

卧龙地产 (600173)

立足二三线城市，可售饱满，业绩高增长

孙建平 李署
 021-38676316 021-38676911
 sunjianping@gtjas.com Lishu007581@gtjas.com

本报告导读：立足于二三线城市，10年可售量饱满

投资要点：

- **地产主业稳健经营。**06-08 每年结算面积 14 万平方米以上，09 年中期结算 5289 元，比 06 年增长 41%。09 年前 3 季开工 26.2 万平米，竣工 16.56 万平米；销售 15 万平米，预售收入 5.33 亿，分别同比增长 109%和 97%。
- **发展战略清晰，在经济发展潜力大、人口增加稳定、房价相对较低的二三线新兴城市拥有 381 万平米项目储备，项目储备成本低，盈利突出。**目前在建在售及待建项目总建面 346.6 万平米，未结面积 271 万平米，权益未结 186 万平米。项目储备主要分布在上虞（16%）、武汉（17.2%）、清远（49.6%）、绍兴（6.9%）等二三线城市，项目储备平均楼面价约 666 元，而销售均价超过 5000 元，盈利能力突出。
- **未来可售量饱满。**2009 年 11-12 月公司可售面积 7.65 万平米，总金额 4.6 亿元；2010 年可售面积 47 万平米，可售金额 31 亿元。
- **负债水平高，有再融资需求。**09 年三季报资产负债率 72%，扣除预收账款的真实资产负债率 63%，净负债率 87.2%。
- **拟以 10.98 元/股公开发行融资 8 亿，已获批，发行后总股本将摊薄 22% 至 4.03 亿股。**募集资金用于天香华庭二期和五洲世纪城一期的开发。项目总建面 75.4 万平米，开发周期为 2008-2012 年，预计可实现收入 28.5 亿，净利润 5.51 亿。预计可实现增发后摊薄后 EPS 1.37 元。
- **预计 09-11 年摊薄前 EPS 为 0.46 元、1.05 元和 1.45 元；摊薄后 10-11 年 EPS 分别为 0.86 元和 1.19 元。**预计 09-11 年公司将分别结算 15 万平米，27 万平米和 35 万平米，分别实现收入 8.2 亿元、16.5 亿元和 22 亿元，净利润分别为 1.52 亿、3.48 亿和 4.79 亿元。
- **给予 10 年增发摊薄后 22 倍 PE；摊薄后 RNAV 13 元，考虑公司项目房价上涨空间、土地储备增加潜力和行业平均溢价，给予 30%RNAV 溢价；综合 PE 和 RNAV 估值给予 18 元目标价，首次给予增持评级。**

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	765	832	817	1653	2197
(+/-)%	33%	9%	-2%	102%	33%
经营利润（EBIT）	170	203	252	512	754
(+/-)%	241%	20%	24%	103%	47%
净利润	120	102	152	348	479
(+/-)%	70%	-15%	49%	129%	37%
每股净收益（元）	0.36	0.31	0.46	1.05	1.45
每股股利（元）	0.00	0.09	0.14	0.32	0.44

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	19.7%	20.8%	31.0%	30.5%	33.8%
市盈率	38.8	45.5	30.6	13.4	9.7
股息率（%）	0.0%	0.6%	1.0%	2.2%	3.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： **增持**
 上次评级：首次评级
目标价格： **¥18.00**
 上次预测：¥0.00
当前价格： **¥14.12**

2009.11.10

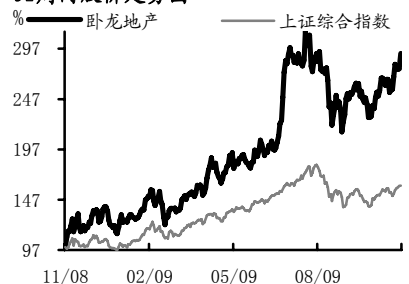
交易数据

52 周内股价区间（元）	3.32 ~ 12.48
总市值（百万元）	3,851
总股本/流通 A 股（百万股）	330/122
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.37
日均成交量（百万股）	7.7
日均成交值（百万元）	61.9

资产负债表摘要（09/09）

股东权益（百万元）	450.8
每股净资产	1.37
市净率	9.37
资产负债率	87.2%

52 周内股价走势图



相关报告

《地产周报第 55 期（11.2-11.8）——二线城市主流城市去化时间明显下降》，2009.11.10

《1-9 月全国房地产行业数据点评》，2009.10.15

《2009 年房地产行业专题策略研讨会纪要-拨云见日》，2009.8.27-28

《1-8 月全国房地产行业数据点评》，2009.9.15

《1-7 月全国房地产开发投资数据点评》，2009.8.11

《更上一层楼——2009 年下半年投资策略》，2009.6.18

《行业趋势：期待多云转晴——2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1

《房地产：春江水暖鸭先知——关注广深地产板块》，2009.3.3

《房地产板块中的创投先锋：中国宝安、张江高科、北京城建》，2009.2.3

《国泰君安地产双周报》第 1-54，2008.1-2009.11

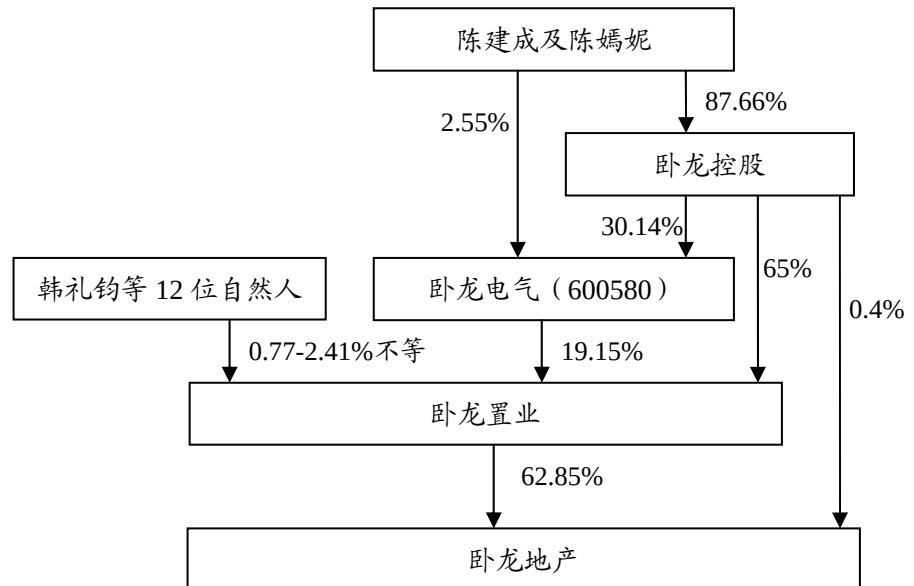
《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.05

《资金紧张的冬天，谁的棉衣厚？——地产行业资金链状况及其影响》，2008.6.18

1. 民营企业，经营稳健

卧龙地产 2007 年通过借壳 S*ST 丹江实现上市，公司在二三线城市主营房地产开发，大股东卧龙置业持有公司 62.85% 股权，实际控制人为陈建成先生。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司年报，国泰君安证券销售交易总部

房地产开发规模不断扩大，经营稳健。公司项目储备稳步增加，从 2004 年的 60 万平方米增加至 2009 年中期的 226 万平方米，近两年结算面积保持在 16 万平方米以上，结算均价从 2006 年的 3759 元/平米稳步上升至 2009 年中期的 5289 元/平米。2009 年前 3 季度公司开工面积 26.2 万平方米，竣工面积 16.56 万平方米，比 08 年同期有大幅增长。09 年前 3 季度实现销售面积 15 万平方米，实现预售收入 5.33 亿，分别同比增长 109% 和 97%。

