



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩出现增长势头，费用控制好

——卧龙地产（600173）中报点评

2013 年 07 月 29 日

推荐/维持

卧龙地产

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmg@dxzq.net.cn	010-66554031	
张鹏	分析师	执业证书编号：S1480512060003	
	zhangpeng@dxzq.net.cn	010-66554029	

事件：

公司发布 2013 年中报。7 月 29 日披露中报，公司上半年营收 4.58 亿元，同比增长 16.82%；净利 5743.3 万元，同比增长 19.98%；基本每股收益 0.079 元。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	275.60	178.70	213.62	249.57	125.28	183.90	274.41
增长率（%）	-67.69%	-30.19%	-27.24%	47.84%	-54.54%	2.91%	28.45%
毛利率（%）	32.71%	42.08%	37.72%	25.71%	37.34%	36.15%	34.33%
期间费用率（%）	8.03%	14.46%	9.46%	8.62%	21.29%	11.79%	6.62%
营业利润率（%）	10.10%	18.57%	19.91%	7.84%	-2.88%	16.50%	17.98%
净利润（百万元）	29.28	21.69	25.77	11.45	15.14	23.06	33.61
增长率（%）	-80.46%	-42.89%	-49.11%	-0.90%	-48.31%	6.30%	30.42%
每股盈利（季度，元）	0.043	0.030	0.036	0.016	0.020	0.033	0.047
资产负债率（%）	46.19%	48.60%	53.84%	49.35%	54.22%	54.06%	55.12%
净资产收益率（%）	1.71%	1.46%	1.82%	0.80%	0.98%	1.47%	2.15%
总资产收益率（%）	0.92%	0.75%	0.84%	0.41%	0.45%	0.68%	0.96%

观点：

- **业绩为近四年来增长最好，每股收益同比增长19.98%。**上半年公司实现营业收入45,830.70万元，同比增长16.82%，营业利润7,967.84万元，同比增长5.22%，归属于上市公司股东的净利润5,743.30万元，同比增长19.98%，实现每股收益0.079元，同比增长19.98%，归属于上市公司股东的每股净资产2.01元。公司自2009年以来业绩不断下滑，今年上半年净利润出现较好增长。
- **项目储备较充分，开发仍将保持持续。**公司目前土地储备约244万平方米，可满足公司3-5年的开发需求，而且土地成本相对较低。储备的项目主要分布在经济相对发达的二三线城市，购买力水平高，市场条件和市场空间都较大。优质的土地储备为公司今后发展提供了良好的保障。公司除了在二级市场上进行招拍挂获得土地外，还通过股权收购获取项目。公司天香西园、武

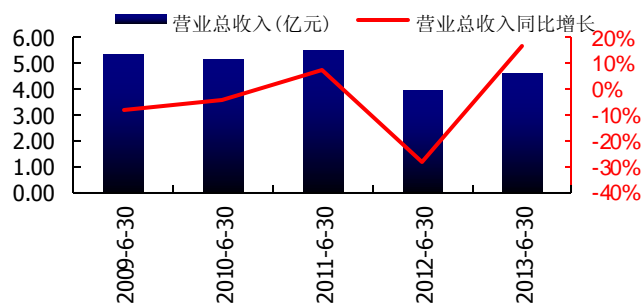
汉丽景湾和青岛的嘉原盛等项目均是通过股权收购获得。公司所在集团目前整体实力较强, 品牌知名度高, 集团旗下的制造业对于拉动区域经济发展有巨大作用。因此依靠集团的整体实力, 公司在拓展新区域时谈判的主动性较强, 有利于公司项目的获取。

- **财务稳健, 财务费用下降明显。**上半年公司费用控制较好, 管理费用、销售费用和财务费用分别达0.28亿元、0.11亿元和0.01亿元了。上半年虽然销售费用略有增长达4%, 但管理费用和财务费用出现明显下降, 同比去年分别下降了-11%和-72%, 尤其是财务费用下降特别明显, 这说明公司财务风险较低。公司财务稳健。上半年公司资产负债率只有55.12%, 相对行业的高负债率公司财务相当稳健。

投资建议:

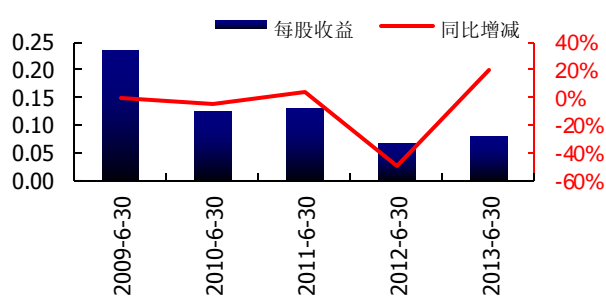
- 我们认为, 公司目前布局东部三线城市和中西部经济发达的省会城市, 布局区域的发展潜力巨大。未来随着中西部地区经济增长和社会投资增加, 房地产的需求仍将持续旺盛, 公司后期有望收获颇丰; 公司未来将逐步加大精装房、商业地产的比重, 使经营结构多元化, 有效分散经营风险, 提高品牌竞争力; 公司将不断加深改进管理, 走精细化管理的道路, 严格控制成本、提高项目运营效率。另外, 随着卧龙集团整体的稳健发展, 卧龙地产作为集团下面的三大业务之一, 将有望享受集团产业间互动带来的协同效应。我们预计公司2013年至2015年的销售收入分别达13.94亿元、17.65亿元和26.2亿元, 每股收益分别为0.26元、0.33元和0.54元, 对应的PE分别为13.15、10.47和6.35。维持公司“推荐”评级。

图 1: 营业收入情况



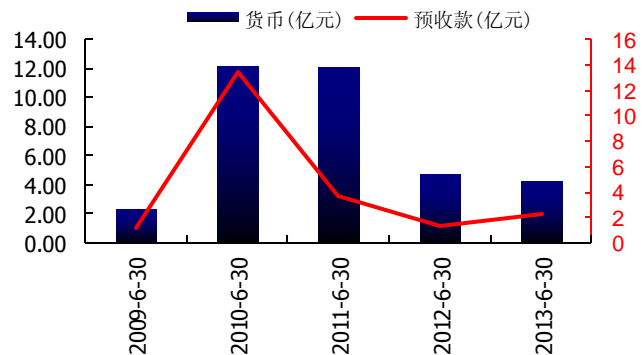
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 每股收益情况



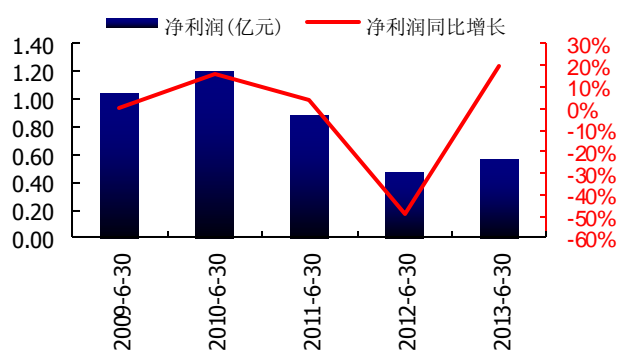
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 货币和预收款情况



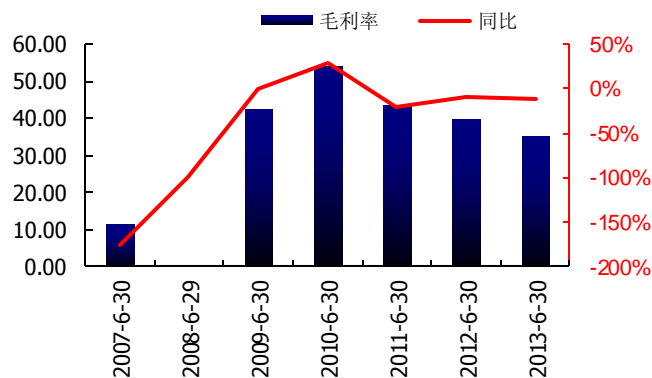
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 净利润情况



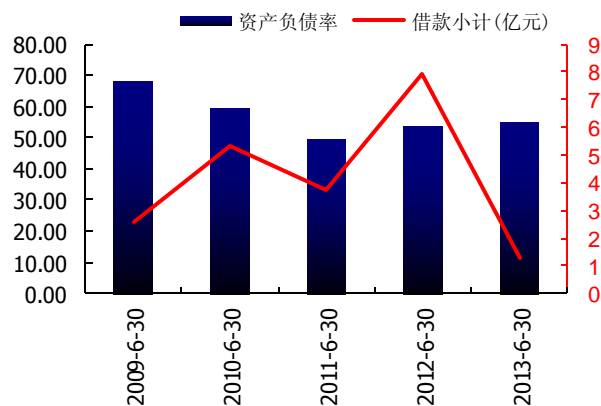
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



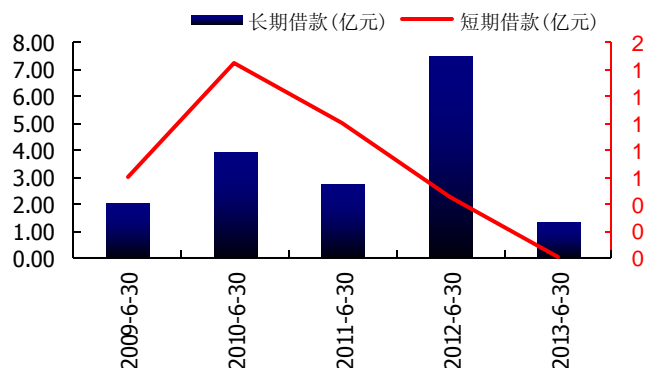
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



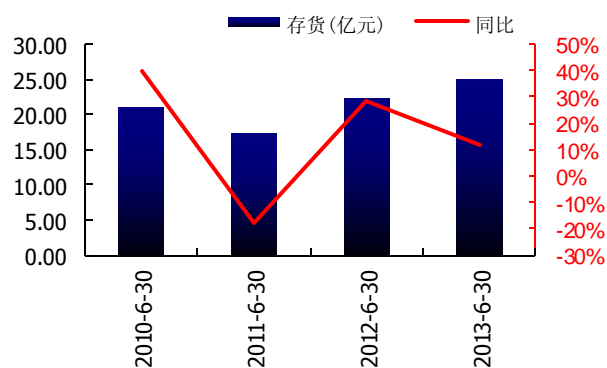
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 8: 存货情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	3060	3070	4901	6254	9045	营业收入	994	767	1394	1765	2620
货币资金	669	531	558	706	1048	营业成本	602	500	877	1113	1600
应收账款	5	41	1	1	2	营业税金及附加	93	64	118	150	223
其他应收款	112	62	112	142	211	营业费用	30	24	42	53	79
预付款项	125	63	124	202	314	管理费用	72	57	103	131	194
存货	2130	2354	4087	5183	7450	财务费用	6	13	-4	-3	-2
其他流动资产	13	19	19	19	19	资产减值损失	26.56	16.73	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	121	299	153	151	149	公允价值变动收益	0.62	0.27	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	145	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	17.15	14.84	13.08	11.32	9.56	营业利润	165	92	252	317	522
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	1.64	1.02	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.36	2.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3180	3369	5053	6404	9194	利润总额	165	91	252	317	522
流动负债合计	1030	996	1988	3121	5614	所得税	35	17	63	79	131
短期借款	140	0	706	1882	4019	净利润	129	74	189	237	392
应付账款	213	258	433	213	307	少数股东损益	-12	0	0	0	0
预收款项	189	125	264	441	703	归属母公司净利润	141	74	189	237	392
一年内到期的非流	307	429	429	429	429	EBITDA	174	108	250	315	522
非流动负债合计	438	831	550	650	750	BPS (元)	0.19	0.10	0.26	0.33	0.54
长期借款	296	321	421	521	621	主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1469	1827	2539	3771	6364	成长能力					
少数股东权益	211	107	107	107	107	营业收入增长	-54.79	-22.82	81.71%	26.61%	48.44%
实收资本(或股本)	725	725	725	725	725	营业利润增长	-70.87	-44.59	175.01	25.56%	65.01%
资本公积	218	78	956	956	956	归属于母公司净利润	154.71	25.56%	154.71	25.56%	65.01%
未分配利润	488	538	614	709	866	获利能力					
归属母公司股东权	1500	1435	2407	2526	2722	毛利率(%)	39.43%	34.77%	37.06%	36.95%	38.94%
负债和所有者权	3180	3369	5053	6404	9194	净利率(%)	13.02%	9.65%	13.57%	13.45%	14.96%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	4.44%	2.20%	3.74%	3.71%	4.26%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	9.40%	5.17%	7.86%	9.40%	14.39%
经营活动现金流	-280	-23	-1320	-1006	-1697	偿债能力					
净利润	129	74	189	237	392	资产负债率(%)	46%	54%	50%	59%	
折旧摊销	2.58	3.28	0.00	1.80	1.80	流动比率	2.97	3.08	2.46	2.00	1.61
财务费用	6	13	-4	-3	-2	速动比率	0.90	0.72	0.41	0.34	0.28
应收账款减少	0	0	40	0	-1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	139	177	262	总资产周转率	0.29	0.23	0.33	0.31	0.34
投资活动现金流	120	-332	140	-5	-5	应收账款周转率	20	34	67	1631	1745
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率	3.91	3.26	4.04	5.46	10.07
长期股权投资减少	0	0	145	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.10	0.26	0.33	0.54
筹资活动现金流	-87	178	1206	1159	2044	每股净现金流(最新	-0.34	-0.24	0.04	0.20	0.47
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.07	1.98	3.32	3.48	3.75
长期借款增加	0	0	100	100	100	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.05	34.30	13.15	10.47	6.35
资本公积增加	2	-140	878	0	0	P/B	1.66	1.73	1.03	0.98	0.91
现金净增加额	-246	-177	26	148	342	EV/EBITDA	14.69	24.97	13.95	14.63	12.47

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。