

贾祖国 86-10-88088569
 jiazg@cmschina.com.cn
 孟群 86-755-25310921
 mengqun@cmschina.com.cn

2010年4月27日

鲁商置业(600223.SZ)/8.93元

销售大幅增长，管理层做大做强的决心很大

房地产

估值区间: 12.15元

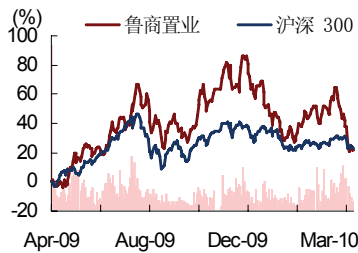
强烈推荐-A (维持)

基础数据

上证综指	2984
总股本(万股)	100097
已上市流通股(万股)	33894
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	30
每股净资产(MRQ)	0.7
ROE(TTM)	67.2
资产负债率	91.0%
主要股东	山东省商业集团总公司
主要股东持股比例	52.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	-22	22
相对表现	-17	-18	-2



相关报告

《ST 鲁置业(600223)——捆绑银座，整装待发，向山东龙头进军》

2010/01/27

《ST 鲁置业(600223)——向山东本土龙头进军》2010/03/01

2010年一季度营业收入同比增长19.5%，但房地产预售收入增长346%。管理层做大做强的决心很大。政策预期趋松，再融资和燕儿岛项目开盘将成为股价催化剂。10年EPS0.81元，15倍PE对应目标价12.15元。

- **一季度销售大幅增长(346%)但结算量少:** 2010年一季度，公司主营收入1.42亿(YOY19.5%)，归属母公司净利润1165万(YOY-11.7%)，EPS0.0116元。我们估算公司一季度销售收入6.8亿，比2009年同期增长346%；
- **销售费用和有效税率偏高影响了净利，但对全年的影响不会太大:** 销售毛利率同比提高10个百分点至39.4%的情况下，销售净利率仍同比下降3.5个百分点至7.8%，主要是因为销售费用率同比提高11.6个百分点，有效税率同比提高8.8个百分点。销售费用增加主要是受开盘楼盘差异影响，有效税率增加主要是因为分公司属地纳税差异和盈余差异，对全年的影响不会太大；
- **地产做大作强的决心很大:** 公司所有项目全部开工建设，计划今年全部开盘，燕儿岛项目进展顺利，足见公司管理层的决心；
- **投资看点:** 1、山东市场——2009年人均收入比全国高3.7%，但房价比全国低24%，市场规模排全国第6，但缺乏本土龙头；2、核心优势——捆绑银座堪比万达捆绑沃尔玛；3、公司构架——两次整合借壳上市，整装待发；4、鲁商集团支持力度和能力将增强；5、能力优于山东本土竞争对手——比国企有运作模式并打通了资本市场，比民企有人脉和运作模式优势；
- **投资建议:** 预计2010年EPS0.81元，给予2010年15倍PE，目标价12.15元。政策预期趋松，再融资和燕儿岛项目开盘将成为股价催化剂，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2611	2500	4153	4952	6487
同比增长	101%	-4%	66%	19%	31%
营业利润(百万元)		588	1114	1595	1993
同比增长	-50%	-396%	89%	43%	25%
净利润(百万元)	-297	439	814	1154	1246
同比增长	-1407%	-248%	85%	42%	8%
每股收益(元)	-0.30	0.44	0.81	1.15	1.24
PE	-30.1	20.4	11.0	7.8	7.2
PB	23.4	14.0	6.2	3.4	2.3

资料来源: 招商证券

- 截止 2009 年末公司项目可售面积 274.2 万平方米，其中济南占 35.8%，青岛占 33.4%，临沂站 15.9%，东营占 4.5%，北京占 6.8%，重庆占 3.5%；权益可售 250 万平米；

表 1：鲁置业房地产项目情况

项目名称	类型	规划建面 (万平)	可售面积 (万平)	占比	权益比例	权益可售 (万平)	占比
济南常青藤	住宅	85.0	57.5	21.0%	100%	57.5	23.0%
济南御龙湾	别墅	14.0	8.8	3.2%	100%	8.8	3.5%
济南国奥城	城市综合体	35.0	14.7	5.4%	100%	14.7	5.9%
济南泉城中心城市广场	城市综合体	20.6	17.2	6.3%	100%	17.2	6.9%
青岛蓝岸国际	住宅	26.7	18.9	6.9%	85%	16.1	6.4%
青岛动感世代	住宅	19.1	5.7	2.1%	100%	5.7	2.3%
青岛一山一墅	别墅	9.6	7.4	2.7%	100%	7.4	3.0%
青岛燕儿岛项目	城市综合体	74.5	59.6	21.7%	75%	44.7	17.9%
临沂鲁商凤凰城	住宅	58.6	43.6	15.9%	100%	43.6	17.5%
北京蓝岸丽舍	别墅	18.7	18.7	6.8%	100%	18.7	7.5%
重庆云山原筑	别墅	12.1	9.7	3.5%	50%	4.8	1.9%
东营银座城市广场	城市综合体	15.6	12.5	4.5%	85%	10.6	4.2%
合计		389.4	274.2	100%		249.8	100%

注明：临沂沂龙湾项目归属长期股权投资，此处不予考虑

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

- 预计 10 年，11 年，12 年结算面积分别为 51.5 万平方米，53.1 万平方米和 61.3 万平方米，结算收入分别为 41.2 亿元，49.2 亿元，64.5 亿元；

表 2：鲁置业未来三年主要结算项目结算面积和收入

万平，亿元	类型	10 年结 算面积	11 年结 算面积	12 年结 算面积	10 年结 算收入	11 年结 算收入	12 年结 算收入
济南常青藤	住宅	4.25	10.64	15.96	1.7	4.5	7.0
济南御龙湾	别墅	2.04	3.40	1.62	1.9	3.3	1.6
济南国奥城	城市综合体	5.00	9.70	0.00	6.1	12.9	0.0
济南泉城中心城市广场	城市综合体	11.36	5.84	0.00	12.2	10.5	0.0
青岛蓝岸国际	住宅	5.66	6.63	6.63	3.2	5.3	5.3
青岛动感世代	住宅	2.92	1.28	1.28	0.9	0.4	0.5
青岛一山一墅	别墅	1.54	2.30	3.53	1.3	2.0	3.3
青岛燕儿岛项目	城市综合体	0.00	0.00	14.26	0.0	0.0	31.7
临沂鲁商凤凰城	住宅	9.60	4.80	4.80	4.6	2.6	2.7
北京蓝岸丽舍	别墅	5.87	3.00	4.92	7.4	4.5	7.4
重庆云山原筑	别墅	1.60	3.20	4.88	1.0	2.0	3.2
东营银座城市广场	城市综合体	1.68	2.30	3.44	0.9	1.2	1.9
合计		51.5	53.1	61.3	41.2	49.2	64.5

资料来源：招商证券研发中心

- 上调鲁置业 RNAV 至 7.93 元/股，当前股价溢价 37.6%；

表格 3：上调鲁置业 RNAV 至 7.93 元/股

开发项目评估溢价（亿元）	72.5
长期股权投资评估溢价（亿元）	0.5
帐面净资产（亿元）	6.4
重估净资产（亿元）	79.4
总股本	10.0
RNAV	7.93

资料来源：招商证券研发中心

➤ 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.81 元，1.15 元和 1.24 元；

表 4: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	2611	2500	4153	4952	6487
二、营业总成本	2881	1924	3051	3380	4541
其中: 营业成本	2221	1596	2129	2001	3042
营业税金及附加	94	234	689	1138	1243
营业费用	39	57	72	80	95
管理费用	178	38	142	154	177
财务费用	260	1	18	7	-16
资产减值损失	88	-2	0	0	0
三、其他经营收益	71	12	12	23	47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	71	12	12	23	47
四、营业利润	-199	588	1114	1595	1993
加: 营业外收入	2	1	0	0	0
减: 营业外支出	7	3	0	0	0
五、利润总额	-205	586	1114	1595	1993
减: 所得税	109	146	278	399	498
六、净利润	-314	440	835	1197	1494
减: 少数股东损益	-16	1	22	43	249
七、归属母公司所有者净利润	-297	439	814	1154	1246
股本(百万)	1001	1001	1001	1001	1001
每股收益(元)	-0.30	0.44	0.81	1.15	1.24

资料来源: 招商证券研发中心

➤ 风险提示:

山东房地产市场调整风险: 公司项目主要集中在山东省内, 若山东房地产市场调整, 可能影响公司 11 年的业绩, 对 10 年的业绩影响不大;

非公开增发无法完成的风险: 虽然我们分析非公开增发无法完成的情况下, 公司仍然具有较强的业绩释放动力, 但可能会影响公司项目消化进度及后续业务拓展进度;

参考报告:

《ST 鲁置业 (600223) 一捆绑银座, 整装待发, 向山东龙头进军》20100127

- **山东市场—风险小, 规模大, 本土企业弱小:** 山东人均可支配收入比全国高 3.3%, 但房价比全国低 22%; 销售额排全国第 5, 销售量排第 2, 但本土企业中尚无区域性龙头, 青岛和济南市场前 10 名有一半是外地企业;
- **核心优势—捆绑银座, 堪比大连万达捆绑沃尔玛:** 银座是山东第一零售品牌, 鲁置业携手银座进入目标城市, 给目标城市至少带来四点好处: 第一提供就业机会, 第二提供持续性的税收, 第三改善城市形象, 第四提升区域房地产价值。因此在同等条件下, 地方政府更愿意引进鲁置业这样的开发商。
- **公司构架—两次整合, 整装待发:** 第一次是 2006 年: 主要是将原鲁商集团旗下的房地产业务进行整合, 成立山东省鲁商置业有限公司; 第二次是借壳上市, 将银座股份和世贸中心等公司旗下的房地产业务全部归口到上市公司鲁商置业股份有限公司。至此公司有望打破束缚, 在集团内的战略定位可望由以对内服务为主向对外服务为主转变;
- **鲁商集团的支持力度和能力将增强:** 第一, 大股东鲁商集团要实现 2020 年营业收入达到 1100 亿的战略目标, 不仅需要加快零售主业的发展, 也需要地产和医药等多个产业的支撑; 第二, 仅 2008 年零售门店数就增加 69%, 达到 164 个, 恐怕要由外延型增长转入内涵型增长, 这样鲁商集团的现金流会越来越好, 集团层面有更多的精力和资金支持房地产业务扩大规模; 第三, 房地产业务借壳上市, 打通了资本渠道, 对鲁商集团的资金依赖大大降低;
- **竞争能力优于山东本土竞争对手:** 与国企背景的企业 (主要是海尔地产, 海信地产, 中国重汽, 鲁能集团和山东黄金) 相比, 公司有运作模式优势 (捆绑银座系统, 具有很强的区域拓展性), 并且进行了房地产业务整合, 打通了资本市场; 与民企背景的上市企业 (主要是中润置业, 圆城股份, 天业股份) 相比, 公司有人脉优势, 运作模式优势。

《ST 鲁置业 (600223) 一向山东本土龙头进军》20100301

- **负债率高不必太担心:** 第一, 公司 09 年末资产负债率 90%, 但剔除 18.7 亿的预售帐款和借壳上市遗留的 12.1 亿未分配利润两大因素影响后, 资产负债率为 67%, 略高于行业平均水平; 第二, 遗留的 12.1 亿未分配利润影响资产负债表, 但不影响利润表和现金流量表; 第三, 负债率高但偿债风险较小, 已获利息保障倍数高达 663 倍, 远高于行业平均水平; 第四, 高负债率限制了公司举债能力, 促使公司以更大的决心通过股权融资来降低负债率;
- **非公开增发的问题:** 市场担心当前股价难以支撑 10.12 元/股的增发价, 进而影响公司的业绩释放。我们认为, 第一, 最乐观估计下, 公司在 10 年底完成非公开增发, 不必因当前股价而担心; 第二, 即便是增发不能完成, 公司也有动力去释放业绩, 因为鲁商集团旗下零售业转向内涵型增长, 有精力也有资源支持房地产, 鲁商集团要实现千亿收入目标, 也必须加快房地产板块的发展; 第三, 青岛市政府以非常优惠的条件将燕儿岛项目交给公司, 想必在开发进度上是有限制条件的;

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4712	7155	9062	11106	14352
现金	823	831	1614	3653	4592
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	7	0	0	130
应收款项	3	516	83	99	127
其它应收款	69	24	83	99	130
存货	3632	4941	7027	7005	9035
其他	185	834	254	250	339
非流动资产	93	81	154	207	266
长期股权投资	13	25	25	25	25
固定资产	40	8	56	97	133
无形资产	0	0	0	0	0
其他	40	48	73	85	108
资产总计	4805	7236	9216	11312	14618
流动负债	3065	4982	5924	6322	9131
短期借款	200	200	500	500	1000
应付账款	340	542	1065	1001	1521
预收账款	300	1866	1491	1401	2129
其他	2225	2374	2869	3421	4481
长期负债	1282	1561	1764	2265	1267
长期借款	1278	1257	1757	2257	1257
其他	4	304	6	8	10
负债合计	4347	6543	7688	8587	10398
股本	1001	1001	1001	1001	1001
资本公积金	494	319	319	319	319
留存收益	(1113)	(680)	134	1287	2533
少数股东权益	76	53	75	118	366
母公司所有者权益	382	640	1454	2607	3853
负债及权益合计	4805	7236	9216	11312	14618

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(509)	48	861	1572	1427
净利润			814	1154	1246
折旧摊销			5	10	14
财务费用			18	7	(16)
投资收益			(12)	(23)	(47)
营运资金变动			44	393	(92)
其它			(7)	32	321
投资活动现金流	(61)	(186)	(50)	(50)	(50)
资本支出			(50)	(50)	(50)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	925	38	(29)	517	(437)
借款变动			278	500	(500)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(307)	17	63
现金净增加额	355	(100)	783	2039	939

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2611	2500	4153	4952	6487
营业成本	2221	1596	2129	2001	3042
营业税金及附加	94	234	689	1138	1243
营业费用	39	57	72	80	95
管理费用	178	38	142	154	177
财务费用	260	1	18	7	(16)
资产减值损失	88	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	71	12	12	23	47
营业利润	(199)	588	1114	1595	1993
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	7	3	0	0	0
利润总额	(205)	586	1114	1595	1993
所得税	109	146	278	399	498
净利润	(314)	440	835	1197	1494
少数股东损益	(16)	1	22	43	249
母公司所有者净利润	(297)	439	814	1154	1246
EPS (元)	(0.30)	0.44	0.81	1.15	1.24

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	101%	-4%	66%	19%	31%
营业利润	-50%	-396%	89%	43%	25%
净利润	-1407%	-248%	85%	42%	8%
获利能力					
毛利率	14.9%	36.1%	48.7%	59.6%	53.1%
净利率	-11.4%	17.6%	19.6%	23.3%	19.2%
ROE	-77.8%	68.6%	56.0%	44.2%	32.3%
ROIC	4.0%	16.6%	22.4%	21.9%	22.9%
偿债能力					
资产负债率	90.5%	90.4%	83.4%	75.9%	71.1%
净负债比率	38.9%	27.4%	24.5%	24.4%	15.4%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.8	1.6
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
存货周转率	1.4	0.6	0.7	0.7	0.8
应收帐款周转率	33.1	9.6	13.9	54.4	57.4
应付帐款周转率	10.0	3.6	2.7	1.9	2.4
每股资料(元)					
每股收益	-0.30	0.44	0.81	1.15	1.24
每股经营现金	-0.51	0.05	0.86	1.57	1.43
每股净资产	0.38	0.64	1.45	2.60	3.85
每股股利	0.10	1.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-30.1	20.4	11.0	7.8	7.2
PB	23.4	14.0	6.2	3.4	2.3
EV/EBITDA	55.2	20.2	14.7	10.3	8.4

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》 2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》 2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》 2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》 2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》 2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》 2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》 2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》 2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》 2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》 2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》 2010/01/25

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

孟群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。