

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)

定向增发预案点评

推荐 (维持)

2009 年 11 月 15 日

投资要点

事件:

2009 年 11 月 15 日, 鲁商置业公布非公开发行预案, 拟向不超过 10 名特定对象增发不超过 13000 万股, 即募集资金不超过 130000 万元; 募投项目为青岛鲁商广场一期项目 (即燕儿岛地块)。

点评

● 募投项目

1、募投项目简介

本次定向增发项目为青岛鲁商广场一期 (隶属燕儿岛地块), 其中一期占地面积约 40,000 平方米, 土地用途为住宅, 建筑面积约 198,000 平方米, 其中回迁住宅 50,000 平方米、商品住宅 148,000 平方米。

燕儿岛项目地处青岛市南区, 东临澄海一路, 西临燕儿岛路, 北临香港中路, 南临珠海路。燕儿岛项目占地面积 12.22 万平米, 建筑面积 74.52 万平米, 其中, 住宅项目建筑面积 37.26 万平米, 商业项目建筑面积 37.26 万平米。该项目公司权益占比 75%。

公司于 2009 年 3 月 25 日获得该地块开发权。该地块总地款 50.86 亿元, 折合住宅部分 6150 元/平米, 商业部分 7495 元/平米。公司目前已支付地价 6.5 亿, 其余地款采用“滚动开发, 滚动支付”的方式进行。

2、募投项目周边售价

表 1: 青岛鲁商广场周边项目售价

项目名称	位置	售价 (元/平米)
香港置地	市南区香港中路 89 号	23,000
东海路 9 号	市南区东海西路 9 号	29,000
百丽澜庭 (BC 地块)	市南区增城路	30,000
百丽澜庭 (A 地块)	市南区增城路	25,000
凯悦中心	市南区燕儿岛路 8 号	23,000

资料来源：公司公告

考虑到公司低廉的土地成本，该项目获利空间巨大。

出于谨慎原则，募投项目可行性分析报告中该项目的预期售价为 18000 元/平米。我们认为比较保守。

- 处于上升通道中的地产公司条件：优质的项目+良好的资本运营能力

二级市场受关注程度较高的地产项目公司一般具备两种条件：优质的项目和良好的资本运营能力。鲁商置业恰恰具备上述条件。

1、优质的项目

(1) 区位优势明显

截至 2009 年 11 月，公司拥有土地储备 309 万平米，其中济南占比 39%、青岛占比 35%。济南市场城市化率整体落后于全国一线城市 3 至 4 年，同时 2002 年至 2008 年济南房地产市场走势平稳；落后意味着机会，走势平稳意味着系统性风险小。青岛市场呈现典型的区域性特征，该特征恰恰凸现了青岛鲁商广场的价值。

(2) 低廉的地价

房地产企业的超额利润来源于何方？地价!!!

房地产公司的经营大体可以分为三段：拿地、开工、销售。后两个环节已趋于市场化，随行就市的环节往往意味着平均利润；那么超额收益无疑来源于第一个环节！

在大股东的帮助下，鲁商置业的拿地成本较低。

表 2：公司部分项目拿地时间及后续表现

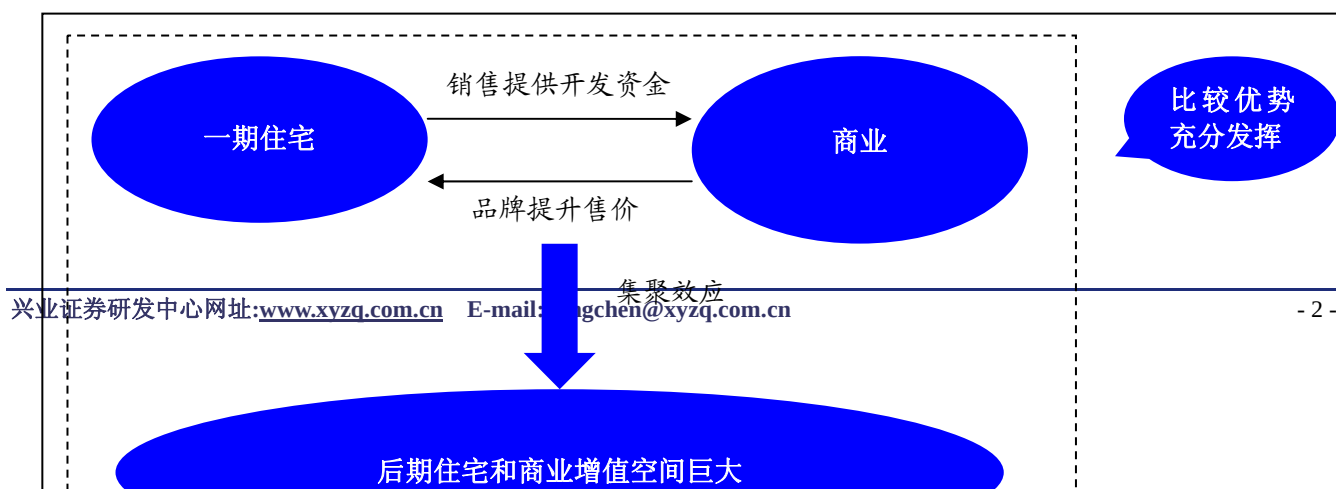
楼盘名称	拿地时间	建筑面积 (万平方米)	楼面地价 (元/平米)	一期售价 (元/平米)
御龙湾	2004 年	16	850	8,600
国奥城	2005 年	35	1,000	10,000
鲁商广场	2008 年	21	2,176	16,000
青岛鲁商广场（住宅）	2009 年	37	6,159	25,000

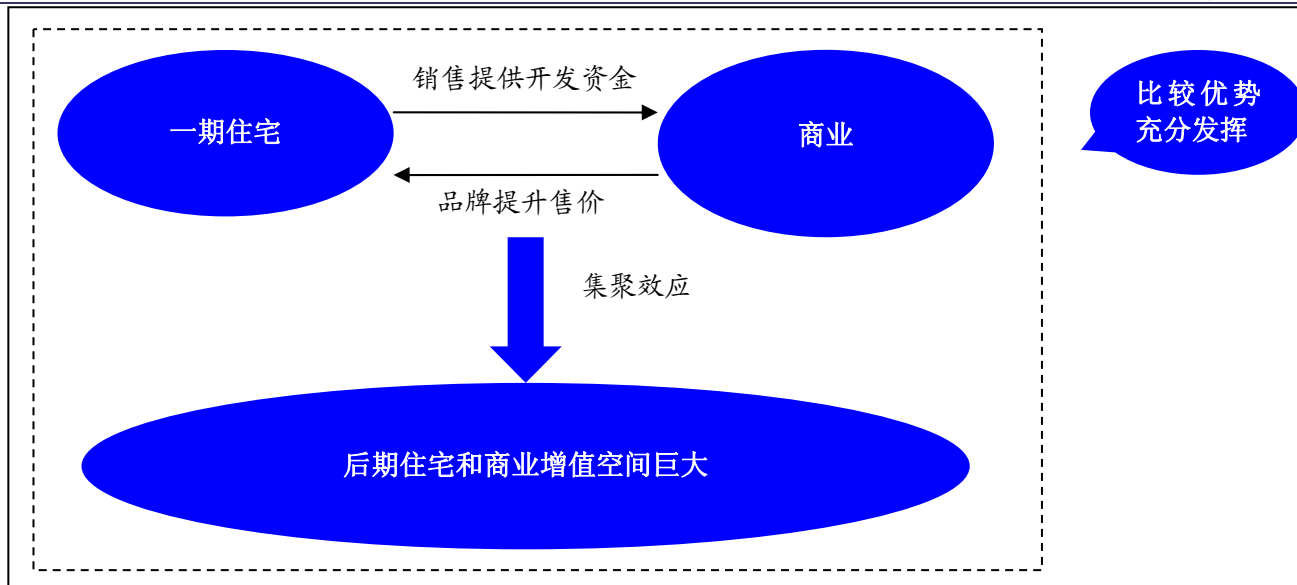
资料来源：兴业证券研发中心

(3) 独特的运营模式

与银座股份合作开发城市综合体是公司的另一大特色。目前，以开发完工项目为泰安银座广场；在建及拟建项目包括鲁商广场、国奥城、燕儿岛项目以及东营银座广场。

图 1：城市综合体盈利模式





数据来源：兴业证券研发中心

有上图可见：综合综合体的开发成功必须具备两个条件：住宅项目的开发能力和商业项目的经营能力。而鲁商置业和银座股份的合作恰恰是两者的完美结合。

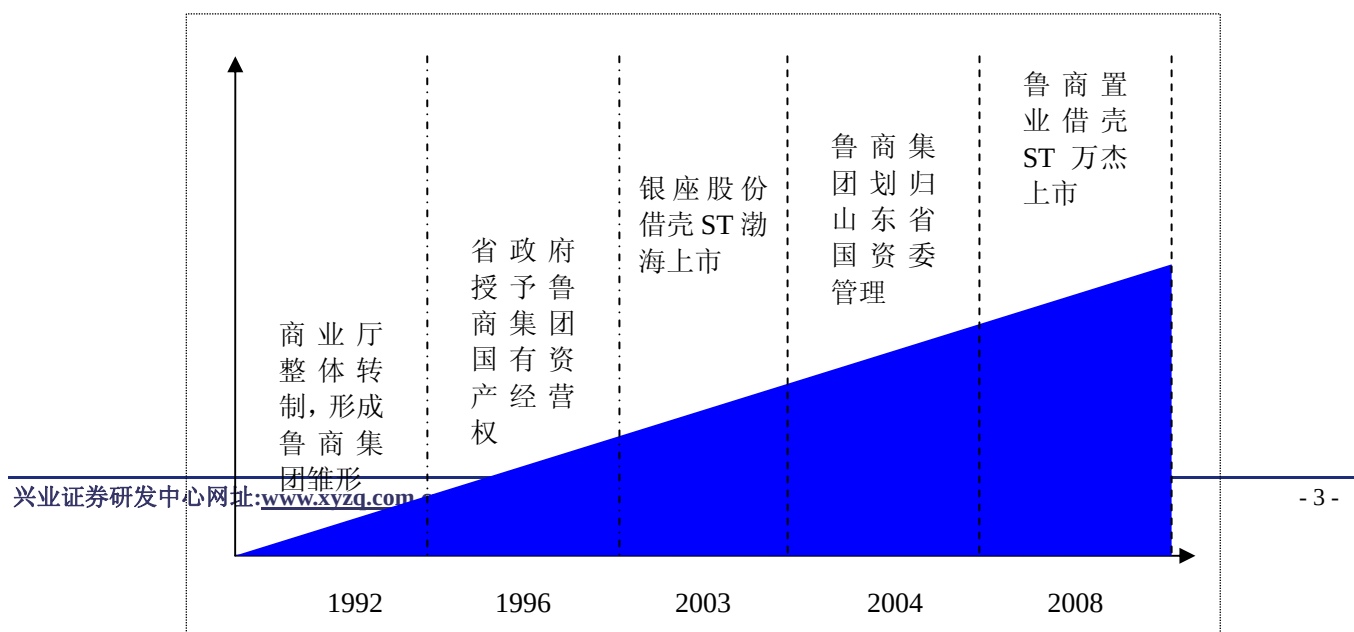
2、良好的资本运作能力

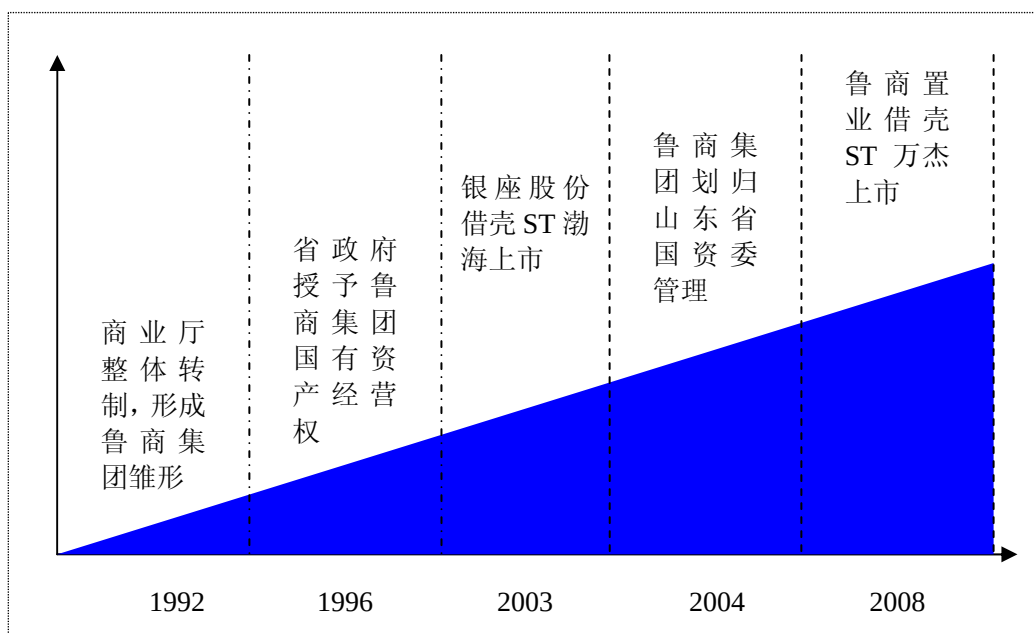
鲁商置业大股东为鲁商集团。

鲁商集团下属商业、地产、矿山、生物医药及酒店旅游等五大产业。随着银座股份资本运作的成功完成，鲁商集团主要精力集中于鲁商置业。

本次增发将是鲁商置业资本运作的第一步。

图 2：鲁商集团成长历程





资料来源：兴业证券研发中心

● 业绩预测

预计公司 2009 年至 2011 年, 不考虑增发的情况下, EPS 分别达到 0.45、0.73 和 1.10; 若考虑增发摊薄, EPS 分别为 0.4、0.65、0.97, 维持公司“推荐”评级, 给与公司 6 个月目标价 15 元。

● 重申我们的判断

在 8 月的深度报告中, 我们写了如下这段话。在增发的当口, 我们觉得有必要重申一下我们的判断:

需要指出的是, 历史原因导致每股净资产较低, 公司定向增发势在必行。这构成了短期股价的不确定性因素。由于增发的时机、规模待定, 我们无法给出定量的分析。但是, 定向增发拓宽了融资渠道, 提升了公司未来获取开发资金的能力。同时, 公司高毛利率项目未来 5 年一直处于高结转期。由此, 我们认为: 未来的增发短期利空有限, 长期提升公司价值。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。