



东兴证券
DONGXING SECURITIES

山东省龙头 稳健发展

——鲁商置业（600223）年报点评

2014年03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 年年报。报告期内，公司实现营业收入 52.93 亿元，同比增长 44.07%；实现利润总额 5.47 亿元，同比增长 15.16%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.64 亿元，同比增长 7.07%。基本每股收益 0.26 元，同比增长 4%。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 272.99 亿元，净资产 18.26 亿元，分别比 2012 年底增长 26.63%和 16.90%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	178.97	325.33	2974.81	369.3	455.28	1075.05	3393.41
增长率（%）	-4.50%	-17.08%	80.33%	89.66%	154.39%	230.45%	14.07%
毛利率（%）	40.09%	36.69%	28.60%	27.07%	28.94%	35.11%	26.06%
期间费用率（%）	27.46%	17.33%	4.83%	11.53%	15.82%	8.50%	3.33%
营业利润率（%）	3.29%	11.43%	13.97%	7.98%	5.23%	13.33%	10.22%
净利润（百万元）	4.01	21.26	285.30	17.55	24.10	98.68	225.38
增长率（%）	-59.29%	-29.82%	62.41%	11.24%	500.29%	364.17%	-21.00%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.03	0.20	0.02	0.02	0.06	0.16
资产负债率（%）	92.48%	92.86%	91.97%	92.57%	92.91%	92.94%	92.58%
净资产收益率（%）	0.28%	1.47%	16.48%	1.00%	1.36%	5.27%	11.13%
总资产收益率（%）	0.02%	0.10%	1.32%	0.07%	0.10%	0.37%	0.83%

观点：

- **报告期内公司销售符合预期。**报告期内公司销售金额91亿元，同比增长20%，顺利完成年初90亿元的销售目标。公司2014年计划销售金额维持20%的增长。
- **营业收入大幅增长。**2013年公司营业收入较2012年增加16.19亿元，增幅44.07%，公司营业收入增加的主要原因是：本年哈尔滨松江新城项目实现首次交房结转收入，同时青岛鲁商首府项目、临沂鲁商凤凰城项目交房收入相比去年增加较多，三个项目共计影响收入增加14.66亿元。
- **毛利率小幅下降。**报告期内公司实现毛利率为28.21%，同比下降1.72个百分点。营业税金及附加率同比

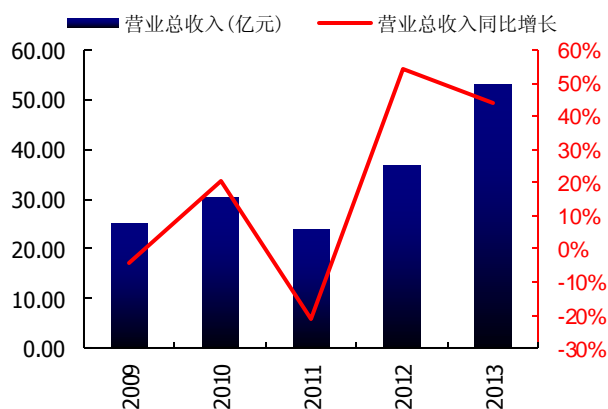
提高2.03个百分点至11.36%;销售费用率,管理费用率和财务费用率分别占比为3.79%、2.29%和-0.05%,同比分别下降0.91、0.18和0.14个百分点。期内少数股东损益占利润总额比例继续上升至27.8%。毛利率下降,税金和少数股东损益占比提高是公司净利润率下降的主因。

- **杠杆运用充足。**期末公司资产负债率为92.58%,较上年提高0.62个百分点;扣掉预收款项的真实资产负债率为66.95%,较上年提高0.64个百分点。虽然公司资产负债率继续提高并处于很高水平,由于其大部分是大股东对公司的借款,实际偿付要求低,因此我们认为公司财务风险仍然可控。同时,由于高杠杆的存在,公司业绩弹性较大。期末公司预收款项为69.97亿元,业绩锁定性良好。
- **开拓新城市,关注新区域。**报告期内,公司加大了新项目的拓展力度,对省内多个项目进行考察,重点考察了济南、青岛、临沂、泰安等城市,为公司未来开发经营提供充分的土地保障。公司于2014年1月和2月分别获取了临沂项目和青岛项目,增加地上规划建筑面积56万平方米,总地价款4.7亿元,平均地价846元/平方米。公司土地储备力度加大为未来持续快速发展奠定良好基础。

