

卧龙地产 (600173)

—稳健经营，立足二三线

投资评级 推荐 评级调 首次推荐 收盘价 5.00 元

投资要点:

- **稳健经营二三线城市。**公司业务主要涉足经济较发达的二三线城市，截至目前，储备项目建筑面积 402 万平米，未结算面积 277 万平米，主要分布在清远 (47%)、武汉 (39%)、上虞 (9%)、绍兴 (5%)。

2007 年借壳上市，储备面积 230 万平米，这两年保持增长。07 年结算面积 11.8 万平米，08/09 年结算 18 万平米，10 年结算 22 万平米，近两年开工面积均保持在 30 万平米以上，稳健经营是一大特色，目前储备可供未来 3-4 年开发。

- **将继续行业内收购兼并。**公司管理层相对谨慎，不轻易在二级市场拿地，而是结合自身规模特点，较多以收购兼并方式增加储备，目前规划建筑面积中，近 80%以受让资产方式获得，未来公司重点将放在武汉、成都等潜力更大的中西部城市。

公司现有可结算储备平均楼面地价 866 元/平米，而目前的结算均价超过 9000 元/平米，以收购方式所获资产楼面地价 430 元/平米。收购模式不仅可大幅压缩建设工期，在地产行业调整阶段，更易获得优质地块，实现低成本扩张。

- **下半年将加大推盘。**上半年公司未推盘，只销售上一年度所剩尾盘，销售约 9.5 万平，销售额接近 4 亿元，2010 年销售接近 18 亿元，下半年推盘主要来自绍兴天香华庭高层、清远五洲世纪城、以及武汉丽景湾项目，估计销售额可与上一年度持平。

上半年结转收入 5.5 亿元，下半年，天香华庭一二期剩余部分，加上三期部分交付，可结转 6 亿多，另外，来自武汉丽景湾、清远五洲项目，以及天香西园、绍兴金湖湾等项目尾盘，预计结算收入同比略有下降，但项目毛利率有所提高。

- **中长期内较具发展潜力。**政策压力下，行业进入中期调整，公司产品主要涉及中高端，所受影响相对较小。至今年中期，账面资金 12 亿，来源主要为销售回款，贷款等其他融资渠道未充分利用，资金储备方面可为收购兼并提供支撑，另外，公司业务逐步转型升级，未来发展空间较大。

- **盈利预测与评级。**预计公司 2011-2012 年实现每股收益 0.46 元、0.69 元，动态 PE11X、7X，每股 RNAV 值 7.74 元，目前股价折让 35%，给予“推荐”评级。

发布时间：2011 年 8 月 16 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	7.96/4.69
上证指数/深圳成指	2626.77/11767.7
50 日均成交额(百万元)	21.94
市净率(倍)	2.57
股息率	1.40%

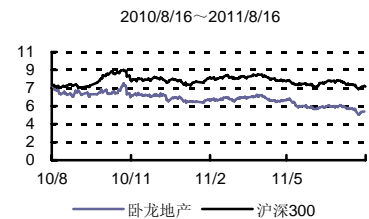
基础数据

流通股(百万股)	725.06
总股本(百万股)	725.15
流通市值(百万元)	3625.29
总市值(百万元)	3625.74
每股净资产(元)	1.94
净资产负债率	138.73%

股东信息

大股东名称	浙江卧龙置业投资有限公司
持股比例	43.32%
国元持仓情况	

52 周行情图



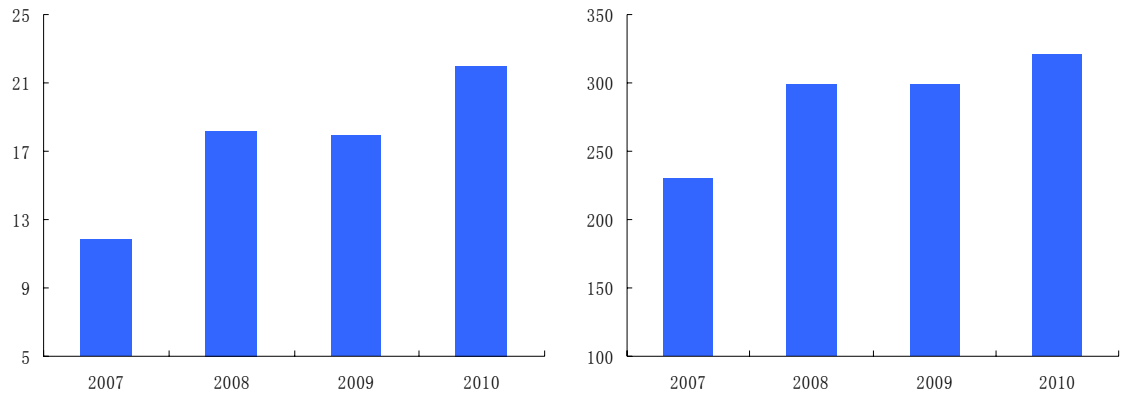
相关研究报告

联系方式

研究员： 沈亮亮
 执业证书编号：S0020511040004
 电 话： 021-68889174-1953
 电 邮： Shenliangliang@gyzq.com.cn

联系人： 赵喜娟
 电 话： (86-21) 51097188-1952
 电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地 址： 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
 (230001)

附图：公司结转面积、储备面积（右图）（万平米）



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

附表 1：公司项目储备情况（平方米，元/平方米）

地区	项目	权益	占地面积	建筑面积	未结算面积	取得时间	拿地方式	楼面地价	竣工时间
武汉	丽景湾	100%	361548	692850	548037	2010	收购	954	
上虞	天香华庭	100%	430061	424225	195517	2007	收购	1100	2011. 12
清远	五洲世纪城	50.1%	617983	1373100	1314203	2009	收购	100	2017. 12
上虞	天香西园	100%	55403	130095	27112		收购	1160	2011. 6
武汉	墨水湖	70%	154030	438728	438728	2010	招牌挂	2088	
绍兴	金湖湾	95%	139212	310385	71401	2006	招牌挂	3500	2011. 6
绍兴	两湖 2 号地块	100%	48605	72908	72908	2011	招牌挂	3580	
嵊州	山水绿都	100%	111334	216746	27808			500	
武汉	剑桥春天	100%	99667	253167	13003			600	
银川	清雅园	100%	20981	35807	6426			500	
合计			2038824	3948011	2715142			866	

资料来源：公司资料，国元证券研究中心

附表 2：公司利润表预测（百万元）

会计年度	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	832	1044	2199	1833	2320
增长率	9%	25%	111%	-17%	27%
营业成本	530	626	1215	1003	1225
毛利率	36%	40%	45%	46%	47%
营业税金及附加	58	91	153	137	186
营业费用	14	29	36	46	58
管理费用	27	38	69	64	81
财务费用	-1	1	8	6	8
资产减值损失	31	17	150	0	0
营业利润	173	243	568	577	762
增长率	15%	40%	134%	1%	32%
营业外收入	1	3	5	0	0
营业外支出	4	14	4	0	0
利润总额	169	232	570	577	762
所得税	49	73	207	173	229
净利润	120	159	362	404	534
少数股东损益	17	23	92	69	30
归属母公司净利润	102	137	270	334	503
增长率	-15%	33%	98%	24%	50%
EBITDA	173	244	579	585	772
EPS（元）	0.14	0.19	0.37	0.46	0.69

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址：www.gyzq.com.cn