

瑕不掩瑜 未来升值可期

——南国置业（002305）2015 年年报点评

2016 年 04 月 25 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
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司 4 月 22 日公布 2015 年年报。报告期内, 公司全年实现营业收入 30.51 亿元, 比增 15.25%; 归属于母公司所有者的净利润 3068.72 亿元, 同比下降 93.74%。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司资产总额 190.87 亿元, 比上年增长 82.79%; 归属于上市公司股东的净资产 29.33 亿元, 同比下降 1.99%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入 (百万元)	234.31	103.52	1966.26	359.26	245.5	342.28	2103.84
增长率 (%)	-52.73%	-65.33%	194.22%	4.69%	4.78%	230.65%	7.00%
毛利率 (%)	63.28%	72.66%	39.43%	46.30%	43.21%	33.04%	27.92%
期间费用率 (%)	15.04%	27.88%	2.30%	13.91%	19.53%	9.40%	3.54%
营业利润率 (%)	36.97%	25.68%	24.81%	16.06%	-61.15%	2.20%	13.20%
净利润 (百万元)	54.27	22.47	347.48	38.09	-159.49	3.74	201.43
增长率 (%)	-43.80%	-60.36%	-05.30%	-38.81%	-393.87%	-83.38%	-42.03%
每股盈利 (季度, 元)	0.06	0.02	0.36	0.04	-0.11	0.00	0.10
资产负债率 (%)	-	73.35%	71.14%	76.04%	78.91%	79.89%	-
净资产收益率 (%)	-	0.85%	11.53%	1.23%	-5.61%	0.13%	-
总资产收益率 (%)	-	0.23%	3.33%	0.30%	-1.18%	0.03%	-

观点:

- **营业成本同比大幅增长, 纳税支出拖累全年业绩。** 2015 年, 公司实现营业收入 30.51 亿元, 同比上升 15.25%, 主要原因是本年度实现销售可结转的物业增加所致。营业成本较上年同期增长了 39.16%, 营业成本的增长幅度大于营业收入, 主要归因于本年度结转的物业项目毛利率较低所致。公司实现营业利润 1.93 亿元、利润总额 1.94 亿元、归属于上市公司股东的净利润 3068.72 万元, 较上年同期分别减少了 72.25%、72.14%、93.74%, 目前公司处于战略转型阶段, 当期选择性持有了部分溢价能力较高的优质商业物业, 对当期业绩造成一定影响。此外, 公司今年预交 2.3 亿元土增税, 税金支出较同期大幅增长拖累结算期业绩, 同时部分商业地产的延迟整售也拉低了今年的盈利水平。

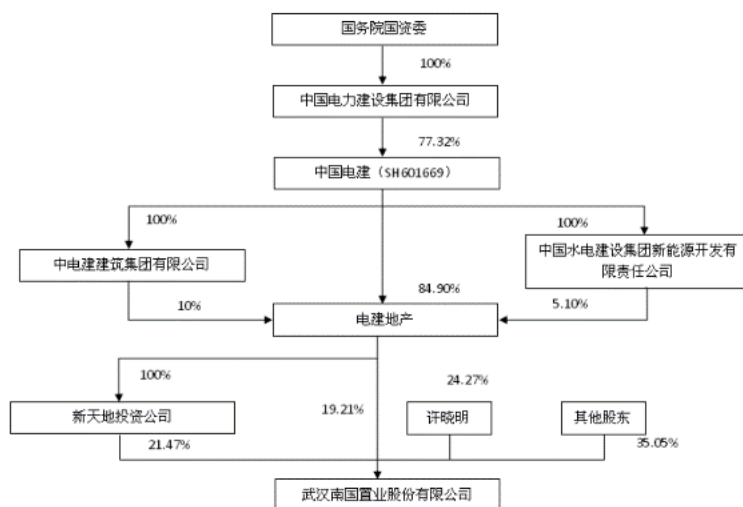
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

项目	2015 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	0.84	4.91	-82.92%	结转的物业项目毛利率较低
营业收入	30.51	26.47	15.25%	项目结算周期
资产负债率	83.27%	71.14%	17.05%	非公开发行公司债
费用比率	6.70%	5.26%	27.43%	公司经营规模扩大导致销售费用增长较多
加权 ROE	1.03%	17.50%	-94.11%	负债明显增加从而摊薄收益
总资产	190.87	104.42	82.79%	积极做大做强
货币资金	24.81	7.23	243.21%	报告期内公司积极融资
预收账款	7.24	1.73	317.91%	公司增大销售力度
一年内到期非流动负债	9.38	18.65	-49.73%	及时还本付息
经营活动净现金流	-49.24	-6.82	622.18%	房地产销售带来的现金流
稀释 EPS	0.02	0.51	-95.86%	归属于上市公司股东的净利润大幅减少

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

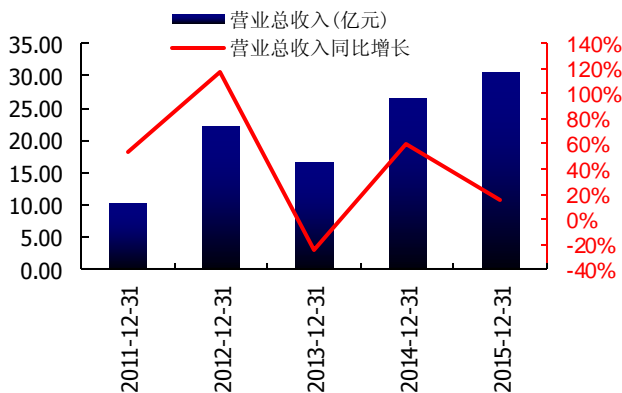
- **协同模式释放巨大活力。**公司作为中国电力建设集团的房地产开发业务运作平台, 在融资、项目获取等方面得到其大力的支持。2015年10月公司再次增资成都海赋并实现并表, 这也是公司从电建地产手里获得的第三个地产项目。电建地产作为公司的控股股东, 拥有超 700 万方的土地储备, 年销售额近 200 亿元, 拥有雄厚的资金实力及项目资源获取能力。公司借助电建的平台和资源, 与集团产生良性的协同和互动, 业务模式和盈利模式都不断创新释放出巨大活力, 可期后续的资产整合将不断助力公司的跨越式发展。此外, 公司还与武汉房融金融服务有限公司签署了战略合作协议, 这次合作有助于双方整合各自优势资源, 打造全方位满足业务、商业、金融机构的商业地产平台, 该合作也正式开启了公司向商业地产轻资产转型之路的进军。

图1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系


资料来源: 公司公告, 东兴证券

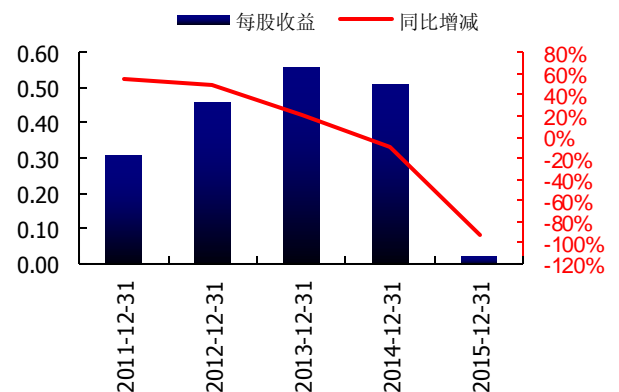
- **定增改善资金面，多元融资助扩张。**公司不断加快融资步伐，在获得大股东电建地产5亿元委托贷款的同时，积极通过非公开发行股票和债券等方式融资。2015年，公司启动了2009年上市以来的首次定向增发，拟募集资金15亿元，目前已经通过中国证监会的审核。公司首次通过发行10亿元定向融资工具、10亿元中期票据和15亿元公司债，打通了公司利用银行间市场和证券间市场开展信用方式直接融资的有效路径，明显降低了公司整体的融资成本。公司主体信用评级由AA-提高到AA，进一步拓宽了公司利用资本市场开展直接融资的渠道，为发行短融、超短融、永续债等融资工具奠定了坚实的基础，也有助于提高资本市场对公司的认知，进一步降低融资成本。
- **资源整合提效率，跨界创新谋突破。**随着房地产行业进入“白银时代”，及时利用自身行业地位和资源积累促进企业战略转型已成为业内共识。随着资本市场开闸，2015年以来，国内品牌房企积极构建多元融资体系，纷纷运用公司债、定向增发、资产证券化等市场化融资方式降低资金成本，并纷纷在“互联网+”、大金融等领域探索新的发展模式，推动行业竞争格局的改变。面对机遇和挑战，公司积极提升协同发展意识，加强战略资源整合。2015年，公司与中印文化签署了战略合作框架协议，结成长期、全面的战略合作伙伴关系；从整合公司线上线下资源、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部署出发，与武汉房融金融服务有限公司签订《战略合作协议》。同时，公司积极对接符合公司核心业务与有利于核心能力培养的一些外部资源，推进并购和重组工作。此外，公司充分整合内部资源，进一步密切与电建地产所在区域协同合作关系，发挥联动作用；积极与铁路公司进行合作洽谈，依托中国电建城市轨道交通PPP项目，推进城市重大交通节点业务布局。

