

卧龙潜蟠浙粤鄂，蓄力腾飞正当时

投资要点：

● 合理区域布局，发挥三大优势

公司在二三四线城市合理布局，重点为浙江上虞、广东清远、湖北武汉。不仅享受到土地成本低、受限购影响小的固有优势，同时进一步发挥地价低、管理精、结构优的优势，通过定向招拍挂和项目并购的形式降低拿地成本、提高建设效率；及时顺应政策以及市场变化调整产品结构，加大精装修房和商业地产比例，试运营苗木公司；成立两个区域管理总部，统筹资源、强化管理。

● 借力区域规划，凸显升值潜力

公司重点项目均分布在所在城市重点开发规划区域，拥有良好的自然景观、便捷的交通、成熟的配套设施、可观的商业发展前景；同时我们通过同地段其他公司项目对比后发现，卧龙地产的项目价格均处于较低水平，对购房者来说更有吸引力，结合所在区域的不断发展，有进一步升值空间。

● 财务稳健，资金充足，销售良好

公司财务状况良好，09年公开增发所募投资项目已经开始为公司贡献利润。公司2012Q1资产负债率48.6%，其中流动负债占总负债比例61.3%，与其他上市房企相比做到逆势稳健；在稳健的财务状况下保持稳固的资金链，现金充足率达到42.4%，库存占总资产75%，无降价加速去库存回款压力，以保证项目盈利能力和长期发展潜力；销售情况方面，武汉丽景湾在今年前5个月即完成全年销售目标4-5亿元的50%，全年有望超额销售；盈利能力方面，营业利润率18.6%，销售毛利率达到42%。

● NAV折价，首次“推荐”评级

按照现有股本7.25亿来计算，在我们的假设下，算得卧龙地产的NAV为5.86元，目前股价较NAV折价28%，首次给予“推荐”评级。

● 风险提示

三、四线城市销售回暖力度差，导致公司销售不达预期

卧龙地产（600173）

推荐 首次覆盖

分析师

赵强 房地产行业首席分析师

☎：(8621) 20252661

✉：zhaoqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050002

徐军平 房地产行业分析师

☎：(8621) 20252601

✉：xujunping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050001

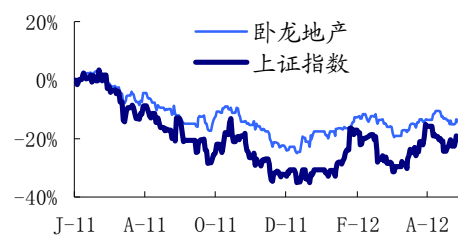
潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

相对指数表现图



目录

| | |
|------------------------------|-----------|
| 一、公司概况: | 3 |
| (一) 历史沿革——三十载, 卧龙翘首 | 3 |
| (二) 走进资本市场——借天时, 卧龙添翼 | 4 |
| (三) 股权结构 | 4 |
| (四) 主营业务 | 5 |
| 二、公司竞争优势——成本低、管理精、结构优 | 6 |
| (一) 地价优势: 三面支撑, 扩大盈利 | 6 |
| (二) 管理优势: 三位一体, 提升管理 | 8 |
| (三) 产品优势: 调整结构, 顺势而为 | 9 |
| 三、公司资产状况 | 10 |
| (一) 公司项目分布 | 10 |
| (二) 公司重点项目介绍 | 12 |
| 五、公司财务状况: 逆势稳健, 现金充裕 | 17 |
| 六、同业对比 | 20 |
| (一) 期间费用对比 | 20 |
| (二) 去库存压力对比 | 22 |
| (三) 业绩保障性对比 | 22 |
| (四) 估值情况对比 | 23 |
| 七、盈利预测 | 23 |
| 八、估值篇 | 24 |
| 附录 | 27 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 卧龙地产资本市场成长历程 | 4 |
| 图 2: 卧龙地产股权结构概况 | 5 |
| 图 3: 卧龙地产项目分布图 | 10 |
| 图 4: 卧龙地产未结算面积分布情况 | 12 |
| 图 5: 卧龙地产未结算面积成本分布情况 | 12 |
| 图 6: 卧龙地产天香华庭项目在上虞城西, 自然风光优美, 适合居住 | 13 |
| 图 7: 卧龙天香华庭周边医疗、教育、交通配套齐全 | 13 |
| 图 8: 清远市距离广州市仅有 80 公里、1 小时车程, 外来购房需求高 | 15 |
| 图 9: 卧龙清远五洲世纪城住宅项目售价在同地段中在售楼盘中处于最低 | 16 |
| 图 10: 卧龙丽景湾高层售价在同地段在售楼盘中处于低位 | 17 |
| 图 11: 卧龙地产资产负债结构健康 | 18 |
| 图 12: 卧龙地产流动负债占比少 | 19 |
| 图 13: 卧龙地产房地产业务毛利率 | 19 |
| 图 14: 卧龙地产去库存压力对比 | 22 |
| 图 15: 卧龙地产业绩保障性对比 | 22 |
| 图 16: 卧龙地产估值倍数对比 | 23 |
| | |
| 表 1: 卧龙地产项目近年所获奖项统计 | 6 |
| 表 2: 卧龙地产武汉项目拿地成本在同区域内处于低水平 | 7 |
| 表 3: 卧龙地产拿地途径统计 | 8 |
| 表 4: 卧龙地产项目简介 | 11 |
| 表 5: 卧龙地产财务费用率行业对比 | 20 |
| 表 6: 卧龙地产管理费率行业对比 | 21 |
| 表 7: 卧龙地产销售费用率行业对比 | 21 |
| 表 8: 卧龙地产项目结算进度表 | 24 |
| 表 9: 卧龙地产 NAV 估值表 | 25 |
| 表 10: 上虞经济发达, 上市公司众多 | 27 |
| 表 11: 卧龙地产对比组 | 27 |
| 表 12: 卧龙地产所获奖项 | 28 |

一、公司概况：

（一）历史沿革—三十载，卧龙翘首

“陶朱事业，端木生涯。”在中国，提起商道，必言及浙商。除了温州、杭州、宁波之外，在杭州湾南岸，有一个新兴城市上虞，正是卧龙地产所在地。

上虞市经济发达，地理位置优越，是全国综合实力百强县（市）。2011年，上虞市实现地区生产总值520.7亿元，增长10.3%，常住人口人均GDP为10343美元；2012年2月，绍嘉跨海大桥主塔结顶，随着通车在即，上虞将进入上海“两小时交通圈”，迎来飞速发展时期；此外，虽然上虞人口只有77万，却有13家上市公司（见表10），公司创始人几乎都是土生土长的上虞本土企业家，浙江企业家精神体现尽致。

卧龙控股成立于1984年，实际控制人为陈建成先生。建立之初，只有10余万的初始投资，包括陈建成在内只有6个人。经过10余年的拼搏奋斗，卧龙控股明确了以电气为主业，辅以金融和地产两块业务；发展至今，卧龙控股下属金融、地产、制造业三大集团，在A股有卧龙电气（600580）和卧龙地产（600173）两家上市公司，在国外有卧龙-ATB（0000617832AT）和卧龙-LJ公司（LIJ0.SI）两家上市公司。

卧龙地产（600173）前身为上虞市卧龙房地产开发有限公司，从94年开始涉及房地产开发业务，2007年借壳牡丹江新材料科技股份有限公司上市，2008年公司更名为卧龙地产集团股份有限公司。卧龙地产具有一级房地产开发资质，主营业务包括房地产开发，投资经营管理，建筑工程、装饰装潢工程的设计、施工，物业管理；成立以来，公司多次获得荣誉（见表12）。

原来6个人的团队也逐渐发展壮大。卧龙地产不仅拥有150余人的专业技术团队，更有一支由来自政府、企业、高校不同背景的精英组成的高水平的领导团队：范志龙副董事长曾任上虞市副市长；郭晓雄董事曾任绍兴市经济开发区开发建设公司副总经理；独立董事赵杭生和何大安先生分别现任浙江大学房地产投资研究所所长和浙江工商大学经济学院院长。拥有来自政府高度的宏观视野，来自企业层面的先进技术和管理，来自高等院校的研究能力，在政、企、学结合的科学管理下，卧龙地产的发展前景被广泛看好。

卧龙控股旗下另一上市公司卧龙电气业绩良好，知名度高，因此不仅可以在卧龙地产面临政策、市场的不稳定而出现危机时予以一定的支持，也可以优化使用集团内资源，如占地等。

（二）走进资本市场一借天时，卧龙添翼

2007 年卧龙地产借壳牡丹江新材料科技股份有限公司上市，登上资本市场的大舞台；2008 年变更简称为卧龙地产；2009 年底卧龙地产成功获批公开增发，也是至今为止上市房企最后一次公开增发。

在 2010 年房地产调控力度加大、房企融资申请受理暂缓之前，卧龙地产成功公开增发融资 7.7 亿元，募投项目分别为卧龙·天香华庭二期项目（5.2 亿元）和卧龙·五洲世纪城一期项目（2.5 亿元）。而募得来的资金也被公司用在了刀刃上，这两个重点项目进展顺利、市场仍认可度高，销售情况良好。2011 年下半年，天香华庭的高层项目、清远五洲世纪城的住宅项目陆续进入销售，开始为公司贡献现利润。

