

# 打造竞争“多面体”

——南国置业（002305）2015年半年报点评

2015年08月23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	
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582	
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

## 事件:

公司8月22日公布2015年半年报。报告期内,公司实现营业收入6.05亿元,较上年同期增长4.73%;归属于母公司所有者的净利润-1.19亿元,较上年同期减少202.30%;每股收益-0.08元,同比降低201.86%。截至报告期末,公司资产总额134.65亿元,负债总额106.25亿元,资产负债率为78.91%。

## 公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入(百万元)	668.3	343.15	234.31	103.52	1966.26	359.26	245.5
增长率(%)	-67.92%	77.90%	-52.73%	-65.33%	194.22%	4.69%	4.78%
毛利率(%)	54.18%	45.25%	63.28%	72.66%	39.43%	46.30%	43.21%
期间费用率(%)	9.10%	11.28%	15.04%	27.88%	1.85%	13.91%	19.53%
营业利润率(%)	60.58%	27.25%	36.97%	25.68%	25.11%	16.06%	-61.15%
净利润(百万元)	366.92	62.25	54.27	22.47	351.57	38.09	-159.49
增长率(%)	-15.34%	210.55%	-43.80%	-60.36%	-04.18%	-38.81%	-393.87%
每股盈利(季度,元)	0.38	0.06	0.06	0.02	0.36	0.04	-0.11
资产负债率(%)	67.21%	68.90%	-	73.35%	71.14%	76.04%	-
净资产收益率(%)	13.97%	2.31%	-	0.85%	11.66%	1.23%	-
总资产收益率(%)	4.58%	0.72%	-	0.23%	3.37%	0.30%	-

## 观点:

- **营业收入小幅增长但净利润大幅降低。**公司上半年营业收入6.05亿元,同比小幅增长4.73%,营业成本大幅增长21.33%,导致毛利率同比降低7.99个百分点,净利润为-1.21亿元,同比大幅降低200.45个百分点。将营业成本各项与去年同期数值进行比较,可以发现,营业税金及附加同比增长了500%以上,从而导致了营业成本总体的大幅攀升,对毛利润总额及毛利率进行了挤压。

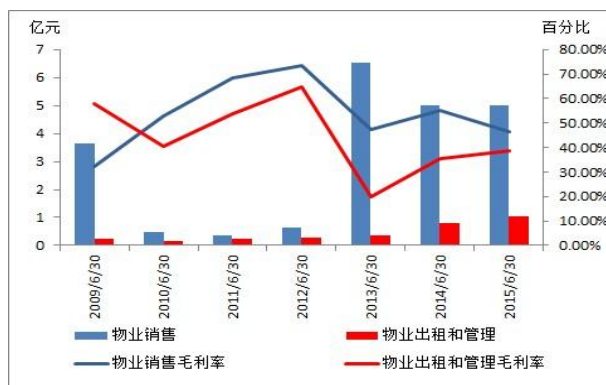
**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

(单位: 亿元、百分比)

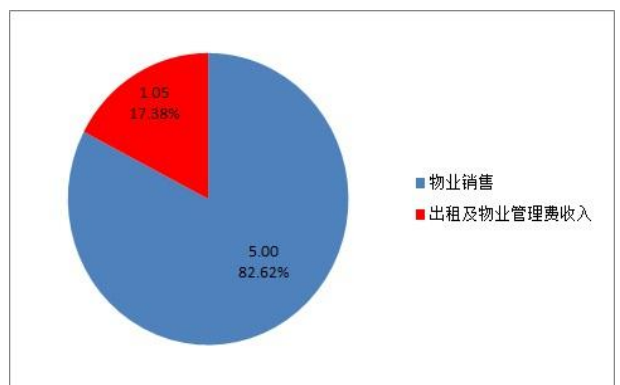
项目	2015 上半年	2014 上半年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	45.05%	52.56%	-14.29%	营业税金大幅增长
净利率 (%)	-20.27%	20.18%	-200.45%	净利润大幅降低
资产负债率 (%)	78.91%	71.97%	9.64%	银行贷款、中期票据等借款增加
费用比率 (%)	16.19%	12.81%	26.39%	运营开发项目营销费用+利息支出大幅增长
加权 ROE (%)	-4.07%	4.38%	-192.92%	净利润负增长
总资产	134.65	98.04	37.34%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	19.19	15.90	20.69%	中期票据发行
预收账款	3.49	6.08	-42.60%	上半年销售力度不够
一年内到期非流动负债	23.06	25.93	-11.07%	负债正常到期
经营活动净现金流	-19.31	-10.40	-85.61%	购地支出增加
稀释 EPS	-0.08	0.08	-201.86%	净利润大幅降低

