

跨越式发展可期

鲁商置业 (600223.SH)

推荐 首次评级

投资要点:

1. 事件

近日,我们与鲁商置业公司管理层就公司情况进行了沟通和交流。

2. 我们的分析与判断

(一)、前三季度回款超过 50 亿元

截止三季度,公司销售额超过 50 亿元。其中最受市场关注的**青岛燕儿岛旧城改造项目**:公司青岛鲁商广场项目整体建面达 74 万平方米,其中住宅 37 万,是青岛市南区目前的最大单体项目。位于青岛市传统商业中心区,商业配套齐全,一期销售均价 2.8 万元,当前销售均价 3.3 万元,最小户型 122 平米,全力打造高端物业。项目销售已经过半,预计为明后年利润的主要贡献来源。在建在售项目一共 11 个,分布在山东省青岛市、济南市、临沂、东营等地;外地项目包括北京、重庆等地也有布局。

(二)、近年新增土地储备较多未来售货充足

公司近年新增土地储备有:

1、**哈尔滨松江新城地块**:2010 年 11 月 17 日摘取,总地款 45.68 亿元;

2、**青岛牛山村旧城改造项目**:2011 年拿到协议合同土地,位于青岛崂山区,总建筑面积 72 万平米,主要是住宅、有配套商业和酒店等,还包括回迁房和定向安置房约 30 万平米。总地款 50 亿元;现在拆迁还没有完成,我们实地考察发现拆迁基本还没有开始,将采取边拆边建的方式,公司根据进度先支付给政府部分地价款,商品房均价预计能到 2 万/平米。

3、**辽宁锦州地块**:2010 年 12 月获取,总占地面积 10 万平米。

大多是旧城和村庄改造项目,可以根据政府拆迁进度分期支付土地款,因此,公司地价款支付压力能够在一定程度上得到缓解。

3. 投资建议

青岛鲁商首府项目预计明年开始结算,能够贡献较多利润;公司当前可售货量依然充足,未开发土地储备在 600 万平方米以上,可供开发资源充足;资金方面,一些旧城改造项目可以滚动开发边开放边交付土地款,资金压力可以缓解;我们预计公司 2011、2012 年的总营业收入为 39.3 亿、53 亿元。预计 2011、2012 年公司的每股收益可以达到 0.53、0.85 元。我们看好公司在山东省内的品牌效应和大股东多产业化给公司发展带来的协同效应;公司跨越式发展可期,给予公司首次“推荐”投资评级。

分析师

潘玮

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

市场数据	时间 2011.11.25
A 股收盘价(元)	4.86
A 股一年内最高价(元)	9.75
A 股一年内最低价(元)	4.81
上证指数	2380.22
市净率	4.2
总股本(百万股)	1001
实际流通 A 股(百万股)	338
限售的流通 A 股(百万股)	662
流通 A 股市值(亿元)	16.47

表 1: 关键财务数据及预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3018	3937	5311	6369	现金及现金等价物	1483	1850	2000	2200
营业成本	1781	2491	3185	3819	应收款项	174	227	306	367
营业税金及附加	220	256	345	414	存货净额	6873	7476	9608	11517
销售费用	122	165	223	267	其他流动资产	2517	1969	2656	3184
管理费用	44	59	80	96	流动资产合计	11047	11521	14570	17269
财务费用	4	(3)	4	(2)	固定资产	9	50	68	85
投资收益	1	5	5	6	无形资产及其他	3	3	2	2
资产减值及公允价值变动	(21)	2	2	2	投资性房地产	53	53	53	53
其他收入	(216)	(258)	(341)	(416)	长期股权投资	26	26	26	26
营业利润	612	717	1140	1367	资产总计	11138	11652	14719	17435
营业外净收支	(23)	5	5	5	短期借款及交易性金融负债	871	1332	1460	1296
利润总额	589	722	1144	1372	应付款项	784	1078	1385	1660
所得税费用	146	180	286	343	其他流动负债	6909	6134	7914	9486
少数股东损益	2	8	8	(2)	流动负债合计	8564	8544	10759	12443
归属于母公司净利润	441	533	850	1031	长期借款及应付债券	1101	1101	1101	1101
发行在外股份数量(百万股)	1001	1001	1001	1001	其他长期负债	322	324	325	327
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	长期负债合计	1423	1425	1426	1428
每股收益	0.44	0.53	0.85	1.03	负债合计	9987	9969	12185	13871
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	70	70	70	70
每股净资产	1.08	1.61	2.46	3.49	股东权益	1081	1614	2465	3495
ROIC	22%	20%	24%	24%	负债和股东权益总计	11138	11652	14719	17435
ROE	41%	33%	34%	29%	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
ROA	4.0%	4.6%	5.8%	5.9%	净利润	441	533	850	1031
毛利率	34%	30%	34%	34%	资产减值准备	22	(21)	0	0
净利率	15%	14%	16%	16%	折旧摊销	5	3	4	5
EBIT Margin	21%	18%	21%	21%	公允价值变动损失	21	(2)	(2)	(2)
EBITDA Margin	21%	18%	21%	21%	财务费用	4	(3)	4	(2)
收入增长	21%	30%	35%	20%	营运资本变动	228	(608)	(810)	(649)
净利润增长率	0%	21%	59%	21%	其它	(21)	21	0	0
资产负债率	90%	86%	83%	80%	经营活动现金流	696	(74)	42	384
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	资本开支	(7)	(20)	(20)	(20)
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	90%	86%	83%	80%	投资活动现金流	(8)	(20)	(20)	(20)
利息覆盖倍数	211	-387	370	-887	权益性融资	15	0	0	0
应收账款周转率	17.35	17.35	17.35	17.35	负债净变化	(156)	0	0	0
存货周转率	0.26	0.33	0.33	0.33	支付股利、利息	0	0	0	0
应付账款周转率	2.27	2.31	2.30	2.30	其它融资现金流	261	461	128	(164)
固定资产周转率	319.29	79.26	78.02	74.74	融资活动现金流	(36)	461	128	(164)

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn