



东兴证券
DONGXING SECURITIES

销售加快，业绩保障度高

——鲁商置业（600223）调研报告

2013 年 08 月 03 日

推荐/维持

鲁商置业

调研报告

事件：

近期我们对鲁商置业进行了调研，了解公司近期运营情况。

1：公司下半年推盘力度加大

公司上半年销售约 35 亿元，主要的销售项目包括济南常春藤、济南御龙湾、青岛鲁商首府哈尔滨松江新城等项目。公司全年推盘 100 亿元，下半年还将有 80 亿元的推货量，主要的货值集中在青岛午山村项目、青岛鲁商首府项目、哈尔滨松江新城项目。由于上半年已经奠定了良好基础，我们认为公司完成全年 90 亿元的计划是大概率事件。

2：公司依靠低风险的高杠杆发展

公司 2011 年和 2012 年的 ROE 水平分别为 19.6% 和 17.1%，并不逊于龙头开发企业。公司的 ROE 主要依靠高杠杆产生，公司重组后的资产负债率一直保持在 90% 以上。公司的高杠杆主要来源于关联方借款，利率水平相当于银行同期贷款，没有信托等高成本资金；同时关联方借款在还款时有较大回旋余地，财务风险较低。

3：公司部分项目优质，盈利能力强，业绩锁定性高

短期来看，鲁商首府项目将给公司盈利增长带来较大的确定性。截止 2012 年末，鲁商首府项目的预收款项已经达到 20 亿元，如果按照 2012 年该项目结算净利率 25% 计算，锁定 5 亿元的净利润，其中归属于上市公司股东的净利润 4 亿元（75% 权益），已经比 2012 年公司 2.46 亿元的净利润有较大增长。

4：盈利预测与投资建议：

我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 39.12 亿元、60.08 亿元和 70.17 亿元；归属于上市公司股东净利润分别为 4.53 亿，5.77 亿和 6.84 亿元；基本每股收益分别为 0.45 元、0.58 元和 0.68 元，对应 PE 分别为 8.7、6.8、5.8 倍，维持公司“推荐”评级。

郑闵钢

010-66554031

zhengmg@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120012

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

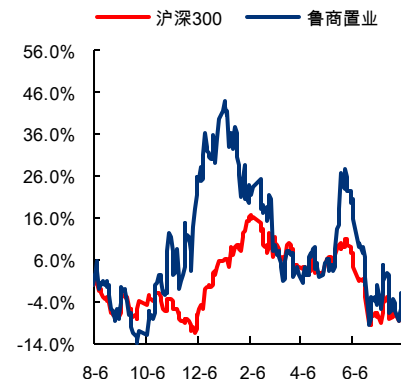
执业证书编号：

S1480512060003

交易数据

52 周股价区间（元）	3.98-3.99
总市值（亿元）	39.84
流通市值（亿元）	39.84
总股本/流通 A 股（万股）	100097/100097
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.76

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 公司依靠低风险的高杠杆发展	3
2. 公司部分项目优质，盈利能力强，业绩锁定性高	4
3、公司项目储备丰富，分布广泛	4
4、盈利预测与投资建议:	5

图表目录

表格 1: 公司关联方债权债务关系	3
表格 2: 公司部分项目的楼面地价和售价	4
表格 3: 公司项目一览	5
表格 4: 公司项目结算表	5
表格 5: 公司盈利预测表	7

1. 公司依靠低风险的高杠杆发展

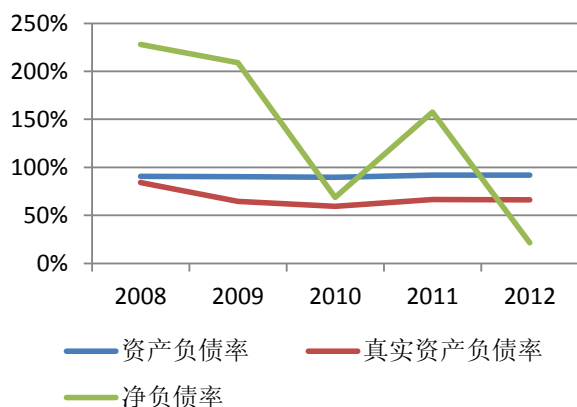
观察公司历年的 ROE 可以发现，公司 2011 年和 2012 年的 ROE 水平分别为 19.6% 和 17.1%，并不逊于龙头开发企业。公司的 ROE 主要依靠高杠杆产生，公司近 4 年的资产负债率保持在 90% 以上，2011 和 2012 两年的资产负债率更是达到 92% 左右。公司虽然资产负债率较高，但是从结构来看，大部分都是关联方借款，截止 2012 年末关联方向上市公司提供的资金达 72 亿元，占公司负债总额的 36.4%。2012 年公司计提关联方利息 4.73 亿元，按照期初期末算数平均计算，当期关联方资金的实际成本为 7.26%，相当于银行同期贷款基准利率 20%，具有明显的资金成本优势。另外，关联方借款在还款方式和期限方面具有较大的回旋空间，因此较银行贷款的风险低。公司依靠股东借款的方式发展，实际上在获得高杠杆的同时也具有较低的财务风险。

表格 1：公司关联方债权债务关系

关联方	关联关系	关联方向上市公司提供资金		
		期初余额	发生额	期末余额
山东省商业集团有限公司	母公司	4,240,429,279.71	1,529,903,142.34	5,770,332,422.05
山东省空调工程总公司	母公司的全资子公司	666,844,297.16	-549,871,941.19	116,972,355.97
山东银座商城股份有限公司	母公司的控股子公司	427,022,643.80	673,175,479.90	1,100,198,123.70
莱芜银座置业有限公司	其他	4,025,600.96	-3,170,200.00	855,400.96
山东银座久信房地产开发有限公司	其他	313,405,694.78	-253,603,554.36	59,802,140.42
山东世界贸易中心	参股股东	31,682,296.10		31,682,296.10
鲁商集团有限公司	参股股东	26,423,150.80		26,423,150.80
山东省通利商业管理服务中心	参股股东	906,747.84		906,747.84
临沂尚城置业有限公司	参股子公司	33,251,475.05	24,049.95	33,275,525.00
山东富源投资有限公司	其他	59,180,000.00	-1,424,373.10	57,755,626.90
海景（国际）大酒店发展有限公司	其他	14,530,592.05	4,306,749.22	18,837,341.27
合计		5,817,701,778.25	1,399,339,352.76	7,217,041,131.01
关联债权债务形成原因	关联债务主要系向关联方借款			
关联债权债务清偿情况	本期偿还关联方借款 2,596,305,277.78 元			
关联债权债务对公司经营成果及财务状况的影响	本期计提关联方利息 473,378,484.60 元			

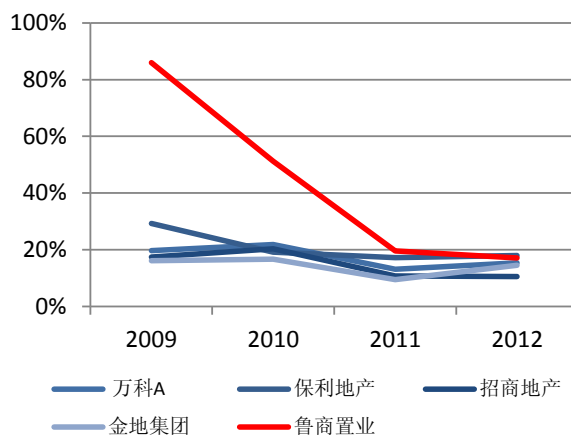
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 1：高杠杆是公司的经营特色



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司 ROE 水平不逊于龙头企业



资料来源：东兴证券研究所

2. 公司部分项目优质，盈利能力强，业绩锁定性高

公司依靠集团的整体优势和超前的眼光，公司获取的部分项目盈利能力很好。以目前在售的鲁商首府为例，2009 年 3 月公司的项目获取地价为 6822 元/平方米，目前的销售价格已经达到 34000 元/平方米（精装修），我们估计毛利率可达 55%；青岛的蓝岸丽舍项目，楼面单价 7018 元/平方米，我们预计高层住宅的开盘销售单价在 20000 元/平方米以上，毛利率为 40%，别墅项目毛利更高。

短期来看，鲁商首府项目将给公司盈利增长带来较大的确定性。截止 2012 年末，鲁商首府项目的预收款项已经达到 20 亿元，如果按照 2012 年该项目结算净利率 25% 计算，锁定 5 亿元的净利润，其中归属于上市公司股东的净利润 4 亿元，已经比公司 2012 年 2.46 亿元的净利润有较大增长。

表格 2：公司部分项目的楼面地价和售价

项目名称	拿地时间	规划建筑面积	单位地价	产品类型	预计售价	地价占比
青岛鲁商·首府项目	2009.03	74.53	6822.50	板楼、高层、超高层	34000	20.07%
济南宁池公馆项目	2010.08	38.54	1098.74	塔楼、多层、高层	7000	15.70%
哈尔滨松江新城项目	2010.11	214.88	2125.55	板楼、小高层、高层	6800	31.26%
青岛蓝岸丽舍（午山村）	2011.01	71.24	7018.09	别墅、小高层、高层	20000	35.09%
菏泽鲁商凤凰城项目	2011.07	62.42	388.28	板楼、高层	4300	9.03%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3、公司项目储备丰富，分布广泛

公司目前有 16 个在建和未建的项目，扣掉临沂龙湾是参股项目，公司有 15 个并表项目。16 个项目总占地面积 400 万平米，总规划面积大于 757 万平方米（其中辽宁

锦州项目规划未确定，不能计算总的建筑面积）。截止到 12 年末，公司剩余未结算的规划建筑面积 655 万方（15 个项目），权益规划建筑面积约 555 万方。

公司的项目主要分布在山东省内，济南、青岛都是公司的战略要地，同时辅以济宁、临沂、菏泽等三线城市。山东省外公司主要在哈尔滨、辽宁、北京和重庆发展。

表格 3：公司项目一览

项目名称	占地面积	容积率	规划建筑面积	权益比例	12 年末剩余未结算面积
鲁商常春藤项目	50.90	1.67	85.00	100%	65.00
鲁商御龙湾项目	28.00	0.50	14.00	100%	10.00
青岛蓝岸国际项目	5.33	3.99	21.26	85%	10.00
一山一墅	18.08	0.43	7.77	100%	3.00
青岛鲁商·首府项目	12.22	6.10	74.53	75%	60.00
国奥城项目	5.06	4.20	21.25	100%	18.00
重庆缙云山项目	11.67	0.50	5.83	50%	5.00
北京蓝岸丽舍项目	32.00	0.60	19.20	100%	9.00
临沂鲁商凤凰城	24.66	1.80	44.39	100%	16.00
济宁南池公馆项目	17.60	2.19	38.54	100%	33.00
辽宁锦州项目	9.92			80%	0.00
哈尔滨松江新城项目	84.60	2.54	214.88	90%	214.88
青岛午山村	46.72	1.53	71.24	75%	71.24
临沂鲁商置业	17.01	3.10	52.72	51%	52.72
菏泽鲁商凤凰城项目	18.92	3.30	62.42	100%	62.42
临沂沂龙湾	17.89	1.36	24.33	40%	24.33
合计	400.56		757.38		655

公司资料：公司公告，东兴证券研究所

4、盈利预测与投资建议：

公司是山东的房地产开发企业龙头，核心竞争力在于股东的资金支持和项目获取能力。公司目前拥有 655 万方的土地储备，其中鲁商首府、鲁商蓝岸丽舍等项目的质量非常优质，构成公司未来利润增长的主要支撑。我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 39.12 亿元、60.08 亿元和 70.17 亿元；归属于上市公司股东净利润分别为 4.53 亿、5.77 亿和 6.84 亿元；基本每股收益分别为 0.45 元、0.57 元和 0.68 元，对应 PE 分别为 8.7、6.8、5.8 倍，维持公司“推荐”评级。

表格 4：公司项目结算表

项目名称	总规划建筑面积	预计结算面积（万平米）		
		2013	2014	2015
鲁商常春藤项目	65.00	5	5	5
鲁商御龙湾项目	10.00	1.5	1.5	1.5
青岛蓝岸国际项目	10.00	5	5	

项目名称	总规划建筑面积	预计结算面积（万平方米）		
		2013	2014	2015
一山一墅	3.00	1	1	1
青岛鲁商·首府项目	60.00	5	7	8
国奥城项目	18.00			3
重庆缙云山项目	5.00	2	3	
北京蓝岸丽舍项目	9.00	3	6	
临沂鲁商凤凰城	16.00	6	10	
济宁南池公馆项目	33.00	5	6	7
辽宁锦州项目				
哈尔滨松江新城项目	214.88		10	15
青岛午山村	71.24			5
临沂鲁商置业	52.72			5
菏泽鲁商凤凰城项目	62.42			5

资料来源：东兴证券研究所

表格 5: 公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元						利润表						单位: 百万元					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E						
流动资产合计						17511	20792	21701	27673	33019	营业收入						2382	3674	3912	6008	7017		
货币资金						1252	2386	2436	1802	2105	营业成本						1735	2574	2472	4062	4743		
应收账款						13	6	214	329	384	营业税金及附加						194	343	430	631	702		
其他应收款						138	256	273	419	489	营业费用						126	173	196	240	246		
预付款项						1597	1227	1845	2860	4046	管理费用						55	91	94	120	140		
存货						14510	16912	16933	22256	25987	财务费用						-3	3	6	34	81		
其他流动资产						0	0	1	6	8	资产减值损失						-26.93	15.36	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计						123	766	690	613	536	公允价值变动收益						0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资						40	49	49	49	49	投资净收益						14.05	9.32	9.00	5.00	0.00		
固定资产						25.79	589.24	519.42	449.43	379.44	营业利润						316	484	723	926	1106		
无形资产						2	70	63	56	49	营业外收入						4.34	1.17	8.00	8.00	8.00		
其他非流动资产						0	0	0	0	0	营业外支出						11.08	9.99	2.00	2.00	2.00		
资产总计						17634	21559	22391	28286	33555	利润总额						310	475	729	932	1112		
流动负债合计						14256	18203	18345	22993	27024	所得税						79	149	182	233	278		
短期借款						771	179	0	1290	2406	净利润						230	326	547	699	834		
应付账款						1934	2811	2032	3338	3898	少数股东损益						-4	80	94	122	150		
预收款项						4488	5531	6705	8507	10612	归属母公司净利润						235	247	453	577	684		
一年内到期的非流动负债						717	957	661	911	1161	EBITDA						321	570	806	1037	1264		
非流动负债合计						1975	1624	1831	2460	2960	BPS (元)						0.23	0.25	0.45	0.58	0.68		
长期借款						1673	1323	1823	2323	2823	主要财务比率						2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
应付债券						0	0	0	0	0													
负债合计						16231	19827	20176	25453	29984	成长能力												
少数股东权益						88	169	263	385	535	营业收入增长						-21.09%	54.25%	6.48%	53.59%	16.79%		
实收资本 (或股本)						1001	1001	1001	1001	1001	营业利润增长						-48.32%	53.02%	49.33%	28.06%	19.46%		
资本公积						319	319	319	319	319	归属于母公司净利润增长						83.55%	27.43%	83.55%	27.43%	18.57%		
未分配利润						-105	142	386	698	1067	获利能力												
归属母公司股东权益合计						1316	1562	1952	2448	3036	毛利率 (%)						0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
负债和所有者权益						17634	21559	22391	28286	33555	净利率 (%)						9.67%	8.88%	13.97%	11.63%	11.88%		
现金流量表						单位: 百万元					总资产净利润 (%)						1.33%	1.14%	2.02%	2.04%	2.04%		
											ROE (%)						17.83%	15.79%	23.19%	23.57%	22.53%		
经营活动现金流						-3634	104	381	-2563	-1387	偿债能力												
净利润						230	326	547	699	834	资产负债率 (%)						92%	92%	90%	90%	、		
折旧摊销						7.34	82.95	0.00	77.03	77.03	流动比率						1.23	1.14	1.18	1.20	1.22		
财务费用						-3	3	6	34	81	速动比率						0.21	0.21	0.26	0.24	0.26		
应收账款减少						0	0	-209	-115	-55	营运能力												
预收帐款增加						0	0	1174	1802	2105	总资产周转率						0.17	0.19	0.18	0.24	0.23		
投资活动现金流						-19	-193	9	5	0	应收账款周转率						76	387	36	22	20		
公允价值变动收益						0	0	0	0	0	应付账款周转率						1.76	1.55	1.62	2.24	1.94		
长期股权投资减少						0	0	0	0	0	每股指标 (元)												
投资收益						14	9	9	5	0	每股收益 (最新摊薄)						0.23	0.25	0.45	0.58	0.68		
筹资活动现金流						3449	261	-340	1924	1690	每股净现金流 (最新摊薄)						-0.20	0.17	0.05	-0.63	0.30		
应付债券增加						0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)						1.31	1.56	1.95	2.45	3.03		
长期借款增加						0	0	500	500	500	估值比率												
普通股增加						0	0	0	0	0	P/E						17.09	15.72	8.69	6.82	5.75		
资本公积增加						0	0	0	0	0	P/B						2.99	2.52	2.02	1.61	1.30		
现金净增加额						-204	172	50	-633	303	EV/EBITDA						18.22	7.03	4.94	6.42	6.50		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。