



房地产 - 房地产开发
Real Estate - Real Estate
Development

2011 年 10 月 13 日

市场数据	2011 年 10 月 12
当前价格 (元)	7.10
52 周价格区间 (元)	6.82-15.69
总市值 (百万)	13,212
流通市值 (百万)	11,537
总股本 (万股)	186,368
流通股 (万股)	162,499
日均成交额 (百万)	36.24
近一月换手 (%)	0.60
第一大股东	荣盛控股股份有限公司
公司网址	http://www.risesun.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	34.90%	33.05%
净利率	15.67%	14.00%
净资产收益率	23.91%	17.85%
总资产收益率	8.01%	7.05%
资产负债率	74.98%	75.00%
股息率	0%	0%
市盈率	10.00	10.40
市净率	2.14	2.35

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
荣盛发展	-16.97	-30.81	-14.44
比较基准	-7.24	-17.92	-16.17

相关报告

王斌卿执业证书编号 S0370511030001

+86 755 83025663

wangbq@jvzq.cn

联系人: 王斌卿

+86 755 83025663

wangbq@jvzq.cn

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

是 否

荣盛发展 (002146) 调研报告

—立足二、三线城市住宅开发, 长期受益我国不断提升的城镇化进程

赢利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	6,257	7,781	10,085	13,960
主营收入增长率%	98.45	19.20	29.63	38.42
净利润 (百万元)	1,022	1,465	1,899	2,628
净利润增长率%	67.57	43.40	29.63	38.41
每股收益 (元)	0.71	0.79	1.02	1.41
每股净资产 (元)	3.32	4.11	5.13	6.54
PE	10.00	8.99	6.96	5.04
PB	2.14	1.73	1.38	1.09
PEG	0.15	0.21	0.23	0.13

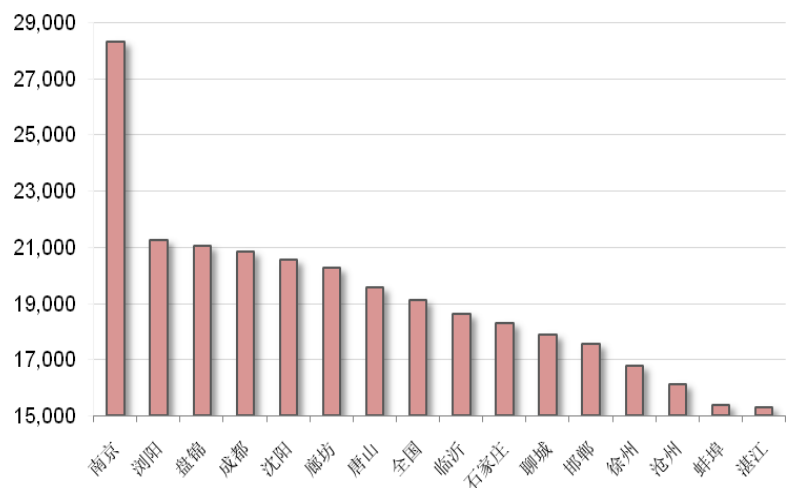
资料来源: 金元证券研究所

- **公司立足二、三线城市普通商品住宅开发, 长期受益于我国城镇化进程。**二三线中小城市住房需求以刚性需求为主, 房地产市场发展相对理性和健康, 随着我国城镇化进程加快, 中小城市的住房需求非常旺盛。
- **公司储备充足, 布局合理。**公司目前已经进入河北、辽宁、山东、安徽、江苏、广东、四川等省区 15 个二、三线城市, 项目总储备超过 1,800 万平方米, 按照目前每年 400 万平方米的新开工速度, 现有储备能够满足公司未来 4-5 年的开发需求。
- **公司财务情况良好。**最近 3 年公司销售收入和净利润持续高增长, 存货周转速度不断提高, 2010 年预收账款达到 70 亿元, 预计 2011 年公司销售额超过 130 亿元, 业绩锁定性强, 今年以来项目获取力度较小, 资金较为充裕。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计未来 3 年公司每股收益分别为 0.79 元、1.02 元、1.41 元, 对应的市盈率分别为 9 倍、7 倍和 5 倍, 每股 RNAV 为 10.93 元, 当前股价对应的折价率较低, 估值水平处于低位, 公司定位清晰, 财务状况健康, 业绩增长明确, 给予“买入”的投资评级。
- **风险提示。**公司面临的主要风险是房地产调控政策进一步升级以及限购范围进一步扩大。

立足二、三、四线城市普通住宅开发，定位清晰，长期受益于我国不断提升的城镇化进程

公司项目主要位于二、三线以及四、五线城市，目前已经进入 15 个城市，除沈阳、南京、成都等省会城市外，公司项目主要位于廊坊、蚌埠、沧州等三四线城市，以开发普通商品住宅为主，基本没有参与商业地产的开发，和一线城市相比，中小城市的住房需求以自住需求和改善性需求为主，投资性需求占比较低，房价水平相对较低，房地产市场发展较为理性和健康。

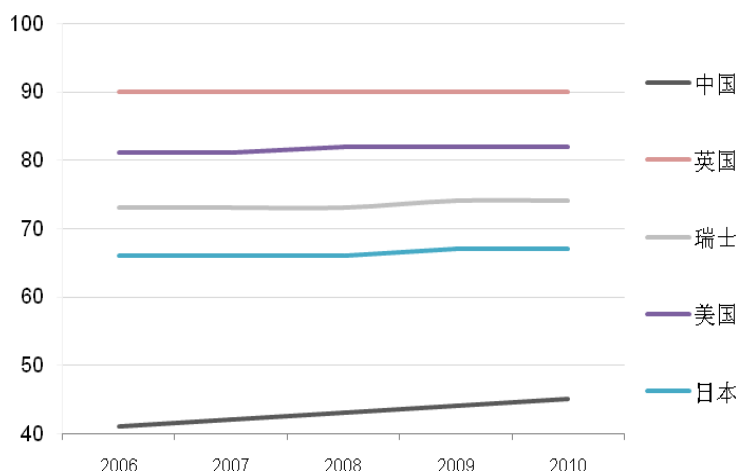
图表 1 公司已进入城市 2010 年人均可支配收入 (单位: 元)



数据来源: 各地统计局、金元证券研究所

目前我国正处于城镇化率不断提升的过程中，居民对住房的需求旺盛，目前我国城镇化率仅为 45%，和发达国家相比仍然有很大差距，未来较长时间我国都处于城镇化加速提升的过程中。

图表 2 我国和部分发达国家最近五年城镇化率

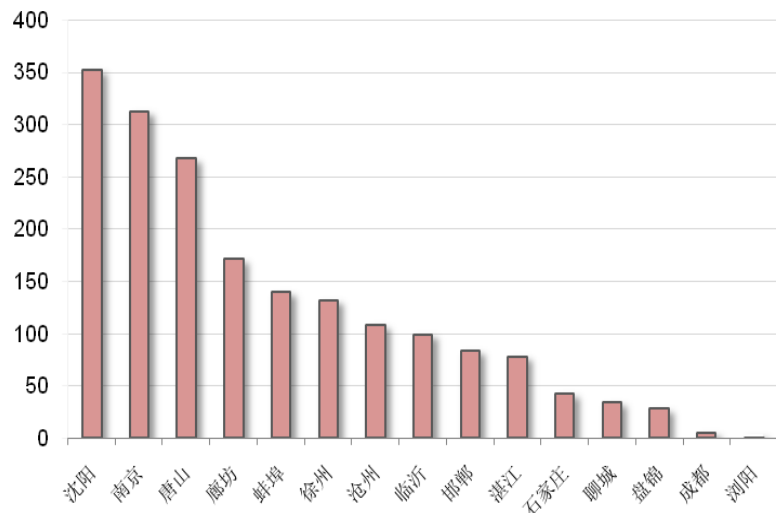


数据来源: 世界银行、金元证券研究所

公司土地储备超过 1800 万平米，能够满足未来 4-5 年开发需求

公司目前已经进入河北、辽宁、山东、安徽、江苏、广东、四川等省区 15 个城市，项目总储备超过 1,800 万平米，按照目前每年 400 万平米的新开工速度，现有储备能够满足公司未来 4-5 年的开发需求，土地储备丰富，公司项目平均地价在一千元左右，土地成本较低。