表 1：公司历年储备及结算情况（单位：万平方米，亿元，元/平米）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009.6
建筑面积	68.28	72.11	106.73	286.13	286.13	299.14
未结面积	59.85	55.90	79.91	241.50	223.34	226.29
结算面积	8.43	7.78	13.96	17.81	18.16	10.06
结算金额			3.98	6.11	8.29	5.34
结算均价			3759	4374	4565	5289

数据来源：公司公告，国泰君安证券销售交易总部

2. 立足二三线城市，定位清晰，项目储备 381 万平方米

公司发展战略清晰，主要立足于长三角、珠三角及经济发展潜力大、人口增加稳

定、房价相对较低的二三线新兴城市，目标客户群主要是当地中高档消费群。目前，公司土地储备 90%以上分布于长三角和珠三角区域，主要是浙江和广东两省的二、三线城市，这些城市的增长潜力最为突出，有着充足的购买力和旺盛的需求；同时城市相对密集，项目的可复制性强。对于公司来说，这种布局方式，有利于集中资源，实现集约化的发展。

公司目前在建在售及待建项目总建面 346.6 万平米，未结面积 271 万平米，权益未结 186 万平米。项目储备主要分布在浙江的上虞（16%）、武汉（17.2%）、清远（49.6%）、绍兴（6.9%）等二三线城市。

项目储备成本低廉，所有项目平均楼板价约 666 元；楼盘在所在城市属于较高档次，包括较大体量的别墅和商业；项目整体销售均价在 5000 元以上，盈利能力相当突出。

表 2: 公司项目储备情况 (单位: 万平米)

项目名称	类型	地理位置	占地面积	建筑面积	权益	未结面积	权益未结	楼面地价	竣工时间
天香华庭	住宅	上虞市梁湖镇华东村	43.01	42.09	100%	30.43	30.43	1100	2011.12
其中: 二期高层	公寓	上虞市梁湖镇华东村		18.00	100%	18.00	18.00		
二期别墅	独栋/联排/叠加	上虞市梁湖镇华东村		8.19	100%	9.99	9.99		2011.12
天香西园	住宅	上虞市经济开发区	5.54	13.01	100%	13.01	13.01	1167	
金湖湾	住宅	绍兴市袍江工业区	13.92	31.04	95%	18.60	17.67	1300	2010.12
山水绿都	住宅	嵊州市城南新区	11.13	21.67	100%	3.49	3.49	500	2006.10
剑桥春天	住宅	武汉洪山区东湖开发区	9.97	25.32	100%	3.57	3.57	586	2009.12
耀江·丽景湾	住宅	武汉东西湖区金银湖	35.95	43.03	75%	43.03	32.28	813	
清雅园	住宅	银川卧龙变压器厂	2.10	3.58	100%	0.64	0.64	500	2010.12
五洲世纪城	商住	广东清远市北江南岸	61.80	137.31	50.1%	134.37	67.32	90	2017.12
富士居	住宅	宁波市百丈路和中山路	13.00	25.76	69%	21.29	14.58	2000	
工业厂房	工业		3.19	3.84	100%	2.69	2.69		
合计			199.61	346.65		271.12	185.68	666	

注: 耀江·丽景湾项目为公司拟收购项目, 已经初步签署了转让协议。数据来源: 公司公告, 调研资料, 国泰君安证券销售交易总部

3. 未来可售饱满, 业绩有保障

2009 年 11-12 月公司可售面积 7.65 万平米, 总金额达 4.6 亿元; 2010 年可售面积 47 万平米, 可销售额 31 亿元。假定 2010 年可售量全部实现销售, 则 2010 年实现的预售收入可达到我们预计的 2011 年结算收入的 141%。

表 3: 公司未来可售量情况统计 (单位: 万平米)

项目名称	2009 年 1-10 月	2009 年 11-12 月			2010 年		
	已售未结额	可售面积	可售金额	均价	可售面积	可销售额	均价
天香华庭 一二期	454.00						

二期高层		2.00	120.00	6000	6.00	360.00	6000
二期别墅					3	330.00	11000
天香西园	138.00	1.80	131.40	7300	9	720.00	8000
金湖湾	230.00	1.68	94.36	5617	6.60	369.60	5600
山水绿都	12.00				2.6	312.00	12000
剑桥春天	141.00	1.17	70.80	6052	1.2	66.00	5500
金银湖赛马场	350.00						
五洲世纪城	154.00	1.00	50.00	5000	18.8	940.00	5000
合计	1479.00	7.65	466.56	6099	47.20	3097.60	6563

数据来源：公司公告，国泰君安证券销售交易总部

4. 上虞、绍兴项目受益杭州都市经济圈规划

天香华庭：上虞顶级的高尚生态别墅住宅区，位于上虞市区南部梁湖镇兰芎山下，距离市中心约3公里。项目总用地面积约645亩，总建筑面积42.42万平米，绿地率35.1%。规划独立别墅、排屋、高级公寓等多种建筑形态。一期别墅项目总建筑面积11.5万平方米已基本建成；二期项目高档排屋、公寓12.48万平方米已开工。目前一期还剩5栋别墅已售未结算，销售额1500万；二期26.2万平米，F区3.75万平米联排别墅已实现100%销售，预计10年交房；0.8万平米叠拼已预定完，均价8500元/平米，年底开盘；高层18万平米，年底开工，先开8万平，12月预售1-3栋，房价预计5500-6000。在建联排3万多平米，预计10年10月预售，预计售价11000，10年底可交房。项目将于11年全部完工。

绍兴金湖湾：项目位于浙江绍兴袍江中心商贸居住区，毗邻绍嘉高速通道、曹娥江袍江大桥、杭甬高速铁路。总占地面积约14万平米。总建筑面积31万平米，建筑密度小于28%，绿化率达38.8%。项目楼面价1300，在售均价5500元。金湖湾项目分三期。住宅1期7万平米，2期9万平米，3期5.5万平米，总计22万平米；此外还有1.5万平米单身公寓和1.2万商铺。2期共有住宅770套，2009年9月18日交付700套，均价5000，余70套在售，均价5500。3期共500多套，10月底开2栋，98套，预计均价5700。

图2：卧龙金湖湾项目位置图



上虞绍兴将通过轨道交通建设融入杭州都市圈：根据网络资料，2009 年 9 月杭州、嘉兴、湖州、绍兴四市已正式将《杭州都市经济圈规划》上报省政府，待审批后将发布实施。杭州都市经济圈规划形成以杭州市区为核心，以湖州、嘉兴、绍兴三市市区为副中心、以杭州市域五县市和德清、安吉、海宁、桐乡、绍兴、诸暨等毗邻杭州的六个县市为紧密层的总体布局框架。经济圈内交通线路包括：

(1) “一通、二纵、四横、五连” 的高速公路网络包括杭州湾嘉绍跨江通道、杭金衢高速公路、上三高速公路、杭甬高速公路、沿江高速公路、杭甬高速公路南复线、甬金高速公路、机场高速公路、杭州湾萧山通道、绍诸高速公路等。

(2) “四纵四横” 的国省道和区域干线公路包括绍大线、绍甘线、柯海线、进港路、104 国道（104 国道南复线）、329 国道、世纪大道、柯袍线。

(3) “两横一纵” 的铁路干线包括杭甬铁路客运专线、萧甬铁路和浙赣铁路；将建设杭甬铁路客运专线绍兴站、上虞站；迁建绍兴货运东站。

(4) “两横” 线路布局的轨道交通。将兴建绍兴地铁 1 号线“杭州 2 号线接口－杨汛桥－钱清－柯桥片区－越城片区－袍江片区－生态产业园区－上虞”；轻轨 2 号线“杭州萧山机场（杭州 7 号线接口）－滨海新区－上虞滨海新区”。

5. 广州清远世纪城项目受益轻轨延伸

清远世纪城：位于广东清远新城。是清远政务、商贸物流双核心区域，拥有多条重要交通枢纽，与 10 万平方米农副产品批发市场、20 万平方米国际汽车城、16 万平方米义乌商贸城共建粤北大商贸。项目总占地面积约 62 万平方米，其中商贸城用地约占 27%，其余 73% 为住宅商业，地上总建筑面积 137.31 万平米。项目楼面价仅 90 元/平米，目前在售商贸城均价 5000 元。

清远将成为珠三角的后花园，项目将受益轻轨延伸。根据广东省政府规划，广州地铁 9 号线将延伸至清远市区，项目投资近 400 亿元，项目建成后，广州到清远将从 50 分钟缩短至 25 分钟。清远将成为珠三角的“后花园”和岭南移居的名城。

6. 盈利能力较强，负债水平高，有再融资需求

公司近 3 年盈利能力保持较高水平，毛利率在 35% 以上，净利率在 14% 以上。资金压力较大，有再融资需求。截止 09 年三季报资产负债率 72%，扣除预收账款的真实资产负债率 63%，净负债率 87.2%。

表4：卧龙地产最近3年的主要财务指标

	2007A	2008A	2008Q3	2009Q3
资产总额	2211.74	2108.78	1989.78	2056.37
负债总额	1670.72	1374.54	1337.02	1485.37
预售房款	525.03	142.69	206.72	181.66
营业收入	764.83	831.99	701.53	713.65

净利润	120.11	102.43	101.69	102.76
资产负债率	75.5%	65.2%	67.2%	72.2%
真实负债率	51.8%	58.4%	56.8%	63.4%
净负债率	38.2%	72.4%	83.8%	87.2%
ROE	27.8%	20.3%	20.2%	22.8%
毛利率	37.1%	36.3%	34.6%	44.0%
净利率	15.7%	12.3%	14.5%	14.4%

数据来源：公司公告，国泰君安销售交易总部

7. 拟以 10.98 元/股公开发行，融资不超过 8 亿

按照 8 亿融资额计算需发行股本 0.73 亿股。2009 年 11 月公司公开发行股票申请获证监会批准。公司拟 10.98 元/股公开发行不超过 1.2 亿股，募集资金不超过 8 亿元。按照目前 3.3 亿股本计算，公开发行后公司总股本将摊薄 23%至 4.03 亿股。募集资金将用于卧龙天香华庭二期和五洲世纪城一期的开发。

募投项目预计可贡献增发后 EPS 1.37 元。募投项目总投资 19.4 亿元，投入募投资金 8 亿元，占比 41%。项目总建筑面积 75.42 万平米，开发周期为 2008-2012 年，预计可实现销售收入 28.5 亿元，净利润 5.51 亿元，预计净利润率将达到 19.3%，按照增发之后总股本 4.03 亿股计算，预计可实现 EPS 1.37 元。

表 5：公司募投项目基本情况（单位：万平米，亿元）

项目名称	项目内容	投资总额	募集资金投入金额	占地 面积	建筑 面积	预计销售 收入	净利 润	预计净利 润率	项目建设期
卧龙天香华庭二期	住宅	8.46	5.20	17.51	26.19	12.59	2.37	18.8%	2009.1-2011.12
卧龙五洲世纪城一期	商业、住宅	10.94	2.80	25.33	49.24	15.90	3.14	19.7%	2008.7-2012.6
合计	—	19.40	8.00	42.84	75.42	28.50	5.51	19.3%	

数据来源：公司公告，国泰君安销售交易总部

8. 预计 09-11 年净利润 1.52 亿、3.48 亿和 4.79 亿元

根据现有项目销售情况及开竣工情况，预计 09-11 年公司将分别结算 15 万平米，27 万平米和 35 万平米，分别实现收入 8.2 亿元、16.5 亿元和 22 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.52 亿、3.48 亿和 4.79 亿元。主要结算项目为天香华庭、天香西园、金湖湾以及五洲世纪城等。按照现有 3.3 亿股本计算，09-11 年 EPS 分别为 0.46 元、1.05 元和 1.45 元。

