

运营功底深厚 拉开扩张序幕

——南国置业（002305）深度报告

2012年9月20日

强烈推荐/维持
南国置业
深度报告

报告摘要:

- **公司业绩将爆发。**公司 2009 年在 A 股上市，经过两年的发展，实力大为增强。2011 年公司适时发布股权激励，管理层与公司利益一致。目前公司的物业销售业务将进入结算爆发期；公司的物业出租和管理业务收入稳定增长，毛利将逐步提升，未来三年公司净利润复合增长率为 43%。
- **“物业销售”保证资金回笼、“统一经营、利益共享”调动各方积极性。**公司主要是商业地产的开发与销售，公司目前大部分商业项目均出售回笼资金，后期公司与业主签订长期托管协议，统一进行物业的运营和管理。公司前期销售物业回笼资金，加速了资产周转；后期运营物业，与业主共享收益，有利于做大商业品牌和获取了运营管理收益以及促进物业的销售。公司目前商业运营体系成熟，产品系列完善，已经具备了良好的快速复制基础。
- **公司面临机遇大于挑战。**受益于武汉市政府的“大武汉复兴”计划和中央的“中部地区崛起”计划，未来武汉的经济发展将驶入快车道。武汉地区房屋竣工的增加将有效拉动公司家居建材系列产品的需求和经营业绩；商业营业用房竣工的增加会给公司带来一定挑战，但公司较强的实力决定了在行业洗牌过程中，机遇大于挑战。
- **公司盈利预测及投资评级。**公司是武汉地区开发企业的龙头，精于商业地产的开发，专于商业和物业的运营。公司最核心的商业开发和运营能力已被市场证明，12 年开始将进入快速扩张期，公司未来三年净利润复合增长率为 43.32%。我们预计公司 2012 年-2014 年营业收入分别为 19.32 亿元、21.96 亿元和 24.03 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.68 亿元、6.21 亿元和 8.76 亿元；每股收益分别为 0.49 元 0.65 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 10.17、7.67 和 5.43；NAV7.93 元，较当前股价折让 37%。给予公司 6 个月目标价 7.35 元，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入(百万元)	661.63	1,017.94	1,932.00	2,196.02	2,403.40
增长率(%)	12.66%	53.85%	89.79%	13.67%	9.44%
净利润(百万元)	192.41	293.97	468.19	620.99	876.03
增长率(%)	15.78%	52.78%	59.26%	32.64%	41.07%
净资产收益率(%)	12.98%	16.97%	15.94%	18.41%	21.98%
每股收益(元)	0.400	0.310	0.488	0.647	0.913
PE	12.40	16.00	10.17	7.67	5.43
PB	1.61	2.75	1.62	1.41	1.19

郑闵钢

执业证书编号：S1480510120012

房地产行业分析师

010-66554031 Zhengmg@dxzq.net.cn

张鹏

执业证书编号：S1480512060003

房地产行业分析师

010-66554029 Zhangpeng@dxzq.net.cn

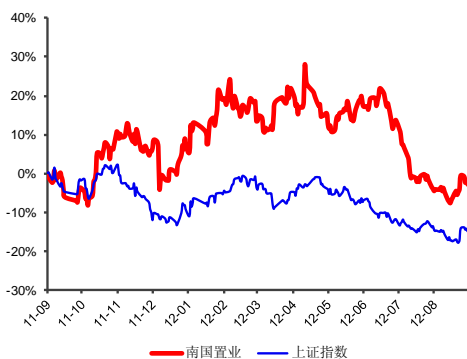
资产负债表数据

总资产(百万元)	6,051.47
股东权益(百万元)	1,668.63
每股净资产(元)	1.74
市净率(X)	2.86
负债率(%)	72.43

交易数据

52周股价区间(元)	4.50-6.65
总市值(万元)	476,160.00
流通市值(万元)	127,549.23
总股本/流通A股(万股)	96,000/25716
流通B股/H股(万股)	0.00
52周日均换手率	1.19

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1、《南国置业（002305）：综合运营的楷模，业绩进入爆发期》

目 录

1、商业运营是公司的核心竞争力.....	4
1.1 公司是以商业地产开发为重点的企业.....	4
1.2 公司是民营企业的典范.....	6
1.3 股权激励理顺公司利益关系.....	7
2、公司依靠自身特别的模式快速发展.....	8
2.1 公司主营业务是房地产开发和商业物业运营.....	8
2.2 公司上市后运营效率整体提速.....	9
2.3“定制地产”降低后期运营成本.....	10
2.4“物业出售、统一运营，收益共享”调动各方积极性.....	11
2.5“旗舰店战略”保证公司快速扩张.....	12
2.6 公司进入外部扩张的快速发展期.....	13
3、公司面临的机遇大于挑战.....	14
3.1 中西部地区房地产发力.....	14
3.2 武汉市场商业地产较大潜力.....	14
3.3 武汉房屋竣工加速，拉动建材需求.....	15
3.4 武汉商业营业用房供给较大.....	16
4、盈利预测及估值.....	17
5、投资评级.....	18

表格目录

表 1：公司股权激励对象.....	7
表 2：公司股权激励行权条件.....	8
表 3：公司旗舰店客户一览.....	13
表 4：公司经营项目出租率.....	13
表 5：公司收入预测表.....	17
表 6：项目预计结算预测表.....	17
表 7：同类型房地产上市公司市盈率比较表.....	18
表 8：公司 NAV 估值表.....	18
表 9：公司盈利预测表.....	19

插图目录

图 1：公司主要项目分布.....	4
图 2：建材家居系列代表作：南国大武汉家装.....	5
图 3：城市广场系列代表作：南国首义汇.....	5
图 4：住宅系列代表作：南国中央花园.....	6
图 4：公司股权结构图.....	7

图 5: 公司主营业务结构.....	8
图 6: 公司物业销售业务的收入及增速	8
图 7: 公司物业经营业务的收入及增速	9
图 8: 公司两大业务的毛利率.....	9
图 9: 公司历史新开工面积及增速.....	9
图 10: 公司在施工面积	9
图 11: 公司历史销售面积及预测	10
图 12: 公司历史销售金额及预测	10
图 13: 公司历史销售单价及预测	10
图 14: 公司持有物业面积及单位面积收入预测	10
图 15: 公司前期建设方面采用“定制地产”的模式	11
图 16: “统一运营, 收益共享”模式	12
图 15: 公司项目各产品系列占比	14
图 16: 公司项目储备地区分布	14
图 17: 中西部地区房地产开发投资占比加大	14
图 18: 中西部地区房地产开发投资增长快于东部地区	14
图 19: 武汉市二、三产业占 GDP 比重.....	15
图 20: 北京市二、三产业占 GDP 比重.....	15
图 21: 武汉市新开工面积及增速	15
图 22: 武汉市竣工面积及增速预测	15
图 23: 武汉新开工面积与竣工面积比率	16
图 24: 武汉市商业营业用房新开工面积	16
图 25: 武汉市商业营业用房竣工面积	16
图 26: 武汉市优质商业物业租金稳定	16

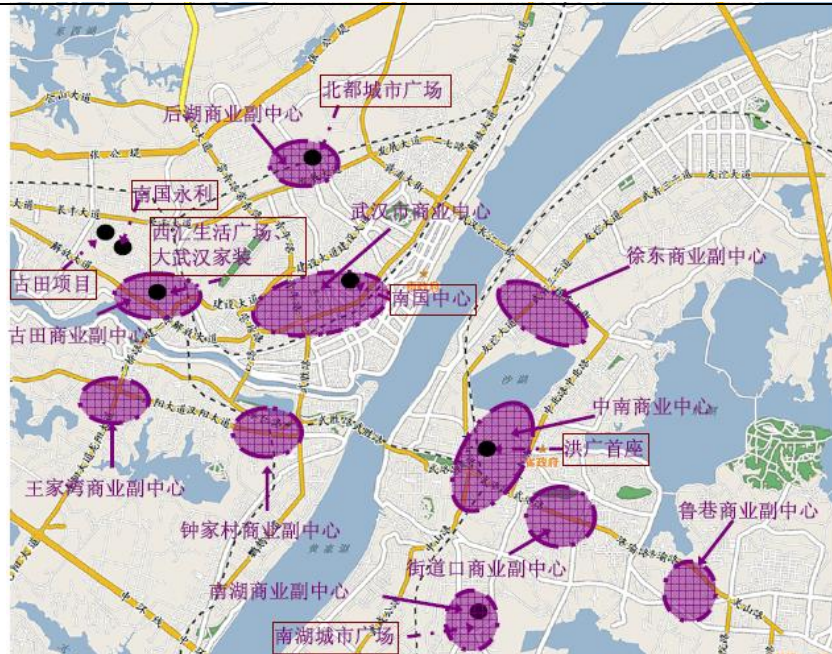
1. 商业开发与运营已成为公司核心竞争力

1.1 公司是以商业地产开发与商业运营为特色的企业

武汉南国置业股份有限公司（南国置业）成立于1998年，是一家以武汉市为核心发展区域，同时向湖北省内重要城市拓展的商业地产开发和运营企业。公司是武汉市场较早进入房地产业的公司之一，1999年的“南国·中央花园”首次将“家园+公园”的理念引入社区，初步打开市场；2001年的“南国·南湖都会”项目则是公司做商业地产的首次尝试，并获得了巨大成功，公司从此开始了商业地产之路。2005年，公司打造“南国·大武汉家装”项目获得巨大成功，加上城市广场系列和住宅系列，公司三大产品系列初具雏形。2009年，公司IPO上市，成功募集资金5.9亿元，拉开了公司快速发展的序幕。

公司的项目均位于城市的市级商业中心核心地段或者区域的商业副中心。公司目前在建的8个项目中，两个项目位于市级商业核心地段，3个位于古田商业副中心，1个位于南湖商业副中心，一个位于后湖商业副中心，一个位于荆州商业副中心。

图 1：公司主要项目分布



资料来源：东兴证券研究所

公司的产品分三大系列：

- 以“南国·大武汉家装”为代表的建材家居广场系列

公司的建材家居广场系列是公司最有特色和经营优势的产品系列，该系列的主要定位是大型的建材家居城，目前公司标志性的项目是“南国·大武汉家装”。公司开发与经营“南国·大武汉家装”项目多年，已在建造、运营建材家居系列产

品方面积累了丰富的经验和商户资源。继占据武汉市场后，公司在荆州市建造了新的“南国大家装”项目，虽然只是公司迈出武汉的第一步，但标志着公司的建材家居系列产品已经进入异地拓展和复制的快速发展阶段。

图 2：建材家居系列代表作：南国大武汉家装



资料来源：东兴证券研究所

- 以“南国●北都城市广场”、“南国●西汇广场一期”为代表的城市广场系列
公司的城市广场系列是公司运营最成熟的产品系列。公司打造的城市广场在后期运营方面均取得了较好的成绩，出租率保持在 100%。

图 3：城市广场系列代表作：南国首义汇



资料来源：东兴证券研究所

- 以“南国●南湖花郡”、“南国●悦公馆”为代表的住宅系列。

公司以住宅项目起家，因此公司做住宅的基础深厚。目前公司项目中的住宅类产品整体周转速度，为公司补充充足的经营现金流，弥补商业地产资金占用较大的缺点。

图 4：住宅系列代表作：南国中央花园

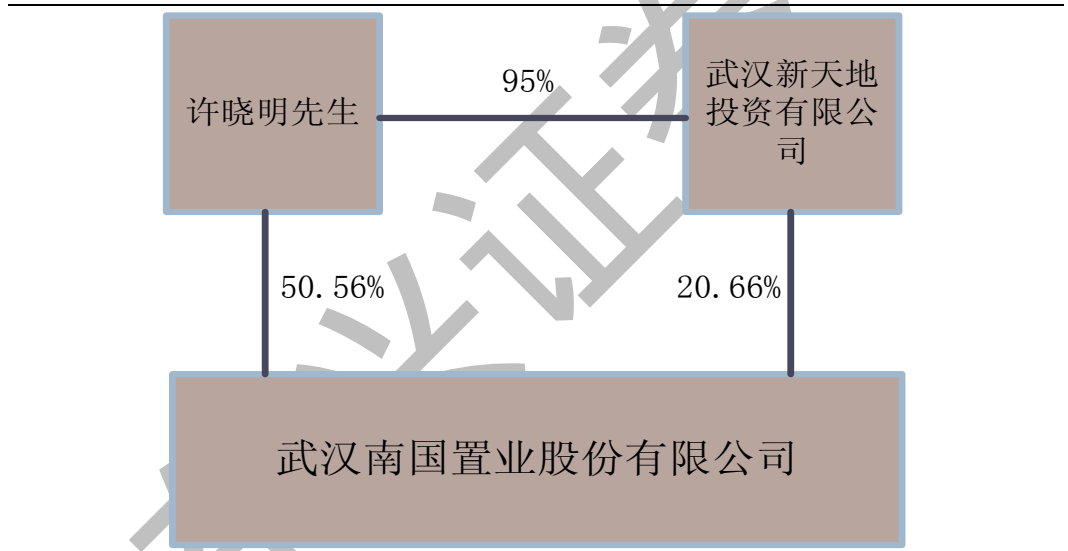


资料来源：东兴证券研究所

1.2 公司是当地民营企业的典范

公司的第一大股东是许晓明先生，第二大股东是武汉新天地投资有限公司。公司的实际控制人是许晓明先生，直接及间接控制公司 71.22%的股份。

许晓明先生系公司的创始人，，中国人民银行总行研究生部经济学硕士，美国西北大学 KELLOGG 商学院/香港科技大学 EMBA。中国九三学社社员，高级经济师，现任武汉市人大代表，湖北省政府参事，武汉市工商联副会长，中国光彩事业武汉促进会副会长。

