

卧龙地产(600173)

公司研究/深度报告

背靠“东方西门子”，翰龙腾飞正当时

民生精品---深度报告/房地产行业

2012年12月7日

报告摘要:

● 背靠东方西门子，区域扩张有潜力

公司权益土地储备约 246 万平，分布在上虞，武汉，清远，绍兴，嵊州，银川，青岛等地。大股东卧龙控股以电气制造起家，在完成收购奥地利的 ATB 后，离“东方西门子”的愿景更近一步，地产业务作为大股东三大产业之一，依托大股东的雄厚实力不断发展壮大。

● 以二线省会和城镇化率不超过50%的三线城市为核心，追求高性价比高利润率

公司较早布局二三线城市，对进入城市的选择有明确目标，以二线省会和城市化率不超过 50% 的三线城市为主。在项目选择上，公司追求高性价比。善于并购方式获得项目，以节约成本，提高周转速度。通过参与城中村改造及保障房建设获取土地成本的优惠。通过配套商业及精装修品质等方式提高产品附加值。

● 2010年以来项目储备迅速增加，明年销量或有显著提升

公司 2010 年和 2011 年项目储备显著增加，未结权益建面分别增长 45.76% 和 18.78%。项目储备的增加为公司未来销售收入的增长提供基础。今年公司新开工面积约 30 万平米，预计销售回款将达到 7 亿元，明年计划新开工面积 53 万平，计划回款额 16 亿元，较今年有显著提升。

● 在调控中修炼内功，拒绝冬眠

在政策调控的高压下，公司并未选择冬眠，而是适时对管理部门进行调整。成立武汉和上虞区域管理总部，增加区域内项目的协同效应。成立设计中心和营销中心，形成“两头大，中间小”的管理模式，提高效率，节约成本。

● 财务分析

公司项目相对较少且售价差异较大，各年度计算项目不一使得收入和利润波动较大。2011 年开始的因结转收入的下降使得管理费用率短期迅速提高，未来随着结转收入的提升及管理模式的有效运作，管理费用率将回归合理水平，资金充裕，短期流动性较好。

● 投资建议

预测未来三年公司收入分别为 7.3 亿元，12.2 亿元和 18.3 亿元，EPS 分别为 0.12 元，0.21 元和 0.35 元。目前股价对应 PE2013 年和 2014 年 PE 分别为 17 倍和 10 倍。NAV 估值 5.26 元，现有股价折价 36%。给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

公司项目竣工进度低于预期；项目销售受阻；地产行业调控政策超预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	994	734	1221	1834
增长率(%)	-55%	-26%	66%	50%
归属母公司股东净利润(百万元)	141	86	154	256
增长率(%)	-48%	-39%	79%	66%
每股收益(元)	0.19	0.12	0.21	0.35
PE	17.3	28.4	15.9	9.5
PB	1.63	1.54	1.40	1.22

资料来源：民生证券研究院

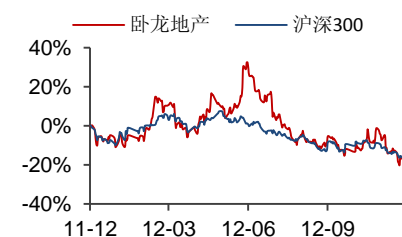
强烈推荐

首次

交易数据(2012-12-6)

收盘价(元)	3.47
近 12 个月最高/最低	5.5/3.18
总股本(百万股)	725.15
流通股本(百万股)	725.06
流通股比例(%)	99.99%
总市值(亿元)	25.16
流通市值(亿元)	25.16

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：肖肖

执业证书编号：S1000510120050

电话：(86755) 2266 2097

Email: xiaoxiao@mszq.com

分析师：赵若琼

执业证书编号：S0100511010006

电话：(8610)8512 7648

Email: zhaoruqiong@mszq.com

相关研究

目录

一、背靠“东方西门子”，区域扩张有潜力.....	3
1. 土地储备质优价廉，项目规模持续提升	3
2. 公司将依托大股东雄厚实力不断发展壮大	5
二、较早布局二三线城市，追求高性价比高利润率.....	6
1. 以二线省会和城镇化率不高于 50% 的三线城市为目标区域.....	6
1) 地铁线开通利好楼市，预计 2013 年武汉楼市量价齐升	7
2) 武广高铁开通增强清远区域辐射力，将加快清远城市化进程	7
2. 以收购方式增加土地储备，缩短开发周期，降低土地成本.....	8
3. 谨慎务实，性价比高是前提	10
1) 除收购项目外，还通过参与城中村改造及保障房建设的方式换来地价的优惠	10
2) 提高项目附加值.....	10
三、项目储备大幅增加，2013 年可售货量充足.....	11
四、在调控中修炼内功，拒绝冬眠.....	12
1. 整合部门，提升管理效率	12
2. 抓产品设计，抓营销	12
五、财务分析	13
1. 收入和利润波动较大	13
2. 管理费用上升导致净利率下降，但预计仅是短期现象.....	13
3. 资金充裕，短期流动性好	14
4. 销售回款今年二季度已回正，预计明年投资支出将加快.....	14
六、盈利预测和估值	16
七、重点项目进度状况	18
1. 上虞天香华庭今年 11 月初推出精装修户型，已去化 80%	18
2. 武汉丽景湾高层销售好，今年开始结算	19
3. 清远五洲世纪城商业已运营，住宅今年开始结算	20
4. 武汉墨水湖明年开工销售	20
5. 绍兴两项目，金湖湾剩余单身公寓 188 套，两湖项目明年开工	20
插图目录	22
表格目录	22

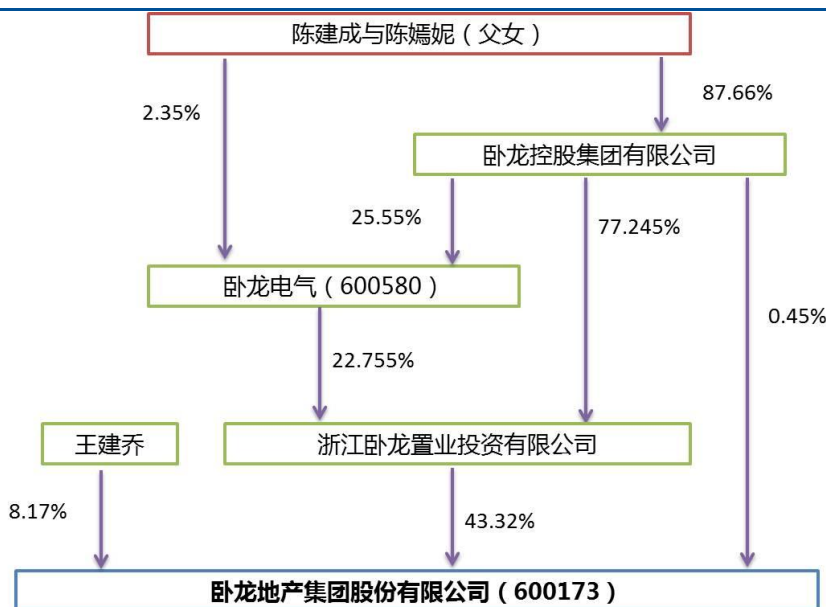
一、背靠“东方西门子”，区域扩张有潜力

1. 土地储备质优价廉，项目规模持续提升

公司是定位于二三线城市的地产开发商。公司前身卧龙集团房地产开发公司成立于1994年，2000年改制为上虞市卧龙房地产开发有限公司，2007年大股东收购黑龙江省牡丹江新材料科技股份有限公司，并完成资产置换更名为卧龙地产。上市当年公司权益未结建筑面积为140万平，经过几年的发展壮大，2011年末公司权益未结算建面245.12万平，项目分布在上虞，武汉，清远，绍兴，嵊州，银川，青岛等地。

