



东兴证券
DONGXING SECURITIES

吹响省外发展的号角，增长将超预期

——南国置业（002305）2012 年年报点评

2013 年 2 月 4 日

强烈推荐/维持

南国置业

财报点评

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：

报告期内，公司实现营业总收入 22.09 亿元，同比增长 117.01%；归属于上市公司股东的净利润 4.45 亿元，同比增长 51.55%；基本每股收益 0.46 元，同比增长 51.55%；期末公司所有者权益。公司总资产 64.98 亿元，同比增长 34.03%；归属于上市公司股东的所有者权益 21.18 亿元，同比增长 22.29%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	40.03	20.57	23.00	934.34	60.33	32.09	33.52	2083.06
增长率（%）	13.95%	-33.74%	-47.68%	69.42%	50.70%	55.98%	45.74%	122.94%
毛利率（%）	63.92%	60.29%	59.49%	60.58%	72.71%	66.97%	63.66%	44.65%
期间费用率（%）	26.74%	29.00%	40.13%	4.50%	24.82%	50.44%	40.47%	2.87%
营业利润率（%）	20.50%	4.53%	-3.94%	43.28%	27.38%	14.96%	8.53%	27.95%
净利润（百万元）	6.00	0.43	1.00	286.53	10.42	0.94	0.76	433.39
增长率（%）	72.87%	-84.86%	56.89%	54.53%	73.56%	117.17%	-23.48%	51.25%
每股盈利（季度，元）	0.013	0.000	0.001	0.298	0.011	0.001	0.001	0.451
资产负债率（%）	60.49%	63.16%	64.85%	64.23%	63.43%	72.43%	76.71%	67.37%
净资产收益率（%）	0.40%	0.03%	0.07%	16.52%	0.60%	0.06%	0.05%	20.44%
总资产收益率（%）	0.16%	0.01%	0.02%	5.91%	0.22%	0.02%	0.01%	6.67%

评论：

- **公司签约销售额大幅提升。**2012 年，公司累计销售金额 30.46 亿元，同比增长约 212.48%。主要销售项目六个，分别为大武汉家装二期——灯饰馆、家居馆，南湖花郡，荆州南国城市广场，洪广 SOHO（原悦公馆），汉口城市广场一期等。根据我们的计算，公司 2013 年可售货量较大，包括汉口城市广场一期和二期、西汇广场二期、荆州南国大家装等项目在内最大可售货值为 60 亿元，我们预计公司 2013 年销售金额有望超过 40 亿元。
- **公司结算业绩大幅增长。**2012 年，公司主要销售结转项目为大武汉家装二期——灯饰馆、家居馆，南湖花郡，结算面积 19.31 万平方米，同比增长 234.33%；存量房销售 5113.22 平方米，分别为风华天城、北都城市广场、南湖都会等。实现物业结转收入 21.48 亿元，同比增长 123.35%，租金及管理费收入 6,150.44 万元，同比增长 10.45%，单位物业租金 172.67 元/平方米，同比下降 33.46%，主要原因在于公司目前经营的面积中，2012 年新增物业较多（包括首义汇、北都城市广场、大武汉家装二期家居馆等），因此单位经营性收入被摊薄所致。

- **公司期末商业运营面积持续稳定增加。**2012年，商业运营管理项目有南湖都会、大武汉家装一期、西汇城市广场一期、南湖城市广场、首义汇、北都城市广场及大武汉家装二期家居馆等，商业运营面积共计35.62万平方米。其中，南湖都会运营面积3.27万平方米，西汇城市广场一期运营面积4.16万平方米，大武汉家装一期运营面积10.63万平方米，南湖城市广场运营面积3.47万平方米，首义汇运营面积3.35万平方米，北都城市广场运营面积5.74万平方米，大武汉家装二期家居馆运营面积5万平方米。我们认为，未来两年随着南国中心等项目的竣工运营，公司的持有物业将继续增加；而随着公司实力的增强，公司也将越来越倾向于持有优质物业。
- **修改董事会席位，中国水电地产话语权得到增强。**公司同时发布“第二届董事会第二十一次会议决议公告”，审议通过了《关于修改公司章程的预案》和《关于提名第三届董事会候选人的预案》。其中，公司董事会将由原来的九名董事（其中三名独立董事）变更为十一名董事（其中四名独立董事），并增设联席董事长一名。而在第三届董事会候选人的名单中，中国水电地产的董事占了四个席位（其中包括联席董事长一名），拥有了较大的话语权。我们预计未来中国水电地产将更加加大对公司的扶持力度。

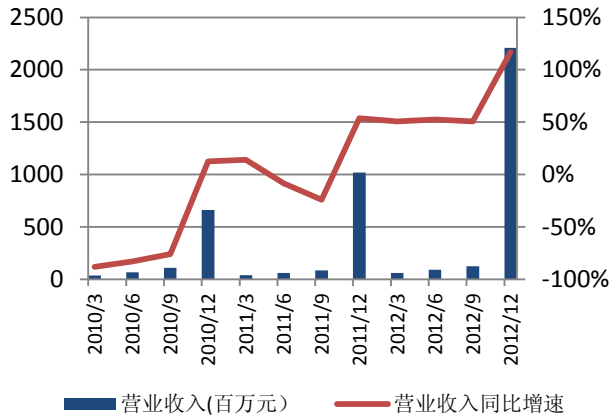
经营计划

- 2013年在建总建筑面积计划达到122.9万平方米，在建项目达到9个。其中，续建建筑面积约为62.42万平方米，续建项目5个（西汇城市广场二期、南国中心一期、汉口城市广场一期、洪广SOHO、荆州南国城市广场一期）。
- 计划新开工建筑面积约60.48万平方米，新开工项目4个，分别为南国中心二期、荆州南国城市广场二期、汉口城市广场二期、雄楚广场。
- 计划竣工项目4个，竣工建筑面积51.29万平方米，为汉口城市广场一期、西汇城市广场二期、洪广SOHO、荆州城市广场一期。
- 在项目拓展方面，2013年计划获得3-5个项目，取得和锁定50-100万平方米的规划建筑面积。

投资建议：

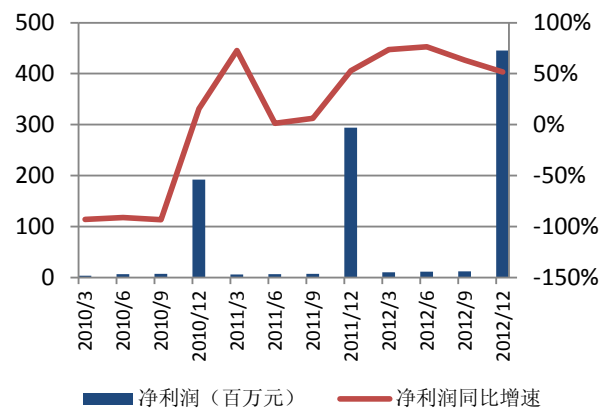
公司是武汉地区开发企业的龙头，精于商业地产的开发，专于商业和物业的运营。公司最核心的商业开发和运营能力已被市场证明，被中国水电地产认可并且双方开始合作。考虑到中国水电对公司未来的支持力度将加大，公司目前的发展空间已经完全打开，我们预计公司未来三年净利润复合增长率将从原来的43.32%提高至53.2%。我们预计公司2013年-2015年营业收入分别为30.73亿元、43.77亿元和63.4亿元，归属于上市公司股东净利润分别为6.68亿元、9.64亿元和16.02亿元；每股收益分别为0.7元、1.00元和1.67元，对应PE分别为10.9、7.55和4.54。考虑到目前招保万金等成长性好的公司12年动态PE平均为12，公司未来三年净利润复合增长率达50%以上，远高出招保万金等成长性好的公司，由于公司进入持续高增长期，给予公司50%的PE溢价，按照公司13年业绩18倍PE计算，给予公司6个月目标价12元，维持公司“强烈推荐”评级。

图 1：公司营业收入及增速（季度累计）



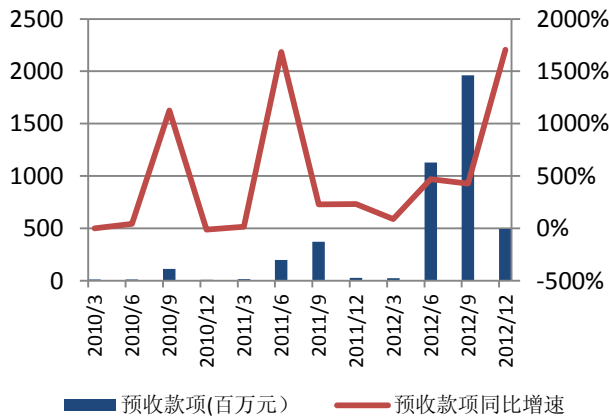
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速（季度累计）



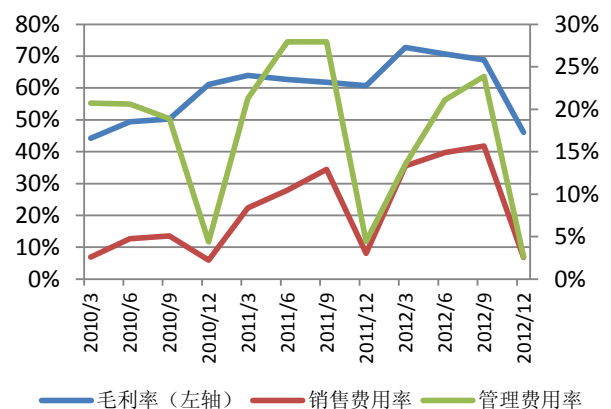
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司期末预收款项及同比增速



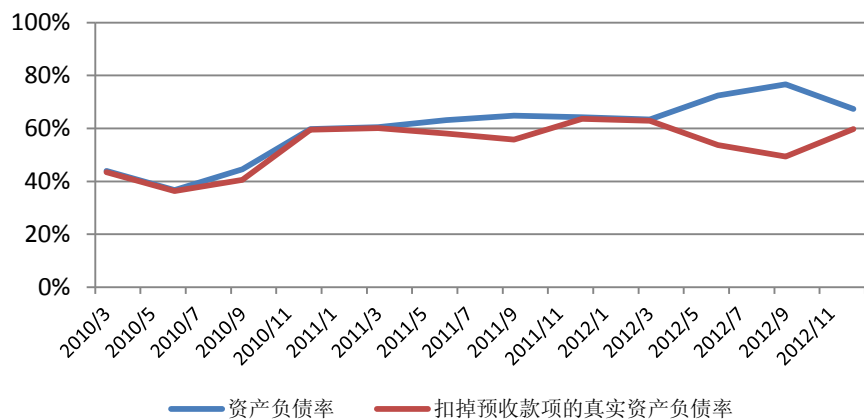
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：资产负债率及真实资产负债率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

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	6480	9782	13496	18397	营业收入	2209	3073	4377	6340
货币资金	1138	2151	3064	4438	营业成本	1192	1503	2084	2749
应收账款	104	337	480	695	营业税金及附加	298	399	613	888
其他应收款	718	999	1423	2061	营业费用	57	92	131	190
预付款项	1684	2135	2760	3585	管理费用	58	123	175	254
存货	2836	4118	5709	7531	财务费用	-10	65	89	123
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	5.47	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	18	17	17	16	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7	7	7	7	投资净收益	-2.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.42	4.78	4.13	3.49	营业利润	606	890	1285	2136
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	1.63	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	0.93	0.00	0.00	0.00
资产总计	6498	9800	13513	18413	利润总额	607	890	1285	2136
流动负债合计	2446	3703	6042	9123	所得税	162	223	321	534
短期借款	737	737	1913	2898	净利润	446	668	964	1602
应付账款	375	412	400	527	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	494	1108	1984	3252	归属母公司净利润	446	668	964	1602
非流动负债合计	1932	2631	3330	4029	EBITDA	597	956	1375	2260
长期借款	1932	2632	3332	4032	EPS (元)	0.46	0.70	1.00	1.67
其他非流动负债	0	-1	-2	-3	主要财务比率				
负债合计	4378	6334	9373	13151		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	117.0%	39.12%	42.44%	44.83%
资本公积	63	941	941	941	营业利润增长	385.7%	46.80%	44.36%	66.22%
未分配利润	1031	1432	2010	2972	归属于母公司净利润增长	244.7%	49.87%	44.36%	66.22%
归属母公司股东权益合计	2118	3463	4138	5260	获利能力				
负债和所有者权益	6498	9800	13513	18413	毛利率(%)	46%	51%	52%	57%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	20%	22%	22%	25%
	2011A	2012E	2013E	2014E	总资产净利润(%)	7%	7%	7%	9%
经营活动现金流	442	-904	-884	-406	ROE(%)	21%	19%	23%	30%
净利润	446	668	964	1602	偿债能力				
折旧摊销	1.35	0.00	0.64	0.64	资产负债率(%)	67%	65%	69%	71%
财务费用	-10	65	89	123	流动比率	2.65	2.64	2.23	2.02
应付帐款的变化	0	37	-12	128	速动比率	1.49	1.53	1.29	1.19
预收帐款的变化	0	615	875	1268	营运能力				
投资活动现金流	0	0	0	0	总资产周转率	0.39	0.38	0.38	0.40
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率		13.96	10.72	10.80
长期投资	7	7	7	7	应付账款周转率		7.81	10.79	13.68
投资收益	-2	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	1917	1797	1779	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.70	1.00	1.67
短期借款	737	737	1913	2898	每股净现金流(最新摊薄)	0.37	1.06	0.95	1.43
长期借款	1932	2632	3332	4032	每股净资产(最新摊薄)	2.21	3.61	4.31	5.48
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	17	878	0	0	P/E	16.48	10.90	7.55	4.54
财务费用	0.00	-65	-89	-123	P/B	3.44	2.10	1.76	1.38
现金净增加额	442	1013	913	1374	EV/EBITDA	15.40	9.93	7.82	5.21

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。