图 5: 公司股权结构图


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 股权激励理顺公司利益关系

2011年7月15日，公司2011年度第一次临时股东大会审议通过了公司首期股权激励的相关议案，公司的首期股权激励获得批准。

2012年7月13日，公司发布《武汉南国置业股份有限公司关于调整公司首期股权激励计划首次授予数量、激励对象名单和行权价格的公告》，确定首期股票期权激励计划首期授予数量调整为2000万股，激励对象人数调整为25人，行权价格调整为6.04元/股。

表 1: 公司股权激励对象

序号	姓名	职务/职级	获授股票期权数量(万股)	获授股票期权占公司股本总额比例
1	王昌文	董事、总经理	197.06	0.21%
2	高秋洪	董事、联席总经理	197.06	0.21%
3	袁林	财务总监	89.28	0.09%
4	谭永忠	董事、董事会秘书	65	0.07%
核心管理人员及核心技术(专业)骨干21人			1451.84	1.51%
合计			2000.24	2.08%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2: 公司股权激励行权条件

	2011年	2012年	2013年	2014年
行权期（自授权日起 X 个月）	12-24	24-36	36-48	48-60
行权比例	20.00%	20.00%	30.00%	30.00%
加权平均净资产收益率	15.00%	15.50%	16.00%	16.50%
归属于上市公司股东的净利润较 2010 年增长	25.00%	60.00%	100.00%	150.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

对于商业运营的企业而言，人才是最重要的生产力。公司经过多年发展，在商业管理、运营方面培养了一批富有经验的管理和技术人员，公司除了给员工提供更广阔的晋升空间和展示机会外，适时出台股权激励，对于增强团队稳定性、提高公司整体运营效率具有重要作用。

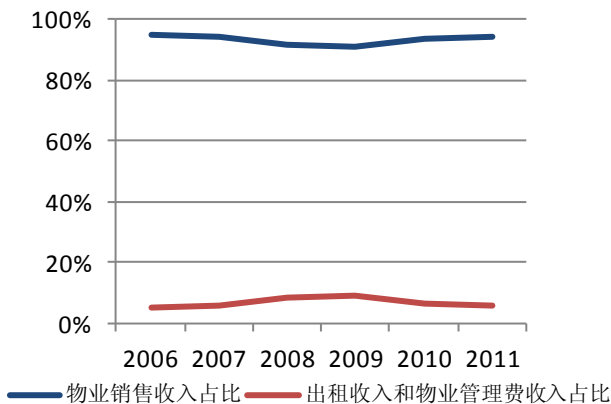
2、依靠自身特别的模式快速发展

2.1 精于房地产开发专于商业物业运营

目前公司的主营业务中，物业销售占公司营业收入比重为 90%以上，出租收入和物业管理费收入占营业收入比重为 10%以下。

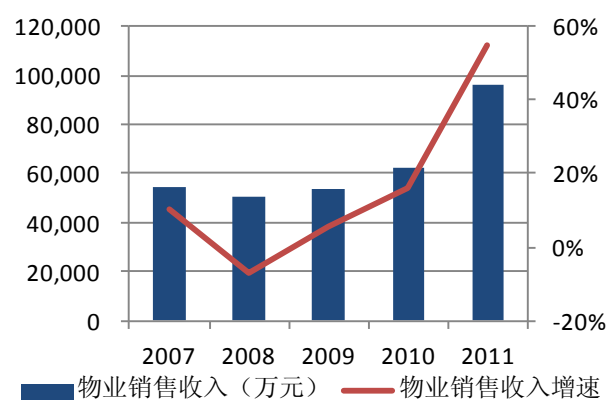
公司出租物业的经营模式主要是售后统一管理，收取管理费，因此公司项目的单位盈利能力并不算太高。我们认为，公司在发展初期采取出售物业后统一管理收取管理费用的模式尽管短期内放弃了物业自营方面的利润，但从长期来看对于提升商业地产运营团队实力、快速回笼资金以求发展具有重要意义。随着自身实力的增强，公司将逐步加大自持物业的比例，未来公司经营性收入占比将出现一个较快速的加大。体现在财报上则意味着

图 6: 公司主营业务结构



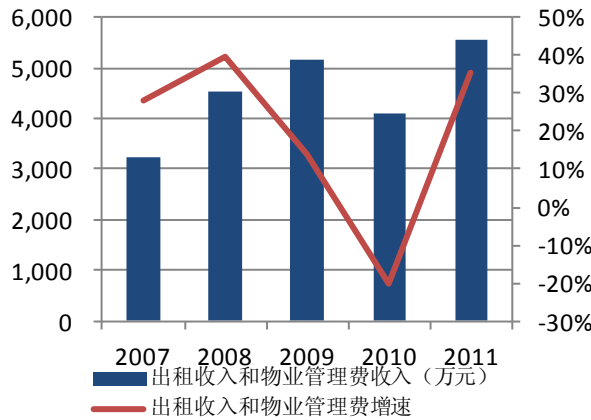
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7: 公司物业销售业务的收入及增速



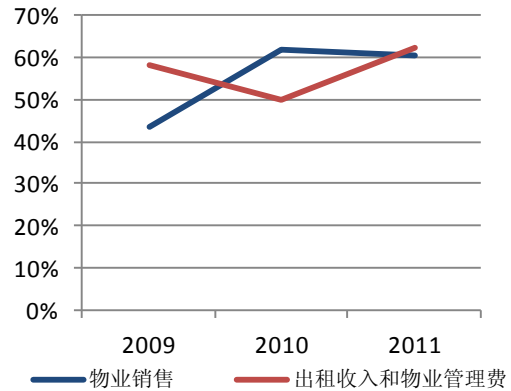
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：公司物业经营业务的收入及增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 9：公司两大业务的毛利率



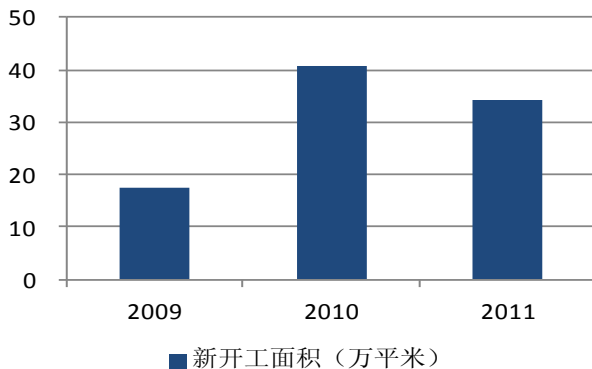
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 上市后运营效率整体提速

公司从 2009 年上市以来实现了快速发展。公司 2009 年新开工项目仅 2 个，新开工面积 17.44 万平方米；2010 年则新开工项目 3 个，新开工面积 40.79 万平方米，实现 133.89% 的增长；2011 年公司新开工项目 3 个，新开工面积 34.2 万平方米，保持在较高的开工水平。

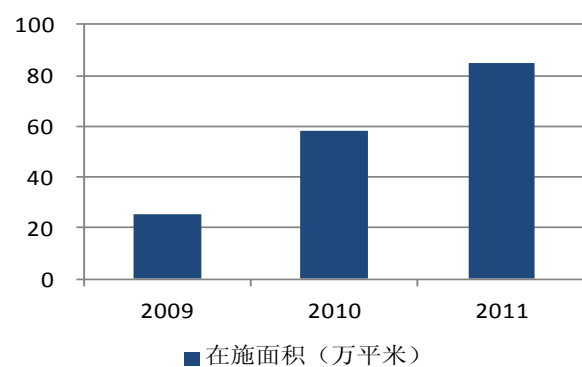
公司在建面积也从 2009 年的 25.26 万平方米，增长到 2011 年的 85.07 万平方米，增长 236%，这是公司新开工项目骤增的结果。表明：1、公司的项目管理能力提升到了一个新的台阶。我们看到，公司 2009 年的员工数量为 226 人，如果用在建面积除以员工数量，则可以得出人均支持在建面积 1117.7 平方米/人；公司 2011 年的员工数量为 351 人，在建面积为 85.07 万平方米，人均支持在建面积 2423 平方米/人。说明公司整体的运营效率有所提高。2、公司从 2010 年开始，新开工面积增长较快，而公司的结转周期一般为一年，因此可以预计，公司从 2011 年开始进入业绩高速增长期。

图 10：公司历史新开工面积及增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 11：公司在施工面积



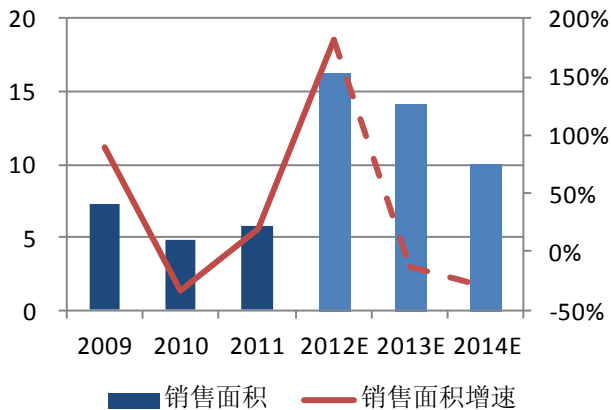
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司的销售金额不断提速。公司 2011 年实现销售面积 5.78 万平方米，销售金额 9.61 亿元，呈爆发式增长的态势。我们认为公司 2012 年的业绩仍然处于高速增长期。公司 2012 年上半年已经实现销售金额 16.12 亿元，我们预计全年公司可实现签约销售金额 24 亿元（其中结算 18.45 亿元），同比增长 150%。

公司目前经营业务项目 7 个，共计 30.62 万平方米，其中有三个项目，共 12.55 万平方米的物业是 2011 年和 2012 年开业，占总体运营面积的 40%。目前这部分物业还处于养商期，租金收入和物业回报收入较低，未来三年将逐年提高。

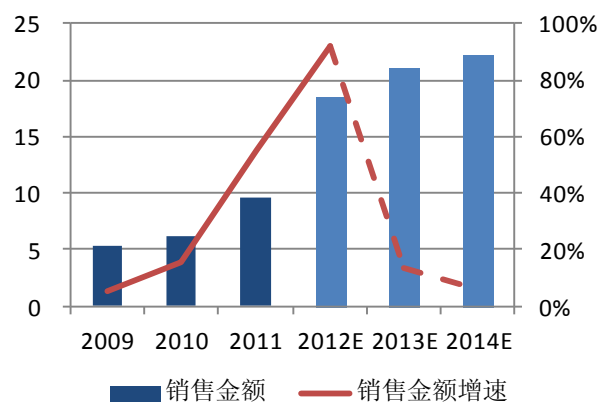
另外公司当前运营的 30 多万平米的商业物业中，自身持有的物业 13.86 万平方米。这主要是出于公司发展前期需要出售物业以获得发展资金考虑。随着公司实力的进一步增强，公司将加大持有物业的面积，从而更大程度上提高整体租金水平。

图 12: 公司历史销售面积及预测



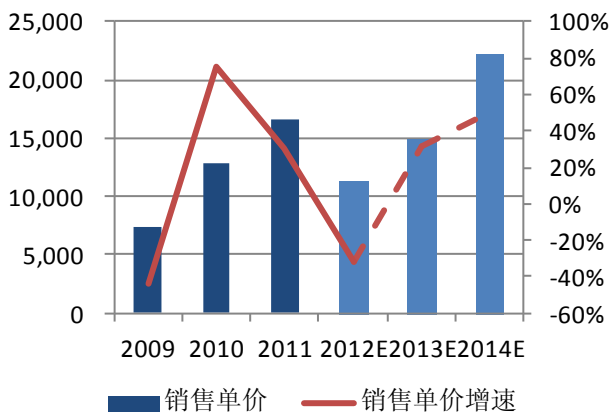
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 13: 公司历史销售金额及预测



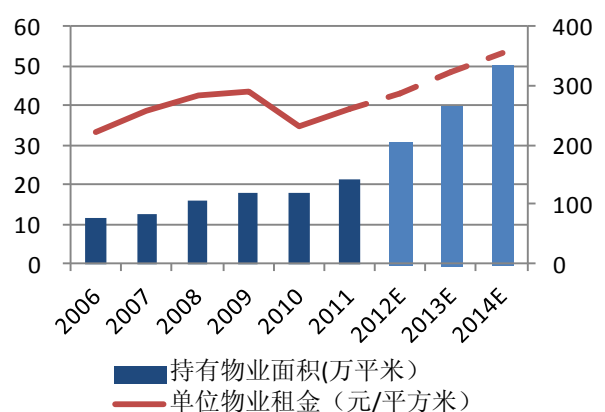
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 14: 公司历史销售单价及预测



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 15: 公司持有物业面积及单位面积收入预测

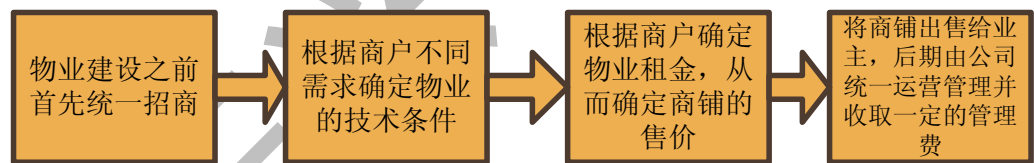


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2.3 “定制地产”降低后期运营成本

公司在前期建设方面采用“订单地产”的模式。公司在物业开工之前，首先进行的是招商工作，将各个商户不同的要求反馈给公司研发中心，再由研发中心针对不同的客户要求设计。由于商业地产的各商户需求具有个性化特点，公司这种“定制地产”模式将有效减少后期运营中产生的各种矛盾，间接地降低了整体成本。