这次成功增发不仅在房地产市场的寒冬中为公司雪中送炭，也使卧龙地产进入了更多投资者的视野，也让卧龙有如添翼，有更强的实力去发展壮大。

图 1：卧龙地产资本市场成长历程



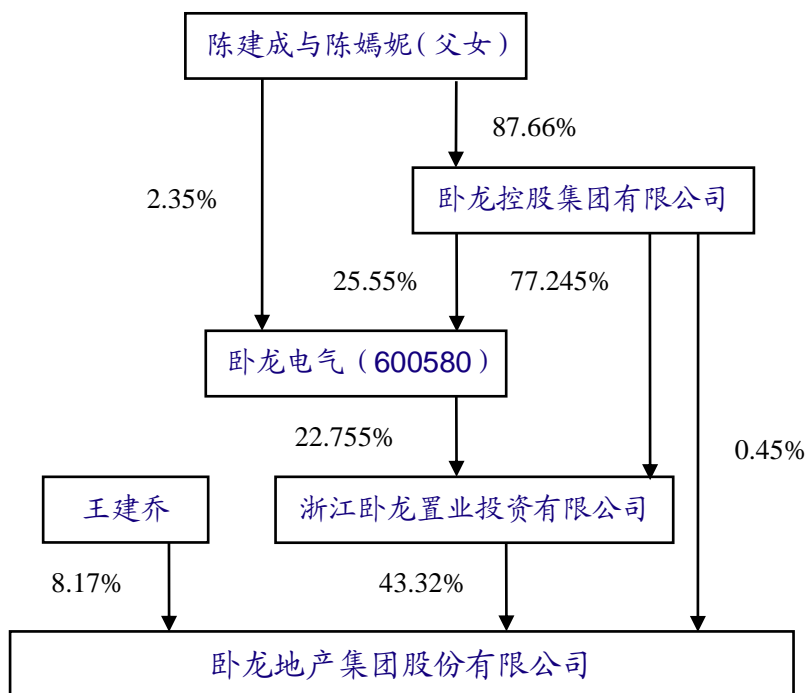
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）股权结构

卧龙地产的控股股东为浙江卧龙置业投资有限公司，持有卧龙地产 43.32% 的股份；陈建成先生其通过所控制的卧龙控股集团有限公司控制浙江卧龙置业投资有限公司，对公

司达到实际控制。

图 2: 卧龙地产股权结构概况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（四）主营业务

公司以房地产开发销售为主业，辅以物业管理业务。2011 年度，公司营业总收入为 9.92 亿元，营业利润为 3.9 亿元，房地产开发销售在这两项中的占比均为 99%以上。

在涉及房地产业务初期，公司充分借助卧龙控股集团有限公司以及关联方卧龙电气集团有限公司在所在区域的影响力，快速开拓市场。在卧龙电气完成对湖北电机厂、银川变压器厂的收购后，集团管理层顺风借力，将卧龙地产的项目拓展到武汉和银川；在随后的发展过程中，通过多年来在房地产开发销售业务领域不断积累经验，卧龙地产注重打造自身品牌，也得到了越来越多的购房者的认可以及社会的普遍认可，多个项目获得荣誉。

表 1: 卧龙地产项目近年所获奖项统计

| 项目 | 所获奖项 | 获奖时间 |
|-----------------------|--------------------|---------|
| 清远五洲 | 2010最具投资价值商业地产 | 2010.04 |
| 卧龙·剑桥春天 | 武汉市建筑工程黄鹤楼奖 | 2009.09 |
| 卧龙·天香华庭 | 中国健康宜居示范楼盘 | 2008.03 |
| 卧龙·天香华庭 | 2008中国十大生态住宅杰出项目 | 2008.02 |
| 卧龙·金湖湾 | 2008中国十大宜居住宅杰出项目 | 2008.02 |
| 卧龙·金湖湾 | 绍兴销售冠军楼盘 | 2007.07 |
| 卧龙·金湖湾 | 绍兴八大畅销楼盘 | 2007.07 |
| 卧龙·金湖湾 | 绍兴十大人气楼盘 | 2007.07 |
| 卧龙·清雅苑 | 节能地产项目 | 2007.06 |
| 卧龙·金湖湾 | 最佳人气楼盘 | 2007.01 |
| 卧龙·剑桥春天21#\27#\28#B#楼 | 建筑结构优质工程 | 2007.02 |
| 卧龙·剑桥春天 | 2006湖北房地产年度点评榜湖北名盘 | 2007.01 |
| 卧龙·金湖湾 | 最佳设计楼盘 | 2007.01 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

目前，公司出于调控政策以及潜在购买力的角度出发，以长三角经济发达的二三线地区为主要发展区域，在未来，公司将向中西部地区进一步发展，广泛布局二三四线城市。

近年来一线城市成交面积占比下降，由 2002 年的 20.2% 下降到 2010 年的 6%；同时一线城市拿地成本高、房企之间竞争激烈。卧龙地产定位于二三四线城市发展将是一个正确的选择；公司日后准备向中西部地区发展，以在地价上取得一定优势。

值得注意的是，尽管公司布局的城市有不少三四线城市，但是其经济潜力及地理位置优势都潜藏着较大的需求，为日后的销售做了铺垫。

二、公司竞争优势——成本低、管理精、结构优

（一）地价优势：三面支撑，扩大盈利

土地成本作为房地产开发销售企业最重要的成本，很大程度上决定项目的盈利空间。卧龙地产拿地的低成本为公司项目扩大利润率打下了基础，公司压缩拿地成本的途径主要有：

（1）通过“招拍挂”的方式，低成本取得大股东工业厂房改造搬迁所释放出的原厂房占地。

2009 年 1 月，公司通过挂牌取得卧龙集团原总部地块，为公司业绩作出了较大贡献。

（2）争取政府支持。通过承担保障房项目代建、参与还建房建设，一方面体现了公

司的社会责任，一方面有助于公司获得政府支持，在拿地过程中得到一定的扶持帮助，降低成本。

除了上虞的 2010 年 4 月，公司与武汉市汉阳区江堤街渔业村签订合作意向协议，参与“城中村”改造项目，涉及还建房建设规模为 32.8 万平方米，其中由公司承担还建成本的还建房面积有 27.6 万平方米；

2010 年 12 月，公司控股子公司武汉卧龙墨水湖置业有限公司竞得武汉 P（2010）175 号位于汉阳区红卫村、丰收村、渔业村（“城中村”改造项目）1 号、2 号地块，共计建筑面积 43.8 万方，总地价为 10.9 亿元，成本价格约为 2488 元/平方米。

对同期武汉汉阳区内的成交土地做出统计，列表得：

表 2：卧龙地产武汉项目拿地成本在同区域内处于低水平

| 地块位置 | 用途 | 成交价 (万元) | 建筑面积 (万方) | 成交日期 | 单位地价 (元) |
|----------------------------|-------|-------------|--------------|------------|-------------|
| 卧龙地产拍得地块：汉阳区红卫村（鲤鱼洲组团 A 包） | 居住 | 109178 | 43.8 | 2010/12/28 | 2488 |
| 汉阳区马鹦小路与马沧湖小路西南处地块 | 居住 | 22600 | 5.7 | 2012/12/7 | 3965 |
| 汉阳区马鹦小路与马沧湖小路相交西北处地块 | 居住 | 18000 | 4.5 | 2012/12/7 | 4000 |
| 汉阳区龙阳大道与龙阳湖南路交叉路口 | 居住、商业 | 34360 | 12.1 | 2010/10/29 | 2840 |
| 汉阳区梅子西路与梅子南一街地块 | 居住 | 128000 | 45.8 | 2010/9/27 | 2795 |

数据来源：搜房网、公司公告、银河证券研究部

在同一区域、同一时期内卧龙地产所拍得土地成本明显较低。而对比住宅售价，卧龙地产墨水湖项目预计售价为 7000 元/平米，同一区域内的楼盘价格普遍在 6500-8000 之间，在建安成本相同的情况下，低地价为墨水湖项目赢得了更多的利润空间。

（3）并购优势：降成本，升效率。公司一半项目的土地是通过项目收购的方式获取，一举两得之处在于：

I. 避免招拍挂的价格竞争，以较低价格取得土地；

II. 与竞拍所得新楼盘相比，并购项目的前期规划设计、政府沟通方面都完善许多，因此取得之后可以高效进行开发建设。

表 3: 卧龙地产拿地途径统计

| 城市 | 项目名称 | 权益 | 拿地方式 | 楼面地价 (元/平米) |
|----|---------|------|------|-------------|
| 上虞 | 天香华庭一期 | 100% | 并购 | 986 |
| | 天香华庭二期 | 100% | 并购 | 986 |
| | 天香西园 | 100% | 招拍挂 | 1561 |
| 绍兴 | 卧龙两湖置业 | 100% | 招拍挂 | 3356 |
| | 金湖湾 | 95% | 招拍挂 | 741 |
| 嵊州 | 山水绿都 | 100% | 招拍挂 | 1273 |
| | 剑桥春天 | 100% | 招拍挂 | 604 |
| 武汉 | 丽景湾项目 | 100% | 并购 | 1019 |
| | 武汉墨水湖 | 100% | 招拍挂 | 2488 |
| 银川 | 清雅园 | 100% | 招拍挂 | 773 |
| 清远 | 世纪城一期 | 100% | 并购 | 286 |
| | 世纪城一期商业 | 100% | 并购 | 286 |
| | 世纪城二期 | 100% | 并购 | 286 |
| 青岛 | 嘉原盛置业 | 100% | 并购 | 1952 |

数据来源: 公司公告, 银河证券研究部

公司通过多年的运作,在项目并购方面已经有了自己专门的团队,通过多年经验积累,表现出一流的财务管理能力、出色的专业技术、丰富的资源,以保证在未来长期可持续地通过并购这一渠道来降低土地成本,获得优势。

(二) 管理优势: 三位一体, 提升管理

1. 两个总部, 统筹规划

公司于 2011 年成立了武汉区域管理总部和上虞区域管理总部, 以期达到以下目标:

(1) 通过有效、充分的职权划分, 发挥区域内项目的协同效应, 加快市场反应能力;

(2) 便于优秀资源统筹管理, 协调应用, 如公关资源、销售资源; 具体项目在管理上仍以现场方式为主, 这样做到宏观统筹、微观细致, 以确保达到资源高效利用、管理目标明确、末端管理严格。

2. 两个中心, 强化实力

公司设立了营销中心和技术中心两大中心, 分别负责:

(1) 营销中心: 策划营销方案, 顺应市场变化, 通过市场实地调查研究, 调整市场定位。目前为了顺应公司加大商业地产比重的战略需求, 营销中心的招商团队实力不断加强, 正在积极为清远小商品城服务, 同时城市广场这块也在逐步加强。

(2) 技术中心: 提高项目、产品的设计和品位, 打造独特的风格, 树立自己的品牌。

目前公司正在积极为两大中心引进优秀人才, 更加巩固和强化两大中心的实力。

3. 专业咨询, 精细管理

为了改变粗放管理模式以获取高利润, 公司请了专业咨询公司设计内部管理流程, 以向精细化管理模式转变。目前该管理流程已经实施两年多, 已经展现出显著的效果, 体现在招投标制度的强化、目标成本管理的优化等众多方面。

(三) 产品优势: 调整结构, 顺势而为

面对房市调控和市场变化, 公司对产品结构做出适时调整, 从住宅、商业地产、新业务开发做了全面的调整方案:

(1) 住宅: 降低毛坯房比例, 提高精装修房比例。精装修房不仅可以通过精装修环节提高销售毛利率, 由于成本升高也可以在土地增值税征收环节取得一定优势。

以天香华庭二期为例, 在每平米的地面成本相同 (约为 800 元/平米)、建安成本相同 (约为 2300 元/平米) 的情况下, 毛坯房售价约为 8000 元/平米, 精装修售价约为 10000 元/平米, 精装修成本存在压缩空间, 毛利率存在一定的提升空间。

(2) 商业地产: 提升份额, 差异结构。在住宅市场的严厉限购政策下, 国内住宅市场收到很大的冲击。虽然卧龙地产所布局的城市中不少是没有实行限购的三四线城市, 但是公司管理层仍然未雨绸缪, 以出售、出租、自持等多种营业模式, 顺势提高商业地产份额, 以分散风险, 稳定利润来源。

青岛嘉原盛置业有限责任公司主营房地产开发, 酒店管理和物业管理, 拥有位于青岛市黄岛区银沙滩路南侧尚未开发的商服用地一块, 随着当地休闲旅游产业的兴起和交通等市政规划进一步优化, 该地的唯一性和巨大投资前景更加凸显。

(3) 园林业务: 税收优惠, 接盘服务。近年来在调控加紧、经济增速放缓的环境下, 房地产行业不景气的状况延续, 不少房企在面临收入和利润大幅下降的同时, 开始多面开花, 涉及其他业务, 如矿业等。

卧龙地产适时开始尝试园林业务, 于 2011 年底成立园林公司, 租地约 300 亩, 主要种植苗木, 目前正在试运营阶段, 我们预期到这块业务可以为卧龙地产带来的好处有:

1. 相较于矿业初始投资大、生物技术研发风险高, 园林业务初始投资金额低、业务风

险低，可以预期较为稳健的收入；

II.国家税务总局在《关于实施农林牧渔业项目企业所得税优惠问题的公告》 中对企业从事林木的培育、种植明确给予税收政策优惠，免征营业税和增值税。税收优惠提高了卧龙地产园林业务的盈利能力；

III.目前园林公司的主要业务为苗木种植，不仅可以对外出售获利，也可以为公司的楼盘服务，既保证园林公司产品销路，又可以降低房地产开发过程中的建安成本。

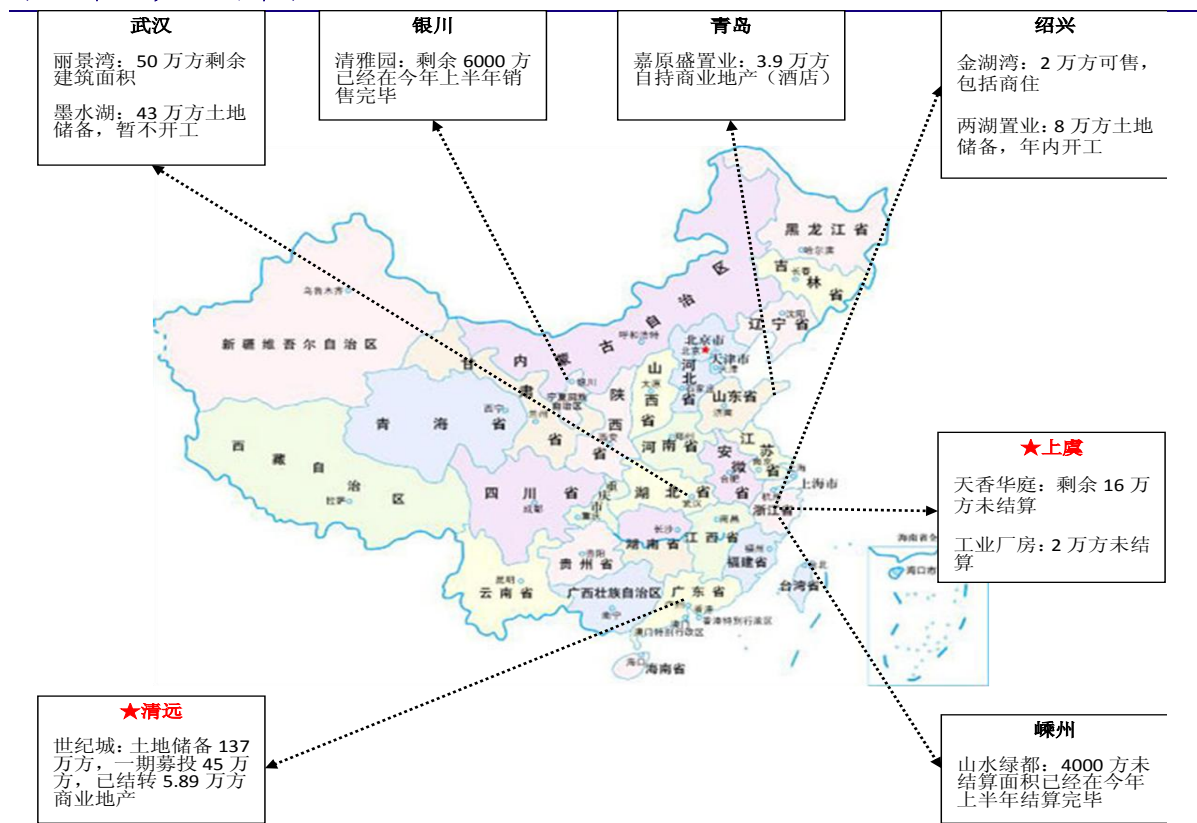
综上所述，我们认为卧龙地产适时展开相关多元化业务范围拓展，将产生一定的协同效应，对公司的盈利能力形成积极影响。

三、公司资产状况

（一）公司项目分布

公司现阶段项目分布在二三四线众多城市，包括武汉、银川、青岛、绍兴、上虞、清远；其中今年重点城市为上虞的天香华庭二期和清远世纪城项目。具体分布情况如图所示：

图 3：卧龙地产项目分布图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

我们根据公司年报以及实地调研访谈,对卧龙地产现存项目从成本以及项目规划等方面做了梳理总结,如图所示。其中,清远世纪城二期的未规划面积按照 5000 元/平方米的价格保守估计。

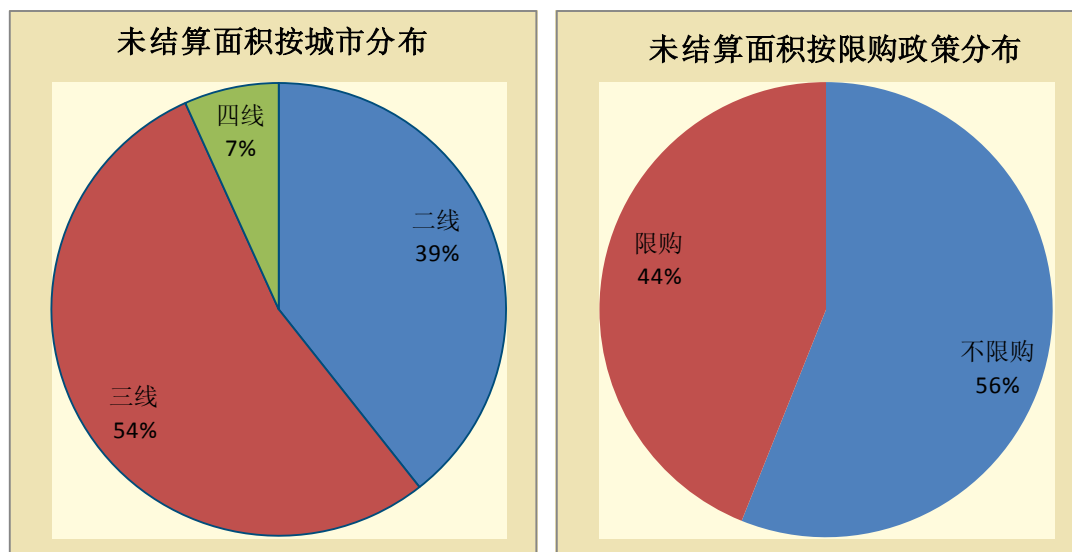
表 4: 卧龙地产项目简介

| 城市 | 城市划分 | 限购状况 | 项目 | 权益 | 规划建筑面积 (万方) | 未结算面积 (万方) | 项目构成 | 项目面积 (万平方米) / 个 | 预期售价 | 总收入 (万元) | 对应地价成本 (万元) |
|----|------|------|--------|------|-------------|------------|-------|-----------------|-------|----------|-------------|
| 二虞 | 四线 | 不限购 | 天香华庭二期 | 100% | 26 | 16 | 精装修 | 3.8 | 10000 | 38000 | 19864 |
| | | | | | | | 毛坯房 | 4.2 | 8000 | 33600 | |
| | | | | | | | 豪华住宅 | 0.4 | 20000 | 8000 | |
| | | | | | | | 商业地产 | 1.2 | 11000 | 13200 | |
| | | | 天香西园 | 100% | 13 | 0 | 车位 | 500 | 80000 | 4000 | |
| 绍兴 | 三线 | 限购 | 金湖湾 | 95% | 31 | 2.5 | 单身公寓 | 1.2 | 8500 | 10200 | 1297.5 |
| | | | | | | | 商业地产 | 0.47 | 10000 | 4700 | |
| | | | | | | | 多层住宅 | 0.3 | 8000 | 2400 | |
| | | | 两湖置业 | 100% | 7.8 | 7.8 | 住宅 | 7.8 | 8000 | 62400 | 26100 |
| 代汉 | 二线 | 限购 | 丽景湾 | 100% | 69 | 50 | 高层住宅 | 35 | 6200 | 217000 | 50000 |
| | | | | | | | 排屋、别墅 | 15 | 16000 | 240000 | |
| | | | 墨水湖 | 100% | 43 | 43 | 住宅 | 43 | 7000 | 301000 | 108600 |
| 四川 | 三线 | 限购 | 清雅园 | 100% | 3.5 | 0.6 | 住宅 | 0.6 | 6000 | 3600 | 651.6 |
| 清远 | 三线 | 不限购 | 世纪城一期 | 100% | 45 | 33.7 | 住宅 | 23.6 | 4000 | 94400 | 33000 |
| | | | | | | | 底层商业 | 2.1 | 20000 | 42000 | |
| | | | | | | | 商城 | 8 | 6000 | 48000 | |
| | | | 世纪城二期 | 100% | 92 | 82.8 | 商业综合体 | 7.2 | 20000 | 144000 | |
| | | | | | | | 未知 | 75.6 | 5000 | 378000 | |
| 青岛 | 二线 | 限购 | 嘉原盛置业 | 100% | 3.9 | | 自营酒店 | 3.9 | | | 8000 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

从公司的未结算面积分布来看,二三线城市的占比达到 90%以上, 其中三线城市占比为 54%; 从限购情况来看, 近六成未结算面积分布在未限购城市里, 当房价预期未定后可以释放出较多业绩; 此外持有的青岛嘉原盛置业项目因为用做持有营运, 未合并计算。

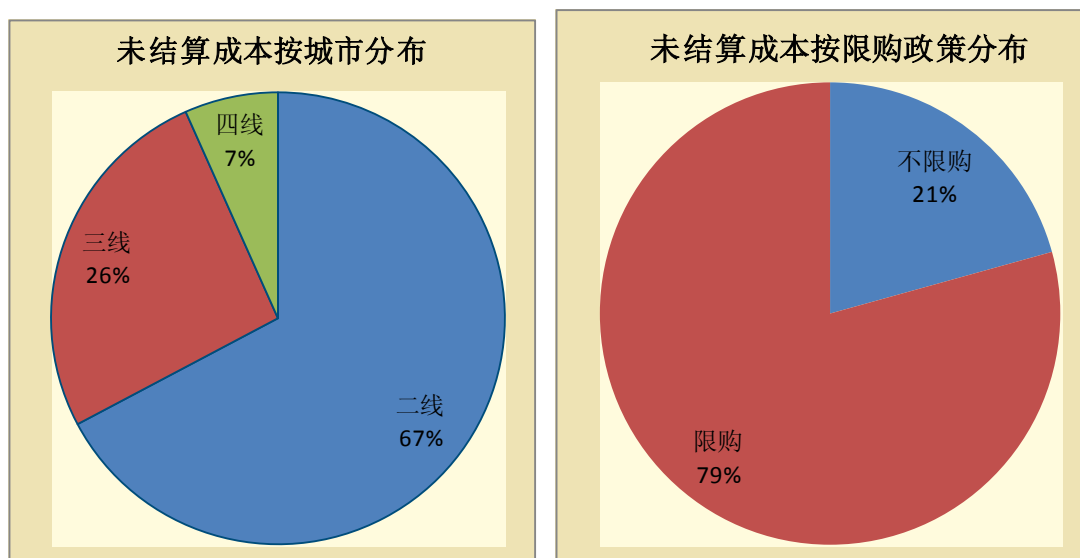
图 4：卧龙地产未结算面积分布情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

从成本角度来看，二线城市和限购城市所占比例较高。

图 5：卧龙地产未结算面积成本分布情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）公司重点项目介绍

1. 上虞天香华庭二期：借力城市规划，成熟配套+限贷潜藏需求+城南自然景观

天香华庭项目是目前上虞地区顶级的高尚生态住宅区，位于上虞市城南 3 公里处,三

面环山、植被茂盛，自然环境优越，风景宜人，适合居住。目前一期已经结算完毕，二期是今年公司的重点销售项目。

图 6: 卧龙地产天香华庭项目在上虞城南，自然风景优美，适合居住



数据来源：实地调研，中国银河证券研究部

在上海市同济城市规划设计研究院编制的《上虞市城市总体规划(2001-2020)》中，将城南片区规划为“城市高档居住区和休闲旅游区”；与此规划相对应的，是城南片区不断优化的环境与逐步完善的交通、医疗、教育、商贸配套。

图 7: 卧龙天香华庭周边医疗、教育、交通配套齐全



数据来源：绍兴大城市规划建设网，银河证券研究部

相比于一期以别墅为主的产品结构，天香华庭二期的产品结构更加多元化，在未结算面积中，包括 4000 平方米的豪宅、3.8 万方的精装修房、4.2 万方的毛坯房，售价分别为 20000、10000、8000 元每平方米；天香华庭项目为收购而来，土地成本约为 1000 元每平方米（考虑到地下面积，因此高于楼面价格），建安成本约为 2300 元每平方米，在考虑到部分精装修成本，天香华庭二期的综合毛利率约在 58%以上。

由于地段好、配套设施成熟、自然景观优美，天香华庭二期项目销售情况良好，其中 4000 平米的豪宅已经售完，今年可以结算。此外，上虞市政府处于对经济发展以及稳定性的考虑，对楼市价格采取了一定的限降措施；而通过公开信息我们了解到同在城南片区的亚厦金色家园均价为 11000 元每平方米，在价格上天香华庭二期仍有一定的优势。

虽然目前上虞市并无出台限购政策，但是在房贷方面的政策却很严格。通过我们的实地调研了解到，上虞首套贷款利率基本上都有 10%的上浮，外地人来买房基本无法获得贷款。限贷政策所压抑的购房需求在将来将有释放的可能性。

借力城市规划，拥有便捷的交通，天然的风光，齐全的教育、医疗、商贸资源，限贷政策下潜藏的购房需求，限降调控下现有的价格优势，低成本带来的高毛利，让我们对天香华庭二期的销售以及盈利前景看好。

2. 清远世纪城：核心商业区域，低成本+地理便捷+非限购

清远世纪城项目不仅是卧龙地产今年的重点项目，其丰富的土地储备也决定了其是公司未来几年的开发建设重点。

清远市距离广州市仅有 80 公里、1 小时车程，风景优美，经济发展快，有“珠三角后花园”之称，2007 年进入全国综合实力百强地级市，同年被中国城市国际协会正式授予“宜居城市清远”牌匾。

图 8：清远市距离广州市仅有 80 公里、1 小时车程，外来购房需求高



数据来源：互联网，中国银河证券研究部

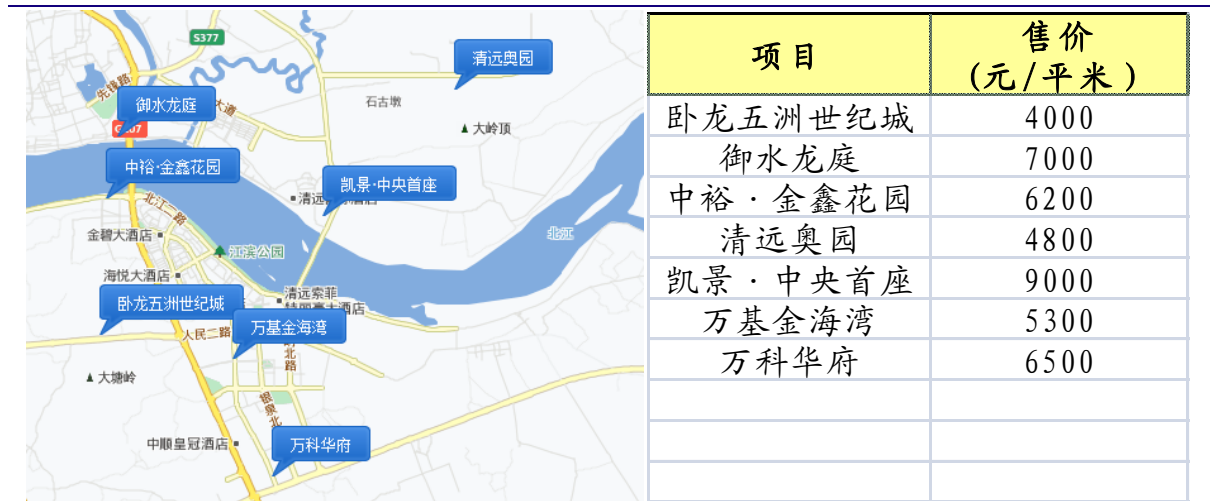
世纪城项目位于清远市区（清城区）新城区人民三路，生活方面，幼儿园、中小学、医院、邮局、银行、运动场馆、购物广场配套齐全；在一二线城市严格的限购下，以“低价+非限购+地理便捷”三重优势吸引来自广州、佛山、深圳等邻近发达地区的购房者，房价存在一定升值空间。以清远市其他楼盘为例，2011 年北部万科城推盘“悦和里”，当日 800 余套单位全部售罄；恒大金碧天下销售异常火爆，购房者 95% 以上来自广州。

清远项目建筑面积总共有 137 万方，成本 3.3 亿，地价约为 300 元每平米。世纪城一期 45 万方的规划面积包括住宅 29 万方、8 万方商业地产，另有 8 万方综合体待开发。

住宅方面，1-8 栋总面积 13 万方（含 1.1 万平商业），9-16 栋已经做好规划，将在明年开工，总面积 16 万方。单价为 4000 元每平米，地价和建安成本分别为 300 元和 2300 元每平米，扣除营业税、土地增值税、期间费用后，每平米的净利润在 600 元，毛利率和净利率分别达到 35% 和 15%。

我们将世纪城的售价与同一地段的其他住宅楼盘对比得：

图 9：卧龙清远五洲世纪城住宅项目售价在同地段中在售楼盘中处于最低



数据来源：互联网，中国银河证券研究部

在周边同地段项目中，世纪城的住宅价格最低。对于公司来说，世纪城住宅项目既具有一定的提价空间，对于购房者来说，世纪城的住宅具有更大的升值空间，在非限购的宽松政策下，我们看好卧龙地产清远项目住宅类产品未来的销售。

商贸方面，项目所在区域处在政府规划的重点发展区域内，属于清远商贸新城核心区，现已经有清远义乌商贸城、富荣农批市场、中汽南方商贸城、清远国际名车城、华南装饰城等进驻；此外，卧龙即将在此区域兴建 16 万平米卧龙广场，区域将发展成为高档商贸中心（即卧龙广场商业圈），是清远极具升值潜力的地方。

卧龙地产该项目的 8 万方商业地产已经开始营业，采取售后返租的方式，已经结转 6 万多方，根据楼层的不同，价格在 6000-10000 元每平米，剩余部分多为高层商业地产，为公司自持运营。此外，4000 多平米的商业地产将在 6 月左右开始推，都是沿街商铺，售价约为 2 万元每平米（与同区域商业地产价格持平），建安成本 3000 元每平米，毛利率高达 80% 以上。随着区域商贸的发展，我们看好清远世纪城商业地产的升值前景。

清远项目注重调整营销策略，优化销售服务。通过与搜房网合作，加大了销售力度，加快了销售进度。

除了一期规划之外，清远还剩余 92 万平的建筑面积，为二期项目。在项目的西北角规划了一个 8 万平的城市综合体，放在人口多的地方，为了保证朝向全开，可能放在街角交叉处。

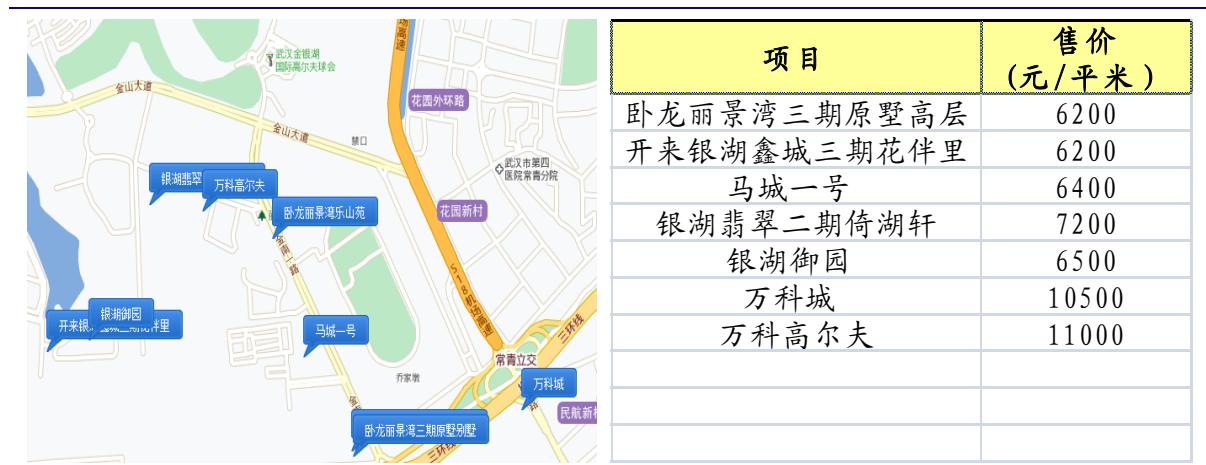
3.武汉丽景湾：核心商圈+齐全配套+自然风光

丽景湾项目坐落在常青片区与金银湖片区交界地带，不仅得享金银湖美景，同时进入王家墩城市核心商业圈，与东方马城仅一街之遥，邻近金银湖高尔夫俱乐部；交通便捷，距离天河机场及汉口火车 10 分钟车程，通有 3 条地铁线路以及多条公交线路；幼儿园、中小学、综合商场、银行、医院配套齐全。

丽景湾项目是收购得来，总建筑面积 69 万平米，收购过来时剩余 56 万平，收购成本大约为 5.6 亿元，对应的地价成本 1000/平米。2010 年及 2011 年卖的是多层，2011 年末剩余 50 万平米，包括 35 万平米的住宅（含地下）和 15 万平米的联排别墅。

我们将丽景湾的高层住宅与同地段的其他楼盘售价进行对比，可以看出丽景湾的高层住宅处于低价位；价格上的让利也使得该项目销售良好，加上与搜房网的合作，目前在推的 3 栋楼共计 5 万平米已经销售了 3 万平米；此外在建的 8 号楼共计 2 万平米年内预计可以加推。今年的销售目标是 4 至 5 亿元，现在已经完成 50%以上。

图 10：卧龙丽景湾高层售价在同地段在售楼盘中处于低位



数据来源：搜房网，中国银河证券研究部

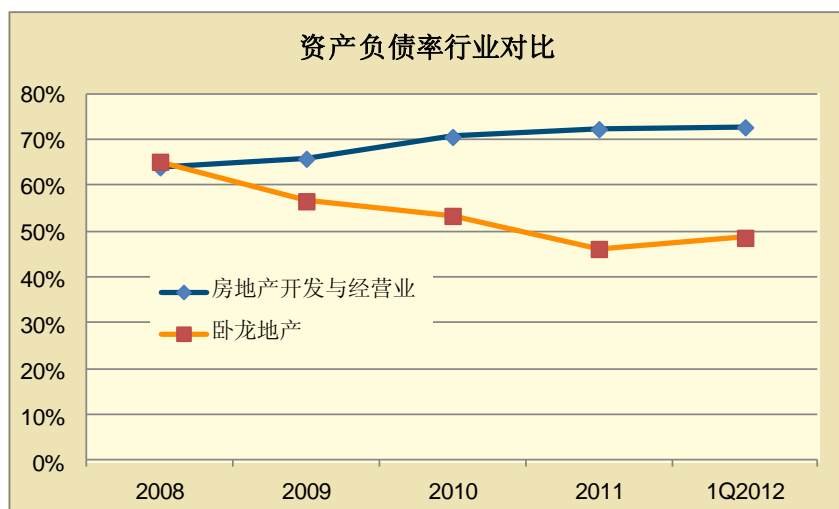
此外，丽景湾在建别墅 50 套，售价约为 1.6 万元每平米。

武汉墨水湖项目今年暂无开工计划，预期售价为 7000 元每平米。

五、公司财务状况：逆势稳健，现金充裕

近年来在严格的调控措施下房地产企业资金链日渐收紧，资产结构恶化，而卧龙地产 2011 年底的资产负债率仅为 46.19%；2012 年一季度，公司仍保持较低负债率 48.6%。

图 11: 卧龙地产资产负债结构健康



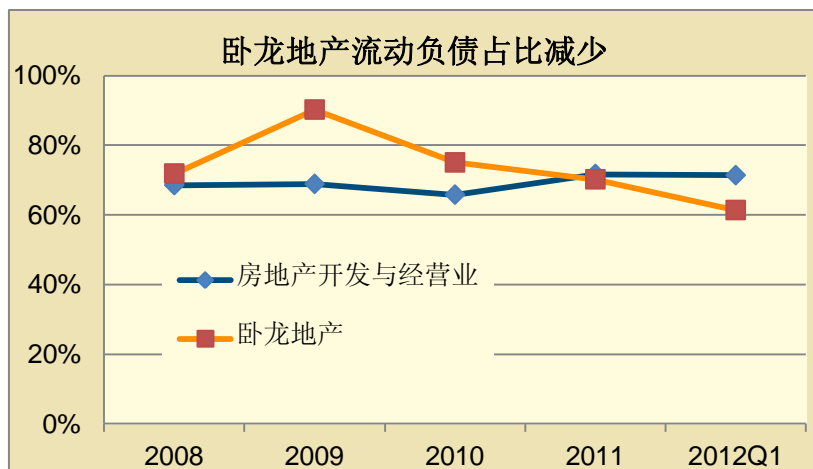
数据来源: wind、银河证券研究部

由对比不难看出,近年来在上市房企资产负债率逐渐提高的情况下,卧龙地产的资产负债率逐年下降,逆势呈现出稳健的财务风格。卧龙地产良好的财务状况主要来自于:

- (1) 公司 2009 年成功公开增发,扩大了资产规模;
- (2) 公司对于拿地扩张做到仔细审慎,避免激进;
- (3) 公司项目销售情况良好,09 年募投的上虞天香华庭二期、清远世纪城一期已经开始为公司贡献收入,缓解资金紧张程度。

除了低资产负债率之外,公司的负债结构也逐年改善,流动负债占比降低,在总负债占比小的基础上进一步降低了公司的财务风险。在 2012 年房企普遍面临严重流动性紧张的行业背景下,公司逆势稳健的财务状况成为一项核心优势。

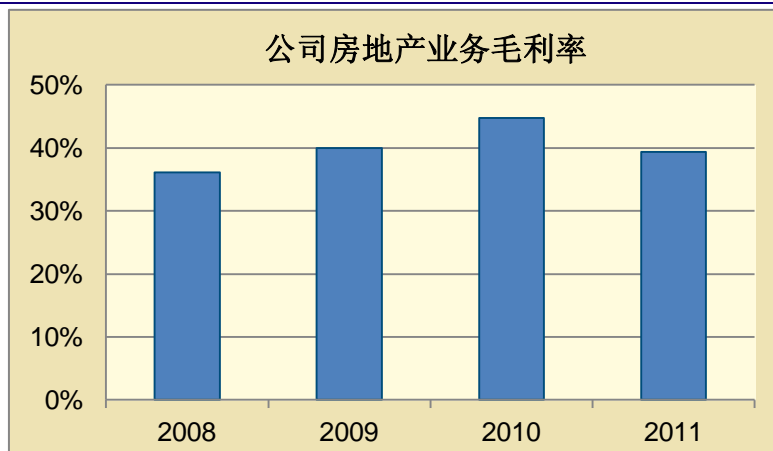
图 12: 卧龙地产流动负债占比少



数据来源: wind、银河证券研究部

此外, 公司现金充足, 一方面因为销售回款能力良好, 另一方面短期负债少, 资产负债率低、财务费用低, 因此资金链十分安全。

图 13: 卧龙地产房地产业务毛利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

房地产业务方面, 从 2008 年开始的三年内毛利率稳步上升; 2011 年在房地产行业整体低迷的背景下毛利率下跌, 但是公司的储备项目中仍有较多的高盈利能力资源, 其盈利能力或来自于以下三点:

(1) 产品本身定位档次提高 (如天香华庭二期的别墅、精装修房; 武汉丽景湾在建的别墅);

(2) 土地成本低 (如广州清远的世纪城, 地价成本仅为 300 元/平米);

(3) 地方政府微观调控 (如上虞政府出于地方宏观经济以及稳定的考虑);

(4) 卧龙地产财务状况良好，短期内无资金压力，且库存占总资产比例适中，无短期内压价促销回款压力。

此外，考虑到房地产市场在见底预期逐渐强烈的氛围中有很大的可能性企稳回暖，因此我们对于卧龙地产的整体盈利能力还是相当看好。

六、同业对比

为了合理分析卧龙地产在行业内的竞争地位，我们根据市值规模、业务范围等选取了18家上市房企与卧龙地产进行对比分析。

(一) 期间费用对比

(1) 财务费用：

因为公司的杠杆率较低，所以财务费用负担较小，在我们所选取对比的房地产上市公司中，卧龙地产的财务费用占比一直处于较低水平。

表 5：卧龙地产财务费用率行业对比

| | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | |
|---|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|
| 高 | 格力地产 | 9.6% | 广宇集团 | 4.8% | 香江控股 | 3.8% | 京投银泰 | 6.1% |
| | 凤凰股份 | 5.1% | 栖霞建设 | 2.9% | 广宇集团 | 3.3% | 凤凰股份 | 3.6% |
| | 栖霞建设 | 3.8% | 格力地产 | 2.7% | 京投银泰 | 2.9% | 合肥城建 | 2.7% |
| | 天房发展 | 3.5% | 天房发展 | 2.0% | 中航地产 | 1.8% | 亿城股份 | 2.4% |
| | 广宇集团 | 2.7% | 京投银泰 | 1.8% | 亿城股份 | 1.6% | 莱茵置业 | 2.1% |
| | 大龙地产 | 2.5% | 香江控股 | 1.0% | 凤凰股份 | 1.4% | 香江控股 | 2.0% |
| | 京投银泰 | 2.5% | 大龙地产 | 0.9% | 天房发展 | 1.1% | 中航地产 | 1.9% |
| | 亿城股份 | 1.8% | 中航地产 | 0.6% | 栖霞建设 | 0.9% | 广宇集团 | 1.6% |
| | 中航地产 | 1.7% | 天地源 | 0.5% | 合肥城建 | 0.7% | 中茵股份 | 0.9% |
| | 天地源 | 1.6% | 世荣兆业 | 0.3% | 银基发展 | 0.5% | 天房发展 | 0.8% |
| | 香江控股 | 1.1% | 卧龙地产 | 0.1% | 莱茵置业 | 0.4% | 卧龙地产 | 0.6% |
| | 世荣兆业 | 0.3% | 中江地产 | 0.0% | 卧龙地产 | 0.3% | 栖霞建设 | 0.6% |
| | 莱茵置业 | 0.0% | 凤凰股份 | 0.0% | 中茵股份 | 0.3% | 银基发展 | 0.3% |
| | 银基发展 | 0.0% | 银基发展 | 0.0% | 大龙地产 | 0.2% | 格力地产 | 0.2% |
| | 卧龙地产 | -0.1% | 中茵股份 | -0.1% | 天地源 | 0.2% | 世荣兆业 | 0.1% |
| | 广宇发展 | -0.1% | 广宇发展 | -0.2% | 中江地产 | -0.1% | 天地源 | 0.0% |
| | 中江地产 | -0.1% | 合肥城建 | -0.2% | 广宇发展 | -0.1% | 中江地产 | -0.1% |
| | 中茵股份 | -0.1% | 亿城股份 | -1.2% | 世荣兆业 | -0.1% | 广宇发展 | -0.3% |
| 低 | 合肥城建 | -1.7% | 莱茵置业 | -1.2% | 格力地产 | -0.2% | 大龙地产 | -0.4% |

数据来源：wind、银河证券研究部

(2) 管理费用：

由于公司去年着手成立上虞和上虞两个区域管理总部，所以管理费用较多，其余时间段内均保持稳定，处于较低水平。

表 6: 卧龙地产管理费率行业对比

| | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | |
|---|------|-------|------|-------|------|------|------|-------|
| 高 | 大龙地产 | 17.6% | 中航地产 | 10.9% | 香江控股 | 8.5% | 香江控股 | 14.6% |
| | 中航地产 | 10.0% | 京投银泰 | 8.7% | 京投银泰 | 8.5% | 大龙地产 | 11.4% |
| | 亿城股份 | 9.9% | 天房发展 | 7.3% | 银基发展 | 7.2% | 世荣兆业 | 8.5% |
| | 凤凰股份 | 8.9% | 香江控股 | 5.3% | 中茵股份 | 6.0% | 中茵股份 | 7.7% |
| | 格力地产 | 7.6% | 世荣兆业 | 4.4% | 天房发展 | 5.6% | 卧龙地产 | 7.2% |
| | 香江控股 | 6.5% | 中茵股份 | 4.4% | 中航地产 | 5.6% | 莱茵置业 | 7.0% |
| | 广宇集团 | 6.2% | 莱茵置业 | 4.4% | 格力地产 | 4.6% | 京投银泰 | 6.7% |
| | 合肥城建 | 5.3% | 天地源 | 4.1% | 世荣兆业 | 4.5% | 银基发展 | 6.6% |
| | 天房发展 | 5.2% | 银基发展 | 4.0% | 天地源 | 4.0% | 中航地产 | 6.5% |
| | 栖霞建设 | 4.7% | 广宇集团 | 4.0% | 大龙地产 | 4.0% | 亿城股份 | 4.4% |
| | 莱茵置业 | 4.7% | 格力地产 | 3.8% | 中江地产 | 3.8% | 天房发展 | 4.3% |
| | 银基发展 | 4.7% | 卧龙地产 | 3.6% | 广宇发展 | 3.5% | 天地源 | 4.1% |
| | 中茵股份 | 4.3% | 栖霞建设 | 3.3% | 合肥城建 | 3.4% | 格力地产 | 4.1% |
| | 天地源 | 4.2% | 亿城股份 | 3.2% | 莱茵置业 | 3.4% | 栖霞建设 | 3.9% |
| | 世荣兆业 | 4.0% | 合肥城建 | 3.1% | 卧龙地产 | 3.1% | 中江地产 | 3.6% |
| | 中江地产 | 4.0% | 中江地产 | 3.0% | 广宇集团 | 2.9% | 广宇集团 | 3.4% |
| | 卧龙地产 | 3.3% | 广宇发展 | 3.0% | 亿城股份 | 2.4% | 合肥城建 | 2.8% |
| | 京投银泰 | 2.5% | 大龙地产 | 1.7% | 栖霞建设 | 2.4% | 广宇发展 | 2.5% |
| 低 | 广宇发展 | 1.6% | 凤凰股份 | 0.7% | 凤凰股份 | 1.5% | 凤凰股份 | 1.4% |

数据来源: wind、银河证券研究部

(3) 销售费用:

公司销售费用率波动较大,在对比组中处较低水平,在销售总部运营成熟后有希望得到进一步降低。

表 7: 卧龙地产销售费用率行业对比

| | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | |
|---|------|------|------|-------|------|------|------|------|
| 高 | 中航地产 | 9.8% | 中航地产 | 10.7% | 中航地产 | 6.6% | 香江控股 | 8.6% |
| | 中江地产 | 6.9% | 天房发展 | 7.4% | 格力地产 | 6.1% | 中航地产 | 5.6% |
| | 大龙地产 | 6.1% | 格力地产 | 5.5% | 天房发展 | 5.8% | 中茵股份 | 4.9% |
| | 香江控股 | 4.9% | 京投银泰 | 4.7% | 香江控股 | 4.5% | 格力地产 | 4.7% |
| | 广宇发展 | 4.2% | 广宇发展 | 4.4% | 天地源 | 4.2% | 莱茵置业 | 4.7% |
| | 银基发展 | 4.0% | 天地源 | 4.4% | 世荣兆业 | 4.2% | 亿城股份 | 3.9% |
| | 格力地产 | 3.9% | 香江控股 | 4.3% | 中茵股份 | 3.8% | 广宇发展 | 3.7% |
| | 莱茵置业 | 3.6% | 中江地产 | 3.9% | 中江地产 | 3.7% | 世荣兆业 | 3.6% |
| | 亿城股份 | 3.4% | 银基发展 | 2.9% | 银基发展 | 3.0% | 中江地产 | 3.6% |
| | 天地源 | 3.4% | 卧龙地产 | 2.8% | 广宇发展 | 2.8% | 天地源 | 3.5% |
| | 京投银泰 | 3.2% | 莱茵置业 | 2.3% | 京投银泰 | 2.1% | 天房发展 | 3.2% |
| | 天房发展 | 3.1% | 栖霞建设 | 1.9% | 莱茵置业 | 1.9% | 卧龙地产 | 3.0% |
| | 凤凰股份 | 2.8% | 中茵股份 | 1.8% | 亿城股份 | 1.8% | 京投银泰 | 2.7% |
| | 栖霞建设 | 2.3% | 广宇集团 | 1.7% | 卧龙地产 | 1.6% | 银基发展 | 2.5% |
| | 广宇集团 | 1.8% | 世荣兆业 | 1.7% | 合肥城建 | 1.5% | 大龙地产 | 2.0% |
| | 合肥城建 | 1.7% | 凤凰股份 | 1.7% | 凤凰股份 | 1.4% | 栖霞建设 | 1.8% |
| | 卧龙地产 | 1.6% | 大龙地产 | 1.2% | 栖霞建设 | 1.1% | 凤凰股份 | 1.8% |
| | 世荣兆业 | 1.4% | 亿城股份 | 1.2% | 广宇集团 | 1.0% | 合肥城建 | 1.4% |
| 低 | 中茵股份 | 0.6% | 合肥城建 | 1.2% | 大龙地产 | 0.7% | 广宇集团 | 1.2% |

数据来源: wind、银河证券研究部

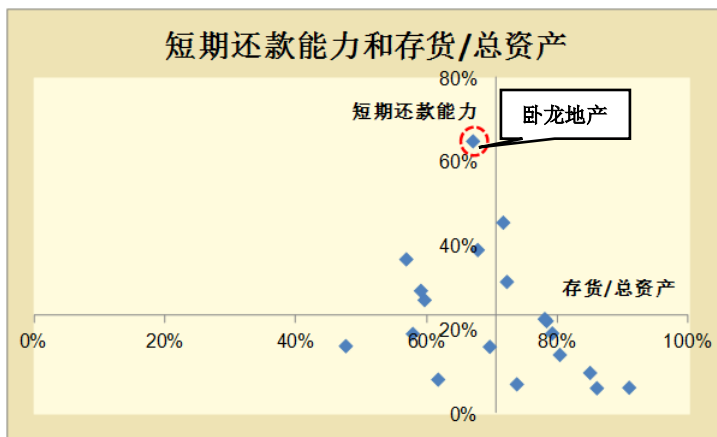
(二) 去库存压力对比

卧龙地产短期还款能力在对比组中最强，无现金流压力；存货占比也在低位，去化压力小。

注：短期还款能力=货币资金/流动负债；

剔除一个异常值

图 14：卧龙地产去库存压力对比

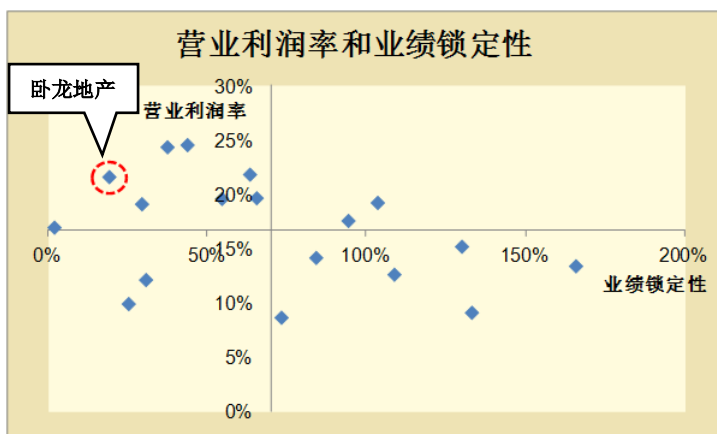


数据来源：wind、银河证券研究部

(三) 业绩保障性对比

卧龙地产营业利润率在对比组中处于较高水平，但业绩锁定性较差。

图 15：卧龙地产业绩保障性对比



数据来源：wind、银河证券研究部

注：营业利润率为近四年营业利润率平均值

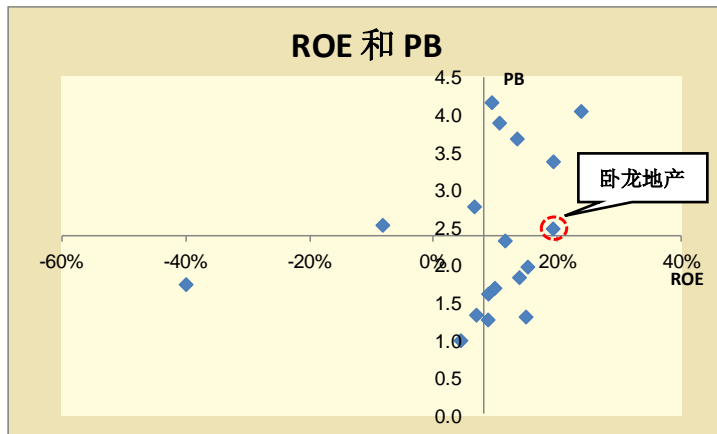
业绩锁定性=预收款/总收入（2011 年）

剔除一个异常值

（四）估值情况对比

卧龙地产盈利能力较好，但是估值处于中等水平，股价有进一步上升空间。

图 16: 卧龙地产估值倍数对比



数据来源: wind、银河证券研究部

注：剔除一个异常值

七、盈利预测

通过上市公司调研、公告分析等，我们假设：

- 1.未来三年房地产调控政策不会进一步紧缩，可能呈现微调放松趋势；
- 2.未来三年销售费用率为 2.5%，管理费用率为 5%，所得税率 25%；
- 3.未来三年个项目的结算进度如表 8 所示；

表 8: 卧龙地产项目结算进度表

| 城市 | 项目名称 | 权益 | 占地面积 (平方米) | 建筑面积 (平方米) | 预期售价 (元/平方米) | 未结算面积 (平方米) | 预计结算面积 (平方米) | | | 预计销售收入 (万元) | | |
|--------|---------|------|---------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------|---------|---------|----------------|---------|---------|
| | | | | | | | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 上虞 | 天香华庭一期 | 100% | 229,720 | 134,660 | 7,000 | 0 | 121 | 0 | 0 | 91 | 0 | 0 |
| | 天香华庭二期 | 100% | 198,570 | 261,852 | 8,000 | 105,564 | 35,350 | 35,350 | 35,350 | 28,280 | 29,694 | 31,179 |
| | 天香西园 | 100% | 55,403 | 130,095 | 5,000 | 8,204 | 8,196 | 0 | 0 | 4,098 | 0 | 0 |
| 绍兴 | 卧龙两湖置业 | 100% | 48,605 | 77,768 | 7,500 | 69,991 | 0 | 0 | 13,998 | 0 | 0 | 11,575 |
| | 金湖湾 | 95% | 139,212 | 310,385 | 8,500 | 37,692 | 13,967 | 23,744 | 0 | 11,872 | 21,192 | 0 |
| 嵊州 | 山水绿都 | 100% | 111,334 | 216,746 | 3,850 | 4,517 | 4,097 | 0 | 0 | 1,577 | 0 | 0 |
| | 剑桥春天 | 100% | 99,667 | 253,167 | 5,500 | 400 | 456 | 0 | 0 | 251 | 0 | 0 |
| 武汉 | 丽景湾项目 | 100% | 361,548 | 692,850 | 6,200 | 282,000 | 18,450 | 18,450 | 36,900 | 11,439 | 12,011 | 25,223 |
| | 丽景湾项目 | 100% | 0 | 0 | 16,000 | 135,000 | 6,750 | 6,750 | 13,500 | 10,800 | 11,340 | 23,814 |
| | 武汉墨水湖 | 100% | 154,030 | 438,728 | 7,000 | 394,855 | 0 | 0 | 39,486 | 0 | 0 | 30,473 |
| 银川 | 清雅园 | 100% | 20,981 | 35,807 | 5,500 | 6,426 | 3,223 | 3,223 | 0 | 1,772 | 1,861 | 0 |
| | 世纪城一期 | 100% | 252,281 | 450,377 | 4,000 | 316,469 | 38,644 | 57,966 | 77,288 | 15,458 | 24,346 | 34,084 |
| 清远 | 世纪城一期商业 | 100% | 0 | 0 | 20,000 | 21,000 | 10,500 | 10,500 | 0 | 21,000 | 22,050 | 0 |
| | 世纪城二期 | 100% | 365,702 | 922,723 | 4,000 | 830,451 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 青岛 | 嘉原盛置业 | 100% | 39,734 | 39,734 | 10,000 | 39,734 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 上虞 | 工业厂房 | 100% | 31,911 | 38,373 | 1,000 | 21,483 | 9,977 | 11,512 | 0 | 998 | 1,209 | 0 |
| 所有项目合计 | | | 2,108,698 | 4,003,265 | | 2,273,787 | 149,730 | 167,495 | 216,522 | 107,636 | 123,702 | 156,347 |

数据来源: 公司公告、银河证券研究部

我们算得 2012-2014 年, 公司的营业收入分别为 10.76 亿元、12.37 亿元、15.63 亿元, 净利润分别为 1.85 亿元、2.31 亿元、2.54 亿元, EPS 分别为 0.26 元, 0.32 元, 0.35 元, 对应 PE 分别为 17.5 倍、14.0 倍、12.7 倍。

八、估值篇

在 NAV 估值中, 我们假设:

1. 由于青岛嘉原盛项目虽然作为自持物业, 但是尚待规划, 因此保守估计按照每平方米 10000 元的待售商业地产估值;

2. 清远世纪城的自持物业按照出售计算;

3. 公司股本年内保持不变。

估值结果如表 9 所示:

表 9: 卧龙地产 NAV 估值表

1. 在建及拟建物业 (NAV)

| 城市 | 出售项目 | 权益 | 未结算面积 (平方米) | 比例 | 权益未结算面 积 (平方米) | 比例 | 权益净利润 (万元) | 比例 |
|-------------------------|---------|------|----------------|--------|----------------------|--------|---------------|--------|
| 上虞 | 天香华庭一期 | 100% | 0 | 0.0% | 0 | 0.0% | 21 | 0.0% |
| | 天香华庭二期 | 100% | 105,564 | 4.7% | 105,564 | 4.7% | 20,646 | 8.1% |
| | 天香西园 | 100% | 8,204 | 0.4% | 8,204 | 0.4% | 333 | 0.1% |
| 绍兴 | 卧龙两湖置业 | 100% | 69,991 | 3.1% | 69,991 | 3.1% | 4,997 | 2.0% |
| | 金湖湾 | 95% | 37,692 | 1.7% | 35,807 | 1.6% | 7,847 | 3.1% |
| 嵊州 | 山水绿都 | 100% | 4,517 | 0.2% | 4,517 | 0.2% | 251 | 0.1% |
| | 剑桥春天 | 100% | 400 | 0.0% | 400 | 0.0% | 47 | 0.0% |
| 武汉 | 丽景湾项目 | 100% | 282,000 | 12.5% | 282,000 | 12.5% | 26,386 | 10.4% |
| | 丽景湾项目 | 100% | 135,000 | 6.0% | 135,000 | 6.0% | 53,537 | 21.1% |
| | 武汉墨水湖 | 100% | 394,855 | 17.5% | 394,855 | 17.5% | 43,296 | 17.0% |
| 银川 | 清雅园 | 100% | 6,426 | 0.3% | 6,426 | 0.3% | 648 | 0.3% |
| | 世纪城一期 | 100% | 316,469 | 14.1% | 316,469 | 14.1% | 22,177 | 8.7% |
| 清远 | 世纪城一期商业 | 100% | 21,000 | 0.9% | 21,000 | 0.9% | 10,780 | 4.2% |
| | 世纪城二期 | 100% | 830,451 | 36.9% | 830,451 | 36.9% | 55,646 | 21.9% |
| 青岛 | 嘉原盛置业 | 100% | 39,734 | 1.8% | 39,734 | 1.8% | 7,420 | 2.9% |
| 总计 | | | 2,252,304 | 100.0% | 2,250,419 | 100.0% | 254,033 | 100.0% |
| 2. 自持物业增值额 (NAV) (万元) | | | | | | | | |
| 3. 物业管理和其它业务 (NAV) (万元) | | | | | | | | |
| 公司股东权益 (万元) | | | | | | | | |
| 公司重估净资产合计 (NAV) (万元) | | | | | | | | |
| 总股本 (万) | | | | | | | | |
| 每股净资产值 (NAV) 2012E (元) | | | | | | | | |

