

2015年08月12日

证券研究报告·动态跟踪报告

国兴地产 (000838) 房地产

买入 (维持)

当前价: 27.19 元

目标价: 一一元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

利好持续兑现，公司混业前景已现

投资要点

- **推荐逻辑:** 在前期利好持续兑现的背景下，公司发布公告，宣布成立能源类公司，此举将打开公司混业经营的窗口，市场核心利好兑现，公司未来前景光明。
- **前期利好四个已兑现其三。** 国兴地产今年的利好主要由四个构成：业绩在第二季度集中爆发；增发快速推进；混业经营的实现；递延税资产的去向。其中前三个已经先后兑现。
- **能源公司的意义。** 国兴地产和集团公司共同成立能源公司的意义非比寻常：短期来看，成立能源公司是为了管理国兴地产“恒温恒湿恒氧”项目，为项目提供必要的技术支持；长期来看，成立的能源公司将是未来财信集团资产注入、实现国兴地产混业经营的理想窗口。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2015-2017 年的 EPS 为 0.51 元、0.63 元、0.78 元，对应的 PE 分别为 53 倍、42 倍、34 倍，相对于房地产行业而言，估值较高。但是以上业绩预测并不包含未来可能的资产注入带来的业绩增长，同时公司近期系列事件符合市场热点，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产市场或出现政策调整，或出现不可预测的地质灾害。

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	66.01	53.60	42.92	34.77
PB	10.51	9.02	7.74	6.58

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

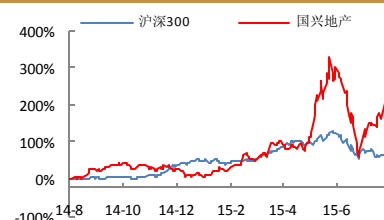
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

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)	7.83-34.7
总市值(亿元)	43.91
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): 利好预期持续兑现 (2015-07-13)
2. 国兴地产 (000838): 东风将至，行情开启 (2015-05-18)
3. 国兴地产 (000838): Q1 亏损无碍全年增长 (2015-04-27)
4. 国兴地产 (000838): 主业高速增长、融资活水将至 (2015-04-10)

1. 四大利好兑现其三

在前期的多份研究报告之中，我们独家对国兴地产总结出四大利好：

- 其一：业绩将集中在第二季度爆发（已兑现），根据业绩预告，公司上半年净利润同比增长 55%-70%；
- 其二：公司增发将在保荐机构解除处罚以后快速推进（已兑现），目前增发批文已经下达；
- 其三：大能源概念将是公司混业的主要方向（今日兑现）；
- 其四：唯有递延税资产带来的业绩想象仍需后期检验。

12 日晚，国兴地产发布公告：国兴地产和实际控制人所属公司“重庆财信环境资源有限公司”共同出资设立重庆财信合同能源管理有限公司。该公司注册资本为 2 亿元，国兴地产出资 65%，财信环境资源出资 35%。根据公告内容，新成立的公司主营“合同能源管理、可再生能源项目投资、节能技术研发并提供咨询服务等”。

新成立的这家公司，对于国兴地产而言，其意义分为远近两点：

其一，从短期来看。这家公司主要是为“国兴北岸江山”的三恒（恒温恒湿恒氧）项目服务的，为“三恒”提供必要的系统和后期的技术支持等。

其二，从长远来看。这家公司是集团公司对国兴地产进行“混业（地产持续经营，并注入财信集团其他资产）”规划的集中体现和战略趋势。后期，这家公司很有可能成为后续非地产业务注入上市公司平台的窗口。

2. “恒温恒湿恒氧”打开产业转型空间

根据京华时报相关报道，2014 年，建筑业所消耗的能源已经超过了传统的制造业和交通业，占比超过四成。去年，我国新增建筑面积超过 20 亿平方米，成为环境代价较高的钢材、水泥行业的主要需求方。面对这样的局面，国内地产巨头开始纷纷转型，减少能耗、循环利用等技术被广泛运用于新时期的建筑体系上：

万达。万达集团建立了数据采集和能源管理模型，通过数字化管理，依托“外墙温度控制技术”，“废水、雨水回收循环技术”，大大降低生活污染。

绿地。绿地集团通过其“百年宅”的系列产品，从房屋空间建设、装修产品集成管理、光和水循环管理等方面出发，减少消耗，“抗雾霾”办公就是其集中体现。

万科。万科则是通过住宅产业化的模式，通过数字化的管理，将房屋建筑材料从生产到运输到修筑等环节纳入产业化模式，大大减少浪费和反复作业，减少粉尘、声音等污染。

随着环保法修改以来，国家把环境保护和可持续发展放在了一个前所未有的高度；另一方面，居民对于生活的环境要求也越来越高。在房地产行业进入调整的大背景下，国兴地产果断顺应国家政策方针和居民居住要求提高的变化，开发出“恒温恒湿恒氧”项目，并通过“国兴北岸江山”向市场投放。

“恒温恒湿恒养”很有可能成为重庆地产市场的改革者。目前，重庆地区缺乏“恒温恒湿恒氧”这种国外高端住宅概念的项目，仅有阳光 100 集团的“阳光 100.喜马拉雅”项目，目前该项目价格在 30000 元/平米以上。而根据我们在“国兴.北岸江山”的草根调研结果，北岸江山的“恒温恒湿恒氧”项目单价在 15000 元/平米上下，相对“阳光 100.喜马拉雅”项目有着巨大的价格优势，且北岸江山的该项目将在今年年底推出销售（根据我们草根调研的结果，今年很有可能“国兴.北岸江山”的一号楼“三恒”项目将推出销售）。

3. 投资建议

我们预计，公司未来三年的 EPS 分别为 0.51 元、0.63 元和 0.78 元，对应当前股价的市盈率为 53 倍、42 倍、34 倍。虽然目前的估值水平较行业而言偏高，但业绩估计并未考虑潜在的资产注入预期，且公司近期系列事件符合市场的热点，所以我们维持对国兴地产的“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	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）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	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	销售毛利率/净利率	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	66.01	53.60	42.92	34.77	每股净资产	2.59	3.01	3.51	4.13
PB	10.51	9.02	7.74	6.58	每股经营现金	-0.51	0.46	1.36	1.45
PS	8.26	6.27	4.45	3.66	每股股利	0.10	0.08	0.13	0.16
EV/EBITDA	52.95	41.55	30.59	23.37					
股息率	0.37%	0.30%	0.49%	0.59%					

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 15 楼

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn