

## 城市综合体项目发力 业绩即将释放

### ——南国置业 2011 年三季度报点评

南国置业

002305

#### 事件

南国置业(002305)发布2011年三季度报,报告期内(第三单季度)公司实现营业收入2299.7万元,同比减少47.68%;实现归属于上市公司股东的净利润为99.27万元,同比增长55.79%;实现基本每股收益为0.001元。

#### 评述

#### 公司季报解读:

#### 预收款项继续增加,城市综合体项目销售稳步推进

报告期末,公司预收款项已达到3.72亿元,较中报期末数增加87.9%,较年初数增加4405%,主要系公司的城市综合体项目北都城市广场和首义汇项目预售收款所致,北都城市广场预计年底竣工,首义汇项目预计年底开业,四季度将为公司收入确认高峰期。

#### 有息负债率有所下降,经营更趋稳健

1-9月,公司经营活动产生的现金流入量较上年同期增加128.6%,主要系公司报告期内销售回款和预售收款、往来款较上年同期增加所致;经营活动产生的现金流出量较上年同期增加38.01%,主要系公司报告期内支付拆迁款、土地款、工程款、税款较上年同期增加所致。公司剔除预收款项的资产负债率为55.7%,较中报期末的58.1%下降了2.4个百分点,经营风格更趋稳健。

#### 公司未来看点分析:

#### 作为区域性商业地产龙头,公司项目储备丰富

公司是以商业地产为主导的综合性物业开发的区域龙头,旗下持有众多商业地产项目,包括已建成的南湖都会、西汇城市广场、南湖城市广场,预计今年竣工的北都城市广场和首义汇,待建的南湖中心,都是融居民购物、休闲、餐饮、娱乐的城市综合体。南国中心的建筑面积约为30万平方米,目前一期项目的规划方案已基本完成,将于年底之前开工。

首次 增持

分析师:李文

投资咨询执业证书编号:

S0630511020001

联系信息:

liwen@longone.com.cn

联系人:郭卉

联系信息:

021-50586660-8628

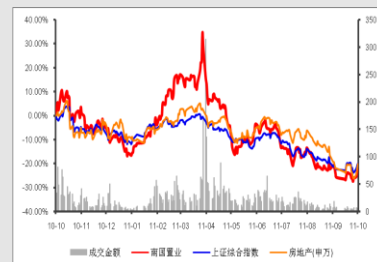
guoh@longone.com.cn

日期

分析:2011年10月26日

调研:无

#### 股价表现



#### 公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.20	0.36	0.46	0.59
PE	29.1	13.8	10.9	8.5
PB	3.8	2.7	2.3	1.9

注:EPS为最新股本摊薄后数据

### 公司收入结构稳定性高，业绩锁定性强

近年来公司持有物业租金收入稳步增长，随着未来城市综合体项目的开业，租金收入将实现大幅增长，业绩锁定性强。公司抓住了商业地产投资时机，充分利用自身项目的区位优势和项目运作经验，坚持以城市综合体为平台的开发主线，未来将充分受益于商业地产综合化发展的大趋势。

### 股权激励计划推动公司持续发展

公司 2011 年股票期权激励计划修订稿已经中国证监会备案无异议，目前已完成期权授予与登记工作。股权激励计划的实施将形成激励与约束相结合的中长期激励机制，增强公司的凝聚力和竞争力，有利于公司的持续稳健发展。公司股权激励计划的行权价格为 6.12，以昨日 5.00 元的收盘价尚有 18% 的折价空间。

### 盈利预测与投资评级

由于公司拥有的商业地产项目尚处于政策调控的真空期，且业绩锁定性强，我们预测公司 2011-2013 年实现的 EPS 分别为 0.36 元、0.46 元和 0.59 元，对应 PE 为 13.8 倍、10.9 倍、8.5 倍，给予公司增持评级。

### 附表：盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>55356</b>	<b>58728</b>	<b>66163</b>	<b>122402</b>	<b>146882</b>	<b>193150</b>
增长率	-4.5%	6.1%	12.7%	85.0%	20.0%	31.5%
营业成本	23691	33058	25760	52021	59487	80157
营业成本/营业收入	42.8%	56.3%	38.9%	42.5%	40.5%	41.5%
营业税金及附加	4966	3291	10240	13464	16157	21247
销售费用	2150	1238	1477	4896	6022	8112
销售费用/营业收入	3.9%	2.1%	2.2%	4.0%	4.1%	4.2%
管理费用	2300	2568	2906	5508	6757	8499
管理费用/营业收入	4.2%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.4%
财务费用	(7)	(240)	(638)	1500	1100	(500)
投资收益	19	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	372	67	551	0	0	0
其他收入	(744)	(133)	(1103)	1500	1100	(500)
营业利润	21901	18747	25866	46513	58459	75135
增长率	-5.32%	-14.4%	38.0%	79.8%	25.7%	28.5%
营业外净收支	(201)	3081	102	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>21700</b>	<b>21828</b>	<b>25968</b>	<b>46513</b>	<b>58459</b>	<b>75135</b>
增长率	-8.1%	0.6%	19.0%	79.1%	25.7%	28.5%
所得税费用	5606	5210	6730	11628	14615	18784
少数股东损益	(1)	(1)	(3)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16096</b>	<b>16619</b>	<b>19241</b>	<b>34885</b>	<b>43844</b>	<b>56352</b>
增长率	18.2%	3.2%	15.8%	81.3%	25.7%	28.5%

现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	16096	16619	19241	34885	43844	56352
资产减值准备	406	(305)	485	(119)	(89)	(84)
折旧摊销	117	114	133	111	98	86
公允价值变动损失	(372)	(67)	(551)	0	0	0
财务费用	(7)	(240)	(638)	1500	1100	(500)
营运资本变动	(23982)	(34784)	(86142)	(60238)	(71390)	(98396)
其它	(407)	305	(488)	119	89	84
<b>经营活动现金流</b>	<b>(8143)</b>	<b>(18119)</b>	<b>(67322)</b>	<b>(25243)</b>	<b>(27447)</b>	<b>(41959)</b>
资本开支	(866)	157	(1334)	(135)	(229)	(323)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(654)</b>	<b>157</b>	<b>(1334)</b>	<b>(135)</b>	<b>(229)</b>	<b>(323)</b>
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	12178	3646	84012	(1056)	(1056)	(1056)
支付股利、利息	0	(4800)	(5760)	(6840)	(11462)	(14216)
其它融资现金流	<b>(17393)</b>	<b>71377</b>	<b>(56577)</b>	<b>56068</b>	<b>30194</b>	<b>56623</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>6963</b>	<b>69068</b>	<b>99928</b>	<b>48172</b>	<b>17676</b>	<b>41350</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(1834)</b>	<b>51106</b>	<b>31272</b>	<b>22794</b>	<b>(10000)</b>	<b>(931)</b>
货币资金的期初余额	21661	19828	70934	102206	125000	115000
货币资金的期末余额	19828	70934	102206	125000	115000	114069
企业自由现金流	0	(17545)	(62487)	(25378)	(27676)	(42282)
权益自由现金流	0	0	(35051)	29633	1462	13285

资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	19828	70934	102206	125000	115000	114069
应收款项	6642	5526	51322	40383	58739	74085
存货净额	142746	134529	180238	295742	331856	445329
其他流动资产	4450	15913	33956	35275	52504	74611
<b>流动资产合计</b>	<b>173667</b>	<b>226903</b>	<b>367721</b>	<b>496400</b>	<b>558098</b>	<b>708093</b>
固定资产	488	455	620	598	473	423
无形资产及其他	0	0	0	0	0	0
投资性房地产	216	233	368	450	450	450
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>174370</b>	<b>227591</b>	<b>368710</b>	<b>497448</b>	<b>559021</b>	<b>708967</b>
短期借款及交易性金融负债	31784	43737	63350	119418	149612	206235
应付款项	23920	6473	23730	36798	36145	59751
其他流动负债	38475	23491	29289	61818	62568	91226
<b>流动负债合计</b>	<b>94179</b>	<b>73700</b>	<b>116369</b>	<b>218033</b>	<b>248325</b>	<b>357212</b>
长期借款及应付债券	16178	19824	103836	102780	101723	100667
其他长期负债	0	100	100	350	650	1000
<b>长期负债合计</b>	<b>16178</b>	<b>19924</b>	<b>103936</b>	<b>103130</b>	<b>102373</b>	<b>101667</b>

负债合计	110357	93624	220305	321163	350698	458879
少数股东权益	199	198	195	195	195	195
股东权益	63814	133769	148210	176255	208638	250773
负债和股东权益总计	174370	227591	368710	497613	559531	709847

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.37	0.35	0.40	0.36	0.46	0.59
每股红利	0.00	0.10	0.12	0.07	0.12	0.15
每股净资产	1.48	2.79	3.09	1.84	2.17	2.61
ROS	29%	28%	29%	29%	30%	29%
ROE	25%	12%	13%	20%	21%	22%
毛利率	57%	44%	61%	58%	60%	59%
EBIT Margin	41%	32%	40%	38%	40%	39%
EBITDA Margin	41%	32%	40%	38%	40%	39%
收入增长	-4%	6%	13%	85%	20%	32%
净利润增长	18%	3%	16%	81%	26%	29%
资产负债率	63%	41%	60%	65%	63%	65%
息率	0%	0.5%	1.0%	1.4%	2.4%	3.0%
P/E	0.0	56.5	29.1	13.8	10.9	8.5
P/B	0.0	7.0	3.8	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	2.1	53.5	27.5	22.0	18.5	16.6

资料来源：公司资料 东海证券预测

**作者简介**

**李文:** 具有 10 年证券分析经历。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**风险提示**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

**免责条款**

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。  
 本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897