数据来源: 公司公告、银河证券研究部

我们测得卧龙地产的每股净资产值为 5.86 元, 目前股价折价 28%, 存在升值空间。

| 利润表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 资产负债表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 994 | 1076 | 1237 | 1563 | 现金及现金等价物 | 669 | 3056 | 3196 | 3732 |
| 营业成本 | 512 | 212 | 206 | 588 | 应收款项 | 116 | 126 | 145 | 183 |
| 营业税金及附加 | 93 | 231 | 273 | 221 | 存货净额 | 2130 | 1076 | 1165 | 1971 |
| 销售费用 | 30 | 27 | 31 | 39 | 其他流动资产 | 144 | 1399 | 1608 | 2033 |
| 管理费用 | 72 | 54 | 62 | 78 | 流动资产合计 | 3060 | 5658 | 6113 | 7918 |
| 财务费用 | 6 | 47 | 55 | 51 | 固定资产 | 17 | 15 | (14) | (43) |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 无形资产及其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | (26) | (26) | (26) | (26) | 投资性房地产 | 103 | 103 | 103 | 103 |
| 其他收入 | (90) | (231) | (273) | (221) | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 165 | 248 | 311 | 339 | 资产总计 | 3180 | 5776 | 6203 | 7979 |
| 营业外净收支 | (1) | 0 | 0 | 0 | 短期借款及交易性金融负债 | 447 | 1200 | 1200 | 1200 |
| 利润总额 | 165 | 248 | 311 | 339 | 应付款项 | 213 | 156 | 169 | 285 |
| 所得税费用 | 35 | 62 | 78 | 85 | 其他流动负债 | 370 | 2084 | 2277 | 3695 |
| 少数股东损益 | (12) | 1 | 2 | 0 | 流动负债合计 | 1030 | 3440 | 3646 | 5180 |
| 归属于母公司净利润 | 141 | 185 | 231 | 254 | 长期借款及应付债券 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| 发行在外股份数量(百万股) | 725 | 725 | 725 | 725 | 其他长期负债 | 142 | 142 | 142 | 142 |
| 关键财务与估值指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 长期负债合计 | 438 | 438 | 438 | 438 |
| 每股收益 | 0.19 | 0.26 | 0.32 | 0.35 | 负债合计 | 1469 | 3878 | 4084 | 5619 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.02 | 0.02 | 少数股东权益 | 211 | 212 | 214 | 214 |
| 每股净资产 | 2.07 | 2.32 | 2.63 | 2.96 | 股东权益 | 1500 | 1686 | 1905 | 2147 |
| ROIC | 10% | 21% | 48% | 50% | 负债和股东权益总计 | 3180 | 5776 | 6203 | 7979 |
| ROE | 9% | 11% | 12% | 12% | 现金流量表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| ROA | 4.4% | 3.2% | 3.7% | 3.2% | 净利润 | 141 | 185 | 231 | 254 |
| 毛利率 | 39% | 59% | 61% | 48% | 资产减值准备 | (123) | (27) | 0 | 0 |
| 净利润率 | 14% | 17% | 19% | 16% | 折旧摊销 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| EBIT Margin | 20% | 30% | 32% | 27% | 公允价值变动损失 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| EBITDA Margin | 20% | 30% | 32% | 27% | 财务费用 | 6 | 47 | 55 | 51 |
| 收入增长 | -55% | 8% | 15% | 26% | 营运资本变动 | (526) | 1419 | (110) | 266 |
| 净利润增长率 | -48% | 31% | 25% | 10% | 其它 | 112 | 27 | 2 | 0 |
| 资产负债率 | 53% | 71% | 69% | 73% | 经营活动现金流 | (368) | 1634 | 151 | 549 |
| 流动比率 | 3.0 | 1.6 | 1.7 | 1.5 | 资本开支 | 145 | 0 | 0 | 0 |
| 速动比率 | 0.9 | 1.3 | 1.4 | 1.1 | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 46% | 67% | 66% | 70% | 投资活动现金流 | 145 | 0 | 0 | 0 |
| 利息覆盖倍数 | 45 | 12 | 12 | 13 | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款周转率 | 8.54 | 8.54 | 8.54 | 8.54 | 负债净变化 | (45) | 0 | 0 | 0 |
| 存货周转率 | 0.24 | 0.20 | 0.18 | 0.30 | 支付股利、利息 | 0 | 0 | (12) | (13) |
| 应付账款周转率 | 2.40 | 1.36 | 1.22 | 2.06 | 其它融资现金流 | 86 | 753 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 57.96 | 72.57 | 62.03 | 63.58 | 融资活动现金流 | (4) | 753 | (12) | (13) |
| 净资产周转率 | 0.66 | 0.64 | 0.65 | 0.73 | 现金净变动 | (227) | 2387 | 140 | 536 |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 0.4% | 货币资金的期初余额 | 897 | 669 | 3056 | 3196 |
| P/E | 22.9 | 17.5 | 14.0 | 12.7 | 货币资金的期末余额 | 669 | 3056 | 3196 | 3732 |
| P/B | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 企业自由现金流 | (202) | 1663 | 186 | 580 |
| EV/EBITDA | 23.8 | 21.9 | 18.6 | 21.2 | 权益自由现金流 | (161) | 2381 | 145 | 542 |

附录

表 10: 上虞经济发达, 上市公司众多

| 代码 | 名称 | 股票简称 | 上市地点 | 首发上市日期 | 城市 |
|-----------|------|------|------|------------|-----|
| 300316.SZ | 鼎盛机电 | 鼎盛机电 | 深圳 | 2012/5/11 | 上虞市 |
| 002602.SZ | 世纪华通 | 世纪华通 | 深圳 | 2011/7/28 | 上虞市 |
| 002440.SZ | 闰土股份 | 闰土股份 | 深圳 | 2010/7/6 | 上虞市 |
| 002375.SZ | 亚厦股份 | 亚厦股份 | 深圳 | 2010/3/23 | 上虞市 |
| 600340.SH | 华夏幸福 | 华夏幸福 | 上海 | 2003/12/30 | 上虞市 |
| 600352.SH | 浙江龙盛 | 浙江龙盛 | 上海 | 2003/8/1 | 上虞市 |
| 600580.SH | 卧龙电气 | 卧龙电气 | 上海 | 2002/6/6 | 上虞市 |
| 600261.SH | 阳光照明 | 阳光照明 | 上海 | 2000/7/20 | 上虞市 |
| 000967.SZ | 上风高科 | 上风高科 | 深圳 | 2000/3/30 | 上虞市 |
| 600173.SH | 卧龙地产 | 卧龙地产 | 上海 | 1999/4/15 | 上虞市 |

数据来源: wind、银河证券研究部

表 11: 卧龙地产对比组

| 证券代码 | 证券名称 | EPS | | | PB | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | | 2011A | 2012E | 2013E | 2011A | 2012E | 2013E |
| 600173.SH | 卧龙地产 | 0.19 | 0.26 | 0.32 | 22.90 | 17.50 | 14.00 |
| 600162.SH | 香江控股 | 0.06 | 0.52 | NA | 101.57 | 11.32 | NA |
| 600159.SH | 大龙地产 | 0.33 | 1.45 | NA | 10.91 | 2.51 | NA |
| 600185.SH | 格力地产 | 0.44 | 0.73 | 0.83 | 14.54 | 8.78 | 7.66 |
| 002208.SZ | 合肥城建 | 0.50 | 0.67 | 0.89 | 13.03 | 9.77 | 7.40 |
| 600053.SH | 中江地产 | 0.04 | NA | NA | 192.30 | NA | NA |
| 002133.SZ | 广宇集团 | 0.58 | 0.66 | 0.79 | 10.55 | 8.57 | 7.26 |
| 000537.SZ | 广宇发展 | 0.55 | 0.71 | 0.76 | 13.99 | 10.83 | 10.07 |
| 000558.SZ | 莱茵置业 | 0.10 | 0.36 | 0.16 | 51.65 | 14.03 | 31.81 |
| 000511.SZ | 银基发展 | 0.03 | 0.04 | 0.05 | 133.83 | 104.92 | 97.00 |
| 000616.SZ | 亿城股份 | 0.30 | 0.43 | 0.50 | 12.63 | 8.83 | 7.69 |
| 002016.SZ | 世荣兆业 | 0.18 | 0.41 | NA | 42.74 | 19.17 | NA |
| 600665.SH | 天地源 | 0.32 | 0.41 | 0.47 | 15.02 | 11.03 | 9.28 |
| 600322.SH | 天房发展 | 0.24 | 0.34 | 0.33 | 15.52 | 11.15 | 11.45 |
| 000043.SZ | 中航地产 | 1.55 | 1.11 | 1.28 | 6.47 | 6.40 | 6.83 |
| 600745.SH | 中茵股份 | 0.54 | 0.45 | NA | 20.08 | 24.16 | NA |
| 600533.SH | 栖霞建设 | 0.26 | 0.37 | 0.41 | 15.87 | 11.26 | 10.00 |
| 600683.SH | 京投银泰 | 0.16 | 0.45 | 0.47 | 32.21 | 11.43 | 11.00 |
| 600716.SH | 凤凰股份 | 0.32 | 0.46 | 0.62 | 17.38 | 12.10 | 8.86 |

数据来源: wind、银河证券研究部

表 12: 卧龙地产所获奖项

| 项目名称 | 奖项名称 | 获奖日期 |
|--------|------------------------|---------|
| 卧龙地产集团 | 浙江省房地产品牌30强 | 2011.05 |
| 卧龙地产集团 | 中国房地产最具发展潜力企业 | 2010.04 |
| 卧龙地产集团 | 上虞市现代服务业十强企业 | 2010.02 |
| 卧龙地产集团 | 上虞市地方财政贡献奖企业 | 2010.02 |
| 卧龙地产集团 | 2009浙江省房地产开发企业20强 | 2009.12 |
| 卧龙地产集团 | 第五届中国证券市场年会金凤凰奖 | 2009.11 |
| 卧龙地产集团 | 绍兴市2008年度“房地产AAA级诚信企业” | 2008.11 |
| 卧龙地产集团 | 2008中国最具影响力品牌企业 | 2008.02 |

数据来源: wind、银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

赵强、潘玮，房地产行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn