

卧龙地产(600173)

公司研究/点评报告

2013 年可售资源增加，业绩弹性大

--卧龙地产(600173) 2012 年年报点评

民生精品---点评报告/房地产行业

2013 年 03 月 13 日

一、事件概述

公司公布 2012 年年度报告，全年实现营业收入 7.67 亿元，同比下降 22.82%，归属于母公司的净利润 7425 万元，同比下降 47.36%，基本每股收益 0.10 元。符合预期。

二、分析与判断

➤ 收入利润再次下降，2013 年可售资源增加，预计收入增长近 70%

自 2011 年公司营业收入大幅下降 54.79% 后，2012 年公司营收继续下降 22.82%。公司可售货源的减少，以及公司销售情况为发生明显改善是造成收入下滑的主要原因。2012 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 6.67 亿元，与上年 6.34 亿元相当。根据公司年报披露计划 2013 年新开工 49 万平，大幅高于 2012 年新开工面积（约 30 万平），新开工的增加将增加公司可售资源，在可售资源增加的基础上，公司预计 2013 年营业收入 13.03 亿元，同比增长近 70%，公司业绩将有所改善。

➤ 促销及产品结构改变致使毛利率下降 4.66 个百分点，2013 年将改善

公司 2012 年毛利率 34.77%，同比下降 4.66 个百分点。因 2011 年以来房价下降，行业整体毛利率有下滑趋势，公司毛利率下降也与降价促销有关，此外，2012 年主要结算项目为毛利率相对较低的武汉丽晶湾和清远五洲世纪城，而 2011 年主要结算项目天香华庭，天香西园和金湖湾属于毛利率较高项目，产品结构的差异导致毛利率下滑。预计 2013 年精装修的天香华庭和金湖湾结算面积增加，带动毛利率上升，净利润增幅或高于收入增幅。

➤ 资产负债率提升，短期流动性安全偏紧

2012 年末公司资产负债率 54.2%，较上年提升 8.0 个百分点，剔除预收款后的资产负债率为 52.5%，同比提高 9.7 个百分点，提升幅度较大，但仍处于行业中等水平。速动比率 0.72，较上年也有所下降，但期末货币资金 5.31 亿元，刚好覆盖短期借款和一年内到期的非流动负债，短期流动性安全偏紧。

➤ 2012 年未获得新项目，通过收购少数股东权益增加权益土地储备

2012 年公司没有新增项目，但通过收购少数股东权益增加权益土地储备。2012 年公司先后收购了安信信托持有的清远五洲 49.9% 的股权，增加权益土地储备 65.57 万平。截止 2012 年末公司权益未结建面 230.35 万平，较 2011 年增加 27.59%。权益土地储备的增加增厚了公司每股 NAV 及未来可售资源，而我们更加期待未来有新项目入账，而不是仅靠少数股东权益收购的方式扩大规模。

三、盈利预测与投资建议

预计 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.22 元，0.35 元和 0.69 元。对应 PE 分别为 16X 和 10X。NAV 估值 5.12 元，目前股价 3.43 元，折价 33%。给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

调控政策加码；销售情况低于预期；公司获取新项目受阻。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	767	1265	1783	3251
增长率(%)	-23%	65%	41%	82%
归属母公司股东净利润(百万元)	74	157	253	498
增长率(%)	-47%	111%	61%	97%
每股收益(元)	0.10	0.22	0.35	0.69
PE	33.5	15.9	9.8	5.0
PB	1.73	1.56	1.35	1.06

资料来源：民生证券研究院

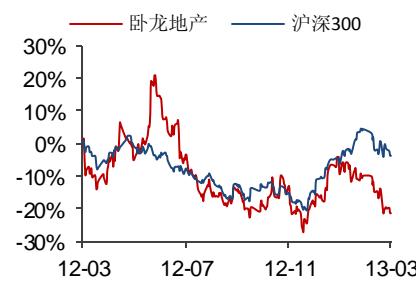
强烈推荐

维持

交易数据 (2013-03-12)

收盘价(元)	3.43
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)	24.87
流通市值(亿元)	24.87

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：zhaoruoqiong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	项目 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	767	1265	1783	3251	货币资金	531	885	1368	2276
减：营业成本	500	788	1037	1808	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	64	110	177	341	应收账款	41	68	96	175
销售费用	24	38	54	98	预付账款	63	63	63	63
管理费用	57	92	130	237	其他应收款	62	62	62	62
财务费用	13	11	30	47	存货	2354	2816	3238	3724
资产减值损失	17	17	17	17	其他流动资产	19	19	19	19
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	3070	3912	4845	6316
二、营业利润	92	210	339	703	长期股权投资	145	145	145	145
加：营业外收支净额	(1)	0	0	0	固定资产	15	14	14	13
三、利润总额	91	210	339	703	在建工程	0	0	0	0
减：所得税费用	17	52	85	176	无形资产	0	0	0	0
四、净利润	74	157	254	527	其他非流动资产	139	146	152	171
归属于母公司的利润	74	157	253	498	非流动资产合计	299	305	312	330
五、基本每股收益(元)	0.10	0.22	0.35	0.69	资产总计	3369	4217	5156	6646
主要财务指标									
项目	2012	2013E	2014E	2015E	短期借款	0	1386	1697	1561
EV/EBITDA	24.11	11.84	7.07	3.48	应付票据	21	34	45	78
成长能力:									
营业收入同比	-22.8%	64.8%	41.0%	82.3%	应付账款	258	258	258	258
营业利润同比	-44.6%	128.6%	61.7%	107.4%	预收账款	125	#N/A	300	390
净利润同比	-47.4%	110.9%	61.5%	96.8%	其他应付款	70	70	70	70
营运能力:									
应收账款周转率	33	23	22	24	应交税费	84	0	0	0
存货周转率	0.22	0.30	0.34	0.52	其他流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.23	0.33	0.38	0.55	流动负债合计	996	1,103	1,200	1,415
盈利能力与收益质量:									
毛利率	34.8%	37.7%	41.8%	44.4%	长期借款	321	821	1,321	1,821
净利率	9.7%	12.4%	14%	15%	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产净利率 ROA	2.3%	4.1%	5.4%	8.4%	非流动负债合计	831	1,415	2,002	2,748
净资产收益率 ROE	5.2%	9.8%	13.7%	21.2%	负债合计	1,827	2,517	3,202	4,164
资本结构与偿债能力:									
流动比率	3.08	3.55	4.04	4.46	股本	725	725	725	725
资产负债率	0.54	0.60	0.62	0.63	资本公积	78	78	78	78
长期借款/总负债	0.18	0.33	0.41	0.44	留存收益	538	692	940	1,427
每股指标 (元)									
每股收益	0.10	0.22	0.35	0.69	少数股东权益	107	108	109	139
每股经营现金流量	-0.03	-0.19	0.02	0.54	所有者权益合计	1,542	1,700	1,954	2,482
每股净资产	1.98	2.20	2.54	3.23	负债和股东权益合计	3,369	4,217	5,156	6,646

资料来源：公司公告，民生证券研究所

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。

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	投资评级	说明
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。