东兴证券
DONGXING SECURITIES

关系理顺 即将享受集团发展红利

——南国置业（002305）年报点评

2014 年 04 月 21 日

强烈推荐/维持

南国置业 | 财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
张鹏	分析师	执业证书编号：S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn 010-66554029	

事件：

公司日前发布 2013 年年报。报告期内，公司实现营业收入 16.55 亿元，同比下降 25.06%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.4 亿元，同比增长 21.34%。基本每股收益 0.56 元，同比增长 21.74%。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 80.12 亿元，净资产 26.05 亿元，分别比 2012 年底增长 23.3%和 23.02%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	32.09	33.52	2083.06	192.89	495.64	298.57	668.3
增长率（%）	55.98%	45.74%	122.94%	219.73%	1444.48%	790.85%	-67.92%
毛利率（%）	66.97%	63.66%	44.65%	34.34%	50.38%	39.37%	54.18%
期间费用率（%）	50.44%	40.47%	2.87%	12.20%	3.83%	5.92%	9.10%
营业利润率（%）	14.96%	8.53%	27.95%	16.19%	29.93%	24.20%	60.58%
净利润（百万元）	0.94	0.76	433.39	20.04	96.57	56.70	366.92
增长率（%）	117.17%	-23.48%	51.25%	92.42%	10180.65%	7339.13%	-15.34%
每股盈利（季度，元）	0.00	0.00	0.45	0.02	0.10	0.06	0.38
资产负债率（%）	72.43%	76.71%	67.37%	70.79%	69.09%	69.49%	67.21%
净资产收益率（%）	0.06%	0.05%	20.44%	0.97%	4.44%	2.52%	13.97%
总资产收益率（%）	0.02%	0.01%	6.67%	0.28%	1.37%	0.77%	4.58%

观点：

- **收入增长符合预期。**2013年，公司主要销售结转项目为荆州南国城市广场一期、西汇城市广场二期、洪广SOHO、南国花郡以及南国大家装和北都城市广场的部分现房。报告期内实现销售收入15.44亿元（汉口城市广场一期为合作项目，销售金额10.08 亿元，以投资收益的方式贡献利润，如果以营业收入计则总体营业收入可达25.52亿元，同比增长18.84%）；租金及管理费收入1.11 亿元，同比增长80.21%。截止期末公司商业营运管理项目有南湖都会、南国大家装、西汇城市广场一期、南湖城市广场、首义汇、北都城市广场及荆州一期大家装等，商业营运面积共计44.7万平方米，较2012年35万平方米的运营面积增加约10万平米，具体包括：1、南国灯世界以全场满租的骄人业绩盛大开业。2、荆州南国大家装于2013年4 月开业。同时，公司积极进取，锐意调整商业经营策略：1、西汇城市广场一期：借由百安居

长期经营不利以致协商退场一事，通过扩大营业面积，地上部分提档升级；2、北都城市广场完成项目三楼改造、二楼儿童区的氛围包装以及空白区域的美陈布置，项目人流量与知名度得到大幅度提升。

- **土地储备有质量增长。**2013 年公司取得项目三个，总建筑面积60万平方米，其中昙华林项目12.7万平方米，单位地价5000元/平方米；襄阳长虹路项目36.5万平方米，单位地价1183元/平方米；合作项目成都泛悦国际项目27万平方米（公司权益面积10.8万平方米），公司获取海赋项目，意味着跟大股东中国水电地产合作之路已经启程。

- **毛利率小幅提升。**报告期内公司实现毛利率为48.06%，同比提高2.03个百分点；营业税金及附加率同比下降0.58个百分点至12.93%;销售费用率,管理费用率和财务费用率分别占比为3.73%、3.8%和-0.22%，同比分别提高1.17、1.15和下降0.26个百分点。期内净利率达32.66%，主要是实现投资收益（汉口城市广场结算）1.98亿元对公司净利润影响较大。

- **财务稳健，风险较小。**期末公司资产负债率为67.21，与2012年基本持平；扣掉预收款项的真实资产负债率为63.67%，较上年提高3.89个百分点。公司股东中国水电地产和自然人许晓明给公司资金支持力度较大，截止期末已累计拆借14.3亿元，因此公司财务风险较低。

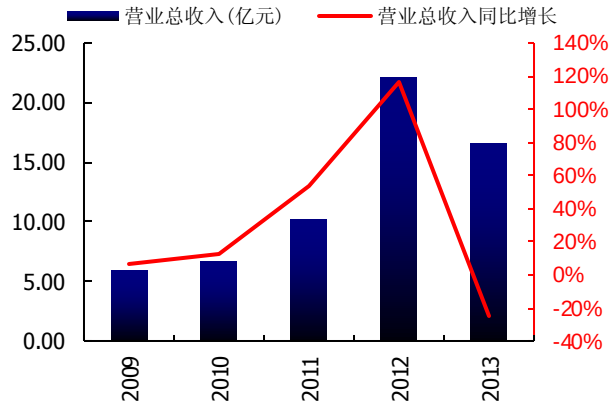
- **水电地产要约收购，成长空间打开。**2014年4月8日公司发布公告，中国水电地产将以每股7.7元的价格向全体流通股股东发出部分要约收购，拟收购数量为1.1亿股，占公司截至2013年12月31日总股本的11.39%。收购完成后，中国水电地产将成为公司第一大股东，届时公司的成长空间将进一步打开，相信无论是资源还是资金，股东支持的力度都不会减弱。

表1：公司主营业收入结构表

分行业	营业收入（万元）	营业成本（万元）	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
物业销售收入	154417.79	78193.61	49.36%	-28.09%	-32.62%	3.40%
出租收入和物业管理费收入	11083.63	7788.35	29.73%	81.35%	146.36%	-18.54%

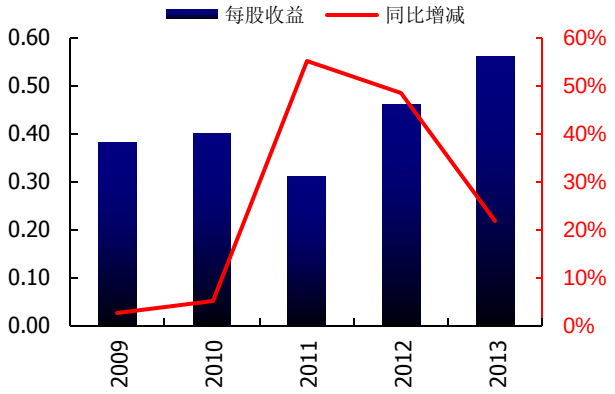
资料来源：公司公告，东兴证券

图 1：营业收入情况



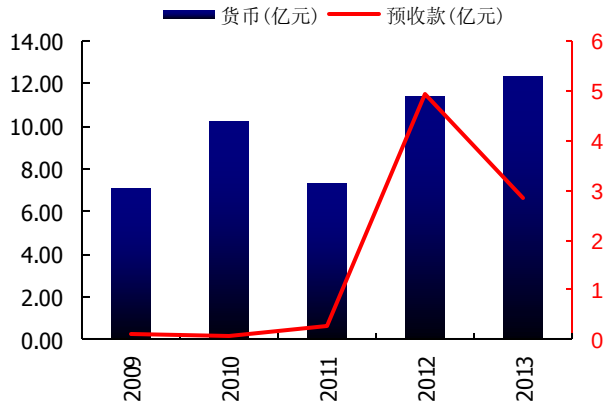
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2：每股收益情况



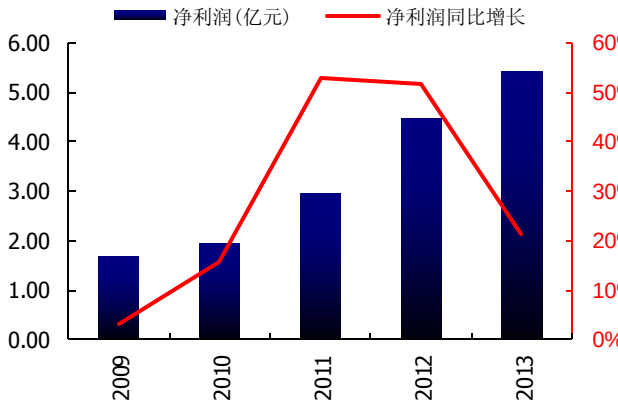
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3：货币和预收款情况



