

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

商业地产项目销售和招租进展良好

——南国置业(002305)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(首次)

发布日期: 2012年7月3日

报告关键要素:

南国置业是专注于武汉商业地产开发销售与运营的中小开发商,其在武汉品牌建材专业领域具有重要影响力,公司将在城市广场运营方面投入更多的资源。公司目前在建材及城市广场商业地产项目的施工、销售及招租方面进展良好。首次给予公司“增持”投资评级。

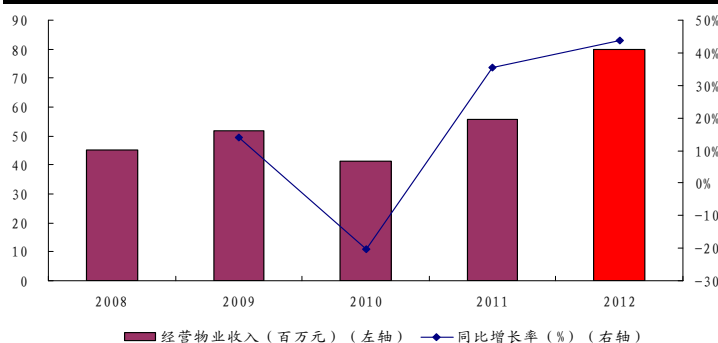
事件:

最近对公司进行了实地调研,对公司的各项目施工、销售、招商、经营等情况做了一次实地了解,并对公司的资金压力问题等重要经营问题进行了访谈交流。

点评:

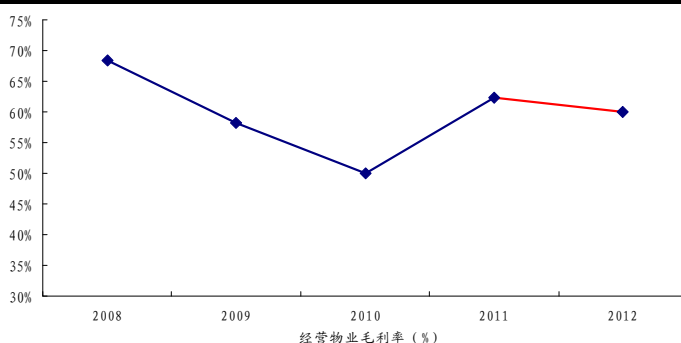
1、经营物业面积和营业收入将出现较大幅度增长。公司的营运物业从业态上分为城市生活广场和专业卖场两大类,从物业所有权上分为自有物业营运与商业物业销售后统一经营管理两类。目前,公司的商业物业总经营面积为26.08万平方米,其中,约11万平方米属于公司自有经营物业,15万平方米属于物业售后统一经营招商(所有权归业主)。公司计划今后在资金允许情况下增加优质自有物业的比例,例如大武汉家装的生活馆将计划自有超过50%。2010年和2011年公司经营物业经营收入分别为41.13百万元和55.61百万元,由于未来两年公司将有大量物业建成投入营运,预计2012年经营物业收入有望达到8千万元,2013年有望超过1.5亿元。

图 1: 公司经营物业营业收入及增速



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

图 2: 公司经营物业毛利率



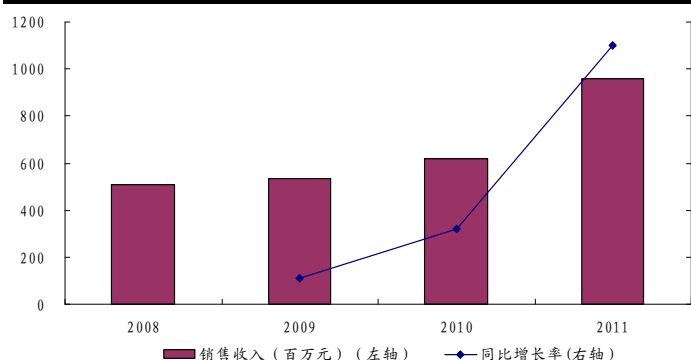
资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

2、大武汉家装的“品牌建材大本营”地位不断得到扩展。大武汉家装始终坚持“品牌建材大本营”的项目定位,市场年销售额稳居武汉零售建材市场之首。大武汉家装相继引进诺贝尔、箭牌、马可波罗、欧神诺、浪鲸、嘉俊、格仕陶、蒙娜丽莎、简一、冠珠陶瓷、罗马利奥等数个品牌旗舰店,旗舰店总体经营面积达到30697平方米,占市场总营业面积的32.7%。其灯饰馆、家居馆和生活馆今年有望部分入市。另外,公司的荆州地块1期将约有7万平方米商铺复制大武汉家装模式,目前该项目前期招商进展良好。

3、**城市广场项目多处于满租状态。**公司城市营运项目包括公司自有物业和售后统一经营两类，目前，城市营运项目主要包括西汇城市广场一期（5.04万平方米）、南湖都会（3.1万平方米）、南湖城市广场（3.47万平方米）和首义汇（4.62万平方米）。这些商业项目大多有国内知名的主力店，例如西汇城市广场一期聚集了沃尔玛、百安居、工贸家电、屈臣氏、肯德基、棒约翰等国内外知名品牌，商业项目基本都处于满租状态，而且租金仍有提升空间。

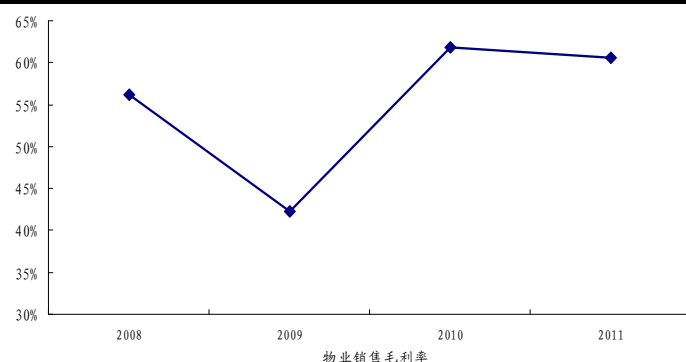
4、**公司在售项目去化较快。**公司目前在售项目主要包括大武汉家装灯饰馆、家居馆和生活馆的LOFT项目以及南湖花郡。其中，灯饰馆的2个LOFT约4万平方米于今年4月份开盘，目前已经售罄，销售收入约为4.3亿元，灯饰馆裙楼约3万平方米商铺也售罄，销售收入约为4.2亿元；南湖花郡（纯住宅项目，总面积7万平方米）已经实现销售收入3.5亿元。截止调研时期，公司已经实现了销售收入约为12亿元，其中，确认销售收入达到9亿元。另外，公司下半年计划推出的项目包括家居馆（包括5.2万方商铺和1.8万方LOFT），其商铺预计单价为1.5万元，LOFT预计单价为1.1万元。

图 3：公司经营物业营业收入及增速



资料来源：中原证券研究所，公司公告

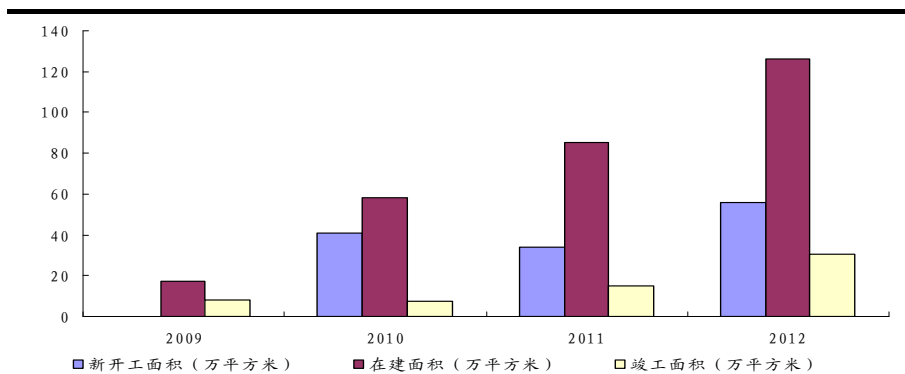
图 4：公司经营物业毛利率



资料来源：中原证券研究所，公司公告

5、**公司可售资源比较丰富。**公司目前总土地储备资源约130万平方米，其中未开发的规划建筑面积约为112万平方米，在建面积约为88万平方米，已建成未售面积约为10万平方米。公司有望在今年新取得50万平方米左右的土地储备。近两年公司明显加快了开发销售力度，2011-2012年在建项目面积分别达到85万平方米和126万平方米，公司可售资源比较丰富。

