



鲁商置业（600223）： 省外扩张大步伐，推荐

2010年11月18日

推荐/维持

鲁商置业

事件点评

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11月17日，公司全资子公司山东省鲁商置业有限公司取得与哈尔滨市地产交易中心签订的《中标通知书》，确认山东省鲁商置业有限公司经过竞投，取得哈尔滨市编号为NO.2010HTZ01-08的八宗国有建设用地使用权（宗地位置：哈尔滨市南岗区学府路368号），宗地状况为净地，土地总面积约84.6万平方米，用地性质及年期为商服40年，住宅70年。土地总体成交价款为4,567,467,000元。

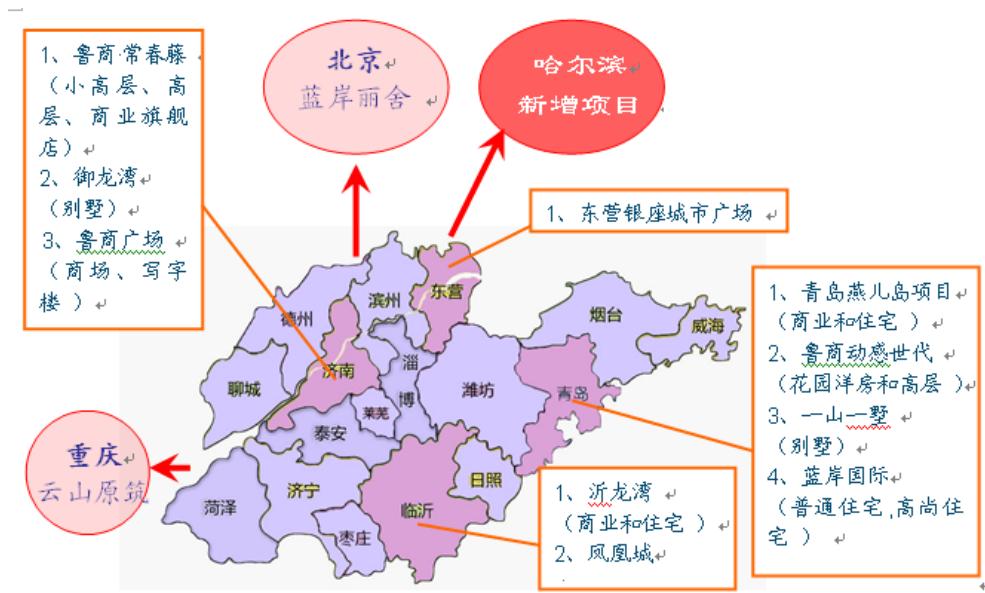
点评：

1. 走出山东又得“城池”，扩张步伐加大

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。此次在哈尔滨市取得项目使得公司在巩固山东省地位同时又向全国重要城市推进，公司扩张步伐加大。

图 1：公司项目布局情况



資料來源：東大師哲研究所。

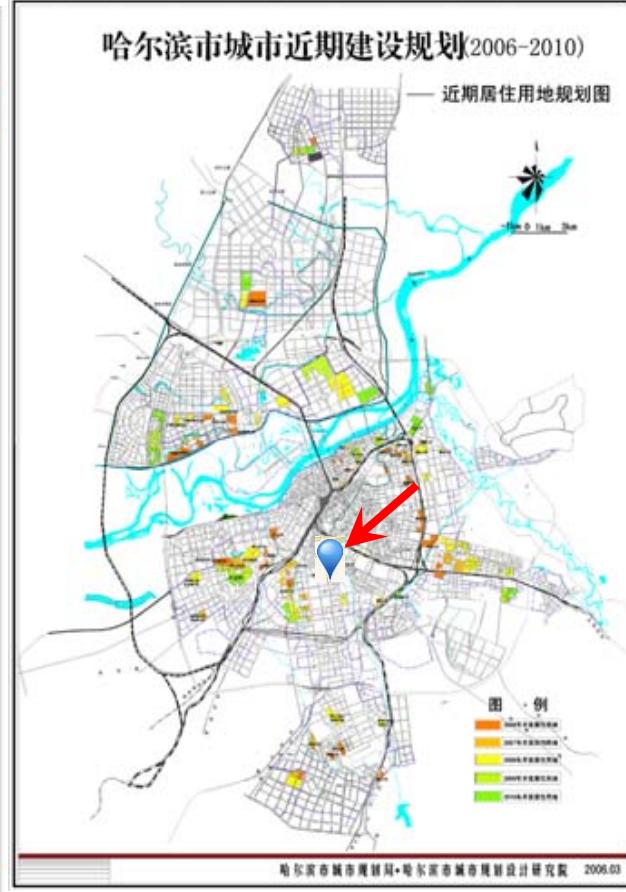
根据哈尔滨市城市近期建设规划，哈尔滨市居住区建设按新区开发、危棚房改造、功能调整三大类进行住宅建设，重点是形成南岗南部、道里西部、香坊东部等九大片区，形成37个居住区、31个居住小区、31个居住组团。公司此次取得的项目，地处南岗区南部的高校聚集区，有很好看开发前景。根据哈尔滨市城市总体规划（2010—2020年）（报批稿），城市空间发展策略是“北跃、南拓、中兴”。公司项目的建设与城市发展相紧密呼应，开发前景理想。根据公司公告，此次中标地块的住宅楼面地价为每平方米人民币1,914元，商服楼面地价为每平方米人民币2,770元，目前周边的商品住宅的销售价格在6000元以上。

图2：哈尔滨市城市近况



资料来源：东兴证券研究所

图3：公司新增项目位置

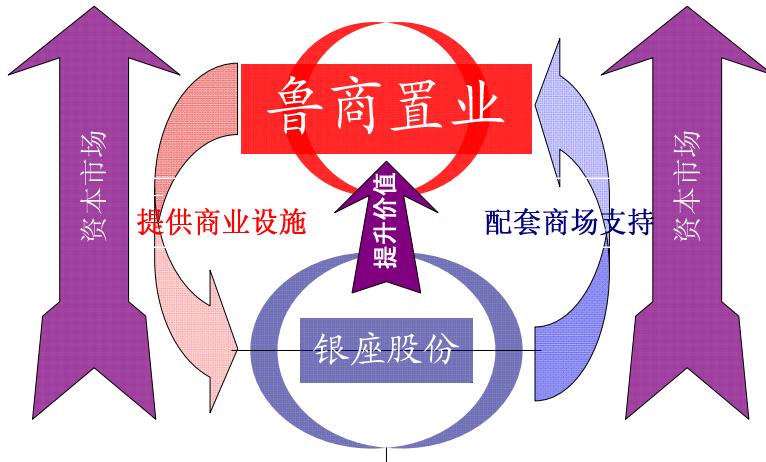


资料来源：东兴证券研究所

2. 公司拥有优势的开发模式

集团的大股东拥有商业、酒店旅游、传媒产业资源。鲁商置业的房地产业务与集团的银座商业有很大的互补性，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。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，此次公司向哈尔滨市进军进一步表明公司优势的开发模式拥有强大扩张能力。

图 4：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

3. 投资建议

鲁商置业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。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。公司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。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。此次公司在哈尔滨市取得项目使得我们更加看好公司的中长期发展。此次我们对10年收益有所下调，预测公司2010年至2012年每股收益分别为0.68元/股、0.99元/股和1.43元/股，相对应的PE为10.52、7.24和5.00。维持对公司“推荐”的投资评级，半年的目标价12元。

资产负债表				利润表					
	单位:百万元				单位:百万元				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	7155	8881	13833	18013	营业收入	2500	3206	4999	6540
货币资金	831	1256	1600	2093	营业成本	1596	2007	3221	4025
应收账款	516	659	959	1218	营业税金及附加	234	192	300	392
其他应收款	24	31	48	63	营业费用	57	64	100	131
预付款项	834	1437	2403	3610	管理费用	38	51	80	105
存货	4941	5499	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	912	1326	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	8961	13912	18091	利润总额	586	910	1323	1915
流动负债合计	4982	6229	10485	13659	所得税	146	228	331	479
短期借款	200	0	1535	1218	净利润	440	683	992	1436
应付账款	542	660	882	1103	少数股东损益	1	1	1	1
预收款项	1866	3469	5968	9238	归属母公司净利润	439	682	991	1436
非流动负债合计	1561	1561	1561	1561	EBITDA	594	903	1312	1902
长期借款	1257	1257	1257	1257	EPS (元)	0.44	0.68	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	7790	12046	15220		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%	28.22%	55.93%	30.83%
资本公积	319	319	319	319	营业利润增长	385.7%	55.09%	45.32%	44.81%
未分配利润	-780	-371	224	1085	归属于母公司净利润增长	244.7%	55.21%	45.36%	44.83%
归属母公司股东权益合计	640	1117	1811	2816	获利能力				
负债和所有者权益	7236	8961	13912	18091	毛利率(%)	36%	37%	36%	38%
现金流量表				单位:百万元	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	830	-921	1207	ROE (%)	69%	61%	55%	51%
净利润	440	683	992	1436	偿债能力				
折旧摊销	4.66	0.00	1.00	1.00	资产负债率(%)	90%	87%	87%	84%
财务费用	1	-10	-14	-18	流动比率	1.44	1.43	1.32	1.32
应付帐款的变化	202	118	222	220	速动比率	0.44	0.54	0.48	0.51
预收帐款的变化	1566	1603	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	0.40	0.44	0.41
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	9.62	5.46	6.18	6.01
长期投资	24.699	24.699	24.699	24.699	应付账款周转率	5.67	5.33	6.48	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	-416	1251	-729	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.68	0.99	1.43
短期借款	200	0	1535	1218	每股净现金流(最新摊薄)	-0.10	0.42	0.34	0.49
长期借款	1257	1257	1257	1257	每股净资产(最新摊薄)	0.64	1.12	1.81	2.81
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	16.30	10.52	7.24	5.00
财务费用	-0.89	10.44	14.28	18.46	P/B	11.21	6.42	3.96	2.55
现金净增加额	-100	424	344	493	EV/EBITDA	14.02	8.51	6.76	4.24

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。