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司营业收入主要来源于物业销售, 占比为82.62%, 呈现逐渐降低的趋势, 同时, 物业销售近三年年均毛利率为49.75%, 仍然处于行业较高水平, 显示了公司较强的盈利能力; 自2013年以来, 物业出租和管理收入增长较快, 年均增速61.38%, 在营收中的占比也逐年增大, 2015年上半年占比已经上升至17.38%。公司营收结构的变化清晰地体现公司由商业地产开发向商业物业后服务业的转型路径, 很大程度上也肯定了公司转型方向的正确性。

**图 1: 历年主营业务营收及毛利率 (单位: 亿元, 百分比)**


资料来源: 公司 2015 年半年报, 东兴证券研究所

**图 2: 2015 年上半年主营业务收入占比**


资料来源: 公司 2015 年半年报, 东兴证券研究所

- **储备项目资源丰富。**报告期内, 公司在建项目8个, 总建面149.63万平方米, 下半年新开工项目1个, 年内竣工项目6个, 竣工面积75.19万平方米。按照2014年度计划, 公司还将取得和锁定项目总建筑面积不低于100万平方米, 为未来物业销售可持续增长提供保障。公司拟通过非公开发行不超过2.75亿股, 募资15.5亿元用于南国中心一期和二期、雄楚广场、昙华林四个项目开发, 控股股东电建地产拟认购不超过6.2亿元。定增方案获得已获国资委批复, 目前已获证监会受理, 预期获批为大概率事件。

**表 2：2015 年公司在建项目**

（单位：万平方米）

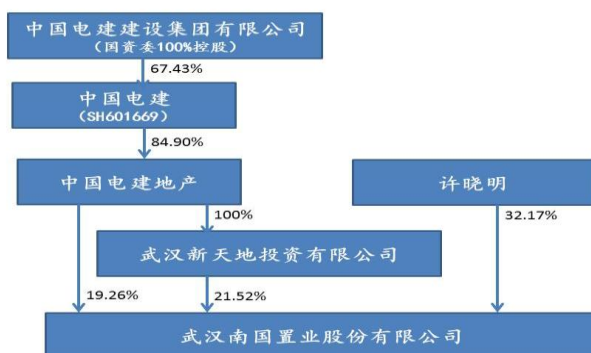
项目名称	地理位置	建筑面积	权益占比
南国中心一期	市级商业中心核心地段	11.16	100%
荆州南国城市广场二期（酒店）	荆州沙北核心区	4.33	100%
泛悦国际	成都商业副中心	27.09	权益面积 10.8 万方
昙华林	武昌商业副中心	12.49	100%
汉口城市广场二期	后湖商业副中心	7.94	权益面积 5.56 万方
襄阳南国城市广场	襄阳市商业中心区	35.97	权益面积 30.6 万方
南国中心二期	市级商业中心核心地段	29.09	100%
南国置业泛悦城市广场	成都北城副中心	21.56	权益面积 8.84 万方

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **大股东优质资产和人才注入有望提升其盈利能力。**目前，中国电建直接和间接持有公司中40.91%股权，作为中国电建集团旗下唯一的地产上市公司，公司可以充分利用控股股东电建地产在住宅开发领域优势、实际控制人中国电建在城市基础设施建设带来的溢价资源，发挥公司在商业地产领域的比较优势，从而成为集团地产业务发展的支柱。

2015年上半年，公司成立北京、南京、成都区域总部，并依托大股东中国电建（中国电力建设集团）开拓北京、上海、南京等新市场。除优质资产的注入和项目合作开发外，3月，原电建地产党委副书记薛志勇就任南国置业总经理，有利于集团内部资源的进一步整合及经营管理效率的提升。电建地产目前土地储备超700万平方米，2015年上半年销售额为80亿元，全年销售额有望达到200亿元，公司作为控股股东地产业务多元化的重要组成部分，未来业务有望通过社区商业等形式，实现与电建地产的住宅开发业务协同发展。

自2012年电建地产入主公司以后，市场一直抱有公司借助控股股东和集团资源实现快速发展的预期，但优质资源注入和借助至今并未实现，上半年公司及控股股东动作频繁，向市场释放信号，资源整合和注入的进程或加速。

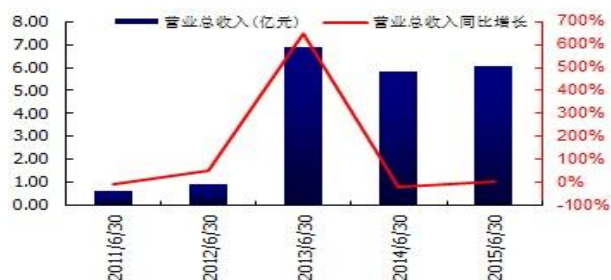
**图 3：公司实际控制人及控股股东结构图**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **打造多元化核心竞争力。**公司在强化主业的基础上，继续转型之路。6月6日，公司与中印文化（中印集

