

每股增长54.55%，增长保持高水平

——荣盛发展（002146）2011年三季度报点评

2011年10月25日

推荐/维持

荣盛发展

财报点评

郑闵钢	房地产行业分析师	电话：010-66554031	执业资格证号：S1480510120012
联系人：苏阳	电话：010-66554051	Zhengmg@dxzq.net.cn	

事件：

公司发布2011年三季度报告，公司前三季度实现营业收入61.01亿元，同比增33.24%；归属于上市公司股东的净利润9.56亿元，同比上涨57.39%；基本每股收益0.51元，同比增长54.55%。

公司分季度财务指标

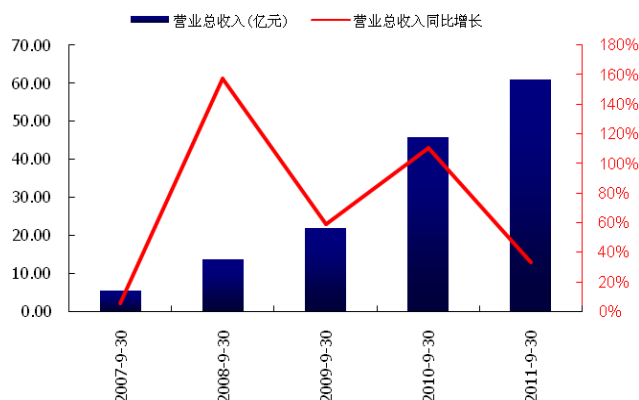
指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	1025.89	1832.17	1721.01	1948.10	1542.05	2445.76	2113.27
增长率（%）	80.37%	117.29%	124.67%	75.34%	50.31%	33.49%	22.79%
毛利率（%）	29.63%	32.78%	30.79%	43.31%	32.87%	39.94%	39.13%
期间费用率（%）	4.59%	3.86%	6.08%	8.40%	10.18%	7.85%	9.54%
营业利润率（%）	17.16%	21.12%	17.04%	26.06%	14.92%	24.16%	20.78%
净利润（百万元）	133.88	266.85	207.05	414.70	168.37	444.76	339.85
增长率（%）	47.35%	68.91%	54.98%	82.69%	25.76%	66.67%	64.14%
每股盈利（季度，元）	0.149	0.186	0.144	0.289	0.118	0.238	0.184
资产负债率（%）	72.95%	74.47%	75.05%	74.98%	76.05%	77.36%	76.95%
净资产收益率（%）	3.29%	6.36%	4.68%	7.80%	3.03%	7.87%	5.40%
总资产收益率（%）	0.89%	1.62%	1.17%	1.95%	0.73%	1.78%	1.24%

评论：

积极因素：

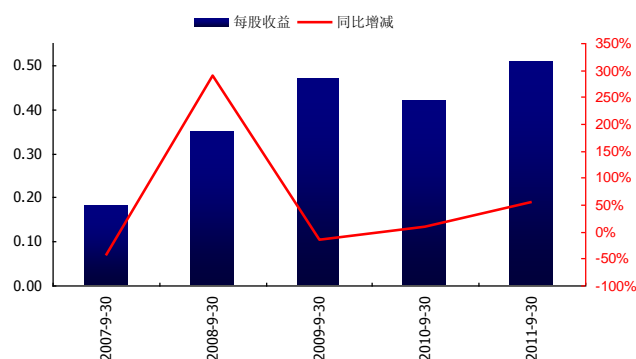
- 营业收入仍保持增长，可结算能力强。截止三季度公司营业收入达61.01亿元，同比增长33.24%。公司销售项目的毛利率达54.55%，保持最好的水平。调控下公司营业收入仍能保持较好水平，这主要取决于公司采取的立足中小城市的策略。公司多线发展的策略受到宏观调控政策影响相对较小，并给予公司长期稳定的发展基础。销售增长好主要是本期廊坊、沧州、蚌埠、聊城、南京、邯郸、徐州、长沙等地区项目竣工，结算面积同比增加所致。另外公司的预收款增长较好，截止三季度公司预收款达到91.89亿元，较去年同期增加了38.41亿元增幅为71.84%。全年公司业绩增长确定，我们预计全年增长超50%。

图 1：营业收入保持增长



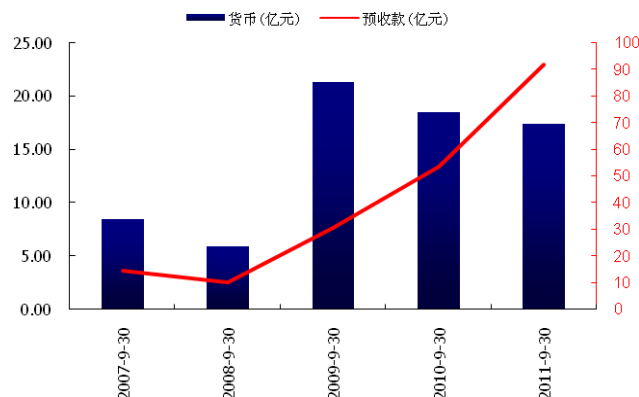
资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：每股收益上升 50% 以上



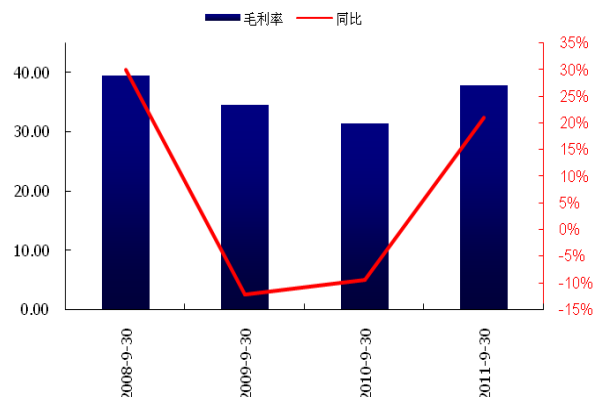
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 3：预收款有较大增长



资料来源：公司公告，东兴证券

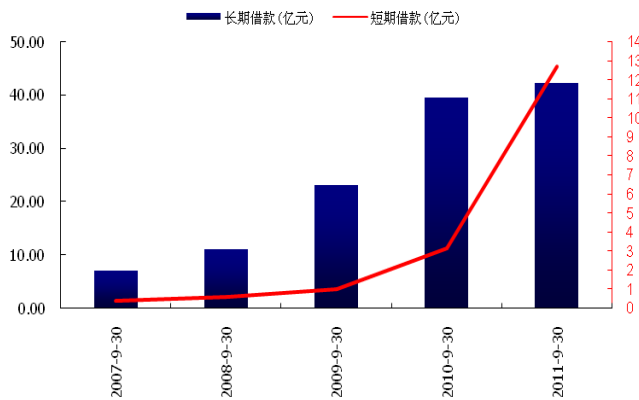
图 4：售毛利率上升



消极因素：

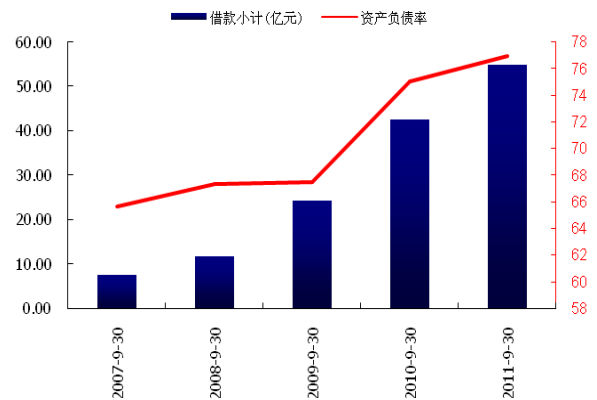
- 截止三季度公司贷款额同比有所上升。其中长期借款 42.20 亿，同比增长 6.98%。短期借款 12.71 亿，同比增长 301.49%，增加的主要原因是本期取得的一年内银行贷款增加。资产负债率和费用在上升。截止三季度公司资产负债率达 76.95%，同比增长 2.53%。公司的三项目费用也在上升，管理费用达 2.93 亿元，同比增长 123.52%。管理费用增加主要一是本期公司计提股权激励计划相关股份支付费用；二是本期新增酒店项目计提折旧和摊销费用增加；三是本期公司经营规模扩大，项目增加，人工成本和管理成本相应增加。销售费用 1.55 亿元，同比增长 186.06%。增加的主要原因一是本期公司经营规模扩大，销售回款同比增长，相应销售人工成本和营销费用增加；二是本期廊坊、沧州、聊城酒店的营业费用增加。财务费用达 1.04 亿元，同比增长 177.33%。另外由于今年取得土地证的土地成本转入和在建项目工程投入增加，公司存货也有所增加达 187.74 亿元。

图 5：贷款额有所增加



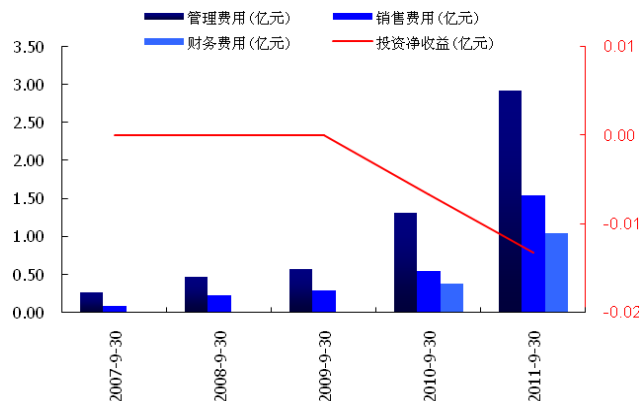
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 6：资产负债率有上升



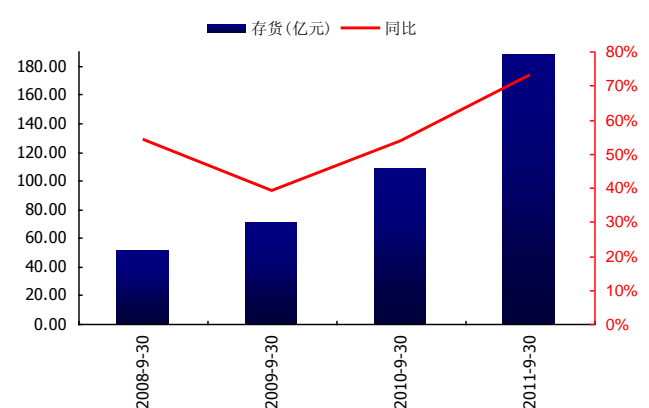
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：费用增加、投资净收益下降



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 8：存货增加



资料来源：公司公告、东兴证券

盈利预测

- 我们预测公司 2011 年至 2013 年的销售收入分别达 90.23 亿元、115.88 亿元和 157.73 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.88 元、1.10 元和 1.48 元，

投资建议：

- 公司管理团队有着很高和很强的管理能力，“高效的执行力”是公司快速成长的法宝。前三季度业绩增长好，预计全年能保持较好增长。我们预测公司 2011 年至 2013 年的销售收入分别达 90.23 亿元、115.88 亿元和 157.73 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.88 元、1.10 元和 1.48 元，相对应的 PE 为 7.82、6.24 和 4.66。按 11 年每股收益 0.88 元 13X 计估值为 11.44 元，按 12 年每股收益 1.10 元 13X 计估值为 14.30 元。我们给予“推荐”投资评级。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	20012	29317	38438	52769	营业收入	6527	9023	11588	15773
货币资金	2030	3609	4635	6309	营业成本	4249	5762	7469	10234
应收账款	45	57	73	99	营业税金及附加	518	632	811	1104
其他应收款	945	1306	1677	2283	营业费用	100	135	174	237
预付款项	3036	4476	6344	8902	管理费用	226	271	348	473
存货	13258	18945	24555	33645	财务费用	60	31	44	50
其他流动资产	699	923	1154	1531	资产减值损失	8.58	8.58	8.58	8.58
非流动资产合计	1243	1453	1486	1461	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	41	41	41	41	投资净收益	-1.71	0.00	0.00	0.00
固定资产	747	937	986	976	营业利润	1364	2183	2734	3667
无形资产	159	143	127	111	营业外收入	38.45	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	58.79	2.00	2.00	2.00
资产总计	21254	30769	39924	54230	利润总额	1343	2189	2740	3673
流动负债合计	11808	19029	25924	37627	所得税	321	547	685	918
短期借款	400	3532	3054	4612	净利润	1022	1641	2055	2755
应付账款	1050	1421	1842	2523	少数股东损益	1	1	1	1
预收款项	7060	12473	19426	28890	归属母公司净利润	1021	1640	2054	2754
非流动负债合计	4129	5336	6773	8273	EBITDA	1610	2356	2944	3893
长期借款	3636	5136	6636	8136	BPS (元)	0.71	0.88	1.10	1.48
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	15937	24365	32697	45900		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	558	559	560	561	成长能力				
实收资本(或股本)	1434	1864	1864	1864	营业收入增长	98.5%	38.23%	28.43%	36.12%
资本公积	1362	1362	1362	1362	营业利润增长	65.7%	60.04%	25.24%	34.16%
未分配利润	1756	1888	2052	2272	归属于母公司净利润增长	67.6%	60.60%	25.19%	34.10%
归母公司股东权益合计	4760	5846	6667	7769	获利能力				
负债和所有者权益	21254	30769	39924	54230	毛利率(%)	34.90%	36.13%	35.55%	35.12%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	15.67%	18.19%	17.73%	17.47%
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润(%)	4.81%	5.33%	5.14%	5.08%
经营活动现金流	-1934	132	1489	477	ROE(%)	21%	28%	31%	35%
净利润	1022	1641	2055	2755	偿债能力				
折旧摊销	186.18	0.00	166.61	175.61	资产负债率(%)	75%	79%	82%	85%
财务费用	60	31	44	50	流动比率	1.69	1.54	1.48	1.40
应付帐款的变化	0	371	421	682	速动比率	0.57	0.55	0.54	0.51
预收帐款的变化	0	5414	6953	9464	营运能力				
投资活动现金流	0	-319	-209	-159	总资产周转率	0.37	0.35	0.33	0.34
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	200.04	177.89	178.45	182.97
长期投资	41	41	41	41	应付账款周转率	6.28	7.30	7.10	7.23
投资收益	-2	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	1766	-254	1355	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.88	1.10	1.48
短期借款	400	3532	3054	4612	每股净现金流(最新摊薄)	0.08	0.85	0.55	0.90
长期借款	3636	5136	6636	8136	每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.14	3.58	4.17
普通股增加	538	430	0	0	估值比率				
资本公积增加	-318	0	0	0	P/E	9.69	7.82	6.24	4.66
财务费用	0.00	-31	-44	-50	P/B	2.07	2.19	1.92	1.65
现金净增加额	-1934	1579	1026	1674	EV/EBITDA	8.61	7.59	6.07	4.95

分析师简介

郑闵钢

房地产行业高级研究员，2007 年加盟东兴证券从事房地产研究至今。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。