

南国置业 (002305)

增持/维持评级

股价: RMB6.89

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:s1000510120035

(0755)8249 2232

yujinhua@mail.htlhc.com.cn

联系人

王琳

0755-23819100

wanglin@mail.htlhc.com.cn

相关研究

南国置业 2010 年年报点评——进入业绩快速释放期

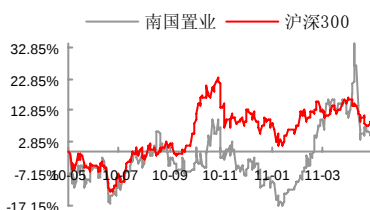
公司研究-南国置业 110321-商业地产绿洲的守望者

公司研究-南国置业 (002305) 091208: 租售并举, 以售为终

基础数据

总股本 (百万股)	960
流通 A 股 (百万股)	960
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,614

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

享受商业地产的春天

——南国置业调研报告

- 武汉市商业地产迎来春天。**随着 2 月份武汉新版限购令出台, 住宅调控的“挤出效应”使投资资金进入商业地产, 相比于住宅市场的量跌价滞, 3-4 月份武汉市商铺项目量价齐升, 迎来春天。根据我们对武汉市场的调研, loft 产品的首日开盘去化率可达到 70%, 底商产品的开盘当月去化率可达 60%, 而 4 月份武汉住宅类产品开盘首日去化率仅为 28%, 市场分化明显。
- 公司推盘项目享受春天。**2011 年公司开工项目 3 个, 在建项目达到 9 个。大开工保障今明两年可售资源丰富。公司 2011 年计划销售三个项目, 分别为南国首义汇, 北都城市广场和悦公馆 (部分进入预售), 其中首义汇和北都项目计划进入结算。根据对项目的调研情况, 项目招商及蓄客情况良好, 大概率实现销售回款 15.5 亿元, 按 85% 进入结算, 则可实现销售收入 13.2 亿元, 再加之租赁收入 0.6 亿元, 则全年大致可实现营业收入为 13.8 亿元。公司年初计划 2011 年实现主营业务收入 11.9 亿元—13.2 亿元, 两大项目将大概率完成公司计划, 实现营业收入 80%-100% 的增长。
- 长期看, 公司产品具备可复制性。**公司项目储备均位于武汉市轨道交通沿线之上, 同时公司经过多年的经营已与沃尔玛、大润发、屈臣氏、百安居等主力店商铺形成良好的合作关系, 在商业项目复制中, 主力店招商不会成为制约公司发展的瓶颈。而大武汉家装一期作为公司专业卖场产品的先河, 目前已成为武汉最为知名的家装市场之一, 商户粘度较高, 愿意跟随公司的扩张而扩张, 从而为公司产品复制提供支持。
- 土地储备稳定增加。**2011 年较确定的新增项目为武汉江南店项目和襄樊项目, 预计依然复制目前的成功产品模式。在进入城市的选择上, 公司选择湖北省人均收入较高的襄樊和宜昌城市。
- 盈利预测。**我们目前暂时维持对公司 2011、2012 年全面摊薄后 EPS 为 0.36 元、0.47 元的预测。对应 PE 为 19X、15X。维持增持评级。
- 风险提示。**1、项目销售大幅下滑。2、竣工计划慢于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	661.6	1232.9	1511.5	2069.3
(+/-%)	12.7	86.3	22.6	36.9
归属母公司净利润(百万元)	192.4	347.4	449.9	597.9
(+/-%)	15.8	80.5	29.5	32.9
EPS(元)	0.20	0.36	0.47	0.62
P/E(倍)	34.4	23.0	17.6	13.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

武汉市商业地产迎来春天.....	4
武汉市商业地产量价齐升.....	4
零售商的扩张为商业地产发展提供基本面支撑	5
公司推盘项目享受春天.....	5
大开工保障可售资源	5
2011 年销售项目具备区位优势，目前招商及蓄客状况良好	6
长期看，公司产品具备可复制性.....	9
土地储备稳定增加.....	9
盈利预测	9
风险提示	10

图表目录

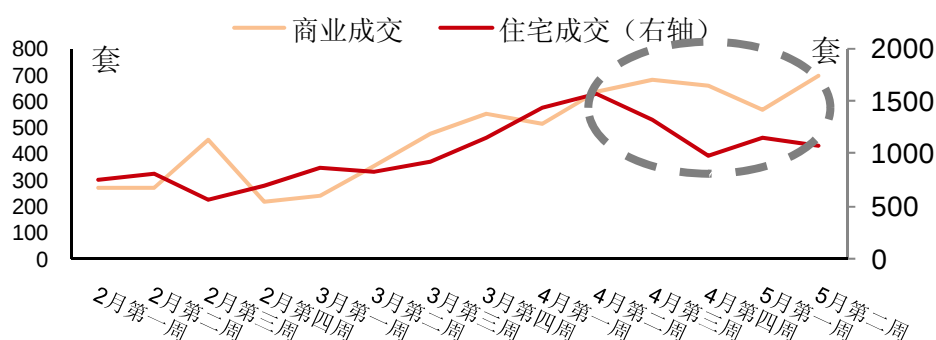
图 1: 住宅调控下, 武汉市商业地产迎来春天.....	4
图 2: 首义汇沙盘.....	7
图 3: 首义汇盖至 2 层.....	7
图 4: 北都城市广场沙盘.....	8
图 5: 北都城市广场盖至 6 层.....	8
图 6: 洪广首座/悦公馆项目实景.....	8
图 7: 洪广首座/悦公馆项目效果图.....	8
表 1: 商业项目价格也处于上升之中.....	4
表 2: 随市场旺销, 商业新推盘进入市场.....	4
表 3: 武汉市大卖场发展迅速, 为商业地产提供基本面支撑.....	5
表 4: 大开工保障可售资源.....	6
表 5: 公司储备项目地理位置分布.....	9

武汉市商业地产迎来春天

武汉市商业地产量价齐升

随着2月份武汉新版限购令出台，住宅调控的“挤出效应”使部分投资资金涌入商业地产，相比于住宅市场的量跌价滞，3-4月份武汉市商铺项目量价齐升，迎来春天。根据我们对武汉市场的调研，loft产品的首日开盘去化率可达到70%，底商产品的开盘当月去化率可达到60%，而4月份武汉住宅类产品开盘首日去化率仅为28%，市场分化明显。

图1：住宅调控下，武汉市商业地产迎来春天



数据来源：武汉亿房网，武汉市房管局，华泰联合研究所整理

表1：商业项目价格也处于上升之中

区域	商业项目（个）	涨价项目	最高涨幅	降价项目占比
汉口	30	3%	20%	3%
武昌	40	12.50%	54%	3%
汉阳	12	8.50%	3%	0
近郊	40	12.50%	54%	2.50%
总计	122	9.78%	54%	2.54%

数据来源：武汉亿房网，武汉市房管局，华泰联合研究所整理

注：数据时间范围为3-4月，商业项目包括商铺、写字楼及loft产品

表2：随市场旺销，商业新推盘加速进入市场

商铺类型	3月 (个)	5月 (个)	3月价格 (元/m ²)	5月价格 (元/m ²)
专业市场商铺	5	5	8500-30000	8500-30000
商业街商铺	5	4	5200-40000	8000-35000
综合体	11	13	9000-100000	6000-100000
住宅底商/社区商铺	39	42	5000-65000	3488-70000
在售商业物业	60	65	5000-100000	3488-100000

数据来源：亿房网，华泰联合证券研究所整理

零售商的扩张为商业地产发展提供基本面支撑

2010 年武汉市社会消费品零售总额 2523 亿，在全国仅次于北上广深和天津、重庆之后，位列第 7 位。较高基数的消费水平以及消费的稳定增长，都推动了武汉市商业地产需求持续而稳定的增长。同时武汉在 2011 年前将完成二环内 56 个城中村综合改造项目，城市更新中将面临社区重建和新商圈的形成，都成为零售商开启扩张步伐的动力。

以商铺销售中最吸引人流主力店来看，按照超市布局的国家标准，每 8-10 万人口覆盖一个 1 万平米的大卖场，截止 2010 年底，武汉市共有总人口 1060 万人，大卖场市场理论容量为 118 个。目前以武汉市超市大卖场（平均单店面积在 6000 平米以上）竞争格局来看，武汉市虽集中了 130 家大卖场，但 1 万平米以上的卖场仅占 15%-2% 左右，1 万平米以上的大卖场通过扩张抢占中小卖场市场份额的过程，为商业地产的发展带来机遇。

表 3：武汉市大卖场发展迅速，为商业地产提供基本面支撑

大卖场	2010 年底数量	2007 年底数量
沃尔玛	5	2
家乐福	7	5
大润发	1	1
麦德龙	2	3
易初莲花	3	3
华联综超	2	3
百佳	1	1
新一佳	3	1
武汉中百	52	34
武商量贩	36	20
中商平价	18	11
华润苏果	3（2011 年计划进入）	0
合计	130	84

