



开源节流 双管齐下

——卧龙地产 (600173) 2015 年半年报点评

2015 年 07 月 30 日

强烈推荐/维持

卧龙地产

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031		
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001	
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582		
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023		

事件:

上半年公司实现营业收入 6.7123 亿元, 同比增长 21.22 %, 利润总额 0.7767 亿元, 同比减少 11.57 %, 归属于上市公司股东的净利润 47.01 亿元, 同比减少 23.20%, 实现每股收益 0.065 元, 同比减少 22.62%, 归属于上市公司股东的每股净资产 2.23 元, 同比增长 7.21%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入 (百万元)	291.11	235.21	318.53	207.01	1182.73	295.23	376
增长率 (%)	132.37%	27.90%	16.08%	-22.69%	306.28%	25.52%	18.04%
毛利率 (%)	17.84%	35.26%	32.18%	29.73%	32.88%	29.02%	28.34%
期间费用率 (%)	10.05%	11.92%	6.48%	11.68%	3.20%	6.62%	5.25%
营业利润率 (%)	-11.47%	14.61%	16.26%	9.68%	23.55%	11.41%	11.70%
净利润 (百万元)	-6.36	23.78	33.88	7.53	188.91	20.15	26.81
增长率 (%)	-141.99%	03.12%	00.81%	-40.82%	-3072.31%	-15.27%	-20.86%
每股盈利 (季度, 元)	-0.01	0.04	0.05	0.01	0.26	0.03	0.04
资产负债率 (%)	55.45%	61.03%	59.72%	64.13%	63.90%	63.09%	64.30%
净资产收益率 (%)	-0.41%	1.49%	2.12%	0.47%	11.76%	1.24%	1.66%
总资产收益率 (%)	-0.18%	0.58%	0.85%	0.17%	4.24%	0.46%	0.59%

观点:

- **营业收入保持较高增长但净利润不乐观。** 2015年上半年公司营业收入总额为 6.7123 亿元, 同比增长 21.22 %, 营业成本总额为 4.79 亿元, 同比增长 30.06%, 利润总额 0.7767 亿元, 同比减少 11.57 %, 归属于上市公司股东的净利润 47.01 亿元, 同比减少 23.20%, 实现每股收益 0.065 元, 同比减少 22.62%。营业成本增幅超过收入增幅, 形成了对利润最重要的挤压力量, 也拖累房地产业务毛利率同比降低 5.15 个百分点, 营业成本的更快上升是因为企业为促进资金回笼而采用了降价促销。
- **项目盈利及去库存能力分化。** 对上半年对公司净利润影响达到 10% 以上的子公司经营情况进行分析可以

发现，位于武汉的墨水湖置业和耀江神马两公司净利润为正，分别为0.7849亿元和0.1955亿元，而天香华庭的净利润为-0.2263亿元，公司当年的利润总额为0.7767亿元，三家分公司合计净利润占比97.1%，今年公司的亮点在于对武汉市场的良好把握，仅武汉两家分公司就贡献了绝大部分利润。从去库存角度来看，项目销售情况与上半年利润贡献度相匹配，武汉地区结转的面积占比最大。

表 1: 对公司净利润影响达到 10%以上的子公司情况

序号	公司名称	业务性质	公事持股比例	注册资本	营业收入	营业利润
1	天香华庭	房地产开发经营	100%	350,000,000	84,602,712	-22,426,642
2	墨水湖置业	房地产开发经营	100%	250,000,000	460,508,753	104,652,673
5	耀江神马	房地产开发经营	100%	49,662,000	87,789,936	25,919,436

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

- **开源节流利好现金流。**公司继续强调销售的巨大作用，通过优化组织架构和工作流程提升工作效率，提升去库存化速度，上半年公司实现销售合同金额7.8904亿元，回款回笼金额7.6947亿元，有效提升公司的流动性；同时，公司严控费用效果显著，销售费用降低0.17个百分点，管理费用大幅降低24.08个百分点，还通过使用成本较低的项目贷款5.09亿元置换了成本较高的4亿元信托资金，以进一步降低财务费用。总体来看，鉴于销售面积增加而引致的成本增加无法削减，公司开源节流的方法无疑是面对市场的一种良性反应。
- **新增开工面积传递积极信号。**2014年上半年企业没有新开工面积，处于完全的去库存状态，全年新开工面积31.88万平方米，2015年上半年延续了这一势头，新开工面积为11.7万平方米。自2014年四季度市场向好，企业新增开工项目传递积极信号，表明企业看好本轮市场行情。
- **住宅量升价跌保收入的目标更加明确。**上半年公司实现销售合同金额7.8904亿元，同比降低4.4%。分类别来看作为主要产品的住宅业务结算均价7694.11元，同比小幅降低2.74个百分点，销售面积9.96万平方米，同比增长2.89%，量升价跌体现了公司去库存化的销售策略；商铺和其他销售金额占比由2014年的7.21%降至2.88%，价格则分别比同比低43.88%和25.79%，销售面积也不甚乐观，由2014年上半年的0.18万和1.09万降至2015年上半年的0.14万和0.53万平方米，住宅业务的销售集中度进一步提升，同时也显示出住宅房地产业务以外的其他业务情况的疲软。