图 16：公司前期建设方面采用“定制地产”的模式



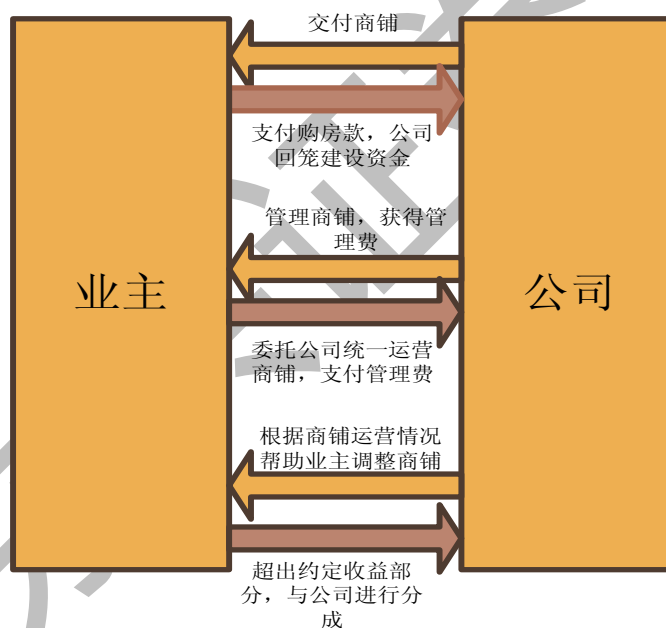
资料来源：东兴证券研究所

2.4 “物业出售、统一运营，收益共享”促使收益最大化

公司是商业地产开发企业，但是自身持有的物业并不是太多。公司目前经营的商业物业面积为 30.89 万方，但其中多数是管理的面积，自身持有的物业仅占 40%。我们认为，公司将物业出售后，虽然减少了物业经营带来的收益，但是能够快速回笼资金对于公司这样出于快速发展时期的企业更加重要。由于：1、国内还没有出现例如房地产信托投资基金这样的低成本融资渠道；2、公司规模并不算太大，因此银行的贷款方面的支持力度也有限。因此公司融资成本并不低，公司采取业务销售的策略，利用回笼的资金再开发项目，则非常有助于公司的开发业务。

“统一运营，收益共享”模式是指公司坚持商业物业统一运营和管理的模式。公司出售给业主商铺后，与业主签订长期的“委托管理协议”，委托公司来统一对商铺的进行运营和管理，公司代为收取租金并支付给业主，同时公司收取固定管理费。当业务租金超过双方约定的目标租金后，公司再收取绩效管理费。因此，公司的收入来源三个方面：1、销售物业的购房款收入；2、固定管理费收入；3、绩效管理费收入。

图 17：“统一运营，收益共享”模式



资料来源：东兴证券研究所

公司的这种利益分配模式是一种典型的“帕累托改进”，公司利用自身的商业运营优势保证了业主的利益；业主贡献了资金，助力企业的发展，该模式充分调动了商业管理人员和业主双方的积极性。首先，由于后期有绩效管理费的收入，公司的商业管理人员有动力和意愿对商铺进行认真管理和优化，提高商铺的经营业绩，避免了单纯的商业地产开发商“只管销售、不管运营”从而让业主受损失的弊端。其次，商铺的良好经营有助于企业树立良好口碑和形象，从而促进商铺的销售，提高商铺的价值，进而提高项目盈利能力。第三，公司商铺顺利出售，公司快速回笼了资金，为后面的快发奠定坚实基础。目前，公司的这种运营模式取得了巨大成功，公司的大武汉家装、西汇城市广场、南湖城市广场等项目均取得了不俗的销售业绩和管理费用。

2.5 “旗舰店战略”保证公司高品质快速扩张

“旗舰店战略”主要是运用在公司的建材家居产品系列。是指公司依靠本身项目体量较大的优势，在前期招商中吸引较多的旗舰店入驻，从而对于带动人流和项目整体运营稳定性方面产生较好效果。

目前公司已经引入旗舰店 15 家，总计旗舰店面积 3.07 万平方米，占建材市场总体营业面积的比重达 32.7%。目前仍然有三家旗舰店在谈，未来旗舰店总体数量仍会增加。目前公司已经跟多家旗舰店建立了良好的关系，公司异地扩张将带动商家入驻，目前荆州已经有 9 家旗舰店有入驻意向。

公司良好的旗舰店资源对于快速扩张也有较大帮助。因为旗舰店的进驻有利于增加人流和人气，从而吸引小商铺的进入。这样公司掌握了旗舰店资源，实际上相当于掌握了商户资源的大部分。这对于公司快速招商提供了较好便利。

表 3: 公司旗舰店客户一览

	2009	2010	2011
新增旗舰店名称	诺贝尔、箭牌、马可波罗、欧神诺、浪鲸、嘉俊	格仕陶、蒙娜丽莎、简一和本筑木制品生活馆	冠珠陶瓷、罗马利奥、东鹏陶瓷
旗舰店总体经营面积 (万平方米)	2.06	2.60	3.07
旗舰店总体经营面积占市场总营面积比重	23.57%	27.8%	32.70%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.6 公司经营模式成熟, 进入扩张的快速发展期

公司目前经营的物业有 7 个项目, 合计 30.62 万平方米。其中运作成熟的项目各年均有很好的出租率, 续租率也非常高, 例如大武汉家装和西汇城市广场一期的续租率均达到 95% 以上。表明公司的经营实力已经得到了商户的认可。

表 4: 公司经营项目出租率

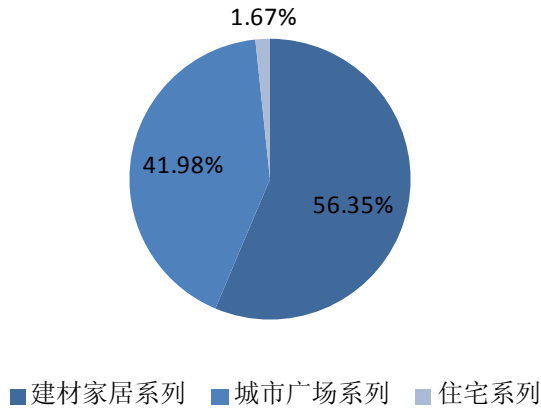
	2009	2010%	2011	2012
大武汉家装	100%	100%	100%	
西汇城市广场一期	100%	100%	100%	
南湖都会	98%	100%	100%	
首义汇 (2012 年 2 月开业)				100%
北都城市广场 (2012 年 8 月开业)				100%
南湖生鲜市场		100%	100%	
南湖城市广场 (2011 年 3 月开业)			100%	