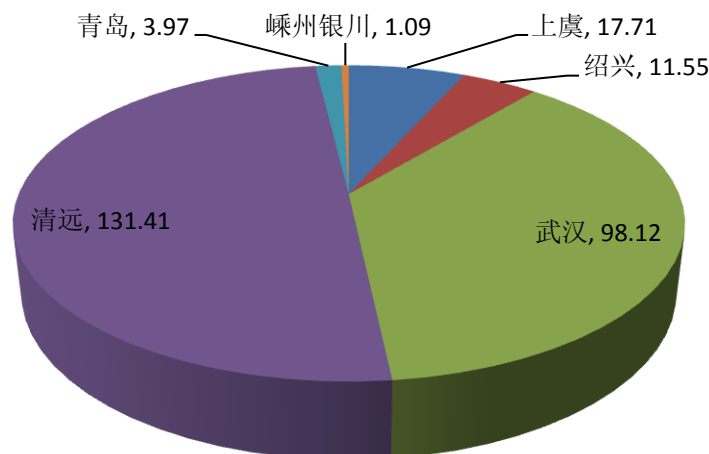
公司实际控制人为陈建成与陈嫣妮父女，其二人控股的卧龙控股集团有限公司通过卧龙置业控制卧龙地产。公司控股股东及其一致行动人合计持有公司51.94%的股权。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 2：2011 年末项目未结建面区域布局图



资料来源：公司年报，民生证券研究院

表 1: 项目储备详情

项目名称	所在城市	权益	建面 (万平米)	2011 年末未结算权益建面 (万平方米)	楼面地价 (元/平方米)	预计售价
天香华庭	上虞	100%	42.42	16.89	980	10574
天香西园	上虞	100%	13.01	0.82	1561	10000
绍兴金湖湾	绍兴	95%	31.04	3.58	750	6542
绍兴两湖	绍兴	100%	7.78	7.78	3355	8000
丽景湾高层	武汉	100%	46.21	46.41	1019	6489
丽晶湾别墅	武汉	100%	8.00	7.80	1019	15904
剑桥春天	武汉	100%	25.32	0.04	/	5000
墨水湖	武汉	60%	43.87	26.32	2488	8000
五洲世纪城住宅	清远	100%	119.31	122.21	280	4726
五洲世纪城一期商业	清远	100%	16.00	7.20	280	6000
五洲世纪城一期底商	清远	100%	2.00	2.00	280	12816
山水绿都	嵊州	100%	21.67	0.45	/	0
清雅园	银川	100%	3.58	0.64	773	5500
青岛嘉原盛	青岛	100%	3.97	3.97	1952	10000
合计			384.18	246.11	871	6565

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

2、公司将依托大股东雄厚实力不断发展壮大

公司大股东卧龙控股成立于 1984 年，以生产电机起家，经过近 30 年的发展电气制造业务遍布全国各地，并且在 2011 年收购欧洲第三大电机生产商奥地利 ATB 公司，离“东方西门子”的愿景更进一步。目前卧龙控股拥有 150 亿元资产规模，年销售额 130 亿元，拥有四家上市公司，分别为卧龙电气（600580）和卧龙地产（600173），卧龙 ATB（000061783 AT）、卧龙-LJ 公司（LIJO.SI）。

表 2：公司大股东旗下两家 A 股上市公司卧龙地产市值与利润与卧龙电气相当

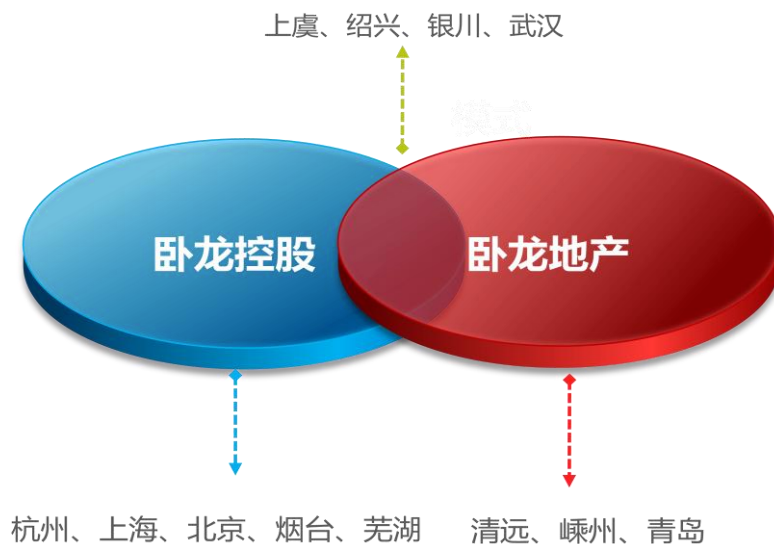
单位：亿元人民币	市值（2012-11-23）	营业收入（2011 年）	净利润（2011 年）
卧龙地产	25.24	9.94	1.41
卧龙电气	27.10	31.46	1.11

资料来源：wind，民生证券研究院

大股东目前主要布局制造业、房地产业及金融投资业，三大产业将作为大股东的核心产业齐头并进。大股东的主要上市公司中卧龙电气（2011 年大股东收购奥地利 ATB 公司托管于卧龙电气）市值与卧龙地产相当，2011 年净利润相当。

公司地产业务与大股东电气制造业务所进入区域有一定重合。大股东在 2003 年收购兼并湖北电机厂，组建武汉卧龙湖北电机有限公司，同年武汉卧龙剑桥春天项目奠基开工，随后又在武汉市场先后获得了丽景湾和墨水湖项目。2005 年收购兼并银川变压器厂，随后开发了银川清雅苑项目。公司将依托大股东雄厚实力不断发展壮大。

图 3：公司大股东所进入城市中上虞、绍兴、银川、武汉均有公司项目



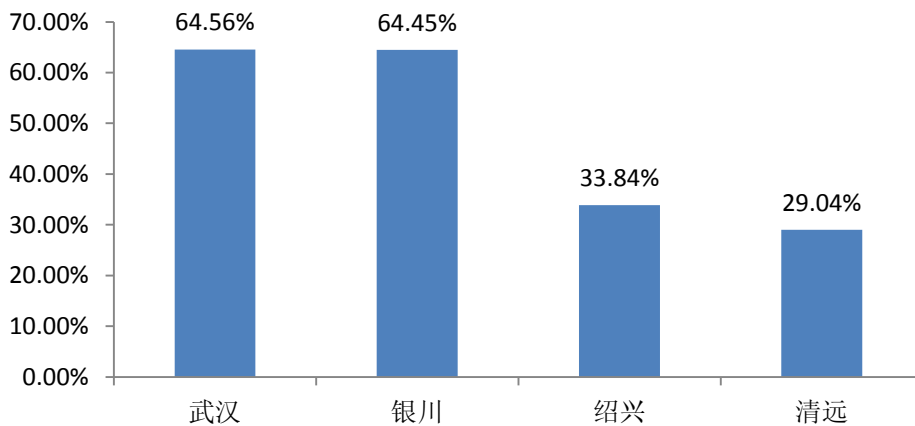
资料来源：公司年报，民生证券研究院

二、较早布局二三线城市，追求高性价比高利润率

1. 以二线省会和城镇化率不高于 50% 的三线城市为目标区域

公司项目均分布在二三线城市，包括绍兴，银川，武汉，清远，上虞，嵊州等地，其中银川和嵊州项目基本结算完毕。选择较早进入二三线城市的原因，其一是跟随大股东业务的拓展，其二公司有较为明确的城市筛选标准，对周边区域有较强辐射力，或城镇化率不高于 50%。公司目前进入的城市武汉和银川为具有较强辐射力的二线城市，且是大股东率先进入城市，其余区域城镇化率水平均不足 50%。

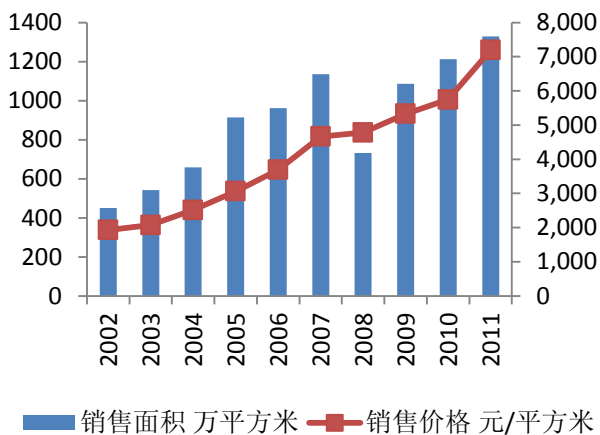
图 4：2010 年末公司进入的主要城市城市化率



资料来源：民生证券研究院

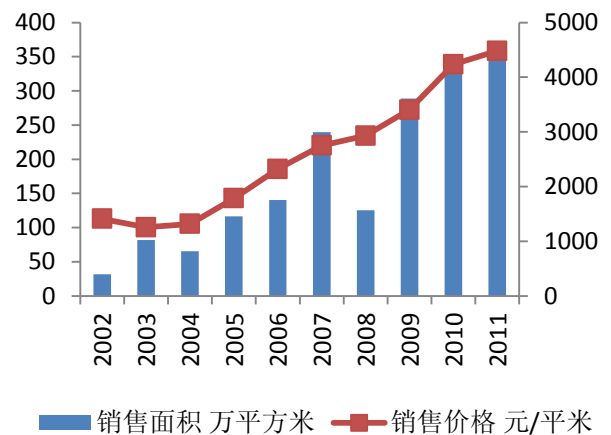
二三线城市城镇化率低，使得其未来房地产市场的发展空间非常大，未出台限购政策或限购政策的影响相对小于一线城市。公司项目最集中的武汉和清远 2009 年以来商品房销售面积和价格持续上涨，2011 年商品房销售面积同比分别上涨 9.71% 和 8.38%，价格上升 25.18% 和 5.80%，量价情况都要好于一线城市。此外，二三线城市地产商竞争相对不激烈，尤其是三线城市，利于公司的快速成长。

图 5：武汉限购政策出台后地产销售面积价格继续上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：清远市 2009 年以来地产销售面积和价格持续上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

1) 地铁线开通利好楼市，预计 2013 年武汉楼市量价齐升

武汉年内销量走势平稳，首置首改高性价比项目去化良好（复地东湖国际 90-120 产品，定价 1.1 万元/平方米，月初推盘首日去化 84%），城区均价缓慢上升，涨幅放缓至 5% 低于去年的 14%，目前城区库存 1300 万平方米（处于历史高位，09 年初库存也才 900 万平方米），去化周期 15 个月，库存压力依然较大。今年的开工放缓和 10 月 1 日起执行的预售资金监管政策将导致明年的新增供给减少，房价仍将保持缓慢上行。目前首套房贷利率优惠维持在 95 折和基准之间，与前期基本持平，信贷格局显著好于去年同期。年内汉口至光谷地铁线开通也将利好沿线楼市。

2) 武广高铁开通增强清远区域辐射力，将加快清远城市化进程

清远市是广东省辖地级市，是广东省地域面积最大的地级市，南临广州佛山，北接湖南广西。2010 年末清远市拥有 413.47 万人口，城市化率 29.04%。

清远市拥有便捷交通，京珠高速、广清高速等公路承接清远的出行，清远至广州 60 分钟，佛山 90 分钟。清远市距广州新白云机场 28 公里。武广高铁开通后清远距广州仅 25 分钟车程，距长沙两小时车程，距武汉三个半小时车程。快捷的交通使清远具有更强区域辐射力，城市化进程或将加快，从而为地产带来更多需求。

2. 以收购方式增加土地储备，缩短开发周期，降低土地成本

公司目前土地储备中有 4 个项目以股权收购的方式取得，占有所有项目的比重为 36%。土地储备占公司总土地储备的 77.62%，股权收购取得土地的优势在于两点，有效缩短的开发周期，或是较低的土地成本。

表 3: 公司目前土地储备中以股权收购方式取得项目 4 个

	获得方式	获得时间	土地成本
绍兴卧龙两湖	招拍挂	2011.7	3355
武汉墨水湖	招拍挂	2010.12	2488
武汉丽景湾	收购	2010.1	1019
青岛嘉原盛	收购	2010.7	1950
天香西园	招拍挂	2009.1	
剑桥春天	招拍挂	2007 年之前	
山水绿都	招拍挂	2007 年之前	
绍兴金湖湾	招拍挂	2007 年之前	750
银川清雅园	招拍挂	2007 年之前	
天香华庭	收购	2007.8	980
清远五洲世纪城	收购	2007	280

资料来源：民生证券研究院

2007 年 8 公司收购金科置业持有的上虞金地置业有限公司 69.84% 的股份，获得天香华庭项目，该项目在当年即产生收益。2010 年 1 月收购武汉耀江神马 75% 股权，获得武汉丽景湾项目，同年 4 月即开盘销售。这两个项目在被收购前已完成前期规划和协调工作，周转速度加快，回款周期变短。

而收购获得项目的另一优势在武汉丽景湾和清远五洲世纪城有所体现。武汉丽景湾位于常青片区与金银湖片区交界地带，临近三环路。沐泽金银湖湿地环境，配套东方马城和金银湖高尔夫俱乐部，地铁 6 号线和 7 号线的交汇处，交通便利。项目高层售价 6200 元/平，别墅售价 16000 元/平，而公司通过收购获得的土地成本仅 1019 元/平，较周边地块成本优势明显。

表 4: 丽景湾项目较周边土地有明显的成本优势

	规划用途	楼面地价 (元/平)	成交时间
武汉丽景湾	居住	1019	2010.1 (收购时间)
江汉区经济发展区江达路特 1 号	居住	1400	2010.1
东西湖区金银湖街金银湖南三街北，金银湖路东	商业 (商务金融)	1621	2012.3
江汉区姑嫂树村 (D 包) 地块	居住	1653	2010.12
江汉区常青路 284-1 号	居住	1268	2005.2

资料来源：民生证券研究院

图 7: 丽景湾周边成交土地地区位分布



资料来源: 民生证券研究院

清远五洲世纪城为公司 2007 年收购而来,项目位于清远市城区,处在政府规划的重点发展区域内。项目包含已建成的义乌商贸城,及计划建设的卧龙广场,未来将成为高档商贸中心。总建筑面积 130 多万平方米,是目前清远市在开发的规模最大的高档楼盘。一期 2011 年底开盘,均价 3900 元/平。收购时土地成本约 280 元/平。之后成交的清远市区地块楼面地价大多在 500 元/平以上。

表 5: 清远五洲世纪城项目较周边土地有明显的成本优势

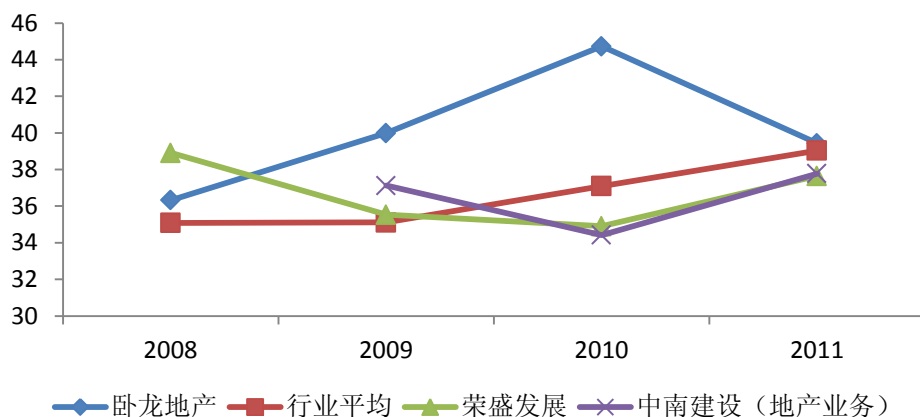
	规划用途	楼面地价 (元/平)	成交时间
清远五洲世纪城	商住	280	2007 (收购时间)
清城区东城街道东城大道北	居住	548	2011.4
清城区凤城街道沙田南山群	居住	768	2010.1
清城区洲心街办 K1、K4 地块内	居住	550	2009.11

资料来源: 民生证券研究院

3. 谨慎务实，性价比高是前提

公司谨慎务实，对于各个项目追求高性价比，最大限度的控制风险。除追求较低的地价外，还通过各种方式提高项目附加值，这使得公司毛利率一直高于行业平均水平，甚至高于同样定位二三线城市的荣盛发展和中南建设。

图 8: 公司毛利率高于行业平均水平，高于荣盛发展和中南建设



资料来源：民生证券研究院

1) 除收购项目外，还通过参与城中村改造及保障房建设的方式换来地价的优惠

较低的地价除了以收购方式获得外，还通过参与城中村改造及保障房建设来获取政府的拿地优惠。

公司 2010 年初参与武汉市汉阳区江堤街渔业村“城中村”改造项目，需建设还建房 27 万平，同年底该地块拍卖，公司已 2488 元/平的价格获得，与周边地块相比价格较低。该地块位于汉阳区墨水湖南岸，地理位置优，目前周边楼盘售价 7000 多元/平，公司计划明年 3 月开工，预计 9 月可销售，售价计划在 8000 元/平左右。

2011 年 9 月公司参与上虞市保障房代建项目，承建 8 万平方米保障性住房，由此争取未来获取地块的适度优惠。

2) 提高项目附加值

除控制拿地价格来降低风险外，公司还想方设法提高项目附加值。以五洲世纪城为例，该项目为建面超过 130 万平的超大项目，一期规划有 15 万平住宅和 16 万平商业。其中 8 万平小商品批发城率先建成营业，聚拢人气，为今后住宅的入住提供便利配套。而另外 8 万平综合体公司计划建成高端购物娱乐广场，形成高档商圈以提高项目附加值。此外该项目已 280 元/平的超低土地成本获得，而目前住宅售价 4000 元/平，底商售价 14000 元/平，毛利率非常高。

天香华庭项目收购时土地成本约 980 元/平，公司将户型分为精装修和毛坯房两种，为迎合购房者的喜好，精装房分别设计为欧式，现代，新古典三种不同风格，目前售价 10500 元/平米。

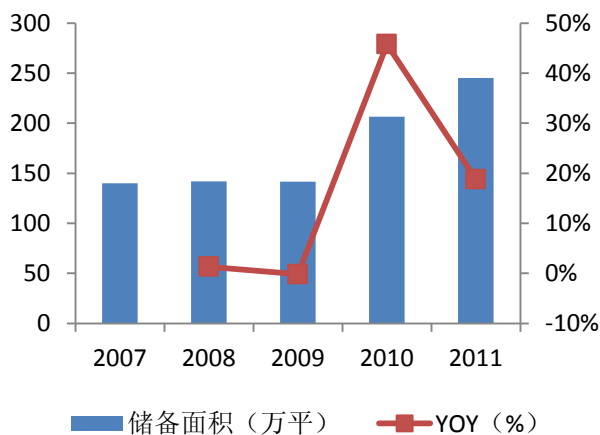
总之，公司在获取项目时非常谨慎，要求高性价比，高利润率，严格控制风险。

三、项目储备大幅增加，2013 年可售货量充足

2007 年末公司项目未结权益建筑面积为 140 万平，2008-2009 年公司在项目储备上并未明显增加，储备增速的放缓所带来的代价就是可售项目的减少。2011 年公司销售回款大幅下降，销售商品提供劳务收到的现金下降 72.39%，除调控政策影响外，可售项目的减少也是原因之一。

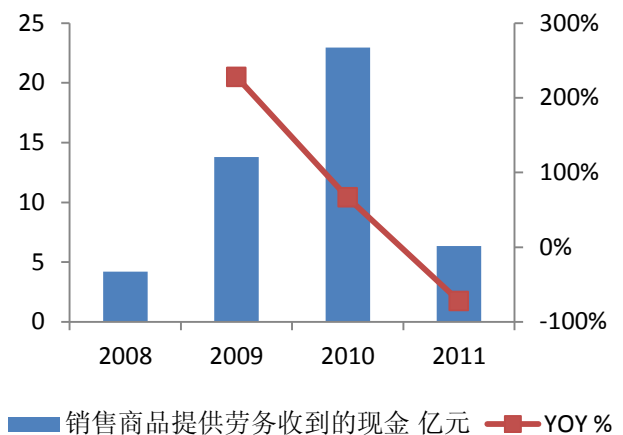
而这种情况正在改善，2010 年-2011 年公司项目储备有明显增加，除项目数量的增加外，还通过收购少数股东权益获得更多的权益建面。2010-2011 年公司权益未结建面分别增长 45.76% 和 18.78%，截止 2011 年末公司权益未结建面 246 万平。项目储备的增加为公司未来销售增长提供了基础。公司今年新开工面积约 30 万平，计划销售回款额 7 亿元，2013 年计划新开工面积 53 万平，计划回款额 16 亿元，较今年显著提升。