图表 3 公司项目储备地区分布情况（单位：万平方米）



数据来源：公司公告、金元证券研究所

从公司项目情况来看，主要以普通住宅为主，商业项目很少，住宅销售价格普遍在 4,000-8,000 元之间，项目以毛坯为主，未来精装修的比例可能会逐步提升。

图表 4 公司项目明细（单位：万平方米）

地区	项目名称	建筑面积
廊坊	文安锦绣家园	7.60
廊坊	香河香城郦舍	30.00
廊坊	豪邸坊	12.00
廊坊	塞纳荣府	33.39
廊坊	晓·廊坊-盛景	22.68
廊坊	格林郡府项目	42.63
廊坊	阿尔卡迪亚五期	17.06
廊坊	2011-24 地块	5.74
南京	盛棠苑 B 区	2.63
南京	阿尔卡迪亚三期	15.97
南京	龙湖半岛项目	226.76
南京	兰亭苑	15.68
南京	龙湖半岛	51.34
沧州	阿尔卡迪亚	35.70

沧州	文景苑	6.09
沧州	CTP-1012	56.51
沧州	兰亭苑西侧	8.58
沧州	CTP-1004	1.03
蚌埠	阿尔卡迪亚	45.71
蚌埠	香堤荣府	20.38
蚌埠	南山郦都	57.25
蚌埠	2011-33 地块	16.28
徐州	阿尔卡迪亚	18.42
徐州	邳州文景苑二期	4.73
徐州	九里峰景一期	13.81
徐州	盛和项目	3.89
徐州	文承苑	91.16
石家庄	阿尔卡迪亚	42.24
邯郸	锦绣花苑	10.18
邯郸	阿尔卡迪亚一期	12.35
邯郸	阿尔卡迪亚	61.10
聊城	阿尔卡迪亚一期	12.40
聊城	西湖馨苑	21.78
浏阳	财智广场	2.92
沈阳	香缇澜山一期	7.02
沈阳	香缇澜山	29.10
沈阳	阿尔卡迪亚	99.12
沈阳	幸福大道	33.19
沈阳	东湖地块	139.43
沈阳	爱家骊都	23.00
沈阳	幸福大道	9.29
沈阳	沈北 2010-035	11.82
临沂	香醍荣府项目	5.13
临沂	河东 B、D 地块	33.97
临沂	河东项目 A、C、E、F 地块	60.19
唐山	湖畔丽舍	267.34
成都	布鲁明顿广场项目	5.14
湛江	海湾郦都	23.27
湛江	南亚骊都	54.75
盘锦	盘锦项目	28.01
合计		1,855.76

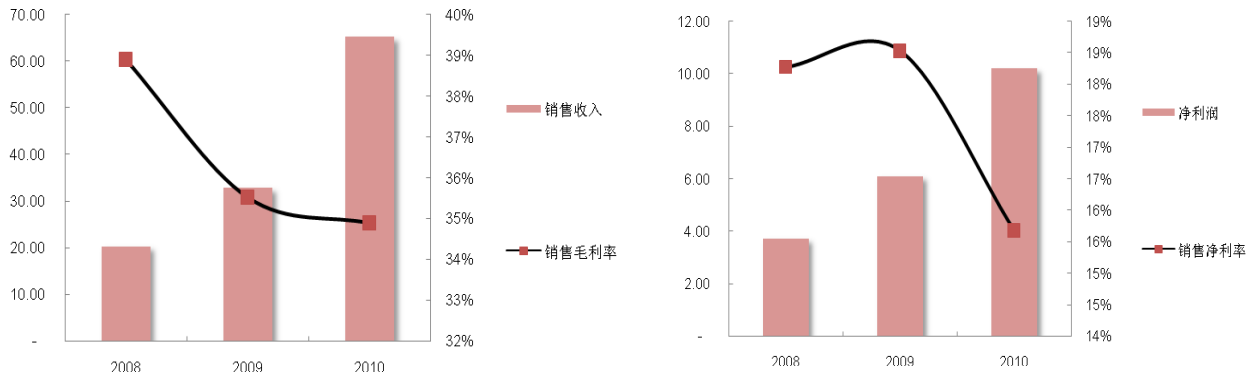
数据来源：公司公告、金元证券研究所

2010 年公司实现销售额 96.08 亿元，2011 年计划销售 135 亿元，虽然受到持续调控政策的影响，但是目前公司主要项目销售情况良好，预计 2011 年能够顺利完成 135 亿元的销售目标。

财务分析

得益于公司的快速扩张,最近 3 年公司销售收入和净利率持续高速增长态势,2008-2010 年 3 年时间公司营业收入和净利润均实现 3 倍的增长,增长非常强劲。

图表 5 公司最近 3 年经营收入、利润和利润率

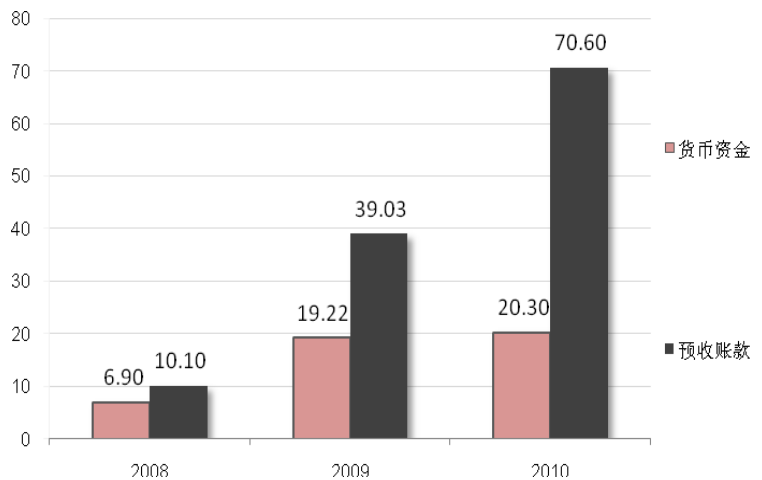


数据来源: wind、金元证券研究所

从图中可以看出,公司销售毛利率在 2009 年有一定的下降,主要原因是 2008 年销售价格较低的产品在 2009 年结算所致,2010 年公司销售净利润率有所下滑,主要原因是由于 2010 年项目扩张较大导致管理费用有所上涨所致,预计 2011 年以后公司销售利润率将会逐步提升。

得益于公司销售额持续高增长,公司货币资金和预收账款不断提升,2011 年公司项目获取力度较小,因此资金压力不大,现金流充裕。

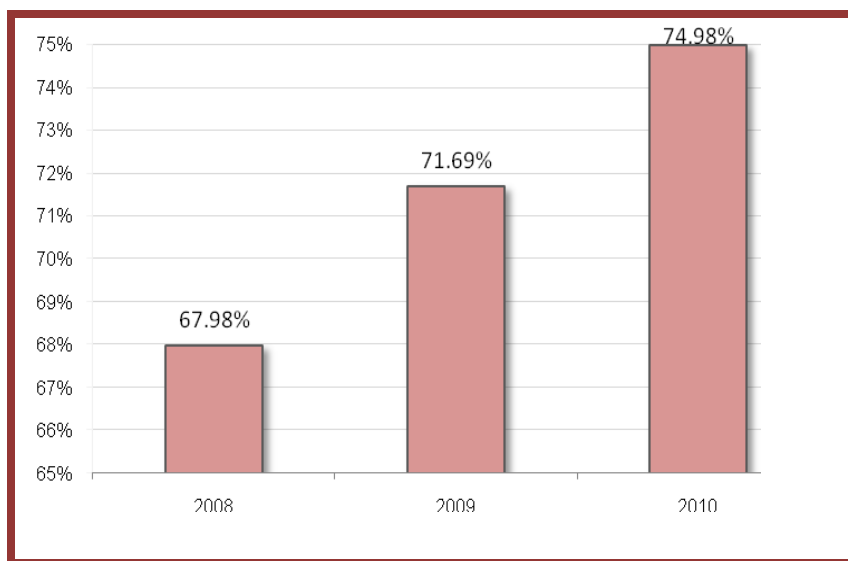
图表 6 公司最近 3 年货币资金和预收账款(单位:亿元)



数据来源: wind、金元证券研究所

公司的资产负债率最近 3 年有所上涨，主要是公司预收账款增速较快，资产负债率水平总体上处于合理水平，偿债能力较强：

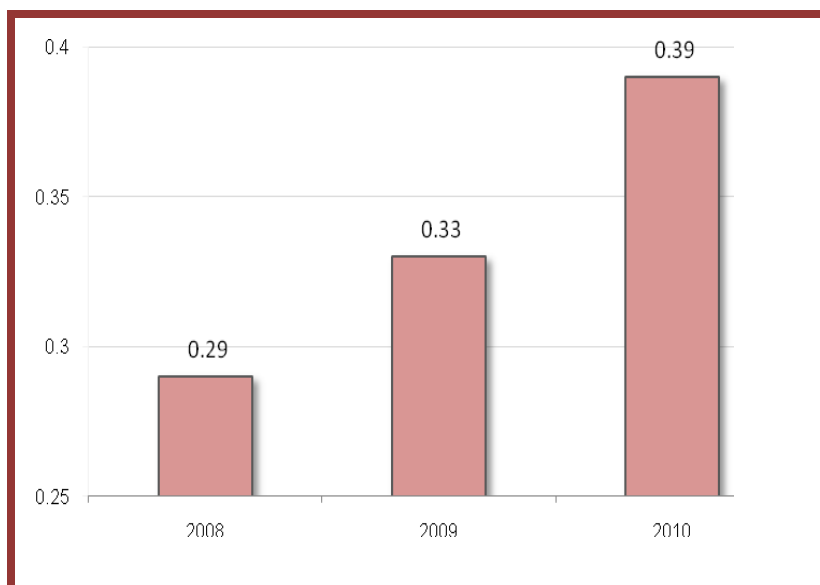
图表 7 公司最近 3 年资产负债率



数据来源：wind、金元证券研究所

公司坚持高周转的发展战略，最近 3 年存货周转速度持续提升，去库存周期不断缩短：

图表 8 公司最近 3 年存货周转次数



数据来源：wind、金元证券研究所

估值

假设公司所有项目能够按照预定的进度完成开发，并且以预期的价格完成销售结算，贴现率假设为 10%，销售净利率假设为 15%，得出公司项目净利润现值为 141.84 亿元。

图表 9 公司项目净利润现值计算表

地区	项目名称	建筑面积	销售价格	净利润现值
廊坊	文安锦绣家园	7.60	6,000	0.68
廊坊	香河香城郦舍	30.00	6,000	2.40
廊坊	豪邸坊	12.00	8,000	1.28
廊坊	塞纳荣府	33.39	8,000	3.57
廊坊	晓.廊坊-盛景	22.68	8,000	2.42
廊坊	格林郡府项目	42.63	8,000	4.35
廊坊	阿尔卡迪亚五期	17.06	6,000	1.54
廊坊	2011-24 地块	5.74	8,000	0.59
南京	盛棠苑 B 区	2.63	8,000	0.31
南京	阿尔卡迪亚三期	15.97	7,000	1.64
南京	龙湖半岛项目	226.76	6,500	20.61
南京	兰亭苑	15.68	7,000	1.47
南京	龙湖半岛	51.34	6,500	4.26
沧州	阿尔卡迪亚	35.70	5,000	2.61
沧州	文景苑	6.09	5,000	0.45
沧州	CTP-1012	56.51	5,000	3.77
沧州	兰亭苑西侧	8.58	5,000	0.57
沧州	CTP-1004	1.03	5,000	0.07
蚌埠	阿尔卡迪亚	45.71	4,800	3.29
蚌埠	香堤荣府	20.38	6,000	1.63
蚌埠	南山郦都	57.25	5,000	3.65
蚌埠	2011-33 地块	16.28	5,000	1.04
徐州	阿尔卡迪亚	18.42	4,100	1.11
徐州	邳州文景苑二期	4.73	4,100	0.27
徐州	九里峰景一期	13.81	8,000	1.54
徐州	盛和项目	3.89	4,100	0.20
徐州	文承苑	91.16	4,100	4.99
石家庄	阿尔卡迪亚	42.24	9,000	5.08
邯郸	锦绣花苑	10.18	6,000	0.85
邯郸	阿尔卡迪亚一期	12.35	4,700	0.81
邯郸	阿尔卡迪亚	61.10	4,700	3.67
聊城	阿尔卡迪亚一期	12.40	4,800	0.79
聊城	西湖馨苑	21.78	4,300	1.31
浏阳	财智广场	2.92	2,000	0.09
沈阳	香缇澜山一期	7.02	10,000	0.94
沈阳	香缇澜山	29.10	10,000	3.89

沈阳	阿尔卡迪亚	99.12	5,000	6.62
沈阳	幸福大道	33.19	5,000	2.22
沈阳	东湖地块	139.43	5,000	8.90
沈阳	爱家骊都	23.00	10,000	3.22
沈阳	幸福大道	9.29	5,000	0.59
沈阳	沈北 2010-035	11.82	5,000	0.75
临沂	香醍荣府项目	5.13	5,000	0.38
临沂	河东 B、D 地块	33.97	5,000	2.17
临沂	河东项目 A、C、E、F 地块	60.19	5,000	3.84
唐山	湖畔丽舍	267.34	5,000	18.69
成都	布鲁明顿广场项目	5.14	8,000	0.53
湛江	海湾郦都	23.27	4,000	1.19
湛江	南亚骊都	54.75	4,000	3.21
盘锦	盘锦项目	28.01	5,000	1.79
合计		1,855.76		141.84

数据来源：金元证券研究所

因此我们得出公司每股 RNAV 为 10.93 元：

图表 10 公司每股 RNAV 计算表

项目	数值
净利润现值	141.84
总股本	18.64
每股净利润现值	7.61
每股净资产	3.32
每股 RNAV	10.93

数据来源：金元证券研究所

最近 3 年公司销售净利率维持在较高水平，2010 年由于新开项目较多以及部分酒店转入固定资产以后折旧费用提升导致管理费用有所上涨，净利率有所下降，预计 2011 年以后将为逐步提升。

不同的贴现率和销售净利率水平之下，公司 RNAV 变化情况如下：

图表 11 公司每股 RNAV 敏感性分析

贴现率\销售净利率	15%	16%	17%	18%	19%	20%
8%	11.03	11.55	12.06	12.57	13.09	13.60
9%	10.98	11.49	12.00	12.51	13.02	13.53
10%	10.93	11.44	11.95	12.45	12.96	13.47
11%	10.88	11.39	11.89	12.39	12.90	13.40
12%	10.83	11.34	11.84	12.34	12.84	13.34

数据来源：金元证券研究所

盈利预测与投资评级

我们假设公司项目未来开发和结算进度如下表所示:

图表 12 公司项目结算表预测

地区	项目名称	建筑面积	销售价格	结算面积			结算收入		
				2011	2012	2013	2011	2012	2013
廊坊	文安锦绣家园	7.60	6,000	7.60			456	-	-
廊坊	香河香城郦舍	30.00	6,000	4.00	6.00	8.00	240	360	480
廊坊	豪邸坊	12.00	8,000	3.00	4.00	5.00	240	320	400
廊坊	塞纳荣府	33.39	8,000	7.00	9.00	10.00	560	720	800
廊坊	晓.廊坊-盛景	22.68	8,000		7.00	8.00	-	560	640
廊坊	格林郡府项目	42.63	8,000		5.00	6.00	-	400	480
廊坊	阿尔卡迪亚五期	17.06	6,000			3.00	-	-	180
廊坊	2011-24 地块	5.74	8,000			3.00	-	-	240
南京	盛棠苑 B 区	2.63	8,000	2.63			210	-	-
南京	阿尔卡迪亚三期	15.97	7,000	15.97			1,118	-	-
南京	龙湖半岛项目	226.76	6,500			2.00	-	-	130
南京	兰亭苑	15.68	7,000		3.00	5.00	-	210	350
南京	龙湖半岛	51.34	6,500				-	-	-
沧州	阿尔卡迪亚	35.70	5,000	8.00	10.00	12.00	400	500	600
沧州	文景苑	6.09	5,000	4.00	2.09		200	105	-
沧州	CTP-1012	56.51	5,000			4.00	-	-	200
沧州	兰亭苑西侧	8.58	5,000			3.00	-	-	150
沧州	CTP-1004	1.03	5,000			3.00	-	-	150
蚌埠	阿尔卡迪亚	45.71	4,800			4.00	-	-	192
蚌埠	香堤荣府	20.38	6,000	10.00	5.00	5.38	600	300	323
蚌埠	南山郦都	57.25	5,000		3.00	5.00	-	150	250
蚌埠	2011-33 地块	16.28	5,000			2.00	-	-	100
徐州	阿尔卡迪亚	18.42	4,100	12.00	6.42		492	263	-
徐州	邳州文景苑二期	4.73	4,100		4.73		-	194	-
徐州	九里峰景一期	13.81	8,000	7.00	6.81		560	545	-
徐州	盛和项目	3.89	4,100			3.00	-	-	123
徐州	文承苑	91.16	4,100		10.00	12.00	-	410	492
石家庄	阿尔卡迪亚	42.24	9,000	6.00	8.00	10.00	540	720	900
邯郸	锦绣花苑	10.18	6,000	10.18			611	-	-
邯郸	阿尔卡迪亚一期	12.35	4,700		5.00	7.35	-	235	345
邯郸	阿尔卡迪亚	61.10	4,700		4.00	5.00	-	188	235
聊城	阿尔卡迪亚一期	12.40	4,800	10.00	2.40		480	115	-
聊城	西湖馨苑	21.78	4,300	5.00	7.00	9.78	215	301	421
浏阳	财智广场	2.92	2,000	2.92			58	-	-
沈阳	香缇澜山一期	7.02	10,000		3.00	4.02	-	300	402
沈阳	香缇澜山	29.10	10,000		8.00	9.00	-	800	900

沈阳	阿尔卡迪亚	99.12	5,000			5.00	-	-	250
沈阳	幸福大道	33.19	5,000	8.00	10.00	12.00	400	500	600
沈阳	东湖地块	139.43	5,000			3.00	-	-	150
沈阳	爱家骊都	23.00	10,000	4.00	6.00	7.00	400	600	700
沈阳	幸福大道	9.29	5,000			4.00	-	-	200
沈阳	沈北 2010-035	11.82	5,000			4.00	-	-	200
临沂	香醍荣府项目	5.13	5,000		2.00	3.13	-	100	157
临沂	河东 B、D 地块	33.97	5,000			4.00	-	-	200
临沂	河东项目 A、C、E、F 地块	60.19	5,000			5.00	-	-	250
唐山	湖畔丽舍	267.34	5,000		8.00	10.00	-	400	500
成都	布鲁明顿广场项目	5.14	8,000		2.00	3.14	-	160	251
湛江	海湾郦都	23.27	4,000		4.00	6.00	-	160	240
湛江	南亚骊都	54.75	4,000		8.00	12.00	-	320	480
盘锦	盘锦项目	28.01	5,000		3.00	6.00	-	150	300
合计		1,855.76		127.30	162.45	232.80	7,780.50	10,085.65	13,960.49

数据来源：金元证券研究所

根据以上预测，得出公司未来 3 年每股收益分别为 0.79 元、1.02 元、1.41 元，对应的市盈率分别为 9 倍、7 倍、5 倍。

图表 13 公司利润表预测

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,028.80	3,289.01	6,527.18	7,780.50	10,085.65	13,960.49
营业收入	2,028.80	3,289.01	6,527.18	7,780.50	10,085.65	13,960.49
二、营业总成本	1,531.10	2,493.28	5,161.67	5,835.38	7,564.24	10,470.37
营业成本	1,239.34	2,120.32	4,249.03	4,901.72	6,353.96	8,795.11
营业税金及附加	134.95	227.39	518.14	544.64	706.00	977.23
销售费用	35.75	46.87	99.83	116.71	151.28	209.41
管理费用	63.93	85.46	226.38	233.42	302.57	418.81
财务费用	-1.92	4.32	59.70	38.90	50.43	69.80
资产减值损失	59.03	8.93	8.58	-	-	-
三、其他经营收益	-	0.01	-1.71	-	-	-
四、营业利润	497.70	795.74	1,363.80	1,945.13	2,521.41	3,490.12
加：营业外收入	1.25	17.28	38.45	38.90	50.43	69.80
减：营业外支出	3.35	2.26	58.79	31.12	40.34	55.84
五、利润总额	495.61	810.76	1,343.46	1,952.91	2,531.50	3,504.08
减：所得税	124.94	201.31	320.96	488.23	632.87	876.02
六、净利润	370.67	609.45	1,022.49	1,464.68	1,898.62	2,628.06
减：少数股东损益	-0.03	-0.09	1.12	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	370.70	609.54	1,021.38	1,464.68	1,898.62	2,628.06
七、每股收益：	0.46	0.73	0.71	0.79	1.02	1.41

数据来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048

本报告仅供金元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考,并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告,对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送,版权归本公司所有。未经本公司书面授权,本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络本公司并获得许可,并需注明出处,且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。