

业绩步入高速增长期

——南国置业（002305）深度研究报告——

买入

内容摘要:

● 产品线丰富，商业模式成熟

公司经过多年耕耘，已形成较为成熟的商业地产开发运营模式，拥有丰富的产品线，囊括城市中心级商业中心、社区级商业中心、家装建材专业卖场、休闲街、住宅等。公司目前采用现金流滚资产的模式，一方面通过销售物业实现资金的快速回流，并对售后商业统一招租、统一管理，以维护品牌形象。另一方面，随着公司资金实力的不断增强，公司正加大自持物业比例，尤其是核心优质物业，逐步实现租售并举。

● 水电地产入股，公司获益良多

中国水电地产入股公司，持有公司总股本 29.70% 的股份，成为公司的第二大股东，并在新一届董事会选举中成为公司的实际控制人。水电地产的进入可为公司在稳定的低成本融资渠道以及异地项目的获取，尤其是地铁上盖物业的开发等方面提供支持。同时，水电地产承诺，在可能与公司存在竞争的业务领域中出现新的业务发展机会时，给予公司相应优先发展权。近日，公司获取水电地产不超过 23 亿元的委托贷款的议案已获得股东大会通过。

● 公司步入发展快车道，业绩开始高速增长

2012 年，公司在建面积为 89.45 万平方米，在建项目 8 个；2013 年，公司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。预测可售部分 2013 年结算面积为 29.86 万平方米，2014 年结算面积为 30.58 万平方米，2013 年新增自持面积 28 万平方米，2014 年新增自持面积 17.13 万平方米，并且预计未来项目利润空间将有所改善，未来业绩有望高速增长。另外，公司的股票期权激励计划对公司业绩也存在一定催化作用。

● 盈利预测及评级

预计公司 2013-2014 年每股收益为 0.77 元和 1.23 元，以 3 月 22 日收盘价 7.35 元为基准，对应市盈率分别为 9.5 倍和 6.0 倍。公司目前股价较每股重估净资产 8.85 元折价幅度达 17%，折价幅度过高，且公司业绩正高速增长，预计 2013-2014 年归属母公司股东净利润增速分别达到 65.41%，59.91%，应享受较高的 PE 估值水平，目前估值水平偏低，给予“买入”评级。

● 关注风险：产品销售不如预期以及施工进度的拖延。

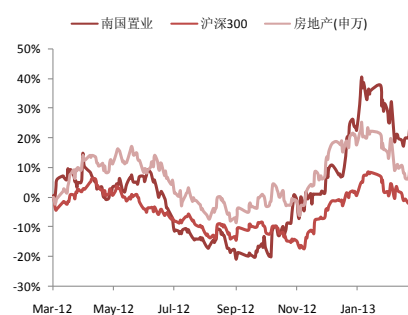
分析师

徐永超
执业证号：S1250512110002
电话：023-67791263
邮箱：xychao@swsc.com.cn

研究助理

王立洲
电话：023-67914902
邮箱：wanglz@swsc.com.cn

市场表现



基础数据

总股本(亿股)	9.62
实际流通A股(亿股)	5.95
52周内股价区间(元)	4.45-8.10
总市值(亿元)	70.68
总资产(亿元)	64.98
每股净资产(元)	2.21
当前价(元)	7.35

当前价为 3 月 22 日收盘价

目 录

一、公司基本情况	1
(一) 公司业务.....	1
(二) 公司股权结构.....	1
(三) 实际控制人介绍.....	2
二、行业基本情况	2
(一) 行业 2013 年前两月销售情况继续向好.....	2
(二) 武汉商业氛围良好.....	3
三、公司的商业模式	4
(一) 公司产品线丰富.....	5
(二) 公司负债偏高，仍属合理.....	5
四、公司估值	6
(一) 财务情况预测.....	6
(二) 绝对估值法：重估净资产.....	7
(三) 相对估值法.....	9
(四) 股价催化剂——股票期权激励.....	9
五、主要项目介绍	10
(一) 洪广 SOHO.....	10
(二) 南国大武汉家装.....	10
(三) 西汇城市广场.....	11
(四) 南国中心.....	12
(五) 南湖花郡.....	12
(六) 汉口城市广场.....	13
(七) 荆州南国城市广场.....	13
(八) 雄楚广场.....	14
(九) 首义汇.....	14
(十) 北都城市广场.....	15
(十一) 南湖都会.....	15
(十二) 南湖城市广场.....	16

插图目录

图 1: 公司股权结构图.....	2
图 2: 商品房分类销售面积累计同比增长率 (%)	3
图 3: 商品房分类销售金额累计同比增长率 (%)	3
图 4: 武汉 GDP (年)	3
图 5: 武汉社会消费品零售总额 (年)	3
图 6: 武汉人均可支配收入 (年)	4
图 7: 武汉人均消费支出 (年)	4
图 8: 2012 年 12 月各地优质写字楼空置率 (%)	4
图 9: 2012 年 12 月各地优质零售物业空置率 (%)	4
图 10: 按产品分类营业收入.....	4
图 11: 营业总收入增长情况	4
图 12: 公司资产负债情况	5
图 13: 现金对短期有息负债的覆盖率	5
图 14: 洪广 SOHO 位置图	10
图 15: 洪广 SOHO 效果图	10
图 16: 南国大武汉家装位置图	11
图 17: 南国大武汉家装效果图	11
图 18: 西汇城市广场一期位置图	11
图 19: 西汇城市广场一期效果图	11
图 20: 西汇城市广场二期位置图	12
图 21: 西汇城市广场二期效果图	12
图 22: 南国中心位置图	12
图 23: 南国中心效果图	12
图 24: 南湖花郡位置图	13
图 25: 南湖花郡效果图	13
图 26: 汉口城市广场位置图	13
图 27: 汉口城市广场效果图	13
图 28: 荆州南国城市广场位置图	14
图 29: 荆州南国城市广场效果图	14
图 30: 雄楚广场位置图	14
图 31: 雄楚广场效果图	14
图 32: 首义汇位置图	15
图 33: 首义汇效果图	15
图 34: 北都城市广场位置图	15
图 35: 北都城市广场效果图	15
图 36: 南湖都会位置图	16
图 37: 南湖都会实景图	16
图 38: 南湖城市广场位置图	16
图 39: 南湖城市广场效果图	16

