

买入 维持

南京高科 (600064)

2014年11月3日

南京国企改革龙头—— 股权投资等同市值，业务转型带来空间

2014年10月31日收盘价：14.59元
6个月目标价：20.11元

房地产行业首席分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747

房地产行业分析师：谢 盐
SAC 执业证书编号：S0850511010019
xiey@htsec.com
021-23219436

事件：

公司公告称，近日公司接到控股股东南京新港开发总公司《告知函》：“为贯彻落实全面深化国有企业改革要求，根据市委、市政府关于国有资本退出一般商品房开发及工程建设等一般性竞争领域的文件精神，市政府对你司退出相关业务领域提出以下建议方案：一、设计、施工、监理及园林、养护等领域，以改制和出售国有股权相结合的方式，尽快全面完成退出；二、一般商品房开发领域，加快现有一般商品房项目开发进度，创造条件力争早日实现从商品房开发领域退出，加快房地产业务转型；三、加强业务转型研究，尽快整合优质、成长性好的资源，逐步注入你司，促进上市公司持续稳定发展。我司正在研究上述建议方案的具体落实措施”。

公司公告称，上述事项尚存在一定不确定性。目前，公司主营业务为房地产开发销售等，其中，房地产开发销售业务年销售收入占到公司总收入约70%，设计、施工等相关市政业务年收入约占公司总收入的20%。退出设计、施工等市政业务预计在未来三年不会对公司主营业务方向及经营业绩产生重大影响。但上述事项可能在三年后会致公司主业发展方向发生变更，存在公司未来盈利能力不确定、经营业绩波动的风险。

投资建议：

存量商品房两到三年内将全部去化完毕。我们预计公司所有项目未结建面达166.49万平。其中，尧顺佳园、循环经济示范园、龙潭机电产业园为保障房项目。诚品城项目接近结转完毕。除保障房外，商品房未结算项目为高科荣境和高科荣域。两者合计未结算建面92.98万平，权益未销售面积约65万平。在退出房地产业务的背景下，我们预计公司房地产项目将加快去化和竣工进程。按照目前公司年均20到30万平销售能力，以上商品房项目将在两到三年内全部去化。

地产业务变现带来充足转型资金。我们预计公司拥有上述土地储备权益净现值合计34.68亿元。考虑南京市政府和公司大股东已经发文要求“市政业务以改制和出售国有股权相结合的方式，尽快全面完成退出；商品房开发领域，加快现有一般商品房项目开发进度，创造条件力争早日实现从商品房开发领域退出，加快房地产业务转型”，我们认为公司后期将加速房地产资金回笼，同时加大转型发展的现金投入。

股权投资亮点丰富，资产价值接近公司市值。截至2014年10月31日，公司共持有25家参控股股权投资公司。其中，4家是上市公司股权，可根据市场情况减持获得资金用于投资。目前，公司持有股权总投资额36.0亿，账面余额为62.46亿元。按最新收盘价计算，公司参控股公司的浮盈为12.08亿元。截至今年10月底，公司参控股公司的股权投资价值合计74.54亿元，接近公司目前的市值。股价存在较高安全边际。

投资建议：维持“买入”评级。股价安全边际高，股权投资等同当前市值，业务转型带来更大想象空间。公司房地产业务集中在南京，业务涵盖商品房和保障房开发、“大市政”产业链。目前公司拥有商品房项目权益建面166万平，保障房项目权益建面近100万平。**公司多层次股权投资平台形成，股权投资业务进展顺利，期内拟投资15亿元参股南京银行。目前，公司按照南京市政府要求，正在逐步退出房地产和市政业务，转型预期强烈。**我们预计公司2014、2015年EPS分别是0.96和1.22元，对应RNAV是20.11元。截至10月31日，公司收盘于14.59元，对应2014、2015年PE分别为15.20倍和11.96倍。**我们认为未来公司参股的广州农商行、金埔园林、优科生物等公司均在上市进程中。考虑集团要求上市公司退出一般地产和市政，相关资产将完全变现，我们以RNAV作为目标价，对应目标价20.11元，维持对公司的“买入”评级。**

主要分析:

1. 公司未结建面达 166.49 万平。除保障房外，商品房未结算项目高科荣境和高科荣域合计 93 万平。截至 2014 年上半年，公司拥有商品房土地储备权益未结建面达 166.49 万平。其中，尧顺佳园、循环经济示范园、龙潭机电产业园为保障房项目。诚品城项目接近结转完毕。因此，公司目前仅剩余较大未结建面的高科荣境和高科荣域，两者合计未结建面 92.98 万平，权益未销售面积约 65 万平。在退出房地产业务的背景下，我们预计公司房地产项目将加快去化和竣工进程。

表 1 公司在建和储备商品房项目一览表

序号	项目	权益比例 (%)	占地面积 (万平)	规划建面 (万平)	权益规划建面 (万平)	2014 年上半年末未结权益建面 (万平)
1	诚品城 (学仕风华苑)	80.00	19.97	32.95	26.36	1.89
2	高科荣境 (G81 项目)	80.00	34.61	80.11	64.09	75.70
3	高科荣域 (G06 项目)	80.00	12.42	30.33	24.26	17.28
4	仙林 C 地块商务办公楼	80.00	4.07	8.50	6.80	6.80
5	尧顺佳园二期	80.00	7.12	19.43	15.54	15.54
6	循环经济示范园起步项目	80.00	6.12	11.59	9.27	9.27
7	龙潭机电产业园	80.00	32.10	50.00	40.00	40.00
合计		—	116.41	232.91	186.33	166.49

资料来源：公司 2014 年半年报、海通证券研究所

我们预计公司拥有的上述商品房土地储备权益项目净现值合计 34.68 亿元。

表 1 公司在建和储备商品房项目净现值

序号	项目	权益净资产值 (百万元)	占权益净资产值比例 (%)
1	诚品城 (学仕风华苑)	29.86	0.86
2	高科荣境 (G81 项目)	2517.21	72.59
3	高科荣域 (G06 项目)	574.80	16.58
4	仙林 C 地块商务办公楼	162.85	4.70
5	尧顺佳园二期	22.31	0.64
6	循环经济示范园起步项目	11.05	0.32
7	龙潭机电产业园	149.67	4.32
合计		3467.74	100.00

资料来源：公司 2014 年半年报、海通证券研究所

2. 截至今年 10 月底，公司参控股公司的股权投资价值合计 74.54 亿元，接近公司目前的市值：截至 2014 年 10 月 31 日，公司共持有 25 家参控股股权投资公司。其中，4 家是上市公司股权，可根据市场情况减持获得资金用于投资。目前，公司持有股权总投资额 36.0 亿，账面余额为 62.46 亿元。按最新收盘价计算，公司参控股公司的浮盈为 12.08 亿元。由此可知，公司持有参控股公司的股权价值合计 74.54 亿元，是公司目前市值的 98.97%。

表3 截至2014年6月30日公司股权投资项目一览表

序号	公司	投资额(万元)	持股数(万股)	持股比例	核算方法	1H2014余额(百万元)	10月31日收盘价(元/股)	浮动盈利(亿元)
1	中信证券	33806.76	7700.82	0.70%	公允价值	877.68	13.27	1.44
2	南京栖霞	20748.17	15214.50	14.49%	公允价值	468.60	4.04	1.46
3	南京银行	76352.73	33341.12	11.23%	公允价值	2667.60	10.73	9.10
4	辽宁成大	23898.74	1181.73	0.83%	公允价值	179.98	15.90	0.08
5	鑫元基金管理有限公司	3644.54		20.00%	权益法	36.45		
6	南京LG新港显示有限公司	17591.72		25.00%	权益法	175.92		
7	南京栖霞建设仙林有限公司	2973.61		49.00%	权益法	29.74		
8	南京新港科技创业投资有限公司	1499.86		49.18%	权益法	15.00		
9	南京华新有色金属有限公司	3093.42		5.22%	成本法	30.93		
10	南京证券有限责任公司	13303.93		1.30%	成本法	133.04		
11	南京长江发展股份有限公司	976.46		3.40%	成本法	9.76		
12	长江经济联合发展(集团)股份有限公司	324.09		0.31%	成本法	3.24		
13	广州农村商业银行股份有限公司	57400.00		2.21%	成本法	574.00		
14	江苏恒安方信科技有限公司	600.00		13.45%	成本法	6.00		
15	南京金埔园林股份有限公司	6000.00		10.42%	成本法	60.00		
16	南京优科生物医药有限公司	2700.00		5.00%	成本法	27.00		
17	南京天溯自动化控制系统有限公司	1800.00		8.78%	成本法	18.00		
18	山东新冷大食品集团有限公司	3500.00		6.15%	成本法	35.00		
19	南京安元科技有限公司	1400.00		7.00%	成本法	14.00		
20	赛特斯信息科技股份有限公司	9100.00		7.00%	成本法	91.00		
21	江苏金创信用再担保股份有限公司	500.00		0.93%	成本法	5.00		
22	南京高科园林工程有限公司	2000.00		100.00%	成本法	20.00		
23	南京高科科技小额贷款有限公司	20176.00		100.00%	成本法	201.76		
24	南京高科科创投资有限公司	50000.00		100.00%	成本法	500.00		
25	南京臣功制药股份有限公司	6632.68		99.00%	成本法	66.33		
	合计	360022.70				6246.02		12.08
	参股公司价值合计(亿元)				74.54			

资料来源：公司2014年半年报、海通证券研究所

3. 投资建议：逐步退出房地产和市政业务，多个参股公司存在上市预期，维持“买入”评级。公司房地产业务集中在南京，业务涵盖商品房和保障房开发、“大市政”产业链。目前公司拥有商品房项目权益建面166万平，保障房项目权益建面近100万平。**公司多层次股权投资平台形成，股权投资业务进展顺利，期内拟投资15亿元参股南京银行。目前，公司按照南京市政府要求，正在逐步退出房地产和市政业务，转型预期强烈。**我们预计公司2014、2015年EPS分别是0.96和1.22元，对应RNAV是20.11元。截至10月31日，公司收盘于14.59元，对应2014、2015年PE分别为15.20倍和11.96倍。**我们认为未来公司参股的广州农商行、金埔园林、优科生物等公司均在上市进程中。考虑集团要求上市公司退出一部分地产和市政，相关资产将完全变现，我们以RNAV作为目标价，对应目标价20.11元，维持对公司的“买入”评级。**

4. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

损益表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业总收入	2681	2431	2178	3529	3798	4389
增长率 (%)	27.08	-9.33	-18.77	45.15	74.36	15.56
营业成本	1906	1485	1247	2558	2244	2516
营业成本/销售收入 (%)	71.07	61.09	57.26	72.48	59.09	57.33
毛利	776	946	931	971	1,554	1,873
毛利率 (%)	28.93	38.91	42.74	27.52	40.91	42.67
营业税金及附加	-171	-182	-153	-179	-190	-219
营业税金及附加/销售收入 (%)	6.36	7.47	7.01	5.07	5.00	5.00
营业费用	-118	-125	-151	-147	-266	-219
营业费用/销售收入 (%)	4.41	5.14	6.91	4.17	7.00	5.00
管理费用	-108	-123	-115	-137	-228	-263
管理费用/销售收入 (%)	4.01	5.05	5.30	3.89	6.00	6.00
息税前利润 (EBIT)	379	517	512	508	870	1,171
EBIT/销售收入 (%)	14.14	21.25	23.53	14.39	22.91	26.67
财务费用	-175	-329	-390	-311	-405	-437
财务费用/销售收入 (%)	6.53	13.54	17.92	8.81	10.67	9.96
资产减值损失	1	-12	-13	-16	8	0
公允价值变动收益	-19	-66	25	22	51	0
投资收益	217	371	401	348	313	313
投资收益/税前利润 (%)	54.50	77.45	75.21	62.91	37.40	29.90
营业利润	404	480	535	551	837	1,047
营业利润率 (%)	15.05	19.75	24.56	15.61	22.03	23.84
营业外收支	-6	-2	-2	2	0	0
税前利润	398	479	533	553	837	1,047
利润率 (%)	14.85	19.68	24.47	15.66	22.03	23.84
所得税	-61	-92	-117	-93	-251	-303
所得税率 (%)	15.41	19.23	22.02	16.75	30.00	29.00
净利润	337	387	416	460	586	743
少数股东损益	23	22	32	30	92	115
归属于母公司的净利润	314	365	384	430	494	628
净利率 (%)	11.71	15.01	17.62	12.20	13.00	14.31

现金流量表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	337	387	416	460	586	743
少数股东损益	0	0	0	0	32	65
非现金支出	28	45	61	66	117	126
非经营收益	-21	5	-30	-60	64	64
营运资金变动	-1667	-732	-69	443	441	-207
经营活动现金净流	-1323	-296	378	910	1240	791
资本开支	31	18	26	22	51	0
投资	-911	-304	22	-24	-194	-200
其他	141	304	385	261	364	313
投资活动现金净流	-801	-18	380	215	119	113
股权募资	0	20	0	0	58	32
债权募资	2349	890	247	-687	-705	-700
其他	-282	-523	-663	-484	-528	-577
筹资活动现金净流	2067	387	-415	-1171	-1175	-1245
现金净流量	-57	73	342	-46	183	-340

资料来源: 公司2010-2013年年报、海通证券研究所

资产负债表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	644	705	1047	1021	1901	2164
应收款项	253	617	558	538	590	418
存货	6830	6669	7069	6634	7048	8658
其他流动资产	330	930	743	793	1000	-1034
流动资产	8056	8921	9418	8986	10649	13186
流动资产/总资产 (%)	55.26	59.61	57.61	57.74	60.76	66.47
长期投资	6361	5855	6615	6127	5848	5848
固定资产	125	133	137	151	112	89
固定资产/总资产 (%)	0.86	0.89	0.84	0.97	0.64	0.45
无形资产	22	20	18	16	69	65
非流动资产	6522	6045	6807	6327	6067	6040
非流动资产/总资产 (%)	44.74	40.39	41.64	40.66	34.62	30.45
资产总计	14,578	14,966	16,348	15,562	17,526	19,837
短期借款	4070	4540	4732	5410	5040	5840
应付款项	2868	2709	3270	3616	4135	4781
其他流动负债	106	178	122	53	224	346
流动负债	7044	7427	8148	9089	9399	10967
长期贷款	280	1200	1255	393	1198	1198
其他长期负债	1976	1287	1360	693	1285	1285
负债	9300	9914	10764	10175	11883	13450
普通股股东权益	4941	4678	5175	4972	5176	5805
少数股东权益	337	375	410	415	467	582
负债股东权益合计	14578	14966	16348	15562	17526	19837

比率分析

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标(元)						
每股收益	0.61	0.71	0.74	0.83	0.96	1.22
每股净资产	9.57	9.06	10.02	9.63	10.03	11.25
每股经营现金净流	-2.56	-0.57	0.73	1.76	2.40	1.53
每股股利	0.10	0.20	0.25	0.26	0.00	0.00
回报率 (%)						
净资产收益率	6.36	7.80	7.42	8.66	9.54	10.82
总资产收益率	2.15	2.44	2.35	2.77	2.82	3.17
投入资本收益率	7.23	7.71	7.78	9.27	11.47	12.61
增长率 (%)						
营业总收入增长率	27.08	-9.33	-10.41	62.01	7.62	15.56
EBIT增长率	112.82	36.23	-0.81	-0.94	71.40	34.53
净利润增长率	22.91	16.17	5.18	12.16	14.67	27.21
总资产增长率	-4.43	2.66	9.24	-4.81	20.22	13.19
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	30	86	39	0	61	64
存货周转天数	1243	1659	394	0	1304	584
应付账款周转天数	267	553	472	0	544	457
固定资产周转天数	18	18	22	14	11	8
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	86.06	107.38	95.02	85.51	83.73	82.39
EBIT利息保障倍数(倍)	2.17	1.57	1.31	1.63	2.15	2.68
资产负债率	63.79	66.24	65.84	65.38	67.80	67.80

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、广宇发展（000537.SZ）、天房发展（600322.SH）、栖霞建设（600533）、张江高科（600895.SH）、陆家嘴（600663.SH）、浦东金桥（600639.SH）、南京高科（600064.SH）、苏州高新（600736.SH）、天津松江（600225.SH）和外高桥（600648.SH）。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。