

拟引入战略伙伴利于公司发展更强势

——南国置业（002305）事件点评

2012年11月20日

强烈推荐/维持

南国置业

事件点评

| | | | |
|-----|-----------------|-----------------------|-----------------------|
| 郑闵钢 | 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：

南国置业 20 晚发布公告，公司许晓明先生与许贤明先生（持有武汉新天地投资有限公司 5%的股权）拟向中国水电地产公司整体转让所持武汉新天地投资有限公司（以下简称“新天地公司”）100%的股权；许晓明先生拟向中国水电地产公司转让其所持有的不超过公司总股本 8%的股权。另公司发布关于首期股票期权激励计划第一个行权期采用自主行权的公告。

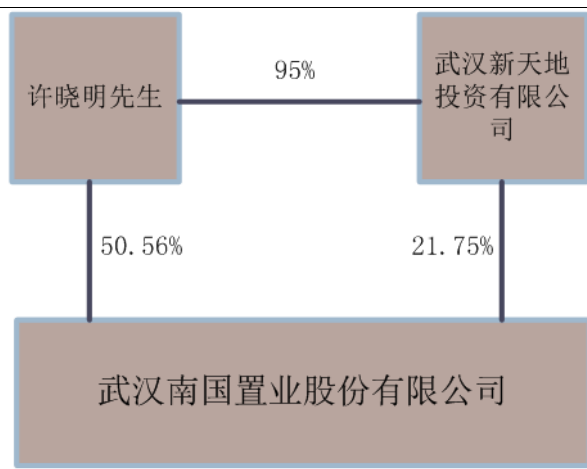
观点：

1. 拟引入战备发展伙伴利于公司强势发展

根据公告，公司许晓明先生与许贤明先生（持有武汉新天地投资有限公司 5%的股权）拟向中国水电地产公司整体转让所持武汉新天地投资有限公司（以下简称“新天地公司”）100%的股权；许晓明先生拟向中国水电地产公司转让其所持有的不超过公司总股本 8%的股权。

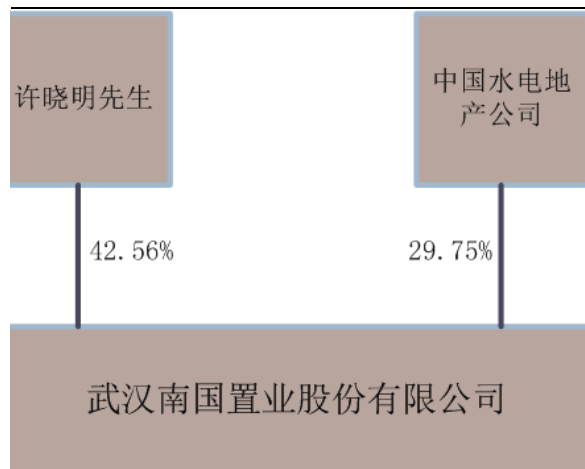
公司控股股东许晓明先生（直接持有公司股份 48541.11 万股，持有武汉新天地投资有限公司 95%的股权并通过武汉新天地投资有限公司间接持有公司股份 19837.01 万股，合计持股 68378.12 万股，占公司总股本的 71.23%）。根据此次转让方案，许晓明先生转让后持公司总股本从现 71.23% 调整为 42.56%，中国水电地产公司合计持有公司总股本的 29.75%，其中通过武汉新天地投资有限公司间接持有公司股份 20,881.06 万股，为公司的第二大股东。

图 1：公司现股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：转让方案后公司股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

中国水电地产公司是中国水利水电建设集团公司的直属企业。中国水利水电建设集团公司是中央管理的、跨国经营的综合性大型企业，其业务遍布世界四十多个国家和地区，在国际和国内享有良好声誉，系具有房地产主业的十六家中央企业之一。中国水电地产公司以房地产开发与经营为核心业务，大力实施跨地域发展战略，成为面向全国市场，集土地开发、房地产开发、物业管理为一体的，产品覆盖住宅、写字楼、零售物业、酒店等多种物业的房地产品牌综合运营商。目前已先后在北京、贵阳、成都、绵阳、昆明、长沙、武汉等城市进行房地产开发。公司目前在建的房地产项目主要以保障房和普通房为主，产品销售较好。

公司引进中国水电地产公司作为战略发展伙伴，是民营企业与央企的一次强强合作。南国置业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。目前公司在武汉形成发以“南国·大武汉家装”为代表的建材家居广场系列和以“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，另外还有以“南国·南湖花郡”、“南国·悦公馆”为代表的住宅系列。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 3：建材家居系列实景照片：南国大武汉家装现象



资料来源：东兴证券研究所拍摄

图 4：城市广场系列实景照片：南国首义汇



资料来源：东兴证券研究所拍摄

2. 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。

3、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 2：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 3：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（万平米） | | |
|------------|----------------|------|--------|-------------------|-------------|-------|-------|
| | | | | | 2012E | 2013E | 2014E |
| 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 | 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

表 4：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 | -34.43% |

资料来源：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 5.20 元，较公司的 NAV 折价 34.43%，公司仍然具有较好的成长空间。

5、投资建议

此次拟引入战略发展伙伴如果能得以实现，将大大提升公司房地产开发与经营的发展空间。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。目前公司拥有的优势商业运营能力已被市场证明，从 12 年起公司将进入快速扩张期。中国水电地产公司是中国水利水电建设集团公司的直属企业，其业务遍布世界四十多个国家和地区，是十六家可以从业房地产的中央企业之一。因引入战略伙伴尚没最后确认，不考虑成功后给公司带来经营与扩张能力的提升，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 10.61、8.00 和 5.71。公司的 NAV 7.93 元，较当前股价折让 34.43%。我们给予公司 6 个月目标价 7.35 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示

本次拟转让股权事项的推进尚需相关各方进一步商讨并履行相关的法律程序，在具体方案及协议生效等方面均存在着较大的不确定性。1、如果受让方在本次拟转让事项的流程审批未或通过会导致本次拟转让股权事项终止；2、如果转让各方当事人在股权转让价格上未能达成一致，将会导致本次拟转让股权事项终止。

| 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 | EPS (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% |
| | | | | | 总资产净利润(%) | 6% | 8% | 9% | 10% |
| | | | | | ROE(%) | 17% | 16% | 18% | 22% |
| 经营活动现金流 | -834 | 215 | 620 | 1488 | 偿债能力 | | | | |
| 净利润 | 294 | 468 | 621 | 876 | 资产负债率(%) | 64% | 52% | 53% | 53% |
| 折旧摊销 | 1.21 | 0.00 | 0.62 | 0.62 | 流动比率 | 2.29 | 3.05 | 3.00 | 2.97 |
| 财务费用 | -8 | 28 | 20 | 15 | 速动比率 | 1.10 | 1.83 | 1.98 | 2.28 |
| 应付帐款的变化 | 0 | 9 | -75 | -33 | 营运能力 | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 386 | 439 | 481 | 总资产周转率 | 0.24 | 0.35 | 0.33 | 0.31 |
| 投资活动现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | | 11.45 | 9.71 | 9.54 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | | 8.05 | 10.59 | 15.64 |
| 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 | 0.49 | 0.65 | 0.91 |
| 筹资活动现金流 | 0 | 416 | -6 | -78 | 每股净现金流(最新摊薄) | -0.33 | 0.66 | 0.64 | 1.47 |
| 短期借款 | 655 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 1.80 | 3.06 | 3.51 | 4.15 |
| 长期借款 | 1000 | 1200 | 1400 | 1600 | 估值比率 | | | | |
| 普通股增加 | 480 | 0 | 0 | 0 | P/E | 15.52 | 10.61 | 8.00 | 5.71 |
| 资本公积增加 | -466 | 878 | 0 | 0 | P/B | 2.67 | 1.57 | 1.37 | 1.16 |
| 财务费用 | 0.00 | -28 | -20 | -15 | EV/EBITDA | 15.68 | 8.35 | 5.94 | 3.23 |
| 现金净增加额 | -834 | 630 | 614 | 1410 | | | | | |

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。