

成长空间打开，上调目标价

——南国置业（002305）事件点评

2013年1月29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：

2013年1月28日，公司发布公告称南国置业于2013年1月28日接到控股股东许晓明先生的通知，许晓明先生、许贤明先生与中国水电建设集团房地产有限公司签署的《股权转让协议》及许晓明先生与中国水电地产公司签署的《股份转让协议》约定的股权转让及股份过户手续已办理完毕。

主要观点：

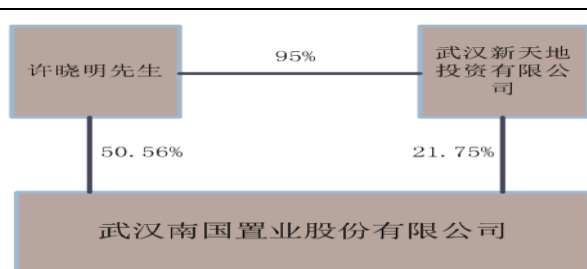
1. 成功引入战略发展伙伴打开成长空间

公司发布公告称南国置业于2013年1月28日接到控股股东许晓明先生的通知，许晓明先生、许贤明先生与中国水电建设集团房地产有限公司签署的《股权转让协议》及许晓明先生与中国水电地产公司签署的《股份转让协议》约定的股权转让及股份过户手续已办理完毕。

中国水电拥有水电建设、水电运营、轨道建设和房地产开发，目前房地产项目拥有土地储备约400万平方米，主要集中在西南地区，中国水电拥有央企的实力背景将提升南国置业发展空间。之前两个公司在武汉地区有着较好的业务交流，两个公司的工作氛围都很好，有着很好的合作基础。中国水电在地产业务上有很强烈的发展欲望，在当前土地出让商住一体较多的情况下，南国置业独特的商业运营团队和盈利模式可以给中国水电房地产业务带来很好的支持，同时中国水电的介入也给南国置业带来新的资源和新的活力，两个公司的合作将打开双方的发展空间。

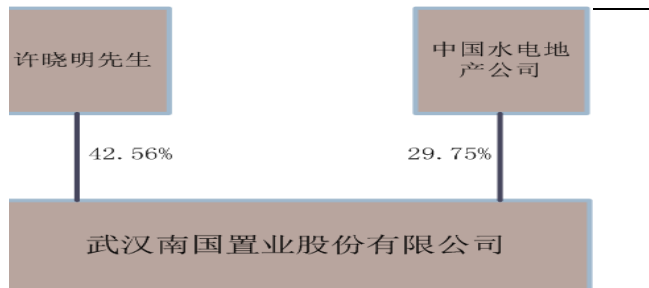
按南国置业原定“1+8”的发展战略，公司是要往下走，比如襄阳、荆门等地区。目前与中国水电的合作将拓展了公司向上发展的空间，公司有望走出湖北省求得更好发展，中、西部或东部的二线城市将是公司发展的主要区域。中国水电已在深圳拿了地铁线建设工程，今后在武汉也想拿地铁线。在房地产开发上，初期中国水电与南国置业将更多地去共同拿项目，共同开发。水电地产在前面铺路，南国置业商业项目提升拓展空间。

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

2、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	15000			
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)	6261.4
帐面净资产(百万元)	1666.69
重估净资产(百万元)	7928.88
总股本(百万股)	960.00
NAV	7.93
当前股价(元)	7.48
当前股价溢价	-5.7%

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 7.48 元,较公司的 NAV 折价 5.7%,公司仍然具有较好的成长空间。

3、上调目标价

按南国置业原定“1+8”的发展战略，公司是要往下走，比如襄阳、荆门等地区。目前与中国水电的合作将拓展了公司向上发展的空间，公司有望走出湖北省求得更好发展，中、西部或东部的二线城市将是公司发展的主要区域。中国水电已在深圳拿了地铁线建设工程，今后在武汉也想拿地铁线。在房地产开发上，初期中国水电与南轩置业将更多地去共同拿项目，共同开发。水电地产在前面铺路，南国置业商业项目提升拓展空间。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 15.34、11.56 和 8.2。公司的为 NAV7.93 元，较当前股价折让 5.7%。考虑到公司成长持续我们给予公司 PE13 倍，短期目标价 8.41 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					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	24.13	15.34	11.56	8.2		
财务费用	0.00	-28	-20	-15	P/B	4.15	2.44	2.13	1.8		
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。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。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

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。