若增发于 10 年完成，按照增发后 4.03 亿总股本计算，摊薄后 10-11 年 EPS 分别为 0.86 元和 1.19 元。

表 6: 2009-2011 年项目结算情况预测 (单位: 万平米, 亿元, 元/平米)

项目名称	2009				2010				2011			
	面积	均价	收入	毛利率	面积	均价	收入	毛利率	面积	均价	收入	毛利率
天香华庭	1.92	7016	134.7	51.2%		7016						
天香华庭高层					2.00	6000	120.0	46.2%	5.00	6000	300.0	46.2%
天香华庭别墅					3.00	10560	316.8	69.4%	4.00	10560	422.4	69.4%
天香西园					3.95	6400	252.8	50.9%	5.00	6600	330.0	52.4%
金湖湾	5.00	5200	260.0	35.0%	5.28	5500	290.4	38.6%	7.50	5700	427.5	40.7%
山水绿都	0.08	6000	4.8	62.5%	1.00	6000	60.0	62.5%	2.41	6000	144.6	62.5%
剑桥春天	2.57	5500	141.4	61.0%	1.00	5500	55.0	61.0%				
金银湖赛马场		5000			7.00	5000	350.0	40.0%				
清雅园	0.64	3000	19.2	22.1%								
五洲世纪城	4.94	5200	256.9		4.00	5200	208.0	55.5%	11.00	5200	572.0	55.5%
合计	15.15		816.9	48.5%	27.23		1653.0	51.0%	34.91		2196.5	54.0%

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部预测

9. 目标价 18 元, 增持

增发摊薄后 EPS 0.86 元, 给予 10 年 22 倍 PE 对应目标价 18.9 元。摊薄之后公司 RNAV 13 元, 考虑公司项目房价上涨空间、土地储备增加潜力和行业平均溢价, 30%RNAV 溢价对应目标价 16.9 元。综合 RNAV 和 PE 估值给予公司目标价 18 元, 首次给予增持评级。

附表：公司损益表及其预测（单位：百万）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	244.9	576.7	764.8	832.0	816.9	1653.0	2196.5
营业收入	244.9	576.7	764.8	832.0	816.9	1653.0	2196.5
二、营业总成本	372.2	539.4	614.4	659.4	563.7	1149.5	1453.7
营业成本	255.7	427.2	481.2	529.7	420.7	810.6	1010.0
营业税金及附加	2.0	25.1	41.6	58.5	85.8	206.6	274.6
销售费用	23.6	22.9	27.0	13.6	26.1	57.9	70.3
管理费用	66.0	51.9	45.4	27.1	31.9	66.1	87.9
财务费用	24.9	27.8	17.6	-0.8	-0.8	8.3	11.0
资产减值损失	0.0	-15.4	1.6	31.3	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	-122.7	37.3	150.4	172.7	253.2	503.5	742.8
加：营业外收入	0.4	96.5	42.7	0.6	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	18.9	1.8	4.7	4.2	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	-134.2	132.0	188.3	169.0	253.2	503.5	742.8
减：所得税	0.0	41.1	66.4	49.4	63.3	125.9	185.7
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	-134.2	90.9	121.9	119.7	189.9	377.7	557.1
减：少数股东损益	0.0	20.1	1.8	17.2	37.7	29.5	78.4
归属于母公司所有者的净利润	-134.2	70.8	120.1	102.4	152.2	348.1	478.7
股本	230.0	230.0	330.0	330.0	330.0	330.0	330.0
EPS	-0.58	0.31	0.36	0.31	0.46	1.05	1.45
主营收入增长率	-36.8%	135.5%	32.6%	8.8%	-1.8%	102.3%	32.9%

注：若增发与 10 年完成，按照 4.03 亿股增发后总股本计算，预计 10-11 年 EPS 分别为 0.80 元和 1.09 元。

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券销售交易总部预测。

作者简介:

孙建平:经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004年1月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李署:工科硕士，毕业于南京大学，2008年7月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。

免责声明

本报告的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，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com