



**谨慎
买入**

14% ↑

目标价格: 人民币 7.27
原目标价格: 人民币 8.17

002305.CH

价格: 人民币 6.37

目标价格基础: 2014年净资产值折价 20%

板块评级: 中立

南国置业

业绩同比持平, 经营回到正轨

南国置业上半年实现营业收入 5.8 亿元、净利润 1.2 亿元, 分别同比下降 16% 和持平, 物业结算偏少, 但租金和物管收入获得大幅增长; 销售方面, 估算公司上半年销售近 9 亿元, 预计全年销售同比略增; 近期电建地产完成对公司的部分要约收购, 正式荣升为第一大股东, 这将推动电建地产加大对公司的资源和资金方面的扶持力度, 利好公司长期的发展; 此外, 7 月电建集团与武汉政府签约轨交等多个基建项目, 这将利于后续公司轨道物业获取能力的提升。我们维持 14-15 年预测每股收益为 0.75 元和 0.97 元, 将目标价由 8.17 元下调至 7.27 元, 相当于 9.7 倍 2014 年市盈率和 20% 的 2014 年 NAV 折让, 维持谨慎买入。

股价表现

(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月

绝对
相对新华富时 A50 指数

发行股数(百万)	966
流通股(%)	62
流通股市值(人民币 百万)	3,835
14 年末每股评估净资产值(人民币)	9.08
3 个月日均交易额(人民币 百万)	
14 年末净负债比率(%)	97
主要股东(%)	
电建地产	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 21 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

支撑评级的要点

- 上半年净利同比持平, 预告前 3 季度降幅 0-20%。上半年, 营业收入 5.8 亿元, 同比下降 16%, 其中, 物业销售收入同比下降 24%, 而出租收入和物业管理费收入同比增长, 源于运营面积的提升以及培育期租金优惠政策的贡献; 净利润 1.2 亿元, 同比持平; 每股收益 0.12 元; 毛利率和净利率分别为 52.6% 和 20.2%, 分别提高 6.7 和 3.3 个百分点; 加权平均净资产收益率 4.4%, 下降 1.1 个百分点。此外, 公司预告前 3 季度净利润为 1.4-1.7 万元, 同比下降 20%-0%。
- 电建正式荣升第一大股东, 推动南国更健康发展。上半年中, 电建地产完成了对公司的部分要约收购, 目前电建地产合计持有公司股份约 3.96 亿股, 占总股本 40.94%, 已成为公司第一大股东, 这利于理顺公司的股权结构和管理结构, 推动电建地产加大对公司的扶持力度。
- 上半年预计销售近 9 亿元, 预计全年销售同比略增。上半年, 销售商品、提供劳务收到的现金 9 亿元, 同比增长 70%, 估算上半年销售近 9 亿元, 主要销售项目为雄楚广场和汉口广场。展望全年, 随着下半年行业环境的转好, 预计公司全年销售较去年的 25.5 亿元略增。
- 电建集团与武汉政府签约, 利于公司轨道物业的获取。7 月, 武汉市政府与公司的实际控制人电建集团签署了战略合作框架协议, 前者支持后者参与武汉市轨道交通建设、东湖开发区等多个基础设施项目建设, 而后者力争未来五年内在武汉投资不低于 300 亿元; 而电建地产曾承诺在双方竞争业务领域中给予南国优先发展权, 因此, 后续公司获取轨道物业的能力将有所提升。
- 期间费用率、负债率均上升较多。报告期内, 期间费用率由去年同期的 6.2% 大幅提升了 6.6 个百分点至 12.8%, 其中为管理费用率和销售费用率上升较多; 报告期末, 负债率 72.0%、净负债率 149.6%, 分别较年初提升了 4.8 和 39.8 个百分点, 货币现金覆盖短债比为 0.9, 较年初下降 0.1。

评级面临的主要风险

- 上市公司管理层与新进大股东的文化冲突; 武汉商业地产竞争恶化。

估值

- 我们维持 14-15 年预测每股收益为 0.75 元和 0.97 元, 将目标价由 8.17 元下调至 7.27 元, 相当于 9.7 倍 2014 年市盈率和 20% 的 2014 年 NAV 折让, 维持谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,209	1,655	2,375	3,006	3,835
变动(%)		(25)	43	27	28
净利润(人民币 百万)	446	541	724	938	1,185
全面摊薄每股收益(人民币)	0.461	0.560	0.750	0.971	1.227
变动(%)		21.3	33.9	29.5	26.4
市盈率(倍)	13.8	11.4	8.5	6.6	5.2
每股现金流量(人民币)	0.46	(0.99)	(0.11)	0.02	(0.79)
价格/每股现金流量(倍)	13.9	(6.4)	(58.2)	311.2	(8.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.9	14.7	8.9	7.7	7.3
每股股息(人民币)	0.10	0.12	0.15	0.19	0.25
股息率(%)	1.57	1.88	2.35	3.05	3.85

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 1. 南国置业 2014 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	同比变动(%)
营业收入	689	577	(16.1)
营业成本	(373)	(274)	(26.5)
营业税	(90)	(46)	(48.8)
毛利润	226	257	14.0
其他收入	(2)	1	(129.9)
销售费用	(20)	(40)	96.2
管理费用	(24)	(38)	58.3
营业利润	179	180	0.4
投资收益	(2)	(4)	156.7
财务费用	2	4	107.5
营业外收支	(0)	0	(301.3)
税前利润	179	180	0.5
所得税	(63)	(64)	1.6
少数股东权益	0	0	1498115.1
归属上市公司股东净利润	117	117	0.1
主要比率(%)			百分点增减
毛利率(税后)	32.8	44.6	11.8
经营利润率	26.0	31.1	5.1
净利率	16.9	20.2	3.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 南国置业 2014 年上半年分业务业绩情况