图 5：公司 2009-2012 年新开工、在建与竣工面积



资料来源：中原证券研究所，公司公告

6、盈利预测与投资评级。预测公司2012-2013年的每股收益分别为0.39元和0.44元，7月2日对应的市盈率分别为15.92倍和13.97倍，由于公司的成长性偏低，估值并不便宜，首次给予公司“增持”投资评级。

7、风险提示。公司高管前期进行了较大规模的减持套现，后期仍有大量的限售股将解禁，公司股价面临着较大的因公司高管减持套现而下跌的风险；公司商业地产项目需要大量的资金，公司短期偿债压力较大；下半年公司销售有可能再次减少的风险。

资产负债表	(百万)		
	2011A	2012E	2013E
流动资产	4829.64	7207.27	9102.16
现金	733.94	2612.00	3465.04
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00
应收款项	527.25	578.81	874.54
存货	2509.86	2993.29	3749.57
其他	1058.59	1023.17	1013.01
非流动资产	18.62	31.53	50.34
长期股权投资	9.35	0.00	0.00
固定资产	5.19	24.43	42.77
无形资产	0.00	0.00	0.00
其他	4.09	7.10	7.57
资产总计	4848.26	7238.80	9152.50
流动负债	2113.50	3667.34	4194.24
短期借款	654.90	704.90	754.90
应付帐款	235.37	294.38	409.00
预收帐款	27.34	286.30	538.16
其他	1195.89	2381.76	2492.17
长期负债	1000.69	1464.72	2426.78
长期借款	999.69	1461.02	2422.35
其他	1.00	3.70	4.42
负债合计	3114.19	5132.06	6621.02
股本	960.00	960.00	960.00
资本公积金	46.17	46.17	46.17
未分配利润	669.92	1042.58	1467.33
少数股东权益	1.94	1.94	1.94
母公司所有者权益	1732.13	2104.80	2529.55
负债及权益合计	4848.26	7238.80	9152.50

现金流量表	(百万)		
	2011A	2012E	2013E
经营活动现金流	-833.65	197.76	-145.81
净利润	293.96	372.67	424.75
资产减值准备	1.70	0.00	0.00
折旧摊销	1.21	0.87	1.76
财务费用	-7.70	32.92	30.66
投资收益	0.74	0.00	0.00
营运资金变动	0.00	-208.70	-602.98
投资活动现金流	-45.00	-10.65	-20.00
资本支出	0.00	-20.00	-20.00
其他投资	-45.00	9.35	0.00
筹资活动现金流	562.53	1651.30	980.67
借款变动	0.00	1634.22	961.33
其他	562.53	17.08	19.34
现金净增加额	-316.12	1838.40	814.86

利润表	(百万)		
	2011A	2012E	2013E
营业收入	1017.94	1291.15	1510.50
营业成本	400.25	517.96	590.60
营业税费	136.17	148.30	203.11
销售费用	30.79	31.70	38.83
管理费用	44.90	56.70	66.43
财务费用	-7.70	32.92	30.66
资产减值损失	1.70	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.74	0.00	0.00
营业利润	412.57	503.56	580.86
营业外收入	3.70	3.00	3.00
营业外支出	0.52	0.50	0.50
利润总额	415.75	506.06	583.36
所得税	121.79	133.40	158.62
净利润	293.96	372.67	424.75
少数股东权益	-0.01	0.00	0.00
归属母公司净利润	293.97	372.67	424.75
EPS (元)	0.31	0.39	0.44

主要财务比率	2011A	2012E	2013E
每股指标			
每股收益	0.31	0.39	0.44
每股经营现金	-0.33	1.92	0.85
每股净资产	1.80	2.19	2.63
增长率			
营业收入增长率	53.85%	26.84%	16.99%
营业利润增长率	59.50%	22.05%	15.35%
净利润增长率	52.78%	26.77%	13.98%
获利能力			
毛利率	60.68%	59.88%	60.90%
净利率	28.88%	28.86%	28.12%
ROE	16.97%	17.71%	16.79%
ROIC	6.94%	9.76%	8.65%
偿债能力			
资产负债率	43.02%	56.07%	
流动比率	2.29	1.97	2.17
速动比率	1.10	1.15	1.28
营运能力			
资产周转率	0.24	0.21	0.18
存货周转率	0.19	0.19	0.18
应收帐款周转率	11.80	10.60	10.90
估值比率			
PE	19.94	15.92	13.97
PB	3.43	2.82	2.35

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。