

市价（人民币）：5.66元
 目标（人民币）：7.00-7.65元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,000.97
总市值(百万元)	5,665.48
年内股价最高最低(元)	9.48/4.44
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.439	0.441	0.479	0.704	1.086
每股净资产(元)	0.64	1.08	1.51	2.16	3.20
每股经营性现金流(元)	0.05	-1.46	-3.31	0.22	1.98
市盈率(倍)	28.32	16.89	11.83	8.05	5.22
行业优化市盈率(倍)	39.81	27.49	26.02	26.02	26.02
净利润增长率(%)	N/A	0.37%	8.81%	46.91%	54.18%
净资产收益率(%)	68.65%	40.79%	31.76%	32.55%	33.94%
总股本(百万股)	1,000.97	1,000.97	1,000.97	1,000.97	1,000.97

来源：公司年报、国金证券研究所

资源铸就核心竞争力

- 地产企业的核心竞争力在于对土地和资金的整合，鲁商置业在这两方面独具优势，而其优势来自显赫的背景。鲁商集团是公司实际控制者，在拿地和融资方面都能对上市公司起到实质帮助。
- 鲁商置业拿地优势体现在国有背景和与银座开发联合开发的商业模式。
 - 公司可在商业综合体项目中引入兄弟公司银座股份负责其中的商业经营，由于商业经营的成败会对区域经济产生持续影响，所以政府在开发商选择上往往非常看重其招商和对后续商业的持续经营能力，而银座已经在山东省内和部份省外地区成功复制了经营模式，并且与鲁商置业同为鲁商集团下属公司，在地产开发和后续商业的经营上能够顺利对接，所以公司更易得到政府信任，成为获取商业综合体项目的核心竞争力。
 - 公司的上述盈利模式和国有背景对获取旧城改造项目也能起到帮助，因为旧城改造一般会涉及回迁安置，由于关系到部份民生问题，国有背景企业更容易得到政府的信任，所以公司能够在众多竞争对手中胜出。
- 拥有难为其他公司所模仿的融资渠道。在传统的债权和股权融资渠道外，鲁商置业又多了集团内的关联借款渠道。因为鲁商集团主营商业，系统内有较为充沛现金流可以调度，会以不高于银行同期贷款利率借贷给公司经营，加大了资金杠杆的运用，公司可将自身拿地的资源优势更充分发挥。
- 未来国资背景优势将更为明显。山东省人口和经济体量虽然较大，但历来外地开发商较难介入。因为目前省内涉及但主营非房地产业的国企数量众多，但在2010年山东省国土资源厅发布通知，鲁商置业是山东省内唯一明确主营为房地产开发的国有企业，随着本地竞争对手的逐步退出，公司未来将获得更多可开发资源，而相对外地企业，公司原有的资源优势仍在，因此未来发展空间将更为广阔。
- 投资建议。预计公司11、12年每股收益分别为0.48和0.7元，市盈率11.6和8.0倍，赋予公司12年10倍市盈率，目标价格7元。公司重估每股净资产11.8元，折价52%，是目前行业内折价水平最高的公司之一，而公司的拿地和融资优势会帮助公司净资产值的继续提升，给予其重估净资产值35%的折价会有充足安全边际，相当于每股7.65元，结合相对估值法，公司目标价格区间7-7.65元，建议买入。
- 风险提示。公司负债率较高，短期资金杠杆运用空间较小，可能影响公司扩张速度；销售不达预期。

曹旭特 分析师 SAC执业编号：S1130511030006
 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

张慧 联系人
 (8610)66216760
 zhang_hui@gjzq.com.cn

内容目录

资源铸就竞争力	3
拿地优势	3
公司拿地优势之一体现在对商业综合体项目的获取	3
拿地优势之二体现在旧城改造项目	4
资金优势	4
未来国资背景优势将更为明显	5
高铁建设为地产提供新发展动力	5
战略清晰 复合产品线成形	7
财务风险可控	9
估值及盈利预测	9
风险提示	13
附录：三张报表预测摘要	14

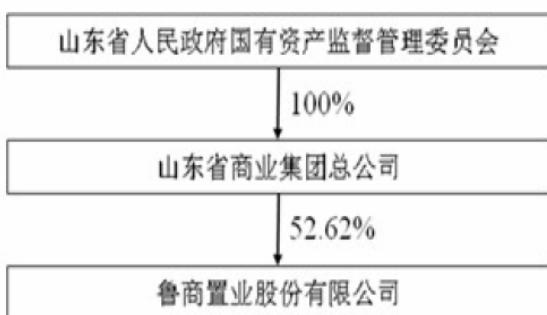
图表目录

图表 1：公司股东结构	3
图表 2：公司土地储备情况	3
图表 3：公司商业综合体项目盈利分析	4
图表 4：青岛鲁商广场位置图	4
图表 5：公司旧城改造项目盈利分析	4
图表 6：公司关联贷款	5
图表 7：高铁、动车和普通快车时间与票价对比	5
图表 8：山东旅游资源	6
图表 9：济南西部各年成交套数与占济南市比例	7
图表 10：公司各区域项目分布	8
图表 11：各模式产品分类 单位：万平方米	8
图表 12：项目盈利预测	10
图表 13：重估净资产值 1	10
图表 14：重估净资产值 2	11
图表 15：重估净资产值 3	12
图表 16：重估净资产值 4	13
图表 17：公司重估每股净资产	13

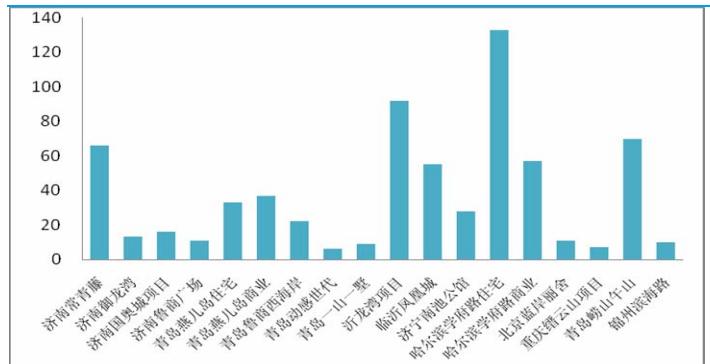
资源铸就竞争力

- 地产企业的核心竞争力在于对土地和资金的整合，鲁商置业在这两方面独具优势，而其优势来自显赫的背景。
- 公司的实际控制者是鲁商集团，由山东省商业厅整体改制而来。鲁商集团在09年通过资产重组入主上市公司，目前直接和通过关联企业合计拥有上市公司60%的股权。鲁商置业是集团下属唯一地产上市平台，目前未结算项目676万平米，主要分布于山东和东北三省，资产质量出众。
- 成为公司大股东后，鲁商集团在拿地和融资方面都能对上市公司起到实质帮助。

图表1：公司股东结构



图表2：公司土地储备情况



来源：公司数据 国金证券研究所

拿地优势

- 公司拿地优势体现在国有背景和与银座联合开发经营的商业模式。
- 公司拿地优势之一体现在对商业综合体项目的获取
 - 鲁商置业在获得商业综合体项目方面优势明显，因为公司不但具备专业开发能力，还引入兄弟公司银座股份负责项目中的商业经营。
 - 银座股份同为鲁商集团控制的上市公司，目前拥有80多家大型现代化商场、120多家便民连锁超市，经营面积200多万平方米。2009年公司实现销售200亿元，规模和效益长期稳居山东省龙头，多年位列全国百货业十强，银座的品牌已经在山东省内和部份外省城市深入人心。
 - 由于商业项目经营的成败会对区域经济产生持续影响，所以政府在对商业综合体的开发商选择上往往非常看重其招商和对后续商业的持续经营能力，纯住宅开发类公司往往不具商业物业运营能力。而银座已经在山东省内和部份省外地区成功复制了其经营模式，并且与鲁商置业同为鲁商集团旗下下属公司，在地产开发和后续商业的经营上能够顺利对接，所以鲁商置业更容易得到政府的信任，成为公司获取商业综合体项目的核心竞争力。
 - 目前公司开发项目中的鲁商广场和国奥城即属于典型的商业综合体项目，由于此类项目往往处于城市中心或未来的新城中心，随城市规划内容的兑现，其潜在需求往往都会得到激发，因而都能实现较高盈利水平，目前公司开发的国奥城和鲁商广场毛利率水平分别达到47%和55%。
 - 2010年11月，公司在哈尔滨又大手笔获得学府路的商业综合体。该项目总建面223万平米，其中住宅部分楼面地价1914元，商业部分楼面地价2770元，预计可实现45%的毛利率水平，由于该项目体量巨大且位于城市稀缺地段，未来将成为公司利润重要来源。

图表3：公司商业综合体项目盈利分析

项目名称	建筑面积	楼面地价	建安成本	售价	毛利率
济南国奥城项目	16	1297	450	11000	47%
济南鲁商广场	15	2176	4500	15000	55%
哈尔滨学府路项目	223	1914	3000	8000	45%

来源：公司数据 国金证券研究所

拿地优势之二体现在旧城改造项目

- 公司的上述盈利模式和国有背景对公司获取旧城改造项目也能起到帮助，例如公司在青岛鲁商广场，该项目除需要配套建设大量商业项目，还涉及旧城改造和回迁安置，由于关系到部份民生问题，国有背景企业更容易得到政府的信任，所以公司能够在众多竞争对手中胜出。
- 该项目建筑面积共计 74 万平米，其中住宅部份楼面地价 6150 元，商业 7495 元，按目前价格可分别实现 59% 和 57% 的毛利率。
- 此外旧城改造项目一般能够最大化资金杠杆。以青岛鲁商广场为例，因为项目涉及拆迁，上述地块的出让采取一次性挂牌，分期供地的形式。虽然总地价款为 50.8 亿元，但公司可通过分期拿地，分期开发的形式，以解决资金的问题，仅需要先支付一期 6.5 亿元地价款就能锁定整体项目成本，能够帮助公司充分利用资金杠杆。因此旧城改造这种拿地模式如果能够继续成功复制，公司的估值水平将有望得到提升。
- 2011 年 1 月公司新获得了青岛崂山午山村项目，总建筑面积 64 万平米，楼面地价 7825 元，预计该楼盘未来售价应不低于两万元，毛利率可达 45%，是公司旧城改造取得成功的又一案例。

图表4：青岛鲁商广场位置图



来源：国金证券研究所

图表5：公司旧城改造项目盈利分析

项目	建筑面积	楼面地价	建安成本	售价	毛利率
青岛鲁商广场住宅	37	6150	7000	32000	59%
青岛鲁商广场商业	37	7495	7500	35000	57%
青岛市崂山午山村	70	7825	3000	19000	43%

来源：公司数据 国金证券研究所

资金优势

- 在传统的债权和股权融资渠道外，鲁商置业又多了集团内的关联借款渠道。因为集团主营业务，系统内有较为充沛的现金流可以调度使用，10

年至今公司在集团内的关联企业贷款合计金额 18.8 亿元，占公司融资总额的 47.7%，并且利率不超过银行的同期贷款利率。

- 加大了资金杠杆的运用，公司可以将自身拿地的资源优势充分发挥，在 10 年公司即新增项目 260 万平米，帮助公司储备规模扩张了 63%，并且按目前价格都可实现 40% 以上毛利率水平。公司这一融资渠道难为同行业公司所复制，是其又一核心优势。

图表6：公司关联贷款

日期	借款方	金额(亿元)	利率	贷款期(月)
2010.11.24	山东银座久信房地产开发有限公司	1	不高于银行同期贷款利率	3
2010.9.11	山东省空调工程总公司	4	不高于银行同期贷款利率	24
2010.7.6	山东省商业集团有限公司	3.5	不高于银行同期贷款利率	1
2010.4.23	山东省商业集团	5.1	不高于银行同期贷款利率	84
2010.4.23	山东省空调工程总公司	3	不高于银行同期贷款利率	12
2010.4.20	山东银座商城股份有限公司	2.17	不高于银行同期贷款利率	12

来源：公司数据 国金证券研究所

未来国资背景优势将更为明显

- 山东省人口和经济体量虽然较大，但历来外地开发商较难介入。因为目前省内涉及但主营非房地产业的国企数量众多，山东省国资委下辖 31 家直属国企，其中 16 家涉足房地产业。
- 但未来这一局面将被改变，2010 年 7 月，山东省国土资源厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，严禁非房地产主业的国有及国有控股企业参与商业性土地开发和房地产经营业务。鲁商置业成为山东省内唯一明确主营为房地产开发的国有企业，随着本地竞争对手的逐步退出，公司未来将获得更多可开发资源，而相对外地企业，公司原有的资源优势仍在，所以未来公司发展空间将更为广阔。

高铁建设为地产提供新发展动力

- 高铁将为山东房地产市场和鲁商置业提供新发展机会。京沪高铁通车后，和济青动车线在山东省内形成“T”字型通道，沿线城市间可在 3.5 小时之内互通，济南到北京、上海时间缩短至 1.5 和 3.5 小时，距省外较远的青岛也可在 4.5 和 6.5 小时内到达北京和上海。

图表7：高铁、动车和普通快车时间与票价对比

	特快/快速			动车		高铁		最少缩短时间
	时间	硬座(元)	硬卧(元)	时间	二等(元)	时间	二等(元)	
济南-上海	10:00	245	431	5:59	280	3:43	400	2:16
济南-北京	4:30	70	127	2:10	125	1:38	185	0:32
济南-青岛	4:44	55	106	2:40	120	2:40	120	-
青岛-上海	-	-	-	10:24*	-	6:39	520	3:45
青岛-北京	9:30*	-	-	5:12	275	4:21	315	0:51
青岛-枣庄	8:20	92	165	4:48*	-	3:40	225	1:08
青岛-德州	6:12	73	133	3:26	155	3:06	170	0:20

来源：国金证券研究所

图表 8：山东高铁、动车线路



来源：国金证券研究所

- 高铁建设对房地产市场的影响有三条传导途径：

一、高铁开通拉动经济，提高就业和收入水平，促进房地产市场发展。

- 高铁开通后，能够促进山东旅游和商贸业务发展，同时带来产业转移机遇，进而拉动山东省经济发展。
 - 山东省内旅游资源较为丰富，高铁开通后预计对旅游产业有较大促进作用。以武广高铁为例，去年武汉市国内外游客接待量及旅游总收入分别增长 39% 和 48%，咸宁市分别增长 61% 和 74%。
 - 高铁开通后，沿线城市有机会依托交通优势吸引外商投资和京沪地区的产业转移；同时高铁开通后，客货分流将提高铁路运能，有助于山东商贸、物流企业和生产企业发展。据铁路部门测算：京沪高铁开通之后，原京沪线铁路将转为货物运输为主，而该线在济南铁路局辖区内的运输能力将由目前的年 7000 万吨至 8000 万吨增加到年 1.5 亿吨左右。

图表8：山东旅游资源

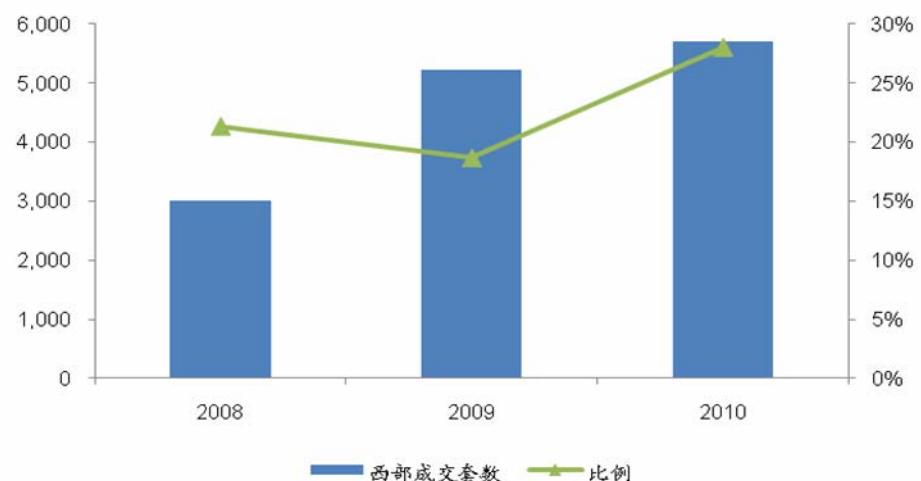
高铁站点	旅游资源	评级
济南	趵突泉公园	国家 4A 级景区
	千佛山公园	与趵突泉、大明湖并称济南三大名胜
	大明湖公园	国家 4A 级景区
	九如山瀑布群风景区	国家 4A 级景区
	九顶塔中华民俗欢乐园	按 4A 景区标准建设
泰安	泰山	国家 5A 级景区
	腊山国家森林公园	国家森林公园
	水浒系列	水浒影视城、东平湖聚义岛、水浒山寨水寨
曲阜	孔庙	入选《世界遗产名录》
	济宁宝相寺	
	微山湖湿地红荷旅游区	国家 4A 级景区
	抱 茅国家森林公园	国家 4A 级景区
	微山湖湿地博物馆	

来源：国金证券研究所

二、催生新商圈，加速城市扩容进程，提供更多可开发资源。

- 高铁车站一般选址在郊区，开通后客流带来人气，加上政府加大基础设施投资，往往能够催生新商圈，加速城市扩容进程，为开发商提供更多可开发资源。
- 以济南西站为例，西站的建设大大拉动了济南西部房地产市场的发展，西部楼盘销售上升明显。08-10年，西部房地产销售套数比重由21%上升到了28%。过去西部居住环境较差，目前西部也出现了较为高端的楼盘，有项目高层均价达到9200元，别墅达到20000元。

图表9：济南西部各年成交套数与占济南市比例



来源：国金证券研究所

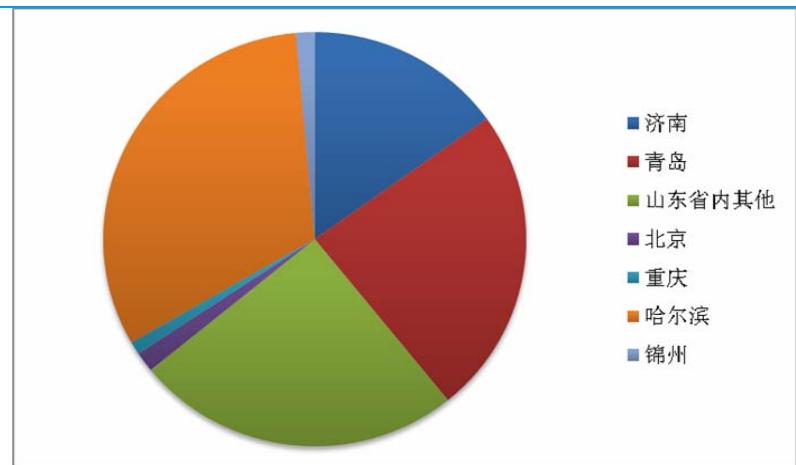
三、降低交通成本，延长购房半径。

- 高铁通车后，城市之间交通时间缩短，弱化了落后与发达城市之间的地理差距，能够吸引定居在相对发达城市的购房者的置业和投资需求，对山东省内的城市间居民置业需求也能起到刺激作用。

战略清晰 复合产品线成形

- 公司战略比较清晰，在地域发展上，仍立足于天然资源优势，以济南、青岛为布局重点，不断增加在两大核心城市的开发规模和战略储备，积极拓展地级城市，辐射三线城市，有选择的进入沿海或经济发达地区中心城市。
- 公司这一战略布局已经成形，目前省内储备占64%，青岛和济南两大基地占39%。并且09年在重庆和北京实现突破，成功进入两大地产市场的战略重地；10年公司获得哈尔滨学府路的大盘项目，项目布局更加均衡，已具备一定抵御系统性风险的能力。

图表10：公司各区域项目分布



来源：公司数据国金证券研究所

■ 从产品线上，公司目前已经形成复合产品线，包括四大类产品：

- “建镇”模式：即建筑面积在 100 万平米以上项目，在锁定土地成本后，享受配套逐步完善带来的升值收益。
- “城中花园”模式：指建筑面积在 10 至 20 万平方米的项目，位于城市较核心位置，此类项目建设和销售周期短，能够快速回流资金，起到业绩稳定器的作用。
- “高端”模式：属于低密度住宅，能获得超额收益率。
- “商业聚合”模式：业态包括写字楼、酒店、商场、高端公寓产品，契合不同功能需求，因为项目的商业部份建成后往往都成为地标性建筑，所以后期的公寓类产品都会取得不错盈利水平。

图表11：各模式产品分类 单位：万平方米

产品分类	项目名称	未结算面积
“建镇”模式	济南常青藤	70
	沂龙湾项目	95
	临沂凤凰城	60
	青岛崂山牛山村	70
“高端”模式	济南御龙湾	16
	青岛一山一墅	9
	北京蓝岸丽舍	14
	重庆缙云山项目	10
	辽宁本溪	10
“商业聚合”模式：	济南国奥城项目	16
	济南鲁商广场	15
	青岛鲁商广场	74
	哈尔滨学府路	230
“城中花园”模式	青岛鲁商西海岸	27
	青岛动感世代	9

来源：公司数据国金证券研究所

财务风险可控

- 公司最新财报显示公司的资产负债率为 92%，似乎蕴藏偿债风险，但我们认为并不需要过分担忧。公司较高的负债率是两个原因造成的：
 - 一是公司预收账款达到 51.1 亿元，占公司负债总额的比例为 34.8%，但这部分无息负债并不会增加公司的财务负担。
 - 二是公司重组时所注入的项目为上市公司的同一控制人所拥有，所以这部分资产合并报表后按原始价值入账，这会使公司实际资产低估。公司目前净资产为 11.8 亿元，但资产注入时产生的 26.6 亿元评估溢价按会计准则并不能体现账面中，所以目前公司实际净资产为 38.4 亿元，真实资产负债率也仅为 74%，财务安全边际尚有一定空间。
- 我们也从现金流的角度分析了公司实际偿债能力。
 - 公司账面现金 14.95 亿元，但短期借款和一年内到期的非流动负债合计仅为 12.2 亿元。
 - 我们预计公司全年的在建量约为 180 万平米，每平米建安支出按 1200 元计算，所以全年工程款项约为 21.6 亿元，加上其他应付款约为 54.6 亿元，全年资本性支出合计约为 76.2 亿元，并且公司的其他应付款中的相当比例为对大股东的欠款，偿还期限比较灵活。公司所在项目仍以山东省为主，当地市场需求受调控影响并没有大幅度萎缩。公司全年销售回款不低于 60 亿元，且目前储备丰富，拿地压力小，并不存在资金断裂的风险。

估值及盈利预测

- 预计公司 11、12 年每股收益分别为 0.48 和 0.7 元，市盈率 11.6 和 8.02 倍，未来两年业绩锁定率达到 73%，赋予公司 12 年 10 倍市盈率，目标价格 7 元。
- 公司重估每股净资产为 11.77 元，折价 52%，是目前行业内折价水平最高的公司之一，而公司的拿地和融资优势会帮助公司净资产值的继续提升。我们认为对于鲁商置业这种拿地优势突出的公司，用 NAV 估值更为合理，给予其重估净资产值 35% 的折价会有充足安全边际，相当于 7.65 元，结合相对估值法，公司目标价格区间 7-7.65 元，建议买入。