我们认为公司今年住宅地产业务有望受益于整体行业的复苏，同时对于公司对于武汉的深耕有望为其带来稳定的收益，其他区域可以效仿武汉的推盘模式继续其去库存过程，今年全年仍有望实现净利润与去年持平或小幅增长。

表 2: 2015 年半年度公司房产出售情况

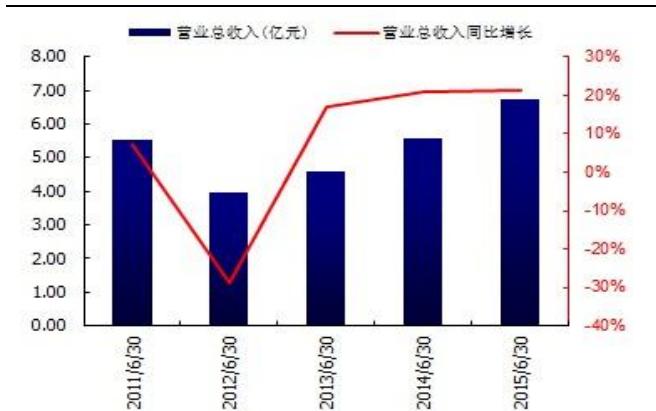
分类	期内开工面积 (万平方米)	期内竣工面积 (万平方米)	期内销售面积 (万平方米)	期内销售金额 (万元)	期内销售单价 (元/平方米)	上年同期 销售金额	上年同期 销售单价
住宅	8.6	7.04	9.96	76633.34	7694.11	76580.84	7911
商铺	0.1		0.14	791.37	5652.64	1848.4	10073
其他	3		0.53	1479.3	2791.12	4104.85	3761

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

- **重点城市以价换量有望为公司现金回笼。**以项目面积来衡量公司当前布局城市的重要程度，其排名为清远、武汉、绍兴、青岛。截止2015年上半年，公司开发最大项目的清远五洲项目销售面积仅占规划建筑面积的15.66%，武汉的耀江神马和墨水湖置业2个项目未销售面积仍然占42.77%，如果延续上半年

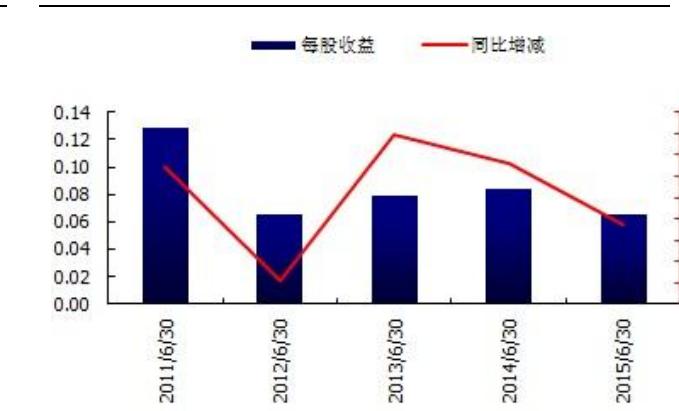
快速去库存化的销售政策,预期下半年销售面积进一步增长,以支持企业的进一步营收增长和现金回笼。

图 1: 营业收入情况



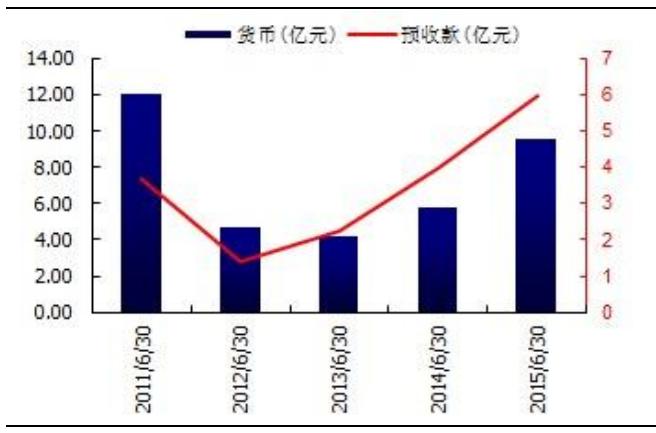
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 2: 每股收益情况



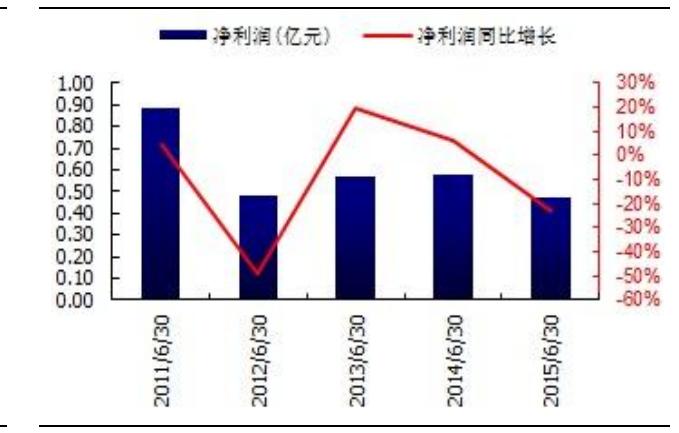
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 3: 货币和预收款情况



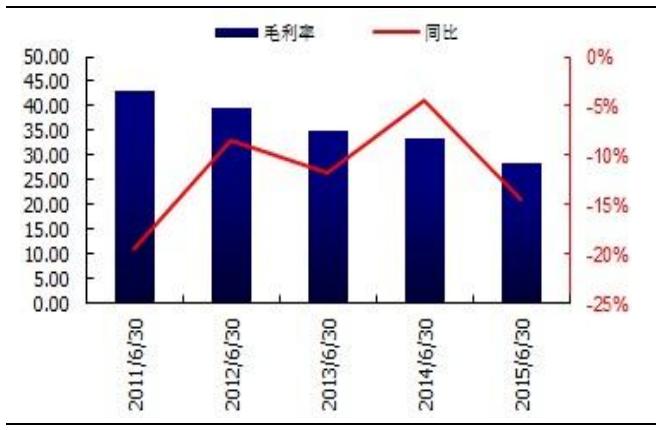
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 4: 净利润情况



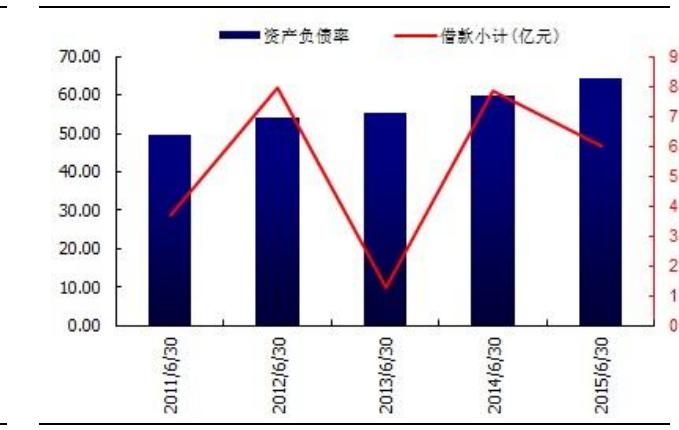
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 5: 销售毛利率情况

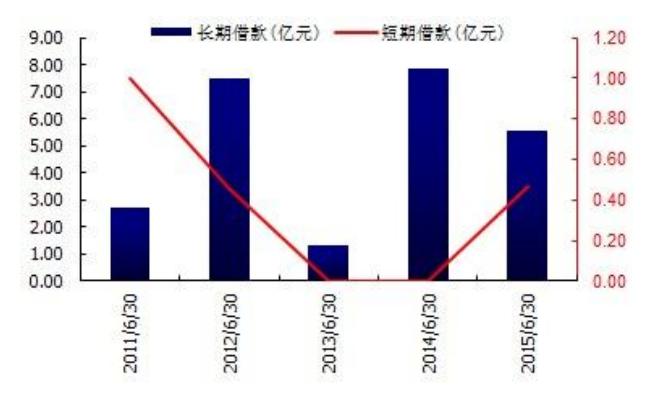


资料来源: 公司公告、东兴证券整理

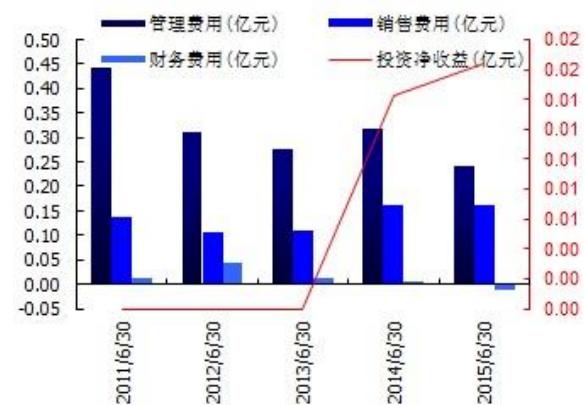
图 6: 资产负债率情况



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: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告、东兴证券