资料来源: 东兴证券研究所整理

公司在 2011 年之前主要深耕武汉地区。2011 年, 公司获得荆州的“南国大家装”项目, 拉开了公司外埠扩张的序幕。我们认为, 公司荆州项目的建设运营, 标志着公司建材家居系列已经非常成熟并进入快速发展时期。公司目前建材家居系列仅在武汉的汉口有一个项目, 未来公司计划将拓展到武昌和汉阳, 目前武昌区的“大家装江南店”已经正在建设之中; 而外部市场中, 公司计划首先打开武汉“1+8”城市圈的市场。

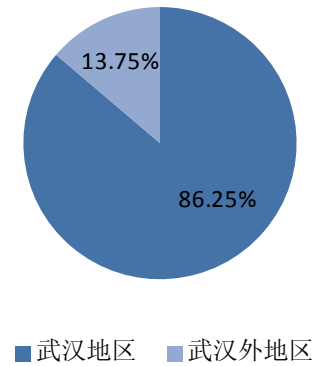
公司目前有项目储备约 125 万平方米, 其中建材家居系列占比最多, 其次是城市广场系列, 住宅系列产品占比很少。而从区域来看, 公司目前的项目主要位于武汉地区, 但向外埠拓展已起劲, 荆州是公司向武汉外开拓的第一个项目。

图 18: 公司项目各产品系列占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 19: 公司项目储备地区分布



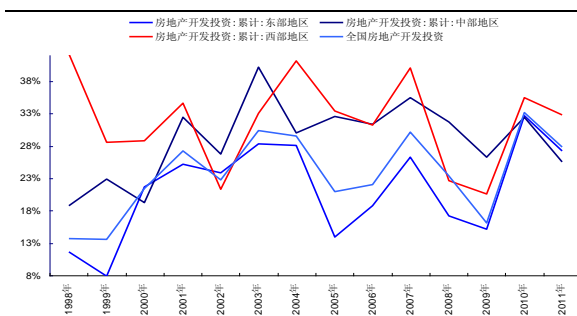
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3、公司面临的机遇大于挑战

3.1 中西部地区房地产发力

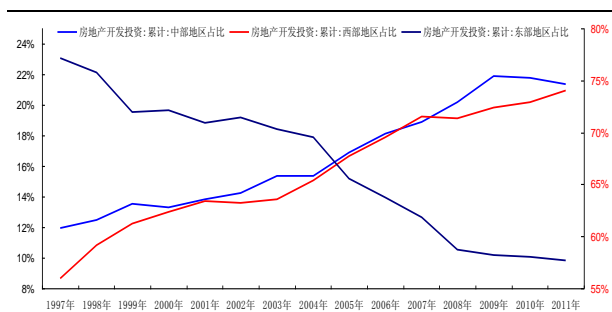
目前, 房地产开发投资已明显从东部地区向中西部地区发展。截止 2011 年, 中西部的房地产开发投资占比已从原来的不足 20%, 分别上升到 21%, 尤其是近几年西部地区的房地产开发投资占比一直处在上升中, 而东部地区房地产开发投资占比已从前些年的 70% 逐步回落, 到 2011 年已降到 58%。2011 年西部地区房地产开发投资增速为 32.80%, 高于全国以及东、中部地区的 27.20% 和 25.50%。

图 20: 中西部地区房地产开发投资占比加大



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 21: 中西部地区房地产开发投资增长快于东部地区



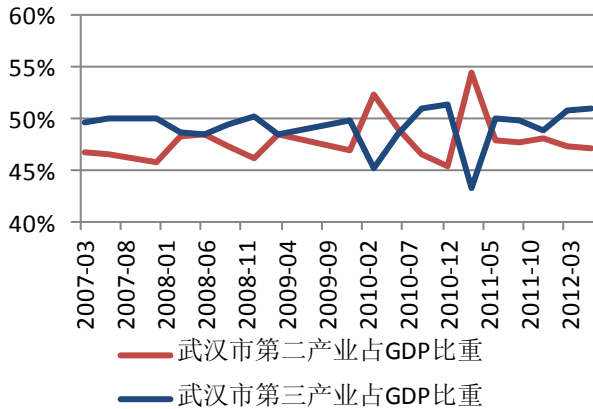
资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

3.2 武汉市场商业地产较大潜力

我们观察武汉市的三大产业结构发现, 截止 2012 年 6 月, 武汉市的第二产业占 GDP 比重为 47.06%, 第三产业占 GDP 比重为 50.92%; 同期, 全国第二产业占 GDP 比重为 48.86%, 第三产业占 GDP 比重为 43.45%; 同期, 北京市的第二产业和第三产业占 GDP 比重分别为 21.16% 和 78.13%。从而可知, 武汉市的产业结构基本处于全国的平均水平, 第二产业仍然处于较为重要的位置, 第三产业还有较大的空间。武汉

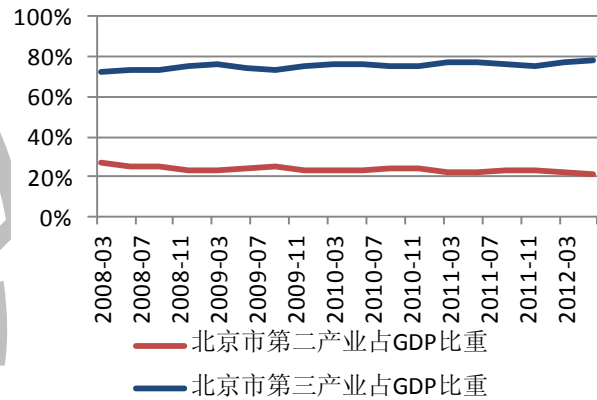
市还处于依靠工业拉动经济的时期，对提高人民收入帮助较大的第三产业目前还相对较弱，未来还有很大的发展空间，商业地产仍然可以被看好。

图 22: 武汉市二、三产业占 GDP 比重



资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

图 23: 北京市二、三产业占 GDP 比重



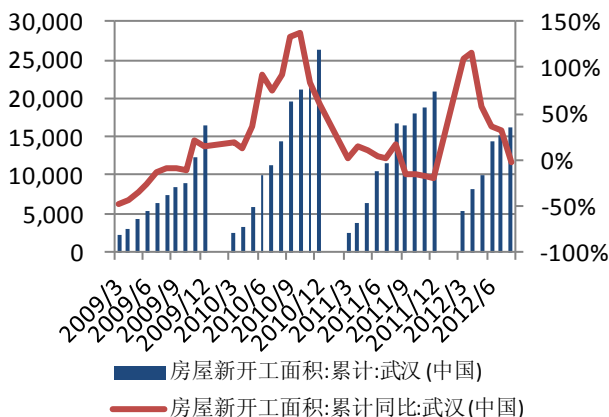
资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

