



# 鲁商置业深度报告： 优势的鲁商模式，进军区域龙头

2009年7月16日

推荐/首次

鲁商置业

深度报告

## 报告摘要：

- 山东省发展速度快，商品房价格相对较低。**近几年来全省国内生产总值占全国总值一直保持在10%左右。全省2009年人均同比增长达8.68%，高于全国6.24%的平均水平。2009年山东省商品房的平均销售价格为3615元/平方米，不到江苏7788元/平方米的一半，只有浙江省12840元/平方米的三分之一。近二年山东省房地产开发投资同比达到23%，高于全国18%的平均水平。山东省经济增长已在加速，经济增长必将促进房地产市场繁荣。
- 国资背景优势明显，布局山东已具规模。**公司大股东是山东省商业集团有限公司。根据集团2010年年初制定的“双千亿”战略，到2020年，实现销售收入超过2000亿元，实现迈入全国百强之列。公司房地产业务立足山东本省，主要以济南、青岛为房地产项目开发的重点城市，有选择地进入沿海或经济发达地区中心城市。目前公司下有十五家开发公司，开发的项目近二十个。
- 鲁商发展模式+资本市场，进军区域龙头。**公司的房地产业务与集团的银座商业有很好的互补性。在异地发展过程中，与银座商业携手具有很强的市场拓展能力。公司房地产与银座商业联动已形成了鲁商置业独特的开发模式。目前山东省房地产上市公司规模都不大。公司借壳上市后，融资渠道也大大拓宽。公司已进入一个高的发展起点，公司进军山东省龙头地位将加速。
- 投资建议。**公司房地产开发项目充足，公司目前正在开发的项目面积在320万平方米以上，可供公司三年以上的开发。我们预测公司2010年至2012年每股收益分别为0.78元/股、0.99元/股和1.43元/股，相对应的PE为10.29、8.15和5.63，公司的NAV为8.18元。公司拥有“鲁商发展模式”成长性强于一般房地产开发公司，公司成为区域性速度在加快，我们给予“推荐”的投资评级。

## 财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	2,611	2,500	3,758	4,999	6,540
增长率（%）	101%	-4%	50%	33%	31%
净利润（百万元）	(297)	439	785	991	1,436
增长率（%）	-1407%	-248%	79%	26%	45%
每股收益(元)	(0.30)	0.44	0.78	0.99	1.43
净资产收益率（%）	-78%	69%	66%	53%	50%
PE	(26.90)	18.34	10.29	8.15	5.63
PB	21.12	12.62	6.79	4.29	2.80

## 郑闵钢

房地产行业分析师

010-66507310

zhengmng@dxzq.net.cn

执业资格证号:S1480208060050

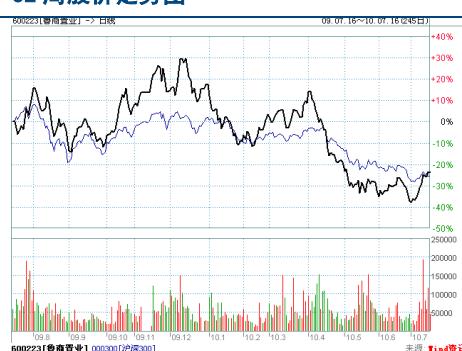
## 资产负债表数据

总资产（百万元）	7,806.76
股东权益（百万元）	704.00
每股净资产（元）	0.65
市净率（X）	12.33
负债率（%）	91.51

## 交易数据

52周股价区间（元）	6.46	14.32
总市值（万元）	803,777.30	
流通市值（万元）	272,165.17	
总股本/流通A股(万股)	100,097	33,894
流通B股/H股	0.00	
52周日均换手率	1.77	

## 52周股价走势图



资料来源：wind

## 相关研究报告

- 《城市化二三线城市将显主推力》2010-06-11

## 目 录

1. 山东省经济发展好而房地产滞后 .....	4
1.1 山东省人均国内生产总值增速高 .....	4
1.2 山东省商品房销售价格较低有空间 .....	5
1.3 山东在东部沿海区域发展中具备地理优势 .....	5
1.4 2010 年起山东省半岛城市将进入发展成型阶段 .....	6
1.5 山东省房地产开发在加速 .....	7
2. 国资背景优势明显，布局山东已具规模 .....	7
2.1 大股东产业多元化，实力雄厚 .....	7
2.2 公司房地产布局山东已具规模 .....	9
3. 鲁商开发模式+资本市场，进军区域龙头 .....	10
3.1 与银座商业联动形成强大竞争优势的鲁商开发模式 .....	10
3.2 借壳上市后公司进军区域龙头加速 .....	11
4. 盈利预测和估值 .....	12
4.1 开发项目充足 .....	12
4.2 业绩预测和投资评级 .....	14

## 表格目录

表 1：鲁商集团发展历程分三个时期.....	8
表 2 山东省拥有房地产业务的上市公司.....	11
表 3 公司 NAV 估值.....	14
表 4 公司建设项目收入预测.....	15

## 插图目录

图 1：山东省国内生产总值占全国总额的比在 10% 左右.....	4
图 2：山东省人均国内生产总值增长好于全国平均水平.....	4
图 3：山东省人均国内生产总值好于同临东海的福建和河北.....	4
图 4：近年山东省人均国内生产总值增长好于同临东海的省市.....	4
图 5：山东省商品房销售价格处在低位有上升空间.....	5
图 6：山东省商品房销售价格增长低于同临东海的省市.....	5
图 7：山东半岛是环渤海经济圈的重要组成部分.....	5
图 8：黄河三角洲发展规划区域.....	5
图 9：山东半岛城市群总体规划产业分布.....	6
图 10：山东省房地产开发投资已超过浙江和上海等省市.....	7
图 11：山东省房地产开发投资增长好于东部沿海其它省市.....	7
图 12：大股东鲁商集团的产业结构多元化.....	9
图 13：鲁商置业股权结构图.....	9
图 14：公司项目布局情况.....	10
图 15：集团其它产业对鲁商置业的支持.....	11
图 16：公司与银座商业联动形成鲁商置业独特的开发模式.....	11
图 17：鲁商开发模式+资本市场，公司进军区域龙头加速.....	12
图 18：青岛燕尔岛项目位置地处繁华地区.....	13
图 19：青岛燕尔岛项目一期施工工地.....	13
图 20：青岛燕尔岛项目一期施工工地.....	14
图 21：公司与银座商业联动形成鲁商置业独特的开发模式.....	14

## 1. 山东省经济发展好而房地产滞后

### 1.1 山东省人均国内生产总值增速高

山东省是我国的一个经济大省，2009年国内生产总值为33805亿元。近几年来全省国内生产总值占全国总值一直保持在10%左右。全省人均国内生产总值增长也好于全国平均水平，2009年人均同比增长达8.68%，高于全国6.24%的平均水平。经济的发达促使全省的房地产开发投资有较好的增长，2009年全省房地产开发投资同比达到23%，高于全国18%的平均水平，同时也高于东部地区同比增长15%的水平。在商品房销售金额同比上，山东省与全国以及东部地区的同比增长基本保持一致的水平，在2008年全国以及东部地区房地产开发投资同比分别出现大幅回调18.69%和22.36%的情况下，山东省却表现出较强的抗下跌，房地产开发投资仍同比上涨8.53%。

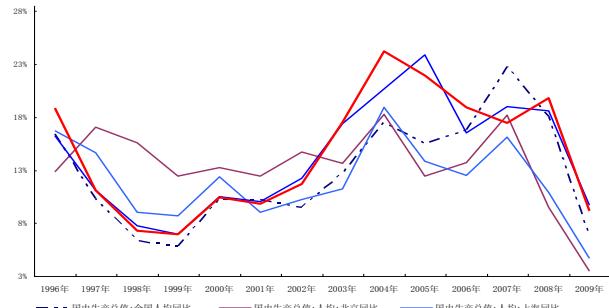
山东省人均国内生产总值与同处东部沿海地区的其它省市广东、上海、江苏、浙江、福建和河北相比，居福建和河北前排第五位。山东省人均国内生产总值同比增长至04年以来保持较前列，2009年同比增长8.68%好于广东、上海和浙江的5.16%、4.15%和5.14%。山东省经济增长已在加速，经济的增长必将促进房地产市场的繁荣。

图1：山东省国内生产总值占全国总额的比在10%左右



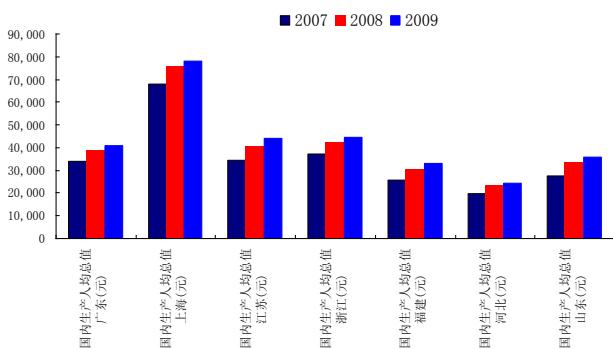
资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图2：山东省人均国内生产总值增长好于全国平均水平



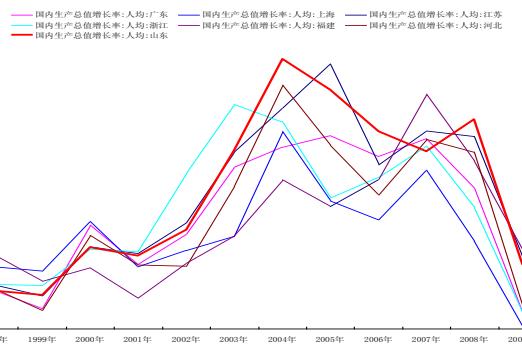
资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图3：山东省人均国内生产总值好于同临东海的福建和河北



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图4：近年山东省人均国内生产总值增长好于同临东海的省市

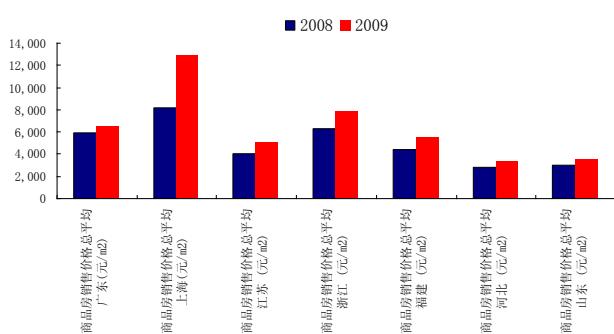


资料来源：CEIC，东兴证券研究所

## 1.2 山东省商品房销售价格较低有空间

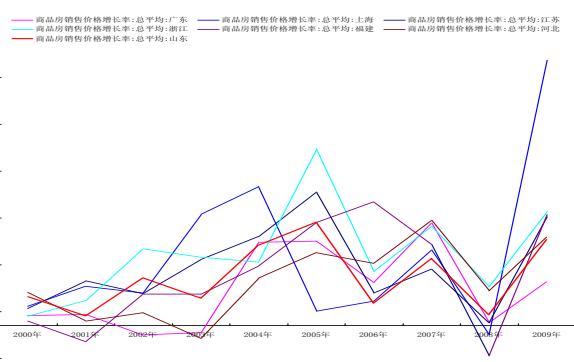
目前，山东省与在同处东部沿海地区的其它省市广东、上海、江苏、浙江、福建和河北相比商品房销售价格处在相对滞后的水平。2009年山东省商品房的平均销售价格为3615元/平方米，只略高于河北省，但远低于福建、江苏、浙江、广州和上海。商品房的平均销售价格不到江苏7788元/平方米的一半，只有浙江省12840元/平方米的三分之一。相比东部沿海地区其它省市，山东省房地产的发展相对滞后。今后相当一段时间，房地产行业在山东具有很好的发展空间。

图 5：山东省商品房销售价格处在低位有上升空间



资料来源：CEIC, 东兴证券研究所

图 6：山东省商品房销售价格增长低于同临东海的省市

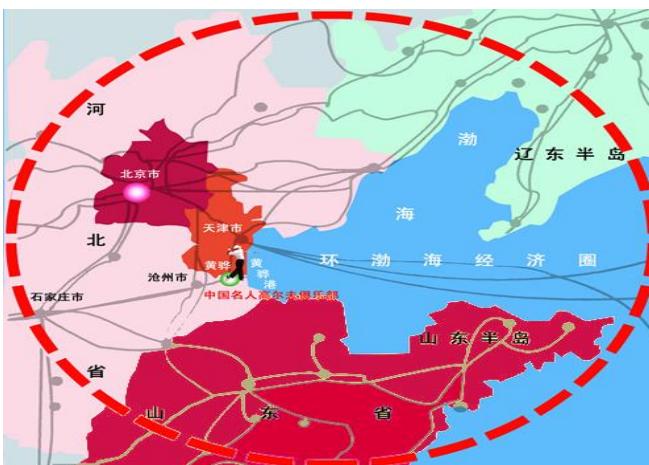


资料来源：CEIC, 东兴证券研究所

## 1.3 山东在东部沿海区域发展中具备地理优势

山东省地处东部沿海长三角经济区与环渤海经济区间，其中山东半岛中的滨州市、东营市、潍坊市、烟台市和威海市是环渤海经济圈的重要组成部分。2009年国务院批复关于黄河三角洲高效生态经济区发展规划，规划中的黄河三角洲位于渤海南部黄河

图 7：山东半岛是环渤海经济圈的重要组成部分



资料来源：东兴证券研究所

图 8：黄河三角洲发展规划区域



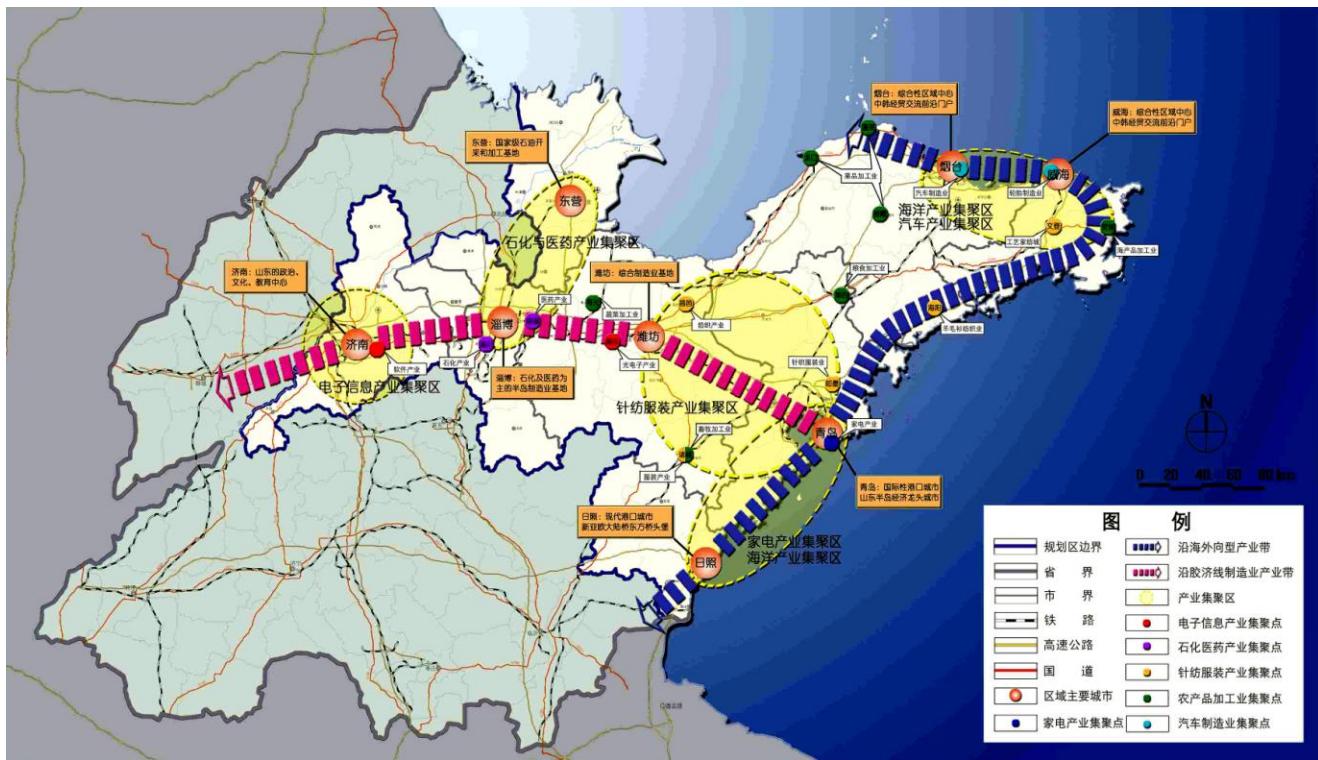
资料来源：东兴证券研究所

入海口沿岸地区，包括山东省的东营、滨州和潍坊、德州、淄博、烟台市的部分地区。在我国三大三角洲中，黄河三角洲是我国最后一处三角洲，也是被誉为我国“最具有开发潜力的三角洲”。黄河三角洲土地资源优势突出，地理区位条件优越，自然资源较为丰富，生态系统独具特色，产业发展基础较好，具有发展高效生态经济的良好条件。发展规划要求加大对黄河三角洲高效生态经济区的支持力度，推动产业集聚，提升发展实力。“黄三角”是环渤海经济圈的重要组成部分，将与天津滨海新区和辽宁沿海经济带一起发展成为经济发展的一个重要区域。

#### 1.4 2010 年起山东省半岛城市将进入发展成型阶段

为了加快山东半岛社会经济全面、健康、快速和可持续发展，促进山东半岛城市群崛起，2006年山东省政府批准了《山东半岛城市群总体规划》。根据规划山东半岛城市群将由济南、青岛、烟台、淄博、威海、潍坊、东营、日照等8个设区城市构成，它们将是全省经济发展的重心。政府决心整合山东半岛城市群各类资源，全面提升城市群整体竞争力。要把山东半岛城市群发展成为山东省以及黄河中下游地区对外开放的门户，区域综合竞争力强大的国际化都市连绵区和城市空间联系密集区，全国乃至环黄海经济圈重要的先进制造业生产服务基地之一，城乡统筹发展的示范区，可持续发展的生态经济区。将形成济南、青岛、烟台-威海“三核先导”和六大产业集聚区：即东营—淄博的石化和医药产业基地、济南的电子信息产业基地、青岛—日照的家电制造产业基地、烟台—威海的汽车制造产业基地、潍坊—即墨的纺织服装产业基地、日照—青岛—威海—烟台的海洋产业基地。

图 9：山东半岛城市群总体规划产业分布



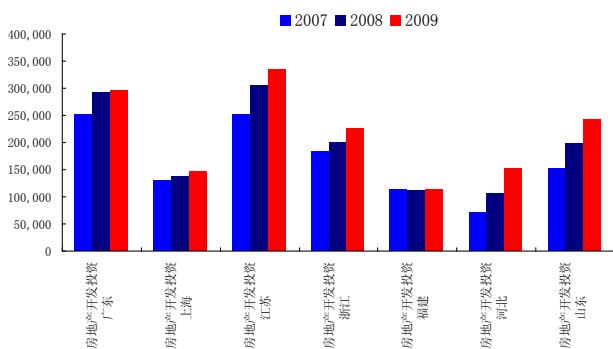
资料来源：东兴证券研究所

2010 年前是发展整合阶段。2010~2020 年为发展成型阶段，城市体系逐步优化完善，城市群网络化程度大幅提高，都市连绵区的实体地域基本形成，到 2020 年半岛城市群城市化水平达到 70%。2020~2050 年为稳定发展阶段，届时山东省在环黄海地区的核心区域地位日益突出。《山东半岛城市群总体规划》已成为拉动山东进入“快车道”的引擎，必将带来山东城市化进程的加快，山东省房地产事业将快速发展。

## 1.5 山东省房地产开发在加速

近几年以来，山东省房地产开发已在加速，房地产开发投资同比增速。2009 年开始，山东省房地产开发投资额已超过浙江省，但仍低于江苏省。在广东、上海、江苏、浙江、福建、河北和山东 7 个沿海城市中，房地产开发投资总额位列第三。山东省房地产开发投资已在加速，2008 年和 2009 年房地产开发投资同比增长分别达 30.05% 和 22.94%，近二年房地产开发投资同比增长已超过上海、浙江和江苏这些相当发达的省市。我们认为山东省将是东部沿海省市中，近几年房地产行业快速发展的一个重要区域，并将给山东本地的房地产开发公司带来更好的发展机遇和更高的收益。

**图 10：山东省房地产开发投资已超过浙江和上海等省市**



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

**图 11：山东省房地产开发投资增长好于东部沿海其它省市**



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

## 2. 国资背景优势明显，布局山东已具规模

### 2.1 大股东产业多元化，实力雄厚

公司大股东山东省商业集团有限公司是 1992 年底由山东省商业厅整建制转体组建的大型国有企业。2009 年集团实现营业收入 256 亿元，实现利税 23.5 亿元，两项主要经济指标连续七年增幅在 30% 以上。18 年来，大股东鲁商集团多元化发展经历了资源积累期、资源整合期和战略发展期三个时期。

根据集团 2010 年年初制定的“双千亿”战略，以 2009 年销售收入 256 亿元为基数，到 2015 年，集团销售收入超过 1000 亿元；到 2020 年，实现销售收入超过 2000 亿元，实现迈入全国百强之列。

表 1：鲁商集团发展历程分三个时期

**资源积累期（1992年—2002年）**

主要通过承建山东世界贸易中心、推进生化制药业发展等运作，为集团培植、发展主力业态，打下了坚实基础。

开始向房地产领域进军。2001年10月—12月，“银座花园”、“银座数码广场”相继破土动工。

**资源整合期（2002年—2004年）**

针对当时主业不突出、资源分散、缺乏核心竞争力等问题，及时进行经营战略转型。在发展思路上，提出了发展以“银座”品牌为代表的零售业和以生化制药为代表的高科技产业两大主业，重点发展房地产和教育两个重点产业的发展战略。

房地产业在山东省各地先后建设了上百万平方米的项目。

**战略发展期（2005年至今）**

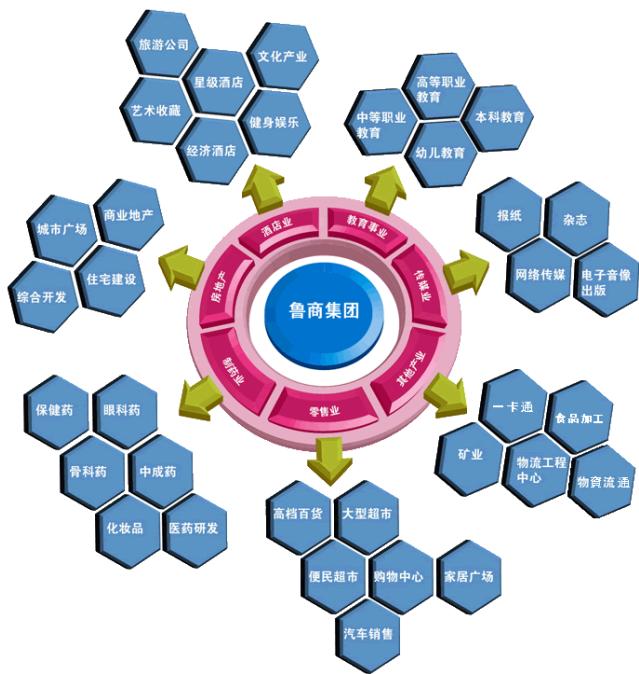
制定了“突出发展零售主业，重点抓好制药和房地产业，多业态协同发展”的总体思路。2010年年初，集团制定出“双千亿”战略，即以2009年销售收入256亿元为基数，到2015年，集团销售收入超过1000亿元；到2020年，实现销售收入超过2000亿元。

集团要迈入全国百强之列。

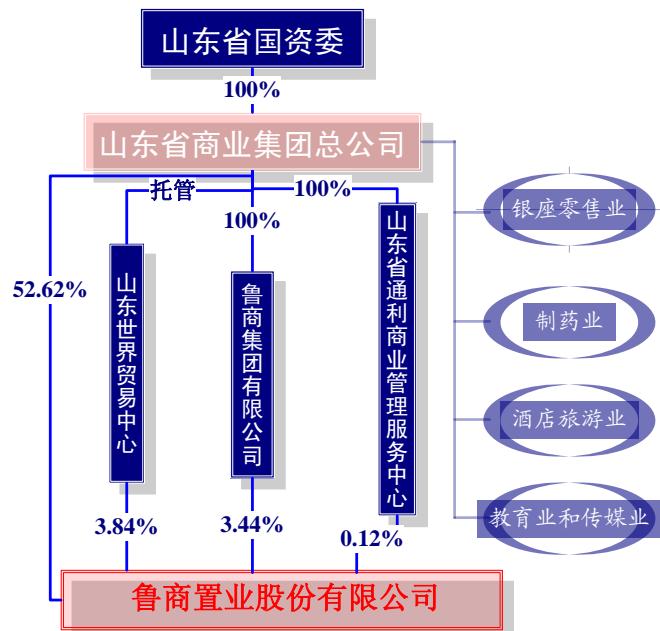
资料来源：公司介绍，东兴证券研究所

目前鲁商集团以现代零售为主业，并以制药和房地产业为二个重点产业。大股东还涉足酒店、教育、传媒、矿业、投资等，目前已成为一个多元化发展的大型企业集团，拥有“鲁商”、“银座”、“福瑞达”等知名品牌，在市场上拥有很大影响力。

- 鲁商集团主业为银座零售业：是山东零售龙头企业，位列全国零售10强。目前，在山东、河北、河南三省拥有大型门店70家、120多家便民连锁超市，涵盖高档百货、购物广场、shopping mall、便民超市、现代家居、汽车专营、物流中心、专业公司等多种业态。上市的银座股份已成为沪深股市绩优股。
- 鲁商集团重点产业之一制药业：拥有四家省级科研院所、三个省级实验室，科研成果两次荣获国家科技进步二等奖，拥有“润洁”、“润舒”、“施沛特”、“明仁”“颐莲”等多个知名品牌。眼科主导产品“润洁”、“润舒”滴眼液已占国内市场份额的20%，是全国最大的眼科用药生产基地；骨科主导产品“施沛特”已占国内同类药市场份额的80%。
- 鲁商集团重点产业之二房地产业：即鲁商置业拥有综合开发城市广场、花园住宅、生态别墅等多个产品系列，目前在山东、北京、重庆等城市拥有19家项目公司，年开发量逾120万平方米。
- 鲁商集团其它产业：酒店旅游业主要经营高星级酒店、经济型酒店和文化娱乐业三个板块；教育业在济南、青岛、烟台、淄博拥有三所大专院校和一所本科院校；还拥有10余家双语艺术幼儿园；传媒业——《山东商报》，日发行量100多万份，覆盖全省十几个地市。

**图 12：大股东鲁商集团的产业结构多元化**


资料来源：公司介绍，东兴证券研究所

**图 13：鲁商置业股权结构图**


资料来源：东兴证券研究所

## 2.2 公司房地产布局山东已具规模

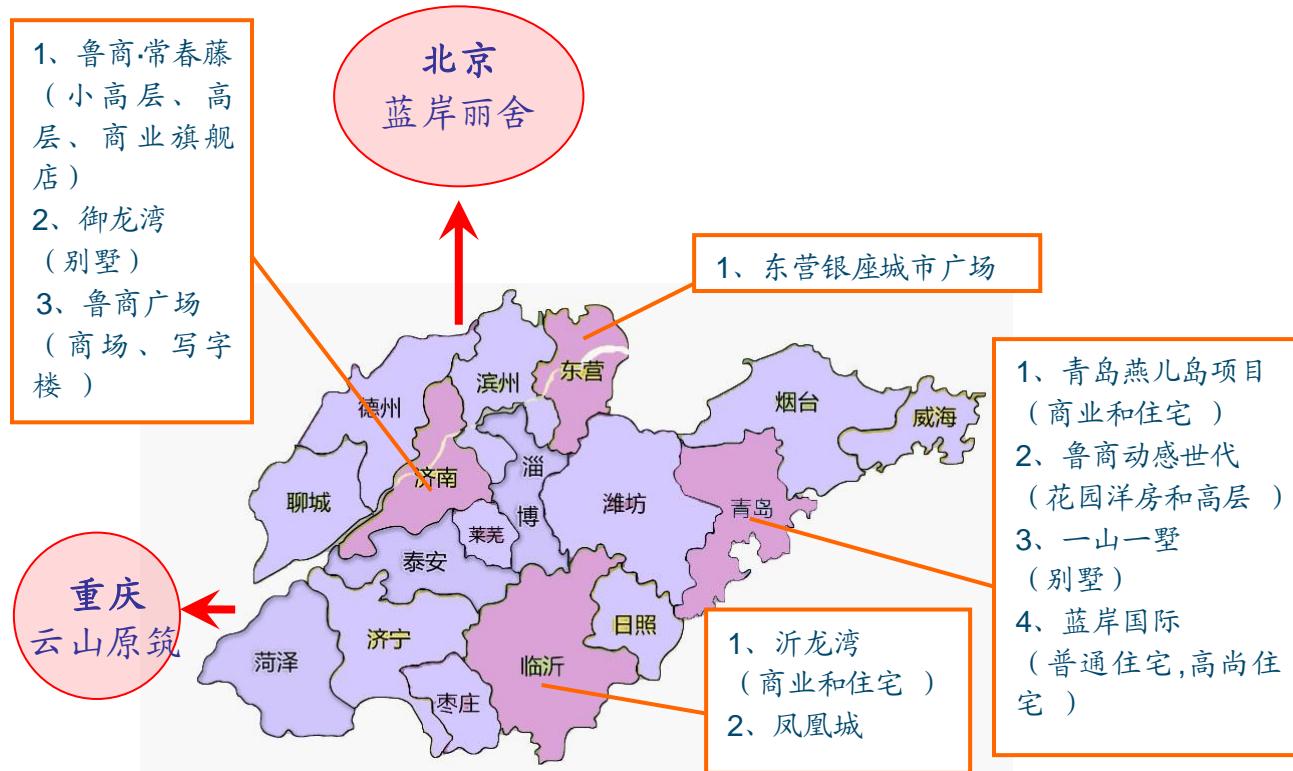
公司房地产业务立足山东本省，主要以济南、青岛为房地产项目开发的重点城市，同时公司还将积极拓展地级城市的房地产开发市场，辐射三线城市。在立足山东市场的同时，公司有选择地进入沿海或经济发达地区中心城市。在省内，公司将不断增加济南、青岛这两大核心城市的开发规模和战略储备。

目前公司已在山东的济南、青岛、临沂、泰安、东营等省内经济发达城市有项目，并走出山东到北京、重庆等地发展有房地产开发项目。开发的项目涵盖了大型购物广场、商业步行街、住宅、写字楼、酒店等。目前公司下有十五家开发公司，开发的项目近二十个。经过多年目前公司开发的房地产项目已形成“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三种产品系列：

- “鲁商城市广场”产品系列。公司依托大股东山东省商业集团总公司的多元化产业背景，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，打造地标式商业综合体。现主要开发的项目有济南银座数码广场、东营银座城市广场、泰安银座城市广场、鲁商国奥城、济南鲁商广场、银座晶都国际等。
- “鲁商花园住宅”产品系列。公司依托完备的城市服务配套，融和自然景观资源，建造城市核心居住区的花园住宅。现主要开发济南鲁商常春藤小区、青岛四季景园、青岛动感世代、青岛蓝岸国际、临沂沂龙湾等项目。

- “鲁商生态别墅”产品系列。公司倡导与自然山水的相融相生，将“生态”理念引入规划开发中，以富有建筑张力的独栋、双拼、联排、花园洋房等高端产品形成独具意境的低密度高尚社区。现主要开发了北京蓝岸丽舍、青岛一山一墅、重庆云山原筑、济南鲁商御龙湾等项目。

