



面对市场恶化，积极应对销售回升

——荣盛发展（002146）调研快报

2011年12月13日

推荐/维持

荣盛发展

调研快报

郑闵钢	房地产行业分析师	执业资格证号: S1480510120012
	电话: 010-66554031	zhengmg@dxzq.ent.cn
联系人: 张鹏	电话: 010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn

事件:

11月13日我们与荣盛发展的董秘会面，了解了近期的经营情况。

关注 1: 市场仍将恶化，公司谨慎应对

公司对未来的房地产市场持谨慎态度。一方面，公司认为政策方面已是底部，未来出台更加严厉政策的可能性不大。另一方面，公司认为市场基本面会继续恶化，预计明年一季度将是全年的地点，二季度要好于一季度，三季度是全年市场最好的一个时期。

对于当前低迷的房地产市场，公司采取了一系列应对措施。1、公司主动降价销售回笼资金，折扣最多的项目打到8折，其余项目也有不同程度的折扣。目前来看，公司的降价促销取得了一定成效。项目销售明显好于9月份时最困难的时期。2、土地支出趋于谨慎。公司今年以来共获得6块土地，规划面积共计137万平方米，土地价款总计16亿元，较2010年大幅减少。明年行业将进入底部，届时公司将通过收购或土地市场扩大项目储备。

关注 2: 销售低于年初计划，促销下起稳回升

公司预计全年销售超100亿元，但难以完成年初制定的135亿元的销售计划。从地区来看，廊坊、沈阳、聊城、蚌埠、邯郸取得了不错的销售业绩。但湛江、徐州和临沂低于预期。公司这些地区销售低于预期的主要原因在于由于项目自身的原因未能按照预定计划推盘，未抓住上半年良好的销售时机。目前公司的降价促销取得了一定成效，项目销售明显好于9月份时最困难的时期。

关注 3: 商业地产将是公司今后的一个新亮点

公司目前在廊坊、聊城、沧州、南京和唐山等地开发建设酒店项目，目前3家已在运营2家正在建设。公司计划近几年投入一定资金来建立起自己的酒店管理公司，为今年不断壮大的酒店开发提供有力支持，并在将来形成公司酒店的连锁经营。目前短期内酒店的经营加大公司的管理费用等，但每年几千万的费用与公司每年10多亿元的净利润相比公司完全有能力负担。公司这些酒店在当地具有较好的优势，今后的升值空间很大。公司的酒店业务将是公司今年的一个亮点。

结论:

我们认为公司对市场未来的判断趋于理性和谨慎，已经做好了充分准备应对未来可能发生的市场风险和可能出现的较好的拿地机会。公司目前财务稳健，今年以来通过多种融资渠道融资，包括信托融资、成立房地产投资基金等，同时减少土地支出以进行节流。公司目前所作准备使公司在土地市场出现机会时具有较大的先

发优势。目前公司已取得很好的土地储备，未结算项目在 1800 万平方米以上，可满足公司 3-4 年的开发需要。长远来看公司的酒店物业将会给公司带来稳定收益，从而增加公司价值。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 8.33、6.65 和 4.96。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，给予六个月目标价 12.87 元。

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	10.32	8.33	6.65	4.96
财务费用	0.00	-31	-44	-50	P/B	2.21	2.34	2.05	1.76
现金净增加额	-1934	1579	1026	1674	EV/EBITDA	9.01	7.94	6.36	5.16

分析师简介

郑闵钢

房地产行业高级研究员，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究至今。

联系人简介

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产行业研究工作至今。

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。