3.3 武汉房屋竣工加速，拉动建材需求

武汉市的房地产近几年发展迅速，首先从新开工面积来看，武汉市的新开工进入高速增长期。武汉市新开工面积在 2010 年达到近期顶峰，当年新开工面积为 2600 万平方米，2011 年下滑至 2000 万平方米，但近几年累计的新开工面积仍然较高。相比新开工面积而言，竣工面积的增速并不快，2010 年和 2011 年的竣工面积分别为 919 万平方米和 1064 万平方米，同比增长-2.71%和 15.74%。

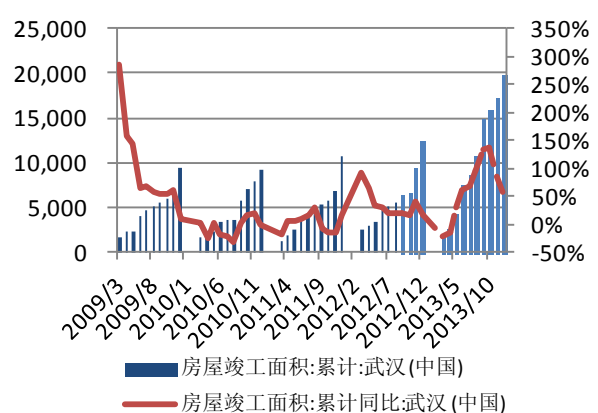
可以预计，武汉市未来的竣工面积将是巨大的数字。目前武汉市场精装修的房屋占比较小，因此巨大的竣工面积意味着巨大的建材需求。对于公司的建材家居类产品实属利好。

图 24: 武汉市新开工面积及增速



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 25: 武汉市竣工面积及增速预测



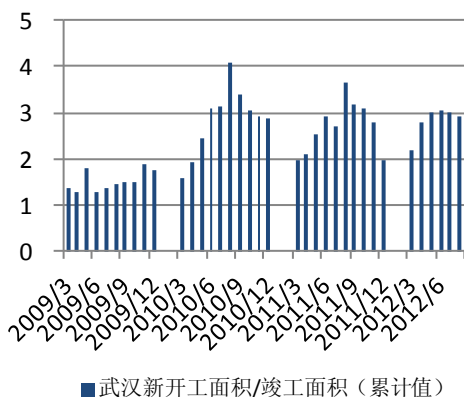
资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

3.4 武汉商业营业用房供给较大

武汉的商业营业用房近几年增速非常快，2009 年武汉市商业营业用房新开工进入爆发期，当年新开工面积 164 万平方米，2010 年和 2011 年均维持高速增长，2011 年全市新开工面积达 310.4 万平方米，已经基本达到 2009 年两倍水平。目前武汉商业营业用房的竣工面积竣工还未到达爆发期，未来随着竣工面积逐年加大，商业地产的竞争将更加激烈。

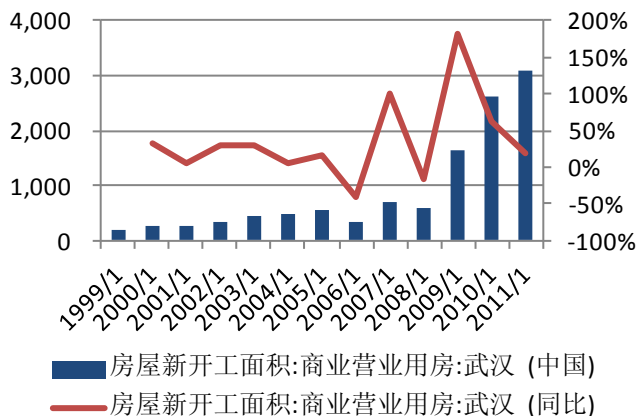
我们认为，公司想在激烈的商业地产环境中更进一步，必须提高自身的经营水平，首先从项目定位上就要进行升级。公司之前的商业主要是定位为社区服务的城市广场，公司项目储备中，南国中心和后湖城市广场是大型的城市综合体，说明公司已经在向更高层次的项目迈进。公司城市广场系列产品面临的机遇与挑战并存。

图 26: 武汉新开工面积与竣工面积比率



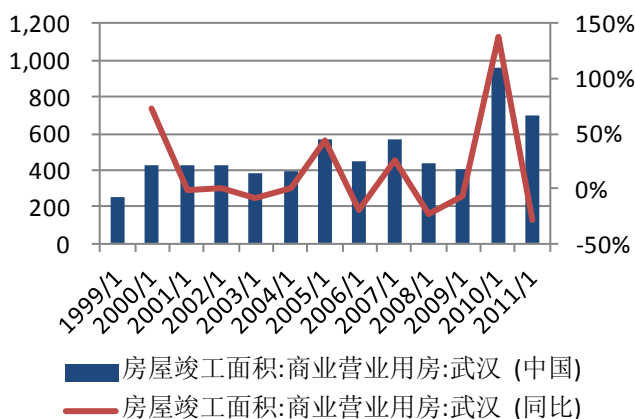
数据来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 27: 武汉市商业营业用房新开工面积



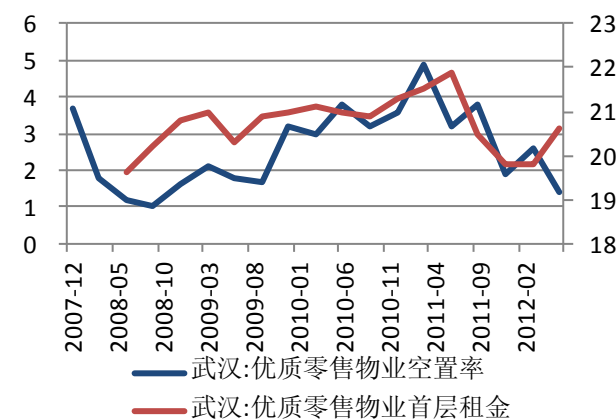
数据来源: WIND, 东兴证券研究所

图 28: 武汉市商业营业用房竣工面积



数据来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 29: 武汉市优质商业物业租金稳定



数据来源: WIND, 东兴证券研究所

4、盈利预测及估值

我们预计公司 2012 年-2014 年营业收入分别为 19.32 亿元、21.96 亿元和 24.03 亿元，增速分别为 89.94%、12.03%和 7.69%。其中 2012 年公司的房地产业务受制于结算结构的影响，毛利率将出现一定程度的下降，而 2013 年结算毛利又将提高；出租收入和物业管理费收入将处于较快增长的状态，并且随着公司物业租金的提升，公司出租和物业管理业务的毛利率也将有所提升。

表 5：公司收入预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
物业销售收入(万元)	96148.23	184500	206700	222600
出租收入和物业管理费收入(万元)	5568.76	8700.34	12902.09	17740.37
合计	101,716.99	193,200.34	219,602.09	240,340.37
物业销售收入增速	54.95%	91.89%	12.03%	7.69%
出租收入和物业管理费增速	35.39%	56.23%	48.29%	37.50%
合计增速	53.74%	89.94%	13.67%	9.44%

