

## 收购计划落地 成长空间打开

——南国置业（002305）事件点评

2014年04月09日

**强烈推荐/维持**
**南国置业 事件点评**

### 事件：

2014年4月8日公司发布公告，将以每股7.7元的价格向全体流通股股东发出部分要约收购，拟收购数量为1.1亿股，占公司截至2013年12月31日总股本的11.39%。

### 主要观点：

#### 1. 公司股价存在套利空间，短期内将上涨

截至2013年4月8日，公司收盘价为6.34元/股，距离7.7元的要约收购价有21.45%的折价。在套机机会的驱动下，公司股价短期内将向7.7元靠拢。同时，目前公司的股本结构中，流通股为5.99亿股，扣掉中国水电地产控制的2.86亿股，剩余3.13亿股。本次拟收购的股份占剩余流通股股东总额的比例为35.15%，这意味着即便所有剩余流通股股东签署“预售要约协议”，仍然有35%的机会以7.7元的价格成交，因此套机机会间具有较大吸引力。

#### 2. 本次收购将为公司成长打开空间

目前水电地产目前以住宅产品开发为主，公司以商业地产开发运营为主，已形成成熟的商业地产开发、运营模式，恰好与公司形成优势互补。通过对南国置业的收购，可以充分整合公司和南国置业的资源，实现业务有机整合，符合水电地产产品结构调整的需要。

完成收购后，水电地产将完全控制公司，拥有了自己专属的融资平台和上市窗口，将进一步拓展水电地产资本运作的空间和融资渠道。同时，通过上市公司运作，也可反过来促进水电地产治理结构的改善，提升水电地产的商业运营的水平。利用上市公司平台吸纳、整合高端人才，也为水电地产未来的人力整合工作奠定了基础，促进水电地产业务快速发展。

#### 3. 公司2014年推盘量较大，保证销售快速增长

公司2014年主推的项目包括：南国中心一期（货值14亿元）、汉口城市广场商业（8亿元）、西汇广场二期（20亿元）、大武汉家装江南店（30亿）和荆州南国城市广场（6亿），合计约80亿元的货值。公司2014年的产品结构里面主要是商铺和LOFT，公司的项目位置均处于核心地点，地铁上盖物业，因此销售去化率预计较

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmg@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120012

### 张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

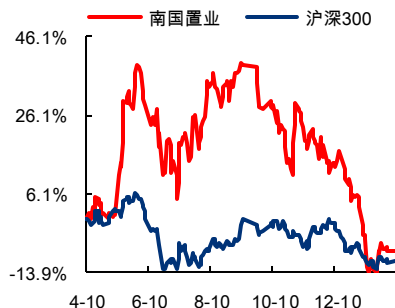
执业证书编号：

S1480512060003

### 交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间（元）   | 6.33-6.95   |
| 总市值（亿元）      | 60.98       |
| 流通市值（亿元）     | 37.89       |
| 总股本/流通A股（万股） | 96339/59857 |
| 流通B股/H股（万股）  | /           |
| 52周日均换手率     | 0.61        |

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《南国置业（002305）调研快报：股东支持逐步兑现》2013-12-17
- 2、《南国置业（002305）：业绩增长好，拓展已在进行》2013-08-27
- 3、《南国置业（002305）：吹响省外发展的号角，增长将超预期》2013-02-05
- 4、《南国置业（002305）：成长空间打开，上调目标价》2013-01-29

快, 我们按照 80%去化率估计, 公司 2014 年销售额有望达到 64 亿元。

#### 结论:

公司是商业地产龙头企业, 商业运营能力非常突出。水电地产收购对公司的这次收购, 将理顺公司在水电集团中的关系, 较大程度上增加公司的发展实力。我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 25.23 亿元、42.97 亿元和 54.3 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 5.39 亿元、9.24 亿元和 12.67 亿元, 基本每股收益分别为 0.56 元、0.96 元和 1.32 元, 对应 PE 分别为 13.51X、7.87X 和 5.74X。维持“强烈推荐”评级。

**表 1: 公司 2014 年推盘情况**

| 项目        | 预计推出<br>面积 | 预计销售<br>均价 | 总的推出货值<br>(亿元) |
|-----------|------------|------------|----------------|
| 南国中心一期    |            |            |                |
| 其中: 集中商业  | 3          | 20000      | 6              |
| 其中: 住宅    | 4          | 20000      | 8              |
| 汉口城市广场商业  | 4          | 20000      | 8              |
| 西汇广场二期    | 8          | 25000      | 20             |
| 大武汉家装江南店  |            |            |                |
| 其中: 办公楼   | 10         | 12000      | 12             |
| 其中: 商铺    | 9          | 20000      | 18             |
| 荆州南国城市广场  |            |            |                |
| 其中: 住宅    | 6          | 5000       | 3              |
| 其中: 商铺    | 4          | 8000       | 3.2            |
| <b>合计</b> |            |            | <b>78.2</b>    |

资料来源: 东兴证券研究所

## 公司盈利预测表

| 资产负债表          | 单位:百万元 |       |       |       |       | 利润表            | 单位:百万元 |         |        |        |        |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
|                | 2011A  | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |                | 2011A  | 2012A   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 4830   | 6480  | 8784  | 13443 | 18438 | <b>营业收入</b>    | 1018   | 2209    | 2523   | 4297   | 5430   |
| 货币资金           | 734    | 1138  | 2077  | 3008  | 3801  | <b>营业成本</b>    | 400    | 1192    | 1280   | 2119   | 3125   |
| 应收账款           | 126    | 104   | 276   | 471   | 595   | 营业税金及附加        | 136    | 298     | 396    | 716    | 622    |
| 其他应收款          | 401    | 718   | 820   | 1397  | 1765  | 营业费用           | 31     | 57      | 63     | 107    | 163    |
| 预付款项           | 1059   | 1684  | 2068  | 2704  | 3641  | 管理费用           | 45     | 58      | 63     | 107    | 163    |
| 存货             | 2510   | 2836  | 3507  | 5805  | 8561  | 财务费用           | -8     | -10     | 2      | 15     | 30     |
| 其他流动资产         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失         | 1.70   | 5.47    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>非流动资产合计</b> | 19     | 18    | 17    | 17    | 16    | 公允价值变动收益       | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 9      | 7     | 7     | 7     | 7     | 投资净收益          | 0.74   | -2.10   | 0.00   | 0.00   | 481.33 |
| 固定资产           | 5.19   | 5.42  | 4.78  | 4.13  | 3.49  | <b>营业利润</b>    | 413    | 606     | 718    | 1232   | 1809   |
| 无形资产           | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业外收入          | 3.70   | 1.63    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动资产        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业外支出          | 0.52   | 0.93    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>资产总计</b>    | 4848   | 6498  | 8801  | 13460 | 18454 | <b>利润总额</b>    | 416    | 607     | 718    | 1232   | 1809   |
| <b>流动负债合计</b>  | 2113   | 2446  | 2795  | 6108  | 9427  | 所得税            | 122    | 162     | 180    | 308    | 452    |
| 短期借款           | 655    | 737   | 0     | 2098  | 3438  | <b>净利润</b>     | 294    | 446     | 539    | 924    | 1356   |
| 应付账款           | 235    | 375   | 351   | 406   | 599   | 少数股东损益         | 0      | 0       | 0      | 0      | 89     |
| 预收款项           | 27     | 494   | 998   | 1858  | 2944  | 归属母公司净利润       | 294    | 446     | 539    | 924    | 1267   |
| 一年内到期的非        | 827    | 393   | 1000  | 1300  | 2000  | EBITDA         | 406    | 597     | 721    | 1248   | 1839   |
| <b>非流动负债合计</b> | 1001   | 1932  | 2632  | 3330  | 4029  | <b>BPS (元)</b> | 0.31   | 0.46    | 0.56   | 0.96   | 1.32   |
| 长期借款           | 1000   | 1932  | 2632  | 3332  | 4032  | <b>主要财务比率</b>  |        |         |        |        |        |
| 应付债券           | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2011A  | 2012A   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
| <b>负债合计</b>    | 3114   | 4378  | 5426  | 9438  | 13456 | <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 少数股东权益         | 2      | 2     | 2     | 2     | 91    | 营业收入增长         | 53.85% | 117.01% | 14.22% | 70.32% | 26.35% |
| 实收资本(或股        | 960    | 960   | 960   | 960   | 960   | 营业利润增长         | 59.50% | 46.99%  | 18.46% | 71.53% | 46.77% |
| 资本公积           | 46     | 63    | 941   | 941   | 941   | 归属于母公司净利       | 20.94% | 71.53%  | 20.94% | 71.53% | 37.09% |
| 未分配利润          | 670    | 1031  | 1355  | 1909  | 2669  | <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 归属母公司股东        | 1732   | 2118  | 3373  | 4020  | 4907  | 毛利率(%)         | 60.68% | 46.03%  | 49.27% | 50.70% | 42.45% |
| <b>负债和所有者权</b> | 4848   | 6498  | 8801  | 13460 | 18454 | 净利率(%)         | 28.88% | 20.17%  | 21.35% | 21.51% | 24.98% |
| <b>现金流量表</b>   |        |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 单位:百万元         |        |       |       |       |       | 总资产净利润(%)      | 6.06%  | 6.86%   | 6.12%  | 6.87%  | 6.87%  |
|                | 2011A  | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | ROE(%)         | 16.97% | 21.03%  | 15.97% | 22.99% | 25.82% |
| <b>经营活动现金流</b> | -834   | 442   | -343  | -1874 | -2018 | <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 净利润            | 294    | 446   | 539   | 924   | 1356  | 总资产周转率         | 0.24   | 0.39    | 0.33   | 0.39   | 0.34   |
| 折旧摊销           | 1.21   | 1.35  | 0.00  | 0.64  | 0.64  | 应收账款周转率        | 12     | 19      | 13     | 11     | 10     |
| 财务费用           | -8     | -10   | 2     | 15    | 30    | 应付账款周转率        | 4.31   | 7.24    | 6.95   | 11.35  | 10.80  |
| 应收账款减少         | 0      | 0     | -173  | -194  | -124  | <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 0      | 0     | 505   | 859   | 1086  | 每股收益(最新摊       | 0.31   | 0.46    | 0.56   | 0.96   | 1.32   |
| <b>投资活动现金流</b> | -45    | -52   | 0     | 0     | 481   | 每股净现金流(最新      | -0.33  | 0.37    | 0.98   | 0.97   | 0.83   |
| 公允价值变动收        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊      | 1.80   | 2.21    | 3.51   | 4.19   | 5.11   |
| 长期股权投资减        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |        |
| 投资收益           | 1      | -2    | 0     | 0     | 481   | P/E            | 24.45  | 16.48   | 13.51  | 7.87   | 5.74   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 563    | -36   | 1282  | 2804  | 2329  | P/B            | 4.20   | 3.44    | 2.16   | 1.81   | 1.48   |
| 应付债券增加         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA      | 22.22  | 15.40   | 12.25  | 8.81   | 7.04   |
| 长期借款增加         | 0      | 0     | 700   | 700   | 700   |                |        |         |        |        |        |
| 普通股增加          | 480    | 0     | 0     | 0     | 0     |                |        |         |        |        |        |
| 资本公积增加         | -466   | 17    | 878   | 0     | 0     |                |        |         |        |        |        |
| <b>现金净增加额</b>  | -316   | 354   | 939   | 931   | 793   |                |        |         |        |        |        |

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）。2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

### 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。获得 2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

## 联系人简介

## 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。