图表12：项目盈利预测

开发类		结算面积			结算均价			毛利率		公司权益
项目	2011E	2012 E	2013 E	2011 E	2012 E	2013 E	2011 E	2012 E	2013 E	
济南常青藤	10	10	10	4500	5000	5000	27%	35%	35%	100%
济南御龙湾	4	4	4	9500	9500	9500	55%	55%	55%	100%
济南国奥城项目		8	4	11000	11000	13000		46%	54%	100%
济南鲁商广场	6	5		15000	15000	15000	53%	53%		100%
青岛燕儿岛住宅			10	32000	32000	32000			59%	75%
青岛燕儿岛商业				35000	35000	35000				75%
青岛鲁商西海岸	7	7	7	6000	6000	6000	48%	48%	48%	85%
青岛动感世代	3	3	0	3990	4190	4399	18%	22%		100%
青岛一山一墅	2	3	3	6700	6700	6700	26%	26%	26%	100%
沂龙湾项目	5	8	5	4020	4020	4020	20%	20%	20%	40%
临沂凤凰城	5	8	8	4400	4400	4400	35%	35%	35%	100%
济宁南池公馆			3	5200	5200	5200			22%	100%
哈尔滨学府路住宅			5	8000	8000	8000			41%	100%
哈尔滨学府路商业			0	15000	15000	15000			52%	100%
北京蓝岸丽舍	3	4	3	13500	13500	13500	52%	52%	52%	100%
重庆缙云山项目	4	3	0	7350	7718	8103	46%	49%		50%
青岛市崂山区牛山村			5	19000	19000	19000			38%	100%
锦州滨海路				4500	4500	4500				50%
小计	49.0	63.9	62.0	7191	7442	10863	42%	42%	49%	

来源：公司数据 国金证券研究所

图表13：重估净资产值 1

	未结算面积	均价	毛利率	账面值	尚需投资	主营税金	期间费率	期间费用	增值税	所得税	净现值	增值额	公司权益	权益增值额	竣工期
济南常青藤	70.00			7.8395									100%		
济南常青藤1	8.00	3740	12%	0.896	1.72	0.165	8%	0.2394	0.0299	-0.0155	0.827	(0.07)	100%	(0.07)	2010
济南常青藤2	10.00	4500	27%	1.120	2.16	0.248	8%	0.3600	0.0450	0.1431	1.553	0.43	100%	0.43	2011
济南常青藤3	10.00	5000	35%	1.120	2.16	0.275	8%	0.4000	0.0500	0.2500	1.891	0.77	100%	0.77	2012
济南常青藤4	10.00	5000	35%	1.120	2.16	0.275	8%	0.4000	0.0500	0.2500	1.767	0.65	100%	0.65	2013
济南常青藤5	10.00	5000	35%	1.120	2.16	0.275	8%	0.4000	0.0500	0.2500	1.651	0.53	100%	0.53	2014
济南常青藤6	7.33	5000	35%	0.821	1.58	0.202	8%	0.2933	0.0367	0.1833	1.132	0.31	100%	0.31	2015
济南常青藤7	7.33	5250	38%	0.821	1.58	0.212	8%	0.3080	0.1345	0.1985	1.098	0.28	100%	0.28	2016
济南常青藤8	7.33	5513	41%	0.821	1.58	0.222	8%	0.3234	0.1844	0.2277	1.089	0.27	100%	0.27	2017
济南御龙湾	16.00			3.5399									100%		
济南御龙湾1	3.00	8500	50%	0.664	0.62	0.140	8%	0.2040	0.1998	0.1807	1.182	0.52	100%	0.52	2010
济南御龙湾2	4.00	9500	55%	0.885	0.83	0.209	8%	0.3040	0.3701	0.3015	1.761	0.88	100%	0.88	2011
济南御龙湾3	4.00	9500	55%	0.885	0.83	0.209	8%	0.3040	0.3701	0.3015	1.760	0.88	100%	0.88	2012
济南御龙湾4	5.00	9500	55%	1.106	1.03	0.261	8%	0.3800	0.4627	0.3768	2.056	0.95	100%	0.95	2013

来源：公司数据 国金证券研究所

图表14：重估净资产值2

青岛燕儿岛住宅	33.00			0.0412							75%		
青岛燕儿岛住宅 1	0.00	32000		0.000			8%				75%		2012
青岛燕儿岛住宅 2	10.00	33600	59%	0.012	13.71	1.848	8%	2.6880	2.8333	3.1261	9.472	75%	7.09
青岛燕儿岛住宅 3	10.00	35280	59%	0.012	14.40	1.940	8%	2.8224	2.9750	3.2824	9.294	9.28	75%
青岛燕儿岛住宅 4	13.00	37044	59%	0.016	19.66	2.649	8%	3.8526	4.0609	4.4805	11.856	11.84	75%
青岛燕儿岛商业	37.00			0.0412								75%	
青岛燕儿岛商业 1	4.00	35000	55%	0.004	6.24	0.770	8%	1.1200	1.0379	1.2061	3.469	3.46	75%
青岛燕儿岛商业 2	5.50	35000	55%	0.006	8.58	1.059	8%	1.5400	1.4271	1.6584	4.457	4.45	75%
青岛燕儿岛商业 3	5.50	36750	57%	0.006	8.58	1.112	8%	1.6170	1.6144	1.8197	4.529	4.52	75%
青岛燕儿岛商业 4	5.50	38588	60%	0.006	8.58	1.167	8%	1.6979	1.8111	1.9891	4.590	4.58	75%
青岛燕儿岛商业 5	5.50	40517	61%	0.006	8.58	1.226	8%	1.7827	2.0176	2.1669	4.640	4.63	75%
青岛燕儿岛商业 6	5.50	42543	63%	0.006	8.58	1.287	8%	1.8719	2.2345	2.3537	4.680	4.67	75%
青岛燕儿岛商业 7	5.50	44670	65%	0.006	8.58	1.351	8%	1.9655	2.4622	2.5497	4.711	4.71	75%
青岛鲁商西海岸	27.00			5.9476								85%	
青岛鲁商西海岸 1	5.00	6000	48%	1.101	0.46	0.165	8%	0.2400	0.1842	0.2126	1.699	0.60	85%
青岛鲁商西海岸 2	7.00	6000	48%	1.542	0.64	0.231	8%	0.3360	0.2578	0.2976	2.354	0.81	85%
青岛鲁商西海岸 3	7.00	6000	48%	1.542	0.64	0.231	8%	0.3360	0.2578	0.2976	2.326	0.78	85%
青岛鲁商西海岸 4	7.00	6000	48%	1.542	0.64	0.231	8%	0.3360	0.2578	0.2976	2.174	0.63	85%
青岛鲁商西海岸 5	1.00	6000	48%	0.220	0.09	0.033	8%	0.0480	0.0368	0.0425	0.271	0.05	85%
青岛动感世代	9.00			2.1121								100%	
青岛动感世代 1	3.00	4200	14%	0.704	0.38	0.069	8%	0.1008	0.0126	-0.0022	0.677	(0.03)	100%
青岛动感世代 2	3.00	3990	18%	0.704	0.28	0.066	8%	0.0958	0.0120	0.0102	0.704	(0.00)	100%
青岛动感世代 3	3.44	4190	22%	0.807	0.32	0.079	8%	0.1153	0.0144	0.0264	0.837	0.03	100%
青岛一山一墅	9.00			1.8654								100%	
青岛一山一墅 1	2.00	6700	26%	0.415	0.57	0.074	8%	0.1072	0.0134	0.0402	0.529	0.11	100%
青岛一山一墅 2	3.00	6700	26%	0.622	0.86	0.111	8%	0.1608	0.0201	0.0603	0.802	0.18	100%
青岛一山一墅 3	3.00	6700	26%	0.622	0.86	0.111	8%	0.1608	0.0201	0.0603	0.749	0.13	100%
青岛一山一墅 4	0.00	6700		0.000			8%					100%	
青岛一山一墅 5	1.00	6700	26%	0.207	0.29	0.037	8%	0.0536	0.0067	0.0201	0.218	0.01	100%
沂龙湾项目	95.00											40%	
沂龙湾项目 1	3.00	4020	20%	0.002	0.96	0.066	8%	0.0965	0.0121	0.0163	0.053	0.05	40%
沂龙湾项目 2	5.00	4020	20%	0.004	1.61	0.111	8%	0.1608	0.0201	0.0271	0.144	0.14	40%
沂龙湾项目 3	8.00	4020	20%	0.006	2.57	0.177	8%	0.2573	0.0322	0.0434	0.313	0.31	40%
沂龙湾项目 4	5.00	4020	20%	0.004	1.61	0.111	8%	0.1608	0.0201	0.0271	0.183	0.18	40%
沂龙湾项目 5	8.00	4020	20%	0.006	2.57	0.177	8%	0.2573	0.0322	0.0434	0.273	0.27	40%
沂龙湾项目 6	11.00	4020	20%	0.009	3.53	0.243	8%	0.3538	0.0442	0.0597	0.351	0.34	40%
沂龙湾项目 7	11.00	4221	24%	0.009	3.53	0.255	8%	0.3714	0.0464	0.1070	0.431	0.42	40%
沂龙湾项目 8	11.00	4432	27%	0.009	3.53	0.268	8%	0.3900	0.0488	0.1566	0.503	0.49	40%
沂龙湾项目 9	11.00	4654	31%	0.009	3.53	0.282	8%	0.4095	0.0512	0.2087	0.569	0.56	40%
沂龙湾项目 10	11.00	4886	34%	0.009	3.53	0.296	8%	0.4300	0.0537	0.2634	0.629	0.62	40%
沂龙湾项目 11	11.00	5131	37%	0.009	3.53	0.310	8%	0.4515	0.0758	0.3160	0.676	0.67	40%

来源：公司数据 国金证券研究所

图表15：重估净资产值 3

济南国奥城项目	16.00			2.2116							100%		
济南国奥城项目 1	8.00	11000	46%	1.106	3.69	0.484	8%	0.7040	0.5580	0.5652	2.931	1.82	100%
济南国奥城项目 2	4.00	13000	54%	0.553	1.84	0.286	8%	0.4160	0.4866	0.4037	1.710	1.16	100%
济南国奥城项目 3	4.00	13000	54%	0.553	1.84	0.286	8%	0.4160	0.4866	0.4037	1.598	1.05	100%
济南鲁商广场	15.00			3.7145								100%	
济南鲁商广场 1	4.00	15000	53%	0.991	1.81	0.330	8%	0.4800	0.5487	0.4601	2.335	1.34	100%
济南鲁商广场 2	6.00	15000	53%	1.486	2.72	0.495	8%	0.7200	0.8230	0.6901	3.553	2.07	100%
济南鲁商广场 3	5.00	15000	53%	1.238	2.26	0.413	8%	0.6000	0.6858	0.5751	2.993	1.75	100%
北京蓝岸丽舍	14.00			7.3472								100%	
北京蓝岸丽舍 1	3.00	13500	52%	1.574	0.35	0.223	8%	0.3240	0.3576	0.3049	2.435	0.86	100%
北京蓝岸丽舍 2	3.00	13500	52%	1.574	0.35	0.223	8%	0.3240	0.3576	0.3049	2.401	0.83	100%
北京蓝岸丽舍 3	4.00	13500	52%	2.099	0.47	0.297	8%	0.4320	0.4768	0.4065	3.155	1.06	100%
北京蓝岸丽舍 4	3.00	13500	52%	1.574	0.35	0.223	8%	0.3240	0.3576	0.3049	2.211	0.64	100%
北京蓝岸丽舍 5	1.00	13500	52%	0.525	0.12	0.074	8%	0.1080	0.1192	0.1016	0.689	0.16	100%
重庆缙云山项目	10.00			1.7069								50%	
重庆缙云山项目 1	3.00	7000	44%	0.512	0.67	0.116	8%	0.1680	0.0592	0.1431	0.920	0.41	50%
重庆缙云山项目 2	4.00	7350	46%	0.683	0.90	0.162	8%	0.2352	0.0971	0.2165	1.309	0.63	50%
重庆缙云山项目 3	3.44	7718	49%	0.586	0.77	0.146	8%	0.2121	0.0998	0.2092	1.195	0.61	50%
济宁南池公馆	28.00			4.2300								100%	
济宁南池公馆 1	3.00	5200	22%	0.453	0.76	0.086	8%	0.1248	0.0156	0.0297	0.518	0.06	100%
济宁南池公馆 2	5.00	5200	22%	0.755	1.27	0.143	8%	0.2080	0.0260	0.0495	0.806	0.05	100%
济宁南池公馆 3	8.00	5720	22%	1.209	2.36	0.252	8%	0.3661	0.0458	0.0871	1.243	0.03	100%
济宁南池公馆 4	12.00	6292	22%	1.813	4.07	0.415	8%	0.6040	0.0755	0.1436	1.799	(0.01)	100%
哈尔滨学府路住宅	133.00			25.4562								100%	
哈尔滨学府路住宅 1	10.00	8000	41%	1.914	2.79	0.440	8%	0.6400	0.3836	0.4588	3.072	1.16	100%
哈尔滨学府路住宅 2	10.00	8000	41%	1.914	2.79	0.440	8%	0.6400	0.3836	0.4588	2.871	0.96	100%
哈尔滨学府路住宅 3	10.00	8000	41%	1.914	2.79	0.440	8%	0.6400	0.3836	0.4588	2.683	0.77	100%
哈尔滨学府路住宅 4	10.00	8400	41%	1.914	3.02	0.462	8%	0.6720	0.4028	0.4818	2.572	0.66	100%
哈尔滨学府路住宅 5	15.00	8820	41%	2.871	4.90	0.728	8%	1.0584	0.6344	0.7588	3.699	0.83	100%
哈尔滨学府路住宅 6	15.00	9261	41%	2.871	5.29	0.764	8%	1.1113	0.6661	0.7967	3.549	0.68	100%
哈尔滨学府路住宅 7	15.00	9724	41%	2.871	5.70	0.802	8%	1.1669	0.6994	0.8366	3.407	0.54	100%
哈尔滨学府路住宅 8	15.00	10210	41%	2.871	6.13	0.842	8%	1.2252	0.7344	0.8784	3.273	0.40	100%
哈尔滨学府路住宅 9	15.00	9724	41%	2.871	5.70	0.802	8%	1.1669	0.6994	0.8366	3.184	0.31	100%
哈尔滨学府路住宅 11	18.00	10721	41%	3.445	7.89	1.061	8%	1.5438	0.9253	1.1068	4.039	0.59	100%
哈尔滨学府路商业	57.00			15.7890								100%	
哈尔滨学府路商业 1	10.00	15000	52%	2.770	4.42	0.825	8%	1.2000	1.3057	1.1209	5.754	2.98	100%
哈尔滨学府路商业 2	10.00	15000	52%	2.770	4.42	0.825	8%	1.2000	1.3057	1.1209	5.377	2.61	100%
哈尔滨学府路商业 3	10.00	15000	52%	2.770	4.42	0.825	8%	1.2000	1.3057	1.1209	5.025	2.26	100%
哈尔滨学府路商业 4	10.00	15750	52%	2.770	4.77	0.866	8%	1.2600	1.3710	1.1770	4.842	2.07	100%
哈尔滨学府路商业 5	10.00	16538	52%	2.770	5.15	0.910	8%	1.3230	1.4396	1.2358	4.668	1.90	100%
哈尔滨学府路商业 6	7.00	17364	52%	1.939	3.88	0.669	8%	0.9724	1.0581	0.9083	3.152	1.21	100%

来源：公司数据 国金证券研究所

图表16：重估净资产值 4

青岛市崂山区牛山村庄	70.00			50.0000							100%		
青岛市崂山区牛山村庄 1	8.00	19000	38%	1.531	7.91	0.836	8%	1.2160	0.5465	0.7907	3.977	2.45	100%
青岛市崂山区牛山村庄 2	8.00	19000	38%	1.531	7.91	0.836	8%	1.2160	0.5465	0.7907	3.717	2.19	100%
青岛市崂山区牛山村庄 3	8.00	19000	38%	1.531	7.91	0.836	8%	1.2160	0.5465	0.7907	3.474	1.94	100%
青岛市崂山区牛山村庄 4	8.00	19950	38%	1.531	8.38	0.878	8%	1.2768	0.5738	0.8302	3.359	1.83	100%
青岛市崂山区牛山村庄 5	8.00	20948	38%	1.531	8.88	0.922	8%	1.3406	0.6025	0.8717	3.251	1.72	100%
青岛市崂山区牛山村庄 6	8.00	21995	38%	1.531	9.40	0.968	8%	1.4077	0.6326	0.9153	3.147	1.62	100%
青岛市崂山区牛山村庄 7	8.00	23095	38%	1.531	9.94	1.016	8%	1.4781	0.6642	0.9611	3.048	1.52	100%
青岛市崂山区牛山村庄 8	8.00	24249	38%	1.531	10.52	1.067	8%	1.5520	0.6974	1.0092	2.953	1.42	100%
青岛市崂山区牛山村庄 9	6.00	25462	38%	1.148	8.34	0.840	8%	1.2222	0.5492	0.7947	2.297	1.15	100%
菏泽人民路	56			4.8700								100%	
菏泽人民路 1	8.00	4200	25%	0.696	1.84	0.185	8%	1.2160	0.0336	0.0848	0.943	0.25	100%
菏泽人民路 2	8.00	4200	25%	0.696	1.84	0.185	8%	1.2160	0.0336	0.0848	0.882	0.19	100%
菏泽人民路 3	8.00	4200	25%	0.696	1.84	0.185	8%	1.2160	0.0336	0.0848	0.824	0.13	100%
菏泽人民路 4	8.00	4200	25%	0.696	1.84	0.185	8%	1.2768	0.0336	0.0848	0.770	0.07	100%
菏泽人民路 5	8.00	4200	25%	0.696	1.84	0.185	8%	1.3406	0.0336	0.0848	0.720	0.02	100%
菏泽人民路 6	8.00	4200	25%	0.696	1.84	0.185	8%	1.4077	0.0336	0.0848	0.673	(0.02)	100%
菏泽人民路 7	8.00	4200	25%	0.696	1.84	0.185	8%	1.4781	0.0336	0.0848	0.629	(0.07)	100%
												(0.07)	2019

来源：公司数据 国金证券研究所

图表17：公司重估每股净资产

总股本	账面每股净资产	每股增值额	重估每股净资产	股价	折价率
10.0	1.1	10.9	11.77	5.67	-52%

来源：公司数据 国金证券研究所

风险提示

- 公司负债率较高，短期资金杠杆运用空间较小，可能影响公司扩张速度；销售不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,611	2,500	3,018	3,379	4,614	5,700	货币资金	823	831	1,483	500	500	500
增长率	-4.2%	20.7%	11.9%	36.6%	23.5%		应收账款	73	548	174	21	29	35
主营业务成本	-2,221	-1,596	-1,996	-2,125	-2,902	-3,102	存货	3,632	4,941	6,873	12,371	12,990	13,639
% 销售收入	85.1%	63.9%	66.1%	62.9%	62.9%	54.4%	其他流动资产	185	834	2,517	1,065	1,163	1,243
毛利	389	904	1,022	1,254	1,712	2,598	流动资产	4,712	7,155	11,047	13,957	14,682	15,417
% 销售收入	14.9%	36.1%	33.9%	37.1%	37.1%	45.6%	% 总资产	98.1%	98.9%	99.2%	99.2%	99.0%	98.9%
营业税金及附加	-94	-234	-220	-361	-490	-676	长期投资	19	31	31	32	31	31
% 销售收入	3.6%	9.4%	7.3%	10.7%	10.6%	11.9%	固定资产	40	8	9	64	85	107
营业费用	-39	-57	-122	-135	-148	-163	% 总资产	0.8%	0.1%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%
% 销售收入	1.5%	2.3%	4.1%	4.0%	3.2%	2.9%	无形资产	1	3	5	13	23	32
管理费用	-178	-38	-44	-48	-53	-58	非流动资产	93	81	91	110	141	172
% 销售收入	6.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.1%	1.0%	% 总资产	1.9%	1.1%	0.8%	0.8%	1.0%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	78	576	636	710	1,022	1,700	资产总计	4,805	7,236	11,138	14,068	14,823	15,590
% 销售收入	3.0%	23.0%	21.1%	21.0%	22.1%	29.8%	短期借款	590	722	871	3,279	3,066	1,087
财务费用	-260	-1	-4	-19	-28	-23	应付款项	2,370	4,025	7,552	7,610	7,828	9,256
% 销售收入	10.0%	0.0%	0.1%	0.6%	0.6%	0.4%	其他流动负债	105	235	162	156	108	112
资产减值损失	-88	2	-21	0	0	0	流动负债	3,065	4,982	8,584	11,044	11,002	10,456
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,278	1,257	1,101	1,401	1,501	1,601
投资收益	71	12	1	4	0	4	其他长期负债	4	304	302	0	0	0
% 税前利润	-34.9%	2.0%	0.2%	0.6%	0.0%	0.2%	负债	4,347	6,543	9,987	12,446	12,503	12,057
营业利润	-199	588	612	695	994	1,682	普通股股东权益	382	640	1,081	1,511	2,166	3,202
营业利润率	n.a	23.5%	20.3%	20.6%	21.5%	29.5%	少数股东权益	76	53	70	111	154	331
营业外收支	-6	-2	-23	0	3	3	负债股东权益合计	4,805	7,236	11,138	14,068	14,823	15,590
税前利润	-205	586	589	695	997	1,685							
利润率	n.a	23.4%	19.5%	20.6%	21.6%	29.6%							
所得税	-109	-146	-146	-174	-249	-421							
所得税率	n.a	24.9%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	-314	440	443	522	748	1,263							
少数股东损益	-16	1	2	42	43	177							
归属于母公司的净	-297	439	441	480	705	1,087							
净利润率	n.a	17.6%	14.6%	14.2%	15.3%	19.1%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	-314	440	443	522	748	1,263	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	-0.555	0.439	0.441	0.479	0.704	1.086
非现金支出	334	4	26	2	3	4	每股净资产	0.382	0.639	1.080	1.509	2.164	3.199
非经营收益	121	-13	0	57	25	16	每股经营现金净流	-0.509	0.048	-1.463	-3.306	0.221	1.978
营运资金变动	-634	-382	-1,932	-3,889	-555	697	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050
经营活动现金净流	-492	48	-1,463	-3,309	221	1,980	回报率						
资本开支	-55	-3	-6	-65	-31	-32	净资产收益率	-77.77%	68.65%	40.79%	31.76%	32.55%	33.94%
投资	0	-183	0	-1	0	0	总资产收益率	-6.19%	6.07%	3.96%	3.41%	4.76%	6.97%
其他	-6	0	0	4	0	4	投入资本收益率	5.12%	16.16%	15.29%	8.45%	11.12%	20.50%
投资活动现金净流	-61	-186	-6	-62	-31	-28	增长率						
股权募资	390	13	15	0	0	0	主营业务收入增长率	101.25%	-4.23%	20.73%	11.94%	36.56%	23.53%
债权募资	679	-79	-7	2,407	-112	-1,879	EBIT增长率	N/A	640.44%	10.43%	11.71%	43.83%	66.47%
其他	-144	104	2,025	-19	-78	-73	净利润增长率	N/A	N/A	0.37%	8.81%	46.91%	54.18%
筹资活动现金净流	925	38	2,033	2,389	-190	-1,952	总资产增长率	22.20%	50.58%	53.93%	26.31%	5.37%	5.18%
现金净流量	372	-100	564	-983	0	0	资产管理能力						
							应收账款周转天数	11.0	37.9	34.2	0.3	0.3	0.3
							存货周转天数	314.7	980.0	1,080.0	0.0	0.0	0.0
							应付账款周转天数	36.6	100.9	120.5	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	5.6	1.2	1.1	4.6	3.5	2.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	228.05%	165.64%	42.53%	257.67%	175.34%	61.94%
							EBIT利息保障倍数	0.3	650.2	157.8	37.7	36.9	74.1
							资产负债率	90.46%	90.42%	89.67%	88.47%	84.35%	77.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	3	10
买入	0	0	1	1	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.33	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B