

综合运营的楷模 业绩进入爆发期

——南国置业（002305）调研快报

2012年9月3日

强烈推荐/首次

南国置业

调研快报

房地产行业分析师

郑岗钢	电话：010-66554031	zhengmg@dxzq.net.cn	执业资格证号：S1480510120012
张鹏	电话：010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn	执业资格证号：S1480512060003

事件：

近期我们与南国置业的高管进行了会面，交流了公司的经营情况。

关注 1：三大产品线齐头并进

公司是一家定位商业地产运营的公司，经过多年的发展形成了以商业地产运营为核心的三大产品系列。具体包括：

1、建材家居系列，代表项目是大武汉家装。目前公司建材家居系列产品做的非常成熟，并且达到了可以复制的阶段。目前公司在荆州开了武汉市之外的第一家分店：南国大家装荆州店，该项目招商工作已经基本完毕，9月份开始预售，预计年底可以竣工。同时在武汉内的武昌区，大武汉家装江南店也正在建设当中，可以说公司以大武汉家装为标志的建材家居系列在市内外均进入快速扩张期。公司建材家居系列的特色在于大体量建筑面积吸引大体量旗舰店。例如 30 万平米的大武汉家装就可以容纳相当规模的品牌旗舰店。旗舰店的引入对于整个项目档次的提升以及可持续经营都有举足轻重的作用，是规模化效应在建材超市的典型应用。

2、城市广场系列。公司的城市广场一般选择地铁上盖或者城市中心地段，项目是集购物、餐饮、娱乐为一体的综合性业态。公司成功运作的城市广场包括：南湖城市广场、西汇城市广场、首义汇、北都城市广场等。公司的建材家居系列和城市广场系列都是统一招租、统一管理运营，最后与业主共享收益的模式。该模式的优点在于 1）、整体业态之间搭配合理，资源利用充分；2）、有利于调动商业运营管理人员的积极性。该模式对于人才的要求很高，公司从 2003 年开始转型做商业地产开发与运营，人才基本都是自己培养，中间公司花费了较多的资源培养商业人才，目前经过近 10 年的锤炼，公司已经形成了自己成熟的商业团队。同时，公司适时推出股权激励等措施，稳定人才并激发全员的积极性。

3、住宅、类住宅系列。代表项目包括南湖中央公园、风华天城、南湖花郡、悦公馆等项目。公司的住宅系列主要是为了获得短期的现金流，弥补商业地产资金占用巨大的不足。

关注 2：公司今年销售业绩爆发

公司上半年已经实现签约销售合同金额 16.12 亿元，较 2011 年全年的 9.6 亿元大幅增长 67.66%。公司上半年销售的项目主要包括：南湖花郡、大武汉家装 SOHO、大武汉家装灯饰馆。公司下半年还将销售大武汉家装家居馆、悦公馆和南国大家装荆州店。我们预计公司全年签约销售合同金额可以达到 25 亿元。

关注 3：公司结算业绩大幅提升

公司目前主营业务收入主要来源于两个部分：1、住宅及商业产品的销售；2、商业地产的管理收益和商业地产的租赁收益。公司 2012 年预计将结算南湖花郡、大武汉家装 SOHO、家居馆和灯饰馆；租金和管理费收入则稳定增长。我们预计全年的营业收入可以达到 18-20 亿元，较 2011 年 10 亿元的营业收入大幅增长 80%-100%。这是公司 2009 年上市融资后进入业绩释放期的体现。

关注 4：公司管理和出租收入将快速增长

公司目前管理及自持的物业一共 30.89 万方，目前主要以管理的面积为主。这主要是公司之前为了更快发展、更加注重回笼现金所致。目前公司在商业地产方面已经愈加成熟，品牌效应愈加明显，未来公司将加大自持物业的比例，增强公司整体的盈利能力，我们预计 2013-2015 年的租金和管理费的利润将会成倍地增长。随着经营性收入对公司利润的贡献越来越大，公司的业绩将更加稳健并具有很可持续性。

结论：

公司是中部地区以商业地产开发和运营为主的龙头企业。公司的“统一运营、收益分享”的管理模式目前已经非常成熟并且特点鲜明，目前这一商业模式进入了批量复制的阶段，公司将进入快速发展期。公司从很早之前就开始重点打造商业地产，目前拥有成熟的团队和体制，中部地区的崛起将给公司更大的展示舞台。我们预计公司 2012 年-2014 年的营业收入分别为 19.81 亿元、22.19 亿元和 28.84 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 5.6 亿元、6.36 亿元和 8.28 亿元，每股收益分别为 0.58 元、0.66 元和 0.86 元，对应 PE 分别为 8.22X、7.23X、5.56X。首次关注给予“强烈推荐”评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	4830	6184	7227	8635	营业收入	1018	1981	2219	2884
货币资金	734	1691	2084	2072	营业成本	400	792	888	1154
应收账款	126	217	243	316	营业税金及附加	136	277	311	404
其他应收款	401	781	875	1138	营业费用	31	59	67	87
预付款项	1059	1296	1563	1909	管理费用	45	79	89	115
存货	2510	2171	2432	3161	财务费用	-8	27	18	21
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1.70	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	19	18	17	17	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	9	9	9	9	投资净收益	0.74	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.19	4.58	3.96	3.34	营业利润	413	746	848	1104
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	3.70	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	0.52	0.00	0.00	0.00
资产总计	4848	6202	7244	8652	利润总额	416	746	848	1104
流动负债合计	2113	1998	2395	3023	所得税	122	187	212	276
短期借款	655	0	0	0	净利润	294	560	636	828
应付账款	235	217	170	221	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	27	424	867	1444	归属母公司净利润	294	560	636	828
非流动负债合计	1001	1201	1401	1601	EBITDA	406	773	866	1126
长期借款	1000	1200	1400	1600	BPS (元)	0.31	0.58	0.66	0.86
其他非流动负债	1	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	3114	3199	3796	4623		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	2	2	2	2	成长能力				
实收资本(或股本)	960	960	960	960	营业收入增长	53.9%	94.61%	12.00%	30.00%
资本公积	46	924	924	924	营业利润增长	385.7%	80.84%	13.63%	30.18%
未分配利润	670	1006	1387	1884	归属于母公司净利润增长	244.7%	90.34%	13.63%	30.18%
归属母公司股东权益合计	1732	3002	3447	4026	获利能力				
负债和所有者权益	4848	6202	7244	8652	毛利率(%)	61%	60%	60%	60%
现金流量表					净利率(%)	29%	28%	29%	29%
					总资产净利润(%)	6%	9%	9%	10%
					ROE(%)	17%	19%	18%	21%
经营活动现金流	-834	567	401	57	偿债能力				
净利润	294	560	636	828	资产负债率(%)	64%	52%	52%	53%
折旧摊销	1.21	0.00	0.62	0.62	流动比率	2.29	3.10	3.02	2.86
财务费用	-8	27	18	21	速动比率	1.10	2.01	2.00	1.81
应付帐款的变化	0	-18	-47	51	营运能力				
预收帐款的变化	0	396	444	577	总资产周转率	0.24	0.36	0.33	0.36
投资活动现金流	0	0	0	0	应收账款周转率		11.56	9.64	10.32
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率		8.76	11.46	14.74
长期投资	9	9	9	9	每股指标(元)				
投资收益	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.58	0.66	0.86
筹资活动现金流	0	390	-8	-70	每股净现金流(最新摊薄)	-0.33	1.00	0.41	-0.01
短期借款	655	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.80	3.13	3.59	4.19
长期借款	1000	1200	1400	1600	估值比率				
普通股增加	480	0	0	0	P/E	15.45	8.22	7.23	5.56
资本公积增加	-466	878	0	0	P/B	2.65	1.53	1.33	1.14
财务费用	0.00	-27	-18	-21	EV/EBITDA	15.63	6.60	5.67	4.55
现金净增加额	-834	957	393	-12					

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的管理和运作工作。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。

张 鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

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。