表格目录

表 1: 2012 年在建项目一览表.....	1
表 2: 未来两年拟销售项目结算收入预测表.....	6
表 3: 2013-2014 年预计新增拟自持项目.....	6
表 4: 2013-2014 年出租收入和物业管理费收入预测 (亿元).....	6
表 5: 利润表预测.....	7
表 6: 估值假设表.....	7
表 7: 整体销售法测算项目表.....	8
表 8: RNAV 估值表.....	9
表 9: 估值比较表.....	9
表 10: 股票期权激励计划简表.....	10
附表: 利润表预测.....	17

一、公司基本情况

(一) 公司业务

公司是湖北地区的一家区域性商业地产开发商，经过多年商业地产开发运营实践和积累，公司已经成长为区域有影响力的商业地产开发商和运营商。公司深耕武汉，在建在售项目中，除荆州项目外，全部来自武汉地区。在中国水电地产入股以后，公司将会加快异地扩张的步伐。

表 1: 2012 年在建项目一览表

项目名称	地理位置	业态组合	建筑面积 (万平方米)	预计竣工时间	备注
洪广 SOHO	市级商业中心	公寓	3.39	2013 年	续建
大武汉家装二期家居馆	古田商业副中心	公寓、商业	8.83	2012 年	续建
大武汉家装二期灯饰馆	古田商业副中心	公寓、商业	9	2012 年	续建
西汇城市广场二期	古田商业副中心	公寓、商业	14	2013 年	续建
南国中心一期	市级商业中心	公寓、商业	11.13	2014 年	续建
南湖花郡	南湖商业副中心	住宅	9.2	2012 年	续建
汉口城市广场一期	后湖商业副中心	公寓、商业	20	2013 年	续建, 权益面积 14 万方
荆州南国城市广场一期	荆州沙北核心区	公寓、商业	13.9	2013 年	新开工

数据来源: 上市公司公告, 西南证券研究发展中心

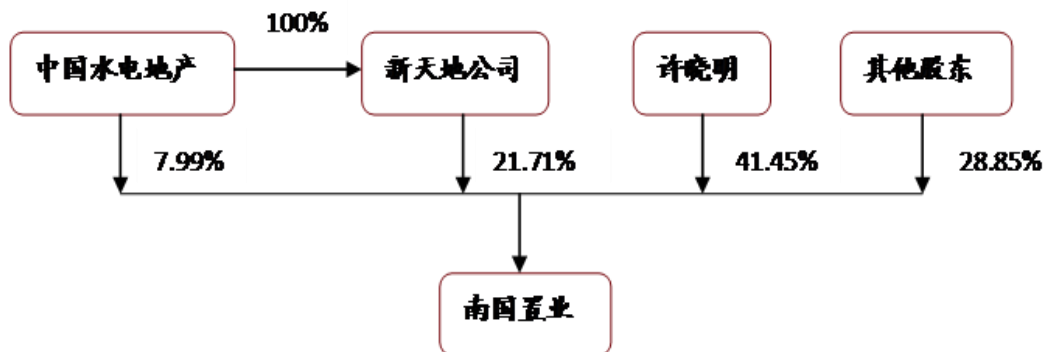
(二) 公司股权结构

在股权转让之前，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%)。

2012 年 12 月 20 日，许晓明先生及许贤明先生与中国水电地产公司签署股权转让协议书。根据协议，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（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。

截至 2013 年 3 月 22 日，许晓明先生持有公司总股本 41.45% 的股份，仍为公司第一大股东。中国水电地产合计持有公司总股本 29.70% 的股份，为公司第二大股东。因在新一届董事会选举中，中国水电地产在 7 个非独立董事席位中获得 4 席，成为公司实际控制人。

图 1: 公司股权结构图



数据来源: 上市公司公告, 西南证券研究发展中心

(三) 实际控制人介绍

中国水电地产是首批获准保留房地产开发业务的 16 家央企之一, 是中国水利水电建设集团公司的直属企业, 拥有房地产开发企业壹级资质, 资信等级 AAA 级, 是中国建设银行总行级的重点客户。尽管其地产业务起步稍晚, 但发展迅速, 截至目前, 中国水电地产已进入北京、唐山、抚顺、成都、绵阳、都江堰、长沙、武汉等城市进行房地产开发, 形成了以“京津冀都市圈”、“成渝经济区”、“长株潭城市群”、“武汉城市圈”、“环渤海经济圈”等城市群为核心的多项目、跨区域的战略格局, 拥有的土地规划建筑总面积超过 700 万平方米。中国水利水电建设集团公司已大力介入重点城市的轨道交通建设, 在获取轨道交通物业项目用地方面具有相当的优势。

中国水电地产目前主要从事住宅类房地产开发, 南国置业则主要从事商业地产的开发与运营; 中国水电地产与公司不存在直接的竞争关系。同时, 水电地产承诺, 在可能与公司存在竞争的业务领域中出现新的业务发展机会时, 给予公司相应优先发展权。

中国水电地产入股公司后将从稳定的低成本融资渠道、异地项目资源获取等方面支持公司商业地产的开发建设, 尤其是地铁上盖物业的开发方面。近日, 公司获取水电地产不超过 23 亿元的委托贷款的议案已获得股东大会通过, 水电地产入股带来的利好效应已开始显现。

二、行业基本情况

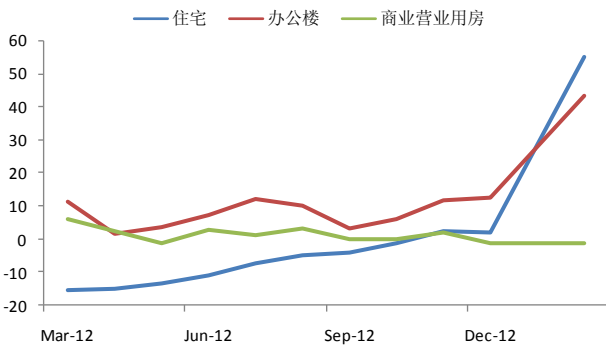
(一) 行业 2013 年前两月销售情况继续向好

2013 年 1-2 月份, 商品房销售面积 10471 万平方米, 同比增长 49.5%, 增速比去年全年提高 47.7 个百分点; 其中, 住宅销售面积增长 55.2%, 办公楼销售面积增长 43.3%, 商业营业用房销售面积下降 1.4%。商品房销售额 7361 亿元, 增长 77.6%, 增速比去年全年提高 67.6 个百分点; 其中, 住宅销售额增长 87.2%, 办公楼销售额增长 91.6%, 商业营业用房销售额增长 17.6%。

楼市回暖从去年 3 月份开始, 已整整一年时间。住宅和办公楼销售回暖趋势体现明显, 今年 1-2 月份的同比数据, 受去年同期楼市低迷的影响, 更是出现爆发式的增长。而商业营业用

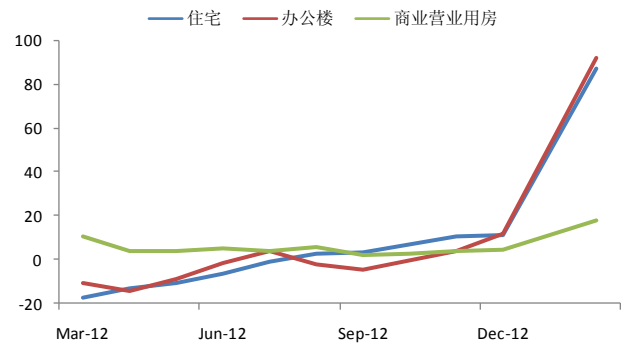
房因受房地产调控影响较小，在过去一年中，走势相对平稳，但今年 1-2 月份销售额增速仍较去年全年提高 12.8 个百分点。

图 2: 商品房分类销售面积累计同比增长率 (%)



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 3: 商品房分类销售金额累计同比增长率 (%)



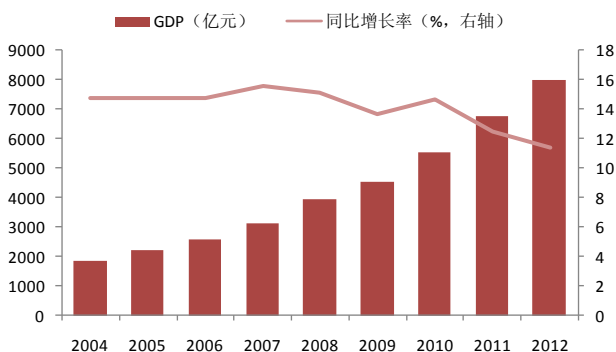
数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

(二) 武汉商业氛围良好

武汉，位于江汉平原东部，被称为“九省通衢”之地，是中国内陆最大的水陆空交通枢纽。同时，武汉是湖北省省会城市，华中地区的区域中心城市，2012 年户籍人口 821.71 万，其中非农业人口 555.02 万，城镇化率水平达 67.54%。2012 年，武汉市 GDP 突破八千亿元，达到 8003.82 亿元，同比增长 11.40%；社会消费品零售总额达到 3432.48 亿元，同比增长 16.00%。武汉市人均可支配收入逐年提高，2012 年达到 27061.00 元，同比增长 14.00%，人均消费支出水平也随之提高，2012 年达到 18813.14 元，同比增长 9.76%。

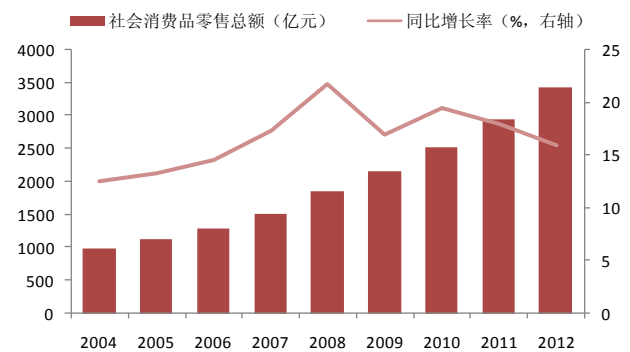
写字楼和零售物业的空置率水平也可以从一个侧面反映出地方的商业氛围。2012 年 12 月，武汉的优质写字楼空置率在 10 个二线城市排名居中，空置率为 17.8%；武汉的优质零售物业空置率在 10 个二线城市中排名最低，仅为 1.3%，反映出武汉当地良好的商业氛围。