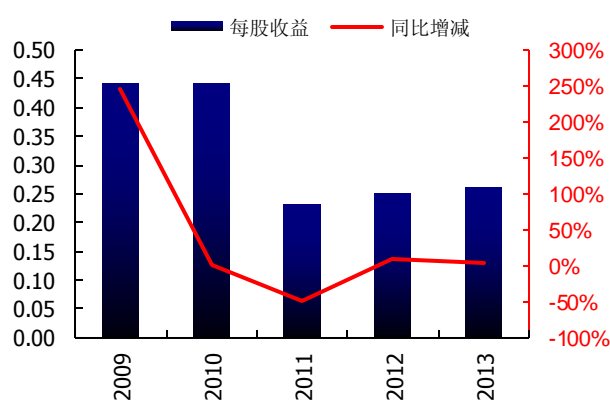
表1: 公司主营业务收入结构表

分行业	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
房地产销售	513963.17	371501.10	27.72	42.97	47.45	减少 2.19 个百分点
物业管理	6325.75	5296.72	16.27	33.39	36.54	减少 1.93 个百分点

资料来源: 公司公告, 东兴证券

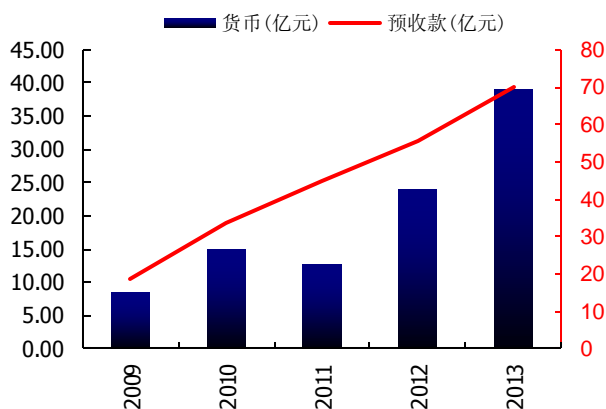
图 1: 营业收入情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 每股收益情况


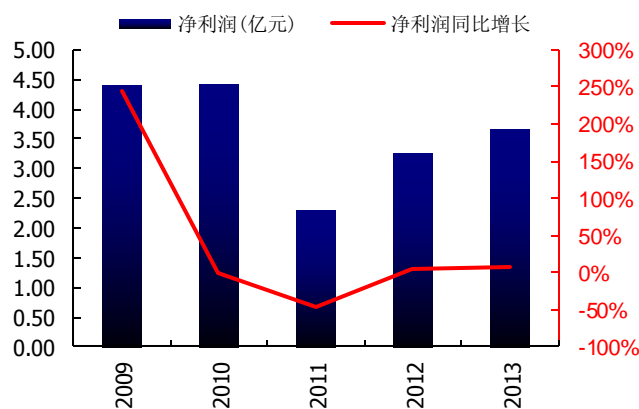
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 货币和预收款情况



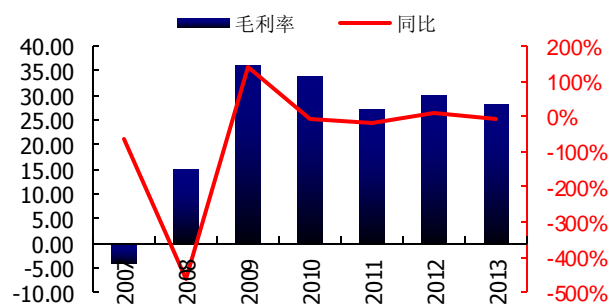
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 净利润情况



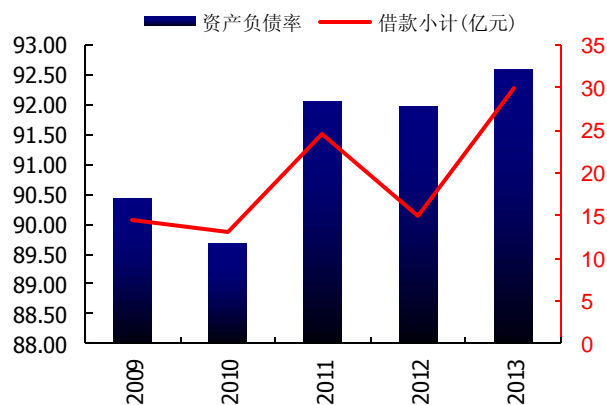
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



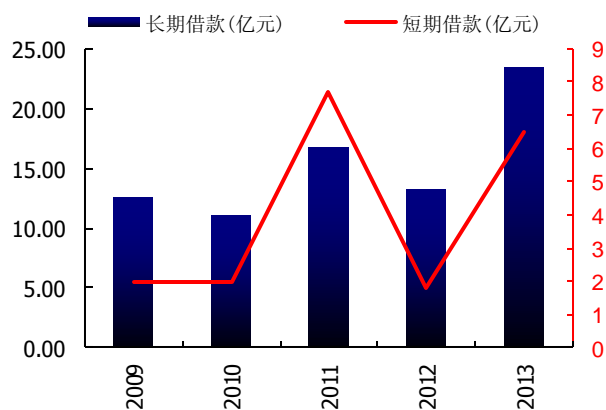
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



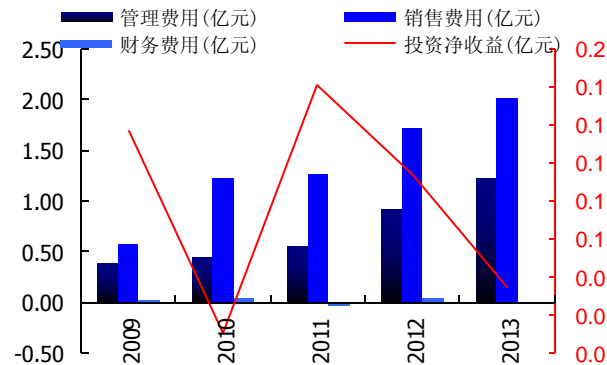
资料来源: 公司公告, 东兴证券

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，核心竞争力在于集团整体强大的资金和资源实力。公司项目储备丰富，未来还将继续加强在山东省内的竞争力。我们预计公司2014年销售仍然可以保持稳健增长，未来2年可以继续保持20%的增速。我们预计公司2014-2016年的营业收入分别为53.66亿元、74.16亿元和90.78亿元；归属于上市公司股东净利润分别为3.15亿，5.14亿和6.78亿元；基本每股收益分别为0.31元、0.51元和0.68元，对应PE分别为12.3、7.53、5.71倍。维持公司“推荐”评级。

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			
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	20792	26511	30507	35407	44087	营业收入	3674	5293	5366	7416	9078
货币资金	2386	3886	1610	2225	2723	营业成本	2574	3800	3756	5191	6355
应收账款	6	246	294	406	497	营业税金及附加	343	601	590	779	908
其他应收款	256	389	395	545	668	营业费用	173	201	268	297	318
预付款项	1227	1543	2482	3779	5368	管理费用	91	121	129	148	182
存货	16912	20442	25727	28445	34821	财务费用	3	-3	92	164	218
其他流动资产	0	0	0	5	9	资产减值损失	15.36	33.19	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	766	788	682	607	532	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	49	53	53	53	53	投资净收益	9.32	3.46	9.00	5.00	0.00
固定资产	589.24	572.98	505.29	437.20	369.11	营业利润	484	543	539	843	1098
无形资产	70	69	62	55	48	营业外收入	1.17	13.32	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	9.99	9.30	2.00	2.00	2.00
资产总计	21559	27299	31189	36013	44619	利润总额	475	547	545	849	1104
流动负债合计	18203	22633	25951	29582	36955	所得税	149	182	136	212	276
短期借款	179	650	4300	4277	7720	净利润	326	366	409	636	828
应付账款	2811	2979	3087	4267	5223	少数股东损益	80	102	94	122	150
预收款项	5531	6997	8607	10832	13555	归属母公司净利润	247	264	315	514	678
一年内到期的非流	957	779	1170	1420	1670	EBITDA	570	639	706	1081	1391
非流动负债合计	1624	2642	2849	3477	3977	BPS（元）	0.25	0.26	0.31	0.51	0.68
长期借款	1323	2340	2840	3340	3840	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	19827	25275	28800	33059	40932	成长能力					
少数股东权益	169	198	292	414	564	营业收入增长	54.25%	44.07%	1.38%	38.21%	22.41%
实收资本(或股本)	1001	1001	1001	1001	1001	营业利润增长	53.02%	12.25%	-0.74%	56.23%	30.35%
资本公积	319	319	319	319	319	归属于母公司净利润	19.31%	63.31%	19.31%	63.31%	31.84%
未分配利润	142	406	576	854	1220	获利能力					
归属母公司股东权	1562	1826	2097	2540	3123	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	21559	27299	31189	36013	44619	净利率(%)	8.88%	6.91%	7.62%	8.58%	9.12%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	1.14%	0.97%	1.01%	1.43%	1.52%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	15.79%	14.46%	15.02%	20.26%	21.72%
经营活动现金流	104	-1088	-6322	118	-3381	偿债能力					
净利润	326	366	409	636	828	资产负债率(%)	92%	93%	92%	92%	92%
折旧摊销	82.95	97.92	0.00	74.97	74.97	流动比率	1.14	1.17	1.18	1.20	1.19
财务费用	3	-3	92	164	218	速动比率	0.21	0.27	0.18	0.24	0.25
应收账款减少	0	0	-48	-112	-91	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1610	2225	2723	总资产周转率	0.19	0.22	0.18	0.22	0.23
投资活动现金流	-193	-14	9	5	0	应收账款周转率	387	42	20	21	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.55	1.83	1.77	2.02	1.91
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	9	3	9	5	0	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.26	0.31	0.51	0.68
筹资活动现金流	261	3021	4037	492	3879	每股净现金流(最新	0.17	1.92	-2.27	0.61	0.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.56	1.82	2.10	2.54	3.12
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	15.48	14.88	12.30	7.53	5.71
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.48	2.12	1.85	1.53	1.24
现金净增加额	172	1919	-2276	615	499	EV/EBITDA	6.92	5.88	14.97	9.88	10.34

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）。2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

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。获得 2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

联系人简介

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法律责任。

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。