

鲁商置业 (600223): 大股东强力支持, 快速转型发展

行业分类: 房地产

2011.3.18

研究员: 吴伟
(执业证书编号: S0640511030001)
电话: 0755-83688511
Email: mwu0330@gmail.com

联系人: 刁志学、毛艳琼
电话: 0755-83520492
Email: diaozhixue@163.com

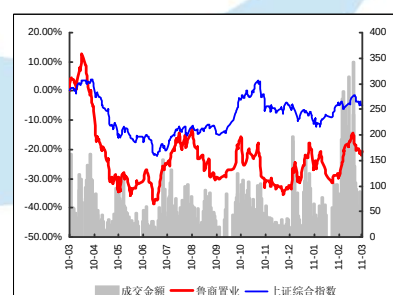
投资要点:

- **受结算项目毛利率较低影响, 业绩低于预期。**公司 2010 年实现营业收入 30 亿元, 归属上市公司股东净利润 4.4 亿元, 每股收益 0.441 元, 分别同比增长 20.73%、0.37%和 0.46%, 净利润和每股收益低于预期, 主要原因是结算项目毛利率水平低于我们假设。
- **地产开发业务运营效率高。**公司存量资产周转率升至 1.2 倍, 营业费用和管理费用控制在 5.6%, 经营效率处于行业领先地位。股东权益同比增长 68.9%, 全年实现合同销售 59.2 亿元, 同比增长 47.9%。
- **战略逐步转型。**公司正逐步转向城市综合体开发运营商, 泰安、东营和济南鲁商城市广场已开业运营, 项目经营良好, 2010 年租金回报率达到 8.7%。
- **大股东强力支持, 财务稳健。**公司应付大股东款达到 33 亿元, 占总资产的 29%。在集团资金的支持下, 公司财务安全并无太大担忧, 并有在低谷期通过收购进一步发展的机会。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.74 元和 1.06 元, 公司每股 NAV 为 13.9 元, 当前股价对应 2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 11.5 倍和 8 倍, 相对公司 NAV 折价 38.8%, 按照 15 倍 2011 年动态市盈率和 25%的 NAV 折价水平计算, 我们认为公司合理价值是 11.1 元, 当前股价相对于公司内在价值被低估, 我们维持公司买入评级。
- **风险提示:** 地产市场受调控影响出现崩溃, 公司短期内业绩大幅下滑

6-12 个月目标价	11.1 元
当前股价	8.5 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2906.89
总股本 (亿股)	10.01
流通 A 股 (亿股)	3.39
流通 B 股 (百万股)	0.00
流通 A 股市值 (亿)	28.7
总市值 (亿)	84.88
每股净资产 (元)	1.08
ROE (10)	51.25
资产负债率	89.67
动态市盈率	19.03
动态市净率	7.85

近一年股价表现



目录

一、地产开发业务运营效率高	3
二、战略逐步转型	4
三、在集团支持下，财务稳健	4
四、业绩预测与估值	4

图表目录

图表 1 公司 2010 年主要指标历史比较	3
图表 2 各公司运营效率比较 1	3
图表 3 各公司运营效率比较 2	3
图表 4 公司财务状况较好	4
图表 5 公司业绩预测	5



一、地产开发业务运营效率高

公司 2010 年实现营业收入 30 亿元，归属上市公司股东净利润 4.4 亿元，每股收益 0.441 元，分别同比增长 20.73%、0.37% 和 0.46%，净利润和每股收益低于预期，主要原因是结算项目毛利率水平低于我们假设。

图表 1 公司 2010 年主要指标历史比较

	2010	2009	同比增幅
存量资产周转率	1.21	1	21%
合同销售额 (亿元)	59.2	40	48%
毛利率	33.86%	36.14%	-6%
营业收入	30.2	25	21%
每股收益	0.441	0.44	0%
股东权益	10.8	6.4	69%

数据来源: wind 中航证券金融研究所

虽然受结算项目组成影响，公司 2010 年结算收入相对较低，但公司 2010 年经营效率仍然较高，股东权益同比增长 68.9%，全年实现合同销售 59.2 亿元，同比增长 47.9%，存量资产周转率上升至 1.2 倍，处于行业领先水平。

图表 2 各公司运营效率比较 1

存量资产周转率	华润置地	中国海外	金地	保利	万科	荣盛	鲁商置业
Dec-09	0.34	0.56	0.60	0.81	0.53	0.92	1
Dec-10	0.58	1.01	0.66	1.10	1.20	0.67	1.21

数据来源: 各公司公告 中航证券金融研究所

公司营业费用和管理费用控制得较好，相对于行业内龙头较低，处于领先水平。

图表 3 各公司运营效率比较 2

	销售毛利率	管理费用率	营业费用率
万科 A	40.7	3.6	4.1
保利地产	34.1	1.6	2.2
荣盛发展	34.9	3.5	1.5
金地集团	38.1	4.2	2.6
鲁商置业	33.9	1.5	4.1
平均		2.9	2.9

数据来源: 各公司公告 中航证券金融研究所

二、战略逐步转型

公司正逐步从单一住宅开发商转型至城市综合体开发商，公司于 2010 年成功竞得哈尔滨和青岛燕儿岛项目，项目规划建筑面积分别是 214 万平方米和 74 万平方米，其中商业面积总计达到 60 万平方以上，为公司战略转型奠定了良好的基础。

公司鲁商城市广场产品线主要同银座商场合作，其中泰安、东营和济南鲁商城市广场已经开业运营。公司 2010 年实现租金收入 2000 万元，初始租金收益率达到 8.7%，经营状况良好。

三、在集团支持下，财务稳健

公司目前银行贷款共 19.7 亿元，其中短期借款和一年内到期流动负债共 8.71 亿元，公司账面现金 14.82 亿元，公司短期内并无财务压力。在地产市场融资渠道匮乏的情况下，公司大股东鲁商集团通过资金拆借的方式支持上市公司地产业务发展，公司应付集团账款已经达到 33 亿元，占公司总资产的 29%。在集团资金的支持下，公司财务安全并无太大担忧，并有在低谷期通过收购进一步发展的机会。

图表 4 公司财务状况较好

	万科	荣盛发展	华润置地	中航地产	鲁商置业
净负债率	21.37%	54.50%	30.30%	56%	30%
现金比率	16.70%	9.10%	19.60%	13.90%	13.4%

数据来源：wind 公司公告 中航证券金融研究所

四、业绩预测与估值

公司项目储备和运营效率并没有发生重大的改变，由于集团对上市公司的大力支持，公司资金实力大大增强，公司项目周转速度有望加快。我们仍然维持对公司未来的业绩预测、NAV 值和估值水平，我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.74 元和 1.06 元，公司每股 NAV 为 13.9 元，当前股价对应 2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 11.5 倍和 8 倍，相对公司 NAV 折价 38.8%，按照 15 倍 2011 年动态市盈率和 25% 的 NAV 折价水平计算，我们认为公司合理价值是 11.1 元，当前股价相对于公司内在价值被低估，我们维持公司买入评级。

图表 5 公司业绩预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11047	13542	20955	24889	营业收入	3018	5112	8000	10000
现金	1483	200	200	200	营业成本	1996	3500	5441	6441
应收账款	50	1002	1568	1960	营业税金及附加	220	435	680	750
其他应收款	124	81	133	173	营业费用	122	128	336	230
预付账款	2517	1750	2721	3221	管理费用	44	77	120	150
存货	6873	10500	16323	19323	财务费用	4	-14	6	10
其他流动资产	0	9	11	13	资产减值损失	21	0	0	0
非流动资产	91	94	101	108	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	31	37	45	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	9	8	6	5	营业利润	612	988	1418	2420
无形资产	3	3	3	3	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	53	53	55	56	营业外支出	25	0	0	0
资产总计	11138	13636	21056	24997	利润总额	589	988	1418	2420
流动负债	8564	10341	16698	18823	所得税	146	247	354	605
短期借款	200	4526	9404	10657	净利润	443	741	1063	1815
应付账款	776	1050	1306	1288	少数股东损益	2	1	2	266
其他流动负债	7589	4765	5988	6878	归属母公司净利润	441	740	1062	1549
非流动负债	1423	1404	1404	1404	EBITDA	621	976	1426	2432
长期借款	1101	1101	1101	1101	EPS (元)	0.44	0.74	1.06	1.55
其他非流动负债	322	303	302	303					
负债合计	9987	11745	18102	20227	主要财务比率				
少数股东权益	70	71	72	338	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1001	1001	1001	1001	成长能力				
资本公积	319	319	319	319	营业收入	20.7%	69.4%	56.5%	25.0%
留存收益	-239	501	1563	3112	营业利润	4.1%	61.4%	43.5%	70.7%
归属母公司股东权益	1081	1821	2883	4431	归属于母公司净利润	0.4%	67.7%	43.5%	45.9%
负债和股东权益	11138	13636	21056	24997	获利能力				
					毛利率 (%)	33.9%	31.5%	32.0%	35.6%
现金流量表					净利率 (%)	14.6%	14.5%	13.3%	15.5%
单位: 百万元					ROE (%)	40.8%	40.6%	36.8%	35.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	29.5%	9.8%	8.0%	10.9%
经营活动现金流	-1465	-5169	-4866	-1536	偿债能力				
净利润	443	741	1063	1815	资产负债率 (%)	89.7%	86.1%	86.0%	80.9%
折旧摊销	5	2	2	2	净负债比率 (%)	19.75%	49.81%	59.26%	60.71%
财务费用	4	-14	6	10	流动比率	1.29	1.31	1.25	1.32
投资损失	-1	-1	-1	-1	速动比率	0.49	0.29	0.28	0.30
营运资金变动	-1932	-5945	-6040	-3431	营运能力				
其他经营现金流	16	48	103	68	总资产周转率	0.33	0.41	0.46	0.43
投资活动现金流	-6	-4	-5	-6	应收账款周转率	10	9	6	6
资本支出	7	0	0	0	应付账款周转率	3.03	3.83	4.62	4.97
长期投资	0	5	6	7	每股指标 (元)				
其他投资现金流	2	1	1	1	每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.74	1.06	1.55
筹资活动现金流	2033	3891	4871	1543	每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.46	-5.16	-4.86	-1.53
短期借款	0	4326	4878	1253	每股净资产 (最新摊薄)	1.08	1.82	2.88	4.43
长期借款	-156	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	19.29	11.50	8.01	5.49
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.87	4.67	2.95	1.92
其他筹资现金流	2189	-435	-6	290	EV/EBITDA	15	9	6	4
现金净增加额	562	-1283	0	0					

数据来源: 中航金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

吴伟, SAC 执业证书号: S0640511030001

清华大学会计系毕业, 2009 年 1 月加入中航证券金融研究所, 从事房地产行业的研究。

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。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦 (518000)

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83689524

传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。