

# 产业协调效应增强公司成长潜力

## ——卧龙地产（600173）调研快报

2011年12月27日

推荐/首次

卧龙地产

调研快报

<b>郑闵钢</b>	房地产行业分析师	执业资格证号: S1480510120012
	电话: 010-66554031	zhengmg@dxzq.ent.cn
联系人: 张鹏	电话: 010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn

### 事件:

今天我们与卧龙地产的董秘马亚军会面, 了解了公司的经营情况。

#### 关注 1: 房地产是卧龙集团三大业务之一

卧龙控股集团有限公司创建于 1984 年, 经过 20 多年的发展, 集团现拥有卧龙电气 (600580) 与卧龙地产 (600173) 两家上市公司。经过二十载拼搏与奋斗, 卧龙集团从十万元到近二十亿元资产规模, 从百余平米租赁厂房到几十万平米的现代化自建厂房, 从 6、7 个人到 3500 余名员工的专业队伍, 从简陋设备到上千台套的自动化生产线, 从单一产品到 40 多个系列、3000 多个品种的完整产品系列, 从仿制产品到拥有自主知识产权, 从单一电机制造业发展到以电机和电源产业为主体, 集房地产、金融投资为两翼的综合性集团公司。

#### 关注 2: 房地产将在中西部产业发展中谋求收益

公司地产业务起步较早, 从 94 年开始涉足房地产开发, 前身是上虞市卧龙房地产开发有限公司, 2004 年 8 月开始集团化运作, 组建浙江卧龙置业集团有限公司, 2007 年公司借壳牡丹江新材料科技股份有限公司上市, 目前房地产业务是卧龙集团三大板块之一。

公司目前的土地储备主要集中在绍兴地区、广东清远和武汉地区。公司一直以长三角和珠三角以及中西部的发达城市为目标区域, 积极进行项目拓展。未来公司看好中西部地区的发展前景, 将积极加大中西部地区的项目布置权重。

公司目前的产品结构主要以毛坯住宅为主, 未来将逐渐增加其他产品形式的比重, 例如精装住宅、商业和酒店等物业。精装住宅方面, 目前公司仅在天香华庭项目尝试 6、7 万平米的精装房, 未来将会将精装形式推广到更多项目; 持有型物业方面目前仅为少部分厂房, 未来公司可能在清远、武汉和青岛增加商业、酒店等业态。清远项目体量较大, 约 130 万平方米, 其中包括一个 8 万平方米的商贸城 (已出售) 和一个 8 万平米的综合商业 (未来公司有意自持), 目前公司已经成立营销中心, 内设招商部, 将统一对商业地产的业态进行规划, 走订单式地产的模式。青岛和武汉主要酒店, 未来公司有意招商运营。但公司同时也表示, 未来仍然以开发住宅为主, 商业地产仅是辅助。

### 关注 3: 公司在土地获取方面有独特优势

公司除了在二级市场上进行招拍挂获得土地外，还通过股权收购获取项目。公司天香西园、武汉丽景湾和青岛的嘉原盛等项目均是通过股权收购获得。未来随着房地产市场持续低迷，在更多中小公司现金回笼不畅的情况下会越来越倾向于将自己的项目整体出售，公司目前现金充足，未来将择机收购项目来扩张。另外，公司所在集团目前整体实力较强，品牌知名度高，集团旗下的制造业对于拉动区域经济发展有巨大作用。因此依靠集团的整体实力，公司在拓展新区域时谈判的主动性较强，有利于公司项目的获取。

### 关注 4: 公司管理逐步完善，价值将逐渐提升

管理是房地产开发的核心要素，公司在管理改善方面也下足功夫。目前公司成立了两个中心：

营销中心和研发中心。营销方面主要是对招商加强，要把商业的比重加大；产品研发方面则重点提高小区的设计和品位。接下来公司要更好地打造自己的品牌，并依靠精细化管理更好地治理企业，提高市场的竞争力。

在成本控制方面推行目标成本控制，严格按照目标成本管理，丽景湾的高层、两湖等，都要开始应用。

设立区域管理总部，方便区域资源的整体调配，集中优势资源，提高运营效率。

### 结论：

我们认为，公司目前布局东部三线城市和中西部经济发达的省会城市，布局区域的发展潜力巨大。未来随着中西部地区经济增长和社会投资增加，房地产的需求仍将持续旺盛，公司后期有望收获颇丰；公司未来将逐步加大精装房、商业地产的比重，使经营结构多元化，有效分散经营风险，提高品牌竞争力；公司将不断加深改进管理，走精细化管理的道路，严格控制成本、提高项目运营效率。另外，随着卧龙集团整体的稳健发展，卧龙地产作为集团下面的三大业务之一，将有望享受集团产业间互动带来的协同效应。我们预计公司 2011 年至 2013 年的销售收入分别达 12.75 亿元、16.59 亿元和 21.24 亿元，每股收益分别为 0.30 元、0.43 元和 0.57 元，对应的 PE 分别为 12.34、8.54 和 6.49。我们首次给予“推荐”的投资评级。按 12 年业绩 10 倍 PE，三个月的目标价为 4.30 元。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产合计</b>	3538	5007	6963	9051	<b>营业收入</b>	2199	1275	1659	2124
货币资金	897	3268	4636	5988	<b>营业成本</b>	1215	740	946	1211
应收账款	96	56	73	93	营业税金及附加	153	89	116	149
其他应收款	661	384	499	639	营业费用	36	22	28	36
预付款项	12	13	14	15	管理费用	69	38	50	64
存货	1801	1216	1555	1990	财务费用	8	2	2	4
其他流动资产	71	71	186	326	资产减值损失	150.01	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	122	123	121	119	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	15	13	11	10	<b>营业利润</b>	568	384	517	661
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	5.08	5.08	5.08	5.08
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	3.62	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	3660	5130	7084	9170	<b>利润总额</b>	570	384	517	661
<b>流动负债合计</b>	1466	1186	1348	1554	所得税	207	77	114	159
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	362	308	403	502
应付账款	296	162	207	265	少数股东损益	92	92	92	92
预收款项	642	731	847	996	归属母公司净利润	270	216	312	410
<b>非流动负债合计</b>	488	1995	3478	4978	EBITDA	579	388	521	667
长期借款	341	1841	3341	4841	<b>BPS (元)</b>	0.37	0.30	0.43	0.57
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	1954	3182	4826	6532		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	298	389	481	573	<b>成长能力</b>				
实收资本(或股本)	725	725	725	725	营业收入增长	110.6%	-42.00%	30.10%	28.00%
资本公积	216	216	216	216	营业利润增长	145.5%	-32.34%	34.55%	27.74%
未分配利润	401	483	601	757	归属于母公司净利润增长	98.0%	-20.17%	44.45%	31.66%
归母公司股东权益合计	1409	1560	1778	2065	<b>获利能力</b>				
<b>负债和所有者权益</b>	3660	5130	7084	9170	毛利率(%)	44.73%	42.00%	43.00%	43.00%
<b>现金流量表</b>				单位:百万元	净利率(%)	16.47%	24.11%	24.31%	23.64%
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润(%)	7.38%	4.21%	4.40%	4.47%
<b>经营活动现金流</b>	386	1165	-36	-21	ROE(%)	19%	14%	18%	20%
净利润	362	308	403	502	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	3.37	0.00	1.79	1.79	资产负债率(%)	53%	62%	68%	71%
财务费用	8	2	2	4	流动比率	2.41	4.22	5.17	5.82
应付帐款的变化	0	-134	45	58	速动比率	1.19	3.20	4.01	4.54
预收帐款的变化	0	89	116	149	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	0	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.29	0.27	0.26
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	34.22	16.82	25.80	25.61
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	11.39	5.57	8.98	8.99
投资收益	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	0	1206	1404	1373	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.30	0.43	0.57
短期借款	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	-0.11	3.27	1.89	1.86
长期借款	341	1841	3341	4841	每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.15	2.45	2.85
普通股增加	322	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-401	0	0	0	P/E	9.92	12.34	8.54	6.49
财务费用	0.00	-2	-2	-4	P/B	1.89	1.71	1.50	1.29
<b>现金净增加额</b>	386	2371	1369	1352	EV/EBITDA	4.03	3.18	2.62	2.27

### 分析师简介

---

#### 郑闵钢

房地产、建筑工程行业高级研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究至今。

### 联系人简介

---

#### 张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产行业、建筑工程研究工作至今。

### 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。