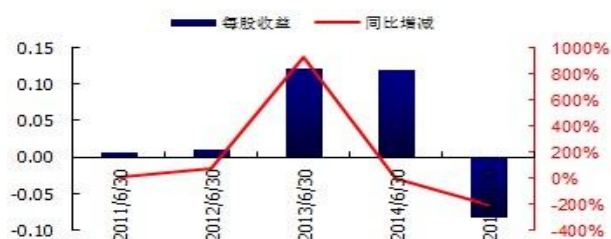
团文化有限责任公司) 签署了《战略合作框架协议》, 向文化产业进军, 更高层次来看, 两家公司的最高控股层为国资委, 有望受益于国有企业改革, 从而实现资源的优势互补和业务的协同发展; 7月13日, 公司公告与武汉房融(武汉房融金融服务有限公司) 建立合作关系, 打造“商业地产+互联网”模式, 从稳健的角度对传统业务产业链进行延伸。

图 4: 营业收入情况



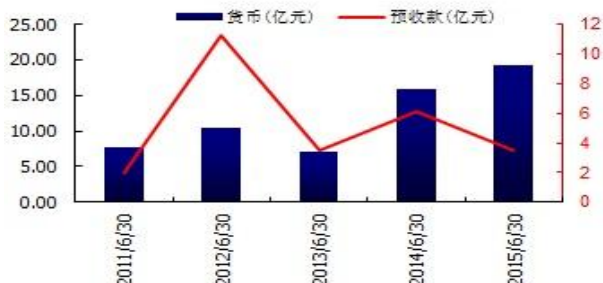
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 每股收益情况



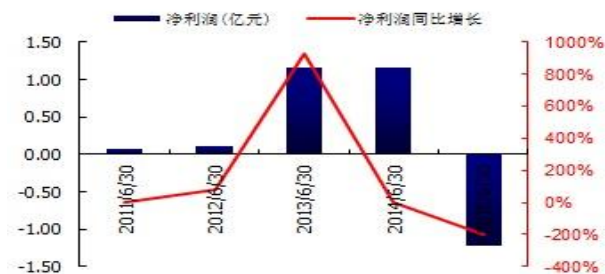
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 货币和预收款情况



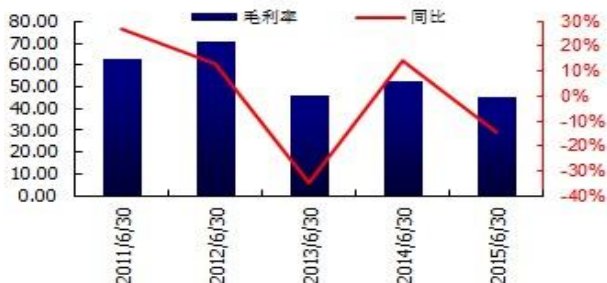
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 净利润情况



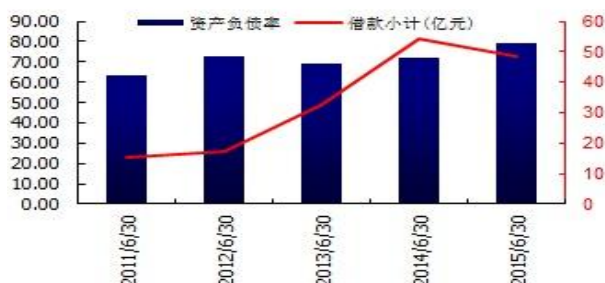
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 销售毛利率情况



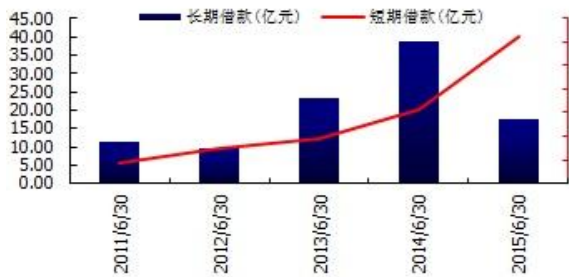
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 资产负债率情况



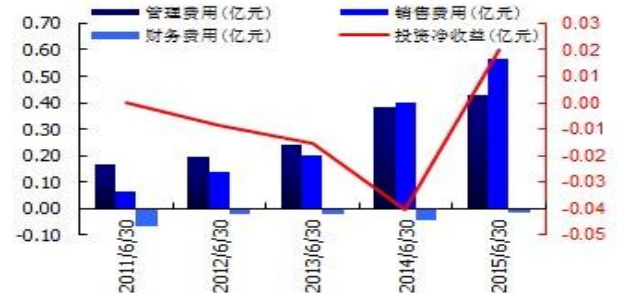
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 11：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：

