

南国置业 (002305)

房地产开发/房地产

发布时间: 2012-10-22

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次覆盖

南国置业调研报告

-----募投项目将进入集中释放期

报告摘要:

许晓明先生公司是南国置业的创始人、第一大股东和实际控制人,持有高达 71.22% 的股权,但公司绝不算是家族企业。公司管理层中没有一个大股东的亲戚,公司管理人员全部是外来人才。多元化的管理体制将会为公司的长期可持续发展打下良好的制度基础。

南国置业定位于商业地产为引导的区域性、综合性物业开发企业。公司的商业地产开发性质与万达地产以及中粮地产“大悦城”的商业开发模式都有所不同,主营开发家装建材卖场以及区域商业中心城市广场系列。

南国置业拥有独特的竞争优势,包括丰富的客户资源及有效的整合能力;高素质的管理团队、较高的研发能力和独特的经营模式以及较高的土地储备质量和位置的稀缺性。

南国置业的盈利水平持续领先于行业平均水平。公司在费用控制方面较好,期间费用率大幅低于行业平均水平。募投项目将会陆续进入收获期,经营现金流量开始转好。

盈利预测和投资评级:我们预计公司 2012 年到 2014 年的每股收益分别为 0.49 元 0.66 元和 0.73 元,公司市盈率分别达到 9.4 倍、7 倍和 6.3 倍;净资产重估值为 5.4 元,大幅高于账面值 1.74 元。我们首次给予南国置业谨慎推荐的投资评级。

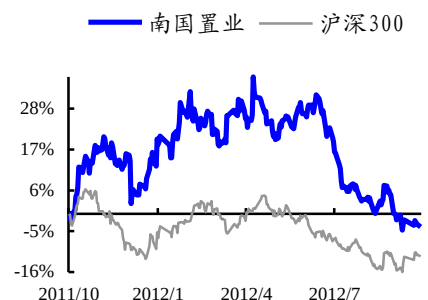
投资风险:宏观调控风险即房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡,都会使我们的业绩预测不达预期。业务集中风险即公司业务主要集中在武汉地区,业务过于集中到一个区域,会受到区域房地产市场波动的影响较大。

股票数据

2012-10-15

收盘价(元)	4.55
12 个月股价区间(元)	4.45 ~ 6.65
总市值(百万元)	4,368
总股本(百万股)	960
A 股(百万股)	960
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	-22%	-6%
相对收益	-7%	-15%	7%

相关报告

证券分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011
(021)20361169 gaoj@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	662	1018	2061	2380	2588
(+/-)%	12.66%	53.85%	102.47%	15.48%	8.74%
归属母公司净利润	192	294	468	632	703
(+/-)%	15.78%	52.78%	59.16%	35.02%	11.23%
每股收益(元)	0.40	0.31	0.49	0.66	0.73
市盈率	22.85	14.96	9.40	6.96	6.26
市净率	2.97	2.54	2.00	1.55	1.24
净资产收益率(%)	12.98%	16.97%	21.27%	22.31%	19.88%
股息收益率(%)	1.03%	1.55%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	480	960	960	960	960

目 录

1. 公司概况	3
1.1. 历史沿革	3
1.2. 大股东绝对控制，但绝不是家族企业	3
1.3. 股权激励进一步理顺了管理层的利益关系	3
2. 区域性商业地产开发商	4
2.1. 专注于商业地产的开发	4
2.1.1. 家装建材卖场是公司最有特色和经营优势的产品系列	4
2.1.2. 城市广场系列是公司最成熟的产品，也是最有拓展空间的产品系列	5
2.1.3. 住宅开发仅作为配套业务，不作为核心业务	7
2.2. 以武汉作为核心区域，向湖北省其他城市圈拓展	8
3. 公司拥有独特的竞争优势	9
3.1. 丰富的客户资源及有效的整合能力	9
3.2. 高素质的管理团队、较高的研发能力和独特的经营模式	9
3.3. 土地储备质量较高，位置具有稀缺性	9
4. 公司经营和财务分析	10
4.1. 南国置业的盈利水平持续领先于行业平均水平	10
4.2. 公司在费用控制方面较好，期间费用率大幅低于行业平均水平	11
4.3. 募投项目将会陆续进入收获期，经营现金流量开始转正	11
4.4. 短期内公司基本无财务风险，财务状况安全可控	12
5. 公司项目概况	12
5.1. 公司未结算土地资源 175 万方，其中 80%左右在武汉	12
5.2. 公司土地平均楼面地价 3700 元/平方米，能够保持较高的毛利率水平	13
5.3. 南国置业重点项目介绍	13
5.3.1. 南国·悦公馆项目	13
5.3.2. 南国·雄楚广场项目	14
5.3.3. 汉口城市广场项目	15
5.3.4. 荆州南国城市广场项目	16
6. 估值和盈利预测	17
6.1. 盈利预测	17
6.2. 公司估值分析	17
7. 投资风险和投资评级	17
7.1. 投资评级	17
7.2. 投资风险	18

1. 公司概况

1.1. 历史沿革

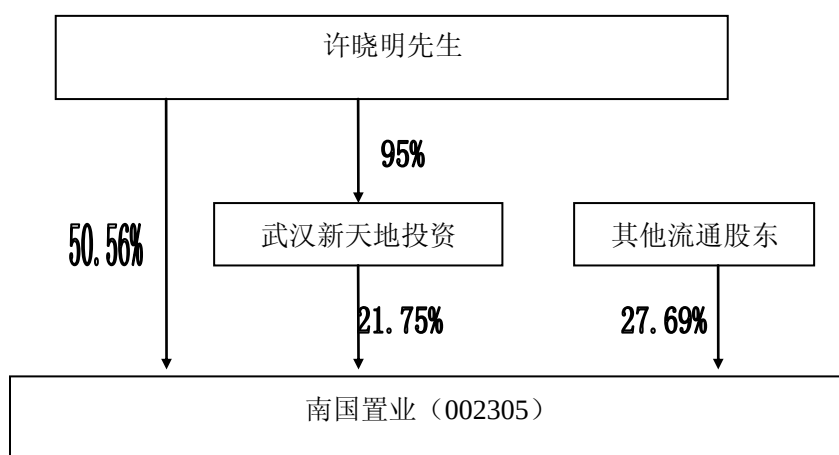
公司前身为武汉南湖花园置业有限公司，创立于1998年，2003年更名为武汉南国置业有限公司，2007年南国有限采取整体变更方式设立武汉南国置业股份有限公司。2009年10月27日，公司经中国证券监督管理委员会核准，公开发行48,000,000股新股，发行后公司总股本为480,000,000股。2011年4月22日，公司以2010年12月31日总股本480,000,000股为基数，向全体股东实施了每10股转增10股，股本增至960,000,000股。

1.2. 大股东绝对控制，但绝不是家族企业

许晓明先生公司是公司的创始人和第一大股东，并且是公司的实际控制人。许晓明先生是中国人民银行总行研究生部经济学硕士，美国西北大学KELLOGG商学院/香港科技大学EMBA，中国九三学社社员，高级经济师，现任武汉市人大代表，湖北省政府参事，武汉市工商联副会长，中国光彩事业武汉促进会副会长。上市之前，许晓明直接及间接控制公司79.02%的股份，经上市摊薄后仍持有71.22%的股份。大股东持有的股份将于2012年11月6日限售结束上市流通。

虽然大股东持有高达71.22%的股权，但南国置业绝不能算是家族企业。目前，公司的管理层中没有一个是股东的亲戚，除大股东外其余管理人员全部是外来人才。多元化的管理体制将会为公司的长期可持续发展打下良好的制度基础。

公司股权结构图



数据来源：东北证券整理

1.3. 股权激励进一步理顺了管理层的利益关系

2011年7月15日，公司2011年度第一次临时股东大会审议通过了公司首期股权激励的相关议案，公司的首期股权激励获得批准。2012年7月13日，公司发布《武汉南国置业股份有限公司关于调整公司首期股权激励计划首次授予数量、激励对象名单和行权价格的公告》，确定首期股票期权激励计划首期授予数量调整为2000万股，激励对象人数调整为25人，行权价格调整为6.04元/股。

表 1: 公司股权激励对象

姓名	职务/职级	获授股票期权数量	获授股票期权占 公司股本总额比例
王昌文	董事、总经理	197.06	0.21%
高秋洪	董事、联席总经理	197.06	0.21%
袁林	财务总监	89.28	0.09%
谭永忠	董事、董事会秘书	65	0.07%
核心管理人员及核心技术（专业）骨干 21 人		1451.84	1.51%
合 计		2000.24	2.08%

数据来源：东北证券整理

表 2: 公司股权激励行权条件

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
行权期（自授权日起 X 个月）	12-24	24-36	36-48	48-60
行权比例	20.00%	20.00%	30.00%	30.00%
加权平均净资产收益率	15.00%	15.50%	16.00%	16.50%
归属于上市公司股东的净利润较 2010 年增长	25.00%	60.00%	100.00%	150.00%

数据来源：东北证券整理

2. 区域性商业地产开发商

2.1. 专注于商业地产的开发

南国置业是一家以商业地产为引导的区域性、综合性物业开发企业，经过十余年的探索和积累，公司形成了成熟的研发、物业开发和资源整合的经营模式，以“挖掘地块最大价值与追求商业运营最优效率”作为公司的经营理念，形成了“以价值发现为先导，以开发能力为支撑，以商业运营管理为后盾”的物业开发与运营相统一的机制。公司通过不断强化对商业物业开发与运营各环节之间有机联系的认识和把握能力，如选址、概念定位、动线规划与设计、品类品种互动、商户品牌组合等，并专设商业运营管理公司统一运营所开发的商业物业，实现对业主、商户等资源的整合，实现各种资源的重复利用，提高商业运营模式的复制性。

虽然公司在成立之初即将自身发展定位于商业地产，但商业地产包括范围很广，包括商业百货、写字楼、商铺、大型综合体、酒店等等。经过多年的摸索和积累，公司逐步找准了自己的定位。公司的商业地产开发性质与万达地产以及中粮地产“大悦城”的商业开发模式都有所不同，公司目前商业地产主要包括二大产品线，包括家装建材卖场以及城市广场系列的城市商业中心和区域型购物中心。

2.1.1. 家装建材卖场是公司最有特色和经营优势的产品系列

建装建材卖场系列是公司最有特色和经营优势的产品系列，该系列的主要定位是大型的建材家居城，目前公司标志性的项目是位于汉口的“南国·大武汉家装”，武昌也将建造一个类似的商业建筑。公司开发与经营“南国·大武汉家装”项目多年，已在建造、运营建材家居系列产品方面积累了丰富的经验和商户资源。由于家装建材卖场的营业辐射范围较大，一般一个中型城市建一到二个就基本达到饱和，因此该类型商业在一个城市的市场容量有限。公司将会有选择地在湖北省内的二、三线城市进行扩张复制。目前，公司正在荆州市建造的“南国大家装”项目，首期销售顺利，标志着公司的建材家居系列产品已经进入异地拓展和复制的起步发展阶段。

图 1: 汉口南国大武汉家装 1 期



数据来源：东北证券整理

图 2: 汉口南国大武汉家装 1 期整体图



数据来源：东北证券整理

2.1.2. 城市广场系列是公司最成熟的产品，也是最有拓展空间的产品系列

公司的城市广场系列是运营最成熟的产品系列。与万达地产的商业开发已经中粮地产的“大悦城”SHOPMALL 模式不同，公司避开了与一线商业地产公司的直接竞争，而是将其产品定位于商业规模稍小的城市商业中心和区域型购物中心。这种“见缝插针”、“小而精”的开发模式，将公司善于研发、精于定位以及丰富的客户资源及有效的整合能力优势发挥的淋漓尽致。公司打造的城市广场在后期运营方面均取得了较好的成绩，出租率多能保持在 100%。

图 3: 城市广场系列---南国首义汇项目



数据来源：东北证券整理

图 4: 城市广场系列---南国西汇城市广场



数据来源：东北证券整理

图 5: 城市广场系列---南国北都城市广场



数据来源：东北证券整理

2.1.3. 住宅开发仅作为配套业务，不作为核心业务

公司曾经开发过一些住宅及公寓项目，已全部销售结束，如南国中央花园项目，总建筑面积 30 万平方米；南国风华天城项目，总建筑面积 38 万平方米；还有 2012 年将要结算的南国花郡项目，总建筑面积 9.2 万平方米。根据公司的战略定位，住宅开发仅作为配套业务，不作为核心业务。公司在荆州新获得的一块商住用地中，就放弃了能在相邻地块获取更多住宅地块的机会。这也从另一个方面显示出公司战略取舍的能力，也体现出公司定位的能力，知道什么是该做的，什么是不该做的。

图 6：住宅及公寓项目--南国北都城市广场



数据来源：东北证券整理

图 7：住宅及公寓项目--南国花郡

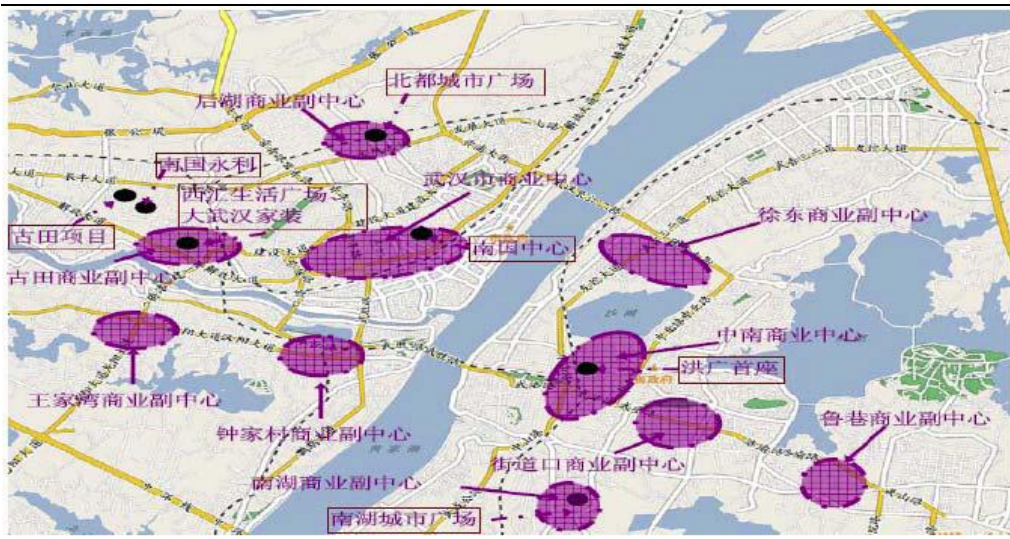


数据来源：东北证券整理

2.2. 以武汉作为核心区域，向湖北省其他城市圈拓展

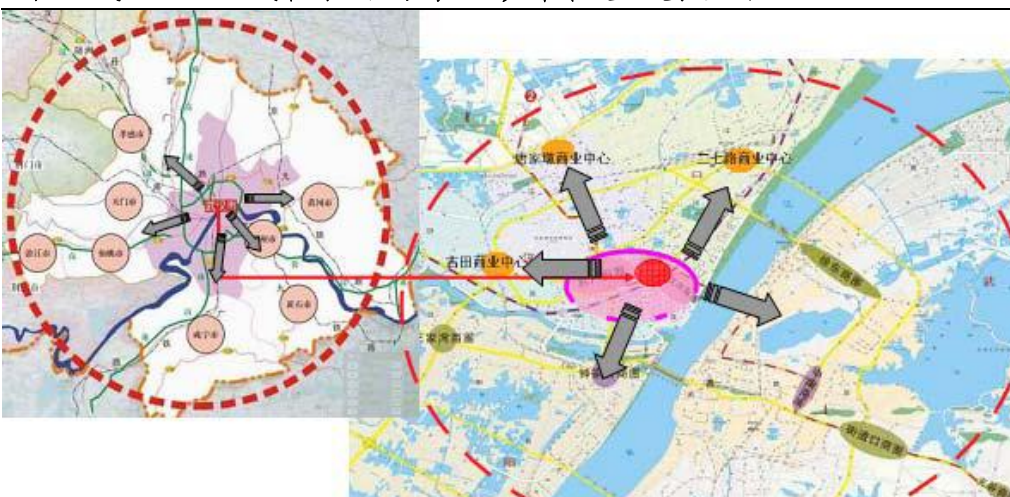
以武汉为中心，覆盖黄石、黄冈、鄂州、孝感、咸宁、仙桃、天门和潜江等城市的武汉城市圈简称“1+8”城市圈。武汉“1+8”城市圈获批国家“两型社会”试验区，这里是湖北人口、产业、城市最为密集的地区，也是我国中部最具发展潜力和活力的地区，“1+8”城市圈融合将为武汉商业开拓更广阔的市场。武汉将充分利用交通系统、产业布局、区域资源条件、历史文化和功能规划的独特性，提升整体商业水平，以选购品为经营主体，凸显在商品档次、品质、种类上的优势，并呈现出购物、展示、休闲、餐饮、娱乐、观光、文化等组合功能，实现商业进一步升级。2012年之前，公司已经开发建成的商业和住宅物业超过100万平方米，且都集中在武汉市。2011年12月，公司首次在武汉以外的地区即荆州地区获取商住开发地块，迈出了走出武汉的第一步。目前，公司项目一期进展顺利，一期商业部分已基本去化完毕。

图 8: 南国置业主要项目在武汉个商业区域分布图



数据来源：东北证券整理

图 9: 武汉“1+8”城市圈融合为商业地产带来更大发展空间



数据来源：东北证券整理

3. 公司拥有独特的竞争优势

3.1. 丰富的客户资源及有效的整合能力

经过多年的商业地产开发，公司积累了丰富的客户资源，同包括沃尔玛、百安居、苏宁电器、大润发超市、中商平价、屈臣氏、麦当劳、肯德基、金逸影院等在内的近50多家国际、国内知名企业以及阿迪达斯、耐克、TOTO、科勒等500多家知名品牌建立了稳定的合作关系，赢得了大量有价值的业主的信任。公司能够通过整合不断积累的商户资源实现商业地产项目有效的品类品种互动和商户品牌组合，形成聚集效应，营造和提升市场的商业氛围，提高市场交易额；通过整合城市居民的不同需求，以商业物业为引导，有效发挥商业物业与其他类型物业的协同效应，相互提升各种类型物业的价值；通过有效整合实现业主、商户等各方共赢，培养客户的忠诚度，实现各种资源的重复利用，提高商业运营模式的复制性。