图 14: 公司项目布局情况



资料来源：东兴证券研究所

### 3. 鲁商发展模式+资本市场，进军区域龙头

### 3.1 与银座商业联动形成强大竞争优势的鲁商发展模式

鲁商置业与集团的商业、酒店旅游、传媒产业资源有着很好的互补性，集团的这些优质资源使鲁商置业成长在一片沃土中。公司的房地产业务与集团的银座商业有很好的互补性，一方面房地产开发可为银座商业建造或提供经营的场所；另一方面银座商业的入住完善了房地产开发项目商业配套等生活设施，并提高了所开发房地产项目的商业价值和品牌质量。在异地发展过程中，与银座商业携手具有很强的市场拓展能力，由于开发项目中的商业设施会给当地带来长期的就业和税收得到当地政府的欢迎。另外集团的传媒业和酒店旅游业等也在不同程度上给予房地产开发业务一个很好的支持。鲁商置业的房地产业务是通过整合集团下各子公司所有房地产资源而来，在与集团的其它专业资源的互补合作过程中有很好的成功经验。公司房产与银座商业联动已形成了鲁商置业独特的开发模式。

### 3.2 借壳上市后公司进军区域龙头加速

2008年12月16日中国证监会批准了借壳“ST万杰”，以山东省商业房地产开发有限公司100%股权、山东银座地产有限公司100%股权、北京银座合智房地产开发有限公司100%股权、山东省鲁商置业有限公司100%股权、泰安银座房地产开发有限公司87%股权以及东营银座房地产开发有限公司85%股权中相对应价值的部分进行资产置换。2009年1月6日，资产重大置换成功，公司更名为鲁商置业股份有限公司。

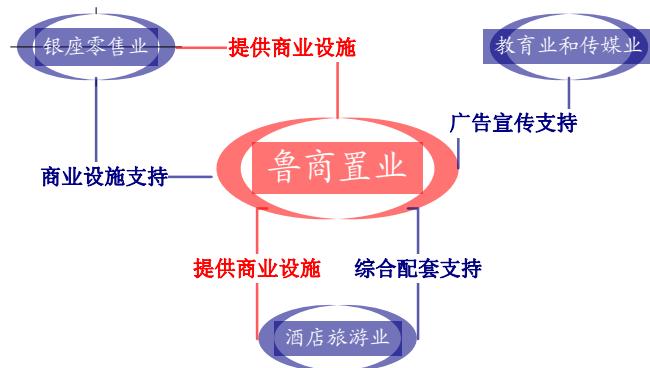
目前山东省房地产上市公司规模都不大，在涉及房地产开发的园城股份、新潮实业、鲁润股份、中润投资、鲁商置业、天业股份、科达股份和胜利股份中，除鲁商置业超过市场平均数外，其它公司总市值均低于房地产上市公司73.89亿元的平均市值。截止7月15日鲁商置业目前总市值达80.78亿元，居山东房地产上市公司之首。公司借壳上市后，融资渠道大大拓宽。凭借公司国资背景的大股东和大股东拥有的有助于房地产业务其它产业的支持，公司已进入一个高的发展起点，公司进军山东省龙头地位将加速。

**表 2 山东省拥有房地产业务的上市公司**

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	房地产开发和物业租赁收入占公司总收入比	7月15日股价
600766.SH	园城股份	12.26	5.45	65.89	7.16
600777.SH	新潮实业	43.78	43.78	25.37	7.00
600157.SH	鲁润股份	63.45	28.75	0.57	21.47
000506.SZ	中润投资	41.88	13.29	100.00	5.41
600223.SH	鲁商置业	80.78	27.35	100.00	8.07
600807.SH	天业股份	21.45	11.03	99.74	13.36
600986.SH	科达股份	22.06	22.06	47.16	6.58
000407.SZ	胜利股份	29.37	43.31	子公司有一级开发	5.88