上半年公司动作频繁，不论是从集团资源整合高度的“基建+地产”、控股股东多元化战略的“住宅+商业地产”，还是与中印文化合作的“商业地产+文化产业”、与武汉房融的“地产+互联网”，无一不反映出公司突破传统商业地产，打造多个新利润增长点的意图；同时，总经理更换、控股股东增持、多个项目合作或拟合作等事件释放信号，集团到控股股东对公司的资源支持开始落实，预计公司的增长将显著受益于集团业务的协同发展和资源整合。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 41.11 亿元、57.84 亿元和 81.39 亿元，每股收益分别为 0.55 元、0.82 元和 1.23 元，对应 PE 分别为 11.10、7.35 和 4.92，维持“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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	7917	9513	11034	15707	22287	<b>营业收入</b>	1655	2647	4111	5784	8139
货币资金	1231	723	1069	1504	2116	<b>营业成本</b>	860	1493	2261	3181	4476
应收账款	142	345	34	48	67	营业税金及附加	214	337	317	434	586
其他应收款	474	1137	1766	2485	3496	营业费用	62	70	86	121	171
预付款项	631	372	643	1025	1562	管理费用	63	70	127	178	251
存货	5439	6936	7434	10458	14716	财务费用	-4	-1	5	15	10
其他流动资产	0	0	88	188	329	资产减值损失	2.44	14.92	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	95	929	498	633	709	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	82	76	76	76	76	投资净收益	198.51	38.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.70	32.22	301.20	436.17	512.14	<b>营业利润</b>	657	700	1316	1854	2645
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	1.23	1.12	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.78	0.78	33.00	33.00	33.00
<b>资产总计</b>	8012	10442	11532	16340	22996	<b>利润总额</b>	657	701	1338	1876	2667
<b>流动负债合计</b>	2476	5582	3788	5726	9133	所得税	117	210	334	469	667
短期借款	960	1880	592	811	1800	<b>净利润</b>	540	491	1003	1407	2000
应付账款	315	767	966	1360	1913	少数股东损益	0	0	210	210	210
预收款项	284	173	1078	2350	4141	归属母公司净利润	541	491	793	1197	1790
一年内到期的非流	249	1865	0	0	0	EBITDA	655	701	1362	1934	2729
<b>非流动负债合计</b>	2909	1846	3353	4983	6483	<b>BPS (元)</b>	0.56	0.51	0.55	0.82	1.23
长期借款	2909	1846	3346	4846	6346	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	5385	7428	7140	10708	15615	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	22	21	231	441	651	营业收入增长	-25.06%	59.91%	55.30%	40.67%	40.72%
实收资本(或股本)	966	969	1455	1455	1455	营业利润增长	8.28%	6.67%	87.81%	40.95%	42.64%
资本公积	101	109	109	109	109	归属于母公司净利润	21.34%	-9.19%	61.57%	50.94%	49.53%
未分配利润	1461	1780	2208	2855	3821	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	2606	2993	4161	5190	6730	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权益</b>	8012	10442	11532	16340	22996	净利率(%)	32.63%	18.53%	24.40%	24.33%	24.58%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	6.75%	4.70%	6.88%	7.33%	7.78%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	20.75%	16.40%	19.06%	23.06%	26.60%
<b>经营活动现金流</b>	-955	-682	1123	-902	-1465	<b>偿债能力</b>					
净利润	540	491	1003	1407	2000	资产负债率(%)	67%	71%	62%	66%	68%
折旧摊销	1.60	1.66	0.00	65.03	74.03	流动比率	3.20	1.70	2.91	2.74	2.44
财务费用	-4	-1	5	15	10	速动比率	1.00	0.46	0.95	0.92	0.83
应收账款减少	0	0	311	-14	-19	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	904	1272	1790	总资产周转率	0.23	0.29	0.37	0.41	0.41
<b>投资活动现金流</b>	120	-768	500	-200	-150	应收账款周转率	13	11	22	142	142
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.80	4.89	4.74	4.97	4.97
长期股权投资减少	0	0	810	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	199	38	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.51	0.55	0.82	1.23
<b>筹资活动现金流</b>	867	1042	-1277	1537	2228	每股净现金流(最新)	0.03	-0.42	0.24	0.30	0.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.70	3.09	2.86	3.57	4.63
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	<b>估值比率</b>					
普通股增加	6	3	486	0	0	P/E	10.80	11.86	11.10	7.35	4.92
资本公积增加	37	9	0	0	0	P/B	2.24	1.96	2.12	1.70	1.31
<b>现金净增加额</b>	32	-408	346	435	612	EV/EBITDA	13.33	15.30	8.57	6.70	5.44

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年 6 月加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 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。