

华泰联合证券
2010-07-09华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

房地产业/房地产开发与经营

公司研究 / 深度研究

鲁商置业 (600223)

鲲鹏展翅当有时

增持/首次评级

股价 : RMB7.51

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162
+755-82492232 yujinhua@lhzq.com

联系人

周雅婷

0755-82125148 zhouyt@lhzq.com

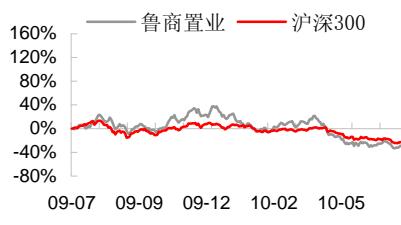
- 公司 08 年借壳上市。所在优势市场山东省 08 年国内生产总值为 3.1 万亿，列全国第二位，而城市化率水平 08 年为 47.6%，仅略高于全国 45.7% 的平均水平。我们认为山东省经济实力与其城市化水平的倒挂预示当地房地产面临重估机遇。历史来看，公司主要项目所在的济南和青岛市场在经历调控的历史年份成交量保持稳定，显示投机性需求并非主流。
- 公司在济南的鲁商广场和国奥城项目与政府市政项目及城市发展重心迁移保持一致，在青岛凭借集团在山东本地的资源优势成功拿下燕儿岛项目体现出良好的政府公关能力。大股东山东商业集团在本地的资源获取优势，以及与银座商城合作进行城市综合体带来的溢价空间，将成为公司未来在本地实现持续扩张发展的重要保障。
- 公司在产品开发上已经形成系统化全业态发展，三大产品系列分别覆盖了别墅、高中低端高层住宅以及商业综合体等业态，且公司在每个产品系列都已经具备一定的项目开发经验，具备了异地复制和高效开发的能力，未来在二、三线市场空间打开的情况下，公司这种定位二三线城市发展，且具备全业态产品系列优势的企业，将会在外延增长上显现出更强的资源获取和快速扩张能力。
- 上半年所推楼盘中，北京的蓝岸丽舍及重庆的云山原筑均为调控新政出台前所推，受益于新政前市场较热，该两个楼盘销售不俗，目前分别已销售 4 个亿及 6000 多万元。新政之后，公司所推的楼盘主要处于山东境内。而山东省内楼市受调控影响并无北京市场之大。公司主要项目所在的济南和青岛市场受有效需求支撑，在经历调控的历史年份成交量保持稳定。
- 公司 09 年末未结权益面积达 323 万平米，其中济南、青岛两地合计占 53%，且公司在济南、青岛两地的储备项目质量均较高，可充分保证公司未来两年的稳定收入，公司未来两年将进入项目密集结算期，高增长的序幕将逐步开启。
- 预计公司 10、11 年基本每股收益为 0.75、1.03 元，对应动态 PE 为 9X 和 6X。公司 09 年末 NAV 为 6.58 元，P/NAV 为 1.1。给予增持评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1001
流通 A 股 (百万股)	339
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2386

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

	经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)		2500.1	142.0	3500	4401	5545
(+/-%)		-4.2	19.5	40	25.8	26
归属母公司净利润(百万元)		439.4	11.7	795	1038	1318
(+/-%)		247.7	-11.6	72.7	36.8	27
EPS(元)		0.44	0.01	0.75	1.03	1.31
P/E(倍)		16.0	604.7	9.02	6.59	5.19

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

公司基本情况	4
公司推荐逻辑	4
所属区域市场城市化率与经济实力倒挂，房地产市场存在补涨空间	4
济南、青岛两地房地产市场存在有效需求支撑，调整压力较小	5
依靠大股东山东省商业集团资源拿地优势明显，协同开发打开溢价空间	6
全业态产品系列化经验积累，利于后期外延式扩张	6
内部管理整合行将开始，管理优势将进一步显现	7
上半年销售受调控冲击不大，进入结算密集期	7
募投项目青岛鲁商广场品质优异，成为未来两年公司业绩保障	9
市中心大盘，利于后期溢价	9
填补市场供应空缺，利润最大化+快速去化可期	9
盈利预测及估值	10
风险提示	10
附：公司主要项目情况	11
鲁商·国奥城	11
济南鲁商广场	11
银座晶都国际	12
鲁商·御龙湾	12
鲁商·常春藤	13
四季景园	13
一山一墅	14
动感世代	14
鲁商·蓝岸国际	15
鲁商·云山原筑	15
鲁商·蓝岸丽舍	16
临沂·沂龙湾	16
泰安银座城市广场	17
东营银座城市广场	17

图表目录

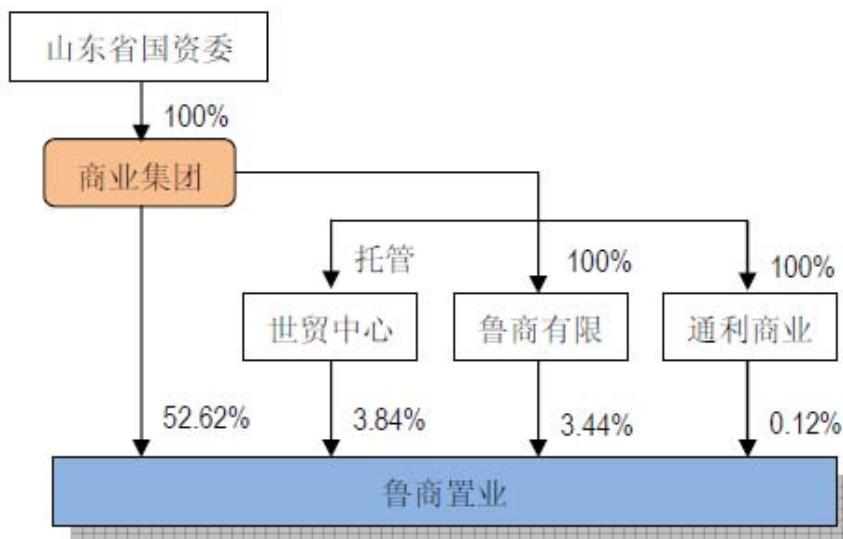
图 1 公司股权结构	4
图 2 山东省 08 年国内生产总值列全国第二	5
图 3 山东省城市化水平与全国水平相近	5
图 4 济南、青岛市场存在有效需求支撑	6
图 5 公司土地储备大部分集中于济南青岛两地	8
图 6 青岛燕儿岛项目地块现状	9
图 7 国奥城工地及已建成写字楼情况	11
图 9 鲁商广场沙盘及位置图	11
图 8 银座晶都国际位置及实景图	12
图 10 御龙湾户型及规划图	12
图 11 常春藤位置及规划图	13
图 12 四季景园位置及实景图	13
图 13 一山一墅效果图	14
图 14 动感时代效果图	14
图 15 蓝岸国际效果图	15
图 16 云山原筑效果图	15
图 18 蓝岸丽舍位置及效果图	16
图 17 临沂沂龙湾效果图	16
表 1 公司产品系列开发累积全面，利用外延式扩张	7
表 2 公司土地储备情况（万平米、元/平米）	8
表 3 青岛项目盈利预测（万平米、亿元、元/平米）	9
表 4 青岛项目周边竞争情况（万平米、元/平米）	10
表 5 NAV 估值表	10

公司基本情况

公司属于山东省商业集团总公司下属主营房地产开发业务公司，08年11月借壳ST万杰上市，以每股5.78元的价格向上述交易对方非公开发行4.65亿股，用于收购鲁商集团、鲁商有限、世贸中心、东方航华、通利商业持有的商业房地产公司100%股权、银座地产100%股权、银座合智100%股权、鲁商置业100%股权、泰安银座87%股权以及东营银座85%股权。

公司通过资产置换整合上市后成为专业从事房地产开发、经营管理的大型房地产综合开发企业，开发产品形态涵盖了大型购物广场、商业步行街、住宅、写字楼、酒店等，目前已经形成“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三大产品系列。

图1 公司股权结构



资料来源：公司公告、华泰联合研究所

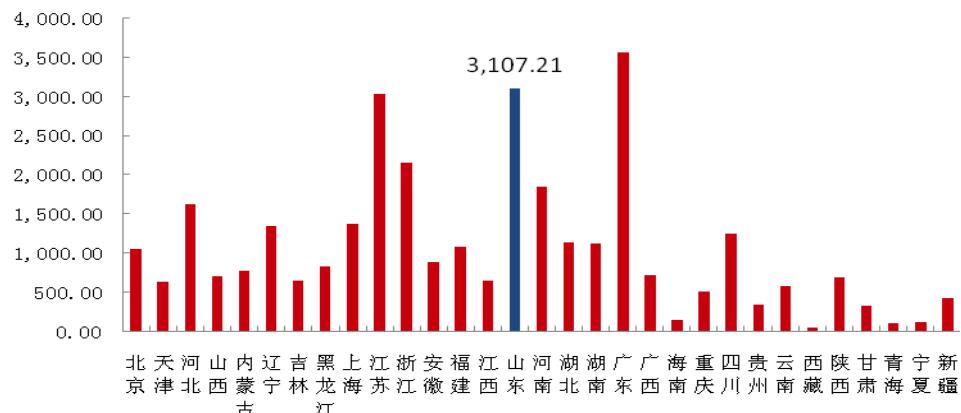
公司推荐逻辑

所属区域市场城市化率与经济实力倒挂，房地产市场存在补涨空间

公司主要开发项目集中在山东省。根据国家统计局的数据资料，山东省08年国内生产总值为3.1万亿，列全国第二位，仅次于广东省，属于我国传统经济强省。而山东省的城市化率水平08年为47.6%，仅略高于全国45.7%的平均水平，与国内其他经济发达省份80%以上的城市化率相比，山东省的城市化水平远滞后于其经济综合实力的发展。从国内及国际城市发展经验来看，城市化率的提高是趋势性的发展方向，并且国家目前已经将农村人口城市化作为下一阶段拉动国内消费经济增长的关键点进行重点发展，我们认为山东省目前经济实力与城市化发展水平的不匹配未来将会给当地房地产业带来蓬勃的发展空间。

图 2 山东省 08 年国内生产总值列全国第二

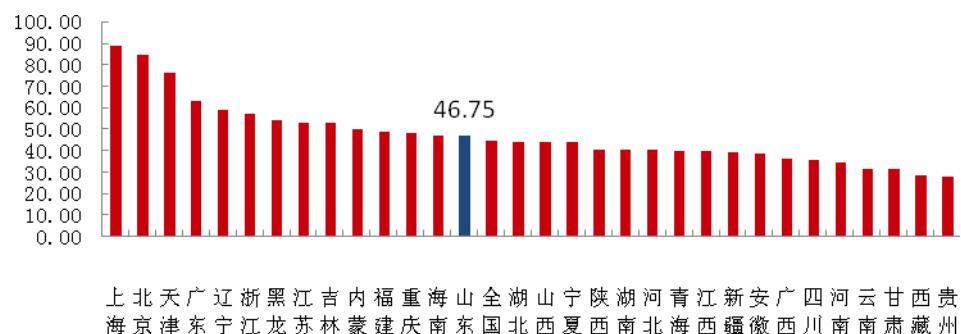
单位：十亿元人民币



资料来源：CEIC、华泰联合研究所

图 3 山东省城市化水平与全国水平相近

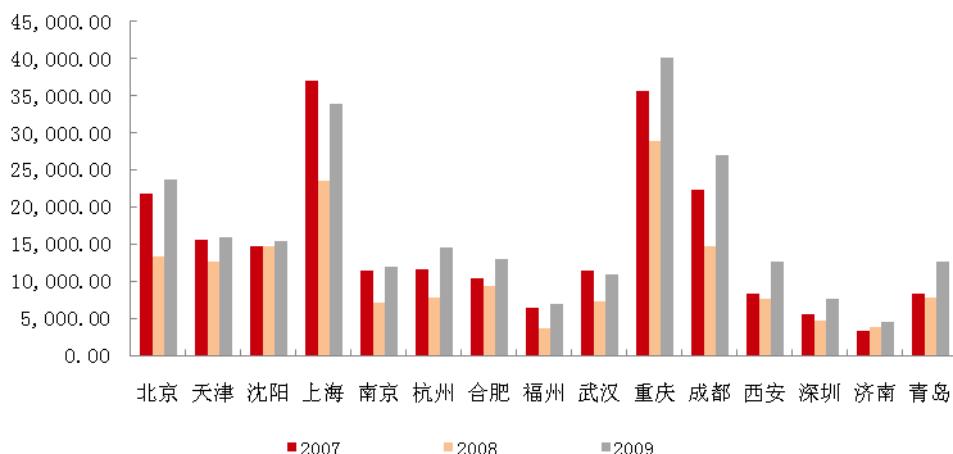
单位：%



资料来源：CEIC、华泰联合研究所

济南、青岛两地房地产市场存在有效需求支撑，调整压力较小

公司在山东省内的主要市场，济南、青岛两地 09 年房地产成交面积分别为 440 万平米和 1261 万平米，整体市场容量符合二线城市市场特征。相较而言，济南市场偏向于满足本地刚性需求，外来投资性需求较少，而青岛市场除了满足本地居民改善型需求外，仍兼具吸引周边发达省份富裕人群购房需求的功能，更具备外向型特征。相比较一线城市，济南、青岛两地市场投机性需求较少，有效需求支撑力较大，从两地 07-09 年的成交量来看，两地市场在调整时期基本能保持成交量的相对稳定。

图 4 济南、青岛市场存在有效需求支撑
单位：千平米


资料来源：CEIC、华泰联合研究所

依靠大股东山东省商业集团资源拿地优势明显，协同开发打开溢价空间

公司在济南的鲁商广场和国奥城项目与政府市政项目及城市发展重心迁移保持一致，体现出与政府的良好关系。在群雄竞争的青岛市场，公司在资本实力远不如外来开发商如保利、万科等公司的情况下，但凭借集团在山东本地的资源优势成功拿下燕儿岛项目，亦体现出在当地非常吸引人的集团后台资源整合能力。我们认为在二线城市进入竞争白热化的阶段，面对大量实力雄厚外来大型开发商的正面竞争，公司在济南及青岛两地的优质土地储备不仅保证了未来的成长性，而且证明了公司大股东鲁商集团在山东当地的背景渊源可为公司未来发展撑开保护伞。

公司内部集团整合优势对地产开发带来的另一个明显好处在于与银座商城形成的联合综合体开发，借助银座商城在山东当地的号召力，公司的综合体项目在本地具备极大的竞争力，商业氛围和住宅人气积聚形成良好互动，集团内部商业资源与开发项目的结合可以有效减少筹备招商的摩擦，互相带来的品牌提升作用也十分明显。

全业态产品系列化经验积累，利于后期外延式扩张

公司介入房地产开发的历史并不长，但我们认为公司在较短的发展时间内对自身优势和未来产品战略的规划做了比较全面的考虑。公司目前已经形成“生态别墅”、“花园住宅”和“城市广场”三大产品体系，覆盖了别墅、高中低端高层住宅以及商业综合体等业态，且公司在每个产品系列都已经具备一定的项目开发经验，走出了初始经验积累的付出阶段，已经具备了异地复制和高效开发的能力。在国内目前的开发商企业中，我们认为能够做到全业态产品开发，并且形成工程经验的公司并不多，由于商业综合体的开发和运营能力要求远高于纯住宅类产品，公司以商业综合体开发起家，扩展到住宅领域，在经验积累上已经比其它企业更具备先天优势，加之公司目前主要发展区域在山东各地的二、三线城市，我们认为未来在二、三线市场横向空间打开的情况下，公司这种具备全业态产品系列优势的企业将会在外延增长上显现出更强的资源获取和快速扩张能力。

表 1 公司产品系列开发累积全面，利用外延式扩张

产品系列	属性	开发项目
城市广场系列	依托山东省商业集团总公司多元化的产业背景，将“银座”品牌的大型旗舰店、商业步行街、写字楼、娱乐餐饮、星级酒店、高端公寓进行整合开发商业综合体	鲁商国奥城
		银座晶都国际
		银座数码广场
		泰安银座城市广场
		东营银座城市广场
		济南鲁商广场
		青岛鲁商广场
四季景园		
花园住宅系列	城市核心居住区的花园住宅，依托完备的城市服务配套，融和自然景观资源，开发中低端高层住宅	临沂沂龙湾
		济南鲁商·常春藤
		青岛鲁商动感时代
		青岛蓝岸国际
北京蓝岸丽舍		
生态别墅	独栋、双拼、联排、花园洋房等高端产品	重庆鲁商·云山原筑
		青岛·鲁商一山一墅
		济南鲁商·御龙湾

资料来源：公司公告，华泰联合研究所

内部管理整合行将开始，管理优势将进一步显现

公司 2010 年将开始进行内部组织结构的垂直化管理调整和成本控制，公司领导层通过管理改革促使公司销售业绩和利润总额跨上另一个高度的意愿强烈。我们认为对于一个规模尚小，处于发展初期的公司来说，集约化管理将会给公司的发展带来比较明显的促进作用。在人力资源储备方面，公司国企的背景在当地具备一定的人力资源凝聚作用，公司经过这几年的发展已经积攒了部分有成功经验的中层管理人员作为后续项目发展之用，同时，合并地方项目公司将为公司外部拓展节约出有经验的管理人员，补充未来扩张所需人才缺口。

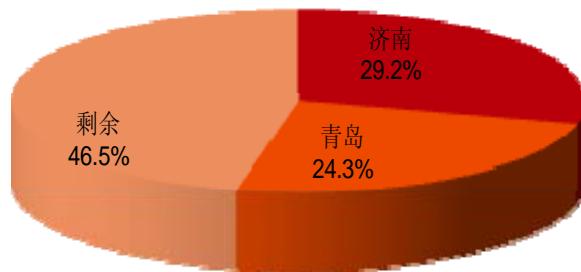
上半年销售受调控冲击不大，进入结算密集期

公司上下半年推盘较为均衡。上半年所推楼盘中，北京的蓝岸丽舍及重庆的云山原筑均为调控新政出台前所推，受益于新政前市场较热，该两个楼盘销售不俗，目前分别已销售 4 个亿及 6000 多万元。新政之后，公司所推的楼盘主要处于山东境内。而山东省内楼市受调控影响并无北京市场之大，公司所推的临沂凤凰城及御龙湾目前已实现的销售额达 4 亿多，鲁商广场也实现了近 2 亿的销售额。

公司 09 年末未结权益面积 323 万平米，其中济南、青岛两地合计占 53%，且公司在济南、青岛两地的储备项目质量均较高，可充分保证公司未来两年的稳定收入。公司 2010 年将有两个新项目开始进入销售期，分别是位于济南的国奥城和青岛鲁商广场，合计建面达 107 万，另外重庆和北京的别墅项目经过 09 年的市场初步试探后也将在

10 年开始发力推售，公司在未来两年的可售面积将有大幅提升。随着公司进入集中结算期，预计未来两年将会在结算业绩上有大幅提升。

图 5 公司土地储备大部分集中于济南青岛两地



资料来源：公司公告、华泰联合研究所

表 2 公司土地储备情况（万平米、元/平米）

项目	权益	建筑面积	09年末未结算权益建面	结算均价	毛利率
鲁商国奥城-写字楼	100%	20	16.0	10000	32%
鲁商国奥城-酒店及商业	100%	6	6.0	15000	51%
鲁商国奥城-公寓	100%	7	7.0	10000	58%
银座晶都国际-住宅	100%	13	1.3	6500	43%
银座晶都国际-商业	100%	2	1.9	11000	48%
银座晶都国际-车位	100%	2	0.6	10600	85%
济南鲁商广场-集中商业	100%	11	0.0	11000	52%
济南鲁商广场-写字楼	100%	3	2.7	13000	27%
济南鲁商广场-商铺	100%	1	1.4	20000	63%
济南鲁商广场-市民中心	100%	2	0.0	2000	2%
济南鲁商广场-酒店	100%	4	3.6	12000	21%
青岛四季景园	75%	22	0.2	10000	48%
鲁商常春藤	100%	85	72.3	3500	48%
鲁商御龙湾	100%	14	14.0	8000	61%
鲁商云山原筑	50%	12	6.0	4500	30%
鲁商一山一墅	100%	10	9.6	10000	61%
泰安银座城市广场	87%	8	0.0	4600	32%
东营银座城市广场	85%	16	10.6	6000	44%
鲁商动感时代	100%	19	13.3	3200	15%
鲁商蓝岸国际(西海岸)	100%	27	27.0	6200	51%
鲁商蓝岸丽舍	100%	19	18.7	14000	44%
临沂凤凰城	100%	59	55.6	4400	28%
青岛鲁商广场-住宅	75%	37	27.8	27000	61%
青岛鲁商广场-写字楼	75%	20	15.0	25000	43%
青岛鲁商广场-集中商业	75%	17	12.8	25000	52%
合计		434	323.2		

资料来源：公司公告、华泰联合研究所

募投项目青岛鲁商广场品质优异，成为未来两年公司业绩保障

市中心大盘，利于后期溢价

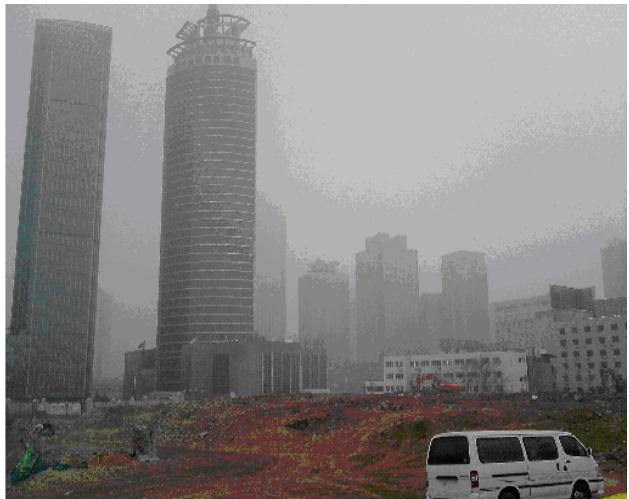
公司青岛鲁商广场项目整体建面达 74 万平米，其中住宅 37 万，是青岛市南区目前可见的最大单体项目。由于市南区属于青岛市传统商业中心区，片区内商业氛围已十分成熟，公司在配套成熟的中心城区拿到如此体量巨大的综合体项目，一方面体现出集团在山东省内深厚的政府关系渊源，另一方面，住宅项目借助商业成熟配套和大盘开发滚动带来的溢价效应将十分可观。保守估计，青岛鲁商广场项目可为公司带来 192.4 亿元销售收入，预计贡献净利润 28.9 亿元。

表 3 青岛项目盈利预测（万平米、亿元、元/平米）

项目分拆	建面	预计售价	预计销售收入	预计净利润
青岛鲁商广场-住宅	37	27000	99.9	15
青岛鲁商广场-写字楼	22	25000	55	8.3
青岛鲁商广场-集中商业	15	25000	37.5	5.6
合计	74		192.4	28.9

资料来源：公司公告，联合证券研究所

图 6 青岛燕儿岛项目地块现状



资料来源：摄于 2010 年 1 月 22 日，华泰联合证券研究所

填补市场供应空缺，利润最大化+快速去化可期

青岛鲁商广场项目处于青岛市核心城区，目前区域内供给量较小，预计整体剩余可售项目建面在 20 万平米左右，且多为容积率较高的精装公寓型产品，在可见的两年内的片区新增供应量也仅有 10 万平米，产品类型仍与目前市场供应重合。公司在此区域的项目定位于 120-260 平米的板式平面住宅，主要吸引本地改善型需求客户，地块的大体量和规划容积率指标使得鲁商广场的住宅项目成为片区供应的补缺者，我们预计在缺乏市场有效同质楼盘竞争的情况下，公司一期住宅项目拥有的定价话语权和调整灵活度将会大大提升，有利于公司在保证利润最大化的前提下实现快速去化。

表 4 青岛项目周边竞争情况 (万平米、元/平米)

项目	位置	总建面	容积率	开售时间	价格	产品情况
在售项目						
万丽海景	东海西路 1 号	15	7.5	Oct-09	40000	两栋海景公寓，面积区间 100-500 平米，酒店式公寓面积区间 50-90 平米
凯悦中心	燕儿岛路 8 号	11	13	Jan-08	29000	1 栋海景公寓，面积区间 77-380，1 栋写字楼
东海路 9 号	东海西路 15 号	11	9	2006 年	33000	两栋 50 层塔楼和两层裙楼
待售项目						
香港置地	香港中路 89 号	10	5	2010 年	住宅： 28000；酒店式公寓： 30000	2 栋高层，酒店式公寓面积区间在 40-100 平米，住宅面积为 110-180 平米，4 层商业裙楼
世奥大厦	东海西路 45 号	24	24	2010 年	—	两栋 60-70 层的超高层

资料来源：搜房网，联合证券研究所

盈利预测及估值

预计公司 10、11 年基本每股收益为 0.75、1.03 元，对应动态 PE 为 9X 和 6.7X。公司 09 年末 NAV 为 6.58 元，P/NAV 为 1.1。考虑公司 10、11 年 PE 估值水平较低，未来进入成长快通道确定性高，本次给予增持评级。

表 5 NAV 估值表

项目	金额
09 年末净资产 (百万元)	693
房地产销售业务利润现值 (百万元)	5893
总股本 (百万股)	1001
NAV (元/股)	6.58

资料来源：公司公告，联合证券研究所

风险提示

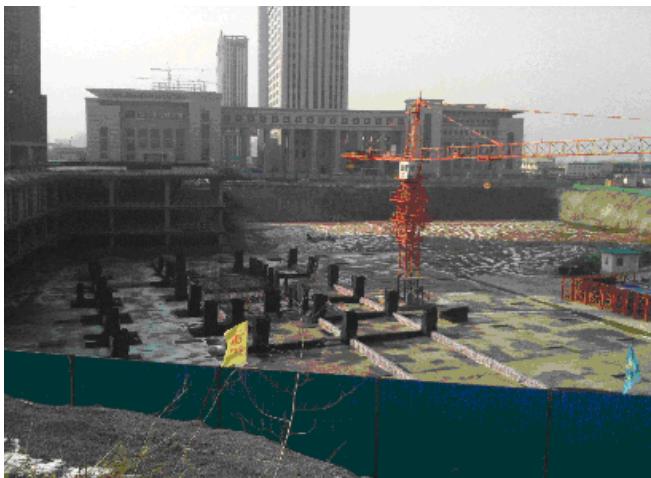
- 公司负债水平较高，使得财务状况的不稳定性增加，同时也影响公司 NAV 净值的增长，大股东鲁商集团的现金支援亦受制于集团自身负债状况。现金的紧缺未来有可能成为制约公司提高开发速度的瓶颈。
- 公司青岛项目写字楼部分面临大量同质供应竞争，如果市场预期出现调整，将影响写字楼项目的去化速度，进一步拖累整体项目盈利目标的实现。
- 公司土地储备存量够三年开发，但仍需进一步拓展土地储备。

附：公司主要项目情况

鲁商·国奥城

项目位于济南市奥体片区核心区域，总占地 5.06 公顷，总建筑面积 35 万 m²，由四幢高层甲级写字楼、一幢高层星级酒店及商业物业组成。该项目与济南市政务中心和奥体中心遥遥相望，与济南市高新技术产业开发区、山东省高级人民法院相邻，项目地理位置优越、交通便利，被列为济南市东部新城重点项目。项目目前已建成一栋写字楼，整体销售给国电，项目明年将成为公司主要销售贡献来源。

图 7 国奥城工地及已建成写字楼情况

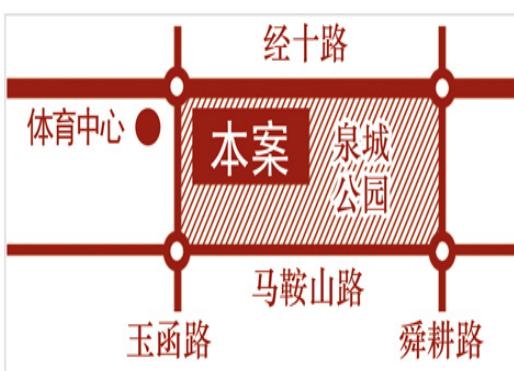


资料来源：摄于 2010 年 1 月 22 日，华泰联合证券研究所

济南鲁商广场

鲁商广场总建筑面积约 21 万平方米，为山东省第十一届全运会重点配套工程，由 3.4 万平方米全运配套全民健身中心、8 万平方米银座旗舰店、2 万平方米商业街铺、3 万平方米写字楼四大部分组成，是集购物、办公、运动、休闲于一体的地标式建筑综合体。项目 09 年 9 月开始销售写字楼部分，目前已售 85%，集中商业已经整体销售给银座商城，实现收入 12 亿元，10 年进入销售的为项目的商铺，写字楼及商铺将整体于 10 年 9 月整体交楼。

图 8 鲁商广场沙盘及位置图

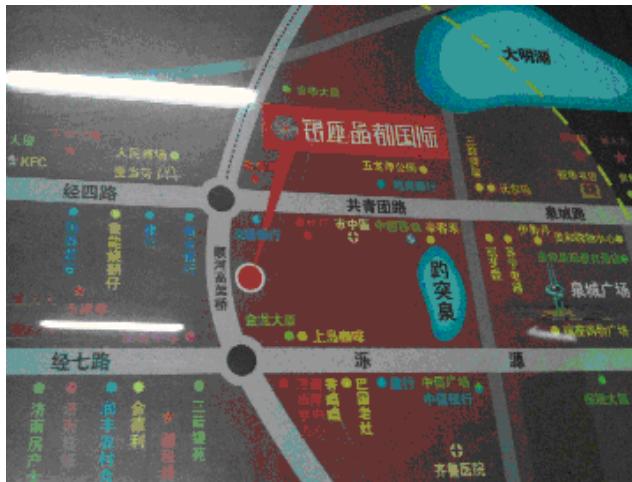


资料来源：摄于 2010 年 1 月 22 日，华泰联合证券研究所

银座晶都国际

银座晶都国际项目位于济南市市中区顺河街东侧(杆石桥北),总建筑面积约15万平米,融合了高级公寓、小户型公寓、商务办公、国际街区、地下停车场等多种物业形态。住宅和写字楼项目于06年开始销售,08年11月交付,目前处于尾盘状态,在售的底层商业,仅剩余38套。

图 9 银座晶都国际位置及实景图

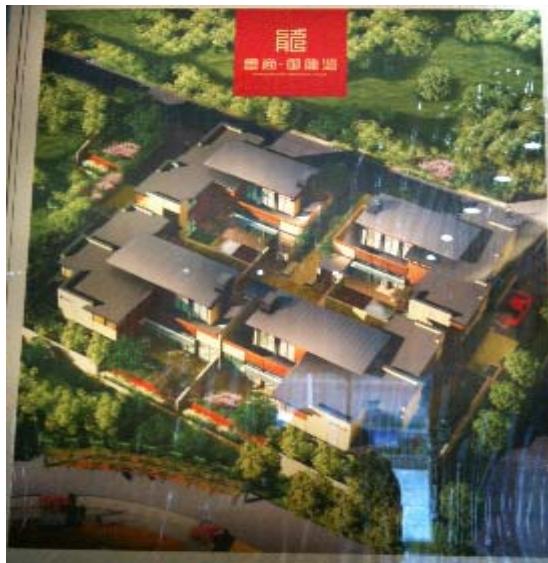


资料来源: 摄于2010年1月22日, 华泰联合证券研究所

鲁商·御龙湾

鲁商·御龙湾是由鲁商置业开发的高档别墅区,占地428余亩,总建筑面积14万平方米。项目位于济南市长清区大学科技园核心区,毗邻数千亩景观湖及国家级园博会,项目09年9月18日开盘,一期建面3.85万,已售126套别墅,剩余16套。

图 10 御龙湾户型及规划图



资料来源: 摄于2010年1月22日, 华泰联合证券研究所

鲁商·常春藤

位于济南西部大学科技园中心区域。南依连绵群山，西临 5000 余亩第七届中国国际园林花卉博览会及近 1500 余亩的景观湖，东临山东师范大学，北靠中华女子学院，与十所学府为邻。项目占地 1500 亩，总建筑面积 89 万平方米，规划有小高层、高层住宅、风情步行街、商业旗舰店，配套星级酒店、会所、中小学校。

图 11 常春藤位置及规划图



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

四季景园

项目位于青岛市最大的住宅社区浮山新区，地处合肥路、劲松三路交汇口，总占地 243 亩，总建筑面积 22 万平方米。项目住宅 05 年 9 月一期开盘，实现均价 5500，07 年 3 月二期开盘，均价 6500，08 年 5 月住宅全部售完，09 年销售约 1 万平米商业，收入约 1 个亿。

图 12 四季景园位置及实景图



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

一山一墅

项目位于即墨市经济开发区埠惜路东侧、黄河三路北侧，总户数为 496 户，其中一期 68 户。规划占地约 270 亩，总建筑面积 9.6 万平米，户型建筑面积从 200-500 平米不等，产品类型有独栋、联排、双拼等。2009 年 12 月开盘销售，均价 300 万一套。预计将于 10 年进入结算。

图 13 一山一墅效果图



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

动感世代

即墨市首家以健康运动为主题的大型高档文化生态社区，位于泰山一路与辽河二路的交汇处，是即墨东部新城区的核心地段。小区占地 180 亩，总规划建筑面积 18 万平方米，绿化率 45%，容积率 1.51。建成后共可容纳约 1800 户家庭。整个小区将由 11 个多层、8 个花园洋房和 15 个高层共计 34 栋楼组成。项目 07 年 6 月开盘销售一期，起价 2800，至 09 年底一期仍有现房销售，均价 3200，二期于 09 年 11 月 14 日开盘销售，均价 3500。

图 14 动感时代效果图



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

鲁商·蓝岸国际

项目位于青岛开发区江山南路与长江西路交汇处，项目占地 5.3 万平米，总建面 27 万平米，共 3000 多户。项目分三期开发，一期和二期由 8 栋 33 层的高层住宅组成，合计建面 11 万平米。09 年 4 月开始销售，均价 5700 元，10 月均价上调至 6500 元。

图 15 蓝岸国际效果图



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

鲁商·云山原筑

项目位于重庆北碚城南新区黄金地段，前临正在建设的缙云大道和刚建成的公务员小区（距离北碚区政府约 500 米），后靠缙云山麓，左邻缙云步道。总占地面积 363 亩，规划建筑面积约 12 万平方米，规划户数 232 套。项目 09 年 12 月 1 期开盘，推出几十套别墅，当月售罄。

图 16 云山原筑效果图



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

鲁商·蓝岸丽舍

项目位于北京市顺义区潮白河畔，距离首都国际机场 10 分钟车程，项目总占地 32 万平米，总体建面 18.7 万平米，共 266 套独栋和少量叠拼别墅。一期主力户型为 365-723 平米的 118 栋独栋别墅，09 年 7 月推出 85 套，销售均价 12000，8 月加推 42 套，至 11 月一期全部售罄，价格提升至 15000 元，09 年 8 月、10 年 1 月、6 月二期累积推出 147 套，7.7 万平。1、2 期交房时间定于 10 年底。

图 17 蓝岸丽舍位置及效果图



资料来源：搜房网、华泰联合证券研究所

临沂·沂龙湾

项目位于临沂市南坊新区核心位置，定位为打造临沂市首个 CLD(中央居住区)。项目总占地 1200 多亩，总建筑面积约 105 万平米，投资近 20 亿元，项目分 6 期开发，建设周期约 6-8 年，其中一期七号地块规划建设 18 万平米，目前已经全部交付使用，其中 09 年 3 月交付 6 万平米。二期九号地块总规划面积 37 万平米，其中 13 万平米于 08 年 8 月开盘。

图 18 临沂沂龙湾效果图



资料来源：搜房网、华泰联合研究所

泰安银座城市广场

泰安银座城市广场是泰安公司开发建设的集居住、购物、休闲娱乐于一体的大型综合社区，该项目位于泰安市东岳大街中段，占地 40 余亩，规划建筑面积 8 万平方米。项目位于现代化园林旅游城市泰城的中心地段，生态环境优美，北依泰山，东有奈河，交通便利，近十路公交车通过东岳大街，距火车站汽车站只有一步之遥。项目目前处于尾盘销售。

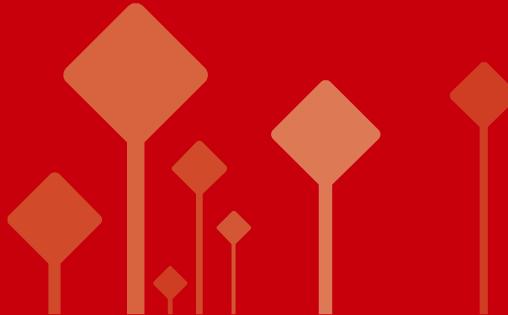
东营银座城市广场

东营银座城市广场项目位于东营市东城核心地带，占地 400 余亩，总建筑面积 15.6 万平方米，总投资 10 亿元人民币，是集银座商城旗舰店、精品步行街、特色餐饮街、星级酒店、酒店式公寓、写字楼、文化娱乐中心为一体的综合性城市商业中心。预计 2012 年 10 月项目全部竣工。

盈利预测表

资产负债表				利润表					
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7155	8606	10345	12544	营业收入	2500	3500	4401	5545
现金	831	3561	4819	6441	营业成本	1596	1976	2398	2796
应收账款	516	500	519	592	营业税金及附加	234	332	439	581
其他应收款	24	71	89	103	营业费用	57	86	108	135
预付账款	834	0	0	0	管理费用	38	124	156	198
存货	4941	4447	4892	5381	财务费用	1	43	6	-35
其他流动资产	7	26	26	26	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	81	76	74	73	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	25	25	25	投资净收益	12	73	129	73
固定资产	8	7	6	5	营业利润	588	1011	1422	1943
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	48	44	43	43	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	7236	8682	10419	12616	利润总额	586	1011	1422	1943
流动负债	4982	5133	5769	6272	所得税	146	253	356	486
短期借款	200	300	300	400	净利润	440	759	1067	1458
应付账款	542	596	656	722	少数股东损益	1	1	29	140
其他流动负债	4240	4236	4813	5151	归属母公司净利润	439	759	1038	1318
非流动负债	1561	2090	2124	2360	EBITDA	594	1056	1430	1910
长期借款	1257	1757	1757	1957	EPS (元)	0.44	0.75	1.03	1.31
其他非流动负债	304	333	367	403					
负债合计	6543	7223	7893	8632					
少数股东权益	53	54	83	223					
股本	1001	1007	1007	1007					
资本公积	319	319	319	319					
留存收益	-680	79	1117	2435					
归属母公司股东权益	640	1405	2443	3761					
负债和股东权益	7236	8682	10419	12616					
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	48	2016	1011	1141	成长能力				
净利润	440	759	1067	1458	营业收入	-4.2%	40.0%	25.8%	26.0%
折旧摊销	5	2	2	2	营业利润	195.7%	72.0%	40.6%	36.7%
财务费用	1	43	6	-35	归属于母公司净利润	47.7%	72.7%	36.8%	27.0%
投资损失	-12	-73	-129	-73	获利能力				
营运资金变动	-382	1237	99	-183	毛利率 (%)	36.1%	43.5%	45.5%	49.6%
其他经营现金流	-4	48	-34	-28	净利润率 (%)	17.6%	21.7%	23.6%	23.8%
投资活动现金流	-186	46	128	72	ROE(%)	68.6%	54.0%	42.5%	35.1%
资本支出	3	0	0	0	ROIC(%)	24.9%	161.7%	253.0%	226.0%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-182	46	128	72	资产负债率 (%)	90.4%	83.2%	75.8%	68.4%
筹资活动现金流	38	667	119	410	净负债比率 (%)	30.25%	37.15%	35.59%	36.88%
短期借款	0	100	0	100	流动比率	1.44	1.68	1.79	2.00
长期借款	-21	500	0	200	速动比率	0.44	0.81	0.95	1.14
普通股增加	0	6	0	0	营运能力				
资本公积增加	-175	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.44	0.46	0.48
其他筹资现金流	234	62	119	110	应收账款周转率	9	6	7	9
现金净增加额	-100	2729	1258	1623	应付账款周转率	3.62	3.47	3.83	4.06
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.75	1.03	1.31
					每股收益(薄)	0.05	2.00	1.00	1.13
					每股净资产(最新摊薄)	0.64	1.40	2.43	3.74
					估值比率				
					P/E	15.58	9.02	6.59	5.19
					P/B	10.70	4.87	2.80	1.82
					EV/EBITDA	13	8	6	4

资料来源：公司公告，联合证券研究所



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10% 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com