

王晓冬
021-38565953
wxd@xyzq.com.cn

强烈推荐 （上调）

虞淼
021-38565969
yumiao@xyzq.com.cn

鲁商置业（600223）

做时间的好朋友

张忆东 S0190207040090

2011年1月10日

投资要点

- 我们于近期实地调研了鲁商置业位于哈尔滨的地块，调研信息如下：

点评

- 预计2010年至2012年,公司可实现EPS分别为0.51元、0.80元、1.15元,结合公司RNAV11.80元,我们给与公司6个月目标价11.80元,调高公司评级至“强烈推荐”。
- 落于哈尔滨,意义重大

✓ 定量分析: 大幅增加公司RNAV值

➤ 地块概况

项目位于哈尔滨市学府路368号,占地面积约84.6万平米,建筑面积约214万平米,其中住宅部分建筑面积约160万平米,商业部分建筑面积约54万平米;总成交地款约45.67亿元,其中住宅用地楼面地价约1914元/平米,商业部分地价约2770元/平米;项目周边高校云集,就医方便(211军医大),且位于未来哈尔滨地铁1号线学府站旁。

图1: 地块位置一览



图1: 哈尔滨地铁线路一览



资料来源: 兴业证券研发中心

资料来源: 兴业证券研发中心

注：图 1 中 A 点即为公司地块所在位置，且该地块为原农科院试验田（无拆迁风险）

➤ 哈尔滨：东三省重镇，房地产市场趋势较好

无论是经济还是人口，哈尔滨占黑龙江省的绝对领导地位。随着经济的快速发展，“马太效应”将逐步凸现。

图 3：哈尔滨与黑龙江 GDP

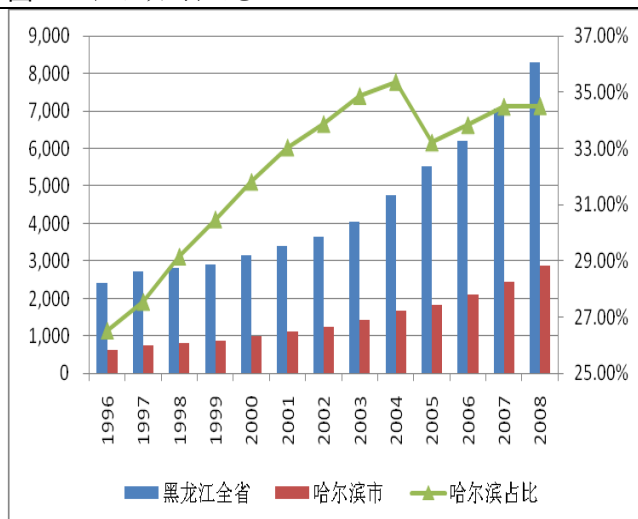
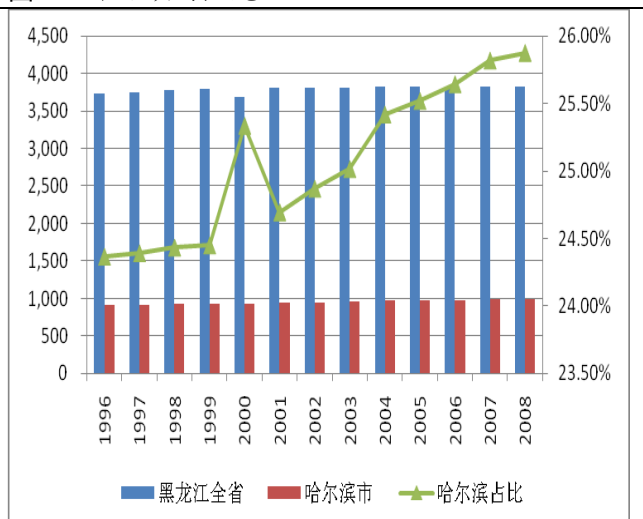