结论：

公司具备一流的控成本优势，去库存加速周转的意愿明显，从扩大收入规模和压缩可控成本两个角度来提升盈利能力，武汉地区的成功去库存为其他分公司提供了成功销售经验，行业的整体复苏也将成为公司回笼现金、加速发展的机遇。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 23.32 亿元、27.99 亿元和 30.78 亿元，每股收益分别为 0.22 元、0.29 元和 0.36 元，对应 PE 分别为 35.40、26.39 和 21.53，维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E				2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
流动资产合计	3246	4293	6391	8948	11571	营业收入			1017	1943	2332	2799	3078	
货币资金	273	910	606	1772	3493	营业成本			713	1308	1563	1903	2093	
应收账款	62	389	19	23	25	营业税金及附加			125	133	180	210	222	
其他应收款	54	46	56	67	74	营业费用			26	42	49	59	65	
预付款项	52	306	494	722	973	管理费用			61	67	72	86	95	
存货	2804	2585	5137	6257	6882	财务费用			2	2	2	2	2	
其他流动资产	2	56	79	107	124	资产减值损失			10.37	19.52	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	276	158	541	678	756	公允价值变动收益			-0.07	0.09	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益			0.00	11.56	0.00	0.00	0.00	
固定资产	16.08	14.10	285.23	422.35	500.48	营业利润			79	385	467	539	602	
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入			0.90	3.51	55.00	55.00	55.00	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出			5.99	2.11	33.00	33.00	33.00	
资产总计	3522	4451	6932	9625	12327	利润总额			74	386	489	561	624	
流动负债合计	1169	1703	2925	3619	4389	所得税			11	132	122	140	156	
短期借款	0	47	87	0	0	净利润			63	254	367	421	468	
应付账款	387	362	668	813	895	少数股东损益			-2	-6	210	210	210	
预收款项	155	502	1015	1631	2308	归属母公司净利润			65	260	157	211	258	
一年内到期的非流	440	370	0	0	0	EBITDA			84	390	508	604	676	
非流动负债合计	784	1141	2055	3663	5163	BPS (元)			0.09	0.36	0.22	0.29	0.36	
长期借款	267	526	2026	3526	5026	主要财务比率								
应付债券	0	593	0	0	0									
负债合计	1953	2844	4980	7283	9552	成长能力								
少数股东权益	105	1	211	421	631	营业收入增长			32.59%	91.07%	20.00%	20.00%	10.00%	
实收资本(或股本)	725	725	725	725	725	营业利润增长			-14.01	387.92	21.45%	15.29%	11.75%	
资本公积	78	16	16	16	16	归属于母公司净利润			-39.64	34.15%	-39.64	34.15%	22.55%	
未分配利润	541	741	826	939	1079	获利能力								
归属母公司股东权	1464	1606	1741	1922	2144	毛利率(%)			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
负债和所有者权	3522	4451	6932	9625	12327	净利率(%)			6.20%	13.07%	15.73%	15.03%	15.20%	
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)			3.66%	1.86%	5.84%	2.26%	2.19%	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)			4.47%	16.19%	9.01%	10.95%	12.03%	
经营活动现金流	-58	452	-514	-16	409	偿债能力								
净利润	63	254	367	421	468	资产负债率(%)			55%	64%	72%	76%	77%	
折旧摊销	3.29	3.45	0.00	62.91	71.91	流动比率			2.78	2.52	2.18	2.47	2.64	
财务费用	2	2	2	2	2	速动比率			0.38	1.00	0.43	0.74	1.07	
应收账款减少	0	0	370	-4	-2	营运能力								
预收帐款增加	0	0	513	616	677	总资产周转率			0.30	0.49	0.41	0.34	0.28	
投资活动现金流	-6	-71	-310	-200	-150	应收账款周转率			20	9	11	133	127	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率			3.15	5.19	4.53	3.78	3.60	
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	0	12	0	0	0	每股收益(最新摊薄)			0.09	0.36	0.22	0.29	0.36	
筹资活动现金流	-190	310	520	1382	1462	每股净现金流(最新)			-0.35	0.95	-0.42	1.61	2.37	
应付债券增加	0	0	-593	0	0	每股净资产(最新摊			2.02	2.22	2.40	2.65	2.96	
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E			85.11	21.37	35.40	26.39	21.53	
资本公积增加	0	-62	0	0	0	P/B			3.79	3.46	3.19	2.89	2.59	
现金净增加额	-254	691	-304	1166	1721	EV/EBITDA			70.91	15.84	13.90	12.11	10.49	

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

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，未来也将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。