



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁琳, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120005
(8610) 6622 9070
lin.yuan@bocigroup.com

*袁豪为本报告重要贡献者

鲁商置业 1 季度销售表现欠佳，期待 2012 年结算丰收期

2012 年 1 季度，鲁商置业(600223.SS/人民币 5.92, 买入)实现营业收入 1.95 亿元，较去年同期上涨 27.8%；归属于母公司股东的净利润 1,732 万元，较去年同期上涨 5.1%，合每股收益 0.017 元，基本符合我们的预期。报告期内，公司毛利率和净利率分别为 22.0%和 8.9%，较去年同期分别下降 4.4 个百分点和 1.9 个百分点。

我们认为，公司 1 季度的毛利率和净利率均有所下降主要是因为报告期内公司所结算的项目主要为即墨动感世代项目（毛利率在 20%以下）、济南常春藤项目以及临沂凤凰城项目等，这些项目的毛利率均比较低，而 2011 年 1 季度所结算的主要项目鲁商广场的毛利率则比较高。不过今年后续几个季度中，公司的北京蓝岸丽舍和青岛鲁商首府（燕儿岛项目）都将进入结算，而这两个项目毛利率预计都在 40-50%左右，因此后续公司毛利率将有所改善。值得注意的是，今年青岛鲁商首府将有 1 号楼和 2 号楼两栋楼进入结算，约有 6 万方左右，当时售价为 2.7-2.8 万元/平米，总结算额约有 16-17 亿元左右，如果保守估计按照 20%净利率来计算，那么就可以给 2012 年贡献超过 0.3 元的每股收益，这样预计公司就已经有约 30%的业绩涨幅了。

销售方面，1 季度中公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.2 亿元，较去年同期下降 22.5%；而从预收账款的变动来估算的话，预计公司 1 季度的合同销售金额约为 4.5 亿元左右（估算方法见图表 2），相比 2011 年 1 季度估算的约为 4.7 亿元的合同销售金额同比下降约 5.2%左右。一方面，由于公司在 1 季度的新推盘较少，只在 3 月底的时候推了少量的济南常春藤项目、济南南池公馆项目和临沂凤凰城项目（各个项目均只新推了约 100 套左右），另一方面，也由于整个山东市场在 1 季度中的回暖较弱（虽然青岛回暖较强，但公司的鲁商首府项目由于价位较高，因此该项目成交受益较小），这两方面因素的综合影响下导致了公司 1 季度的销售表现较差。

公司在后续三个季度的推盘量将逐渐增多，预计公司今年全年推盘货值在 120-130 亿元左右，其中，上半年和下半年的推盘货值比重约为 30%和 70%，3、4 季度为全年推盘高峰，而在 2 季度中，公司今年的主力销售项目之一的哈尔滨项目将在 5-6 月份开始逐步推盘，该项目预计推盘量约 30 万平米，均价为 6,000-7,000 元/平米（高层为 6,000-7,000 元/平米，而花园洋房为 9,000 元/平米），总推盘货值约近 20 亿元左右。

至 2012 年 1 季度年末，公司资产负债率从 2011 年末的 92.0%微涨至 92.1%；净负债率从 2011 年末的 136.1%下降至 114.0%，负债率略有改善迹象；公司手持现金 13.9 亿元，短期借款加一年内到期非流动负债合计为 12.2 亿元，手持现金占比短债的比例由 2011 年年末的 0.72 上升至 1.14，短期偿债压力已经有所缓解。总体而言，公司的负债虽然较高，但鉴于大股东鲁商集团的鼎力支持，公司的债务风险并不大。

鲁商置业的战略发展方向和区域布局符合我们在调控下的选股思路（即二三线城市布局为主，专注商业地产开发经营和大型城市综合性社区开发的地产公司），同时考虑到公司大股东在拿地和资金等方面的大力支持以及如银座股份等兄弟公司的鼎力合作，我们看好公司在行业弱市下的销售表现、公司在信贷偏紧环境下的稳健运作、以及公司未来在商业地产开发方面的快速成长。我们维持 2012-13 年的业绩预测 0.499 元和 0.654 元以及 7.01 元的目标价格，相当于 14.0 倍 2012 年市盈率和 2012 年 NAV 45% 的折让，目前估值具备一定安全边际，维持 **买入** 评级。

图表 1. 鲁商置业 2012 年 1 季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	152	195	27.8
营业成本	(102)	(137)	34.6
营业税	(10)	(15)	44.3
毛利润	40	43	6.6
其他收入	2	(1)	(140.8)
销售费用	(15)	(8)	(44.4)
管理费用	(8)	(8)	(8.4)
营业利润	19	26	37.7
投资收益	4	1	(76.5)
财务费用	1	(2)	(393.7)
营业外收支	(0)	(1)	252.7
税前利润	23	24	6.4
所得税	(8)	(8)	3.3
少数股东权益	2	2	(18.8)
归属上市公司股东净利润	16	17	5.1
主要比率(%)			
毛利率	26	22	
经营利润率	12	13	
净利率	11	9	

资料来源：公司数据

图表 2. 鲁商置业 2012 年 1 季度合同销售收入估算

(亿元)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变化(%)
当期预收款项	37.1	47.5	28.2
当期营业收入	1.5	1.9	27.8
减估算当期物业管理收入	0.1	0.1	NA
上期末预收款项	33.7	44.9	33.0
预计房地产合同销售收入	4.7	4.5	(5.2)

资料来源：公司数据

注：* 当期物业管理收入均按 2011 年全年物业管理收入的 1/4 估算。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371