

Q1 亏损无碍全年增长

- **事件:** 2015年第一季度,国兴地产实现营业收入976万元,同比去年1.38亿元的水平下降了92.95%;实现归属于上市公司股东净利润-863万元,较去年同期2733万元的水平大幅度下滑。
- **短期亏损无碍全年增长。**从报表上看,国兴地产在2015年第一季度的经营情况出现了大幅度的下滑,但我们认为这并非表示国兴地产的经营情况出现问题,而是企业的经营结构所致:1,国兴地产目前只有“国兴·北岸江山”一个楼盘真正意义上处于销售状态(国兴·海棠国际短期内难贡献利润),那么如果这个季度“国兴·北岸江山”没有新房完成交房,则只有部分过去已经完成交房的楼盘的尾房销售可以确认收入,新房所收到的房款都计入预收账款,而不能计入收入;2,今年第二季度,“国兴·北岸江山”10#、11#、12#楼将完成交房,根据我们草根调研的结果,这三座楼已经全部售罄,随着交房的进行,前期预收的购房款项将转化为收入。
- **第一季度国兴经营情况良好。**我们认为,第一季度国兴地产看似收入、利润均大幅度下滑,但实则国兴地产的经营情况在进一步改善:在公司现金流量表中,“销售商品、提供劳务获得的现金”为2.34亿,同比去年1.44亿的水平提高了62%,显示国兴地产在第一季度商品房销售业务上的增长较去年同期其实是有大幅度改善,企业在行业低迷的背景下仍保持如此高的销售进账说明企业的经营情况良好。
- **安信证券处罚期将过。**国兴地产的保荐公司安信证券因被证监会暂停保荐人资格三个月(2015年3月4日-2015年6月3日),导致国兴地产的定增方案受阻。从前期我们调研的情况来看,无论是定增对象“重庆财信集团”的意愿还是国兴地产实际经营的需求,对于推动定增落地均相当迫切。我们预计,随着安信证券的处罚期过去,公司的定向增发将取得快速进展,成为年内国兴地产的又一看点。
- **盈利预测及评级:** 预计国兴地产2015年到2017年的EPS分别为0.51元、0.63元、0.78元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 定向增发或遇政策改变等不可预期风险、房地产行业调整幅度或超预期。

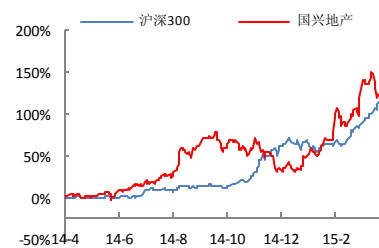
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	595.76	785.00	1105.00	1345.00
增长率	34.30%	31.76%	40.76%	21.72%
归属母公司净利润(百万元)	74.55	91.82	114.66	141.55
增长率	24.82%	23.16%	24.88%	23.45%
每股收益EPS(元)	0.41	0.51	0.63	0.78
净资产收益率ROE	15.65%	16.83%	18.03%	18.91%
PE	36.47	29.61	23.71	19.21
PB	5.80	4.98	4.27	3.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn
联系人: 刘言
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

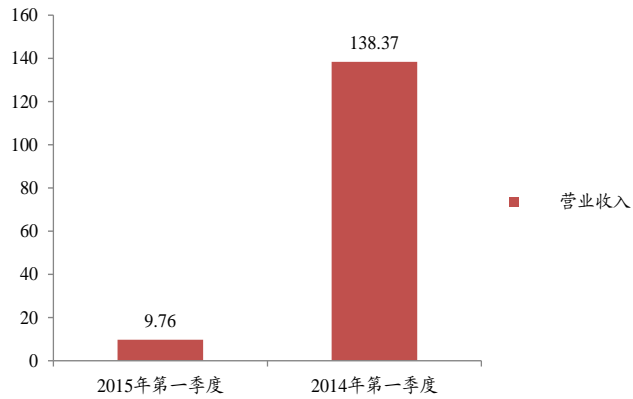
基础数据

总股本(亿股)	1.81
流通A股(亿股)	1.81
52周内股价区间(元)	6.26-17.2
总市值(亿元)	27.19
总资产(亿元)	28.92
每股净资产(元)	2.23

相关研究

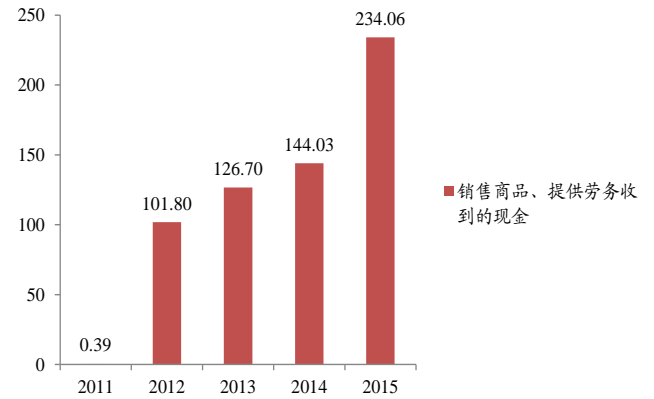
1. 国兴地产(000838): 主业高速增长、融资活水将至 (2015-04-10)

图 1: 公司 2015-2014 年第一季度营业收入对比 (百万元)



数据来源: 公司公告、西南证券

图 2: 公司 2011-2015 年销售商品、劳务收到的现金 (百万元)



数据来源: 公司公告、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	595.76	785.00	1105.00	1345.00	净利润	73.30	91.82	114.66	141.55
营业成本	340.99	455.30	663.00	807.00	折旧与摊销	1.32	8.37	24.41	42.87
营业税金及附加	82.48	108.68	152.98	186.21	财务费用	2.41	0.60	0.85	1.03
销售费用	43.07	54.95	77.35	94.15	资产减值损失	-1.35	6.56	7.50	6.39
管理费用	26.72	31.40	44.20	53.80	经营营运资本变动	-409.98	-24.31	98.01	71.41
财务费用	2.41	0.60	0.85	1.03	其他	242.53	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1.35	6.56	7.50	6.39	经营活动现金流净额	-91.77	83.03	245.42	263.25
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-29.05	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	25.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.76	-170.18	-190.00	-210.00
营业利润	101.45	127.51	159.12	196.43	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.05	0.08	0.07	0.07	长期借款	599.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	101.50	127.60	159.19	196.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	28.20	35.78	44.53	54.95	支付股利	-18.10	-14.73	-24.19	-29.20
净利润	73.30	91.82	114.66	141.55	其他	-536.28	-0.60	-0.85	-1.03
少数股东损益	-1.26	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	45.20	-15.33	-25.03	-30.23
归属母公司股东净利润	74.55	91.82	114.66	141.55	现金流量净额	-50.34	-102.48	30.39	23.02
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	189.91	87.43	117.82	140.84	成长能力				
应收和预付款项	42.92	86.67	113.15	133.64	销售收入增长率	34.30%	31.76%	40.76%	21.72%
存货	2393.71	2727.23	3327.34	3748.70	营业利润增长率	22.15%	25.69%	24.79%	23.45%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	22.72%	25.27%	24.88%	23.45%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.11%	29.77%	35.09%	30.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5.73	167.60	333.25	500.44	毛利率	42.76%	42.00%	40.00%	40.00%
无形资产和开发支出	0.60	0.54	0.48	0.42	三费率	12.12%	11.08%	11.08%	11.08%
其他非流动资产	59.41	59.41	59.41	59.41	净利率	12.30%	11.70%	10.38%	10.52%
资产总计	2692.28	3128.88	3951.45	4583.45	ROE	15.65%	16.83%	18.03%	18.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.93%	2.72%	4.09%	4.05%
应付和预收款项	1129.30	1431.61	2059.77	2507.36	ROIC	7.72%	7.23%	8.12%	9.34%
长期借款	896.58	896.58	896.58	896.58	EBITDA/销售收入	17.65%	17.39%	16.69%	17.87%
其他负债	197.96	255.16	359.09	431.15	营运能力				
负债合计	2223.84	2583.35	3315.45	3835.10	总资产周转率	0.25	0.27	0.31	0.32
股本	181.00	181.00	181.00	181.00	固定资产周转率	103.99	5.15	3.56	2.84
资本公积	120.79	120.79	120.79	120.79	应收账款周转率	29.59	32.24	30.13	29.15
留存收益	137.91	214.99	305.47	417.81	存货周转率	0.17	0.18	0.22	0.23
归属母公司股东权益	439.70	516.78	607.26	719.61	销售提升对净利润现金营业收入	150.43%	--	--	--
少数股东权益	28.74	28.74	28.74	28.74	资本结构				
股东权益合计	468.44	545.53	636.00	748.35	资产负债率	82.60%	82.56%	83.90%	83.67%
负债和股东权益合计	2692.28	3128.88	3951.45	4583.45	带息债务/总负债	40.32%	34.71%	27.04%	23.38%
					流动比率	2.02	1.75	1.49	1.38
					速动比率	0.18	0.10	0.10	0.09
					股利支付率	24.28%	16.04%	21.09%	20.63%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	105.18	136.48	184.37	240.33	每股收益	0.41	0.51	0.63	0.78
PE	36.47	29.61	23.71	19.21	每股净资产	2.59	3.01	3.51	4.13
PB	5.80	4.98	4.27	3.63	每股经营现金	-0.51	0.46	1.36	1.45
PS	4.56	3.46	2.46	2.02	每股股利	0.10	0.08	0.13	0.16
EV/EBITDA	32.00	25.41	18.65	14.21					
股息率	0.67%	0.54%	0.89%	1.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn