



鲁商置业（600223）： 业绩有待于下半年释放

2010年8月27日

推荐/维持

鲁商置业

年报点评

郑闵钢	房地产行业分析师 执业资格证号:S1480208060050
	Zhengmg@dxzq.net.cn 010-66507310

事件：

公司发布2010年半年度报告，公司实现营业收入4.73亿元，比上年同期增加74.33%，实现利润总额0.62亿元，比去年同期增长67.82%，实现归属于母公司所有者的净利润0.42亿元，同比增长56.74%。实现合同销售额15亿元，同比增长118.66%。稀释后每股收益0.0420元。同比增长56.72%。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	1955.84	118.85	152.55	446.18	1782.57	141.99	331.13
增长率（%）	575.60%	-17.64%	-58.59%	213.92%	-8.86%	19.47%	117.06%
毛利率（%）	27.10%	29.61%	40.31%	28.51%	38.13%	39.44%	31.34%
期间费用率（%）	7.47%	7.94%	13.20%	3.68%	2.75%	21.52%	11.25%
营业利润率（%）	18.14%	15.80%	15.37%	18.29%	26.05%	12.47%	13.63%
净利润（百万元）	238.74	13.47	17.00	60.77	348.77	11.04	28.72
增长率（%）	25.33%	-111.60%	-105.71%	-143.81%	46.09%	-18.02%	68.93%
每股盈利（季度，元）	0.221	0.013	0.018	0.060	0.349	0.012	0.030
资产负债率（%）	90.46%	90.06%	91.28%	91.51%	90.42%	90.98%	91.59%
存货周转率（%）	52.09%	2.85%	3.48%	11.06%	50.33%	1.57%	3.92%
应收帐款周转率（%）	4.97%	0.28%	0.30%	0.94%	4.82%	0.14%	0.33%

积极因素：

- 上半年合同销售额有较好增长。报告期内，公司加强市场调研，密切关注市场变化和价格走势，对各项目营销节点准确把握，取得了较好的效果，实现合同销售额15亿元，同比增长118.66%。
- 建设项目充足，下半年结算将增多。公司目前在建的项目有鲁商常春藤、鲁商国奥城、青岛鲁商中心、蓝岸国际、动感世代、一山一墅、鲁商凤凰城、东营银座城市广场、鲁商云山原筑和北京蓝岸丽舍项目等十余个项目。上半年主要结算项目是临沂的凤凰城项目、济南的常春藤项目和鲁商广场项目。截止6月份，公司预收款为28.19亿元，比年初的18.66亿元增加了近十个亿，预计下半年结算的项目将增大。
- 取得新开发项目。公司目前在山东开发项目主要在济南、青岛、东营和临沂等城市，所开发项目总建筑面积在400万平方米以上。近期公司在山东又新取得济宁市开发土地。该土地地处济宁市王母阁片区范围内，规划路以东、南池公园西路以

西、规划路以南、铁北路以北），土地面积141129 平方米，用地性质及年期为商业40 年，住宅70 年，容积率2.19，宗地状况为净地，成交价42350 万元，楼面价为3000元/平方米。公司在现有项目能满足三年开发的基础上，新取得的土地一是更好地满足了公司快速开发扩大增长的需要，二是使得公司在山东的东南区域新增一个经济实力较好的项目开发城市。

消极因素：

- 在政策持续调控下，二季度以来对房地产的销售产生较大的影响。在销售减缩的情况下，也对公司的销售产生一定的影响。如果下半年政策仍从严，会对公司下半年的销售产生不利影响，届时也会影响公司全年收益。

业务展望：

- 盈利好的项目下半年将进入结算。上半年公司所结算的收入主要来源济南和常春藤项目和鲁商广场项目的小部分以及临沂的凤凰城项目。从结算的项目来看，上半年结算的住宅项目主要是低价格城市的项目，且济南销售价格较好的御龙湾项目也没实现结算。下半年除鲁商广场项目其它大部分继续进入结算外，北京和青岛等地销售业绩好的北京蓝岸丽舍、青岛蓝岸国际、青岛一山一墅等也将进入结算阶段。目前公司预收款已增至28.19亿元，预计下半年的结算收入将有很大增长。
- 拥有很好的开发模式，发展潜力大。大股东鲁商集团旗下有商业、酒店旅游、传媒产业资源，公司的房地产业务与集团的银座商业有很强的互补性。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。鲁商置业的房地产业务是通过整合集团旗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。公司房地产与银座商业联动已形成了鲁商置业独特的开发模式。公司在山东省同行中具备很大的竞争优势，拥有“鲁商开发模式”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。下半年开始公司的收益增长被提速。

盈利预测

- 预计公司2010年、2011年和2012年的营业收入分别为37.58亿元、49.99亿元和65.40亿元，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。

投资建议：

- 我们维持对公司“推荐”的投资评级。

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				
流动资产合计	7155	10047	13942	18122	营业收入				2500	3758	4999	6540				
货币资金	831	1203	1600	2093	营业成本				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				
非流动资产合计	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	营业利润				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				
资产总计	7236	10127	14021	18200	利润总额				586	1048	1322	1915				

流动负债合计	4982	7322	10522	13696	所得税	146	262	331	479	
短期借款	200	698	1295	978	净利润	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	
非流动负债合计	1561	1561	1561	1561	EBITDA	594	1040	1312	1902	
长期借款	1257	1257	1257	1257	EPS (元)	0.44	0.78	0.99	1.43	
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	6543	8883	12083	15257			2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	53	54	54	55	成长能力					
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	获利能力					
负债和所有者权益	7236	10127	14021	18200	毛利率(%)	36%	37%	36%	38%	
现金流量表					净利率(%)	18%	21%	20%	22%	
	2009A	2010E	2011E	2012E	总资产净利润(%)	6%	8%	7%	8%	
经营活动现金流	48	110	70	1207	ROE(%)	69%	66%	53%	50%	
净利润	440	786	992	1436	偿债能力					
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	营运能力					
投资活动现金流	-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	应付账款周转率	5.67	5.69	6.02	6.59	
投资收益	11.629	12.000	14.400	15.840	每股指标(元)					
筹资活动现金流	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	估值比率					
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	
现金净增加额	-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年加盟东兴证券股份公司研究所。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。