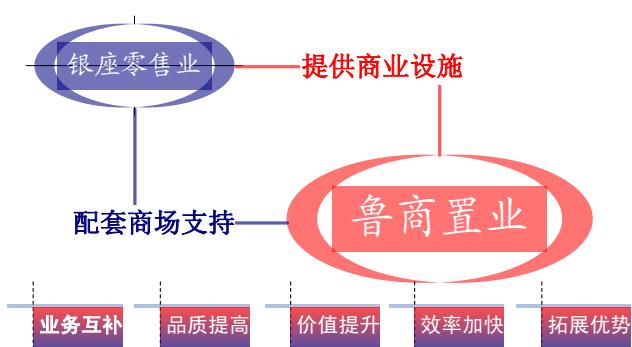
资料来源：Wind、东兴证券研究所

**图 15：集团其它产业对鲁商置业的支持**



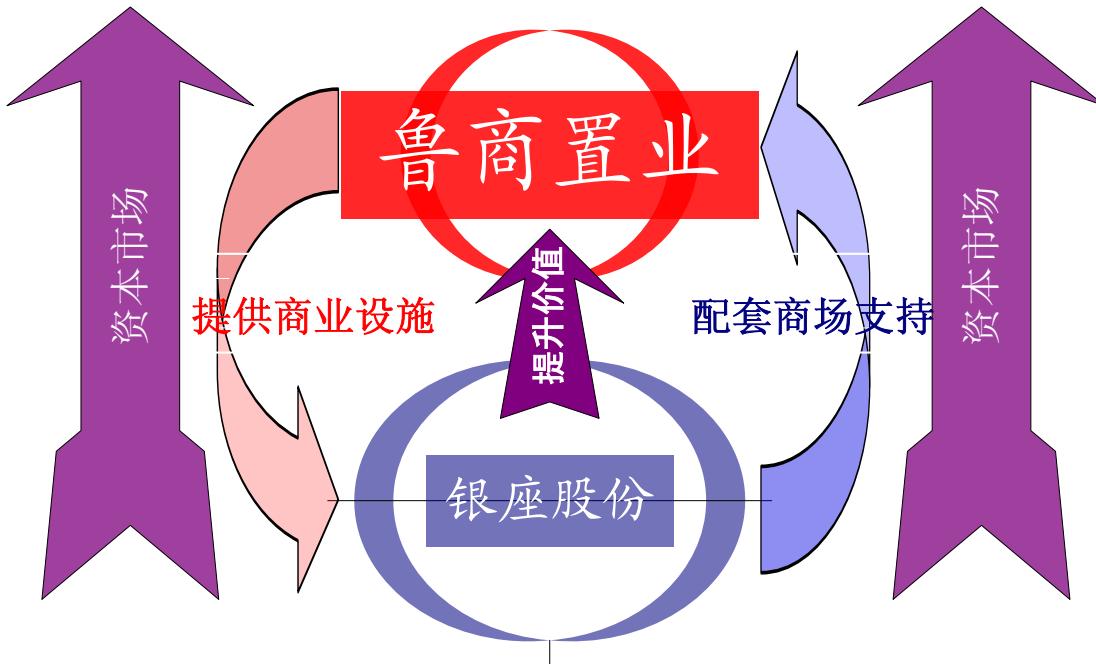
资料来源：东兴证券研究所

**图 16：公司与银座商业联动形成鲁商置业独特的开发模式**



资料来源：东兴证券研究所

图 17：鲁商发展模式+资本市场，公司进军区域龙头加速



资料来源：东兴证券研究所

## 4. 盈利预测和估值

### 4.1 开发项目充足

公司房地产开发项目充足，公司目前正在开发的项目面积在 320 万平方米以上，可供公司三年以上的开发。在济南的商业城中心区域经十路与玉函路交汇处的鲁商广场项目开发接近尾声。鲁商广场建筑面积 20.6 万平方米，一至三层商业部分 10 万平方米，4 至 8 层办公写字楼 3 万平方米，是一个集购物、办公、餐饮、娱乐、休闲、健身、文艺展演、旅游一体的商业中心。其中 8 万平方米的商场已出售给银座股份开设旗舰店，另有 2 万平方米的产权商铺也已在今年上半年基本销售一空。商场计划年底开业。东营银座城市广场建筑面积 20 万平方米，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，目前也正在销售中。

鲁商国奥城项目总占地 5.06 公顷，总建筑面积 35 万 m<sup>2</sup>，由四幢高层甲级写字楼、一栋 SOHO 公寓、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，是一座集办公、住宿、购物、休闲、娱乐于一体的多功能综合建筑体，建成后将成为济南东部标志性城市建筑组群。其中一号楼去年以每平米 1.1 万元的价格出售给国家电网公司，其它楼已在施工建设中。

今年对公司业绩有较大贡献的商品房开发项目有济南的常春藤和御龙湾，青岛的动感世代和蓝岸国际以及北京的蓝岸丽舍。常春藤建筑面积 85 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。一期 9-28# 栋已销售完毕，二期 1-8# 楼正在销售，销售均价 4200 元。近期 29-32# 楼也已进入开盘销售。御龙湾建筑面积 14 万平方米，是包括独栋、双拼、联排、四组院等高端别墅产品。青岛的动感世代建筑面积 18 万平方米，建成后共可容纳约 1800 户家庭。整个小区将由 11 个高层、8 个花园洋房和 15 个高层共计 34 栋楼组成。蓝岸国际项目 1 期和 2 期由 8 栋 33 层的高层住宅组成，小区 1 期和 2 期总占地面积 80 亩，总建筑面积 26 万平方米，气势恢宏、色调欢快、风格俊朗。项目分三期开发，1 期共 1、2、3、4 号四座，1 期和 2 期建设面积 111070.08 平米，总户数 1221 户。北京蓝岸丽舍一期已销售，二期在售，并已基本售罄。销售均价在 16000 元/平方米，目前三期也在六月已开售。蓝岸丽舍为鲁商品牌在北京市场的拓展打下良好的基础。临沂沂龙湾项目总占地面积 1200 亩，沂龙湾现已开发 11.8 万平方米，目前新开的凤凰城已成公司在当地的一个热售产品。

青岛燕儿岛项目地处青岛最繁华的香港中路，该地集中了岛城大部分的金融机构、高商贸办公及主要的高端购物消费场所。该地块已成为目前青岛市地产开发的黄金地块。燕儿岛项目系旧城改造项目，是青岛市“两改”重点项目。该项目是公司在去年新拍的项目，项目规划总建筑面积约为 74.47 万平方米，其中高住宅约 31 万平方米，回迁住宅约 10 万平方米，投资型公寓约 7.5 万平方米，四星级酒店及酒店式公寓 5 万，商业约 9 万平方米，办公楼约 12.5 万平方米。计划总投资 100 亿元，建成后将成为青岛市最具代表性项目。项目一期 19.8 万平方米，以 160 平方米的主力房型为主。近期将开盘，预计销售价格 2.6 万元左右，目前预状况好。后期还有二期和三期的建设规划。二期将建设有 5A 级写字楼和商场，计划明年开工，2012 年竣工。燕儿岛项目不但提升了公司在青岛的房地产开发地位，同时将给公司明后二年带来可观的收益。

**图 18：青岛燕儿岛项目位置地处繁华地区**


资料来源：东兴证券研究所

**图 19：青岛燕儿岛项目一期施工工地**


资料来源：东兴证券研究所

图 20：青岛燕尔岛项目一期施工工地



资料来源：东兴证券研究所

图 21：公司与银座商业联动形成鲁商置业独特的开发模式



资料来源：东兴证券研究所

## 4.2 业绩预测和投资评级

鲁商置业股份有限公司是山东省商业集团总公司重要产业，更是集团的效益支柱型产业。一方面公司业务面临广阔的发展空间，借壳上市后公司将把握宏观调控带来行业集中化趋势的有利时机做大做强；另一方面公司最大限度地整合了集团的优势，在山东省同行中具备很大的竞争优势，携手银座股份拥有独特和稳定的开发模式。

我们预测公司 2010 年至 2012 年每股收益分别为 0.78 元/股、0.99 元/股和 1.43 元/股，相对应的 PE 为 10.29、8.15 和 5.63。

公司的 NAV 为 8.18 元， $P/NAV = 0.99$ 。

公司拥有“鲁商发展模式”成长性强于一般房地产开发公司，公司成为区域性速度在加快，我们给予“推荐”的投资评级。

表 3 公司 NAV 估值

	金额（亿元）
开发项目增值	81.23
净资产	6.93
净负债	6.26
总股本	100096.8
NAV	8.18 (元)

资料来源：东兴证券研究所

**表 4 公司建设项目收入预测**

项目名称	面积		2010E			2011E			2012E		
	(万m <sup>2</sup> )	权益	面积	均价	毛利率	面积	均价	毛利率	面积	均价	毛利率
鲁商国奥城-写字楼	16	100				4	12000	29%	8	13000	30%
鲁商国奥城-酒店及商业	6	100							4	14000	47%
鲁商国奥城-公寓	7	100							5	12000	37%
济南鲁商广场-商业	2	100	2	35000	66%						
济南鲁商广场-写字楼	3	100	1	14000	36%	2	15000	36%			
东营银座城市广场	21	85	3	6000	25%	6	6600	27%	2	7300	29%
鲁商·长春藤	80	100	6	4200	29%	6	4620	31%	6	5000	31%
青岛·鲁商动感世代	18	100	3	3900	28%	3	4290	30%	4	4700	32%
青岛·一山一墅	9.7	100	0.1	14000	36%	3	15000	36%	3	16500	38%
鲁商·御龙湾	14	100	4	14500	31%	4	16000	33%	4	17600	35%
重庆·鲁商云山原筑	6	50	2	9000	26%	3	9900	28%	1	10890	30%
北京蓝岸丽舍	19	100	5	16000	39%	5	17600	40%	5	19360	42%
青岛燕儿岛项目	74.5	75				4	26000	51%	4	31000	56%
临沂沂龙湾	7.6	100	3	4500	29%	3	4950	31%	2	5400	32%
临沂凤凰城	12	100				3	10000	41%	3	11000	43%
青岛蓝岸国际	26	100	12	6500	23%	6	7150	25%	6	7800	27%
小计	321.8		41.08			52			57		

资料来源：东兴证券研究所

**风险提示：**1、公司目前资产负债率比较高，进一步拿地和拿开发项目的能力会受到一定影响。由于公司国资背景大股东在当地实力较强、信用好，且大股东另一上市公司银座股份的现金流比较好，大股东有能力在关键时刻给予有效支持，目前我们不担心公司资产负债率高会给公司正常的开发带来不利影响。

2、上半年政府的调控政策是“高举快打”，下半年政策调控的压力依然存在，这会給公司下半年的经营带来不确定的负面影响。但我们认为下半年政府的调控政策还是需要在观察已出台政策的调控作用释放前提下进行。另外目前调控作用已较明显地显现，下半年的政策应该是高举下主要以“围而不打”的形式存在。从目前情况来看，下半年销售市场主要是波动，不会出现较大幅度的下降。

资产负债表				单位:百万元				利润表				单位:百万元				
	2009A	2010E	2011E	2012E					2009A	2010E	2011E	2012E				
<b>流动资产合计</b>	7155	10047	13942	18122	<b>营业收入</b>				2500	3758	4999	6540				
货币资金	831	1203	1600	2093	<b>营业成本</b>				1596	2369	3221	4025				
应收账款	516	772	959	1218	营业税金及附加				234	225	300	392				
其他应收款	24	36	48	63	营业费用				57	75	100	131				
预付款项	834	1545	2511	3719	管理费用				38	60	80	105				
存货	4941	6490	8824	11029	财务费用				1	-10	-14	-18				
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失				-1.69	1.00	1.00	1.00				
<b>非流动资产合计</b>	81	80	79	78	公允价值变动收益				0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	25	25	25	25	投资净收益				11.63	12.00	14.40	15.84				
固定资产	8.41	7.41	6.41	5.41	<b>营业利润</b>				588	1050	1325	1920				
无形资产	0	0	0	0	营业外收入				0.77	1.00	1.50	2.25				
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出				3.15	3.00	4.50	6.75				
<b>资产总计</b>	7236	10127	14021	18200	<b>利润总额</b>				586	1048	1322	1915				
<b>流动负债合计</b>	4982	7322	10522	13696	所得税				146	262	331	479				
短期借款	200	698	1295	978	<b>净利润</b>				440	786	992	1436				
应付账款	542	779	882	1103	少数股东损益				1	1	1	1				
预收款项	1866	3745	6245	9514	归属母公司净利润				439	785	991	1436				
<b>非流动负债合计</b>	1561	1561	1561	1561	EBITDA				594	1040	1312	1902				
长期借款	1257	1257	1257	1257	<b>EPS (元)</b>				0.44	0.78	0.99	1.43				
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>											
<b>负债合计</b>	6543	8883	12083	15257					2009A	2010E	2011E	2012E				
少数股东权益	53	54	54	55	<b>成长能力</b>											
实收资本（或股本）	1001	1001	1001	1001	营业收入增长				-4.2%	50.32%	33.00%	30.83%				
资本公积	319	319	319	319	营业利润增长				385.7%	78.46%	26.27%	44.84%				
未分配利润	-780	-309	285	1147	归属于母公司净利润增长				244.7%	78.67%	26.25%	44.86%				
归属母公司股东权益合计	640	1190	1883	2888	<b>获利能力</b>											
<b>负债和所有者权益</b>	7236	10127	14021	18200	毛利率(%)				36%	37%	36%	38%				
<b>现金流量表</b>				单位:百万元				净利率(%)				2009A				
	2009A	2010E	2011E	2012E					总资产净利润(%)				2010E	2011E	2012E	
<b>经营活动现金流</b>	48	110	70	1207					60%				66%	53%	50%	
净利润	440	786	992	1436	<b>偿债能力</b>								18%	21%	20%	22%
折旧摊销	4.66	0.00	1.00	1.00	资产负债率(%)				90%				88%	86%	84%	
财务费用	1	-10	-14	-18	流动比率				1.44				1.37	1.33	1.32	
应付帐款的变化	202	237	104	220	速动比率				0.44				0.49	0.49	0.52	
预收帐款的变化	1566	1879	2499	3270	<b>营运能力</b>											
<b>投资活动现金流</b>	-186	11	13	15	总资产周转率				0.42				0.43	0.41	0.41	
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率				9.62				5.83	5.78	6.01	
长期投资	24.699	24.699	24.699	24.699	应付帐款周转率				5.67				5.69	6.02	6.59	
投资收益	11.629	12.000	14.400	15.840	<b>每股指标(元)</b>											
<b>筹资活动现金流</b>	38	251	314	-729	每股收益(最新摊薄)				0.44				0.78	0.99	1.43	
短期借款	200	698	1295	978	每股净现金流(最新摊薄)				-0.10				0.37	0.40	0.49	
长期借款	1257	1257	1257	1257	每股净资产(最新摊薄)				0.64				1.19	1.88	2.89	
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>											
资本公积增加	-175	0	0	0	P/E				18.34				10.29	8.15	5.63	
财务费用	-0.89	10.17	14.01	18.46	P/B				12.62				6.79	4.29	2.80	
<b>现金净增加额</b>	-100	371	397	493	EV/EBITDA				15.54				8.97	7.26	4.58	

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的管理和处置工作。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供之信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。