

期待销售更好

投资要点：

1.事件

公司公布2012年年报：实现营业收入76716.6万元，归属于上市公司股东净利润7425.04万元，同比下降47.36%，折合每股收益为0.10元；归属于上市股东每股净资产1.98元，同比下降4.35%。

2.我们的分析与判断

(1) 业绩结算低于预期

从公司公布的年报和我们的调研数据来看，2012年的结算重点为清远世纪城住宅项目（2.8亿元）、武汉丽景湾项目（3.1亿元）及上虞天香华庭项目（8250万元）。公司2012年最终的结算收入和业绩是要低于我们预期的，主要是在于上虞天香华庭项目销售低于预期，最后导致业绩释放不足。

(2) 2013年销售仍可期待

2012年卧龙地产项目销售略低于预期，不过部分项目也销售不错，比如定位于刚性需求的武汉丽景湾项目以及清远世纪城项目，而上虞项目则由于当地楼市冷清，销售去化不算理想。

2013年，我们认为卧龙地产的销售仍可期待。主要理由在于，2013年的推盘重点仍为定位于刚需的武汉丽景湾项目、清远项目和天香华庭项目；同时，新项目-武汉墨水湖项目也将实现开盘，贡献销售业绩。

3.投资建议

根据我们对卧龙地产项目的调研和跟踪，2013年，卧龙地产的业绩主要还是来自于上虞天香华庭、清远世纪城、武汉丽景湾项目；同时，公司2012年年报显示2013年结算13亿元、成本费用10.85亿元。不过，由于预收款锁定不足，因此，我们预计卧龙地产在2013年的结算收入为12.94亿元，实现归属上市公司股东净利润为1.44亿元，折合每股收益约为0.20元。

根据业绩预测，目前股价对应2013年的动态PE为17.3倍，NAV估值为5.3元/股，折价35%。随着新入市项目刚性需求产品的定位，以及销售形势的好转，卧龙地产的销售或许会表现不错；同时，目前NAV折价率也不低，综合来看，给予谨慎推荐。

卧龙地产（600173.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师

赵强 房地产行业首席分析师

电话：(8621) 2025 2661

邮箱：zhaoliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0260511020001

徐军平 房地产行业分析师

电话：(8621) 2025 2601

邮箱：xujunping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050001

潘伟 房地产行业分析师

电话：(8610) 6656 8212

邮箱：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

市场数据	时间 2013.03.12
A股收盘价(元)	3.43
A股一年内最高价(元)	5.50
A股一年内最低价(元)	3.18
上证指数	2286.61
市净率	1.75
总股本(百万股)	725
实际流通A股(百万股)	725
限售的流通A股(百万股)	0
流通A股市值(亿元)	24.87

表 1：卧龙地产结算预测表

城市	项目名称	权益	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)		
				2013	2014	2015	2013	2014	2015
上虞	天香华庭二期	100%	95,164	40,063	41,006	14,140	32,051	34,445	12,471
	天香西园	100%	4,895	4,683	0	0	2,342	0	0
绍兴	卧龙两湖置业	100%	69,991	0	13,998	27,996	0	11,024	23,150
	金湖湾	95%	29,907	13,967	15,923	0	11,872	14,211	0
嵊州	山水绿都	100%	2,057	2,146	0	0	826	0	0
武汉	丽景湾项目	100%	232,000	36,900	47,601	47,970	22,878	30,988	32,790
	丽景湾项目	100%	135,000	6,750	8,100	12,150	10,800	13,608	21,433
	武汉墨水湖	100%	394,855	0	0	98,714	0	0	76,182
银川	清雅园	100%	189	193	0	0	106	0	0
清远	世纪城一期	100%	248,775	65,695	67,240	57,966	26,278	28,241	25,563
	世纪城一期商业	100%	21,000	10,500	10,500	0	21,000	22,050	0
	世纪城二期	100%	830,451	0	0	0	0	0	0
青岛	嘉原盛置业	100%	39,734	0	0	0	0	0	0
上虞	工业厂房	100%	21,483	9,977	11,512	0	998	1,209	0
所有项目合计			2,125,712	191,224	215,880	258,936	129,367	155,776	191,589

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 2：卧龙地产 NAV 估值表

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	天香华庭二期	100%	95,164	4.5%	95,164	4.5%	18,003	7.5%
	天香西园	100%	4,895	0.2%	4,895	0.2%	190	0.1%
绍兴	卧龙两湖置业	100%	69,991	3.3%	69,991	3.3%	4,346	1.8%
	金湖湾	95%	29,907	1.4%	28,412	1.4%	6,118	2.5%
嵊州	山水绿都	100%	2,057	0.1%	2,057	0.1%	131	0.1%
武汉	丽景湾项目	100%	232,000	11.0%	232,000	11.0%	25,243	10.5%
	丽景湾项目	100%	135,000	6.4%	135,000	6.4%	53,550	22.3%
	武汉墨水湖	100%	394,855	18.8%	394,855	18.8%	41,848	17.4%
银川	清雅园	100%	189	0.0%	189	0.0%	19	0.0%
清远	世纪城一期	100%	248,775	11.8%	248,775	11.8%	17,163	7.1%
	世纪城一期商业	100%	21,000	1.0%	21,000	1.0%	10,780	4.5%
	世纪城二期	100%	830,451	39.5%	830,451	39.5%	55,646	23.1%
青岛	嘉原盛置业	100%	39,734	1.9%	39,734	1.9%	7,420	3.1%
上虞	工业厂房	100%	21,483	1.0%	21,483	1.0%	401	0.2%

总计	2,104,229	100.0%	2,102,733	100.0%	240,504	100.0%
公司股东权益(万元)					143,504	
公司重估净资产合计(NAV)(万元)					384,007	
总股本(万)					72,515	
每股净资产值(NAV) 2013E(元)					5.30	

资料来源：中国银河证券研究部

表3：关键财务数据及预测

利润表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	767	1294	1558	1916	现金及现金等价物	531	827	604	530
营业成本	439	449	556	904	应收款项	103	173	208	256
营业税金及附加	64	239	280	230	存货净额	2354	2224	2704	3670
销售费用	24	39	47	57	其他流动资产	82	142	171	211
管理费用	57	80	97	119	流动资产合计	3070	3366	3688	4667
财务费用	13	38	37	52	固定资产	15	13	(6)	(24)
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	(16)	(16)	(16)	(16)	投资性房地产	139	139	139	139
其他收入	(61)	(239)	(280)	(230)	长期股权投资	145	285	425	565
营业利润	92	192	244	307	资产总计	3369	3804	4247	5347
营业外收支	(1)	0	0	0	短期借款及交易性金融负债	429	400	400	850
利润总额	91	192	244	307	应付款项	279	383	466	632
所得税费用	17	48	61	77	其他流动负债	287	403	489	654
少数股东损益	(0)	1	1	0	流动负债合计	996	1186	1355	2137
归属于母公司净利润	74	144	182	230	长期借款及应付债券	321	321	321	321
发行在外股份数量(百万股)	725	725	725	725	其他长期负债	510	610	710	810
关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E	长期负债合计	831	931	1031	1131
每股收益	0.10	0.20	0.25	0.32	负债合计	1827	2117	2386	3268
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.02	少数股东权益	107	108	109	109
每股净资产	1.98	2.18	2.42	2.72	股东权益	1435	1579	1752	1970
ROIC	6%	18%	22%	19%	负债和股东权益总计	3369	3804	4247	5347
ROE	5%	9%	10%	12%	现金流量表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
ROA	2.2%	3.8%	4.3%	4.3%	净利润	74	144	182	230
毛利率	34%	47%	46%	41%	资产减值准备	(10)	(17)	0	0
净利润率	10%	11%	12%	12%	折旧摊销	3	2	2	2
EBIT Margin	15%	19%	19%	20%	公允价值变动损失	16	16	16	16
EBITDA Margin	16%	19%	19%	20%	财务费用	13	38	37	52
收入增长	-23%	69%	20%	23%	营运资本变动	157	302	(275)	(621)
净利润增长率	-47%	93%	27%	26%	其它	10	17	1	0
资产负债率	57%	58%	59%	63%	经营活动现金流	250	464	(74)	(373)
流动比率	3.1	2.8	2.7	2.2	资本开支	26	0	0	0
速动比率	0.7	1.0	0.7	0.5	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	54%	56%	56%	61%	投资活动现金流	(119)	(140)	(140)	(140)
利息覆盖倍数	14	13	16	12	权益性融资	0	0	0	0
应收账款周转率	7.47	7.47	7.47	7.47	负债净变化	25	0	0	0
存货周转率	0.19	0.20	0.21	0.25	支付股利、利息	0	0	(9)	(11)
应付账款周转率	1.57	1.17	1.19	1.43	其它融资现金流	(319)	(29)	0	450
固定资产周转率	51.68	99.53	(278.37)	(79.25)	融资活动现金流	(269)	(29)	(9)	439
净资产周转率	0.53	0.82	0.89	0.97	现金净变动	(138)	295	(223)	(74)
息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	669	531	827	604
P/E	33.5	17.3	13.6	10.8	货币资金的期末余额	531	827	604	530
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	294	489	(50)	(338)
EV/EBITDA	35.5	18.5	16.3	15.2	权益自由现金流	0	431	(78)	74

资料来源：中国银河证券研究部

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、徐军平、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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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