

房地产



王晓冬 王嘉

房地产行业研究员

021-3856 5953

jiawang@xyzq.com.cn

ST 鲁置业 (600223)

静待业绩的爆发

推荐 (维持)

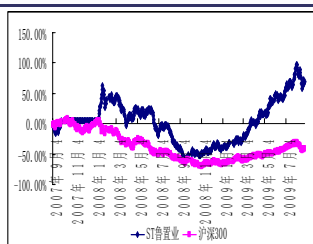
市场数据

收盘价(元)	10.47
52周最高/最低(元)	12.49
总股本(百万股)	1,000.97
流通股本(百万股)	306.15
总市值(百万元)	10,480
流通市值(百万元)	3,205
每股净资产(元)	0.4
收盘价(元)	10.47

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	2611	2132	3257	4938	271
同比增长(%)	65.7%	-18.3%	52.8%	51.6%	-58.08%
净利润(百万元)	-297	449	735	1124	32
同比增长(%)	-2985.5%	50.9%	63.8%	53.0%	107.56%
毛利率(%)	14.9%	45.3%	50.7%	52.3%	15.56%
净利率(%)	-11.4%	21.0%	22.6%	22.8%	11.11%
每股收益(元)	-0.30	0.45	0.73	1.12	0.031
每股经营现金流(元)	-0.51	-0.62	1.03	0.24	-0.56

股价走势



投资要点

事件:

公司公布半年报显示, 2009 年度上半年公司实现营业收入 2.71 亿元, 比去年同期减少 58.08%, 实现营业利润 0.42 亿元, 比去年同期增长 109.76%, 实现净利润 0.31 亿元, 比去年同期增长 107.56%, EPS 为 0.03 元。

点评:

- 公司 2009 年业绩同比发生巨大的变化, 主要原因: 2008 年末完成了资产置换, 本期数不包含资产置换的损益
- 上半年公司推盘量较低, 导致中报营业收入和预售款较低。但是, 在 7 月和 8 月, 鲁商广场、常青藤、御龙湾、鲁商蓝岸国际、蓝岸丽舍相继推盘, 实现约 22 亿的销售收入。同时, 国奥城项目将整体交付国电一栋写字楼, 实现销售收入约 5 亿。
- 在不考虑增发的前提下, 我们预计公司 09 年至 11 年 EPS 分别为 0.45、0.77、1.1。考虑到公司 RANV 值 8.1 元, 我们维持公司“推荐”评级, 给与 6 个月目标价 14.6 元。

相关报告

《爆发式增长的前夜》
2009-8-12

09 年中期利润来源于尾盘结算:

表 1: 鲁商置业 09 年中期利润来源:

公司名称	主要产品	净利润
泰安银座房地产开发有限公司	泰安银座城市广场	15,784,773
山东银座房地产有限公司	银座·晶都国际项目	15,619,809

数据来源: 公司公告

根据楼盘实地调研显示, 上述两个楼盘属于尾盘销售, 净利润率较低, 达 11%。同时公司账面预售款 3.05 亿, 主要来源于常青藤住宅项目。

7 月和 8 月公司密集推盘:

2009 年 7 月、8 月, 鲁商广场、常青藤、御龙湾、鲁商西海岸、蓝岸丽舍相继推盘, 销售收入达 20 亿。这为今年年和明年业绩打下了坚实的基础。

表 2: 公司 2009 年 7 月、8 月推盘量(单位: 平米, 元/平米, 亿)

项目	销售面积	销售均价	销售收入	备注
鲁商广场(商铺)	5,000	50,000	2.5	09 年部分结算
鲁商广场(写字楼)	22,000	13,000	2.86	09 年部分结算
常青藤	50,000	3,650	1.83	10 年结算
御龙湾	37,600	8,800	3.3	09 年结算
鲁商·蓝岸国际	86,000	5,700	4.9	10 年结算
蓝岸丽舍	50,000	13,500	6.75	10 年结算
合计	250,600		22.15	

数据来源: 公司楼盘实地调研

同时, 国奥城项目整体销售一栋, 购买方为国家电力, 销售均价约 10000 元。根据项目实地调研显示, 该项目目前已处于外立面装修阶段, 预计将于 2009 年 10 月交付受用。届时, 将实现约 5 亿的销售收入。

我们的判断:

公司下半年待结算收入至少 30 亿, 为 09 年和 10 年的业绩打下坚实的基础。

公司近三年的结算预测:

根据公司中报提供的信息, 我们给出如下结算表以供参考

表 3: 公司主要结算项目对收入贡献(单位: 万平米, 元/平米, 亿)

项目	2009E			2010E			2011E		
	结算面积	销售均价	毛利率	结算面积	销售均价	毛利率	结算面积	销售均价	毛利率
常青藤	13	3,400	25.6%	5	3,740	32.4%	10	3,927	35.6%
御龙湾	4	8,500	57.5%	4	9,350	61.4%	4	10,285	64.9%

泰安城市广场	2	6,000	23.5%						
银座晶都	1.5	10,000	20.7%						
国奥城	5	11,000	43.3%	5	12,100	48.4%	5	13,310	53.1%
鲁商广场	2	20,000	64.1%	5	15,000	52.1%	4	13,000	44.7%
鲁商蓝岸国际				5	5,700	53.3%	7	6,270	57.5%
动感世代				3	3,000	39%	3	3,150	41.9%
一山一墅							3	7,000	38.5%
沂龙湾				3	3,500	29.3%	5	3,745	33.9%
蓝岸丽舍				5	13,500	51.1%	5	14,850	61%
鲁商云山原筑				3	6,200	40.9%	3	6,510	43.7%

数据来源：公司公告，项目实地调研

重申我们的观点：爆发式增长的前夜

截至中报披露日，公司数十个楼盘处于开工阶段，为今后三年的业绩奠定了良好的基础。2009年7月和8月，公司现有楼盘取得了约22亿的销售收入。以鲁商蓝岸国际为例，开盘两个月取得了860套的销售业绩，勇夺青岛地区销售冠军。同时，考虑到所处的经济腹地和集团背景，我们维持公司“推荐”评级，给予公司6个月目标价14.6元。

附表
资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4712	3426	6405	9149
货币资金	823	1365	3562	4969
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3	0	0	0
其他应收款	69	57	87	131
存货	3632	1907	2623	3852
非流动资产	93	81	69	57
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	13	13	13	13
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	40	36	32	29
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	-8	-16	-24
资产总计	4805	3507	6474	9206
流动负债	3065	2849	3045	3353
短期借款	200	200	200	200
应付票据	0	0	0	0
应付账款	340	179	246	361
其他	2525	2470	2599	2793
非流动负债	1282	2448	3615	4782
长期借款	1278	2445	3611	4778
其他	4	4	4	4
负债合计	4347	5297	6660	8135
股本	1001	1001	1001	1001
资本公积	494	494	494	494
未分配利润	-1213	-765	-30	1095
少数股东权益	76	76	113	245
股东权益合计	458	907	1679	2936
负债及权益合计	4805	6204	8339	11071

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	-297	449	735	1124
折旧和摊销	246	13	13	13
资产减值准备	-467	-37	50	74
无形资产摊销	9	9	9	9
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	260	0	0	0
投资损失	-71	0	0	0
少数股东损益	-16	0	37	132
营运资金的变动	1026	-817	-196	1102
经营活动产生现金流量	-1401	-624	1031	242
投资活动产生现金流量	3795	-1	-1	-1
融资活动产生现金流量	-1259	1167	1167	1167
现金净变动	1135	542	2197	1408
现金的期初余额	38	823	1365	3562
现金的期末余额	1174	1365	3562	4969

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2611	2132	3257	4938
营业成本	2221	1167	1604	2356
营业税金及附加	94	261	464	665
销售费用	39	54	82	134
管理费用	178	32	46	69
财务费用	260	21	32	49
资产减值损失	88	0	0	0
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	71	0	0	0
营业利润	-199	598	1029	1676
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	-205	598	1029	1676
所得税	109	150	257	419
净利润	-314	449	772	1257
少数股东损益	-16	0	37	132
归属母公司净利润	-297	449	735	1124
EPS (元)	-0.30	0.45	0.73	1.12

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	65.7%	-18.3%	52.8%	51.6%
营业利润增长率	-145.4	200.8%	72.1%	62.8%
净利润增长率	-298.5	50.9%	63.8%	53.0%
盈利能力(%)				
毛利率	14.9%	45.3%	50.7%	52.3%
净利率	-11.4%	21.0%	22.6%	22.8%
ROE	-77.8%	54.0%	46.9%	41.8%

偿债能力(%)

资产负债率	90.5%	85.4%	79.9%	73.5%
流动比率	1.54	1.20	2.10	2.73
速动比率	0.35	0.53	1.24	1.58

营运能力(次)

资产周转率	59.8%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1689.7	22897.	-	-

每股资料 (元)

每股收益	-0.30	0.45	0.73	1.12
每股经营现金	-0.51	-0.62	1.03	0.24
每股净资产	0.38	0.83	1.56	2.69

估值比率 (倍)

PE	-37.3	24.7	15.1	9.9
PB	29.0	13.3	7.1	4.1

