

2011年3月18日

# 鲁商置业

## 土储突破，综合能力得到证实

**买入 (↑持有)**  
**A**  
 600223.SS - 人民币 8.35  
 目标价格: 人民币 9.84 (↑9.10)

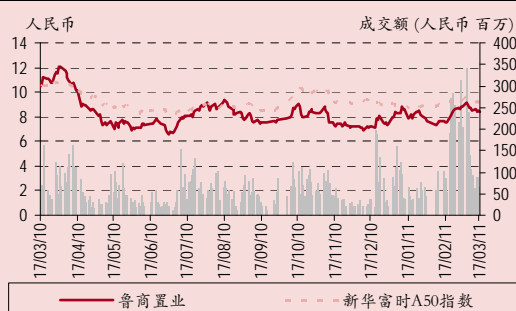
田世欣

(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(%)	12	11	15	(20)
相对新华富时A50指数(%)	10	13	16	(7)

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)	1,755
3个月日均交易额(人民币 百万)	106
11年末净负债比率(%)	63.5
11年末每股评估净资产值(人民币)	14.06
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

具备证券投资咨询业务资格

鲁商置业2010年实现营业收入30.2亿元,同比增长20.7%,实现净利润4.41亿元,同比持平,每股收益0.44元,低于我们的预期。我们下调了2011-12年的盈利预测,但是由于公司的战略发展方向和区域布局符合我们在调控下的选股思路,而下半年突破性的土地获取不但证明了公司的能力,也大幅提升了NAV水平。我们调高评级至买入,并上调目标价格至9.84元。

### 支撑评级的要点

- 公司收入和净利均低于我们预期,利润率偏低一定程度上和公司主动提前结算成本有关。
- 主要利润贡献来自北京蓝岸丽舍、山东鲁商置业的常春藤、鲁商广场和御龙湾项目,以及青岛蓝岸国际和临沂凤凰城项目。
- 2010年公司成功在青岛、哈尔滨、锦州、济宁等地获得2,346亩土地,可开发地上建筑面积330万平方米,证明了公司在大型综合地块方面的拿地能力。公司2010和2011年末NAV大幅上升至12.90和14.06元。
- 当年实现销售59亿元,期末预售帐款33.7亿元,对我们2011年预测收入的锁定率约为76%,考虑在途销售后今年收入预测已全部锁定。

### 评级面临的主要风险

- 未付地价和负债率偏高对资金运用可能造成影响,业绩释放偏慢,宏观经济和政策波动。

### 估值

- 我们认为,公司拿地能力背后的核心优势是其在大型城市综合社区的建设得到了较大范围的认可,我们下调了公司2011-2012年的每股盈利预测,但由于NAV的提升,我们将公司目标价从9.10元提高至9.84元,相当于2011年末NAV30%折价和14倍2011年市盈率。调高公司的评级至买入。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,500	3,018	4,441	6,341	9,029
变动(%)		21	47	43	42
净利润(人民币 百万)	439	441	701	1,003	1,308
全面摊薄每股收益(人民币)	0.440	0.441	0.701	1.002	1.307
变动(%)		0.5	57.6	43.0	30.5
原先预测每股收益(人民币)			1.029	1.103	
调整幅度(%)			(31.9)	(9.1)	NA
市盈率(倍)	19.0	18.8	11.9	8.3	6.4
每股现金流量(人民币)	0.05	(1.46)	(0.60)	(0.07)	0.34
价格/每股现金流量(倍)	172.7	(5.7)	(14.0)	(123.5)	24.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.5	12.8	9.0	6.6	4.9
股息(人民币)	0.000	0.000	0.056	0.080	0.105
股息率(%)	0.0	0.0	0.7	1.0	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 年报业绩低于预期

鲁商置业 2010 年实现营业收入 30.2 亿元，实现净利润 4.41 亿元，每股收益 0.44 元，同比增长 0.46%，低于我们的预期约 30%。房地产销售收入 29.7 亿元，营业利润率 33.8%，比上年同期下降 2.2 个百分点。公司当年结算收入和利润率等数据均低于我们的预期，我们认为利润率偏低和公司把部分分摊成本提前至项目前期结算，导致成本率上升有关。

公司本期利润主要来自于北京蓝岸丽舍项目、山东鲁商置业的常春藤、鲁商广场和御龙湾项目，以及青岛蓝岸国际和临沂凤凰城项目，上述项目净利润率和占比如下表所示。

图表 2. 2010 年项目公司收入和净利润情况

子公司	主要项目	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利润率 (%)	占比 (%)
山东省鲁商置业	常春藤、鲁商广场、御龙湾	101,181	11,468	11	26
临沂鲁商地产	凤凰城项目	36,534	5,993	16	14
北京银座合智	蓝岸丽舍项目	76,908	16,722	22	38
青岛鲁商地产	蓝岸国际项目	56,746	6,692	12	15
<b>合计</b>		<b>271,369</b>	<b>40,874</b>		<b>93</b>

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 销售锁定表现良好

公司全年实现合同销售额 59.17 亿元，同比增长 106%。在上半年仅销售 15 亿元的不利形势下，公司在“五一”、“十一”两节前夕推出北京蓝岸丽舍、青岛鲁商中心、国奥城、御龙湾等项目的新盘，取得了较好效果。2010 年末，公司预收帐款 33.7 亿元，同比增长 81%，对我们预测 2011 年收入的锁定率为 76%。其他应收款部分显示 1.24 元预售保证金，增长较明显，由于公司去年不少项目在 12 月份开盘，已签约合同销售尚有约 10 几亿元在途资金尚未入帐，考虑这部分在途资金，公司已经锁定了我们 2011 年的全部预测收入。

## 华北东北购地突破，大幅提升每股 NAV

2010 年下半年，鲁商置业在华北、东北区域的强势拿地能力凸现，下半年到今年初在济宁、哈尔滨、锦州、青岛崂山区等地均有收获，总地价达到 101 亿元，四个项目占地面积达到 156.5 万平米，合 2,346 亩土地面积，可开发地上建筑面积 330 万平米，为公司的持续发展提供了保障。

公司在哈尔滨、青岛崂山等地的项目是建筑面积高达 230 万平米和 71 万平米的超大型和大型复合项目，符合公司在大型城市综合体方面的定位，这两个项目区位优势，地价低廉，增值能力显著。而锦州项目目前挂牌的仅为所洽地块的一小部分，剩余 1,800 多亩地还将后续逐步挂牌。

我们估计，公司目前土地储备已经快速增长至 700 万平方米以上，且未来还将继续扩大。

大举拿地使得公司 2010 年经营性现金流出现了负的 1.46 元，但下半年销售回款的增长使得公司资产负债率和净负债率分别为从年初的 90.4% 和 165.6% 下降至 89.7% 和 42.5%，负债状况大幅改善。

于此同时，多块优质地块的取得使得公司 NAV 出现大幅增长，我们估算所得的公司 2010 年末每股 NAV 从去年年中的 10.71 元增加至 12.90 元，2011 年末 NAV 达到 14.06 元。

### 立足二三线城市和大型综合社区开发战略符合当前环境，调高评级至买入

2010 年下半年，鲁商置业作为一家植根于山东省的本土国有地产上市公司成功地扩大了自己的影响力，青岛燕儿岛项目旧改进展快速，首批销售回款达到 11.2 亿元，同期，公司在青岛再次获得崂山午山旧村改造项目，新增建筑面积达到 71.2 万平米，成为公司在青岛的又一个大型项目。在中国北部其他省份，公司也取得了突破，哈尔滨项目区域位置优越，建设规模高达 200 多万平米，小荷才露尖尖角的锦州项目也是属于超大型的体量。

我们认为，公司拿地能力背后的核心优势是其在大型城市综合社区的建设得到了较大范围的认可，涉及商业、办公、居住等综合功能的大型社区既得到地方政府的欢迎，也为开发商提供了滚动开发、土地增值的空间。

目前城市化进程正从东部发达地区向内陆和北部深入，公司所处华北东北区域城市化潜力较大，销售形势受到宏观调控的影响也相对较小，是我们喜欢的标的。

公司的缺点在于开发周转效率偏低、业绩释放比较缓慢、地价建设等成本不够透明，影响利润率判断，考虑上述问题，我们下调了公司 2011-2012 年的每股盈利预测，调整幅度分别为 32%、9% 至 0.70 和 1.00 元。

由于公司 NAV 的大幅上升，我们将公司目标价从 9.10 元提高至 9.84 元，相当于 2011 年末 NAV 30% 折价和 14 倍 2011 年市盈率。调高公司的评级至**买入**，我们认为，公司的战略发展方向和区域布局符合我们在调控下的选股思路，即二三线城市布局为主，专注商业地产开发经营和大型城市综合性社区开发的地产公司。

**图表 3. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比增长 %
<b>营业收入</b>	<b>2,500</b>	<b>3,018</b>	<b>21</b>
营业成本	(1,596)	(1,996)	25
营业税	(234)	(220)	(6)
<b>毛利润</b>	<b>670</b>	<b>802</b>	<b>20</b>
其他收入	2	(21)	(1326)
销售费用	(57)	(122)	116
管理费用	(38)	(44)	17
<b>经营利润</b>	<b>577</b>	<b>615</b>	<b>7</b>
投资收益	12	1	(91)
财务成本	(1)	(4)	355
营业外收支	(2)	(23)	879
<b>税前利润</b>	<b>586</b>	<b>589</b>	<b>1</b>
所得税金	(146)	(146)	0
少数股东权益	(1)	(2)	148
<b>净利润</b>	<b>439</b>	<b>441</b>	<b>0</b>
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	27	27	
经营利润率	23	20	
净利率	18	15	

资料来源：公司数据

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,500	3,018	4,441	6,341	9,029
销售成本	(1,830)	(2,216)	(3,139)	(4,453)	(6,418)
经营费用	(89)	(161)	(226)	(295)	(404)
息税折旧前利润	581	641	1,076	1,592	2,207
折旧及摊销	(5)	(5)	(1)	(3)	(3)
经营利润(息税前利润)	576	636	1,075	1,590	2,204
净利息收入/(费用)	0	0	(9)	(13)	(16)
其他收益/(损失)	11	(43)	0	0	0
税前利润	587	593	1,066	1,577	2,189
所得税	(146)	(146)	(266)	(394)	(547)
少数股东权益	(1)	(2)	(98)	(180)	(333)
净利润	439	441	701	1,003	1,308
核心净利润	348	458	701	1,003	1,308
每股收益(人民币)	0.440	0.445	0.701	1.002	1.307
核心每股收益(人民币)	0.439	0.460	0.701	1.002	1.307
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.056	0.080	0.105
收入增长(%)	NA	21	47	43	42
息税前利润增长(%)	NA	10	69	48	39
息税折旧前利润增长(%)	NA	10	68	48	39
每股收益增长(%)	NA	1	58	43	30
核心每股收益增长(%)	NA	5	52	43	30

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	831	1,483	888	1,268	1,806
应收帐款	548	174	222	317	451
库存	4,941	6,873	10,658	13,949	18,058
其他流动资产	834	2,517	546	763	833
流动资产总计	7,155	11,047	12,314	16,297	21,148
固定资产	8	9	9	6	4
无形资产	0	3	2	2	2
其他长期资产	73	79	76	94	121
长期资产总计	81	91	87	103	127
总资产	7,236	11,138	12,401	16,400	21,275
应付帐款	2,161	4,181	3,304	4,615	6,717
短期债务	200	200	984	1,959	2,668
其他流动负债	2,621	4,183	4,853	5,369	5,749
流动负债总计	4,982	8,564	9,141	11,943	15,134
长期借款	1,257	1,101	1,101	1,101	1,101
其他长期负债	304	322	273	381	555
股本	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
储备	(361)	80	725	1,648	2,851
股东权益	640	1,081	1,726	2,649	3,852
少数股东权益	53	70	160	326	632
总负债及权益	7,236	11,138	12,401	16,400	21,275
每股帐面价值(人民币)	0.64	1.08	1.72	2.65	3.85
每股有形资产(人民币)	0.64	1.08	1.72	2.64	3.85
每股净负债/(现金)(人民币)	0.63	(0.18)	1.20	1.79	1.96

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	587	593	1,066	1,577	2,189
折旧与摊销	5	5	1	3	3
净利息费用	0	0	9	13	16
运营资本变动	(382)	(1,932)	(1,673)	(1,660)	(1,867)
税金	(146)	(146)	(266)	(394)	(547)
其他经营现金流	(16)	15	264	394	547
经营活动产生的现金流	48	(1,465)	(599)	(68)	340
购买固定资产净值	(3)	(6)	2	3	5
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(183)	0	(363)	(225)	(206)
投资活动产生的现金流	(186)	(6)	(361)	(222)	(202)
净增权益	13	15	0	0	0
净增债务	(79)	(7)	784	975	710
支付股息	(189)	(189)	(56)	(80)	(105)
其他融资现金流	402	2,304	(363)	(225)	(206)
融资活动产生的现金流	146	2,123	365	670	399
现金变动	8	652	(595)	380	538
期初现金	823	831	1,483	888	1,268
公司自由现金流	(138)	(1,470)	(959)	(290)	139
权益自由现金流	(216)	(1,477)	(176)	685	848

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.2	21.2	24.2	25.1	24.4
息税前利润率	23.0	21.1	24.2	25.1	24.4
税前利润率	23.5	19.6	24.0	24.9	24.2
净利率	17.6	14.7	15.8	15.8	14.5
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
利息覆盖倍数	NA	NA	96.7	101.3	109.3
净权益负债率(%)	90.3	净现金	63.5	60.2	43.8
速动比率	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2
估值(倍)					
市盈率	19.0	18.8	11.9	8.3	6.4
核心业务市盈率	19.0	18.1	11.9	8.3	6.4
目标价对应核心业务市盈率	22.4	21.4	14.0	9.8	7.5
市净率	13.1	7.7	4.8	3.2	2.2
价格/现金流	172.7	(5.7)	(14.0)	(123.5)	24.5
企业价值/息税折旧前利润	15.5	12.8	9.0	6.6	4.9
周转率					
存货周转天数	985.4	972.7	1,019.1	1,008.5	910.1
应收帐款周转天数	80.0	43.6	16.3	15.5	15.5
应付帐款周转天数	315.5	383.5	307.6	227.9	229.1
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	68.8	51.7	50.0	45.8	40.2
资产收益率	6.0	5.2	6.8	8.3	8.8
已运用资本收益率	26.8	27.6	33.5	31.8	30.9

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 2009 年 9 月 3 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。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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 Advisors 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 2009 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