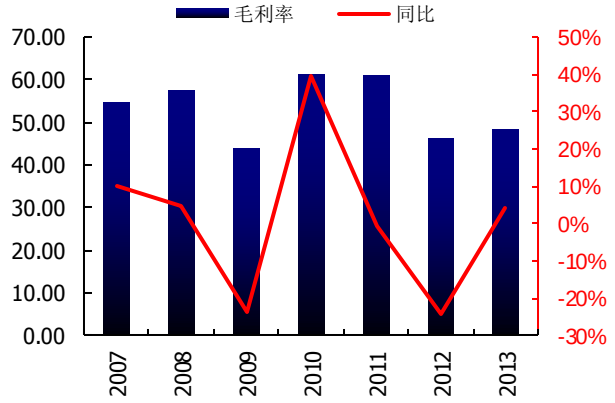
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4：净利润情况



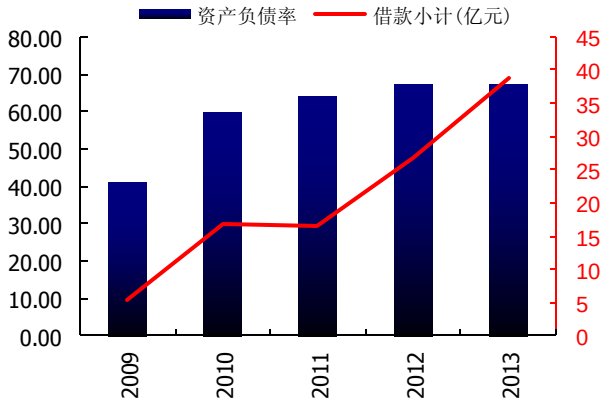
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：销售毛利率情况



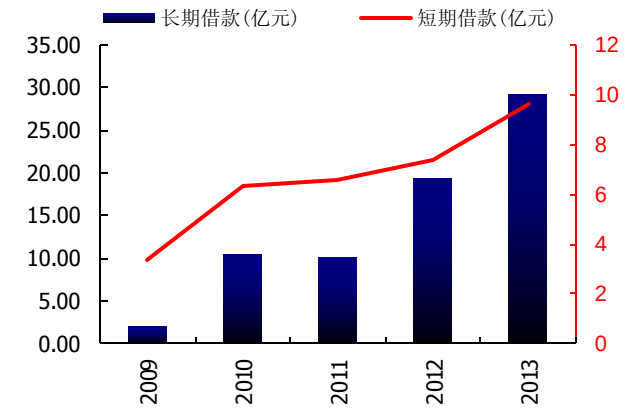
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 6：资产负债率情况



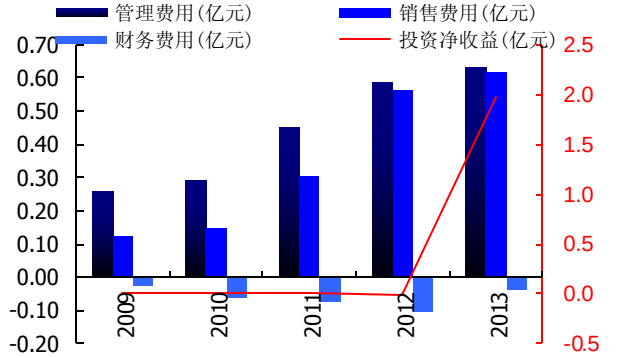
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 8：销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源：公司公告、东兴证券

结论：

公司是武汉地区商业开发企业龙头，在商业地产领域运作多年，盈利模式较为成熟并且有特色。2012年中国水电入主公司，公司的成长空间逐渐打开；目前中国水电的持股比例有望进一步提升，将会持续加大对公司的支持力度；同时中国水电地产旗下也有相当数量的地产项目，从同业竞争的角度考虑，未来有望注入公司。我们预计公司2014-2016年的营业收入分别为32.99亿元、44.98亿元和76.72亿元；归属于上市公司股东净利润分别为7.28亿，9.11亿和12.47亿元；基本每股收益分别为0.75元、0.94元和1.29元，对应PE分别为9.1X、7.27X、5.31X倍。维持公司“强烈推荐”评级。

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	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	6480	7917	10579	13523	22872	**营业收入**	2209	1655	3299	4498	7672
货币资金	1138	1231	3742	3148	5371	**营业成本**	1192	860	1597	2442	4118
应收账款	104	142	361	493	841	营业税金及附加	298	214	565	608	1016
其他应收款	718	474	944	1287	2196	营业费用	57	62	82	112	192
预付款项	1684	631	1111	1843	3078	管理费用	58	63	82	112	192
存货	2836	5439	4376	6690	11281	财务费用	-10	-4	1	9	32
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5.47	2.44	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	18	95	94	94	93	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7	82	82	82	82	投资净收益	-2.10	198.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.42	5.70	5.03	4.35	3.67	**营业利润**	606	657	971	1214	2124
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	1.63	1.23	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.93	0.78	0.00	0.00	0.00
资产总计	6498	8012	10674	13617	22965	**利润总额**	607	657	971	1214	2124
流动负债合计	2446	2476	3050	4656	12085	所得税	162	117	243	304	531
短期借款	737	960	0	375	5249	**净利润**	446	540	728	911	1593
应付账款	375	315	438	468	790	少数股东损益	0	0	0	0	345
预收款项	494	284	943	1843	3377	归属母公司净利润	446	541	728	911	1247
一年内到期的非流	393	249	1000	1300	2000	EBITDA	597	655	972	1224	2156
非流动负债合计	1932	2909	3609	4309	5009	**EPS（元）**	0.46	0.56	0.75	0.94	1.29
长期借款	1932	2909	3609	4309	5009	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	4378	5385	6659	8964	17094	**成长能力**					
少数股东权益	2	22	22	22	367	营业收入增长	117.01	-25.06	99.26%	36.35%	70.58%
实收资本(或股本)	960	966	966	966	966	营业利润增长	46.99%	8.28%	47.83%	25.11%	74.85%
资本公积	63	101	978	978	978	归属于母公司净利润	34.68%	25.11%	34.68%	25.11%	36.92%
未分配利润	1031	1461	1898	2445	3193	**获利能力**					
归属母公司股东权	2118	2606	3993	4631	5504	毛利率(%)	46.03%	48.06%	51.58%	45.71%	46.33%
负债和所有者权	6498	8012	10674	13617	22965	净利率(%)	20.17%	32.63%	22.07%	20.25%	20.76%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.86%	6.75%	6.82%	6.69%	5.43%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	21.03%	20.75%	18.23%	19.67%	22.66%
经营活动现金流	442	-955	1360	-1687	-3646	**偿债能力**					
净利润	446	540	728	911	1593	资产负债率(%)	67%	67%	62%	66%	74%
折旧摊销	1.35	1.60	0.00	0.68	0.68	流动比率	2.65	3.20	3.47	2.90	1.89
财务费用	-10	-4	1	9	32	速动比率	1.49	1.00	2.03	1.47	0.96
应收账款减少	0	0	-219	-131	-348	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	660	900	1534	总资产周转率	0.39	0.23	0.35	0.37	0.42
投资活动现金流	-52	120	0	0	0	应收账款周转率	19	13	13	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.24	4.80	8.77	9.93	12.20
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	-2	199	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.75	0.94	1.29
筹资活动现金流	-36	867	1150	1093	5868	每股净现金流(最新	0.37	0.03	2.60	-0.61	2.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.21	2.70	4.13	4.79	5.70
长期借款增加	0	0	700	700	700	**估值比率**					
普通股增加	0	6	0	0	0	P/E	14.91	12.25	9.10	7.27	5.31
资本公积增加	17	37	878	0	0	P/B	3.11	2.54	1.66	1.43	1.20
现金净增加额	354	32	2510	-593	2222	EV/EBITDA	14.25	14.53	7.71	7.73	6.27

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。