

民企变央企，资金优势与外拓大提升

——南国置业（002305）事件点评

2013年5月12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

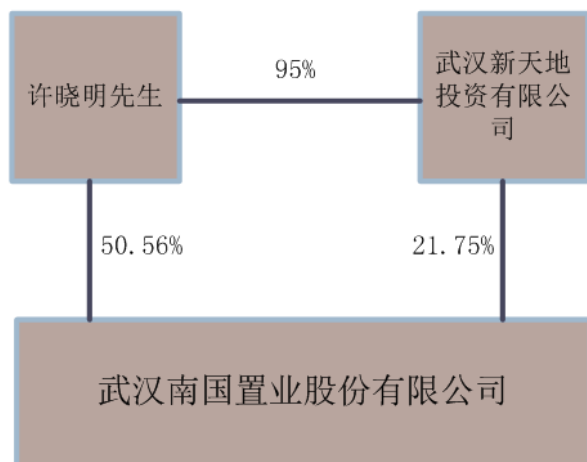
事件：

5月11日公司发布公告，为进一步推进中国水电建设集团房地产有限公司与武汉南国置业股份有限公司的合作，有效拓展公司经营平台，促进公司持续快速发展，公司第一大股东许晓明先生同意在其作为公司第一大股东期间，放弃其所持有的占公司总股本15%股份的表决权，因此，中国水电地产已取得公司的实际控制权。

1、中国水电实际控制将给公司引来新的资源

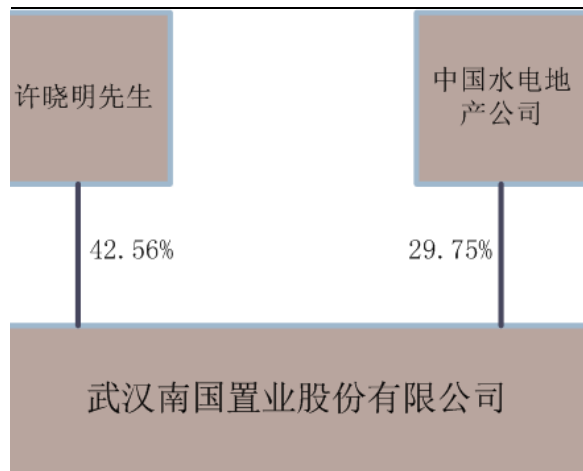
之前公司同时发布“第二届董事会第二十一次会议决议公告”，审议通过了《关于修改公司章程的预案》和《关于提名第三届董事会候选人的预案》。其中，公司董事会将由原来的九名董事（其中三名独立董事）变更为十一名董事（其中四名独立董事），并增设联席董事长一名。而在第三届董事会候选人的名单中，中国水电地产的董事占了四个席位（其中包括联席董事长一名）。而今公司发布公告，为进一步推进中国水电建设集团房地产有限公司与武汉南国置业股份有限公司的合作，有效拓展公司经营平台，促进公司持续快速发展，公司第一大股东许晓明先生同意在其作为公司第一大股东期间，放弃其所持有的占公司总股本15%股份的表决权，因此，中国水电地产已取得公司的实际控制权。中国水电拥有了对南国置业和话语权，我们预计未来中国水电地产对公司的扶持力度将大大加大。

图 1：南国置业原股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：南国置业现股权结构图

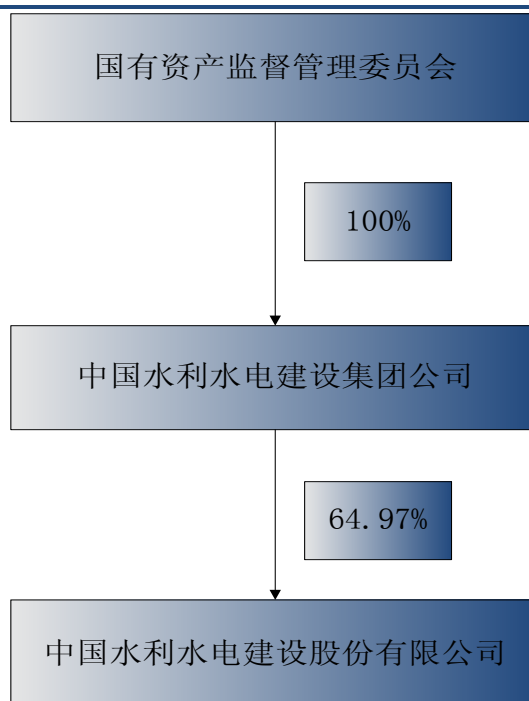


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

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。中国水利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。中国水利水电建设股份有限公司积极推进国际化战略，是中国水电产业“走出去”的排头兵和中国企业“走出去”的重要力量，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。

中国水电是国资委规定可从事房地产开发的16家央企之一，目前中国水利房地产开发项目主要位于北京、成都、长沙等大中城市，初步建立了以“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”等城市群为核心多项目、跨区域战略格局。中国水利作为央企在资金就具有很大优势，中国水电取得公司的实际控制权后有利于将南国置业纳入到中国水电内统一的资金计划盘中。中国水电在全国多个城市拥有房地产项目，另外公司还在许多城市开展有业务建筑工程承包和电力投资与运营等业务，中国水电取得公司的实际控制权后给南国置业带来异地扩张的巨大能力。南国置业民企变央企，资金优势突现，并真正开启了公司房地产开发项目向异地进军大门。

图 3：公司股权结构图



2、公司优势明显，新增资源带来快速发展

2012年，公司累计销售金额30.46亿元，同比增长约212.48%，公司结算业绩大幅增长。2012年主要销售项目六个，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。据我们计算公司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。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。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。

中国水电的实际控制必将给公司带来源源不断的新项目，保持公司的收入高增长。根据中国水电计划，中国水电将积极创新商业模式，积极参与旧城改造、城市保障房、工业园区项目建设，加大产品营销力度，加快资金回笼，推动房地产业务持续健康发展。中国水电与南国置业携手参与旧城改造，在城市广场等项目上具备很大的竞争优势，预计实际控制的下半应该进入实质性拿项目阶段。

中国水电的实际控制必然会对南国置业进行大量资金的支持。中国水电11任何年面向社会公开发行30亿A股股票，募集资金净额132.40亿元。另外中国水电央企背景资金实力强，公司的发展将如虎添翼。

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。中国水电的实际控制南国置业将给公司带来新的资源——充足的资金和源源不断的异地开发项目。公司原定“1+8”的发展战略，公司是要往省内下走。目前公司不但将在武汉地区的地位将有望提升，并且将走出湖北省面向全国拓展。公司在中国水电的支持下在中、西部或东部的二线城市的拓展具有很大机会，中国水电对公司实际控制给公司带来很大的发展空间。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。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			
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
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	BPS (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		2012A	2013E	2014E	2015E
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%
	2012A	2013E	2014E	2015E	总资产净利润率(%)	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

郑闲钢

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。