



东兴证券
DONGXING SECURITIES

扩张已进行，收获增长可期待 ——鲁商置业（600223）2011 年半年报点评

2011 年 8 月 24 日

推荐/维持

鲁商置业

财报点评

郑闵钢

房地产行业分析师

电话：010-66554031

执业资格证号：S1480510120012

Zhengmg@dxzq.net.cn

事件：

公司发布2011年半年报，上半年公司归属于上市公司股东的净利润为26,286,523.75元，同比减少37.40%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为24,673,642.65元，同比减少41.71%；基本每股收益为0.0263元，同比减少37.38%。

公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入（百万元）	1782.57	141.99	331.13	315.46	2229.82	152.30	187.41
增长率（%）	-8.86%	19.47%	117.06%	-29.30%	25.09%	7.26%	-43.40%
毛利率（%）	38.13%	39.44%	31.34%	36.80%	33.46%	33.12%	26.19%
期间费用率（%）	2.75%	21.52%	11.25%	6.26%	3.71%	14.83%	14.69%
营业利润率（%）	26.05%	12.47%	13.63%	24.69%	21.14%	15.17%	4.46%
净利润（百万元）	348.77	11.04	28.72	54.24	348.58	14.59	9.86
增长率（%）	46.09%	-18.02%	68.93%	-10.75%	-0.05%	32.12%	-65.67%
每股盈利（季度，元）	0.349	0.012	0.030	0.055	0.344	0.016	0.010
资产负债率（%）	90.42%	90.98%	91.59%	91.85%	89.67%	90.14%	91.22%
净资产收益率（%）	50.33%	1.57%	3.92%	6.89%	30.30%	1.24%	0.83%
总资产收益率（%）	4.82%	0.14%	0.33%	0.56%	3.13%	0.12%	0.07%

评论：

积极因素：

- **上半年销售同比增长加大。**由于上半年销售项目竣工较少，公司实现营业收入3.40 亿元，实现利润总额3366.80 万元，实现归属于母公司所有者的净利润2628.65 万元，分别比去年同期减少28.12%、45.89%和37.40%。公司上半年调控不断加大，全国商品房销售增长明显下降。而公司在销售逆势中保持了较高的销售增幅，上半年实现合同销售额26.32 亿元，同比增长75.47%。

表 1 公司上半年结算的主要项目

公司名称	主要产品或服务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
青岛银座地产有限公司	动感项目、一山一墅项目	2,000	53,314	3,614	14,233	1,362
临沂鲁商地产有限公司	凤凰城项目	2,000	124,129	17,497	4,418	796
山东银座地产有限公司	银座晶都国际项目	2,000	43,805	16,415	3,687	1,085

资料来源：公司年报，东兴证券

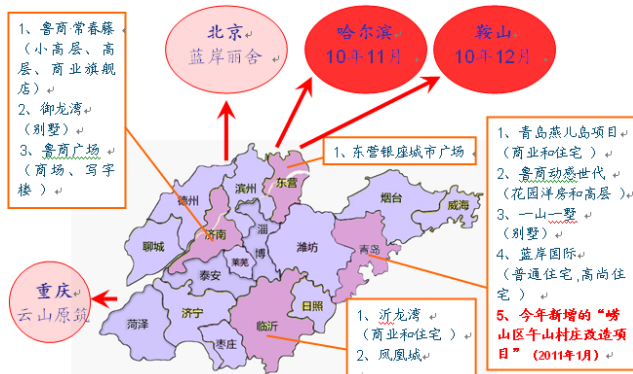
表 2 公司 2011 年上半年营业收入分类情况

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	营业利润率比上年同期增减(%)
房地产销售	308,253,908.11	218,048,821.60	8.96	-31.19	-26.98	减少 3.45 个百分点
物业管理	21,425,534.14	16,005,027.58	8.01	31.99	36.06	减少 0.14 个百分点

资料来源：公司年报，东兴证券

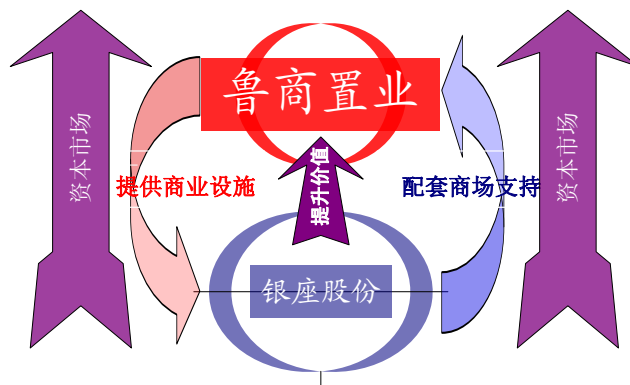
- **开发项目充足。**公司不断出手拿得哈尔滨、青岛和锦州三个城市的项目开发土地。上半年公司竞得青岛市午山村庄改造项目，新增土地储备地上面积71.24 万平方米。去年底以来公司新增土地储备142.43万平方米。目前公司除在山东的济南、青岛、临沂、泰安、东营等省内经济发达城市拥有房地产开发项目外，加大在全国的布局并已在北京、重庆、哈尔滨、鞍山等地开发了房地产项目。公司开发的项目涵盖了大型购物广场、商业步行街、住宅、写字楼、酒店等。目前公司下有十五家开发公司，开发的项目近二十个。经过多年目前公司开发的房地产项目已形成“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三种产品系列。公司拥有优势的开发模式，公司大幅扩张显示出公司这一优势开发模式强大的力量，为今后三年公司房地产业务的快速增长创造了一个强大的基础。公司房地产开发项目充足，公司目前正在开发的项目面积在500万平方米以上，可供公司三年以上快速开发的需要。

图 1：公司项目布局情况



资料来源：公司介绍，东兴证券

图 2：与银座的协同开发能力强



资料来源：东兴证券

业务展望：

- **开发项目充足，预收款增长好。**上半年公司新开工面积加大，新增新开工面积70 万m²，目前公司的总在建面积200 万m²，保持了公司房地产开发的持续性。上半年公司预收款增长也很好，截止6月份预收款为41.90亿元，较年初增长24.18%。与2010年销售收入30.18亿元相比，公司今年的结算能力很强。下半年公司表示仍将突出抓好工程进度管理，缩短项目建设周期，有效提高项目周转率。另外下半年公司充分发挥公司的综合资源与区域品牌优势，还要一如既往地抓好土地获取与储备工作。公司的房地产业务与集团的银座商业有很好的互补性，一方面房地产开发可为银座商业建造或提供经营的场所；另一方面银座商业的入住完善了房地产开发项目商业配套等生活设施，并提高了所开发房地产项目的商业价值和品牌质量。在异地发展过程中，与银座商业携手具有很强的市场拓展能力，由于开发项目中的商业设施会给当地带来长期的就业和税收得到当地政府的欢迎。另外集团的传媒业和酒店旅游业等也在不同程度上给予房地产开发业务一个很好的支持。鲁商置业的房地产业务是通过整合集团下各子公司所有房地产资源而来，在与集团的其它专业资源的互补合作过程中有很好的成功经验。公司房地产与银座商业联动已形成了鲁商置业独特的开发模式。凭借公司国资背景的大股东和大股东拥有的有助于房地产业务其它产业的支持，公司已进入一个高的发展起点，公司进军山东省龙头地位将加速。

表 3 公司预收款项情况

项目名称	期末余额（元）	年初余额（元）
银座·晶都国际	106,986.63	3,262,153.63
一山一墅	62,790,047.09	42,561,084.76
动感世代	151,115,311.12	132,503,952.33
鲁商常春藤	423,068,266.99	329,247,865.71
鲁商御龙湾项目	338,868,113.00	277,058,154.00
济南鲁商广场项目	16,147,483.49	32,812,216.82
鲁商国奥城	302,165,046.00	214,971,866.00
鲁商蓝岸国际	293,972,612.21	260,312,136.86
四季景园项目	28,372,618.33	22,191,711.33
泰安银座城市广场	1,405,000.00	1,405,000.00
东营银座城市广场	4,701,518.53	3,091,563.59
蓝岸丽舍项目	700,352,170.20	528,035,729.20
临沂鲁商凤凰城	405,802,843.00	236,982,846.00
重庆缙云山项目	202,096,220.00	158,398,852.00
鲁商·首府一期	1,259,058,901.00	1,126,684,195.00
其他	227,461.00	4,795,650.02
合计	4,190,250,598.59	3,374,314,977.25

资料来源：公司年报、东兴证券

盈利预测

- 我们预测公司2011年、2012年和2013年的营业总收入分别为39.51亿元、51.06 亿元和60.86亿元，每股收益为0.66元/股、0.94元/股和1.06元/股，相对应的PE为11.71、8.16和7.26。

投资建议：

- 鲁商置业是山东省商业集团总公司重要产业，更是集团的效益支柱型产业。根据集团2010年年初制定的“双千亿”战略，以2009年销售收入256亿元为基数，到2015年，集团销售收入超过1000亿元；到2020年，实现销售收入超过2000亿元，实现迈入全国百强之列。公司在山东省同行中具备很大的竞争优势，携手银座股份拥有独特和稳定的开发模式。公司拥有“鲁商开发模式”成长性强于一般房地产开发公司，公司成为区域性速度在加快。去年底和今年初公司接连进入三个城市拿了三个项目，公司快速增长已具备强大基础，这使得我们很看好公司的发展。另外公司预收款充足，可结算能力强。我们预测公司2011年至2013年营业总收入分别为39.51亿元、51.06 亿元和60.86亿元，每股收益分别为0.66元/股、0.94元/股和1.06元/股，相对应的PE为11.71、8.16和7.26。公司的NAV为10.21元， $P / NAV = 0.75$ 。维持对公司“推荐”的投资评级，半年的目标价12元。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	11047	15147	19833	25089	营业收入	3018	3951	5106	6086
货币资金	1483	1580	2043	2435	营业成本	1996	2592	3223	3926
应收账款	50	812	979	1134	营业税金及附加	220	277	357	426
其他应收款	124	163	211	251	营业费用	122	158	204	243
预付款项	2517	4072	6006	8361	管理费用	44	63	82	97
存货	6873	8520	10595	12909	财务费用	4	-15	-18	-22
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	20.72	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	91	84	83	81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	26	26	26	26	投资净收益	1.09	2.00	2.40	2.64
固定资产	9.45	8.33	7.21	6.09	营业利润	612	878	1260	1417
无形资产	3	2	2	2	营业外收入	1.77	1.00	1.50	2.25
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	25.04	3.00	4.50	6.75
资产总计	11138	15231	19915	25171	利润总额	589	876	1257	1413
流动负债合计	8564	12303	16449	21100	所得税	146	219	314	353
短期借款	200	1980	3537	4946	净利润	443	657	943	1059
应付账款	776	852	883	1076	少数股东损益	2	1	1	1
预收款项	3374	5350	7903	10946	归属母公司净利润	441	656	942	1059
非流动负债合计	1423	1403	1403	1403	EBITDA	623	864	1243	1396
长期借款	1101	1101	1101	1101	BPS (元)	0.44	0.66	0.94	1.06
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	9987	13706	17852	22503					
少数股东权益	70	70	71	72	成长能力				
实收资本 (或股本)	1001	1001	1001	1001					
资本公积	319	319	319	319	营业收入增长	20.7%	30.90%	29.24%	19.19%
未分配利润	-339	-31	412	910	营业利润增长	385.7%	43.43%	43.50%	12.47%
归母公司股东权益合计	1081	1455	1992	2596	归属于母公司净利润增长	244.7%	48.83%	43.54%	12.39%
负债和所有者权益	11138	15231	19915	25171	获利能力				
现金流量表					毛利率 (%)	34%	34%	37%	35%
					净利率 (%)	15%	17%	18%	17%
单位:百万元					总资产净利润 (%)	4%	4%	5%	4%
	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE (%)	41%	45%	47%	41%
经营活动现金流	-1465	-1325	-709	-586	偿债能力				
净利润	443	657	943	1059	资产负债率 (%)	90%	90%	90%	89%
折旧摊销	6.94	0.00	1.38	1.38	流动比率	1.29	1.23	1.21	1.19
财务费用	4	-15	-18	-22	速动比率	0.49	0.54	0.56	0.58
应付帐款的变化	234	76	31	193	营运能力				
预收帐款的变化	1508	1976	2553	3043	总资产周转率	0.33	0.30	0.29	0.27
投资活动现金流	-6	1	1	2	应收账款周转率	10.67	9.17	5.70	5.76
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	4.58	4.85	5.89	6.21
长期投资	25.785	25.785	25.785	25.785	每股指标 (元)				
投资收益	1.087	2.000	2.400	2.640	每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.66	0.94	1.06
筹资活动现金流	2033	1422	1170	976	每股净现金流 (最新摊薄)	0.56	0.10	0.46	0.39
短期借款	200	1980	3537	4946	每股净资产 (最新摊薄)	1.08	1.45	1.99	2.59
长期借款	1101	1101	1101	1101	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	17.41	11.71	8.16	7.26
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.11	5.28	3.86	2.96
财务费用	-4.03	15.32	18.12	22.39	EV/EBITDA	13.12	11.33	8.75	8.52
现金净增加额	562	98	462	392					

分析师简介

郑闵钢

房地产行业研究员，2007 年加盟东兴证券从事房地产研究至今。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。