图 2：营业收入情况



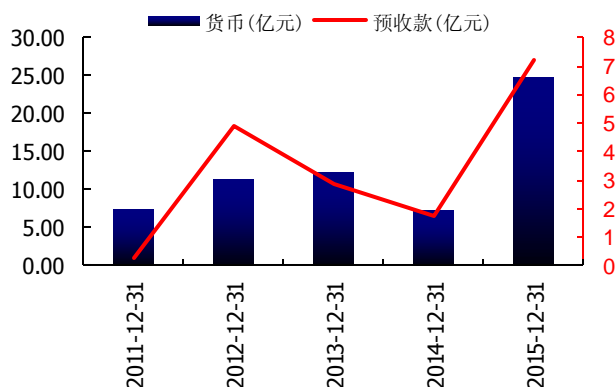
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3：每股收益情况



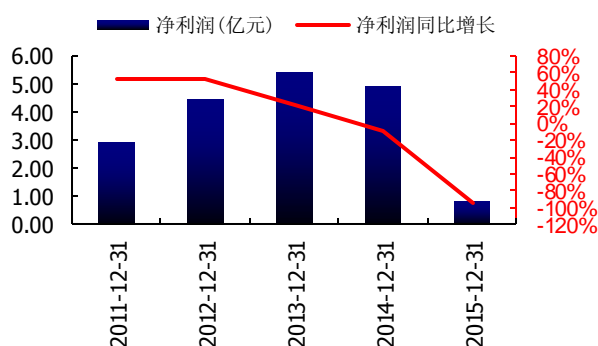
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4: 货币和预收款情况



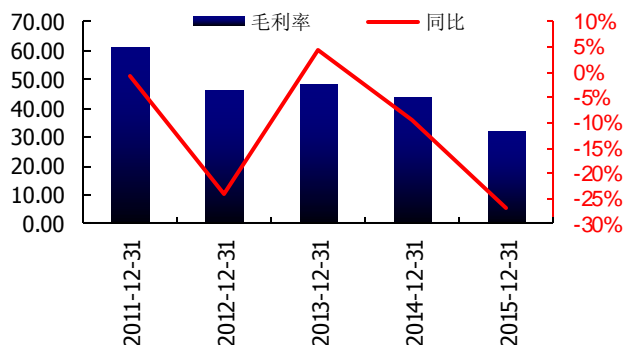
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 净利润情况



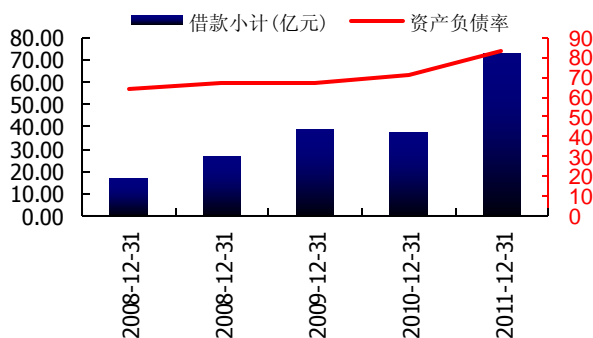
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 销售毛利率情况



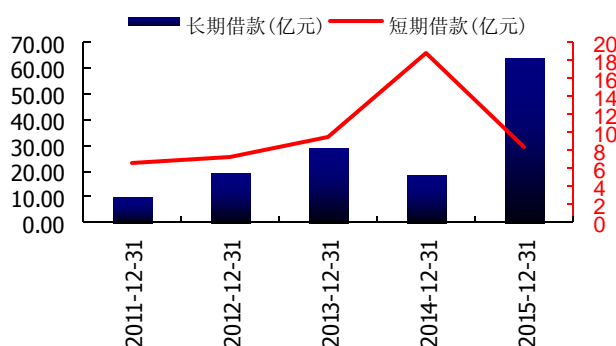
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 资产负债率情况



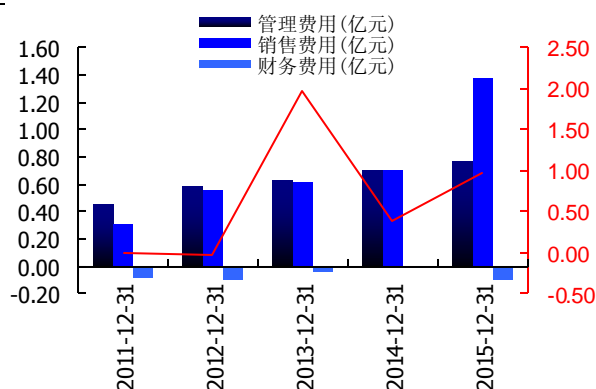
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 9: 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:

2015 年公司营业收入有所增长, 但净利润同比大幅下降, 全年业绩表现不佳。但瑕不掩瑜, 公司积极通过多渠道融资, 持续深耕优势区域, 并有股东雄厚资源助力公司成长, 同时公司加快转型步伐, 有望逐渐形成新盈利增长点, 未来升值可期。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 47.29 亿元、63.84 亿元和 76.61 亿元, 每股收益分别为 0.35 元、0.43 元和 0.52 元, 对应 PE 分别为 15.85、12.94、10.67, 维持“强烈推荐”评级。

表 2: 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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	9513	19028	23760	32687	40367	营业收入	2647	3051	4729	6384	7661
货币资金	723	2481	3547	4788	5746	营业成本	1493	2078	2743	3703	4443
应收账款	345	266	518	700	840	营业税金及附加	337	665	946	1277	1532
其他应收款	1137	724	1123	1515	1818	营业费用	70	138	213	287	345
预付款项	372	2172	3543	5395	7616	管理费用	70	76	118	160	192
存货	6936	13384	15029	20289	24347	财务费用	-1	-9	-6	-2	-1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14.92	7.09	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	929	59	154	150	147	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	76	6	6	6	6	投资净收益	38.07	96.78	100.00	20.00	20.00
固定资产	32.22	31.31	27.59	23.87	20.15	营业利润	700	193	801	965	1155
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	1.12	1.01	1.50	1.50	1.50
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.78	0.12	1.00	1.00	1.00
资产总计	10442	19087	23914	32837	40513	利润总额	701	194	801	965	1155
流动负债合计	5582	5996	9298	13003	15476	所得税	210	110	240	290	347
短期借款	1880	835	5258	7692	8912	净利润	491	84	561	676	809
应付账款	767	1478	1803	2435	2922	少数股东损益	0	53	50	50	50
预收款项	173	724	1197	1835	2601	归属母公司净利润	491	31	511	626	759
一年内到期的非	1865	938	0	0	0	EBITDA	701	186	798	966	1158
非流动负债合计	1846	9897	10933	15563	20063	EPS (元)	0.51	0.02	0.35	0.43	0.52
长期借款	1846	6426	10926	15426	19926	主要财务比率					
应付债券	0	3471	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	7428	15893	20231	28566	35539	成长能力					
少数股东权益	21	261	311	361	411	营业收入增长	59.91%	15.25%	55.00%	35.00%	20.00%
实收资本(或股	969	1459	1459	1459	1459	营业利润增长	6.67%	-72.48%	315.44%	20.50%	19.67%
资本公积	109	17	17	17	17	归属于母公司净利润	1564.81%	22.50%	1564.81%	22.50%	21.23%
未分配利润	1780	1318	1594	1932	2342	获利能力					
归属母公司股东	2993	2933	3372	3911	4563	毛利率(%)	43.59%	31.89%	42.00%	42.00%	42.00%
负债和所有者权	10442	19087	23914	32837	40513	净利率(%)	18.53%	2.75%	11.86%	10.59%	10.56%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.70%	0.16%	2.14%	1.91%	1.87%
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	16.40%	1.05%	15.15%	16.00%	16.63%	
经营活动现金流	-682	-4924	-3413	-5613	-4662	偿债能力					
净利润	491	84	561	676	809	资产负债率(%)	71%	83%	85%	87%	88%
折旧摊销	1.66	2.70	0.00	3.72	3.72	流动比率	1.70	3.17	2.56	2.51	2.61
财务费用	-1	-9	-6	-2	-1	速动比率	0.46	0.94	0.94	0.95	1.04
应收账款减少	0	0	-252	-181	-140	营运能力					
预收帐款增加	0	0	473	638	766	总资产周转率	0.29	0.21	0.22	0.22	0.21
投资活动现金流	-768	799	95	5	5	应收账款周转率	11	10	12	10	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.89	2.72	2.88	3.01	2.86
长期股权投资减	0	0	10	0	0	每股指标(元)					
投资收益	38	97	100	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.02	0.35	0.43	0.52
筹资活动现金流	1042	4997	4384	6849	5614	每股净现金流(最新	-0.42	0.60	0.73	0.85	0.66
应付债券增加	0	0	-3471	0	0	每股净资产(最新摊	3.09	2.01	2.31	2.68	3.13
长期借款增加	0	0	4500	4500	4500	估值比率					
普通股增加	3	490	0	0	0	P/E	10.88	263.03	15.85	12.94	10.67
资本公积增加	9	-92	0	0	0	P/B	1.80	2.76	2.40	2.07	1.77
现金净增加额	-408	871	1066	1241	958	EV/EBITDA	14.61	92.87	25.98	27.35	26.94

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

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。

韩松澄

实习生，北京大学在读研究生，对此报告有贡献。

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。