图 4：哈尔滨与黑龙江人口

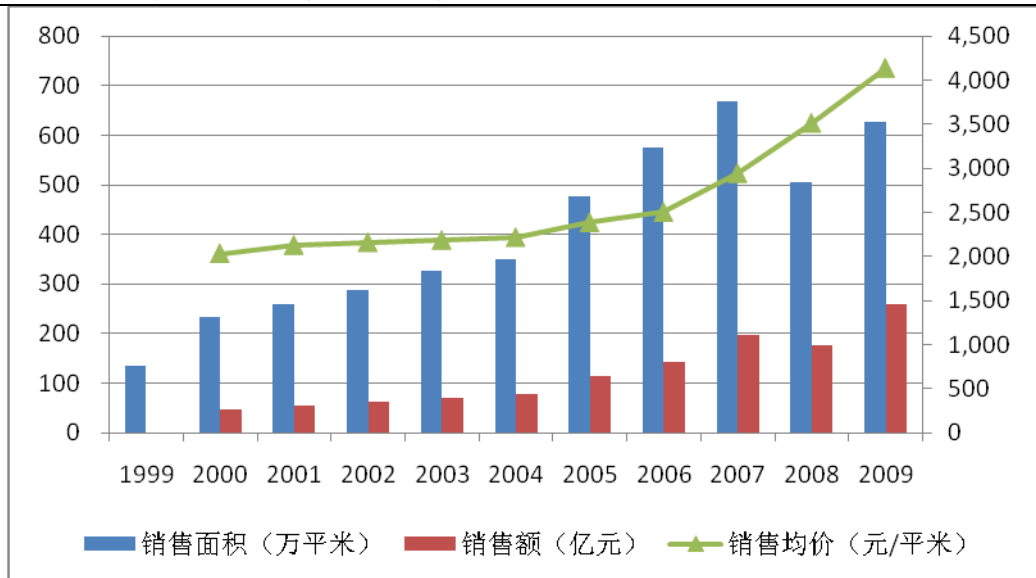


资料来源：兴业证券研发中心

资料来源：兴业证券研发中心

近几年,哈尔滨房地产市场呈现快速发展。

图 5：近今年哈尔滨房地产市场一览



资料来源：兴业证券研发中心

2008 年，哈尔滨市总人口约 990 万人，年人口自然增长率约 0.5%，城市化率约 48.2%，人均住宅面积约 19.6 平方米（远低于全国均值）。我们假设：2020 年哈尔滨城市化率达到 55%。

表 1：哈尔滨房地产市场容量测试

	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
0	436	491	545	600	654
0.30%	481	537	594	650	707

0.40%	496	553	610	667	725
0.50%	511	569	627	685	743
0.60%	527	585	644	702	761
0.70%	543	602	661	720	779

资料来源：兴业证券研发中心

注：横坐标为年新增人均住宅面积

总坐标为年人口自然增长率

考虑到哈尔滨年成交面积约 600 万平米，测试结果表明：房地产市场较为健康。

➤ 该项目大幅增加公司 RNAV 值

考虑到周边楼盘 7500 元/平米的销售均价，我们按照 5 年的开发周期，上述项目增加公司 RNAV 值约 25.54 亿元。

✓ 定性分析：意义重大

➤ 地产的角度：异地扩张加速

在进行异地扩张的时候，地产企业一般会参考如下条件：经济发达、人口众多、符合国家产业发展方向、区域内有无大的开发商。前三个条件，我们方才已经谈到再此不再赘述。经过实地调研，我们发现除了保利和绿地，哈尔滨难见大开发商身影。

同时，该项目的获取表明公司中期项目补地的开始。

表 2：公司重点项目开发周期一览

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
青岛鲁商广场						
青岛西海岸						
御龙湾						
哈尔滨地块						

资料来源：兴业证券研发中心

我们一直认为：地产企业价值实质上是社会资源禀赋的货币化。出身鲁商集团的鲁置业，背景毋庸置疑。同时，南方的土地市场市场化程度较高。这直接限制了公司向南发展的空间。北方的城市化率属于大城市化率，即人口集中于大城市。哈尔滨地块的获取，是公司资源禀赋的又一次验证，也是公司“走出山东、北方扩张”的重要一步。

➤ 集团的角度：“2000 亿计划”重要落子

鲁商集团提出：2020 年，集团实现销售收入 2000 亿。集团重要的资源在于银座股份和鲁商置业。随着银座股份山东省内布局的日趋完善，商业的增长日趋内生。同时，由于山东二三线城市房价迟迟不见起色，鲁商置业省内扩张遇到瓶颈。我们注意到：这次哈尔滨地块属于城市综合体。同时，根据调研显示，银座股份会参与部分商业的运营。由此可见：走进东三省是集团战略的重要落子。

● 鲁商置业：A 股较为低估的地产股

我们不防先看看鲁置业的估值水平。

表 3: 二线地产股的对比

公司名称	P/RNAV	PS	PE	土地储备 (单位: 万平米)	备注
鲁商置业	0.7	1.3	15	616	大股东为鲁商集团, 主要活动半径为中国北方
嘉凯城	0.83	2.5	13	584	大股东为浙商集团, 主要活动半径为长三角一线城市
中南建设	0.83	2.8	18	1200	大股东为中南集团, 主要活动半径长三角三线城市
福星股份	0.97	3	20	800	大股东为福星控股, 主要活动半径为武汉
中天城投	0.84	2.5	18	1200	大股东为金世旗控股, 主要活动半径为贵阳

资料来源: 兴业证券研发中心

注:: 数据截取日为 2011 年 1 月 7 日

销售数据以及盈利预测为 2010 年数据

由此可见: 从数据上看, 鲁商置业低估了。

- 短期催化剂: 企业家情绪的改善
- 风险提示: 行业整体或存在再次向下的风险
- 预计 2010 年至 2012 年, 公司可实现 EPS 分别为 0.51 元、0.80 元、1.15 元, 结合公司 RNAV11.80 元, 我们给与公司 6 个月目标价 11.80 元, 调高公司评级至“强烈推荐”。

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

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。