图 4: 武汉 GDP (年)

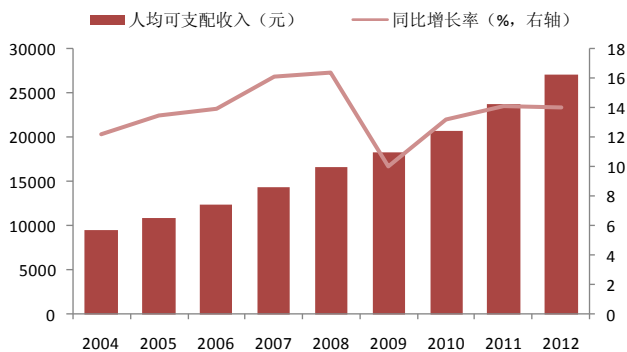


数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

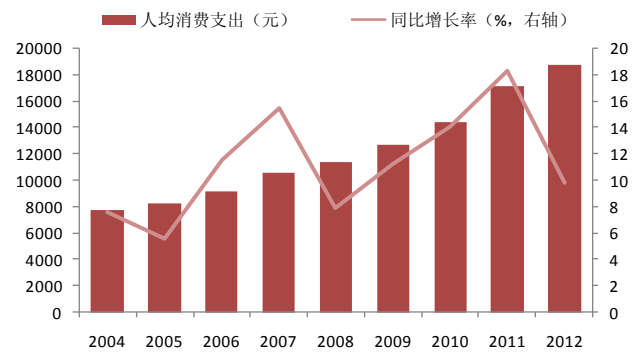
图 5: 武汉社会消费品零售总额 (年)



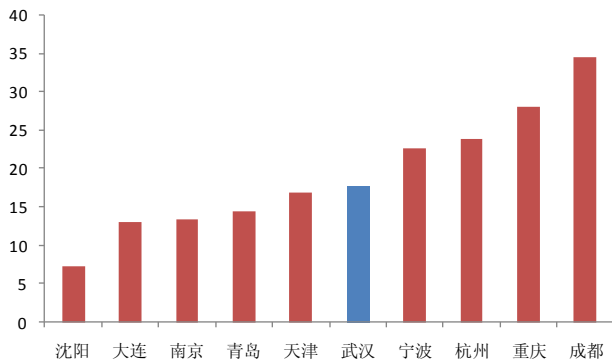
数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 6: 武汉人均可支配收入(年)


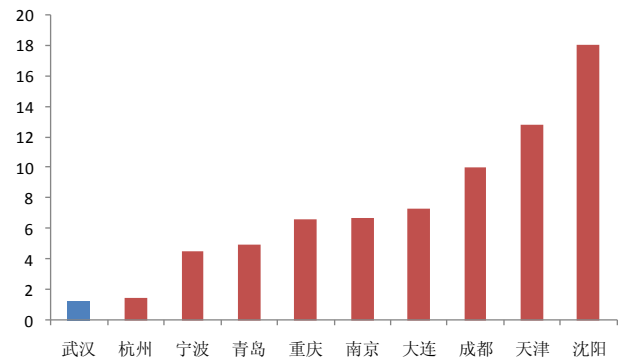
数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 7: 武汉人均消费支出(年)


数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 8: 2012 年 12 月各地优质写字楼空置率(%)


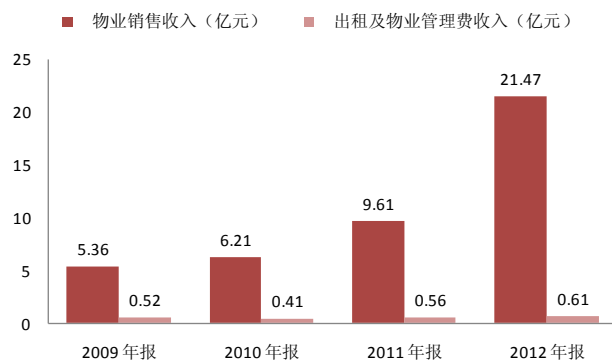
数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 9: 2012 年 12 月各地优质零售物业空置率(%)


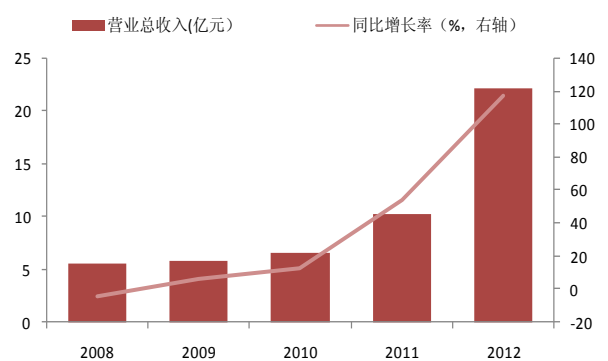
数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

三、公司的商业模式

公司目前主要采用对外销售物业的模式以加快资金回流速度,并在销售物业后与业主方签订统一管理、统一租赁的协议,以维护自身的品牌形象。对于租金的部分超额收益,公司享有一定比例分成的权利。随着公司资金实力的增加,公司也正在逐步加大自持物业的比例。

图 10: 按产品分类营业收入


数据来源: 上市公司公告, WIND, 西南证券研究发展中心

图 11: 营业总收入增长情况


数据来源: 上市公司公告, WIND, 西南证券研究发展中心

（一）公司产品线丰富

公司经过多年的耕耘，已形成了成熟的商业地产开发运营模式，积累的产品类型丰富，包括城市中心级商业中心、社区级商业中心、家装建材专业卖场、休闲街、住宅等产品线。其中，尤以城市广场为代表的社区级商业中心和家居广场为代表的家装建材专业卖场两条产品线为主力，其开发营运能力及品牌影响力不断提升，并已具备快速复制的能力及条件。

家居广场产品线包括在建项目目前已有大武汉家装一、二期项目、荆州南国城市广场项目的一部分，雄楚广场项目等等，这条产品线几乎全部采用销售方式，并在销售后统一管理、统一租赁，并对于租金的部分超额收益，公司享有一定比例分成的权利。

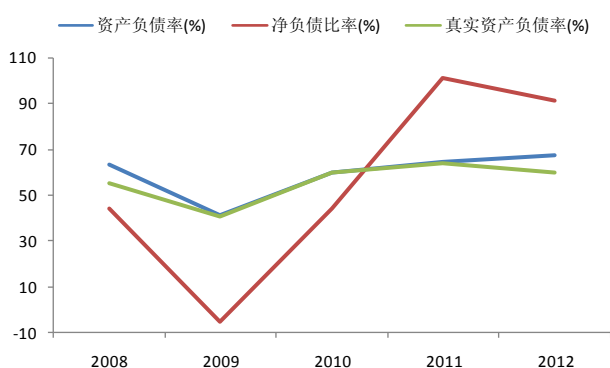
城市广场产品线包括在建项目目前已经有北都城市广场、南湖城市广场、西汇城市广场一、二期，汉口城市广场一、二期，荆州南国城市广场一、二期等等，这条产品线中有相当部分属于优质物业，随着公司资金实力的提高，正不断加大自持比例。

（二）公司负债偏高，仍属合理

公司目前采用“现金流滚资产”模式，以销售物业带动回款速度的加快，主要销售的业态包括住宅、写字楼、专业卖场以及部分商业，而包括购物中心在内的优质物业在未来将以自持为主，实现租售结合，以保证资金流的平衡。

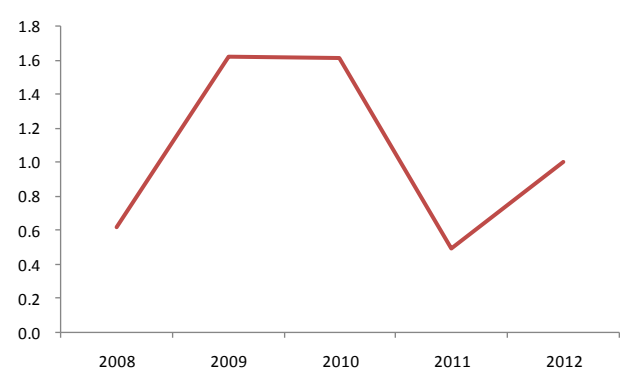
公司 2012 年资产负债率为 67.37%，净负债率为 90.76%，扣除预收账款后的真实资产负债率为 59.78%。2012 年末，现金对短期有息负债的覆盖率为 100.70%，现金流较为紧张。考虑到中国水电地产的进驻可为公司提供稳定的低成本融资渠道，近日，公司获取水电地产不超过 23 亿元的委托贷款的议案已获得股东大会通过，未来现金流有望改善。另外，公司正在快速发展过程中，负债偏高仍属于合理范围。

图 12: 公司资产负债情况



数据来源：上市公司公告，WIND，西南证券研究发展中心

图 13: 现金对短期有息负债的覆盖率



数据来源：上市公司公告，WIND，西南证券研究发展中心

四、公司估值

(一) 财务情况预测

通过对项目情况的了解以及销售和竣工时间的假设，对公司未来两年的财务情况预测如下。

表 2: 未来两年拟销售项目结算收入预测表

项目名称	权益	未结算权益面积(万平方米)	预计结算权益面积(万平方米)		预计结算收入(亿元)	
			2013	2014	2013	2014
洪广 SOHO	100%	2.33	2.10	0	3.50	0
大武汉家装二期	100%	2.67	2.40	0	1.90	0
西汇城市广场二期 公寓部分	100%	1.29	1.16	0	1.50	0
南湖花郡	100%	0.33	0.30	0	0.50	0
汉口城市广场一期	70%	11.11	10.00	0	15.00	0
荆州南国城市广场 一期	100%	14.67	13.20	0	10.00	0
北都城市广场	100%	0.70	0.70	0	1.70	0
南国中心一期公寓 部分	100%	2.00	0	1.80	0	4.33
荆州南国城市广场 二期	100%	10.80	0	8.74	0	8.57
雄楚广场	100%	24.00	0	20.04	0	43.53
项目合计	---	69.90	29.86	30.58	34.10	56.43

数据来源: 上市公司公告, 西南证券研究发展中心

表 3: 2013-2014 年预计新增拟自持项目

项目名称	地理位置	权益建筑面积(万平方米)	自持业态	自持权益面积(万平方米)	预计竣工时间
西汇城市广场二期	古田商业副中心	14.00	商业部分	10.00	2013 年
南国中心一期	市级商业中心	11.13	商业部分	8.01	2014 年
汉口城市广场一期	后湖商业副中心	14.00	商业部分	3.00	2013 年
汉口城市广场二期	后湖商业副中心	6.00	商业部分	6.00	2014 年

数据来源: 上市公司公告, 西南证券研究发展中心

表 4: 2013-2014 年出租收入和物业管理费收入预测(亿元)

2012 年	2013 年	2013 年同比增长率	2014 年	2014 年同比增长率
0.61	1.02	67.21%	1.98	94.12%

数据来源: 上市公司公告, 西南证券研究发展中心

表 5: 利润表预测

财务指标及盈利预测	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1017.94	2208.99	3512.00	5841.00
营业成本 (百万元)	400.25	1192.15	1808.90	2999.70
营业税金及附加 (百万元)	136.17	298.34	484.30	812.48
销售费用 (百万元)	30.79	56.60	93.47	157.06
管理费用 (百万元)	44.90	58.35	123.62	251.16
财务费用 (百万元)	-7.70	-10.47	-5.40	-2.47
资产减值损失 (百万元)	1.70	5.47	0.65	2.10
公允价值变动收益 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益 (百万元)	0.74	-2.10	0.00	0.00
营业利润 (百万元)	412.57	606.44	1006.46	1620.97
营业外净收支 (百万元)	3.70	1.63	0.00	0.00
利润总额 (百万元)	415.75	607.14	1006.46	1620.97
所得税费用 (百万元)	121.79	161.63	269.53	442.52
少数股东损益 (百万元)	-0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润 (百万元)	293.97	445.51	736.93	1178.45
每股收益 (元)	0.31	0.46	0.77	1.23

数据来源: 上市公司公告, 西南证券研究发展中心

(二) 绝对估值法: 重估净资产

以下采用重估净资产法对公司进行估值。

表 6: 估值假设表

参数	2013E	2014E	2015E
主营业务税金及附加占比 (不含土地增值税)	6.21%	6.26%	6.30%
销售费用/收入	2.66%	2.69%	2.80%
管理费用/收入	3.52%	4.30%	4.50%
财务费用占比/收入	-0.15%	-0.04%	0.01%
扣除款项占比/结算成本	20.00%	20.00%	20.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源: 西南证券研究发展中心

对未来在建拟建项目的自持部分采用整体销售法进行估算,对目前已开业并产生稳定现金流的自持项目采用现金流折现法进行估算,折现率为 10.56%。对尚无开发计划的土地储备采用成本法进行估算。

表 7: 整体销售法测算项目表

项目名称	权益	未结算权益面积(万平方米)	预计结算收入(亿元)			权益增加值(万元)			楼面地价建安成本测算(元)
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	
拟销售									
洪广 SOHO	100%	2.33	3.50	0	0	7770.37	0	0	8000
大武汉家装二期	100%	2.67	1.90	0	0	1700.63	0	0	6000
西汇城市广场二期公寓部分	100%	1.29	1.50	0	0	2889.28	0	0	7000
南湖花郡	100%	0.33	0.50	0	0	1321.77	0	0	6000
汉口城市广场一期	70%	11.11	15.00	0	0	37586.81	0	0	6000
荆州南国城市广场一期	100%	14.67	10.00	0	0	25195.63	0	0	3000
北都城市广场	100%	0.70	1.70	0	0	4791.13	0	0	7000
南国中心一期公寓部分	100%	2.00	0	4.33	0	0	11283.84	0	8500
荆州南国城市广场二期	100%	10.80	0	8.57	0	0	13041.66	0	6000
雄楚广场	100%	24.00	0	43.53	0	0	117946.54	0	7000
南国中心二期公寓部分	80%	3.84			10.37	0	0	26190.29	10000
销售合计	---	73.74	34.10	56.43	10.37	81255.62	142272.04	26190.29	---
拟自持									
西汇城市广场二期商业部分	100%	10.00	30.00	0	0	87260.44	0	0	7000
南国中心一期商业部分	100%	8.01	0	41.65	0	0	121976.70	0	8500
汉口城市广场二期	100%	6.00	0	12.60	0	0	34899.59	0	6000
南国中心二期商业部分	80%	15.36	0	0	84.48	0	0	247036.61	10000
自持合计	---	39.37	30.00	54.25	84.48	87260.44	156876.29	247036.61	---

数据来源: 上市公司公告, 西南证券研究发展中心

表 8: RNAV 估值表

销售物业净权益增加值 (万元)	599328.20
出租物业净权益增加值 (万元)	36993.29
土地储备 (万元)	3175.00
净资产 (万元)	212008.66
重估净资产 (万元)	851505.15
总股本 (万股)	96162.35
每股重估净资产 (元)	8.85

数据来源: 西南证券研究发展中心

目前股价为 7.35 元, 较每股重估净资产折让达 17%。公司目前的商业模式以销售物业为主, 持有物业比例较少, NAV 估值水平应更接近住宅开发销售类企业的估值, 目前折价幅度过高, 估值偏低。

(三) 相对估值法

预计公司 2013-2014 年每股收益为 0.77 元和 1.23 元, 以 3 月 22 日收盘价 7.35 元为基准, 对应市盈率分别为 9.5 倍和 6.0 倍。目前最新市净率为 3.3 倍。公司目前股价较 NAV 折价幅度较高, 且预计 2013-2014 年归属母公司股东净利润高速增长, 增速分别达到 65.41%, 59.91%, 应享受较高的 PE、PB 估值水平, 目前估值水平偏低。

表 9: 估值比较表

股票名称	股价 (元)	总股本 (亿股)	每股收益 (EPS)		市盈率 (PE)		市净率 (PB, 最新)
			2012	2013	2012	2013	
荣盛发展	13.70	18.7	1.15	1.39	11.9	9.9	3.14
金科股份	12.48	11.6	1.20	1.58	10.4	7.9	2.21
金融街	6.10	30.3	0.76	0.90	8.0	6.8	0.98
中国国贸	11.65	10.1	0.31	0.41	37.6	28.4	2.50
南国置业	7.35	9.6	0.46	0.77	16.0	9.5	3.33

数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

(四) 股价催化剂——股票期权激励

公司于 2011 年实施股票期权激励计划, 目前首期股票期权激励计划已达到行权期可行权, 行权期限从 2012 年 7 月 19 日起至 2013 年 7 月 18 日止, 行权价格经资本公积转增股本和现金分红调整后为 6.04 元。股票期权激励计划的实施有助于加强公司核心团队的凝聚力, 催化公司业绩的快速提高。

表 10: 股票期权激励计划简表

行权期	行权比例	可行权时间	业绩考核目标
第一个行权期	20%	自授权日起12个月后的首个交易日起至授权日起24个月内的最后一个交易日当日止	2011年归属于上市公司股东的净利润应较2010年增长25%，加权平均净资产收益率不低于15%
第二个行权期	20%	自授权日起24个月后的首个交易日起至授权日起36个月内的最后一个交易日当日止	2012年归属于上市公司股东的净利润应较2010年增长60%，加权平均净资产收益率不低于15.5%
第三个行权期	30%	自授权日起36个月后的首个交易日起至授权日起48个月内的最后一个交易日当日止	2013年归属于上市公司股东的净利润应较2010年增长100%，加权平均净资产收益率不低于16%
第四个行权期	30%	自授权日起48个月后的首个交易日起至授权日起60个月内的最后一个交易日当日止	2014年归属于上市公司股东的净利润应较2010年增长150%，加权平均净资产收益率不低于16.5%

数据来源：上市公司公告，西南证券研究发展中心

五、主要项目介绍

（一）洪广 SOHO

项目位于武昌核心——洪山广场，紧邻中南商圈、水果湖商圈和省委省政府，处于地铁2号线与4号线交汇处，地段十分优越，总建筑面积3.39万平方米，定位为城市核心节点上的高档公寓。

图 14: 洪广 SOHO 位置图


数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

图 15: 洪广 SOHO 效果图


数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

（二）南国大武汉家装

项目位于汉西传统建材市场“中国建材第一市”核心驻地，分期开发，拟创建一个特色鲜明、汇集国内外中高端家居建材品牌一级家居建材产业链各业态的整体家居方案解决平台，引领家居建材潮流，以帮助江城市民品味缤纷、时尚、品质家居生活，实现美好家居梦想。

项目一期已于2006年4月开业，汇聚了400家国内外品牌建材，经过三年的稳健运营，已成为武汉消费者“家装建材首选市场”，其人流量、车流量均居武汉建材市场首位。

项目二期由品质家居馆和品牌灯饰馆两大主题构成，规划面积约10万平方米。开业后将

与一期共同打造全武汉最完整的家装产业链，成为武汉家装行业的绝对领导者。其中，品质家居馆已开业，品牌灯饰馆将于 2013 年 4 月开业。

图 16: 南国大武汉家装位置图



数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

图 17: 南国大武汉家装效果图



数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

(三) 西汇城市广场

项目为西汉口板块区域级商业中心，集大型超市、专卖店等多种业态为一体，涵盖零售、餐饮、家居和社区服务四大业种，成功引进了沃尔玛、百安居、工贸家电、屈臣氏、肯德基、棒约翰等国内外知名品牌。项目一期 5 万平方米于 2009 年开业，成为西汉口居民首选购物场所和公共活动中心。

项目二期定位为西汉口居民的品质生活中心，经营面积约 10 万平方米，世界 500 强企业——沃尔玛山姆会员店、香港嘉禾巨幕影院两大主力店领衔，是一个集购物、餐饮、娱乐、休闲于一体的大型购物中心。项目二期将于 2013 年开业。

图 18: 西汇城市广场一期位置图



数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

图 19: 西汇城市广场一期效果图



数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

图 20: 西汇城市广场二期位置图


数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

图 21: 西汇城市广场二期效果图


数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

(四) 南国中心

项目位于城市主干道汉口解放大道与江汉北路交汇处及规划的地铁2号线和轻轨1号线换乘站的循礼门区域, 为城市商业中心一类核心地段重要节点, 建筑面积约为 40 万平方米, 为武汉市商业中心重要节点上的大型都市综合体。其中一期建筑面积约为 11.13 万平方米。

项目将以市级购物中心为引导, 有机协同酒店、高端百货、五星级酒店、城市领袖阶层顶级公寓、办公、服务式公寓、住宅等类型物业, 并通过与地铁和轻轨换乘的有效连接与城市保持密切联系, 形成丰富的城市生活空间。该项目建成后, 有望成为武汉市核心商圈内新的代表性物业。

图 22: 南国中心位置图


数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

图 23: 南国中心效果图


数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

(五) 南湖花郡

项目位于武昌南湖新城内, 该区域经过二十余年的发展, 已逐渐成为商业及交通配套较为齐全的居住新城。项目总建筑面积 9.2 万平方米, 项目东侧规划有地铁 7 号线, 南面为公交首发站, 出行十分便利。

图 24: 南湖花郡位置图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

图 25: 南湖花郡效果图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

(六) 汉口城市广场

汉口城市广场为 60 万平方米大型商业综合体, 位于汉口新城后湖腹地。项目是集购物、餐饮、休闲、娱乐为一体多功能生活体验中心。项目着力于满足区域内日渐增多的中高收入家庭追求生活品质、品位生活乐趣的需求。一期建筑面积约为 20 万平方米, 权益面积 14 万平方米。

目前, 世界 500 强超市, 巨幕影院等主力商家都已与项目签订意向协议, 肯德基、必胜客、星巴克、屈臣氏、贝贝熊等众多商家已经有了明确的入驻意向。一期项目预计 2013 年开业, 届时将成为未来汉口又一个区域商业中心。

图 26: 汉口城市广场位置图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

图 27: 汉口城市广场效果图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

(七) 荆州南国城市广场

南国城市广场荆州首席城市综合体南国城市广场, 是南国置业迈出武汉的第一步。项目地处沙北新区荆沙大道和塔桥路交汇处的核心区位, 体量高达 36 万方, 是荆州目前开发体量最大的商业项目, 亦是当之无愧的荆州首席城市综合体。业态包括 6 万方的家居博览中心、3.6 万方的超五星酒店、6 万方的国际时尚 MALL 和 12 万方的高端住宅, 将打造成荆州吃、喝、

玩、乐、购的一站式体验消费胜地，全面提升荆州的商业格局。南国城市广场项目将分为两期开发。首期将推售南国大家装和3栋17层小高层以及2栋33层高层住宅组成。其中，南国大家装由50000方的家居建材馆和1万方的家装品牌旗舰店构成。二期将推售6万方国际时尚MALL和3.6万方超5星级酒店及5栋33层高层住宅组成，预计2014年完工，其中超五星级酒店将成为荆州新的地标。

图 28: 荆州南国城市广场位置图



数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

图 29: 荆州南国城市广场效果图



数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

(八) 雄楚广场

位于武昌洪山区街道口节点商圈范围内的大武汉家装江南店，是集合了商业、写字楼、住宅等物业类型及高档家居建材展示、办公、居住、休闲等功能为一体的城市综合体。项目总建筑面积约30万平方米，采取功能多样化、形态多元化、开放式的城市公共空间组织架构，设计集中的城市绿化广场及贯穿项目各大节点的景观绿化元素，打造集交通、交往、休憩、散步、观赏、健身、娱乐、餐饮、展示、节庆等多功能的新型城市空间。

图 30: 雄楚广场位置图



数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

图 31: 雄楚广场效果图



数据来源：上市公司网站，西南证券研究发展中心

(九) 首义汇

南国·首义汇项目坐落于千年黄鹤楼脚下，诞生于首义百年城市客厅。项目总建筑面积约

4.4 万平方米，采用亲切的开放式休闲街区形态，将历史人文氛围、商业活力与新首义广场和谐相融，是武汉首个纯粹 lifestyle 休闲游憩街区。项目成功引进了横店影城、COSTA 咖啡、猫屎咖啡等众多品质休闲商家，旨在打造武昌乃至武汉市品质休闲、情调休闲首选地。项目已于 2012 年开业。

图 32: 首义汇位置图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

图 33: 首义汇效果图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

(十) 北都城市广场

南国·北都城市广场，是位于汉口后中心的区域级商业综合体。项目约 10 万平方米，由生活补给中心、社交美食中心、娱乐影视中心、时尚购物中心、亲子体验中心五大主题业态构成，集影院、室内立体街及 LOFT 公寓多种业态于一体，将打造成为汉口后中心区重要的家庭型购物中心。项目已于 2012 年开业。

图 34: 北都城市广场位置图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

图 35: 北都城市广场效果图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

(十一) 南湖都会

项目位于武昌区南湖新城主干道恒安路与雅安街交叉口，以街区形式组织空间，融合了广场、步行街、水景、钟楼等丰富的城市元素，总建筑面积 3.2 万平方米，汇集了麦当劳、中商平价、苏宁电器、户部巷、南湖生鲜市场等一系列品牌主力店，已成为大南湖区域居民购物、

休闲、餐饮、娱乐的中心。

图 36: 南湖都会位置图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

图 37: 南湖都会实景图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

(十二) 南湖城市广场

项目位于武昌最大的居住组团——南湖新城内, 是一个包含超市、影院、零售、餐饮、娱乐、公寓等业态多元化、功能复合化于一体的都市综合体, 总建筑面积约 7.4 万平方米。

项目成功引进沃尔玛、金逸影院等多家国内外知名品牌, 已成为承载南湖新城 35 万居民日常购物娱乐及餐饮需求的核心主体, 并成为新的社区中心和居民精彩生活的舞台。项目已于 2011 年开业。

图 38: 南湖城市广场位置图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

图 39: 南湖城市广场效果图



数据来源: 上市公司网站, 西南证券研究发展中心

附表：利润表预测

财务指标及盈利预测	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1017.94	2208.99	3512.00	5841.00
营业成本（百万元）	400.25	1192.15	1808.90	2999.70
营业税金及附加（百万元）	136.17	298.34	484.30	812.48
销售费用（百万元）	30.79	56.60	93.47	157.06
管理费用（百万元）	44.90	58.35	123.62	251.16
财务费用（百万元）	-7.70	-10.47	-5.40	-2.47
资产减值损失（百万元）	1.70	5.47	0.65	2.10
公允价值变动收益（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益（百万元）	0.74	-2.10	0.00	0.00
营业利润（百万元）	412.57	606.44	1006.46	1620.97
营业外净收支（百万元）	3.70	1.63	0.00	0.00
利润总额（百万元）	415.75	607.14	1006.46	1620.97
所得税费用（百万元）	121.79	161.63	269.53	442.52
少数股东损益（百万元）	-0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润（百万元）	293.97	445.51	736.93	1178.45
每股收益（元）	0.31	0.46	0.77	1.23

数据来源：上市公司公告，西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 7 楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业