资料来源：东兴证券研究所

表 6：项目预计结算预测表

项目名称	规划建面 (万平方米)	权益比例	预计竣工时间	预计销售均价 (元/平方米)	预计结算面积(万平方米)		
					2012	2013	2014
悦公馆	3.39	100%	2013	15000	2.1		
大武汉家装二期家居馆	8.7	100%	2012	15600	4	2	1
大武汉家装二期旗舰店	9	100%	2012	15000	4.5	3	1
西汇城市广场二期	15	100%	2013	18000	4		
大武汉家装江南店	24.5	100%	2015	20000			
南国中心一期	9.5	100%	2014	30000	4		
南国中心二期	18.6	80%	2015	30000			
南国中心三期	7.929	100%	2015	30000			
南湖花郡	9.2	100%	2012	7000	7.8		
汉口城市广场一期	14	100%	2014	25000			
荆州南国城市广场	17	100%	2013	10000	3		

资料来源：东兴证券研究所

我们选取了三家与公司的经营模式类似的开发企业与公司比较，三家公司的平均 PE 为 12.08，高于公司当前的 10.21。在这里我们需要说明的是，三家公司中，金融街和世茂股份的投资性房地产后续计量采用了公允价值计量模式，而陆家嘴是成本计量模式，因此三家公司的 PE 差异较大。如果我们用扣非后的每股收益来比较，金融街 2011 年 PE 为 15.7；世茂股份 2011 年 PE 为 10.8。均有不同程度提升。公司对投资性房地产的后续计量模式与陆家嘴一致，因此估值方面参考陆家嘴更具意义。另外，公司的经营模式是商业地产的开发与运营，公司所在的湖北地区商业地产仍然有很大市场潜力；公司模式新颖，经营风险较低，同时有很高的成长性，因此我们认为公司 15 倍 PE 较为合理，对应公司相对估值为 7.35 元。

表 7：同类型房地产上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2014EPS	2011PE	2012PE	2013PE	2014PE
002305.SZ	南国置业	4.96	0.31	0.49	0.67	0.91	16.00	10.21	7.40	5.45
000402.SZ	金融街	5.96	0.67	0.77	0.90	1.09	8.90	7.78	6.61	5.46
600663.SH	陆家嘴	10.96	0.53	0.54	0.66	0.86	20.78	20.34	16.67	12.74
600823.SH	世茂股份	9.28	1.01	1.14	1.40	1.78	9.19	8.13	6.65	5.22
平均 PE							12.08			

资料来源：WIND，东兴证券研究所

经测算，公司的 NAV 值为 7.93 元。公司当前价格 4.96 元，较公司的 NAV 折价 37%，公司仍然具有较好的成长空间。

表 8：公司 NAV 估值表

开发项目评估溢价（百万元）	5944.0
帐面净资产（百万元）	1666.69
重估净资产（百万元）	7610.72
总股本（百万股）	960.00
NAV	7.93
当前股价（元）	4.96
当前股价溢价	-37%

资料来源：东兴证券研究所

5、投资评级

公司是武汉地区房地产开发企业的龙头，精于商业地产的开发、专于商业和物业的运营。公司“物业销售、统一经营、收益共享”的经营模式具备竞争优势，奠定了公司快速发展的强有力基础。公司所在的武汉地区城市开发相对落后，受益于武汉市政府“大武汉复兴”计划的推动和发改委“促进中部地区崛起规划”的引导，武汉地区将迎来快速发展的机会。面对武汉商业地产巨大的增长潜力，公司面临的机遇大于挑战。公司最核心的商业运营能力已被市场证明，12 年起将进入快速扩张期，公司未来三年净利润复合增长率为 43.91%。我们预计公司 2012 年-2014 年营业收入分别为 19.32 亿元、21.96 亿元和 24.03 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.68 亿元、6.21 亿元和 8.76 亿元；每股收益分别为 0.49 元 0.65 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 10.17、7.67 和 5.43；NAV7.93 元，较当前股价折让 37%。给予公司 6 个月目标价 7.35 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 9：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			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	4830	6138	7138	8400	营业收入	1018	1932	2196	2403
货币资金	734	1364	1978	3388	营业成本	400	893	887	715
应收账款	126	212	241	263	营业税金及附加	136	251	307	336
其他应收款	401	762	866	948	营业费用	31	58	66	72
预付款项	1059	1327	1593	1807	管理费用	45	77	88	96
存货	2510	2447	2431	1960	财务费用	-8	28	20	15
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	624	828	1168
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	6156	7155	8416	利润总额	416	624	828	1168
流动负债合计	2113	2016	2380	2828	所得税	122	156	207	292
短期借款	655	0	0	0	净利润	294	468	621	876
应付账款	235	245	170	137	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	27	414	853	1334	归属母公司净利润	294	468	621	876
非流动负债合计	1001	1201	1401	1601	EBITDA	406	653	848	1184
长期借款	1000	1200	1400	1600	BPS (元)	0.31	0.49	0.65	0.91
其他非流动负债	1	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	3114	3216	3781	4429		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%	89.79%	13.67%	9.44%
资本公积	46	924	924	924	营业利润增长	385.7%	51.31%	32.64%	41.07%
未分配利润	670	951	1323	1849	归属于母公司净利润增长	244.7%	59.26%	32.64%	41.07%
归属母公司股东权益合计	1732	2938	3372	3986	获利能力				
负债和所有者权益	4848	6156	7155	8416	毛利率(%)	61%	54%	60%	70%
现金流量表					净利率(%)	29%	24%	28%	36%
	2011A	2012E	2013E	2014E	总资产净利润(%)	6%	8%	9%	10%
经营活动现金流	-834	215	620	1488	ROE(%)	17%	16%	18%	22%
净利润	294	468	621	876	偿债能力				
折旧摊销	1.21	0.00	0.62	0.62	资产负债率(%)	64%	52%	53%	53%
财务费用	-8	28	20	15	流动比率	2.29	3.05	3.00	2.97
应付帐款的变化	0	9	-75	-33	速动比率	1.10	1.83	1.98	2.28
预收帐款的变化	0	386	439	481	营运能力				
投资活动现金流	0	0	0	0	总资产周转率	0.24	0.35	0.33	0.31
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率		11.45	9.71	9.54
长期投资	9	9	9	9	应付账款周转率		8.05	10.59	15.64
投资收益	1	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	416	-6	-78	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.49	0.65	0.91
短期借款	655	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	-0.33	0.66	0.64	1.47
长期借款	1000	1200	1400	1600	每股净资产(最新摊薄)	1.80	3.06	3.51	4.15
普通股增加	480	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-466	878	0	0	P/E	16.00	10.17	7.67	5.44
财务费用	0.00	-28	-20	-15	P/B	2.75	1.62	1.41	1.19
现金净增加额	-834	630	614	1410	EV/EBITDA	16.03	8.57	6.11	3.36

资料来源：东兴证券研究所

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年起在证券业从事房地产、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。