图 9：2010 年以来未结权益建面显著增加



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 10：2011 年销售商品提供劳务收到的现金下滑明显



资料来源：wind，民生证券研究院

四、在调控中修炼内功，拒绝冬眠

严格的地产调控下，公司并没有放松对管理的要求，反而对管理部门和制度进行调整和完善，具体表现在部门整合，以及对设计和营销环节的着重管理。

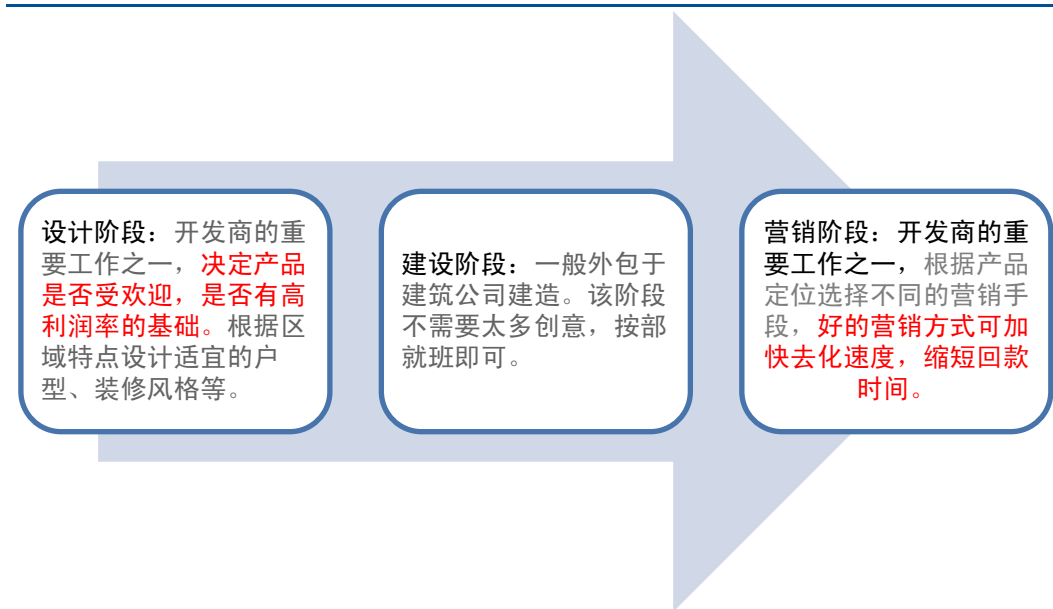
1. 整合部门，提升管理效率

公司在武汉和上虞区域项目相对较多，2011年公司成立了武汉区域管理总部和上虞区域管理总部，统筹安排各区域的项目工作，通过授权手册实行有效、充分的职权划分，较好的发挥区域内各项目的协同效应，加快市场反应能力。

2. 抓产品设计，抓营销

调控开始后地产项目间的竞争愈发激烈，而项目前端的设计和后端的营销是其两大核心竞争力。公司在2011年设立了技术中心和营销中心，重点抓设计和营销两大方面。技术中心的工作职责是提高产品自主设计能力、产品研究与吸收消化能力、新产品新技术应用能力、技术方案解决能力等，营销中心则主要负责提高低成本土地获取能力，策划能力和招商能力等。形成“两头大，中间小”的管理模式，节约资源，提升效率。

图 11：设计和营销阶段是产品开发流程中的重要环节



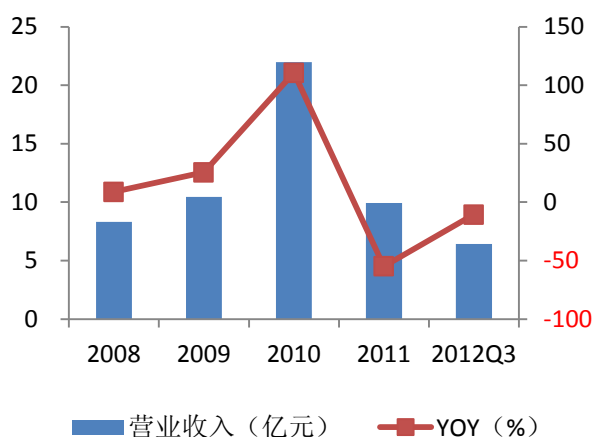
资料来源：民生证券研究院

五、财务分析

1. 收入和利润波动较大

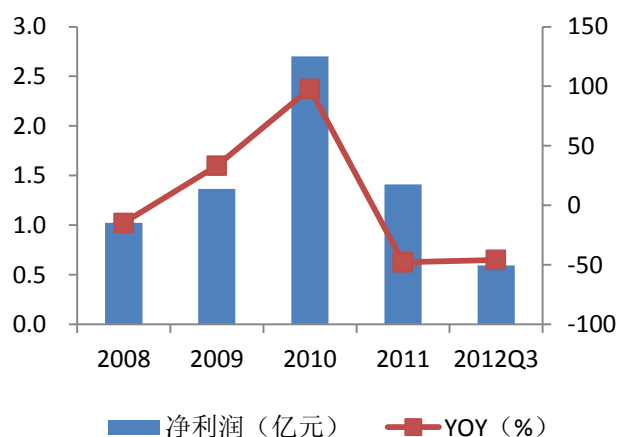
公司项目储备 11 个, 其中 4 个项目 2011 年底剩余未结面积不超过 1 万平, 基本结算完毕。项目储备个数少且项目之间售价差异较大, 导致各年结算收入波动相对较大。这些情况随着公司对项目的统筹安排, 以及项目储备的逐渐丰富, 未来将逐渐改善。

图 12: 公司营业收入各年之间波动较大



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 13: 公司净利润各年之间波动也较大

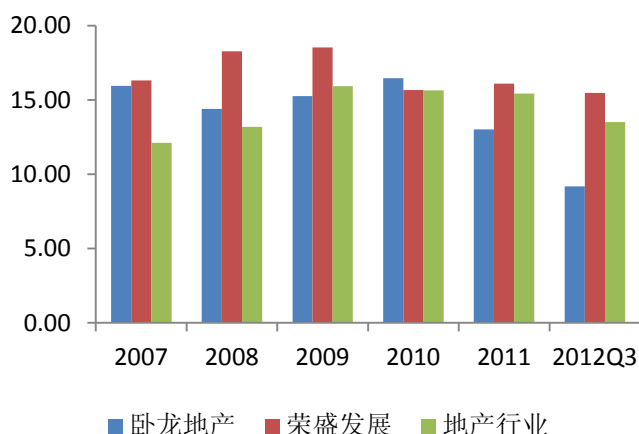


资料来源: wind, 民生证券研究院

2. 管理费用上升导致净利率下降, 但预计仅是短期现象

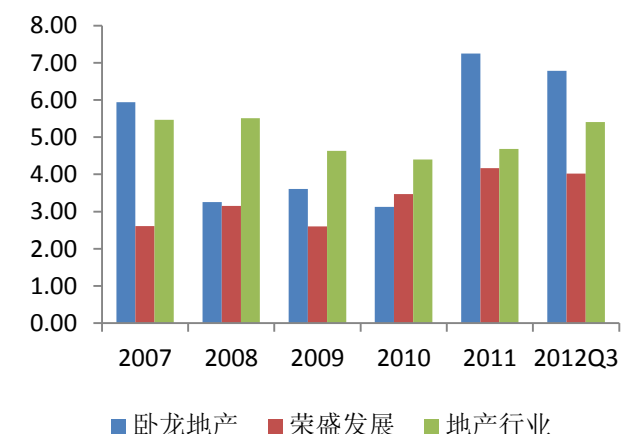
2011 年之前公司净利率与行业平均水平相当, 但 2011 年之后明显下滑, 原因有两点。首先因调控政策的执行以及公司项目结算的安排, 公司毛利率有所下滑; 其次 2011 年开始的因结转收入的下降使得管理费用率短期迅速提高, 未来随着结转收入的提升及管理模式的有效运作, 预计管理费用的上升仅是短期现象, 今年前三季度公司管理费用率 6.78%, 已较 2011 年底下降 0.46 个百分点。

图 14: 公司净利率有所下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 15: 对管理部门的调整导致管理费用率上升

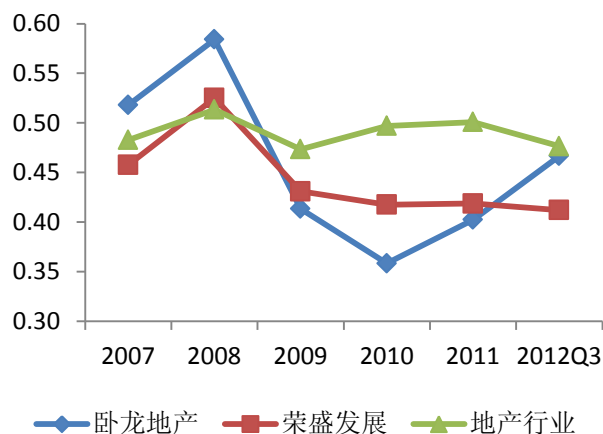


资料来源: wind, 民生证券研究院

3. 资金充裕，短期流动性好

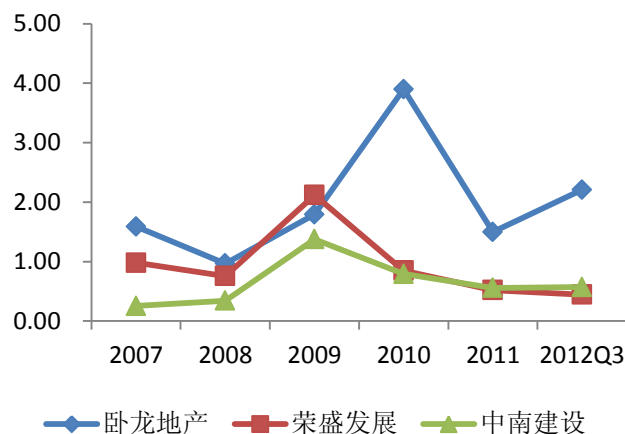
2009 年以来公司扣除预收款的资产负债率一直低于行业平均，且 2009 年之后连续三年低于可比公司荣盛发展。短期流动性也非常好，今年三季报显示公司货币资金对短期负债及一年内到期的长期负债的覆盖率 2.21 倍，远高于行业平均水平。

图 16: 公司扣除预收款的资产负债率低于行业平均水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 17: 货币资金/(短期借款+一年内到期的长期负债)

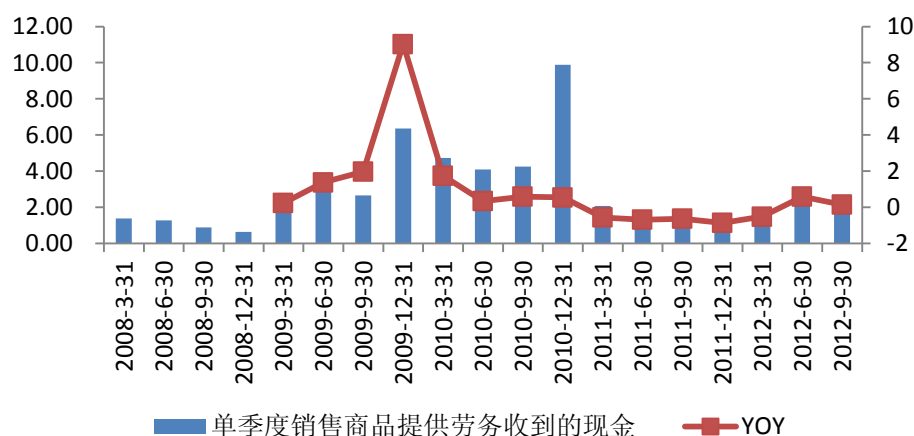


资料来源: wind, 民生证券研究院

4. 销售回款今年二季度已回正，预计明年投资支出将加快

公司单季度销售商品提供劳务收到的现金增速波动较大，2011 年一季度至今年一季度一直在-50%一下徘徊，今年二季度开始转正。地产公司销售商品提供劳务收到的现金中绝大部分是销售回款，表明今年二季度销售开始好转。2011 年公司销售回款的大幅下滑除限购影响外，公司可售面积下滑也是重要因素。

图 18: 公司销售回款增速今年二季度回正

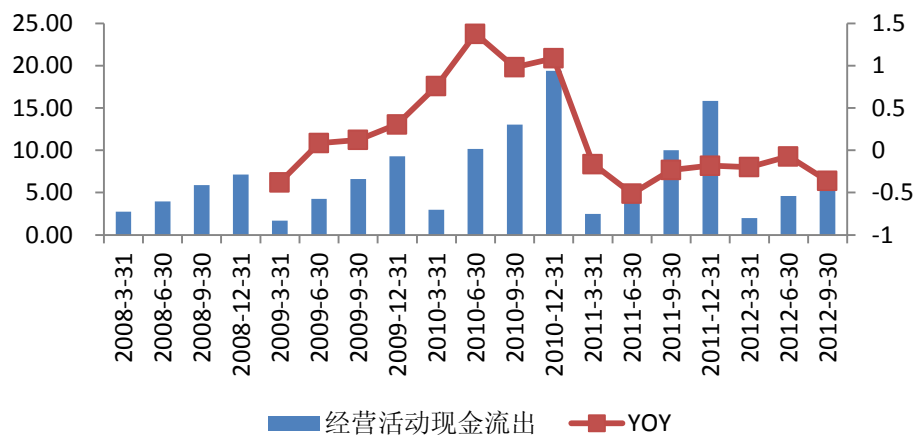


资料来源: 民生证券研究院

公司经营活动现金流出自 2010 年开始下滑，2011 年一季度下滑至零以下，截止今年三季度仍然为负数，表明限购开始后公司对投资的开支逐渐缩减，项目建设进度放缓。

根据公司产品计划 2013 年新开工面积将达到 53 万平，是今年的两倍，未来投资的增加将带来更多可售项目，销售进度还将继续加快。

图 19: 公司经营活动现金流出增速自 2011 年初至今均为负值



资料来源: wind, 民生证券研究院

六、盈利预测和估值

公司今年结算的重点项目为丽景湾，五洲世纪城一期住宅，天香华庭，以及绍兴金湖湾等。2013 年新进入的结算的项目为五洲世纪城一期底商，2014 年预计墨水湖项目进入结算期。预测未来三年公司地产结转收入分别为 7.3 亿元，12.2 亿元和 18.3 亿元，EPS 分别为 0.12 元，0.21 元和 0.35 元。目前股价对应 PE2013 年和 2014 年 PE 分别为 17 倍和 10 倍。NAV 估值 5.26 元，现有股价折价 36%。公司近两年 PE 稍高但考虑到公司规模小，未来发展空间大，且目前项目储备对应的 NAV 估值较高，给予“强烈推荐”评级。

表 6: 未来三年公司收入结转预测表

项目名称	2011 年末未结算建面 (万平方米)	结算面积 (万平)			结转收入 (万元)		
		2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
天香华庭	16.89	0.70	5.02	6.36	10499	45165	69993
天香西园	0.82	0.00	0.00	0.26	0	0	2602
绍兴金湖湾	3.77	0.25	0.93	1.55	2856	7915	13192
绍兴两湖	7.78	0.00	0.00	0.00	0	0	0
丽景湾高层	46.41	4.83	6.58	3.95	30905	42802	25681
丽晶湾别墅	7.80	0.08	0.47	0.38	1140	7068	5890
剑桥春天	0.04	0.05	0.00	0.00	228	0	0
墨水湖	43.87	0.00	0.00	3.95	0	0	31586
五洲世纪城住宅	122.21	5.91	2.90	5.37	24214	11887	21476
五洲世纪城一期商业	7.20	0.00	0.00	0.00	0	0	0
五洲世纪城一期底商	2.00	0.00	0.58	1.00	0	7250	13000
山水绿都	0.45	0.00	0.00	0.00	0	0	0
清雅园	0.64	0.64	0.00	0.00	3544	0	0
青岛嘉原盛	3.97	0.00	0.00	0.00	0	0	0
合计	263.85	12.45	16.48	22.82	73386	122087	183420

资料来源：民生证券研究院

表 7: EPS 对房价涨跌幅的敏感性分析

房价涨跌幅	2012E	2013E	2014E
-30%	-0.06	-0.07	-0.04
-20%	0.01	0.04	0.10
-10%	0.07	0.13	0.23
0%	0.12	0.21	0.35
10%	0.17	0.29	0.47
20%	0.22	0.38	0.58
30%	0.27	0.46	0.71

资料来源：民生证券研究院

表 8: NAV 估值分拆表

项目	金额 (百万元)
上一年度末净资产	1,500
房地产开发业务净利润现值	2,315
经营性物业重估增值	-
其他业务净利润现值	-
总股本 (百万股)	725
NAV (元/股)	5.26

资料来源: 民生证券研究院

表 9: NAV 对房价涨跌幅和贴现率的估值敏感性分析

		贴现率变化				
		7%	8%	9%	10%	11%
房价变动	-30%	2.78	2.75	2.73	2.71	2.69
	-20%	3.76	3.71	3.66	3.61	3.57
	-10%	4.65	4.57	4.50	4.43	4.36
	0%	5.46	5.36	5.26	5.17	5.08
	10%	6.26	6.13	6.01	5.90	5.79
	20%	7.07	6.92	6.78	6.64	6.51
	30%	7.88	7.71	7.54	7.39	7.24

资料来源: 民生证券研究院

七、重点项目进度状况

1、上虞天香华庭今年 11 月初推出精装修户型，已去化 80%

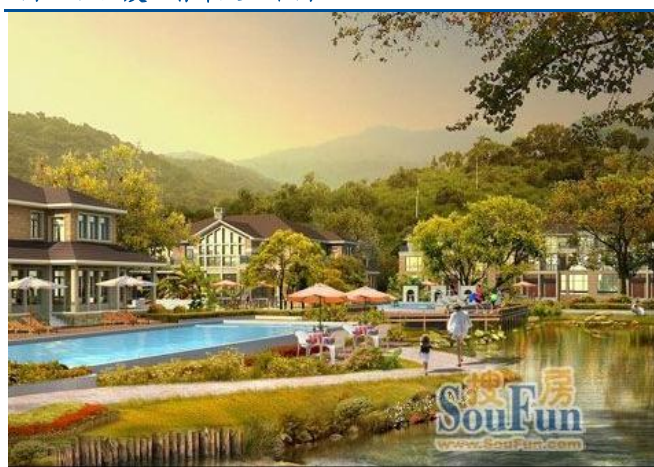
卧龙天香华庭位于上虞市市区南部，百丰公路东侧，距离市中心约 3 公里，总用地面积约 645 亩，总建筑面积近 43 万平方米，规划有独立别墅、联排、叠排、高层公寓、配套公建等多种建筑形态。现一期高层排屋已售罄交付，二期排屋售罄，在售高层分毛坯房及精装修。为避免统一精装修的重复，天香华庭精装修分别打造欧式，现代，新古典三种不同风格，供客户选择。

图 20：上虞天香华庭区位概况



资料来源：民生证券研究院

图 21：上虞天香华庭效果图



资料来源：民生证券研究院

该项目今年上半年未加推新盘，11 月初新推出 2 栋精装修户型，约 1 万平，均价 10500 元/平米，首日去化率 60%，截至目前销售去化 80%，销售额约 1 亿元，销售略超预期。目前还有 2.5 万平毛坯房未推出，加上之前未售完项目，剩余总货值约 7 亿元。项目目前为准现房销售，2013 年即可结算。

2、武汉丽景湾高层销售好，今年开始结算

武汉丽景湾项目位于常青片区与金银湖片区交界地带，扼守金银湖门户，对话王家墩 CBD，紧邻东方马城和金银湖高尔夫俱乐部，地铁 6 号线和 7 号线交汇于此，增加交通便利。该项目规划建筑面积 69 万平，截止 2011 年底未结算面积 54 万平，目前在售为项目三期，包括别墅和高层两种产品，2011 年开工。高层为板式结构，主力户型面积 85-120 平，部分房型带入户花园。别墅产品为法式庄园设计理念，2011 年开盘 51 套。

图 22: 武汉丽景湾区位概况



资料来源：民生证券研究院

图 23: 丽景湾规划效果图



资料来源：民生证券研究院

武汉丽景湾高层今年推出 6, 7, 8 号楼，销售均价 6200 元/平。今年武汉市场整体销量好转，公司项目高层推出后去化较快，目前剩余不多。今年共销售 4.6 万平，销售额约 2.9 亿元。别墅项目去化一般，因武汉整体别墅市场表现冷淡。2011 年 10 月开盘的 51 套别墅中目前已售 4 套。已售项目今年起可陆续结算。计划 2013 年 3 月开工 3-5 号楼，9 月开始销售。

3、清远五洲世纪城商业已运营，住宅今年开始结算

清远五洲世纪城项目占地面积 61.8 万平，规划建筑面积 137.31 万平，目前在建一期，包含 16 万平商业和 15 万平住宅。商业中有 8 万平为小商品批发城，目前已建成营业，剩余 8 万平原计划建综合体，目前可能会有所调整，最终方案还未确定，调整的目的在于提升世纪城整体项目的定位和价值。住宅去年销售约 1 亿今年可结算，今年共销售 4.2 万平，约 2 亿元销售额，也可结算。另外，项目 1，2，7，8 号楼有沿街商铺约 2 万平，均价 14000 元，今年仅销售几套，多数留在明年销售明年结算。

图 24：清远五洲世纪城区位概况



资料来源：民生证券研究院

图 25：清远五洲世纪城效果图



资料来源：民生证券研究院

4、武汉墨水湖明年开工销售

墨水湖项目占地面积 15.4 万平，规划建面 43 万平。土地成本约 10 亿元，其中土地款只需支付 4 亿元，剩余 6 亿元用于建设还建房 27 万平，因此对资金压力不大。计划明年 3 月开工，9 月开盘销售，预计售价 8000 元/平左右。

5、绍兴两项目，金湖湾剩余单身公寓 188 套，两湖项目明年开工

绍兴金湖湾目前仅剩 188 套单身公寓。两湖项目明年 3 月开工，9 月销售，预计售价 8000 元/平。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	994	734	1221	1834
减：营业成本	602	432	716	1041
营业税金及附加	93	77	131	214
销售费用	30	22	37	55
管理费用	72	72	94	112
财务费用	6	11	34	54
资产减值损失	27	4	4	4
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	165	115	206	355
加：营业外收支净额	(1)	0	0	0
三、利润总额	165	115	206	355
减：所得税费用	35	29	52	89
四、净利润	129	86	155	266
归属于母公司的利润	141	86	154	256
五、基本每股收益(元)	0.19	0.12	0.21	0.35

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	15.61	21.41	11.28	6.64
成长能力:				
营业收入同比	-54.8%	-26.2%	66.4%	50.2%
营业利润同比	-70.9%	-30.3%	79.0%	71.9%
净利润同比	-47.8%	-38.9%	78.9%	66.2%
营运能力:				
应收账款周转率	20	28	19	18
存货周转率	0.31	0.18	0.25	0.32
总资产周转率	0.29	0.22	0.31	0.38
盈利能力与收益质量:				
毛利率	39.4%	41.1%	41.4%	43.2%
净利率	14.2%	11.7%	13%	14%
总资产净利率 ROA	4.1%	2.5%	3.9%	5.4%
净资产收益率 ROE	9.4%	5.4%	8.8%	12.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.97	4.09	4.49	4.83
资产负债率	0.46	0.50	0.55	0.57
长期借款/总负债	0.20	0.52	0.45	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.12	0.21	0.35
每股经营现金流量	-0.39	-0.57	-0.20	-0.08
每股净资产	2.07	2.19	2.40	2.76

资料来源：公司公告，民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	669	580	900	1291
应收票据	0	0	0	0
应收账款	5	48	80	121
预付账款	125	125	125	125
其他应收款	112	78	78	78
存货	2130	2635	3030	3485
其他流动资产	19	9	9	9
流动资产合计	3060	3473	4219	5103
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	17	17	16	15
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	103	96	96	96
非流动资产合计	121	113	112	112
资产总计	3180	3586	4331	5215
短期借款	140	1386	1697	1561
应付票据	0	0	0	0
应付账款	213	213	213	213
预收账款	189	76	300	390
其他应付款	63	63	63	63
应交税费	116	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,030	849	939	1,056
长期借款	296	796	1,296	1,796
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	438	938	1,438	1,938
负债合计	1,469	1,787	2,377	2,994
股本	725	725	725	725
资本公积	218	218	218	218
留存收益	488	572	723	974
少数股东权益	211	211	212	222
所有者权益合计	1,711	1,799	1,954	2,221
负债和股东权益合计	3,180	3,586	4,331	5,215

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	-280	-415	-146	-55
投资活动现金流量	120	14	0	0
筹资活动现金流量	(87)	312	466	446
现金及等价物净增加	(246)	(90)	320	391

插图目录

图 1: 公司股权结构图	3
图 2: 2011 年末项目未结建面区域布局图	3
图 3: 公司大股东所进入城市中上虞、绍兴、银川、武汉均有公司项目	5
图 4: 2010 年末公司进入的主要城市城市化率	6
图 5: 武汉限购政策出台后地产销售面积价格继续上涨	6
图 6: 清远市 2009 年以来地产销售面积和价格持续上涨	6
图 7: 丽景湾周边成交土地区位分布	9
图 8: 公司毛利率高于行业平均水平, 高于荣盛发展和中南建设	10
图 9: 2010 年以来未结权益建面显著增加	11
图 10: 2011 年销售商品提供劳务收到的现金下滑明显	11
图 11: 设计和营销阶段是产品开发流程中的重要环节	12
图 12: 公司营业收入各年之间波动较大	13
图 13: 公司净利润各年之间波动也较大	13
图 14: 公司净利率有所下滑	13
图 15: 对管理部门的调整导致管理费用率上升	13
图 16: 公司扣除预收款的资产负债率低于行业平均水平	14
图 17: 货币资金/(短期借款+一年内到期的长期负债)	14
图 18: 公司销售回款增速今年二季度回正	14
图 19: 公司经营活动现金流出增速自 2011 年初至今均为负值	15
图 20: 上虞天香华庭区位概况	18
图 21: 上虞天香华庭效果图	18
图 22: 武汉丽景湾区位概况	19
图 23: 丽景湾规划效果图	19
图 24: 清远五洲世纪城区位概况	20
图 25: 清远五洲世纪城效果图	20

表格目录

表 1: 项目储备详情	4
表 2: 公司大股东旗下两家 A 股上市公司卧龙地产市值与利润与卧龙电气相当	5
表 3: 公司目前土地储备中以股权收购方式取得项目 4 个	8
表 4: 丽景湾项目较周边土地有明显的成本优势	8
表 5: 清远五洲世纪城项目较周边土地有明显的成本优势	9
表 6: 未来三年公司收入结转预测表	16
表 7: EPS 对房价涨跌幅的敏感性分析	16
表 8: NAV 估值分拆表	17
表 9: NAV 对房价涨跌幅和贴现率的估值敏感性分析	17

分析师与联系人简介

肖 肖，房地产行业分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，中国人民大学哲学学士，2011年加入民生证券。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。

段 然，北京大学汇丰商学院金融学及经济学硕士，北京大学城市规划学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。