

## 公司业绩稳步增长，混业经营窗口已现

- **事件:** 国兴地产公布 2015 年公司的半年报: 在市场整体调整的不利局面下, 公司业绩表现稳健, 在上半年完成营业收入 5.02 亿元, 同比增长 50.66%; 实现净利润 6670 万元, 同比增长 34%, 无论是收入增速还是利润增速, 在行业中都处于领先地位。
- **预收账款保障后续收益。** 由于房地产企业的收入确认原则是根据交房确认而不是收到房款确认, 所以良好的预收账款增长是房地产企业未来收入的保障。国兴地产 2015 年上半年预收账款达到 9.3 亿元, 较年初 8.2 亿元的水平提高了 1.1 亿元, 同时考虑到 6 月底 10#、11#、12# 完成交房, 预收账款转为收入, 消化了约 4.8 亿的预收账款, 上半年实现的销售收入约为 5.8 亿元左右, 保持快速增长。
- **下半年业绩主要靠尾房、车库和商业销售。** 下半年国兴地产没有大规模交房的计划, 所以收入来源主要由三个方面组成: 前期已经完成交房但还没有全部售出的部分尾房, 但体量不会太大; 西区的车库将向业主出售, 或实现收入约 7000 万元; 商业街的销售或接近两亿元的水平。
- **公司最大的看点是财信集团的资本运作。** 财信集团是国兴地产的控股股东, 旗下有三块主要的资产, 分别是: 房地产、环保、金融。控股股东承诺在 2018 年将部分财信房地产业务注入上市公司, 但考虑到届时销售已经完成过半, 贡献的业绩有限; 公司目前可能性最大的资产注入是控股股东通过已经成立的能源公司实现环保资源注入; 集团公司虽不惜重金进军金融领域, 但目前为止, 并没有发现直接证据证明和上市公司有关。
- **投资建议。** 我们预计, 国兴地产 2015 年到 2017 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.63 元、0.78 元, 对应当前股价的 PE 为 57 倍、46 倍、37 倍, 虽然略高于行业平均估值, 但我们认为目前的股价合理且回调后有进一步上涨空间, 原因是: 1) 公司净利润增长超过 30%, 在房地产调整的大背景下难能可贵, 说明公司经营实力显著; 2) 增发即将落地, 届时超过 10 亿的资金将注入上市公司; 3) 后续有资产注入预期, 将吸引资本市场关注。鉴于以上分析, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业调整或超预期、增发或出现无法预期的风险。

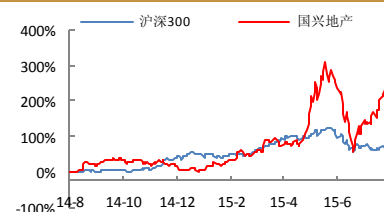
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	595.76	785.00	1105.00	1345.00
增长率	34.30%	31.76%	40.76%	21.72%
归属母公司净利润 (百万元)	74.55	91.82	114.66	141.55
增长率	24.82%	23.16%	24.88%	23.45%
每股收益 EPS (元)	0.41	0.51	0.63	0.78
净资产收益率 ROE	15.65%	16.83%	18.03%	18.91%
PE	71.38	57.96	46.41	37.59
PB	11.36	9.75	8.37	7.11

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)	8.01-34.7
总市值(亿元)	43.91
总资产(亿元)	31.21
每股净资产(元)	2.66