数据来源：华泰联合零售团队，华泰联合研究所整理

根据我们对武汉市场的调研，目前带租约出售的商业项目承诺年租金回报率在 5%-7% 左右，购买商铺的客户大多为私营业者或事业单位员工，5%-7% 的回报率可满足他们对于投资回报的要求。

公司推盘项目享受春天

大开工保障可售资源

公司目前土地储备共 138 万平方米。从 2010 年起公司加大开工力度，2011 年计划新开工建筑面积约 30.1 万平方米，新开工项目 3 个（南湖花郡、后湖一期、南国中心一期）。2011 年在建总建筑面积将达到 80.79 万平方米，在建项目达到 9 个。计划竣工项目 2 个，为北都城市广场、南国首义汇，竣工建筑面积 14.6 万平方米。大开工保障今明两年可售资源。

表 4：大开工保障可售资源

项目	建筑面积（万 m ² ）	销售及结算安排
北都城市广场	11.2	在建，2011 年销售，2011 年结算
首义汇	4.7	在建，2011 年销售，2011 年结算
洪广首座/悦公馆	3.6	在建，2011 年部分预售，2012 年结算
大武汉家装二期	30.5	在建，2012 年销售，2012 年部分结算
后湖一期	13.3	拟下半年开工，2012 年销售，2012-2013 年结算
南国中心一期	9.5	拟下半年开工，2013 年竣工
永利地块	8	拟下半年开工，2013 年竣工
合计	80.8	

数据来源：公司年报，华泰联合研究所整理

2011 年销售项目具备区位优势，目前招商及蓄客状况良好

公司 2011 年计划实现销售三个项目，分别为南国首义汇，北都城市广场和悦公馆（部分进入预售），其中首义汇和北都项目计划进入结算。我们实地调研了南国首义汇和北都城市广场项目，目前招商和蓄客状况良好。

首义汇项目：

项目基本情况：项目位于武汉市新首义广场，该广场为武汉市为纪念辛亥革命百年而建造的大型休闲度假广场，目前已对外开放。项目为该广场周边唯一地面商业建筑，预期人流量较高（超 10 万人次/天），因此项目无主力店。总建面 4.7 万 m²，分为地上三层和地下一层，可售商业面积 3.3 万 m²。

项目预计 6 月中下旬开盘，目前售价未定，宣传口径为一楼 6-7 万元/ m²，二楼 3 万元/ m²，三楼和负一楼 2 万元/ m²。

项目建造进度：在我们 3 月份调研时项目建造至地下一层，目前项目已建造至地上二层底板，施工进度为 10-20 天一层，计划 6 月份封顶，8 月加外立面，9 月底商户进场装修，12 月开业。今年竣工和结算的确定性较高。

招商及蓄客情况：目前招商签约面积达到总面积 60%，尚未完成招商的区域为餐饮区域和国际品牌区域，餐饮区域公司需要对商户进行考量，国际品牌区域是由于国际品牌的公司内部审批时间较长。租金水平为负一楼 150-200 元/ m²/月，一楼 260-300 元/ m²/月，二三层 80-100 元/ m²/月。我们测算租金回报率为 6%。

项目共可销售铺位为 300 个，小铺建面积为 50 m²，大铺建面 500 m²，一个电影院 4266 m²，分为七个厅出售，目前蓄客 800 组，现场调研时洽谈 10 组，每月增加蓄客 200-300 组，并有 10% 的客户希望自买自营。

预计销售及回款：由于周边名店街售价为 2.9 万元/ m²，公司的价格具有竞争优势。公司虽然并不承诺收益率，但项目的黄金地理位置和良好招商情况使蓄客状况良好。若电影院成功分拆出售，预计可实现 7.5 亿元销售额。

图 2: 首义汇沙盘



资料来源: 华泰联合证券研究所拍摄于 5 月 4 日

图 3: 首义汇盖至 2 层



资料来源: 华泰联合证券研究所拍摄于 5 月 4 日

北都城市广场项目:

项目基本情况: 项目位于汉口区, 总建面 9.9 万 m^2 , 其中商业 7 万 m^2 , LOFT 3 万 m^2 , 商业项目共五层, 地上三层, 地下两层, loft 共十六层。预期售价为, 商业一楼 3-5 万元/ m^2 , 商业二楼 2-4 万元/ m^2 , LOFT 售价 1.2 万元/ m^2 。

项目建造进度: 目前项目商业裙楼以竣工, loft 建造至 6 层, 预计 7 月中旬达到预售条件, 11 月进行分批装修, 年底前竣工。2012 年初正式开业。

招商及蓄客情况: 商业项目目前招商面积为 60%, 主力店负一楼为大润发超市, 一楼为零售业态, 招商比例为 70%, 剩余为大面积铺面尚未谈妥, 二楼招商为 90%, 三楼为金鹰影院和餐饮业态, 已全部完成招商, 负二楼为停车场。预计招商将于 6 月全部完成, 租金水平大致为一楼 150-230 元/平米/月, 二楼为 90-160 元/平米/月, 三楼为 69 元/平米/月, 测算出租回报率为 5.7%-6.3%。

可售商铺数为 300 个, 目前蓄客 1000 组, 自买自营商户占 15%-20%, 跟随南国项目投资的老客户 10%。Loft 共 560 套可售, 目前经过二次回访后的有效客户为 1000 组, 主力户型为 50 m^2 。

预计销售回款:

商业可售面积为 2.5 万 m^2 米, 公司计划销售 85%, 销售项目中今年实现回款 90% (部分企业现金审批程序较慢) 销售均价 2.5 万元/平方米, 预计回款 4.5 亿元。

Loft 项目可售面积 3 万 m^2 , 计划 3 个月清盘, 均价 1.2 万元/ m^2 , 预计回款 3.6 亿元。项目预计总回款 8 亿元。

图 4： 北都城市广场沙盘



资料来源：华泰联合证券研究所拍摄于 5 月 5 日

图 5： 北都城市广场盖至 6 层



资料来源：华泰联合证券研究所拍摄于 5 月 5 日

悦公馆项目：

项目位于洪山广场，并且处于地铁洪山广场站上。总建面 3.6 万 m^2 ，为酒店式公寓产品。项目已于 2010 年开工，预计下半年 1/3 进入销售，2012 年进入结算，预计销售均价 22000 元/平方米，预计可实现预售金额 2.6 亿元。

图 6： 洪广首座/悦公馆项目实景



资料来源：华泰联合证券研究所摄于 2011 年 3 月

图 7： 洪广首座/悦公馆项目效果图



资料来源：搜房网

小结：

根据对项目的调研情况，我们认为两大项目可大概率实现销售回款 15.5 亿元，按 85% 进入结算，则可实现销售收入 13.2 亿元，再加之租赁收入 0.6 亿元，则全年可实现营业收入的上限为 13.8 亿元。公司年初计划 2011 年实现主营业务收入 11.9 亿元—13.2 亿元，两大项目将大概率完成公司计划，实现营业收入 80%-100% 的增长。

长期看，公司产品具备可复制性

公司以商业地产开发为主，土地储备的结构中，商业性质土地占比超过 90%。公司项目分为两种产品，一种为以南湖都会为代表的社区商业中心，另一类为大武汉家装一期为代表的专业市场。由南湖都会复制出西汇城市广场、南湖城市广场和北都城市广场，由大武汉家装复制出大武汉家装二期和江南店。

公司截止 2011 年末未结的土地储备均位于武汉市轨道交通沿线之上，具备复制社区商业项目的地理位置，同时公司多年的经营已与沃尔玛、大润发、屈臣氏、百安居等主力店商铺形成良好的合作关系，在商业项目复制中，主力店招商不会成为制约公司发展的瓶颈。

表 5：公司储备项目地理位置分布

项目	权益	建筑面积 (万 m ²)	销售及结算安排	项目位置
洪广首座/悦公馆	100%	3.6	在建，2011 年部分预售，2012 年结算	地铁 2 号、4 号换乘站
大武汉家装二期	100%	30.5	在建，2012 年销售，2012 年结算	轻轨一号线宗观站
后湖一期	100%	13.3	拟下半年开工，2012 年销售，2012-2013 年结算	地铁 3 号和规划 12 号线换乘站
南国中心 1 期	100%	11.2	拟下半年开工，2013 年竣工	地铁 2 号线和轻轨 1 号线换乘站
南国中心 2 期	80%	20	未开工	地铁 2 号线和轻轨 1 号线换乘站
永利地块	100%	8	拟下半年开工，2013 年竣工	轻轨 1 号线古田三路站边
古田轻机地块	100%	20	未开工	轻轨 1 号线古田四路站边
合计		106.6		

数据来源：公司公告，华泰联合研究所整理

而大武汉家装一期作为公司专业卖场产品的先河，目前已成为武汉最为知名的家装市场之一，06 年开业时租金为 70 元/m²/月，目前平均年租金已达 100 元/m²/月。目前在复制中商户粘度很高，愿意跟随公司的扩张而扩张。同时，公司在专业卖场经营中也尝试纵横扩张，以大武汉家居馆和灯饰管向更完备的家装卖场发展，同时以大武汉家装二期和江南店作为外延扩张。

土地储备稳定增加

公司目前未结土地建面为 138 万 m²，虽体量偏小但公司土地储备近年来稳定增加，2010 年获取土地建面 48 万 m²，2011 年较确定的新增项目为武汉江南店项目和襄樊项目，预计依然复制目前的成功产品模式。在进入城市的选择上，公司选择湖北省人均收入较高的襄樊和宜昌城市。

盈利预测

我们目前暂时维持对公司 2011、2012 年全面摊薄后 EPS 为 0.36 元、0.47 元的预测。对应 PE 为 19X、15X。维持增持评级。但由于公司项目蓄客情况良好，年内竣工的概率较大，因此我们认为业绩仍有超预期的可能。

风险提示

1、项目销售大幅下滑。2、竣工计划慢于预期。

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3677	4274	4894	6015	营业收入	662	1233	1511	2069
现金	1022	1247	1090	1194	营业成本	258	534	697	938
应收账款	47	111	151	207	营业税金及附加	102	122	122	199
其他应收款	466	466	466	466	营业费用	15	27	27	46
预付账款	340	107	139	188	管理费用	29	62	62	103
存货	1802	2343	3046	3960	财务费用	-6	15	11	-5
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	6	6	0	0
非流动资产	10	9	7	6	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	6	5	4	2	营业利润	259	467	592	787
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	2	2	0	0
其他非流动资产	4	4	4	4	营业外支出	1	1	0	0
资产总计	3687	4283	4901	6021	利润总额	260	468	592	787
流动负债	1164	1321	1525	1894	所得税	67	121	143	191
短期借款	634	600	600	600	净利润	192	347	449	597
应付账款	237	374	488	657	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	293	347	437	637	归属母公司净利润	192	347	449	597
非流动负债	1039	1188	1188	1388	EBITDA	254	483	604	784
长期借款	1038	1188	1188	1388	EPS (元)	0.20	0.36	0.47	0.62
其他非流动负债	1	0	0	0					
负债合计	2203	2509	2714	3282					
少数股东权益	2	2	2	2					
股本	480	960	960	960					
资本公积	513	33	33	33					
留存收益	490	779	1193	1745					
归属母公司股东权益	1482	1771	2185	2737					
负债和股东权益	3687	4283	4901	6021					

现金流量表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-519	128	-111	-106	成长能力				
净利润	192	347	449	597	营业收入	12.7%	86.3%	22.6%	36.9%
折旧摊销	1	1	1	1	营业利润	38.0%	80.6%	26.8%	33.0%
财务费用	-6	15	11	-5	归属于母公司净利润	15.8%	80.2%	29.4%	33.0%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-717	-234	-572	-699	毛利率(%)	61.1%	56.7%	53.9%	54.7%
其他经营现金流	10	-1	0	0	净利率(%)	29.1%	28.1%	29.7%	28.8%
投资活动现金流	-77	0	0	0	ROE(%)	13.0%	19.6%	20.5%	21.8%
资本支出	1	0	0	0	ROIC(%)	8.7%	15.0%	15.5%	16.3%
长期投资	-76	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-152	0	0	0	资产负债率(%)	59.8%	58.6%	55.4%	54.5%
筹资活动现金流	907	97	-45	209	净负债比率(%)	75.89%	73.26%	67.75%	63.63%
短期借款	296	-34	0	0	流动比率	3.16	3.24	3.21	3.18
长期借款	840	150	0	200	速动比率	1.61	1.46	1.21	1.09
普通股增加	0	480	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	-480	0	0	总资产周转率	0.22	0.31	0.33	0.38
其他筹资现金流	-229	-20	-45	9	应收账款周转率	18	16	12	12
现金净增加额	311	225	-156	104	应付账款周转率	1.71	1.75	1.62	1.64
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.20	0.36	0.47	0.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	0.13	-0.12	-0.11
					每股净资产(最新摊薄)	1.54	1.85	2.28	2.85
					估值比率				
					P/E	41.36	22.95	17.74	13.34
					P/B	5.37	4.49	3.64	2.91
					EV/EBITDA	34	18	14	11



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn