

# 鲁商置业 (600223): 转型中的区域龙头

行业分类: 房地产

2011.1.15

研究员: 张绍坤

(执业证书编号: S0640511010008)

电话: 0755-83689044

Email: Zskscstock@yahoo.com.cn

联系人: 刁志学、毛艳琼

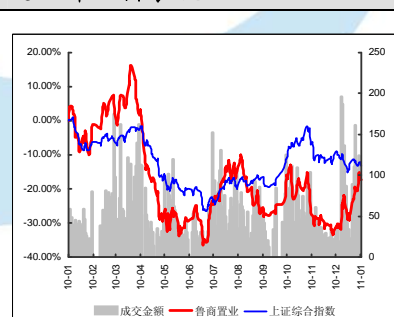
电话: 0755-83520492

Email: diaozhixue@163.com

|           |      |
|-----------|------|
| 6-12个月目标价 | 11元  |
| 当前股价      | 8.6元 |
| 投资评级      | 买入   |

| 基础数据      |       |
|-----------|-------|
| 上证指数      | 2791  |
| 总股本(亿股)   | 10.01 |
| 流通A股(亿股)  | 3.38  |
| 流通B股(百万股) | 0.00  |
| 流通A股市值(亿) | 29    |
| 总市值(亿)    | 85.88 |
| 每股净资产(元)  | 0.73  |
| ROE(09)   | 72.83 |
| 资产负债率     | 91.85 |
| 动态市盈率     | 19.26 |
| 动态市净率     | 11.65 |

近一年股价表现



## 投资要点:

- **大环境促企业转型。**消费升级和经济转型给零售物业带来投资机会, 而为维护社会和谐, 住宅地产将受到国家政策长期调控影响, 销售波动加大而价格上涨放缓, 大环境促进房地产企业转型。
- **公司依托集团, 突破转型资金和商场运营能力壁垒。**往商业综合地产转型的开发商面临商场运营能力和资金的进入壁垒, 鲁商置业通过与集团旗下银座股份协同获得商场运营能力, 并从集团及兄弟公司获得资金支持, 从而突破壁垒, 迅速转型。
- **鲁商广场以自然生态引领购物中心潮流。**同恒隆广场、万达广场和万象城相比, 公司主要产品鲁商广场以自然生态理念为指引, 引领购物中心发展的潮流。依托银座股份在山东的品牌效应和集团的资源, 鲁商广场将在山东境内有较强的竞争优势。
- **山东半岛蓝色经济区战略获批将提升公司价值。**山东半岛蓝色经济区战略已获批准, 给区域覆盖的青岛、烟台和东营等城市带来新的发展机会, 公司27%土地储备位于青岛市, 区域20%的土地价值提升将提升公司净资产价值5.5%, 未来依托集团在省内的影响力, 公司有进一步获得该区域土地的可能。
- **盈利预测与投资评级。**加上燕儿岛等项目, 我们测算公司NAV价值为13.9元, 目前公司股价相对公司NAV折价39%, 参照华润置地估值, 按照25%的折价水平, 公司合理价值是10.4元; 我们预计公司2011年每股盈利是0.74元, 按照行业15倍的动态市盈率, 公司合理价值是11.1元, 公司目前股价被低估, 给予公司买入评级。
- **风险提示:** 公司正向外地拓展, 外地项目能否成功运作存在一定风险。

## 重要财务指标

单位: 百万元

| 主要财务指标    | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2500  | 3218  | 5112  | 8000  |
| 收入同比(%)   | -4%   | 29%   | 59%   | 56%   |
| 归属母公司净利润  | 439   | 623   | 745   | 1063  |
| 净利润同比(%)  | 45%   | 42%   | 20%   | 43%   |
| 毛利率(%)    | 36.1% | 37.5% | 31.5% | 32.0% |
| ROE(%)    | 68.6% | 49.3% | 37.1% | 34.6% |
| 每股收益(元)   | 0.44  | 0.62  | 0.74  | 1.06  |
| P/E       | 19.55 | 13.79 | 11.53 | 8.08  |
| P/B       | 13.42 | 6.80  | 4.28  | 2.80  |
| EV/EBITDA | 16    | 12    | 10    | 6     |

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 一、大环境促进企业转型 .....                      | 3  |
| 1.1, 消费升级和经济转型给零售物业带来投资机会 .....        | 3  |
| 1.2, 住宅开发中期拐点尚未到来, 但将长期受政策打压 .....     | 5  |
| 二、转型中的区域商业地产运营商 .....                  | 7  |
| 2.1, 依托集团, 立足山东, 走向全国 .....            | 7  |
| 2.1.1, 公司进入的城市房价合理, 项目主要位于城市核心区域 ..... | 7  |
| 2.1.2, 集团协同解除资金和商场运营壁垒, 转型中占得先机 .....  | 8  |
| 2.2, 鲁商广场以生态自然取胜, 借助银座品牌优势立足山东区域 ..... | 9  |
| 2.2.1, 商业定位的区别 .....                   | 9  |
| 2.2.2, 运作模式的区别 .....                   | 10 |
| 2.3, 财务状况有待改善, 成本控制较好 .....            | 10 |
| 2.4, 山东半岛蓝色经济区的获批提升公司价值 .....          | 12 |
| 三、业绩预测与估值 .....                        | 12 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1 杭州市优质零售物业首层租金年均增长率达到 14% ..... | 3  |
| 图表 2 SIMON 累计年均回报率达到 19.5% .....    | 3  |
| 图表 3 恒隆广场商场租金收入年均增长率为 26% .....     | 4  |
| 图表 4 2010 年 1 季度各城市各物业初始投资回报率 ..... | 4  |
| 图表 5 基础货币发行仍然较高 .....               | 5  |
| 图表 6 人民币 2005 年开始进入升值通道 .....       | 5  |
| 图表 7 美国政府债务占比接近历史最高水平 .....         | 6  |
| 图表 8 各城市月供收入比处于高位 .....             | 6  |
| 图表 9 公司项目所在城市房地产市场较为健康 .....        | 7  |
| 图表 10 济南鲁商广场位置示意图 .....             | 7  |
| 图表 11 青岛燕儿岛项目示意图 .....              | 7  |
| 图表 12 公司各类产品线项目储备按规划建筑面积比例 .....    | 7  |
| 图表 13 公司项目获取成本较低 .....              | 9  |
| 图表 14 管理和营销费用率处于行业领先水平 .....        | 10 |
| 图表 15 公司销售毛利率处于行业平均水平 .....         | 11 |
| 图表 16 存量资产周转率处于第一队列 .....           | 11 |
| 图表 17 财务状况有待改善 .....                | 11 |
| 图表 18 各公司 NAV 比较 .....              | 12 |
| 图表 19 公司主要财务数据 .....                | 13 |
| 图表 21 公司财务报表预测 .....                | 14 |

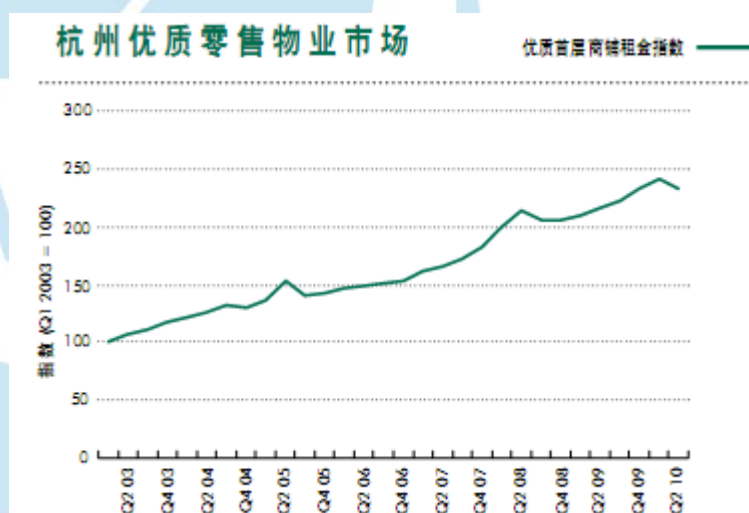
## 一、大环境促进企业转型

### 1.1, 消费升级和经济转型给零售物业带来投资机会

随着土地成本、劳动力成本以及环境成本的提高,中国经济增长方式已经到达一个转折点,依靠增加资源和人力投入的经济增长方式已经较难持续下去,产业结构将发生较大的变化,经济中第三产业占比将逐步提高,经济亦将从外向型经济转向内需服务型经济,经济体中高科技产业的占比将会上升;另一方面,要从低劳动力成本、低环境成本和低土地成本的外向型经济转向内需型经济,中国收入分配机制将会发生较大的变化,劳动者薪酬占 GDP 比例将会有大幅的提升,经济体方能达到平衡,人均可支配收入的提高将带来消费的升级。产业结构调整 and 消费升级将提升单位面积产值,从而提高商业地产的回报率。

零售物业由于零售业态的多样化而呈现多样性,主要包括地区购物中心、社区邻里中心以及库存折扣中心等形态,伴随着中国每年 15% 以上的社会零售总额增长速度,整体来说零售物业的租金增长速度较快,杭州市优质零售物业首层租金 2003-2010 年年均增长速度达到 14%。分各业态来看,地区购物中心致力于奢侈品销售和生活方式再创造,由于好的地段比较稀缺和建设投入较高,同样的地段兴建多家购物中心的可能性较小,行业竞争环境较宽松,租金较为稳定。历史上来看,受上海市居民消费快速增长和消费升级影响,位于上海南京西路的恒隆广场从 2001 年开业以来,租金稳步上升,年均增长速度为 26%,2009 年单项物业投资回报率达到 30% 以上,同样主要业务为购物中心的 simon 集团,累计年均回报率亦达到 19.5%;因此,由于中国零售行业正处于快速发展期,零售物业需求亦较为旺盛,零售物业仍有较大升值空间,持有位于核心区域的零售物业能给企业带来较好的回报。二三线城市正处于起步阶段,提前在二三线城市布局有望获得较好的回报。

图表 1 杭州市优质零售物业首层租金年均增长率达到 14%



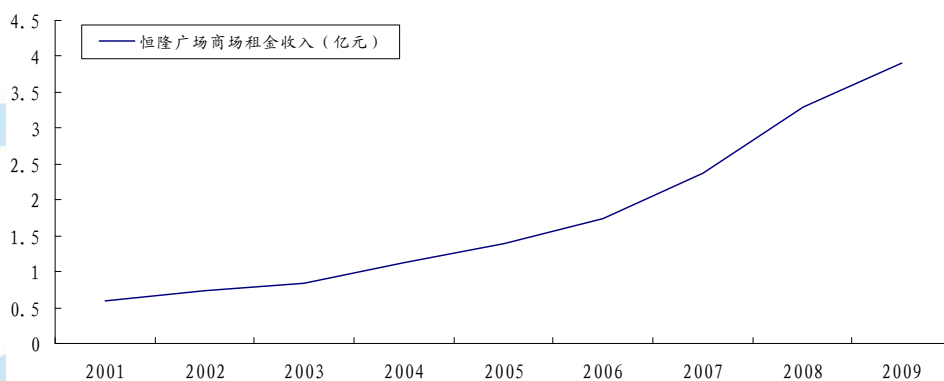
资料来源: CBRE

图表 2 SIMON 累计年均回报率达到 19.5%



数据来源: SIMON 公司公告 中航证券金融研究所

**图表 3 恒隆广场商场租金收入年均增长率为 26%**



数据来源: 恒隆地产公司公告 中航证券金融研究所

当然,企业如果为了回笼现金流,放弃物业升值的机会,直接销售开发完成后的零售物业。按目前的初始租金回报率来看,零售物业价格仍然处于低位,销售价格仍有上升的空间。考虑到人民币每年 2%-2.5% 的升值速度,国外资金要获得 3%-5% 的租金回报,不考虑物业升值,国外资金投资中国零售物业的年收益率亦能达到 6%-8%,在资金成本较低的情况下,基本能够满足国外资金的回报需求,国外资金对零售物业的需求仍将比较旺盛,因此,我们认为零售物业销售价格仍有较大的上升空间,从事开发零售物业的企业亦将获得较好的销售结果。

**图表 4 2010 年 1 季度各城市各物业初始投资回报率**

|    | 办公楼   | 豪华住宅  | 零售    | 工业    |
|----|-------|-------|-------|-------|
| 北京 | 7.50% | 5%    | 8.70% | 9.20% |
| 上海 | 5%    | 4.75% | 5.00% | 6.50% |
| 广州 | 6.50% | 3.10% | 7.00% | Na    |

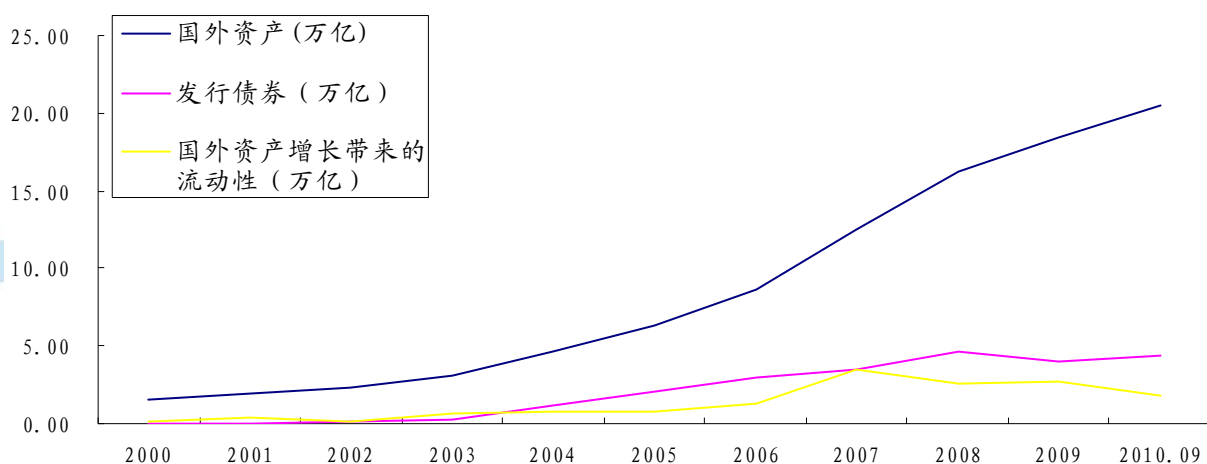
资料来源: CBRE



## 1.2, 住宅开发中期拐点尚未到来, 但将长期受政策打压

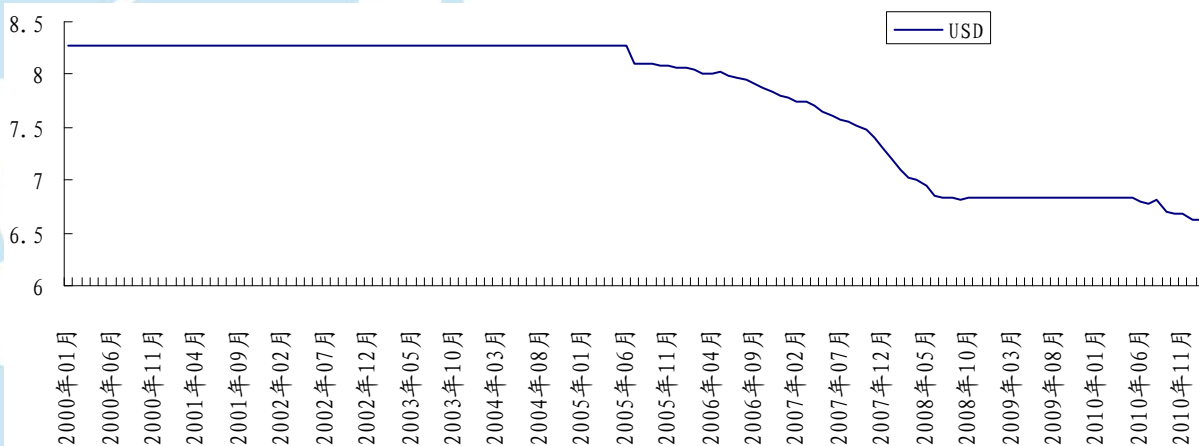
人民币升值预期带来的流动性泛滥 3-5 年内仍然存在, 根源在于美国过度消费而中国过度出口, 结构的不平衡导致外汇储备大幅上升, 从而带来人民币升值压力。在美国过度消费而中国过度出口的背后, 是中国金融体系的低效。金融体系以国有银行为主, 效率较为低下, 从而导致中国储蓄过高而投资太少, 结果是社会总生产大于总需求, 不得不通过出口的方式解决产能过剩问题, 结果是中国在人民币汇率问题上畏首畏脚。在中国金融体系未进行大的改革之前, 人民币升值问题仍将长期存在, 而股市和楼市等资产价格维持和上升成为可能。

**图表 5 基础货币发行仍然较高**



资料来源: 中国人民银行, 中航证券金融研究所

**图表 6 人民币 2005 年开始进入升值通道**

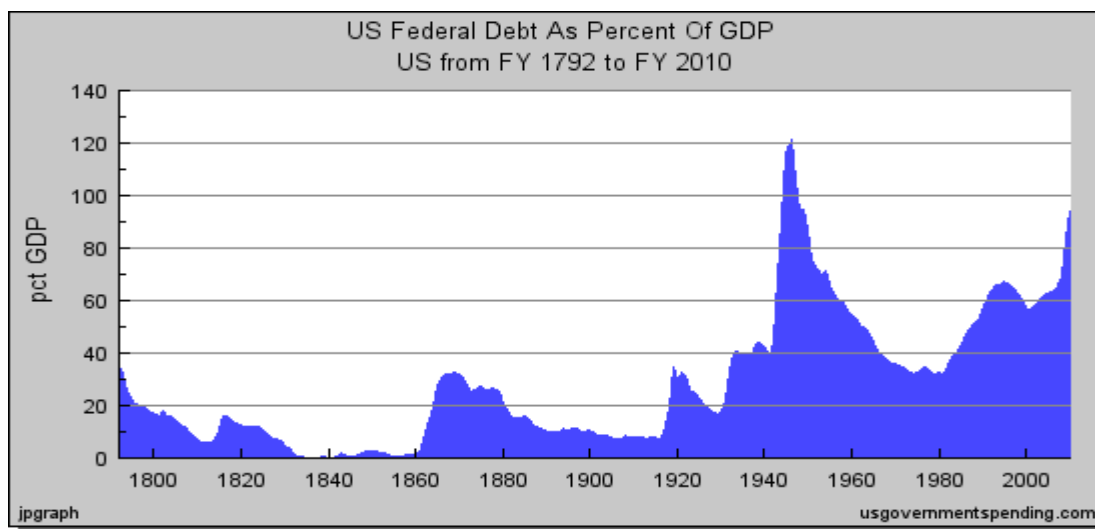


资料来源: wind

在这样的情况下, 我们认为中期来看, 住宅开发发展的拐点并未真正到来, 但是短期内, 中国地产市场走势将受到美国经济复苏进程较大的影响。在美国政府债务占比较高的情况下, 美国政府继续加杠杆的空间已经不是很大, 如果美国经济不能如期复苏, 非农失业率仍处于高位, 居民消费无法如期复苏, 则中美贸易逆差增长速度将放缓, 而导致中国外汇储备增长速度放缓, 人民币升值的压力降低, 整个地产

市场则较难出现整体性的机会；假如美国经济复苏超预期，非农失业率下降，而居民消费回升，则中国外汇储备增速加快导致人民币升值的压力加大，最终给市场带来整体性的机会。

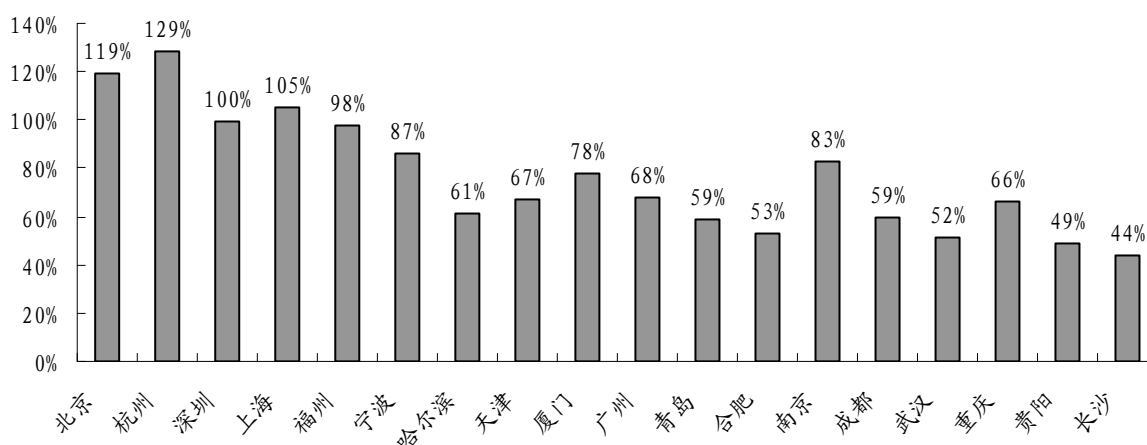
图表 7 美国政府债务占比接近历史最高水平



资料来源: [usgovernmentspending.com](http://usgovernmentspending.com)

从目前各个主要城市的月供收入比来看，各城市月供收入比大部分接近或已超过一线城市 100%，二线城市 70% 的合理上限，居民对房价的负担能力较低，为维护社会的和谐，房地产长期调控政策成为可能，随着政策的松紧，住宅开发行业亦将随之波动。

图表 8 各城市月供收入比处于高位



数据来源: 统计局

因此，地产行业大环境的转变，原有的单纯拿地开发模式受到政策打压和有效需求下降的影响，发展速度将放缓而发展历程将波动更大，促进地产企业开始考虑在战略上进行调整，以便在未来的竞争中占据一席之地。转型的方向有做细分市场，往度假旅游地产、养老地产、高端地产等方向积累经验，也有往新的产品线转移，地产+商业，地产+服务，其中也有像万科、恒大和佳兆业继续在二三线城市做中低端住宅

这样的坚守者。

## 二、转型中的区域商业地产运营商

### 2.1, 依托集团, 立足山东, 走向全国

#### 2.1.1, 公司进入的城市房价合理, 项目主要位于城市核心区域

公司区域定位较为清晰, 公司项目主要位于山东省内, 以济南和青岛为核心经营城市, 并已拓展至山东省内有潜力的三线城市, 向外发展至重庆、北京和哈尔滨、锦州等城市, 已有项目分布在济南、青岛、泰安、东营、临沂、重庆、北京、哈尔滨和锦州等城市, 在城市的选取上, 公司较为理性, 所选取的城市房地产价格较为合理, 有利于降低调控政策的影响。

图表 9 公司项目所在城市房地产市场较为健康

|     | 销售价格 | 房价收入比 | 月租房价比 | 月供收入比 | 可支配收入 | 可支配收入增长率 | GDP 增长率 |
|-----|------|-------|-------|-------|-------|----------|---------|
| 济南  | 7725 | 8.5   | 3.1%  | 51%   | 2.3   | 9.2%     | 12.2%   |
| 青岛  | 8804 | 9.8   | 3.2%  | 59%   | 2.2   | 9.4%     | 12.2%   |
| 临沂  | 2105 | 3.2   | 6.47% | 19%   | 1.65  | 10.5%    | 13.4%   |
| 哈尔滨 | 6508 | 10    | 4.4%  | 61%   | 1.58  | 8.9%     | 13%     |

数据来源: 各地统计局 中航证券金融研究所

公司产品线也较为清楚, 产品覆盖了住宅、别墅和商业综合体, 分为三个产品线, 分别是鲁商城市广场、鲁商国际花园和鲁商生态别墅。目前主要拓展的项目以大型的城市综合体为主, 包括青岛燕儿岛项目、青岛崂山旧改项目和哈尔滨南岗区学府路项目, 规划总建筑面积达到 359 万平方米。项目多位于市区核心地带, 济南鲁商广场位于泉城公园附近, 青岛燕儿岛项目则在五四广场附近, 核心地带由于新增土地供应较少, 商品房销售较顺畅, 有助于公司回笼现金。

图表 10 济南鲁商广场位置示意图



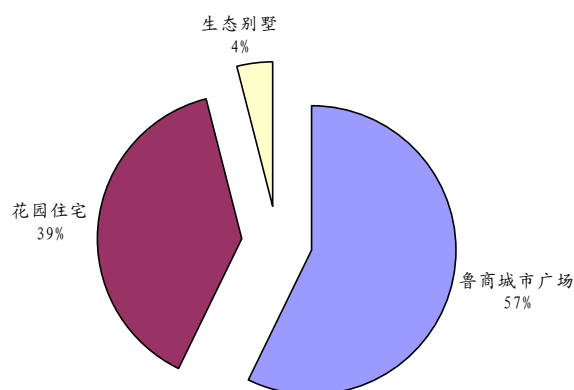
资料来源: google 地图

图表 11 青岛燕儿岛项目示意图



资料来源: google 地图

图表 12 公司各类产品线项目储备按规划建筑面积比例



数据来源：公司公告 中航证券金融研究所

公司以兴商润民为使命，以为广大消费者建造绿色健康的家园为主要的理念，公司提倡和重视工程质量和所建项目的文化内涵，注重建设项目的风格和社区环境的协调与有序，运用“以人为本”的设计理念和严谨的建筑管理措施，为广大消费者建造绿色健康的家园。并将该理念传播至公司的各类产品线上，住宅以花园住宅为主，别墅以生态别墅为主，而城市广场则以生态、绿色环保理念为主，公司济南鲁商广场项目毗邻泉城公园，新获取的午山村旧改项目则毗邻午山森林公园。公司各项目强调人性和与自然结合，依托齐鲁大地悠久的历史传统，公司的项目将更受市场的欢迎。

### 2.1.2, 集团协同解除资金和商场运营壁垒，转型中占得先机

公司未来主要发展的鲁商城市广场产品线是集高端商业、星级酒店、甲级写字间、豪华公寓、高尚住宅、精品休闲街为一体的国际化大型综合性建筑群体，已经在济南、东营、泰安、哈尔滨和青岛已建成或正兴建相应项目。一方面综合体项目顺应地产企业朝商业转型的趋势，另一方面，综合体项目在获取土地时面临较少的竞争，同地方政府有较强的议价能力，能获得较低成本的土地，万达拓展的武汉、广州白云机场、福州、郑州、成都和厦门等项目都是出让底价摘得。

运营一个商业综合体项目有较高的进入壁垒，一个成功的综合体项目受到商场运营经验、土地和资金的制约，从住宅开发商转型过来的商业综合体开发商往往最欠缺的就是商场运营经验，一般的解决办法是通过同第三方百货或者零售商合作，比如万达与沃尔玛的合作、深国投与沃尔玛的合作、首创置业和奥特莱斯的合作，利用第三方的商场运营经验和商家人脉关系，由于与第三方零售商合作存在相对较大信息不对称和沟通成本，开发商往往同时逐步打造自有商场运营团队，形成自身的核心竞争力，像万达正在做的万千百货和影院，培育一个成熟的商业运营团队大概需要3年左右的时间，对于期望转型的大型企业来说则面临较高的时间成本，可能错失行业发展的最佳时期；另外，由于商业综合体一般总投入较大，如果持有其中商业部分用于长期投资，对公司的现金流要求较高，资金成为制约公司发展速度的一个重要因素，目前主要有三类解决方法，深国投通过发信托的方式为项目融资，而万达则主要依靠出售项目中住宅部分以实现项目现金流的回笼，华润置地则通过集团培育成熟再注入上市公司的方式实现快速增长，对于大部分项目型地产开发公司来说，资金将成为他们进入该领域的壁垒；最后，由于适合做商业综合体的土地多位于核心商圈，供应量较少，土地较难获得，另外，政府出于形象考虑，一般会选择有成熟开发经验的开发商来做，比如廊坊的市政府地块就交予大连万达来做，而没有给到荣盛发展手中，对于新进入者也是一个门槛。



鲁商置业通过与集团的协同，公司可以在转型中占得先机。鲁商集团是以现代零售为主业，以制药和房地产为重点产业，涉足酒店、传媒、教育、矿业、投资等多元化发展的大型企业集团。通过与集团旗下银座股份的协同，一方面，公司在招商和商场运营能力方面得到补充；另一方面，借助银座在山东省境内的品牌效应，可以缩短商场培育期，尽快实现盈利，从而实现双赢。

另外，通过鲁商集团的资金和省内资源支持，公司在项目获取、资金来源上亦有较大的优势，由于鲁商集团在山东省境内的资源，公司项目土地获取成本较低，其中济南鲁商广场楼面地价约 1800 元/平方米，青岛两个项目楼面地价约 7000 元/平方米；鲁商集团 2009 年销售收入约 256 亿元，其中利税达 23.5 亿元，鲁商集团和旗下各分公司可以低成本地为鲁商置业提供资金，公司自鲁商集团借入款项 3 亿元，每年年利率 5.3%，其他子公司山东银座久信房地产开发有限公司、青岛海景(国际)大酒店发展有限公司、山东省空调工程总公司无偿为鲁商提供资金共 1 亿元。

**图表 13 公司项目获取成本较低**

| (元/平方米)   | 楼面地价 | 预计平均销售价格 |
|-----------|------|----------|
| 济南鲁商广场    | 1800 | 19000    |
| 青岛鲁商广场    | 6711 | 27000    |
| 青岛崂山午山村旧改 | 7018 | 24000    |

资料来源：公司公告 中航证券金融研究所

通过与集团资源的协同，公司已开发的项目均已实现了较好的收益，济南鲁商广场已打造成集运动、休闲、娱乐、购物、办公于一体”的大型综合体工程，包含全国最大的 2.5 万平方米的全民健身中心、山东规模最大的 8 万平方米的银座玉函店，和万达广场、恒隆广场一起为济南带来新的商业业态，项目出售商业部分平均售价达到 3.5 万/平方米，最高售价达到 6.5 万/平方米，写字楼平均售价达到 1.4 万/平方米。泰安银座房地产开发有限公司与泰安银座商城有限公司双方约定商品房日租金每平方 1.06 元，年租金 1469.23 万元，租赁期限为 1 年，出租面积共 4 万平方米，总成本约 2.14 亿元，初始投资回报率达到 6%以上，有较好的经济效应。

## 2.2, 鲁商广场以生态自然取胜，借助银座品牌优势立足山东区域

尽管同为商业综合体，鲁商广场同恒隆广场、万象城、芭蕾雨、欢乐颂和万达广场相比，在功能定位、布局区域和文化理念方面均有一定的区别。鲁商广场项目定位上比较强调生态自然，与周边环境有较好的融合；依托银座股份在山东商业的品牌和龙头地位，公司在山东区域内有较强的竞争优势。

### 2.2.1, 商业定位的区别

在业态上，综合体有单纯恒隆广场为代表的“高端购物中心+写字楼”，多位于城市核心区域；以万达广场和欢乐颂为代表的“住宅小区+商业”的模式，以区域家庭为主要服务对象，为周边家庭提供区域购物中心和休闲娱乐中心，旨在打造一个区域生活广场，项目多位于城市新区；而以万象城、鲁商广场为代表的“写字楼+高档商业+住宅+X”模式，旨在打造成为城市的商业地标，为顾客提供购物、娱乐、餐饮、办公和居住等一站式服务，倡导一种新的生活方式，项目选址一般位于城市核心区域；以芭蕾雨为代表的“折扣店+住宅+X”模式则通过打造休闲度假购物特区，综合商业、休闲住宅和温泉、高尔夫等特色旅游资源，为居民打造一个新的生活平台，项目多位于城市新中心。

在区域选取方面，恒隆广场主要选取二三线城市，旨在将二三线城市流往一线城市的消费能力重新拉回本地，已拓展项目包括无锡、济南、沈阳、大连和天津；而万象城则主要在省会城市布局，目前已进入深圳、杭州、沈阳、青岛、郑州、合肥、南宁和成都等城市；而鲁商广场受制于银座股份的向外扩张能力，目前则主要定位深耕山东区域，拟未来形成以济南、青岛、烟台和临沂为中心的四大板块，全面覆盖整个山东领域，在向外拓展方面，公司新增加了哈尔滨项目。三个公司在进入城市有一定重合，恒隆广场和鲁商广场均在济南有项目，而万象城和鲁商广场则均在青岛有项目，由于项目商业定位的不同，彼此之间并未形成直接竞争。

在文化理念方面，三个公司亦存在较大的差异，万象城和恒隆广场主要在倡导一种新的都市化生活方式，恒隆广场更加强调时尚、潮流，而万象城则更加强调一站式新的生活体验；而鲁商广场在项目选取和定位上更加强调自然生态，济南鲁商广场和青岛午山村旧改项目是公司项目的主要代表，济南项目将运动、公园融入到项目中，而午山村项目亦将融合午山森林公园、青岛大学等自然人文元素；在济南市内，万达广场和恒隆广场位于市中区，而鲁商广场则位于市南部，是济南市规划中的生态城。从香港购物中心的发展历史来看，以生态自然为核心理念的购物中心代表了购物中心最新和最高端的形态。

### 2.2.2, 运作模式的区别

在项目运作和资金运作方面，三个公司亦有一定的差别，万象城往往采取商场、写字楼先建，集聚足够的人流之后，最后再新建住宅出售以回笼现金。而恒隆广场则一般会先将商场建成开业，在设计阶段，恒隆地产会提前做好招商工作，并与商家协商整个商场的设计，以满足商家的特定需求；鲁商广场则比较崇尚快进快出，协同银座快速发展；在资金运作方面，华润置地通过集团培育，产品成熟注入上市公司的方式进行发展；而恒隆地产则主要通过自有资金投入，稳健发展，同时配合资本市场发债、增发进行再融资；而鲁商广场则通过集团直接提供资金支持，配合资本市场再融资，销售住宅和部分商业回笼资金。同万象城和恒隆广场相比，鲁商广场的拓展则显得较为激进。

总之，鲁商广场主要以自然生态取胜，但在项目运作方面相比则较差。

### 2.3、财务状况有待改善，成本控制较好

公司成本控制的较好，管理成本和营销成本处于行业领先水平，2009 年管理和营销费用率总计为 3.76%，同万科、保利地产、荣盛发展、招商地产等企业同样处于行业领先水平。

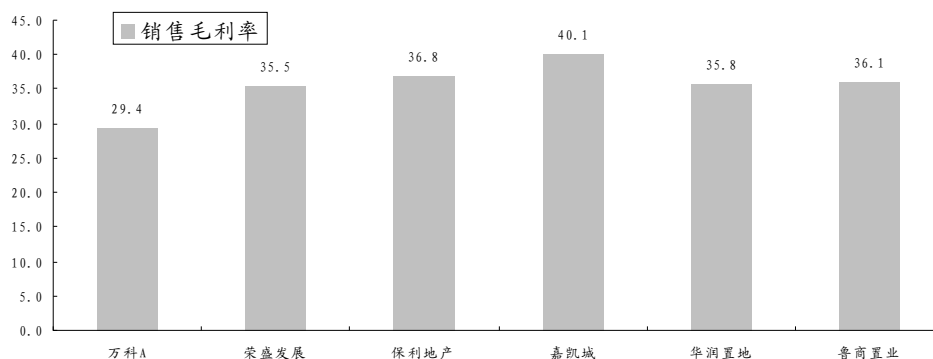
**图表 14 管理和营销费用率处于行业领先水平**

|       | 2009 |
|-------|------|
| 万科 A  | 6.0  |
| 保利地产  | 4.6  |
| 招商地产  | 4.9  |
| 金地集团  | 7.5  |
| 深振业 A | 6.5  |
| 中华企业  | 6.1  |
| 荣盛发展  | 4.0  |

|      |      |
|------|------|
| 中航地产 | 20.6 |
| 华润置地 | 7.8  |
| 鲁商置业 | 3.76 |

数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 15 公司销售毛利率处于行业平均水平



数据来源：wind 中航金融研究所

另外，由于公司项目位置较好，且所在城市房地产市场较为健康，公司存量资产周转率亦处于行业领先地位。从 2009 年和截至 2010 年三季度存量资产周转率对比看，公司周转率与万科、保利和荣盛平均周转率均大于 0.5，处于第一队列，华润置地、中国海外、金地周转率在 0.5 左右，处于第二队列。自身的运营效率和项目定位以及区域定位决定了公司周转率处于行业领先水平。

图表 16 存量资产周转率处于第一队列

| 存量资产周转率 | 华润置地 | 中国海外 | 金地   | 保利   | 万科   | 荣盛   | 鲁商置业 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2009-12 | 0.34 | 0.56 | 0.60 | 0.81 | 0.53 | 0.92 | 1.02 |
| 2010-10 | 0.42 | 0.47 | 0.36 | 0.56 | 0.63 | 0.42 | 0.50 |

数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

同万科和华润置地相比，公司财务较为激进，公司的净负债率达到 48.2%，与荣盛发展相当，但按照公司目前的周转率，公司每年大约有 40 亿元的预售款流入，而公司银行总负债仅为 20 亿元，加上公司新获得的燕儿岛项目土地款可以通过分期拿地的方式支付，短期内公司并没有现金流断裂的风险。2010 年三季度公司短期负债中有 26.6 亿元的其他应付款，除去 3.56 亿元是重组遗留问题，其他大部分来自于大股东和兄弟公司的资金支持。

图表 17 财务状况有待改善

|      | 万科     | 荣盛发展   | 华润置地   | 鲁商置业   |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 净负债率 | 21.37% | 54.50% | 30.30% | 48.20% |
| 现金比率 | 16.70% | 9.10%  | 19.60% | 13.40% |

数据来源：wind 公司公告 中航证券金融研究所



## 2.4, 山东半岛蓝色经济区的获批提升公司价值

1月6日, 国务院已正式批复《山东半岛蓝色经济区发展规划》, 依据《规划》, 山东半岛蓝色经济区的战略定位是: 建设具有较强国际竞争力的现代海洋产业集聚区、具有世界先进水平的海洋科技教育核心区、国家海洋经济改革开放先行区和全国重要的海洋生态文明示范区。山东半岛蓝色经济区规划主体区范围包括山东全部海域和青岛、东营、烟台、潍坊、威海、日照6市及滨州市的无棣、沾化2个沿海县所属陆域。战略规划的实施将给区域内城市发展带来新的机遇, 从而提升当地土地和房地产市场的价值。

公司作为山东省内房地产开发龙头企业, 目前在青岛拥有建筑面积共190万平方米的土地储备, 平均楼面地价约5530元/平方米, 占公司全部项目储备的27%, 依托鲁商集团, 公司在山东当地有较大影响力, 未来有进一步获得区域内土地的能力。按目前的土地储备情况, 如果青岛商品房价格上涨20%, 公司净资产价值同比上涨约5.5%。

## 三、业绩预测与估值

公司位于济南的鲁商国奥城项目, 位于青岛的鲁商动感世代、蓝岸国际和一山一墅项目和位于北京的蓝岸丽舍项目预计在2011年年底竣工结算, 总建筑面积约75万平方米, 如果全部销售完毕预计能实现77亿元, 公司未来业绩有较充足的项目保障。长期来看, 对公司业绩有较大影响的主要是鲁商城市广场产品系列, 青岛燕儿岛项目、崂山旧改项目和哈尔滨项目预计将从2012年为公司贡献收入, 如果全部销售, 预计可以实现销售收入514亿元, 其中权益销售收入为393亿元, 为公司长期的发展提供保障。

由于燕儿岛项目等项目土地价格尚未全部支付, 我们按照已经支付的部分按比例计算公司的NAV, 计算得出公司NAV为每股8.9元, 目前股价相对NAV有4%的折价, 考虑到未计算在内的燕儿岛项目、崂山午山村旧改项目和哈尔滨南岗项目的盈利能力, 再支付完土地款后, 预计能提升公司NAV5元/股, 公司每股NAV预计将达到13.9元, 目前股价相对该NAV有39%的折价。同华润置地相比, 公司的目前项目的盈利能力较强, 占据了可以很好同自然生态结合在一起的项目土地储备, 公司作为本土企业, 在山东区域内有较强的竞争优势, 但是扩张能力相对较弱, 财务状况相对较为激进, 因此, 我们认为可以按照略低于华润置地的估值水平对公司进行估值。考虑到燕儿岛项目的影响, 按照75%的NAV折价对公司进行估值, 预计公司合理的价值是10.4元/股。

**图表 18 各公司 NAV 比较**

| 公司名称            | 当前股价 2011-1-14 | NAV  | 溢价/折价 |
|-----------------|----------------|------|-------|
| 万科              | 9              | 10.5 | -14.3 |
| 荣盛发展            | 14.3           | 14   | 2.1   |
| 华润置地            | 14.68          | 18.4 | -20.2 |
| 首创置业            | 2.79           | 6    | -53.5 |
| 鲁商置业            | 8.6            | 8.9  | -3.4  |
| 鲁商置业 (考虑燕儿岛等项目) | 8.6            | 13.9 | -38.1 |

数据来源: wind 中航证券金融研究所

预计公司2010年、2011年和2012年营业收入分别为32亿元、51亿元和80亿元, 每股收益分别为



0.62 元/股、0.74 元/股和 1.06 元/股, 对应动态 PE 为 14 倍、10.6 倍和 8.1 倍。在行业拐点尚未到来而只是发展速度放缓的情况下, 按照 2011 年 15 倍的动态市盈率水平计算, 公司合理价值是 11.1 元/股。综上所述两种方法, 我们认为公司合理估值在 10.4-11.1 元之间, 相对目前股价, 公司价值被低估, 我们给予公司买入评级。

**图表 19 公司主要财务数据**

**重要财务指标**

单位: 百万元

| 主要财务指标    | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2500  | 3218  | 5112  | 8000  |
| 收入同比(%)   | -4%   | 29%   | 59%   | 56%   |
| 归属母公司净利润  | 439   | 623   | 745   | 1063  |
| 净利润同比(%)  | 45%   | 42%   | 20%   | 43%   |
| 毛利率(%)    | 36.1% | 37.5% | 31.5% | 32.0% |
| ROE(%)    | 68.6% | 49.3% | 37.1% | 34.6% |
| 每股收益(元)   | 0.44  | 0.62  | 0.74  | 1.06  |
| P/E       | 19.55 | 13.79 | 11.53 | 8.08  |
| P/B       | 13.42 | 6.80  | 4.28  | 2.80  |
| EV/EBITDA | 16    | 12    | 10    | 6     |

数据来源: 中航证券金融研究所

风险提示, 公司目前正在向外省扩张, 相对本省项目公司并无成功经验。

**图表 20 公司财务报表预测**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 7155        | 7921         | 13526        | 20928        | <b>营业收入</b>     | 2500        | 3218         | 5112         | 8000         |
| 现金             | 831         | 200          | 200          | 200          | 营业成本            | 1596        | 2011         | 3500         | 5441         |
| 应收账款           | 516         | 631          | 1002         | 1568         | 营业税金及附加         | 234         | 274          | 435          | 600          |
| 其他应收款          | 24          | 43           | 61           | 97           | 营业费用            | 57          | 74           | 118          | 184          |
| 预付账款           | 834         | 1006         | 1750         | 2721         | 管理费用            | 38          | 48           | 77           | 120          |
| 存货             | 4941        | 6033         | 10500        | 16323        | 财务费用            | 1           | -9           | 1            | 6            |
| 其他流动资产         | 7           | 9            | 13           | 19           | 资产减值损失          | -2          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 81          | 85           | 92           | 99           | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 25          | 30           | 36           | 43           | 投资净收益           | 12          | 12           | 12           | 12           |
| 固定资产           | 8           | 7            | 6            | 5            | <b>营业利润</b>     | 588         | 832          | 994          | 1661         |
| 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          | 48           | 50           | 51           | 营业外支出           | 3           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 7236        | 8006         | 13618        | 21026        | <b>利润总额</b>     | 586         | 832          | 994          | 1661         |
| <b>流动负债</b>    | 4982        | 5128         | 9995         | 16157        | 所得税             | 146         | 208          | 249          | 415          |
| 短期借款           | 200         | 403          | 4091         | 8821         | <b>净利润</b>      | 440         | 624          | 746          | 1246         |
| 应付账款           | 542         | 603          | 840          | 1088         | 少数股东损益          | 1           | 1            | 1            | 183          |
| 其他流动负债         | 4240        | 4122         | 5064         | 6248         | <b>归属母公司净利润</b> | 439         | 623          | 745          | 1063         |
| <b>非流动负债</b>   | 1561        | 1561         | 1561         | 1561         | EBITDA          | 594         | 824          | 996          | 1668         |
| 长期借款           | 1257        | 1257         | 1257         | 1257         | EPS (元)         | 0.44        | 0.62         | 0.74         | 1.06         |
| 其他非流动负债        | 304         | 304          | 304          | 304          |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 6543        | 6689         | 11556        | 17718        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 53          | 54           | 55           | 238          | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 1001        | 1001         | 1001         | 1001         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 319         | 319          | 319          | 319          | 营业收入            | -4.2%       | 28.7%        | 58.9%        | 56.5%        |
| 留存收益           | -680        | -57          | 688          | 1751         | 营业利润            | 185.7%      | 41.4%        | 19.6%        | 67.1%        |
| 归属母公司股东权益      | 640         | 1263         | 2007         | 3070         | 归属于母公司净利润       | 44.7%       | 41.8%        | 19.6%        | 42.8%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 7236        | 8006         | 13618        | 21026        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |             |              |              |              | 毛利率 (%)         | 36.1%       | 37.5%        | 31.5%        | 32.0%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率 (%)         | 17.6%       | 19.4%        | 14.6%        | 13.3%        |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE (%)         | 68.6%       | 49.3%        | 37.1%        | 34.6%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC (%)        | 24.9%       | 21.0%        | 10.1%        | 9.2%         |
| <b>经营活动现金流</b> | 48          | -549         | -3693        | -5028        | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 440         | 624          | 746          | 1246         | 资产负债率 (%)       | 90.4%       | 83.6%        | 84.9%        | 84.3%        |
| 折旧摊销           | 5           | 1            | 1            | 1            | 净负债比率 (%)       | 30.25%      | 28.14%       | 48.20%       | 59.82%       |
| 财务费用           | 1           | -9           | 1            | 6            | 流动比率            | 1.44        | 1.54         | 1.35         | 1.30         |
| 投资损失           | -12         | -12          | -12          | -12          | 速动比率            | 0.44        | 0.37         | 0.30         | 0.28         |
| 营运资金变动         | -382        | -1157        | -4513        | -6389        | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | -4          | 3            | 84           | 120          | 总资产周转率          | 0.42        | 0.42         | 0.47         | 0.46         |
| <b>投资活动现金流</b> | -186        | 6            | 6            | 4            | 应收账款周转率         | 9           | 5            | 6            | 6            |
| 资本支出           | 3           | 0            | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 3.62        | 3.51         | 4.85         | 5.64         |
| 长期投资           | 0           | 5            | 6            | 7            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金流        | -182        | 11           | 11           | 12           | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.44        | 0.62         | 0.74         | 1.06         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 38          | -88          | 3688         | 5024         | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.05        | -0.55        | -3.69        | -5.02        |
| 短期借款           | 0           | 203          | 3688         | 4730         | 每股净资产 (最新摊薄)    | 0.64        | 1.26         | 2.01         | 3.07         |
| 长期借款           | -21         | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 0           | 0            | 0            | 0            | P/E             | 19.55       | 13.79        | 11.53        | 8.08         |
| 资本公积增加         | -175        | 0            | 0            | 0            | P/B             | 13.42       | 6.80         | 4.28         | 2.80         |
| 其他筹资现金流        | 234         | -291         | -1           | 294          | EV/EBITDA       | 16          | 12           | 10           | 6            |
| <b>现金净增加额</b>  | -100        | -631         | 0            | 0            |                 |             |              |              |              |

数据来源: 中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入** : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
**持有** : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
**卖出** : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持** : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
**中性** : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
**减持** : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

**张绍坤, SAC 执业证书号: S0640511010008)**

南开大学经济系硕士, 2007 年 8 月加入中航证券金融研究所, 从事零售、房地产行业的研究。

## 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, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦 (518000)

公司网址: [www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话: 0755-83689524

传真: 0755-83688539

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。