3.2. 高素质的管理团队、较高的研发能力和独特的经营模式

公司管理团队全部持有公司股份，具备多年从事房地产开发和运营的经验，其所拥有的资源及对房地产行业的理解对于公司土地储备、项目开发及商业运营能力均有较大的提升。经过多年的商业物业开发和运营，公司在商业品类、品牌规划、市场营销推广、现场管理服务和基础物业管理等方面取得了长足的进步，形成了一支掌握丰富品牌的商户资源并能有效整合的高素质商业运营团队。目前，公司员工总数约370人左右，而其中超过三分之二的人员为商业管理人才，显示出公司在商业地产运营方面的侧重和强大的实力。

公司专设了研发中心，从城市发展的角度，研究现代城市功能布局随城市变迁及人口数量结构变化演进的规律，把握各类型物业及居民消费行为随消费力增长而升级的趋势，特别是城市公共空间需求发展的趋势，发现最具商业开发价值的区域和地块；研究商业物业开发与运营各环节之间的有机联系，掌握了运用和有效整合商业物业开发三大关键要素——选址及项目定位、空间组织及动线规划、商户及品种品类组合的能力；研究商业物业与其它类型物业相互协同发展和价值提升的关系，实现土地的“集约利用”，持续提升地块价值。

公司与众不同的商业开发模式：一般的商业物业是先建设再招商，而南国置业则是先招商，确定项目空间布局，在物业建成和销售前，已经基本确定商户及租金水平，然后再根据租金水平和市场合理的回报率水平确定销售价格。也就是说，公司的商业开发是定制物业，不存在建成后空置率很高从而影响销售的问题。同时，对于商业物业，公司坚持统一运营和管理的原则，即物业销售后的运营仍然集中在公司手里，经营管理和使用委托公司负责，确保在出售后仍能够根据项目定位选择和持续优化商户组合、保证商业物业的成功运营。因此，公司有相当一部分购房者多以投资的心态来购房，且积累了一批稳定的客户，而且跟随公司的项目走。据了解，公司有一部分员工也在多次购买公司开发的商业地产。

3.3. 土地储备质量较高，位置具有稀缺性

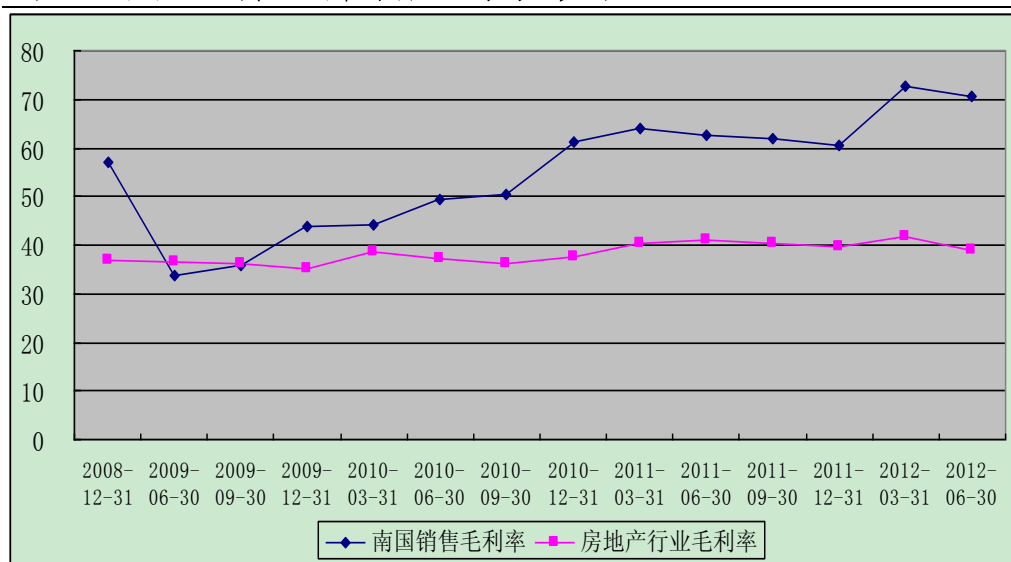
公司目前储备项目建筑面积约175万平方米，均处于城市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上，多数位于地铁换乘枢纽和地铁上盖位置，具有极大的升值空间和稀缺性，也为公司的物业销售提供了很高的竞争力。

4. 公司经营和财务分析

4.1. 南国置业的盈利水平持续领先于行业平均水平

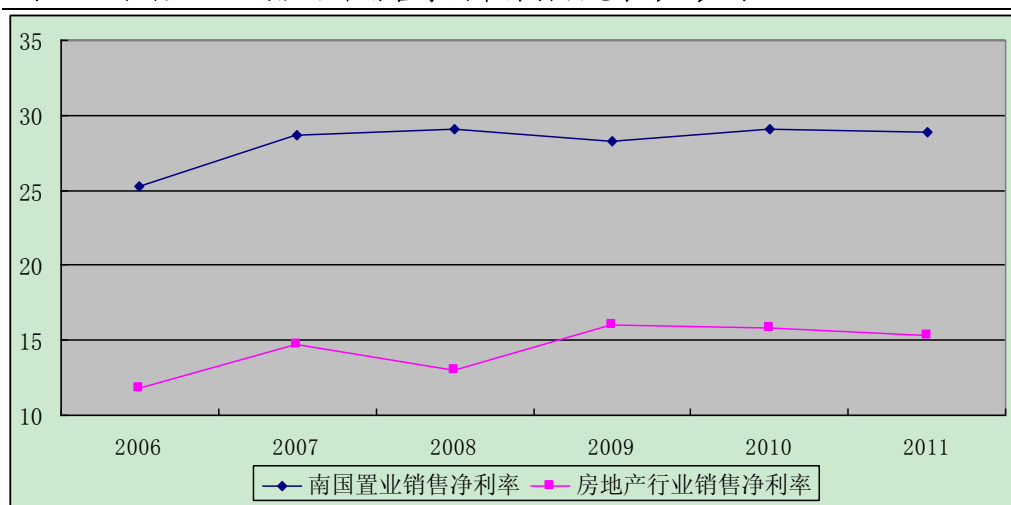
自 2009 年公司上市以来，南国置业的盈利能力就始终领先于行业平均水平。公司的销售毛利率由 2009 年的 43% 上升到 2011 年的 61%，销售净利率由 2009 年的 28.3% 上升到 2011 年的 28.88%。公司能够保持较高的盈利水平，一方面是 2009 年来房价快速上涨拉高了毛利率，另一方面是近几年结转的项目成本较低所致。我们注意到，2009 年公司毛利率的提升幅度大幅高于销售净利率的提升幅度，这主要是土地增值税的原因造成。由于国内的土地增值税是累计增收，毛利率越高则征收的土地增值税也越高，因此，当毛利率达到一定的水平后，销售净利率提升的边际效应是下降的。目前，公司也开始关注到这个问题，预计公司会有意地调整一下销售价格，一方面会让利于消费者和客户，另一方面也会加快项目的周转，降低财务费用，因此，未来 2 年公司的销售毛利率和净利率可能会有所下降。

图 10: 南国置业销售毛利率持续领先于房地产行业



数据来源：东北证券整理

图 11: 南国置业盈利能力即销售净利率持续领先于房地产行业

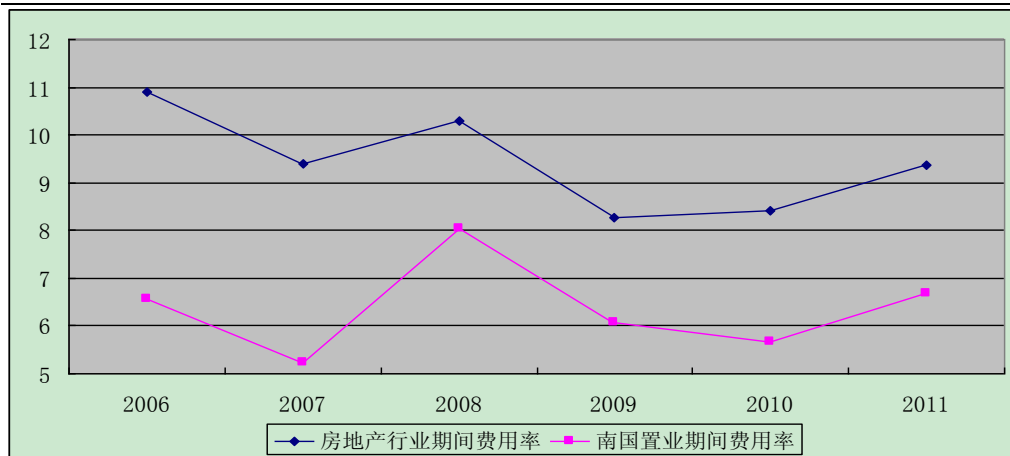


数据来源：东北证券整理

4.2. 公司在费用控制方面较好，期间费用率大幅低于行业平均水平

2006 年来，公司的近 5 年来的平均期间费用率低于行业平均水平 3 个百分点，南国置业能够持续获得高于行业平均水平的盈利能力和公司在费用控制方面的努力也是分不开的。由于公司是定制销售和开发的模式，这种开发策略使得公司项目在建成之时就已基本定下来了商业定位和租户来源，也使得公司在营销方面的支出大为减少。同时，公司较为精准的战略定位，使得公司没有去过大、过快地铺摊子，也使得公司能够控制管理成本和费用。从公司简朴而不张扬的办公场地来看，也显示出公司是一家以发展和事业为主的公司。

图 12: 南国置业期间费用率低于行业平均水平

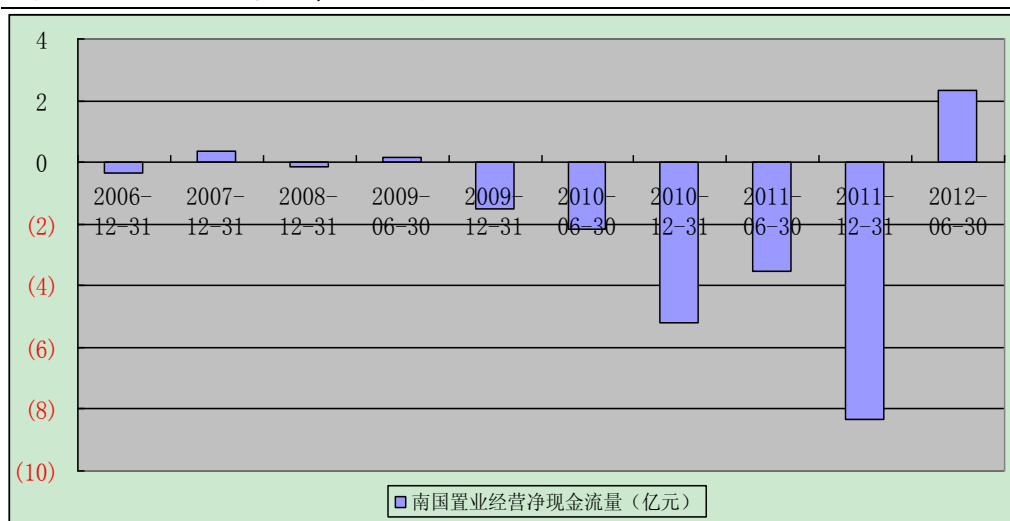


数据来源：东北证券整理

4.3. 募投项目将会陆续进入收获期，经营现金流量开始转正

2009 年公司上市以来，南国置业的经营性现金净流量就表现为持续净流出，这主要是由于公司的募投项目一直处于投入期。而从今年起，公司的募投项目就将陆续进入收获期，同时 2012 年上半年，公司的经营性现金流也首次表现为净流入，公司的财务状况将会大为改观。

图 13: 南国置业经营性净现金流量



数据来源：东北证券整理

4.4. 短期内公司基本无财务风险，财务状况安全可控

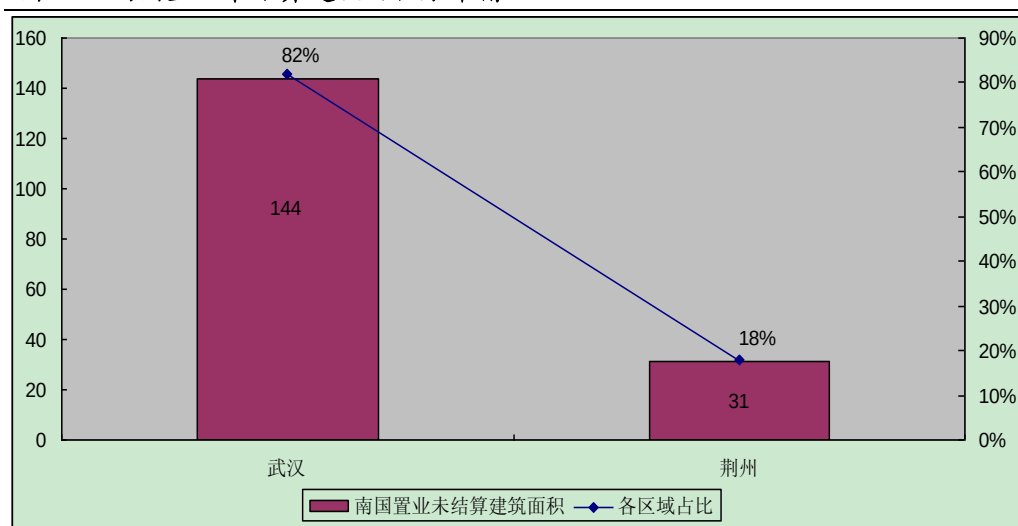
截止 2012 年 6 月底，公司账面货币资金余额为 10.35 亿元，短期借款和一年内到期的非流动负债为 18.1 亿元，但是公司在 3 季度已经实现签约销售额 23 亿元，将会有 12 亿元左右的现金入账，因此，到三季度末，预计公司的货币资金已经完全可以覆盖短期债务。另外，未来 2 年将继续有不少项目进入预售期，因此，公司财务状况安全可控。由于公司的资产质地较好，目前，公司可以按照银行贷款上浮 30%即 7%-8%左右的利率取得银行借款，资金成本低于中小型住宅地产开发商。

5. 公司项目概况

5.1. 公司未结算土地资源 175 万方，其中 80%左右在武汉

公司属于由区域发展向跨区域发展转型的中小型商业地产公司，目前在手未结账项目共计 14 个，拥有未结算建筑面积 175 万平米（权益建筑面积 168 万平米），其中武汉市储备 144 万平米（权益储备 138 万平米），占比 82%；湖北荆州地区储备 31 万平米（权益储备 31.4 万平米），占比 18%。以近 3 年平均 35 万方左右的新开工速度来看，公司现有土地储备可以支撑未来 5-6 年的发展，公司在土地储备方面掌握主动权，有足够的时间来等待获取最优地块的时机。

图 14：南国置业未结算建筑面积分布情况



数据来源：东北证券整理

表 3: 南国置业未结算项目明细

项目名称	位置	用途	规划面积	权益建面	权益比例
悦公馆	武昌区	商业	3.39	3.39	100%
武汉家装二期家居馆	硚口区	商业	8.7	8.7	100%
武汉家装二期旗舰店	硚口区	商业	9	9	100%
西汇城市广场二期	硚口区	商业	15	15	100%
大武汉家装江南店	洪山区	商住	30	30	100%
南国中心一期	江汉区	商住	11	11	100%
南国中心二期	江汉区	商住	30	30	100%
南湖花郡	武昌区	住宅	9.2	9.2	100%
汉口城市广场一期	江岸区	商住	14.5	14.5	70%
汉口城市广场二期	江岸区	商住	6.3	6.3	70%
荆州南国城市广场	荆州	商住	31.41	31.41	100%
首义汇	武昌区	商业	4.6	1.9	100%
北都城市广场	江汉区	商住	9.9	3	100%
南国 SOHO	武昌区	商住	13	2	100%
			196	175.4	

数据来源：东北证券整理

5.2. 公司土地平均楼面地价 3700 元/平方米,能够保持较高的毛利率水平

公司目前的土地储备多少通过协议、转让或招拍挂的方式获得的，多数取得年限较长，土地取得成本较低。公司目前175万平方米的未结算土地储备中，平均楼面地价月3700 元/平米，而这些土地储备的预计平均售价约在18000元以上，如果考虑到4500的建安成本，则公司的毛利率高达55%以上。

5.3. 南国置业重点项目介绍

5.3.1. 南国·悦公馆项目

南国悦公馆位于武汉市武昌核心区----洪山广场，紧邻中南商圈、水果湖商圈和省委省政府，处于武汉市在建的地铁2号线和4号线交汇处，地段优势突出，交通条件便利，景观资源稀缺，是城市核心节点城市景观的重要组成部分。项目于2010年9月通过招拍挂的方式取得。南国悦公馆设计定位为城市核心节点上的高档公寓。总建筑面积约3.39万方。其中地上27层，约2.1万方；地下3层，约1.29万方。建筑1层为大堂，结合架空层营造良好的建筑空间景观。2至23层为公寓层，每层15间，分为标准间和大开间景观套间。24层为空中会所，包括读书、健身、影院等休闲娱乐功能，以及一座可俯瞰洪山广场的天际泳池。25至27层为豪华套房。地下室为管理用房、设备间及地下车库建筑总高度约94.8米。南国悦公馆建筑立面采用简洁现代的设计手法，利用错落布置的窗户和景观阳台，形成有韵律的变化肌理。建筑整体采用深色石材作为主材，配合镀膜玻璃幕墙，点缀橙色穿孔金属板饰件。与周边建筑环境协调的同时，又不失时尚。

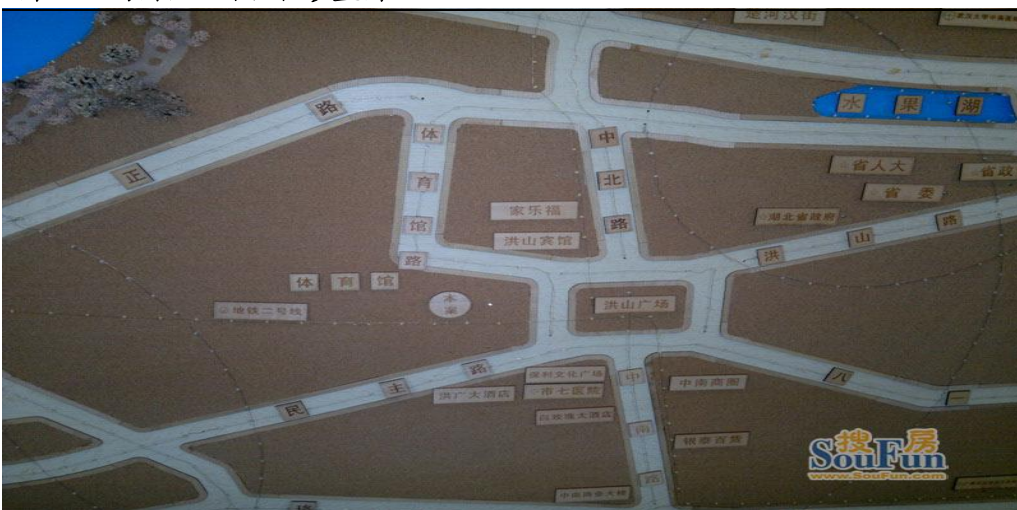
该项目目前尚未开盘，公司正在等待地铁2号线开通之际进行销售，以充分提升物业的价值，该项目楼面地价3400元/平方米，预计售价为15000元/平方米。预计该项目将于2013年推出，当年可实现竣工入住。

图 15: 南国悦公馆效果图



数据来源：东北证券整理

图 16: 南国悦公馆区位沙盘图



数据来源：东北证券整理

5.3.2. 南国雄楚广场项目

南国雄楚广场项目位于武昌洪山区街道口节点商圈，位于洪山区珞狮南路与雄楚大街交汇处，紧邻二环线及规划中的地铁八号线，商业潜力巨大。公司将其在汉口大武汉家装项目的成熟开发经验在武昌进行复制开发，并将充分发挥在家居家装行业中的领先优势和丰富经验，合理规划空间，有效整合资源，将本项目打造一个集综合商业、家居、办公、居住为一体的商业综合体项目。该项目于2012年1月刚刚拍得，土地使用权出让年限为商服40年，住宅70年，总规划建筑面积29.7万平方米其中，住宅总建筑面积为83519平方米，办公总建筑面积为46062平方米，地上商业总建筑面积为90342平方米，地下建筑面积为77110平方米（包括地下车库和地下商业）。共设有非机动车停车位4973个，包括4099个地上停车位和874个地下停车位；机动车位1768个，包括175个地上停车位和1593个地下停车位。

该项目楼面地价为3850元/平方米，项目预计平均售价至少可达15500元/平方米，预计项目将于2014年起陆续竣工交付结算。

5.3.3. 汉口城市广场项目

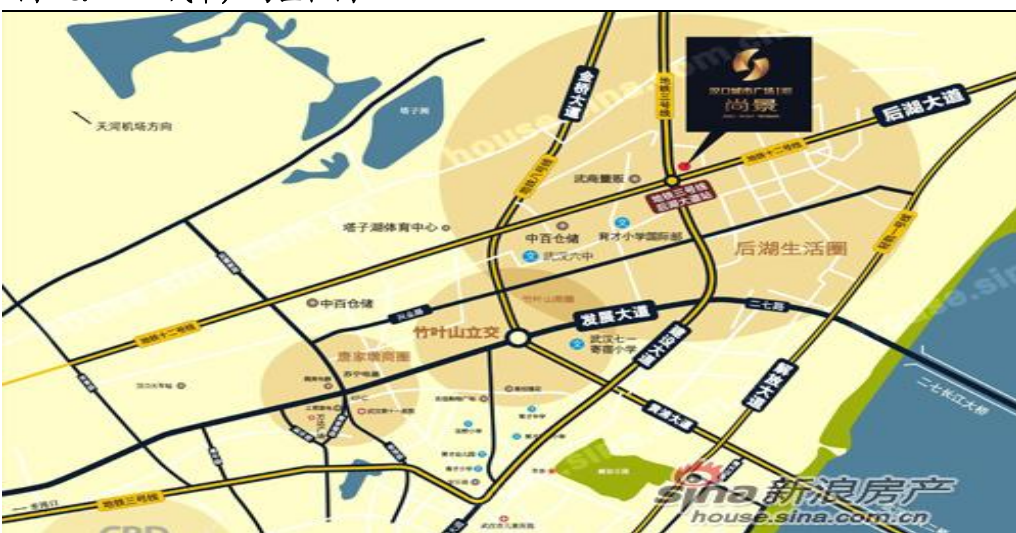
汉口城市广场是南国置业的首个合作开发项目，也许会成为公司今后争取更多合作开发项目、利用外部资金做大公司规模的良好开端。该项目系公司与武汉地产控股公司合作开发，公司主要负责商业部分的开发，占 70% 的权益，并以武汉地产控股公司的名义开发，公司取得投资收益。汉口城市广场位于江岸区后湖大道与建设大道延长线交汇处。容积率 2.78，占地逾 21 万平方米，总规划建筑面积 60 万平方米，公司开发的商业体量逾 20 万平方米，目标是打造区域内首屈一指的全新高端城市综合体项目，届时将成为融合购物、餐饮、休闲娱乐、文化教育、公寓、停车场等六大功能为一体的“体验式家庭娱乐购物中心”，着力于满足区域内日渐增多的中高收入家庭追求生活品质、品味生活乐趣的需求。目前，世界 500 强城市，巨幕影院等主力商家已初步与项目签订意向招商协议，并已有肯德基、必胜客、星巴克等众多商家有了明确的入驻意向。预计该项目将于 2012 年底推盘预售，2013 年开业，2013 年将会给公司带来投资收益。

图 17: 汉口城市广场效果图



数据来源：东北证券整理

图 18: 汉口城市广场区位图



数据来源：东北证券整理

5.3.4. 荆州南国城市广场项目

荆州南国城市广场是公司拓展湖北省内重要地级城市项目资源，加快在武汉以外区域业务布局重要一步，该项目系公司于2011年12月通过招拍挂的方式获得，荆州市人民政府已将该项目列为政府重点项目。项目地处沙北新区荆沙大道和塔桥路交汇处的核心区位，建筑面积达到36万平方米，是荆州目前开发体量最大的商业项目，亦是当之无愧的荆州首席城市综合体。公司将继续复制其在汉口成熟的开发业态“大武汉家装”和城市广场等，建设包括6万方的家居博览中心、3.6万方的超五星酒店、6万方的国际时尚MALL和12万方的高端住宅，将打造成荆州吃、喝、玩、乐、购的一站式体验消费胜地，全面提升荆州的商业格局。南国城市广场项目将分为两期开发。首期将推售南国大家装和3栋17层小高层以及2栋33层高层住宅组成。其中，南国大家装由50000方的家居建材馆和1万方的家装品牌旗舰店构成。二期将推售6万方国际时尚MALL和3.6万方超5星级酒店及5栋33层高层住宅组成，预计2015年全部完工，其中超五星酒店将成为荆州新的地标。目前，一期南国大家装商业已开盘，项目去化率已达80%以上。

图 18: 荆州南国城市广场项目效果图



数据来源：东北证券整理

图 19: 荆州南国城市广场项目效果图



数据来源：东北证券整理

6. 估值和盈利预测

6.1. 盈利预测

我们预计公司 2012 年到 2014 年营业收入分别为 20.61 亿元、23.80 亿元和 25.88 亿元，增速分别为 105%、15.50%和 8.7%。归属于上市公司股东净利润分别为 4.68 亿元、6.32 亿元和 7.03 亿元；每股收益分别为 0.49 元 0.66 元和 0.73 元。公司近二年所购入土地将在未来二年陆续进入结算期，因此，公司的毛利率预计将会有所下降。

表 4：南国置业未来 3 年收入预测

单位：百万元

项目名称	2011	2012	2013	2014
物业销售收入	9.62	2005	2320	2520
出租收入和物业管理费收入	55	56	60	66
合 计	1017.945	2061	2380	2588
合计增速	53.85%	102.47%	15.48%	8.74%

数据来源：东北证券整理

6.2. 公司估值分析

我们对南国置业的净资产进行了重估，重估的原则基本是按照谨慎性原则，即对公司已建成并拟持有的物业按市场价值估值，并与账面值对比，计算增值部分；对公司近 3 年内在建项目，按项目结算后可带来的净利润收入作为账面增值估算；对其余未开工项目，且取得时间不长，暂不考虑土地增值收益。经计算，南国置业净资产重估值为 5.4 元，大幅高于账面值 1.74 元。

7. 投资风险和投资评级

7.1. 投资评级

南国置业是一家以商业地产为引导的区域性、综合性物业开发企业，经过十余年的探索和积累，公司已经逐步找准了自己在商业房地产市场中的独特定位，采用与一线商业地产开发企业如万达地产以及中粮地产“大悦城”所不同的商业开发模式，而是主攻公司擅长的家装建材卖场以及城市广场系列的城市商业中心和区域型购物中心，并已经成功地向武汉市外的区域迈出异地拓展和复制的第一步。因此，我们认为，南国置业是一家正在成长的企业。未来 3 年，公司将进入募投项目的集中释放期，业绩增长有保障。2012 年到 2014 年，公司市盈率分别达到 9.4 倍、7 倍和 6.3 倍，在行业重点公司中处于平均水平。综合来看，我们给予南国置业谨慎推荐的投资评级。

表 4：南国置业估值比较

股票简称	业绩及盈利预测				PE		
	2011A	2012	2013	2014	2012	2013	2014
万科	0.88	1.12	1.37	1.58	7.5	6.1	5.3
保利地产	1.1	1.21	1.56	1.8	9.3	7.2	6.2
金地集团	0.67	0.79	0.87	0.96	6.7	6.1	5.5
首开股份	1.26	1.38	1.67	1.74	7.6	6.3	6.0
信达地产	0.37	0.28	0.29	0.31	13.0	12.6	11.7
广宇集团	0.58	0.66	0.56	0.64	6.3	7.4	6.5
荣盛发展	0.82	1.13	1.32	1.42	8.6	7.3	6.8
滨江集团	0.58	0.93	1.37	1.45	8.1	5.5	5.2
南国置业	0.31	0.49	0.66	0.73	9.7	7.2	6.5
平均值					8.5	7.3	6.7

数据来源：东北证券整理

7.2. 投资风险

宏观调控风险：房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡，都会使我们的业绩预测不达预期。

业务集中风险：公司业务主要集中在武汉地区，业务过于集中到一个区域，会受到区域房地产市场波动的影响较大。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	734	1067	1303	1025	净利润	294	468	632	703
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	2	0	0	0
应收款项	126	56	52	50	折旧及摊销	1	0	0	0
存货	2510	3090	3411	3937	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	4830	6358	6874	6909	投资损失	-1	0	-100	-200
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-1129	-210	-145	-831
长期投资净额	9	9	9	9	其他	14	-11	0	0
固定资产	5	5	5	5	经营活动净现金流量	-834	262	387	-328
无形资产	0	0	0	0	投资活动净现金流量	-45	0	100	200
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	563	71	-251	-150
非流动资产合计	19	15	15	15	企业自由现金流	-1058	270	387	-328
资产总计	4848	6373	6888	6924	财务与估值指标				
短期借款	655	1204	903	703	每股指标				
应付款项	235	185	273	315	每股收益 (元)	0.31	0.49	0.66	0.73
预收款项	27	1031	1071	518	每股净资产 (元)	1.80	2.29	2.95	3.68
一年内到期的非流动负债	827	350	400	450	每股经营性现金流量 (元)	-0.87	0.27	0.40	-0.34
流动负债合计	2113	3171	3055	2388	成长性指标				
长期借款	1000	1000	1000	1000	营业收入增长率	53.85%	102.47%	15.48%	8.74%
其他长期负债	1	0	0	0	净利润增长率	52.78%	59.16%	35.02%	11.23%
长期负债合计	1001	1000	1000	1000	盈利能力指标				
负债合计	3114	4171	4055	3387	毛利率	60.68%	45.27%	47.69%	44.47%
归属于母公司股东权益合计	1732	2200	2832	3534	净利率	28.88%	22.70%	26.54%	27.15%
少数股东权益	2	2	2	2	运营效率指标				
负债和股东权益总计	4848	6373	6888	6924	应收账款周转率 (次)	30.94	10.00	8.00	7.00
					存货周转率 (次)	1966.21	1000.00	1000.00	1000.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	64.23%	65.45%	58.86%	48.92%
					流动比率	2.29	2.01	2.25	2.89
					速动比率	0.60	0.50	0.60	0.64
					费用率指标				
					销售费用率	3.02%	2.00%	2.50%	2.50%
					管理费用率	4.41%	3.00%	3.00%	3.00%
					财务费用率	-0.76%	0.00%	0.00%	0.00%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	1.55%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	14.96	9.40	6.96	6.26
					P/B (倍)	2.54	2.00	1.55	1.24
					P/S (倍)	4.32	2.13	1.85	1.70
					净资产收益率	16.97%	21.27%	22.31%	19.88%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760