

2010年8月27日

# 鲁商置业

## 下调盈利预期

**A**
**持有**

600223.SS - 人民币 8.21

目标价格: 人民币 9.10 (↓11.68)

**田世欣**

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

**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(%)	(34)	(5)	8	(22)
相对新华富时A50指数(%)	(9)	(4)	9	(5)

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)	1,726
3个月日均交易额(人民币 百万)	51
10年末净负债比率(%)	81.5
10年末每股评估净资产值(人民币)	10.71
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

**中银国际证券有限责任公司**

鲁商置业 2010 年上半年实现营业收入 4.73 亿元，实现净利润 4,199 万元，每股收益 0.04 元，同比增长 57%。我们下调 2010-12 年的盈利预测，维持**持有**评级，但下调目标价格至 9.10 元。

**支撑评级的要点**

- 上半年业绩低于我们预期，主要利润贡献来自山东鲁商置业的常春藤和鲁商广场项目，以及临沂鲁商地产的凤凰城项目。
- 下半年由于高毛利项目结转，利润率将有所提高。
- 期末预售帐款 28 亿元，对我们全年预测收入的锁定率约为 70%，锁定率偏低。供应量集中在下半年，销售任务比较艰巨
- 资产负债率进一步提高，资金面紧张问题依然存在。

**评级面临的主要风险**

- 负债率过高，下半年销售目标不能达成，宏观经济和政策波动。

**估值**

- 考虑到上半年销售情况未达到预期，我们下调了公司 2010-2012 年的盈利预测 6.5%、4.0% 和 3.9%。鲁商置业所处的山东地区房地产形势良好，但鉴于公司在管理效率、信息披露、负债率等方面的问题，我们维持**持有**评级，并将目标价格从 11.68 元下调到 9.10 元，相当于 2010 年末 NAV 15% 折价和 12.8 倍 2010 年市盈率。

**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	4,810	5,420	5,971
变动(%)	-	(4)	92	13	10
净利润(人民币 百万)	(348)	440	714	1,030	1,104
变动(%)	(0.348)	0.440	0.714	1.029	1.103
全面摊薄每股收益(人民币)			(226.6)	62.3	44.2
变动(%)				7.2	
原来预测每股收益(人民币)			0.763	1.073	1.147
调整幅度(%)			(6.5)	(4.1)	(3.9)
市盈率(倍)	N/M	18.7	11.5	8.0	7.4
每股现金流量(人民币)	(0.51)	0.05	0.20	1.10	1.24
价格/每股现金流量(倍)	(16.1)	169.8	40.7	7.5	6.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	15.3	8.8	5.8	5.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.057	0.082	0.088
股息率(%)	0.0	0.0	0.7	1.0	1.1

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.bociresearch.com](http://www.bociresearch.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。

## 半年报不及预期

鲁商置业 2010 年上半年实现营业收入 4.73 亿元，同比增加 74.33%，实现净利润 0.42 亿元，同比增长 56.74%。每股收益 0.04 元，半年报不及预期。

公司本期利润主要来自于山东鲁商置业，主要的常春藤和鲁商广场项目，以及临沂鲁商地产的凤凰城项目。二者的利润贡献分别为 3,890 和 1,971 万元。

上半年公司房地产销售业务收入 4.48 亿元，其中房地产销售收入 4.48 亿元，毛利率 33.3%，比上年同期下降 2 个百分点。主要原因是结算结构方面，即临沂凤凰城和常春藤的利润率偏低。下半年随着蓝岸丽舍、蓝岸国际等高毛利率项目结算，预计综合毛利率将上升至 37% 左右。

## 锁定率较低，下半年销售任务艰巨

公司上半年实现合同销售额 15 亿元，同比增长 118.7%，期末预收帐款 28.2 亿元，比年初增加 9.5 亿元。其中占比较大的项目是蓝岸丽舍、青岛蓝岸国际、常春藤、鲁商广场和凤凰城，分别为 9.45、6.13、4.99、2.53 和 2.42 亿元。

目前公司预收帐款对 2010 年我们的预测收入锁定率为 70%，锁定情况不佳。下半年公司推盘量高于上半年，完成全年销售目标的任务艰巨。

## 负债率过高

公司上半年经营性现金流为 -0.68 元，较去年的正现金流恶化。年末公司资产负债率和净负债率分别为 91.6% 和 129.7%，仍然处于高风险位置。

鉴于财务紧张，公司上半年未新获土地，仅在 8 月份拍卖获得济宁市中区王母阁片区城中村改造南池公馆地块，占地面积 14.1 万平米，建筑面积 30.9 万平米，平均地价 1,370 元/平米。公司未披露储备总额，根据我们估计，目前公司可结算土地储备建筑面积约为 420 万平米。

## 调低盈利预测

鲁商置业是植根山东省的本土国有地产上市公司，虽然公司业务所处的济南、青岛地区销售形势较好，受到宏观调控的影响不大，但公司过往管理效率偏低、信息披露不透明，上半年销售锁定不佳，负债率过高等都是影响我们对其判断的因素。我们下调了公司 2010-2012 年的盈利预测，调整幅度分别为 6.5%、4.0% 和 3.9%。维持公司的持有评级，但将目标价格从 11.68 元下调到 9.10 元，相当于 2010 年末 NAV15% 折价和 12.8 倍 2010 年市盈率。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比增长 %
<b>营业收入</b>	271	473	74
营业成本	(175)	(313)	79
营业税	(18)	(32)	77
<b>毛利润</b>	79	128	63
其他收入	(9)	1	(113)
销售费用	(17)	(48)	188
管理费用	(13)	(19)	44
<b>经营利润</b>	39	62	57
投资收益	3	2	(35)
财务成本	(3)	(1)	(71)
营业外收支	(1)	(1)	(42)
<b>税前利润</b>	37	62	67
所得税金	(11)	(22)	110
少数股东权益	0	2	453
<b>净利润</b>	26	42	57
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	29	27	
经营利润率	15	13	
净利率	10	9	

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	4,810	5,420	5,971
销售成本	(2,316)	(1,830)	(3,525)	(3,625)	(4,002)
经营费用	29	(89)	(206)	(216)	(238)
息税折旧前利润	324	581	1,079	1,580	1,732
折旧及摊销	(246)	(5)	(1)	(1)	(1)
经营利润(息税前利润)	78	576	1,078	1,578	1,731
净利息收入/(费用)	(285)	0	(11)	(9)	(7)
其他收益/(损失)	(47)	11	0	0	0
税前利润	(255)	587	1,068	1,569	1,724
所得税	(109)	(146)	(267)	(392)	(431)
少数股东权益	16	(1)	(86)	(147)	(190)
净利润	(348)	440	714	1,030	1,104
核心净利润	(260)	439	714	1,030	1,104
每股收益(人民币)	(0.348)	0.440	0.714	1.029	1.103
核心每股收益(人民币)	(0.260)	0.439	0.714	1.029	1.103
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.057	0.082	0.088
收入增长(%)	n.a.	(4)	92	13	10
息税前利润增长(%)	n.a.	640	87	46	10
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	79	86	46	10
每股收益增长(%)	n.a.	(227)	62	44	7
核心每股收益增长(%)	n.a.	(269)	63	44	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	1,068	1,569	1,724
折旧与摊销	246	5	1	1	1
净利润息费用	285	0	11	9	7
运营资本变动	(634)	(382)	(873)	(481)	(492)
税金	(109)	(146)	(267)	(392)	(431)
其他经营现金流	(43)	(16)	263	392	431
经营活动产生的现金流	(509)	48	202	1,099	1,240
购买固定资产净值	(55)	(3)	2	3	4
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(6)	(183)	(535)	(269)	(212)
投资活动产生的现金流	(61)	(186)	(532)	(266)	(208)
净增权益	390	13	0	0	0
净增债务	679	(79)	1,053	(359)	(222)
支付股息	(144)	(189)	(57)	(82)	(88)
其他融资现金流	0	294	(535)	(269)	(212)
融资活动产生的现金流	925	38	461	(710)	(522)
现金变动	355	(100)	131	122	510
期初现金	38	823	831	962	1,084
公司自由现金流	(570)	(138)	(330)	832	1,032
权益自由现金流	109	(216)	722	474	810

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	962	1,084	1,594
应收帐款	73	548	240	271	299
库存	3,632	4,941	7,696	8,401	9,554
其他流动资产	185	834	605	608	504
流动资产总计	4,712	7,155	9,504	10,364	11,951
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	73	79	84
长期资产总计	93	81	80	85	90
总资产	4,805	7,236	9,584	10,450	12,040
应付帐款	2,072	2,161	3,208	3,191	3,528
短期债务	200	200	1,253	894	672
其他流动负债	793	2,621	2,517	2,675	2,929
流动负债总计	3,065	4,982	6,978	6,760	7,129
长期借款	1,278	1,257	874	874	874
其他长期负债	4	304	303	304	336
股本	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
储备	(619)	(361)	296	1,244	2,259
股东权益	382	640	1,297	2,245	3,260
少数股东权益	76	53	132	267	442
总负债及权益	4,805	7,236	9,584	10,450	12,040
每股帐面价值(人民币)	0.38	0.64	1.30	2.24	3.26
每股有形资产(人民币)	0.38	0.64	1.30	2.24	3.26
每股净负债/(现金)(人民币)	0.65	0.63	1.16	0.68	(0.05)

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	22.4	29.1	29.0
息税前利润率	3.0	23.0	22.4	29.1	29.0
税前利润率	(9.8)	23.5	22.2	28.9	28.9
净利率	(13.3)	17.6	14.9	19.0	18.5
<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.	83.5	131.3	162.9
净权益负债率(%)	143.0	90.3	81.5	27.2	净现金
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	N/M	18.7	11.5	8.0	7.4
核心业务市盈率	N/M	18.7	11.5	8.0	7.4
目标价对应核心业务市盈率	N/M	20.8	12.8	8.8	8.3
市净率	21.5	12.8	6.3	3.7	2.5
价格/现金流	(16.1)	169.8	40.7	7.5	6.6
企业价值/息税折旧前利润	27.5	15.3	8.8	5.8	5.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	572.5	854.8	654.2	810.4	818.9
应收帐款周转天数	10.2	45.3	29.9	17.2	17.4
应付帐款周转天数	289.7	309.0	203.7	215.5	205.3
<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	73.8	58.2	40.1
资产收益率	1.6	7.2	9.6	11.8	11.5
已运用资本收益率	4.1	28.2	37.9	40.4	36.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 25 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票据的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表，在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打 : 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打 : 10800 1521065  
新加坡客户请拨打 : 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371