### 相关研究

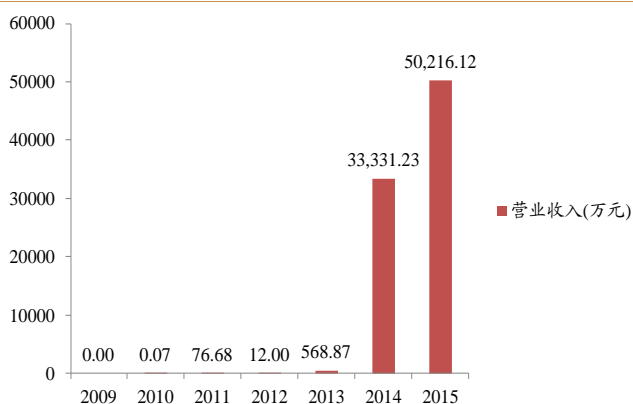
1. 国兴地产 (000838): 利好持续兑现, 公司混业前景已现 (2015-08-13)
2. 国兴地产 (000838): 利好预期持续兑现 (2015-07-13)
3. 国兴地产 (000838): 东风将至, 行情开启 (2015-05-18)
4. 国兴地产 (000838): Q1 亏损无碍全年增长 (2015-04-27)
5. 国兴地产 (000838): 主业高速增长, 融资活水将至 (2015-04-10)

## 1. 公司中报报喜

2015 年，虽然房地产市场的调整之势并未发生根本性好转，但在不利的大背景之下，国兴地产仍保持了超过 30% 的主业增长，且增长完全是源自内生业务的发展，显示出公司难能可贵的经营能力。

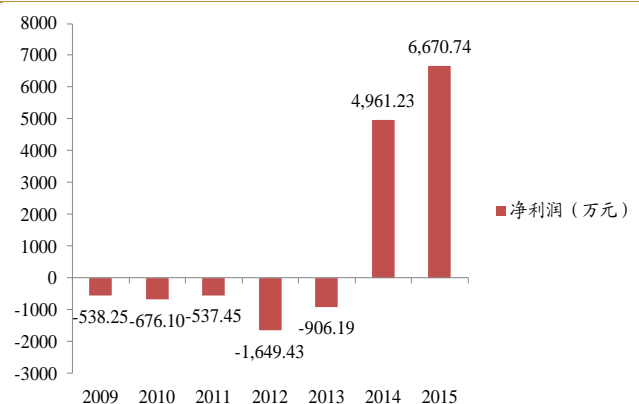
具体来看，受益于公司 10#、11#、12#楼的在 6 月底的完成交房，预收账款确认为收入的影响，公司半年度业绩大幅度增长：公司在上半年完成营业收入 5.02 亿元，同比增长 50.66%；实现净利润 6670 万元，同比增长 34%，无论是收入增速还是利润增速，在行业中都处于领先地位。

图 1：2009 年到 2015 年半年度营业收入



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：2009 年到 2015 年半年度净利润



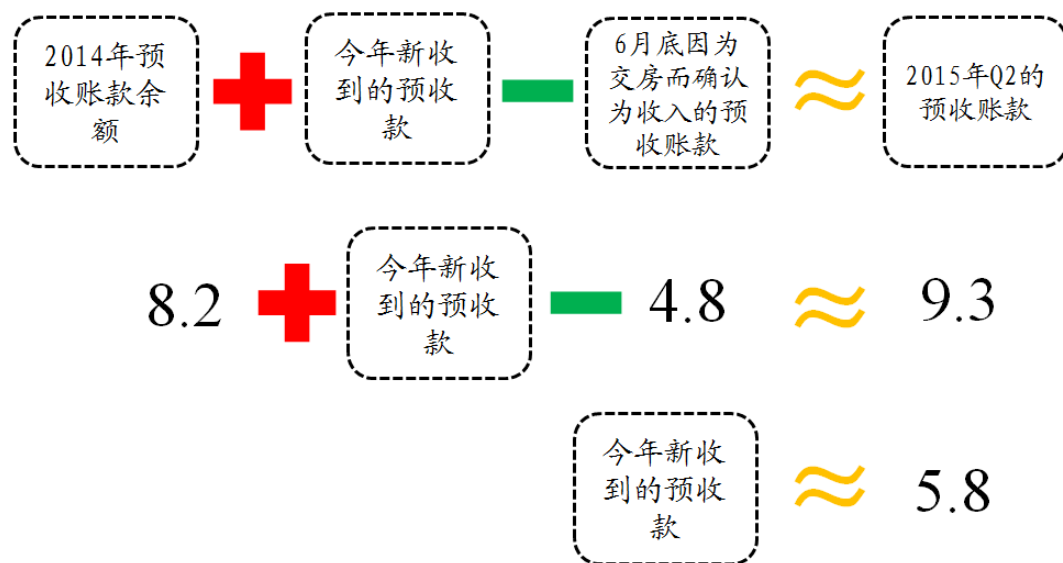
数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 预收账款进一步放大

因为房地产企业的收入是在完成交房而不是收到房款时确认，且房地产企业的预收账款几乎是预售房产所获得资金形成，所以房地产企业未来的收入在很大程度上是可以通过预收账款来确定的。

2015 年第二季度，国兴地产完成了 10#、11#、12#楼的交房，理论上而言消化掉了国兴地产约 4.8 亿元左右的预收账款（3 座楼每座 33 层楼，单层 8 套、约 530 平米，均价约 9000 元，且全部已经完成预售），但相比 2014 年国兴地产约 8.2 亿元的预收账款，2015 年上半年，预收账款扩大到了 9.3 亿元，我们预计今年上半年实现销售（纳入预收账款）为 5.8 亿元左右，具体计算如下：

图 3：今年获得的销售收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券

预收账款是公司未来收入和利润的保证，国兴地产稳定的销售收入确保了在明年 5 号、6 号、7 号、8 号、9 号楼集中交付后的公司利润。

### 3. 下半年收入增长主要靠尾房、配套和商业

经过我们和公司的确认以及草根调研的结果，“国兴·北岸江山”项目在今年下半年没有特别重大的交房会发生，也即是说，像 6 月底那样的集中业绩确认在下半年将不会出现。未来的收入主要是三个部分组成：

其一是过去存在的尾房销售。因为这一部分楼盘已经完成交房，只是还有少数部分没有卖出去，所以一旦有人购买这部分楼盘，收入将直接被确定为收入，这部分收入不确定性极强，且规模相对不会太大；

其二是商业销售。根据草根调研结果，今年约有 3.5 万平方米的商业物业将有可能在年底交房，包括 1.5 万平方米的“建新西路商业街”和 2 万平方米的“嘉陵江商业街”，其中，“建新西路商业街”预计将贡献收入为 1.8 亿；“嘉陵江商业街”因为开盘很晚，收入不会太多，暂时不做估计。

其三是车库销售。“国兴·北岸江山”项目西区车库将销售，车库规模为 1000 个车位，预计年销售 50%，按 150000 元/个的重庆车库均价，预计将贡献收入 7500 万元。

### 4. 增发将为公司注入活水

公司的增发事项可谓“一波三折”，先因为市场整体的原因，交易所暂缓了增发事项；随后因为保荐人的问题，增发事项再被暂停，直到今年 7 月 24 日，公司增发才获得证监会的正式增发批文，公司增发已经箭在弦上，预计在 8 月底、最迟 9 月初增发方案就会落地，届时，将为国兴地产注入超过 10 亿的现金。

我们认为，本次增发对公司而言具有以下意义：

- 1) 流动性注入，提高公司运营能力。国兴地产因为是一家相对较小的房地产企业，从传统信贷体系中获取流动性的能力有限，这也是导致“国兴·北岸江山”项目开发相对缓慢的重要原因之一。随着本轮增发资金到位，国兴地产后续业务将得到足够资金支持，未来业务将呈现更快的发展模式。
- 2) 增发是后续资本运作的前提。大股东本次增持公司，且增发价格也曾上调过，显示出实际控制人对于公司未来的信心。我们认为，国兴地产作为重庆财信集团旗下唯一上市公司平台，肩负集团未来发展的重要使命，增发过后，财信集团的持股比例将实现对国兴地产的绝对控股。这将便于未来财信集团对国兴地产的资本运作。

## 5. 您所要知道的财信集团

目前，市场关于国兴地产未来最大的想象空间并不仅仅局限在公司的地产业务之上，更多的关注是集中在其实际控制人对上市公司的定位和或有的资产注入。那么，究竟财信集团是怎么样一个存在，旗下有哪些资产，将决定其投资价值几何。

重庆财信企业集团有限公司成立于 1997 年，是一家以房地产、环保、金融为主营业务，兼具城市基础设施投资运营的多元化企业集团，实际控制人是卢生举先生。主要业务分为三大块：房地产、环保、金融。

### 房地产

其房地产业务除了国兴地产以外，主要是通过重庆财信房地产开发有限公司来运作。财信地产系重庆房地产企业前 8 强，并位居中国房地产开发企业 500 强第 106 位。根据国兴地产最近规划和公告相关内容，未来最有可能并入上市公司平台的财信集团房地产业务分别是：“财信·渝中城”项目、“财信·沙斌城”项目、“财信·赖特与山”项目以及“大足区龙水湖国际旅游度假区的旅游开发项目”。前三个项目预计将于 2018 年装入上市公司，最后一个项目预计 2019 年装入。

但需要注意的是：“财信·渝中城”的 2#、4#、5#号楼将于 2017 年 10 月交房；“财信·沙斌城”也将于 2016 年完成大部分交房；“财信·赖特与山”今年年底就将开始交房，而房地产业务的收入主要就是在交房的时候确认，所以三个项目即使装入上市公司，后续能带来的盈利规模也相对有限。

### 环保

财信环保公司成立于 2006 年，具有国家“环境污染治理及运营甲级资质”、“市政公用工程施工总承包资质”，公司专注于城市固体废物治理与运营、城市生活污水治理与运营、工业污水治理与运营、环保技术研发与服务等核心业务领域，财信环保实施的固废日处理量已达到 10000 吨，污水日处理量达 350000m<sup>3</sup>。

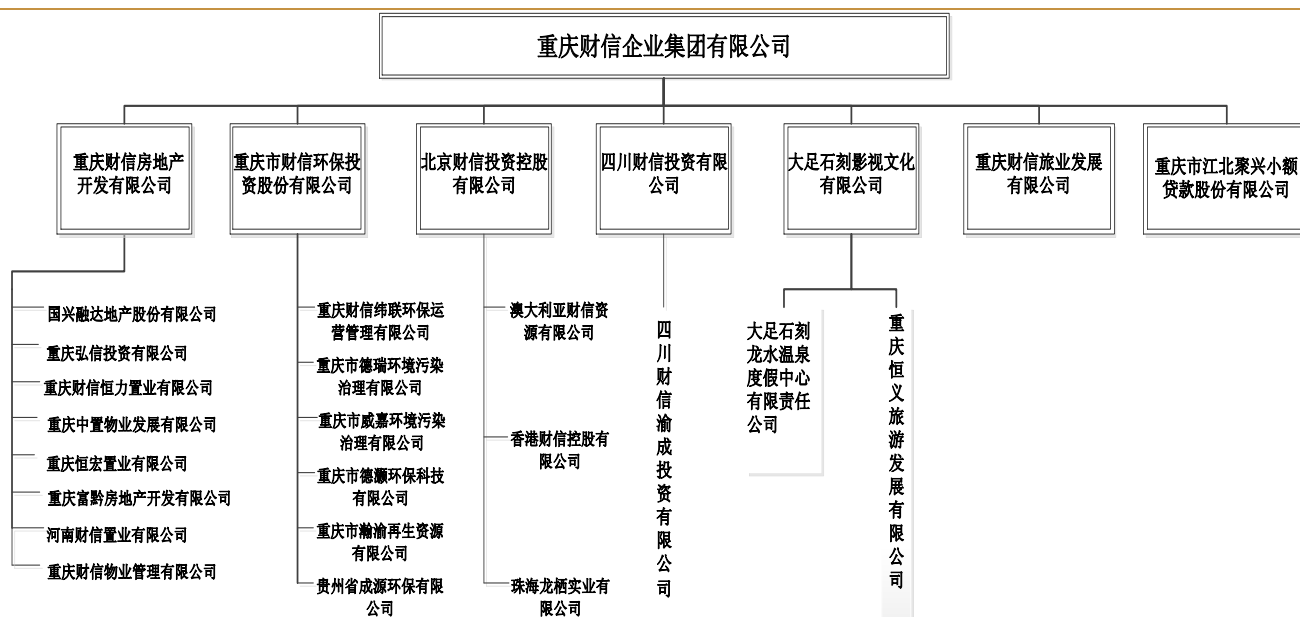
近期，公司公告，国兴地产和财信环境资源有限公司联合成立重庆财信合同能源管理有限公司，财信环境资源是财信集团旗下财信环保的全资子公司，设立该联合公司的原因是为经营和管理“国兴·北岸江山”恒温恒湿恒氧项目。

我们认为，控股股东设立该子公司的意义长远，绝非简单意义上的经营“三恒”项目，很有可能成为集团公司运作环保、能源产业业务在上市公司中的一个窗口，也是对前期市场关于大股东将资产注入国兴地产之猜想的一种兑现。

## 金融

财信集团对于金融的探索可谓孜孜不倦，参股的金融企业包括：中新大东方人寿保险股份有限公司、安诚财产保险股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、石家庄汇融银行，以及重庆市江北聚兴小额贷款股份有限公司。同时，2014 年，财信集团试图举牌重庆唯一上市券商西南证券，涉及金额数十亿，可见集团对于进入金融领域的欲望十分强烈。

图 4：财信集团组织结构



数据来源：公司公告，西南证券

## 6. 盈利预测

我们预计，国兴地产 2015 年到 2017 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.63 元、0.78 元，对应当前股价的 PE 为 57 倍、46 倍、37 倍，虽然略高于行业平均估值，但我们认为目前的股价合理且回调后有进一步上涨空间，原因是：1) 公司净利润增长超过 30%，在房地产调整的大背景下难能可贵，说明公司经营实力显著；2) 增发即将落地，届时超过 10 亿的资金将注入上市公司；3) 后续有资产注入预期，将吸引资本市场关注。鉴于以上分析，维持“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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-91.77</b>	<b>83.03</b>	<b>245.42</b>	<b>263.25</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3.76</b>	<b>-170.18</b>	<b>-190.00</b>	<b>-210.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>101.45</b>	<b>127.51</b>	<b>159.12</b>	<b>196.43</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>101.50</b>	<b>127.60</b>	<b>159.19</b>	<b>196.50</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>45.20</b>	<b>-15.33</b>	<b>-25.03</b>	<b>-30.23</b>
归属母公司股东净利润	74.55	91.82	114.66	141.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-50.34</b>	<b>-102.48</b>	<b>30.39</b>	<b>23.02</b>
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	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>2692.28</b>	<b>3128.88</b>	<b>3951.45</b>	<b>4583.45</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2223.84</b>	<b>2583.35</b>	<b>3315.45</b>	<b>3835.10</b>	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	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	150.43%	--	--	--
少数股东权益	28.74	28.74	28.74	28.74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>468.44</b>	<b>545.53</b>	<b>636.00</b>	<b>748.35</b>	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	<b>每股指标</b>				
EBITDA	105.18	136.48	184.37	240.33	每股收益	0.41	0.51	0.63	0.78
PE	71.38	57.96	46.41	37.59	每股净资产	2.59	3.01	3.51	4.13
PB	11.36	9.75	8.37	7.11	每股经营现金	-0.51	0.46	1.36	1.45
PS	8.93	6.78	4.82	3.96	每股股利	0.10	0.08	0.13	0.16
EV/EBITDA	56.75	44.48	32.76	25.04					
股息率	0.34%	0.28%	0.45%	0.55%					

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