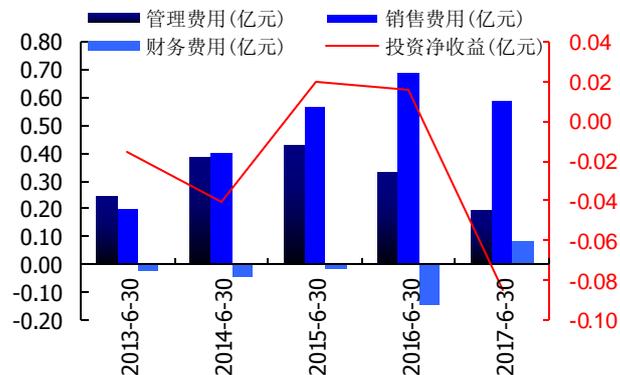
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 8: 资产负债率情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 9: 贷款情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

**图 10: 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

## 结论:

公司上半年营业收入大幅下降但净利润大幅增长, 是因为本期可结转项目较上年同期减少, 但结利项目为公司持有 100%权益的项目。近年来, 公司一直在积极引进战略合作伙伴, 以增强资源整合能力, 目前已确立“一体两翼”发展战略, 并围绕“5+5”和“三个重大”进行重要战略布局, 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 2017 年-2019 年营业收入分别为 42 亿元、57 亿元和 74 亿元, 每股收益分别为 0.17 元、0.24 元和 0.34 元, 对应 PE 分别为 32.95、22.43 和 15.93, 维持“强烈推荐”评级。

**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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	19028	19714	23578	31457	39912	<b>营业收入</b>	3051	2899	4247	5738	7367
货币资金	2481	2141	2973	4017	5157	<b>营业成本</b>	2078	2149	2973	3959	5010
应收账款	266	203	291	393	505	营业税金及附加	665	286	416	562	722
其他应收款	724	854	1251	1691	2171	营业费用	138	237	255	344	442
预付款项	2172	250	309	389	489	管理费用	76	60	85	115	147
存货	13384	16347	18734	24948	31569	财务费用	-9	47	65	105	138
其他流动资产	0	16	16	16	16	资产减值损失	7.09	-0.24	50.00	50.00	50.00
<b>非流动资产合计</b>	59	1080	747	675	603	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6	76	76	76	76	投资净收益	96.78	0.29	20.00	20.00	20.00
固定资产	31.31	608.20	535.98	463.76	391.53	<b>营业利润</b>	193	122	423	623	879
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	1.01	1.64	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	0	360	0	0	0	营业外支出	0.12	0.27	0.50	0.50	0.50
<b>资产总计</b>	19087	20794	24325	32132	40515	<b>利润总额</b>	194	123	424	624	880
<b>流动负债合计</b>	5996	7314	12082	17552	23642	所得税	110	83	140	206	290
短期借款	835	799	5927	9000	12160	<b>净利润</b>	84	40	284	418	590
应付账款	1478	1650	2036	2712	3431	少数股东损益	53	-3	-3	-4	-5
预收款项	724	1780	3055	4776	6986	归属母公司净利润	31	43	287	422	594
一年内到期的非流	938	580	0	0	0	EBITDA	186	176	560	800	1088
<b>非流动负债合计</b>	9897	8490	7016	9146	11146	<b>BPS (元)</b>	0.02	0.03	0.17	0.24	0.34
长期借款	6426	5009	7009	9009	11009	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	3471	3481	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	15893	15804	19098	26698	34788	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	261	447	444	440	436	营业收入增长	15.25%	-4.98%	46.50%	35.10%	28.40%
实收资本(或股本)	1459	1734	1734	1734	1734	营业利润增长	-72.48%	-36.78	246.97%	47.28%	41.09%
资本公积	17	1307	1307	1307	1307	归属于母公司净利润	-93.75%	41.04%	564.00%	46.92%	40.78%
未分配利润	1318	3536	3565	3607	3666	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	2933	4542	7193	7404	7701	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权</b>	19087	20794	26735	34542	42925	净利率(%)	2.75%	1.38%	6.69%	7.29%	8.00%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.16%	0.21%	1.18%	1.31%	1.47%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	1.05%	0.95%	4.00%	5.70%	7.72%
<b>经营活动现金流</b>	-4924	470	-2300	-3684	-3555	<b>偿债能力</b>					
净利润	84	40	284	418	590	资产负债率(%)	83%	76%	71%	77%	81%
折旧摊销	2.70	6.79	0.00	72.22	72.22	流动比率	3.17	2.70	1.95	1.79	1.69
财务费用	-9	47	65	105	138	速动比率	0.94	0.46	0.40	0.37	0.35
应收账款减少	0	0	-88	-102	-112	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1274	1721	2210	总资产周转率	0.21	0.15	0.18	0.19	0.19
<b>投资活动现金流</b>	799	-71	340	-30	-30	应收账款周转率	10	12	17	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.72	1.85	2.30	2.42	2.40
长期股权投资减少	0	0	10	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	97	0	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.03	0.17	0.24	0.34
<b>筹资活动现金流</b>	4997	-434	2792	4757	4725	每股净现金流(最新)	0.60	-0.02	0.48	0.60	0.66
应付债券增加	0	0	-3481	0	0	每股净资产(最新摊)	2.01	2.62	4.15	4.27	4.44
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	490	275	0	0	0	P/E	258.77	182.00	32.95	22.43	15.93
资本公积增加	-92	1290	0	0	0	P/B	2.72	2.08	1.32	1.28	1.23
<b>现金净增加额</b>	871	-34	832	1044	1141	EV/EBITDA	92.16	97.95	34.68	29.34	25.25

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。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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)。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”。

### 梁小翠

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。

## 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法律责任。

## 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。