



**买入**

**33% ↑**

目标价格:人民币 8.05

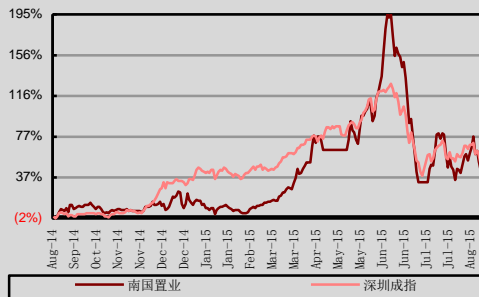
002305.CH

价格:人民币 6.05

目标价格基础: 20 倍 2015 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	24.1	(20.3)	(26.8)	42.5
相对深证成指	20.8	(9.7)	(1.8)	(5.5)

发行股数(百万)	1,455
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	6,623
3 个月日均交易额(人民币 百万)	272
15 年末净负债比率(%)	121
15 年末每股评估净资产值(人民币)	5.87
主要股东(%)	
电建地产	41

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以 2015 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

房地产: 房地产开发

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

# 南国置业

## 上半年业绩亏损, 不改电建资源整合大方向

南国置业上半年净利润亏损 1.2 亿元, 位于 1 季报中预亏范围下限, 主要源于土地增值税大幅增加 2 亿元, 同时销售结算的滞后, 公司预告前 3 季度依然亏损; 3 月更高级别的电建地产党委副书记薛志勇上任南国总经理, 利于南国获得更充分的支持, 同时, 从近期南国总经理更换、控股股东拟增持、昭觉寺项目并表以及大股东等比例参与定增等来看, 预计双方资源整合节奏将加快, 而目前电建地产超 700 万平米土储及 200 亿元的年销售能力将赋予较大整合空间, 预计将推动南国后续销售及业绩快速增长; 此外, 公司依靠优秀的商业管理能力, 将打造轻资产的管理输出模式, 塑造另一可持续发展的业绩贡献点。鉴于土增税增长超预期, 我们将公司 15-17 年每股收益预测分别由 0.47 元、0.66 元和 0.85 元下调至 0.41 元、0.59 元和 0.74 元, 但我们依然看好公司后续与电建的整合, 维持目标价 8.05 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 上半年净利润亏损 1.2 亿元, 主要源于土增税多增 2 亿元。上半年营业收入 6.1 亿元, 同比增长 5%; 净利润亏损 1.2 亿元, 位于 1 季报中预亏范围下限, 同比下降 12%, 每股收益 -0.08 元; 毛利率和净利率分别为 45.0% 和 -19.7%, 分别下降 7.5 和 提升 40.0 个百分点; 三项费用率由去年同期的 12.8% 提升至 16.2%; 业绩亏损源于土地增值税多增加 2 亿元。此外, 公司公告前 3 季度净利润预亏 0-1.2 亿元。
- 南国更高级别管理层上任, 加速电建与南国的资产整合。今年 3 月, 级别更高的电建地产党委副书记薛志勇上任南国置业总经理, 有利于南国获得大股东更充分的支持, 并将加快电建与南国的资产整合速度。此外, 薛总在上任的近 4 个月中, 已经成功牵头中印文化合作项目以及若干拿地项目等, 对公司推动作用显著。
- 多事件预示整合或将加速, 预计后续销售及业绩快速增长。公司计划充分利用控股股东资源, 通过股权合作、并购等多种方式做大公司主业。目前电建地产超 700 万平米土储及 200 亿元年销售能力, 远大于目前南国近 180 万平米土储及 20-30 亿元的年销售规模, 若整合南国业绩增长将大幅加速; 同时, 从近期总经理更换、控股股东拟增持、昭觉寺项目并表及大股东等比例参与定增等来看, 预计后续双方资源整合将加快。
- 携手武汉房融网, 打造“互联网+商业地产”模式。7 月 13 日, 公司与武汉房融网签订《战略合作协议》, 后者为一家拟在全国中小企业股份转让系统挂牌的房产金融电子商务服务供应商, 双方约定将在互联网金融服务、互联网技术服务、增资入股三方面合作, 公司将借此整合线上线下资源, 打造全方位满足业主、商户、银行相关合作机构的金融云平台。
- 依靠优秀的商业管理能力, 打造轻资产的管理输出模式。南国置业是一家以城市综合体及专业家具卖场为主要产品线的商业地产开发及管理运营公司, 形成自己独特的商业地产开发运营模式, 包括持有、销售、租售并举和售后包租。基于公司优秀的商业地产管理能力, 公司后续也计划将打造轻资产商业地产管理输出模式, 有望塑造新的业绩贡献点。

### 评级面临的主要风险

- 公司与大股东的整合进度慢; 武汉商业地产竞争恶化。

### 估值

- 鉴于土增税增长超预期, 我们将公司 15-17 年每股收益预测分别由 0.47 元、0.66 元和 0.85 元下调至 0.41 元、0.59 元和 0.74 元, 但我们依然看好公司后续与电建的整合, 维持目标价 8.05 元, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,655	2,647	3,476	4,679	5,866
变动(%)	(25.1)	59.9	31.3	34.6	25.4
净利润(人民币 百万)	541	491	590	855	1,082
全面摊薄每股收益(人民币)	0.372	0.338	0.406	0.588	0.744
变动(%)	21.3	(9.2)	20.3	44.9	26.5
先前预测每股收益(人民币)			0.474	0.659	0.853
调整幅度(%)			(14.3)	(10.7)	(12.7)
市盈率(倍)	16.3	17.9	14.9	10.3	8.1
每股现金流量(人民币)	(0.7)	(0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.4)
价格/每股现金流量(倍)	(9.2)	(12.9)	(43.8)	(242.2)	(15.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.2	22.8	20.0	14.8	12.8
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.3	1.1	1.3	1.9	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 南国置业 2015 年上半年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2014 年上半年	2015 年上半年	同比变动(%)
营业收入	577	605	4.7
营业成本	(274)	(332)	21.3
营业税	(46)	(278)	503.0
毛利润	257	(6)	(102.2)
其他收入	1	9	1273.3
销售费用	(40)	(57)	42.8
管理费用	(38)	(43)	11.0
营业利润	180	(96)	(153.4)
投资收益	(4)	2	(149.4)
财务费用	4	2	(61.6)
营业外收支	0	0	(87.8)
税前利润	180	(92)	(151.2)
所得税	(64)	(29)	(54.6)
少数股东权益	0	2	751.6
归属上市公司股东净利润	117	(119)	(202.3)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	52.6	45.0	(7.5)
含税毛利率	44.6	(0.9)	(45.5)
经营利润率	31.1	(15.9)	(47.0)
净利率	20.2	(19.7)	(40.0)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 南国置业 2015 年上半年分业务业绩情况**

	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年同 期增减(%)	毛利率比上年同 期增减(百分点)
物业销售	5.00	46.41	0.17	(8.82)
物业出租和物业管理	1.05	38.58	33.67	2.92
合计	6.05	45.05	4.73	(7.99)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,655	2,647	3,476	4,679	5,866
销售成本	(1,074)	(1,831)	(2,490)	(3,264)	(4,065)
经营费用	(125)	(140)	(184)	(247)	(310)
息税折旧前利润	459	679	805	1,171	1,495
折旧及摊销	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
经营利润(息税前利润)	457	677	802	1,168	1,491
净利息收入/(费用)	5	3	(15)	(13)	(23)
其他收益/(损失)	195	22	42	46	50
税前利润	657	701	829	1,200	1,519
所得税	(117)	(210)	(207)	(300)	(380)
少数股东权益	0	0	(31)	(45)	(57)
净利润	541	491	590	855	1,082
核心净利润	541	491	590	855	1,082
每股收益(人民币)	0.372	0.338	0.406	0.588	0.744
核心每股收益(人民币)	0.372	0.338	0.406	0.588	0.745
每股股息(人民币)	0.080	0.067	0.080	0.116	0.147
收入增长(%)	(25)	60	31	35	25
息税前利润增长(%)	(24)	48	19	46	28
息税折旧前利润增长(%)	(24)	48	19	45	28
每股收益增长(%)	21	(9)	20	45	27
核心每股收益增长(%)	21	(9)	20	45	27

