

2019年12月29日

鲁商发展 (600223.SH)

公司快报

房地产 | 住宅地产 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2019-12-27)

6.96 元

交易数据

总市值(百万元)	6,966.74
流通市值(百万元)	6,966.74
总股本(百万股)	1,000.97
流通股本(百万股)	1,000.97
12个月价格区间	2.94/8.03 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.32	95.81	103.55
绝对收益	26.32	98.29	124.05

分析师

周新明

 SAC 执业证书编号: S0910519070001
 zhouxinming@huajinsc.cn
 021-20377037

分析师

王睿

 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsc.cn
 021-20377036

相关报告

收购焦点生物, 医美领域竞争优势进一步加强

投资要点

◆ **收购焦点生物, 其建设产能投产后将显著增厚业绩。**2019年12月19日, 公司公告以现金方式对价 2.58 亿元收购焦点生物 60.11% 股权, 成为其控股股东。焦点生物是一家专业生产透明质酸的企业, 其产品主要应用于化妆品行业、营养保健品行业。该公司化妆级、食品级透明质酸此前产能 120 吨/年, 60% 左右出口, 其投资新建的一条化妆级透明质酸生产线(产能 300 吨/年)已于 2019 年 11 月建成并开始试生产。根据济宁市政府官网, 焦点生物投资 5.1 亿建设 520 吨医药级透明质酸, 其中第一期 260 吨建设周期为 2019 年 7 月至 2020 年 6 月, 目前一期 1 号生产车间已投产, 滴眼液级车间正在试生产。则 2020 年公司新增 300 吨化妆级、260 吨医药级透明质酸产能(预计至少 20 年下半年可以完全投产), 我们测算焦点生物 2020 年收入和净利润分别在 4 亿、1 亿以上, 显著增厚上市公司业绩。更为长期地看, 焦点生物形成丰富产品线: 420 吨化妆级、520 吨医药级透明质酸, 透明质酸钠医用级冷敷贴 1 亿贴/年、液体敷料 2000 万支/年, 滴眼液级透明质酸钠 20 吨/年等, 公司规划将形成 18 亿、纳税 3 亿的大型企业。我们认为, 鲁商发展收购焦点生物后, 将自有的资金和技术优势结合焦点生物的生产优势, 有望在玻尿酸领域成为从原料到产品的全产业链龙头企业。

◆ **福瑞达技术先进、产品丰富, 将形成药械、医美领域多品牌一体化健康产业集团。**福瑞达是鲁商发展 2018 年 12 月以自有的三个房产公司及现金对价 9.27 亿元从控股股东山东省商业集团有限公司处获得其 100% 股权。福瑞达医药集团依托山东省药学院和山东省医药工业设计院两家省级科研院所, 团队及个人多次获得国家科技进步二等奖和山东省科学技术奖, 技术在国内外领先, 其控股和参股公司在滴眼液、玻璃酸钠、保健品、药品、面膜等领域拥有“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“明仁”、“颐莲”、“悦己”“瑗尔博士”等多个知名品牌, 形成了药械、化妆品多品牌一体化健康产业集团。公司承诺 2018-2020 年扣非后归母净利润增速不低于 2537 万元、5556 万元、8493 万元, 实际上公司 2018 年、2019 年 Q1-Q3 分别实现净利润 3700 万元、5500 万元, 均大幅超出业绩承诺。我们认为, 公司在焦点生物的原料供给下, 净利润有望进一步提升, 未来数年维持较高增长。

◆ **地产、物业等传统业务相较于净资产其价值有重估空间。**公司传统业务为房地产开发和物业管理, 省内以济南、青岛为核心, 重点布局烟台、临沂、济宁、菏泽等城市, 省外已布局至北京、重庆、黑龙江等省市。截止 2019 年 9 月 30 日, 将福瑞达除去后公司传统业务的净资产约为 30.1 亿元, 我们认为传统业务相对于净资产存在重估空间, 主要内容有存货和固定资产两项: 存货主要为商业房地产, 根据 2019 年中报披露存货中含 295.4 亿的开发成本, 现时的商业房地产价值主要受市场供求关系左右, 与开发成本关联性较弱; 固定资产中建筑物有 7.27 亿, 亦是同理。2018 年 12 月, 公司将自由的三个地产和物业公司的股权置换福瑞达股权, 三家公司净资产为 2.4 亿, 其公允价值合计 8.2 亿, 重估增值率高达 242%。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2019 年至 2021 年归母净利润分别为 2.48、3.70 和 4.68 亿元, 同比增长 53.3%、48.9%、26.4%, 每股收益分别为 0.25、0.37 和 0.47 元,

对应 2019 至 2021 年 PE 分别为 28.0 倍、18.8 倍和 14.9 倍，鉴于公司收购焦点和福瑞达后新增业务带来的业绩弹性，我们给予公司买入-A 建议。

◆ **风险提示：**产品推广效果不达预期，产品竞争加剧导致盈利下降，地产业务盈利不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7,548.8	8,821.3	11,169.7	12,687.4	14,268.3
同比增长(%)	-1.3%	16.9%	26.6%	13.6%	12.5%
营业利润(百万元)	299.5	471.1	543.3	817.3	1,032.0
同比增长(%)	33.9%	57.3%	15.3%	50.4%	26.3%
净利润(百万元)	105.4	162.1	248.5	369.9	467.5
同比增长(%)	14.1%	53.8%	53.3%	48.9%	26.4%
每股收益(元)	0.11	0.16	0.25	0.37	0.47
PE	66.1	43.0	28.0	18.8	14.9
PB	3.0	2.9	2.6	2.3	2.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,548.8	8,821.3	11,169.7	12,687.4	14,268.3	年增长率					
减:营业成本	6,469.6	7,033.6	9,000.0	9,956.6	11,015.0	营业收入增长率	-1.3%	16.9%	26.6%	13.6%	12.5%
营业税费	420.7	454.8	575.8	654.1	735.6	营业利润增长率	33.9%	57.3%	15.3%	50.4%	26.3%
销售费用	198.3	567.4	737.2	862.7	1,013.0	净利润增长率	14.1%	53.8%	53.3%	48.9%	26.4%
管理费用	143.3	267.8	368.6	456.7	542.2	EBITDA 增长率	18.0%	72.1%	9.2%	47.5%	27.2%
财务费用	29.8	59.9	25.4	35.6	46.2	EBIT 增长率	20.0%	68.0%	6.7%	50.0%	26.4%
资产减值损失	1.8	-4.2	-5.4	-2.6	-4.1	NOPLAT 增长率	12.6%	80.3%	37.8%	50.0%	26.4%
加:公允价值变动收益	-	-7.7	-2.0	0.3	0.5	投资资本增长率	0.6%	-16.5%	-96.1%	4974.8	-89.9%
投资和汇兑收益	2.3	38.7	77.2	92.7	111.2	净资产增长率	2.8%	10.2%	11.6%	15.1%	16.0%
营业利润	299.5	471.1	543.3	817.3	1,032.0	盈利能力					
加:营业外净收支	-46.9	-13.3	2.4	-4.9	-5.3	毛利率	14.3%	20.3%	19.4%	21.5%	22.8%
利润总额	252.6	457.8	545.7	812.4	1,026.7	营业利润率	4.0%	5.3%	4.9%	6.4%	7.2%
减:所得税	136.7	222.9	185.5	276.2	349.1	净利润率	1.4%	1.8%	2.2%	2.9%	3.3%
净利润	105.4	162.1	248.5	369.9	467.5	EBITDA/营业收入	4.6%	6.8%	5.9%	7.6%	8.6%
						EBIT/营业收入	4.2%	6.0%	5.1%	6.7%	7.6%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	94.0%	94.1%	95.1%	93.3%	94.3%
货币资金	2,555.8	3,827.0	6,761.8	1,264.6	6,292.1	负债权益比	1555.9	1592.0	1928.6	1383.7	1667.6
交易性金融资产	-	3.0	1.0	1.4	1.8	流动比率	1.23	1.18	1.05	1.32	1.05
应收帐款	229.0	125.0	760.0	65.3	811.8	速动比率	0.28	0.27	0.21	0.14	0.19
应收票据	-	55.4	1,884.4	285.9	2,108.0	利息保障倍数	10.66	8.90	22.39	23.98	23.32
预付帐款	5,856.9	5,004.5	2,147.0	2,694.7	2,691.1	营运能力					
存货	32,855.9	36,703.5	51,052.3	47,688.1	60,836.4	固定资产周转天数	20	26	28	27	27
其他流动资产	1,096.5	1,668.7	1,208.6	1,324.6	1,400.7	流动营业资本周转天数	445	339	102	202	193
可供出售金融资产	-	90.0	90.0	90.0	90.0	流动资产周转天数	2,010	1,836	1,792	1,662	1,608
持有至到期投资	16.3	10.0	14.1	13.5	12.5	应收帐款周转天数	14	7	14	12	11
长期股权投资	182.8	163.6	163.6	163.6	163.6	存货周转天数	1,560	1,419	1,414	1,401	1,369
投资性房地产	-	22.0	22.0	22.0	22.0	总资产周转天数	2,049	1,883	1,841	1,708	1,653
固定资产	412.8	848.0	911.7	1,003.2	1,131.0	投资资本周转天数	477	375	140	239	230
在建工程	-	6.4	8.5	5.4	7.2	费用率					
无形资产	58.2	180.7	201.3	231.2	273.9	销售费用率	2.6%	6.4%	6.6%	6.8%	7.1%
其他非流动资产	130.8	170.4	164.6	173.3	181.1	管理费用率	1.9%	3.0%	3.3%	3.6%	3.8%
资产总额	43,394.9	48,878.3	65,390.9	55,026.8	76,023.2	财务费用率	0.4%	0.7%	0.2%	0.3%	0.3%
短期债务	-	458.5	-	-	-	三费/营业收入	4.9%	10.1%	10.1%	10.7%	11.2%
应付帐款	17,694.9	5,716.1	37,152.0	8,122.5	38,282.7	投资回报率					
应付票据	100.2	185.9	188.6	204.9	242.3	ROE	4.5%	6.6%	9.3%	12.4%	13.9%
其他流动负债	16,880.0	33,660.0	23,470.5	31,937.6	32,335.6	ROA	0.3%	0.5%	0.6%	1.0%	0.9%
长期借款	4,103.6	5,885.7	-	9,907.8	-	ROIC	1.5%	2.7%	4.5%	172.8%	4.3%
其他非流动负债	1,995.6	83.3	1,356.5	1,145.1	861.6	分红指标					
负债总额	40,774.3	45,989.5	62,167.5	51,317.9	71,722.2	DPS(元)	-	0.05	0.03	0.05	0.09
少数股东权益	289.1	451.7	563.4	729.6	939.8	分红比率	0.0%	30.9%	10.3%	13.7%	18.3%
股本	1,001.0	1,001.0	1,001.0	1,001.0	1,001.0	股息收益率	0.0%	0.7%	0.4%	0.7%	1.2%
留存收益	1,330.6	1,436.2	1,659.1	1,978.2	2,360.2						
股东权益	2,620.6	2,888.9	3,223.4	3,708.9	4,301.0						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	116.0	234.9	248.5	369.9	467.5	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	33.6	75.6	86.4	113.5	150.7	EPS(元)	0.11	0.16	0.25	0.37	0.47
资产减值准备	1.8	-4.2	-	-	-	BVPS(元)	2.33	2.43	2.66	2.98	3.36
公允价值变动损失	-	7.7	-2.0	0.3	0.5	PE(X)	66.1	43.0	28.0	18.8	14.9
财务费用	33.4	72.9	25.4	35.6	46.2	PB(X)	3.0	2.9	2.6	2.3	2.1
投资损失	-2.3	-38.7	-77.2	-92.7	-111.2	P/FCF	-4.3	5.3	2.4	-1.2	1.4
少数股东损益	10.6	72.8	111.7	166.3	210.2	P/S	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
营运资金的变动	1,194.4	15,798.1	8,187.6	-16,108.3	15,020.7	EV/EBITDA	42.1	21.5	7.1	21.2	4.3
经营活动产生现金流量	1,555.1	2,095.3	8,580.2	-15,515.3	15,784.5	CAGR(%)	66.6%	42.4%	45.2%	66.6%	42.4%
投资活动产生现金流量	-22.2	-1.0	-95.5	-139.3	-211.7	PEG	1.0	1.0	0.6	0.3	0.4
融资活动产生现金流量	-3,511.9	-1,869.7	-5,549.9	10,157.4	-10,545.3	ROIC/WACC	0.2	0.4	0.6	22.5	0.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com