



利润大幅增长，业绩如期释放

——鲁商置业（600223）2013年半年报点评

2013年08月18日

推荐/维持

鲁商置业

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmg@dxzq.net.cn 010-66554031	
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn 010-66554029	

事件:

公司日前发布2013年中报。报告期内，公司实现营业收入8.24亿元，同比增长120.66%；归属于上市公司股东净利润0.36亿元，同比增长48.34%；基本每股收益0.036元，同比增长48.36%。

公司单季度财务指标

指标	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	194.71	178.97	325.33	2974.81	369.30	455.28
增长率（%）	27.85%	-4.50%	-17.08%	80.33%	89.66%	154.39%
毛利率（%）	29.61%	40.09%	36.69%	28.60%	27.07%	28.94%
期间费用率（%）	8.98%	27.46%	17.33%	4.83%	11.53%	15.82%
营业利润率（%）	12.99%	3.29%	11.43%	13.97%	7.98%	5.23%
净利润（百万元）	15.78	4.01	21.26	285.30	17.55	24.10
增长率（%）	8.15%	-59.29%	-29.82%	62.41%	11.24%	500.29%
每股盈利（季度，元）	0.017	0.007	0.026	0.196	0.019	0.018
资产负债率（%）	92.08%	92.48%	92.86%	91.97%	92.57%	92.91%
净资产收益率（%）	1.11%	0.28%	1.47%	16.48%	1.00%	1.36%
总资产收益率（%）	0.09%	0.02%	0.10%	1.32%	0.07%	0.10%

观点:

- **房地产销售增长明显。**上半年面对较好的市场形势，公司认真分析，周密部署，抢抓机遇，千方百计提升销售业绩。特别是二季度以来，公司全面提前销售节点，15个销售节点中的6个节点都进行了提前，各项目也根据自身实际，锐意营销创新，取得了较大的销售增幅。公司上半年实现合同销售额35.65亿元，同比增长54.33%。其中青岛鲁商首府、济宁南池公馆、哈尔滨松江新城等项目为公司销售额做了主要贡献。

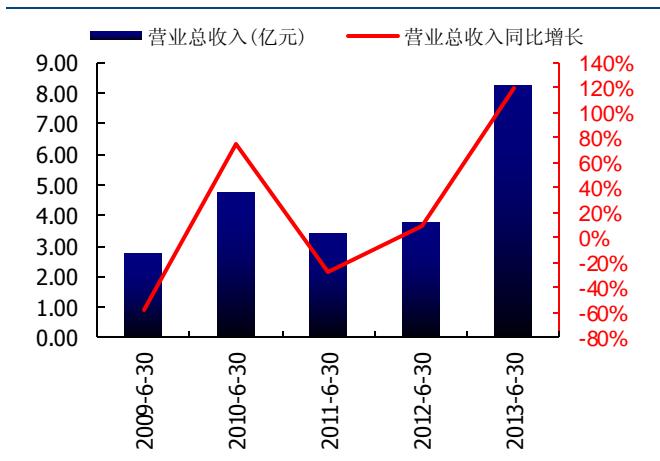
表 1 主营业务构成情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入 比上年增 减(%)	营业成本 比上年增 减(%)	毛利率比上年增 减(%)
房地产销售	759,352,707.39	555,269,331.58	26.88	124.01	155.57	减少 9.03 个百分点
物业管理	28,997,368.90	22,269,837.77	23.2	27.64	13.88	增加 9.28 个百分点
酒店	19,173,109.18	4,973,950.20	74.06			

资料来源: 东兴证券研究所

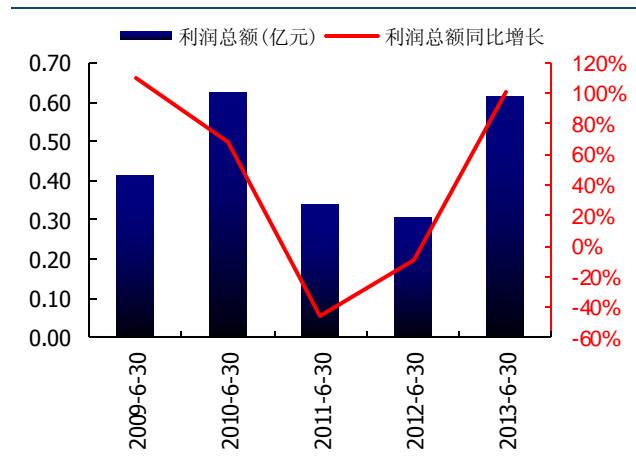
- **公司毛利率下降, 但优质项目毛利率提升。**报告期内, 公司实现毛利率28.1%, 较2012年同期下降6.53个百分点。其中, 房地产销售业务毛利率为26.88%, 较2012年同期下降9.03个百分点, 是公司毛利率下降的主因。公司的鲁商首府项目虽然结算量不大, 但是净利润率高达32%, 该项目期末预收款项达到28亿元, 将为公司业绩增长奠定坚实基础。
- **结算收入大幅增长, 资产周转速度加快。**报告期内公司实现营业收入8.24亿元, 同比增长120.66%。我们认为, 公司结算收入大幅增长, 是公司整体经营效率提升的表现的积极信号。公司上半年新开工面积51.53万平米, 同比增长42.11%, 表明公司正加大项目开发力度, 周转速度有望提升。
- **公司期末资产负债率略提高, 但实质风险降低。**公司期末资产负债率为92.91%, 较2012年末提高约1个百分点, 扣掉预收款项的真实资产负债率为62.58%, 较2012年末下降3.7个百分点。其中关联方向上市公司提供的资金期末余额为93.44亿元, 较2013年期初增加21.26亿元; 期内计提关联方利息2.99亿元, 可以估计关联方借款的利率约为7.2%。大量价格低廉的关联方借款保证公司快速发展。

图 1: 营业收入情况

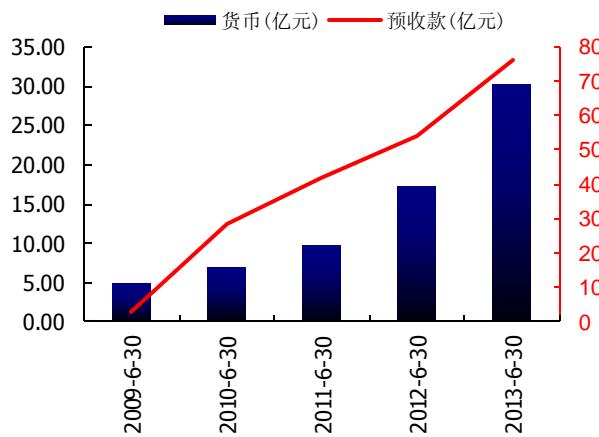


资料来源: 公司公告, 东兴证券

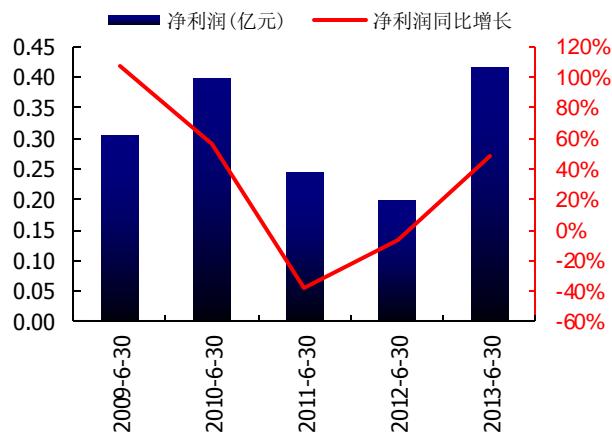
图 2: 利润总额情况



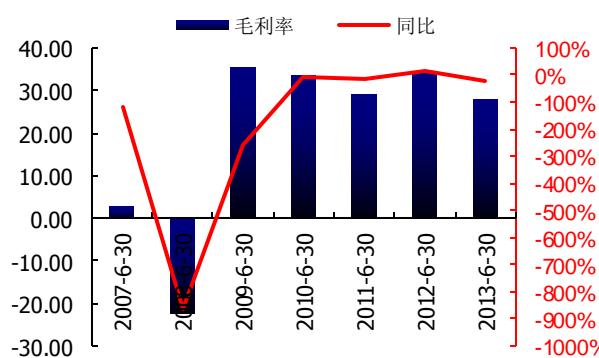
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 货币和预收款情况


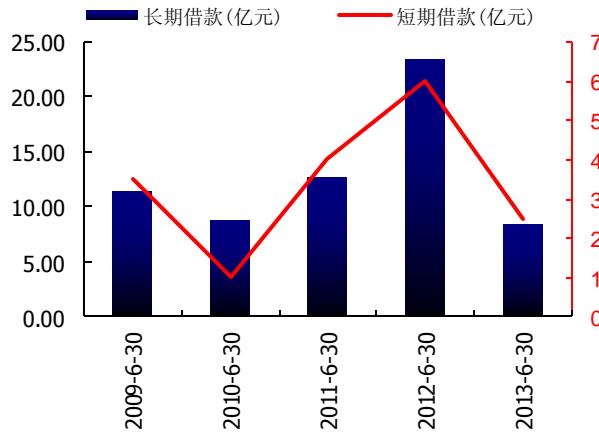
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 4: 净利润情况


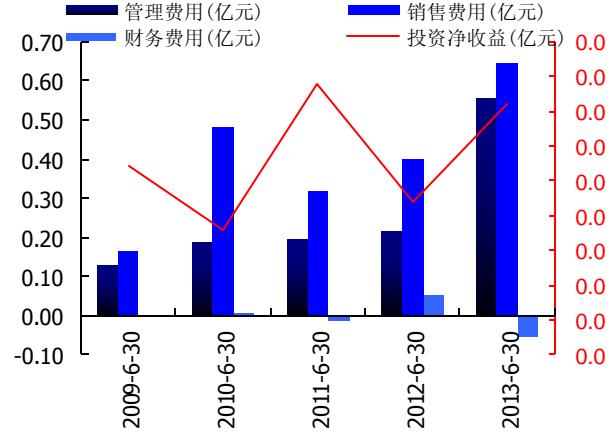
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 5: 销售毛利率情况


资料来源: 公司公告、东兴证券整理

图 7: 贷款情况


资料来源: 公司公告、东兴证券整理

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源: 公司公告、东兴证券

结论:

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8.9、7.9、5.9倍，维持公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	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	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								
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E			
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	83.55%	27.43%	83.55%	27.43%	18.57%			
未分配利润	-105	142	386	698	1067	盈利能力								
归属母公司股东权	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	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 (%)				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E					1.33%	1.14%	2.02%	2.04%	2.04%
经营活动现金流	-3634	104	381	-2563	-1387	偿债能力				17.83%	15.79%	23.19%	23.57%	22.53%
净利润	230	326	547	699	834	资产负债率 (%)	92%	92%	90%	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)	-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	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	17.48	16.08	8.89	6.98	5.88			
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.06	2.58	2.06	1.64	1.33			
现金净增加额	-204	172	50	-633	303	EV/EBITDA	18.50	7.18	5.05	6.50	6.57			

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。

联系人简介

李东

就职于中华联合保险控股股份有限公司资产管理中心，在此报告工作中提供了贡献。

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。