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	657	701	829	1,200	1,519
折旧与摊销	2	2	3	3	4
净利息费用	(5)	(3)	15	13	23
运营资本变动	(1,313)	(1,165)	(799)	(907)	(1,677)
税金	(117)	(210)	(207)	(300)	(380)
其他经营现金流	(179)	(7)	(42)	(46)	(52)
经营活动产生的现金流	(955)	(682)	(201)	(36)	(563)
购买固定资产净值	(3)	(2)	0	0	0
投资减少/增加	123	(766)	23	30	28
其他投资现金流	(0)	0	176	(128)	(128)
投资活动产生的现金流	120	(768)	199	(97)	(101)
净增权益	54	10	0	0	0
净增债务	1,055	1,474	594	855	848
支付股息	(401)	(543)	(117)	(169)	(214)
其他融资现金流	159	101	176	(128)	(128)
融资活动产生的现金流	867	1,042	653	558	506
现金变动	32	(408)	652	424	(158)
期初现金	1,058	1,090	683	1,334	1,759
公司自由现金流	(835)	(1,449)	(2)	(134)	(664)
权益自由现金流	220	24	592	721	184

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,231	723	1,334	1,759	1,602
应收帐款	616	1,482	1,946	2,620	3,285
库存	5,439	6,936	7,647	8,423	9,972
其他流动资产	631	372	490	659	826
流动资产总计	7,917	9,513	11,417	13,461	15,685
固定资产	6	34	29	27	24
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	89	894	1,151	1,523	1,889
长期资产总计	95	929	1,180	1,549	1,913
总资产	8,012	10,442	12,597	15,010	17,598
应付帐款	662	1,392	1,832	2,465	3,091
短期债务	1,209	3,745	4,339	5,194	6,042
其他流动负债	606	445	584	786	985
流动负债总计	2,476	5,582	6,755	8,444	10,119
长期借款	2,909	1,846	1,846	1,846	1,846
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	966	969	1,454	1,454	1,454
储备	1,640	2,024	2,498	3,184	4,052
股东权益	2,606	2,993	3,951	4,638	5,506
少数股东权益	22	21	46	82	128
总负债及权益	8,012	10,442	12,597	15,010	17,598
每股帐面价值(人民币)	1.80	2.06	2.72	3.19	3.79
每股有形资产(人民币)	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	3.35	3.34	3.63	4.32

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	27.7	25.6	23.2	25.0	25.5
息税前利润率(%)	27.6	25.6	23.1	25.0	25.4
税前利润率(%)	39.7	26.5	23.8	25.7	25.9
净利率(%)	32.7	18.5	17.0	18.3	18.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.2	1.7	1.7	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	(98.5)	(268.2)	52.2	86.9	66.2
净权益负债率(%)	109.8	161.5	121.3	111.9	111.6
速动比率(倍)	1.0	0.5	0.6	0.6	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	16.3	17.9	14.9	10.3	8.1
核心业务市盈率(倍)	16.3	17.9	14.9	10.3	8.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.6	23.8	19.8	13.7	10.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.4	2.9	2.2	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	(9.2)	(12.9)	(43.8)	(242.2)	(15.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.2	22.8	20.0	14.8	12.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1406.3	1233.6	1068.8	898.4	825.9
应收帐款周转天数	158.5	144.6	180.0	178.1	183.7
应付帐款周转天数	136.9	141.6	169.3	167.6	172.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	21.4	19.7	19.7	19.7	19.7
净资产收益率(%)	20.7	16.4	14.9	18.4	19.7
资产收益率(%)	5.2	5.1	5.2	6.3	6.9
已运用资本收益率(%)	7.8	9.0	8.8	10.9	12.0

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  
西单北大街 110 号 7 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