



“引战”尘埃落定 快速发展插翅双飞

——南国置业（002305）事件点评

2012年12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：

2012年12月20日，公司发布公告称公司控股股东许晓明先生及许贤明先生与中国水电地产公司于2012年11月20日就股权转让签署了协议书。根据上述协议书，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）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；许晓明先生向中国水电地产公司转让其所持有的公司总股本8%的股权。

主要观点：

1. 拟引入战备发展伙伴事宜尘埃落定

公司于2012年11月20日发布公告，公司控股股东许晓明先生及许贤明先生与中国水电地产公司于2012年11月20日就股权转让签署了意向书，拟通过转让公司共计29.75%的股份，引入战略合作伙伴中国水电地产。目前该事项已经尘埃落定，双方签署股权转让协议书，转让对价5.1元/股。

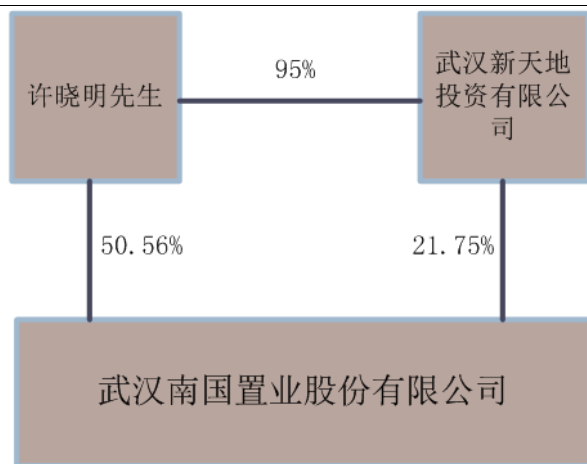
2、公司进入快速发展期

我们认为，公司和中国水电地产具有很明显的优势互补性。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，其发展起步较晚，但是发展速度非常快，目前在全国拥有土地储备约400万平方米，主要集中分布在西南地区，从城市生态环境上讲较契合南国置业二线城市商业地产的地位。同时，中国水电地产依靠股东中国水电集团强大的资源背景，在项目获取方面具有极大优势。双方的合作更加保证了公司的资金来源和项目的可复制性，对于公司异地扩张具有极大利好作用。

3、公司实际控制人未变

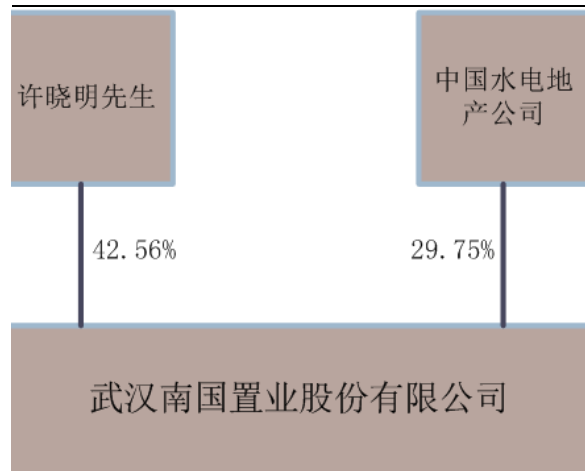
公司控股股东许晓明先生（直接持有公司股份48541.11万股，持有武汉新天地投资有限公司95%的股权并通过武汉新天地投资有限公司间接持有公司股份19837.01万股，合计持股68378.12万股，占公司总股本的71.23%）。根据此次转让方案，许晓明先生转让后持公司总股本从现71.23%调整为42.56%，中国水电地产公司合计持有公司总股本的29.75%，其中通过武汉新天地投资有限公司间接持有公司股份20,881.06万股，为公司的第二大股东。

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

南国置业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

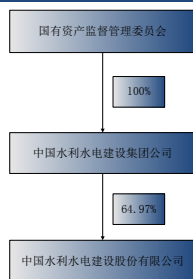
4、战略投资者实力强劲

中国水利水电建设股份有限公司（Sinohydro Group Ltd.）是中央管理的中国水利水电建设集团公司整体改制并控股创立的股份公司，是跨国经营的综合性大型企业，是中国规模最大、科技水平领先、最具实力、行

业品牌影响力最强的水利水电建设企业。公司是国内水利建设的国家队，自上世纪 50 年代以来，承担了国内 65% 以上的大中型水利水电工程的建设任务，参建了长江三峡等上百座世界瞩目的巨型水电站，截止 2011 年 6 月 30 日，累计完成总装机容量 1.46 亿千瓦，为中国常规水电装机容量、水电在建规模跃居世界第一做出了突出贡献，先后在亚、非、欧、美的 50 多个国家和地区进行了工程承包建设和经济技术合作，拥有全球 50% 的水利水电建设市场份额。2009 年，在中国对外承包工程企业中以营业额位列第 4 位，在全球最大 225 家承包商中排名第 31 位，“中国水电”已成为国际上水利水电建设的第一品牌和行业代表。

中国水利是国内的水利水电建设龙头。公司的前身是中国水利水电建设集团公司，自 20 世纪 50 年代至今，承接了国内 65% 以上的大中型水利水电工程，参建了长江三峡等上百座世界瞩目的巨型水电站，截止 2011 年 6 月总装机容量突破 1.46 亿千瓦。中国水利凭借工程建设的优势，多元化地发展业务。公司在自身水利水电建设绝对龙头地位的基础上，逐渐形成了以工程建设为主，以电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产开发等多点开花的主营业务结构。目前公司的收入结构中，工程承包占比 90% 以上，但近几年其他各项业务发展迅速，占比逐年提升。中国水利海外业务蓬勃发展。2011 年 1-6 月公司收入结构中，海外地区的占比为 29.17%，毛利率超过 20%，公司新签合同订单中，2011 年海外与国内业务的比值为 87.74%，较 2010 年提高 30 个百分点；海外业务中水利水电工程的占比约为 50%，公司强大的水利水电建设实力使得公司在国际市场拓展顺利。公司未来视海外市场为业务拓展重点，目前海外水利水电建设市场容量巨大，公司具有明显的品牌和技术优势，因此海外业务将为公司的快速发展打开上升通道。

图 5：中国水电股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券

5、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 1：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 2：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)		
					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 3：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)	5.76
当前股价溢价	-27.36%

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 5.76 元，较公司的 NAV 折价 27.36%，公司仍然具有较好的成长空间。

6、投资建议

此次引入战略发展伙伴得以实现，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，“物业销售、统一经营、收益共享”的经营模式具备竞争优势。公司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。公司精于商业地产的开发、专于商业和物业的运营，中国水电地产公司目前在全国拥有土地储备约 400 万平方米，主要集中在西南地区，从城市生态环境上讲较契合南国置业二线城市商业地产的地位。中央已提出今后的经济重点是新城镇化建设，城镇化的发展必然会带动中西部的快速发展，也推动城际轨道建设向中小城市延伸。公司与中国水电的合作可以更强势地深入到城镇化的建设中，并可利用中国水电具备取得城际轨道建设项目的的能力，发挥自身商业项目建设的优势快速发展。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 11.76、8.86 和 6.33。公司的 NAV 7.93 元，较当前股价折让 27.36%。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。

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				单位:百万元	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	15.52	10.61	8.00	5.71
财务费用	0.00	-28	-20	-15	P/B	2.67	1.57	1.37	1.16
现金净增加额	-834	630	614	1410	EV/EBITDA	15.68	8.35	5.94	3.23

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，我们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。