

**地产—开发商**
**调整预测**

2010年3月1日

**A**
**持有**

600223.SS - 人民币 10.91

目标价格: 人民币 11.68

**田世欣**

+8621 6860 4866 (8519)

shixin.tian@bocgroup.com

**股价相对指数表现**


资料来源：彭博及中银国际研究

**股价表现**

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(12)	15	(13)	156
相对新华富时A50指数(%)	(1)	16	(5)	113

资料来源：彭博及中银国际研究

**重要数据**

发行股数 (百万)	1,001
流通股 (%)	21
流通股市值 (人民币 百万)	2,267
3个月日均交易额 (人民币 百万)	58
10年末净负债比率 (%)	45
10年末每股评估净资产值(人民币)	10.66
主要股东(%)	
山东商业集团	52.62

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

# 鲁商置业

## 年报业绩符合预期

鲁商置业09年实现营业收入25亿元，房地产收入同比增长39.9%，实现净利润4.39亿元，每股收益0.44元，符合预期。我们下调2010的盈利预测7%至0.76元，但维持2011年盈利预测。由于公司负债率偏高，我们仍然维持**持有**评级。

### 支撑评级的要点

- 2009年，山东鲁商置业和09年年末收购的临沂鲁商地产的净利润贡献分别为2.66亿元和0.94亿元，占净利润的比重分别达到60.5%和21.3%。
- 我们估计的鲁商置业剩余可结算资源约为405万平米，权益可结算资源约为330万平米，其中山东区域占比93%，土地成本较为低廉。
- 公司年末预售帐款18.7亿元，对我们预测的锁定率约为38.5%，属于行业中等水平；由于山东市场涨幅合理，2010年销售增长仍然值得期待。

### 评级面临的主要风险

- 负债率偏高，顺义项目的诉讼风险；宏观经济和政策波动。

### 估值

- 我们下调了公司2010的盈利预测7%至0.76元，但维持对2011年的盈利预测。鲁商置业是山东省具备较好竞争力的国有地产公司，但考虑到依然偏高的负债率情况，我们维持公司的**持有**评级和11.68元的目标价格不变。

### 图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	2,611	2,500	4,868	5,467	6,019
变动(%)	-	(4)	95	12	10
净利润 (人民币 百万)	(348)	440	764	1,074	1,148
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.348)	0.440	0.763	1.073	1.147
变动(%)	-	(226.6)	73.6	40.5	6.9
原来预测每股收益 (人民币)	-	-	0.824	1.077	-
调整幅度(%)	-	-	(7.3)	(0.4)	N/A
市盈率(倍)	N/M	24.8	14.3	10.2	9.5
每股现金流量 (人民币)	(0.51)	0.05	0.86	0.77	1.32
价格/每股现金流量 (倍)	(21.4)	225.7	12.8	14.1	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.9	19.9	10.2	7.2	6.2
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.061	0.086	0.092
股息率(%)	0.0	0.0	0.6	0.8	0.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO> , firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 ([www.bocresearch.com](http://www.bocresearch.com)) 上获取  
 买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 年报业绩符合预期

鲁商置业 2009 年实现营业收入 25 亿元，其中房地产收入与上年同期相比，增长 39.94%。2009 年实现净利润 4.39 亿元，每股收益 0.44 元，小幅低于我们原先预期约 4%，完成了公司重大资产重组时的利润承诺。09 年公司营业利润率为 36.1%，在同行业中处于中等水平，但其期间费用率仅为 3.8%，在同行业中明显偏低，显示公司在山东区域的房地产业务费用控制能力较强。

2009 年，为公司提供利润贡献的主要子公司为山东鲁商置业、临沂鲁商地产和泰安银座房地产三家公司。结算项目包括：鲁商广场、国奥城、临沂凤凰城、泰安银座城市广场、青岛四季景园二期、动感世代等，其中山东鲁商置业和去年年末以 1.83 亿元收购的临沂鲁商地产的净利润贡献分别为 2.66 亿元和 0.94 亿元，占净利润的比重分别达到 60.5% 和 21.3%。

## 可结储备资源约 405 万平米

2009 年末公司在建项目有鲁商常春藤项目、鲁商蓝岸国际项目、动感世代、一山一墅、临沂凤凰城、青岛燕儿岛项目、东营银座城市广场、国奥城项目、鲁商云山原筑、鲁商泉城中心项目和北京蓝岸丽舍项目等 13 个个项目，全年新开工面积 54 万平米、完工面积 57 万平米。由于公司并未公布各个项目的剩余未结算面积，中银国际估计的鲁商置业剩余可结算资源约为 405 万平米，权益可结算资源约为 330 万平米。目前权益未结算资源中，山东的济南、青岛、临沂和东营分别占到 38.0%、28.9%、22.5% 和 5.7%，北京和重庆分别占 5.7% 和 1.3%。

图表 2. 鲁商置业土地储备情况

在建项目	地点	股权比例(%)	估计未结算面积(万平米)	占比(%)	估计权益未结面积(万平米)	占比(%)
沂龙湾	临沂	40	788,240	19.45	315,296	9.55
动感世代项目	青岛	100	140,746	3.47	140,746	4.26
一山一墅项目	青岛	100	95,903	2.37	95,903	2.91
蓝岸丽舍	北京	100	187,000	4.61	187,000	5.66
常春藤项目	济南	100	790,065	19.50	790,065	23.93
常春藤御龙湾	济南	100	160,000	3.95	160,000	4.85
国奥城项目	济南	100	180,200	4.45	180,200	5.46
鲁商蓝岸国际(西海岸)	青岛	85	186,760	4.61	158,746	4.81
缙云山项目	重庆	50	84,742	2.09	42,371	1.28
东营银座城市广场项目	东营	85	141,726	3.50	120,467	3.65
青岛燕儿岛片区旧改一期	青岛	75	198,000	4.89	148,500	4.50
青岛燕儿岛片区旧改后期	青岛	75	547,318	13.51	410,489	12.43
鲁商广场(全民健身项目)	济南	100	124,000	3.06	124,000	3.76
临沂凤凰城	临沂	100	427,415	10.55	427,415	12.95
合计			4,052,115	100	3,301,197	100

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 资产负债率偏高

公司全年经营性现金流为 0.05 元 , 较前三季度每股经营性净现金流-0.38 元大幅改善。主要原因是公司大量楼盘销售集中在四季度 , 其中鲁商广场 9 月 15 日开盘 , 御龙湾别墅项目 9 月 18 日开盘 , 四季度销售回笼资金达到 2 亿多。

年末公司资产负债率和负债率分别为 90.4% 和 165.6% , 较三季度末亦有一定的改善 , 但仍然处于高风险位置。在公司的银行借款中 , 短期借款 17.8 亿元 , 占到全部借款的 36% , 而货币资金仅为 8.3 亿元 , 短期偿债风险偏高。

当然公司的国有企业背景使其银行贷款较为顺畅 , 关联方的支持也是公司的财务状况的一个支撑 , 09 年年末关联方为公司提供了低息或无息资金 4.75 亿元。

2009 年 11 月 , 鲁商置业公布了定向增发 1.3 亿股募集资金 13 亿元的融资方案 , 募集资金投向为青岛燕儿岛项目 , 如果增发成功 2010 年公司资产负债率将能成功下降至 70% 以下 , 净负债率也会出现大幅回落 , 因此 2010 年公司能否顺利再融资 , 将是其能否实现如预期的快速拓展和项目按时开发结算的主要关注点。

公司实现合同销售额 40 亿元 , 按照我们对公司 2010 年实现约 54 亿销售、土地储备拓展资金约 23 亿元、并且不能进行的预测假设前提 , 我们预计 2010 年末公司的负债情况将有一定的改善 , 资产负债率和净负债率预计分别下降至 84.4% 和 70.8% 。

## 山东市场销售前景较好

公司实现合同销售额 40 亿元。年末预收帐款 18.7 亿元 , 主要来自蓝岸丽舍、西海岸、鲁商广场、常春藤、御龙湾、凤凰城等项目。公司年末预收帐款锁定了我们对 2010 年房地产销售收入预测的 38.5% , 在房地产公司中属于中等略偏低水平。

2010 年 , 除了上述多个在售项目还将继续销售或有新盘加推外 , 燕儿岛项目的 5 万平米回迁房预计可完成交付 , 2011 年起燕儿岛的商品房部分陆续开始产生回报 , 并将对 2011 年起的利润率和利润增长做出重要贡献。同时公司主要布局的山东地区经济发达 , 但商品房销售价格涨幅偏低 , 房价收入比 2008 年仅为 5.5 倍 , 低于全国 7.1 倍的平均水平。合理的房价水平和大量潜在需求将为山东房地产市场带来明朗的发展空间 , 而不像一线城市和部分过热的二线城市可能面临调整压力 , 因此公司 2010 年的销售前景值得期待。

## 揭示一笔或有风险

公司年报披露了近期一项诉讼事宜，鲁商置业和北京京顺房地产公司就 2005 年签订的顺义九王庄别墅的土地转让合同出现纠纷，目前案件尚未开庭审理。由于九王庄蓝岸丽舍别墅是 2010 年利润结算的重要项目，该件合同纠纷的诉讼审理周期和结果，可能对公司明年的业绩产生影响。

## 小幅调整盈利预测

我们将公司 2010 的盈利预测从 0.82 元下调至 0.76 元，调整幅度为 7.3%，但维持对 2011 年的盈利预测，2011 年和 2012 年，由于青岛燕儿岛项目的高毛利率和业绩贡献，公司的净利润率将从 2010 年的 15.7% 上升到 19-20%。鲁商置业是山东省具备较好竞争力的国有地产公司，公司项目资源较为丰富，在山东区域具有良好的影响力和资源获取能力，但考虑到依然偏高的负债率情况，我们维持公司的持有评级和 11.68 元的目标价格不变。

### 图表 3.09 年业绩摘要

(人民币百万)	2008 年	2009 年	同比增长 %
营业收入	2,611	2,500	(4)
营业成本	(2,221)	(1,596)	(28)
营业税	(94)	(234)	148
毛利润	295	670	127
其他收入	(88)	2	(102)
销售费用	(39)	(57)	45
管理费用	(178)	(38)	(79)
经营利润	(10)	577	(5,822)
投资收益	71	12	(84)
财务成本	(260)	(1)	(100)
营业外收支	(6)	(2)	(58)
税前利润	(205)	586	(386)
所得税金	(109)	(146)	33
少数股东权益	16	(1)	(104)
净利润	(297)	439	(248)
主要比率(%)			
毛利率	11	27	
经营利润率	0	23	
净利率	(11)	18	

资料来源：公司数据

### 损益表 (人民币百万)

年结日 : 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	2,611	2,500	4,868	5,467	6,019
销售成本	(2,316)	(1,830)	(3,532)	(3,628)	(4,005)
经营费用	29	(89)	(194)	(201)	(221)
<b>息税折旧前利润</b>	324	581	1,143	1,638	1,792
折旧及摊销	(246)	(5)	(1)	(1)	(1)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	78	576	1,142	1,637	1,791
净利润收入/(费用)	(285)	0	(8)	(9)	(7)
其他收益/(损失)	(47)	11	0	0	0
<b>税前利润</b>	(255)	587	1,134	1,627	1,784
所得税	(109)	(146)	(283)	(407)	(446)
少数股东权益	16	(1)	(86)	(147)	(190)
<b>净利润</b>	(348)	440	764	1,074	1,148
<b>核心净利润</b>	(260)	439	764	1,074	1,148
每股收益(人民币)	(0.348)	0.440	0.763	1.073	1.147
核心每股收益(人民币)	(0.260)	0.439	0.763	1.073	1.147
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.061	0.086	0.092
收入增长(%)	n.a.	(4)	95	12	10
息税前利润增长(%)	n.a.	640	98	43	9
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	79	97	43	9
每股收益增长(%)	n.a.	(227)	74	40	7
核心每股收益增长(%)	n.a.	(269)	74	40	7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 现金流量表 (人民币百万)

年结日 : 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(255)	587	1,134	1,627	1,784
折旧与摊销	246	5	1	1	1
净利润息费用	285	0	8	9	7
运营资本变动	(634)	(382)	(283)	(864)	(468)
税金	(109)	(146)	(283)	(407)	(446)
其他经营现金流	(43)	(16)	280	407	446
<b>经营活动产生的现金流</b>	(509)	48	856	774	1,324
购买固定资产净值	(55)	(3)	3	3	5
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(6)	(183)	(420)	(299)	(234)
<b>投资活动产生的现金流</b>	(61)	(186)	(417)	(296)	(229)
净增权益	390	13	0	0	0
净增债务	679	(79)	402	3	64
支付股息	(144)	(189)	(61)	(86)	(92)
其他融资现金流	0	294	(420)	(299)	(234)
<b>融资活动产生的现金流</b>	925	38	(79)	(383)	(262)
现金变动	355	(100)	360	95	834
期初现金	38	823	831	1,192	1,287
公司自由现金流	(570)	(138)	439	478	1,095
权益自由现金流	109	(216)	841	481	1,159

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 资产负债表 (人民币百万)

年结日 : 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	823	831	1,192	1,287	2,121
应收帐款	73	548	243	273	301
库存	3,632	4,941	7,059	8,474	9,631
其他流动资产	185	834	904	605	502
<b>流动资产总计</b>	4,712	7,155	9,398	10,639	12,554
固定资产	40	8	8	6	5
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	53	73	79	85	90
<b>长期资产总计</b>	93	81	87	91	95
<b>总资产</b>	4,805	7,236	9,485	10,731	12,649
应付帐款	2,072	2,161	3,193	3,176	3,513
短期债务	200	200	602	605	669
其他流动负债	793	2,621	2,957	3,094	3,381
<b>流动负债总计</b>	3,065	4,982	6,753	6,875	7,563
长期借款	1,278	1,257	1,257	1,257	1,257
其他长期负债	4	304	0	0	0
股本	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
储备	(619)	(361)	342	1,330	2,386
<b>股东权益</b>	382	640	1,343	2,331	3,387
少数股东权益	76	53	132	267	442
<b>总负债及权益</b>	4,805	7,236	9,485	10,731	12,649
每股帐面价值(人民币)	0.38	0.64	1.34	2.33	3.38
每股有形资产(人民币)	0.38	0.64	1.34	2.33	3.38
每股净负债(现金)	0.65	0.63	0.67	0.57	(0.19)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 主要比率

年结日 : 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	12.4	23.2	23.5	30.0	29.8
息税前利润率	3.0	23.0	23.5	29.9	29.8
税前利润率	(9.8)	23.5	23.3	29.8	29.6
净利率	(13.3)	17.6	15.7	19.6	19.1
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5	1.7
利息覆盖倍数	0.3	n.a.	101.1	132.3	142.3
净权益负债率(%)	143.0	90.3	45.3	22.1	净现金
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	N/M	24.8	14.3	10.2	9.5
核心业务市盈率	N/M	24.9	14.3	10.2	9.5
目标价对应核心业务市盈率	N/M	27.0	15.5	11.1	10.3
市净率	28.6	17.1	8.1	4.7	3.2
价格/现金流	(21.4)	225.7	12.8	14.1	8.2
企业价值/息税折旧前利润	35.9	19.9	10.2	7.2	6.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	572.5	854.8	620.1	781.3	824.9
应收帐款周转天数	10.2	45.3	29.7	17.3	17.4
应付帐款周转天数	289.7	309.0	200.7	212.6	202.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	n.a.	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	(91.0)	86.1	77.1	58.4	40.2
资产收益率	1.6	7.2	10.2	12.1	11.5
已运用资本收益率	4.1	28.2	41.8	42.1	35.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测