

证券研究报告

房地产开发Ⅲ



联系人： 虞淼  
021-3856 5969  
yumiao@xyzq.com.cn

推荐

分析师 张忆东  
SAC:S0190207040090

鲁商置业（600223）

## 下半年将迎来销售高峰

2011年6月30日

## 投资要点

- 我们近期参加了公司的股东大会，与公司管理层进行了交流，调研信息如下：

点评：

- 在实地拜访了公司管理层之后，我们看好公司未来3年的成长空间。我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.60元、0.81元、0.99元，结合公司每股NAV9.5元，给与公司“推荐”评级。
- 公司近两年仍处于扩张期，2010年以来土地投资、开工面积都有大幅增长，实际销售额的增长显示公司也逐步实现了从土地储备到销售回款的周转。同时，公司在地产板块中属于资金相对较紧的企业，2010年末以来大规模土地投资解决了土地瓶颈，但也增加了公司的财务压力，随着下半年销售回款的增加，将部分打消市场对公司资金的忧虑。
- **推盘集中在下半年，有望缓解资金压力。**由于上半年推盘量较少，截止5月份公司销售额约为15亿元。重点项目燕儿岛项目二期预计在7月开盘，推出约350套住宅以及部分底商，整体货量预计在30-35亿元左右，经过长时间的蓄客，目前蓄客情况良好，A类客户数量有300-400人左右。除此之外，公司在2010年新开工面积大幅增加，今年全年整体货量较为充足，各地项目逐步进入收获期。2009、2010年公司的销售金额为40亿和59亿元，预计今年实际销售额在去年基础上有30%左右的增长，达到80亿元左右，以缓解资金压力。
- **大股东支持力度不减，融资成本控制良好。**随着房地产融资的逐渐收紧，地产企业的融资成本普遍较去年明显提高，公司近期公告完成了2亿元大股东担保借款，利率为8.2%（较基准上浮约20%），由于有大股东的支持，另外公司青岛的项目涉及保障性的回迁房，未来有希望较好地控制融资成本。
- **土地储备满足公司未来3年的开发要求，土地款支付稳步推进。**经过去年下半年以来大规模的土地储备，目前公司有约640万权益土地储备，主要集中在济南、哈尔滨、青岛和临沂。青岛的午山村和燕儿岛项目为旧城改造项目，土地款支付进度相对灵活；哈尔滨项目稳步按进度支付，今年下半年付款压力较小。公司今年土地款支付总体可控。
- 估算公司的每股NAV约为9.5元，预计2011年-2014年EPS分别为0.60元、0.81元、0.99元，给予“推荐”评级。

催化剂:

- 下半年销售超预期
- 风险: 重点项目去化速度、开发进度低于预期。

## 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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503  
邮编: 518048  
传真: 0755-82562090

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。