	营业收入 (亿元)	营业收入 占比(%)	毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减(%)	营业收入 占比增减百分点	毛利率增减百 分点
物业销售收入	5.0	86.4	55.2	(23.5)	(8.3)	7.9
出租收入和物业管理费收入	0.8	13.6	35.7	114.9	8.3	15.7
合计	5.8	100.0	52.6	(16.1)	0.0	6.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 南国置业 2014 年上半年主要物业结算项目

公司名称	项目	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率 (%)
武汉南国商业发展 有限公司	NA	4.7	1.8	38.6
荆州南国商业发展 有限公司	荆州南国城市广场	0.2	0.1	44.8

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,209	1,655	2,375	3,006	3,835
销售成本	(1,490)	(1,074)	(1,345)	(1,653)	(2,044)
经营费用	(108)	(121)	(160)	(203)	(259)
息税折旧前利润	610	461	870	1,150	1,532
折旧及摊销	(7)	(4)	(6)	(8)	(9)
经营利润(息税前利润)	604	457	864	1,142	1,523
净利息收入/(费用)	10	4	3	6	9
其他收益/(损失)	(7)	197	99	102	49
税前利润	607	657	965	1,250	1,580
所得税	(162)	(117)	(241)	(313)	(395)
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(0)
净利润	446	541	724	938	1,185
核心净利润	446	541	724	938	1,185
每股收益(人民币)	0.461	0.560	0.750	0.971	1.227
核心每股收益(人民币)	0.461	0.560	0.750	0.971	1.227
每股股息(人民币)	0.100	0.120	0.150	0.194	0.245
收入增长(%)	NA	(25)	43	27	28
息税前利润增长(%)	NA	(24)	89	32	33
息税折旧前利润增长(%)	NA	(24)	89	32	33
每股收益增长(%)	NA	21	34	29	26
核心每股收益增长(%)	NA	21	34	29	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	607	657	965	1,250	1,580
折旧与摊销	7	4	6	8	9
净利息费用	(10)	(4)	(3)	(6)	(9)
运营资本变动	(29)	(1,313)	(731)	(813)	(1,890)
税金	(162)	(117)	(241)	(313)	(395)
其他经营现金流	29	(183)	(102)	(106)	(55)
经营活动产生的现金流	442	(955)	(106)	20	(760)
购买固定资产净值	(52)	(83)	17	21	27
投资减少/增加	0	203	0	0	0
其他投资现金流	0	0	(7)	73	45
投资活动产生的现金流	(52)	120	9	94	72
净增权益	0	54	0	0	0
净增债务	581	1,055	647	437	1,433
支付股息	(77)	(96)	(116)	(145)	(188)
其他融资现金流	(539)	(146)	(4)	36	22
融资活动产生的现金流	(36)	867	528	328	1,268
现金变动	354	32	431	442	580
期初现金	NA	1,138	1,231	1,663	2,104
公司自由现金流	390	(835)	(96)	114	(688)
权益自由现金流	651	(85)	551	550	745

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,138	1,231	1,663	2,104	2,684
应收帐款	822	616	950	1,202	1,534
库存	2,836	5,439	5,938	6,613	8,437
其他流动资产	1,684	631	737	905	1,127
流动资产总计	6,480	7,917	9,287	10,824	13,783
固定资产	5	6	4	3	1
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	13	89	94	98	102
长期资产总计	18	95	99	100	103
总资产	6,498	8,012	9,386	10,925	13,886
应付帐款	579	662	631	775	966
短期债务	1,130	1,209	1,856	2,292	3,725
其他流动负债	736	606	784	992	1,381
流动负债总计	2,446	2,476	3,271	4,060	6,072
长期借款	1,932	2,909	2,909	2,909	2,909
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	960	966	966	966	966
储备	1,158	1,640	2,219	2,969	3,917
股东权益	2,118	2,606	3,185	3,935	4,883
少数股东权益	2	22	22	22	22
总负债及权益	6,498	8,012	9,386	10,925	13,886
每股帐面价值(人民币)	2.21	2.70	3.30	4.07	5.06
每股有形资产(人民币)	2.19	2.70	3.30	4.07	5.06
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	2.99	3.21	3.21	4.09

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.6	27.9	36.6	38.3	39.9
息税前利润率(%)	27.3	27.6	36.4	38.0	39.7
税前利润率(%)	27.5	39.7	40.6	41.6	41.2
净利率(%)	20.2	32.7	30.5	31.2	30.9
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
利息覆盖率(倍)	546.0	86.0	62.7	76.4	85.3
净权益负债率(%)	90.8	109.8	96.7	78.3	80.5
速动比率(倍)	1.5	1.0	1.0	1.0	0.9
估值					
市盈率(倍)	13.8	11.4	8.5	6.6	5.2
核心业务市盈率(倍)	13.8	11.4	8.5	6.6	5.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.8	13.0	9.7	7.5	5.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.9	2.4	1.9	1.6	1.3
价格/现金流(倍)	13.9	(6.4)	(58.2)	311.2	(8.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.9	14.7	8.9	7.7	7.3
周转率					
存货周转天数	694.4	1406.3	1543.5	1385.5	1343.8
应收帐款周转天数	135.8	158.5	120.3	130.7	130.2
应付帐款周转天数	95.7	136.9	99.4	85.4	82.9
回报率					
股息支付率(%)	21.5	21.4	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	21.0	20.7	22.7	23.8	24.3
资产收益率(%)	6.8	5.2	7.4	8.4	9.2
已运用资本收益率(%)	11.9	7.8	12.0	13.6	15.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371