

荣盛发展 (002146.SZ)

房地产开发行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

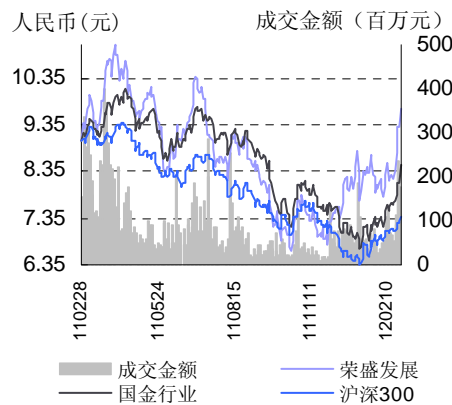
市价(人民币): 9.71元

充分受益户籍制度改革

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,624.99
总市值(百万元)	18,096.33
年内股价最高最低(元)	11.08/6.65
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.680	0.712	0.737	1.016	1.420
每股净资产(元)	4.22	3.32	4.28	5.50	7.35
每股经营性现金流(元)	0.29	-1.35	2.75	0.74	1.34
市盈率(倍)	30.44	19.07	13.17	9.56	6.84
行业优化市盈率(倍)	39.81	27.49	25.22	25.22	25.22
净利润增长率(%)	64.43%	67.56%	34.50%	37.86%	39.74%
净资产收益率(%)	16.11%	21.46%	22.40%	24.02%	25.13%
总股本(百万股)	896.00	1,433.60	1,863.68	1,863.68	1,863.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高效执行成就高速增长:** 公司上市以来保持高速增长, 储备由 06 年底的 300 万平米上升至 1800 万平米, 施工规模达到 840 万平米。高速增长源自公司高效的执行力, 高效执行源于公司军事化管理风格、集权组织结构和灵活的激励制度; 随规模扩张, 公司管理上计划向制度化转变, 逐步放权提高员工成就感和忠诚度, 我们认为公司仍有能力保持较快增长速度。
- **中等城市发展空间大:** 公司定位中等城市这一片蓝海, 走出了自己的经营特色。这一定位给公司提供较大发展空间, 因为中等城市占我国 56% 的人口和 57% 的土地; 而城市建成比例和人均建成区面积、人均住宅投资都处于较低水平; 随中等城市经济发展, 人均留存额与一线城市的差距不断缩小, 住宅购买能力较一二线城市更高, 发展潜力能够得以发挥。
- **将充分受益户籍制度改革。** 国务院推行的户籍制度改革将加速城镇化率的提升, 延长行业的长期上升周期。并提升中小城市的市场容量, 公司业务由于本身就聚焦于中小城市, 户籍改革所带来的新增拓展资源空间将为公司业绩增长提供更实质帮助。
- **竞争优势不改:** 市场可能担心随一线企业向中小城市拓展资源深度和广度的提升, 中小城市竞争压力增加, 但公司较强成本控制能力, 会使其在房价相对敏感的中小城市占据价格优势; 并且公司先于竞争对手进入中小城市进行多年市场深耕, 目前已经在储备、社会资源和品牌上奠定了基础。
- **业绩锁定高但资金偏紧。** 公司目前预收款约 91 亿元, 与前三季度结算额合计是 11 年预计结算收入的 186%, 业绩锁定高。半年度公司资金余额 17.4 亿元, 是短期借款和一年内到期借款的 47%, 资金压力略大, 但考虑公司较快的周转速度, 可以用销售回款来平衡短期现金流。

投资建议

- 预计公司 11、12 年每股收益 0.74、1.02 元, 市盈率分别为 13.2 和 9.6 倍, NAV 折价幅度达到 31%。由于公司较强的执行力保证了公司快速增长, 公司的估值水平相对于行业一直保持了一定的溢价水平。并且公司将是未来户籍改革中最为受益的公司之一, 给予公司 12 年 12 倍市盈率, 目标价格 12.7 元, 建议买入。

风险提示

- 作为民营企业外部融资能力相对较弱且财务杠杆较高, 资金相对紧张。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号: S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

张慧 联系人
(8610)66216760
zhang_hui@gjzq.com.cn

内容目录

高效执行成就高速成长.....	4
上市四年迅猛发展.....	4
高效执行成就高速成长.....	6
调控下积极防守 谨慎进攻	7
11年可售进入高峰.....	7
已限购比重不大 未限购预计力度不高.....	8
调控下时间换空间.....	9
广阔天地大有作为	10
中等城市有大市场.....	10
竞争加剧下也有防御能力.....	13
盈利预测与估值.....	15
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1: 公司发展大事记	4
图表 2: 全国项目分布	5
图表 3: 公司各地方拿地时间与规模分布 (单位: 万平方米)	5
图表 4: 04-11年销售、竣工、开工和施工规模.....	6
图表 5: 04-10年经营指标.....	6
图表 6: 公司股权结构图	7
图表 7: 公司组织结构.....	7
图表 8: 主要公司股权激励规模比较	7
图表 9: 各年已售、已开工、未开工结构	8
图表 10: 股权激励内容.....	8
图表 11: 公司项目分布	9
图表 12: 公司项目分布	9
图表 13: 11年新增项目情况 (单位: 万平方米, 亿元)	10
图表 14: 09年人口分布	10
图表 15: 09年城市土地分布.....	10
图表 16: 各年市辖区建成比例	11
图表 17: 市辖区人均建成区面积 (单位: 百平米)	11
图表 18: 市辖区人均住宅投资 (单位: 万元)	11
图表 19: 各年市辖区人口比重	12
图表 20: 人均年留存额与一线、二线城市比.....	12
图表 21: 主要城市人均年留存额与房价比例.....	13

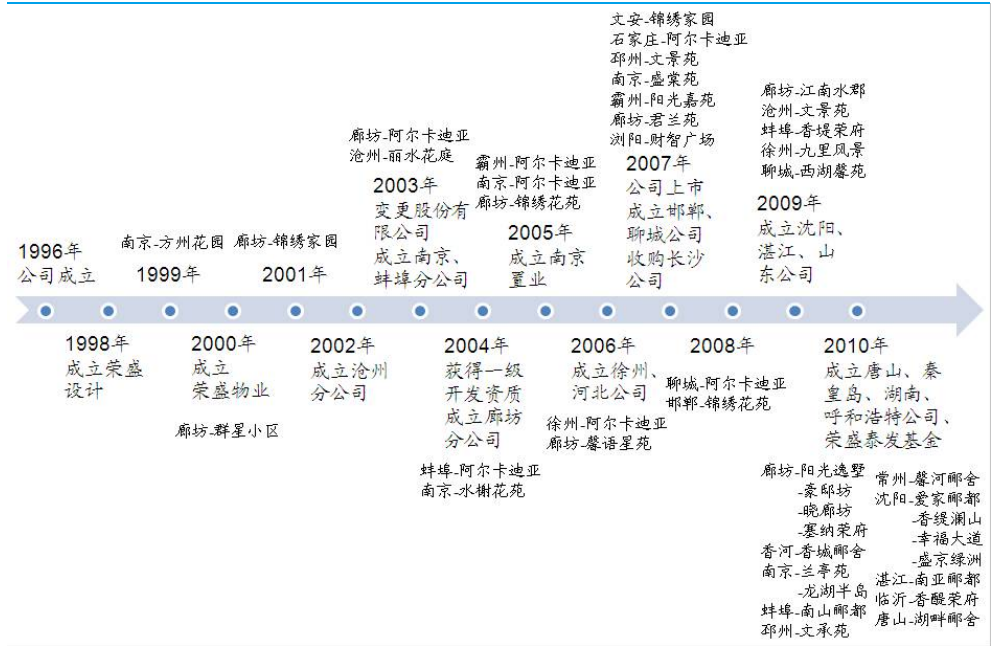
图表 22: 管理和销售费用占营业收入比.....	13
图表 23: 人均留存情况分布.....	14
图表 24: 开发项目盈利预测.....	16
图表 25: 开发物业重估净资产值.....	18

高效执行成就高速成长

上市四年高速发展

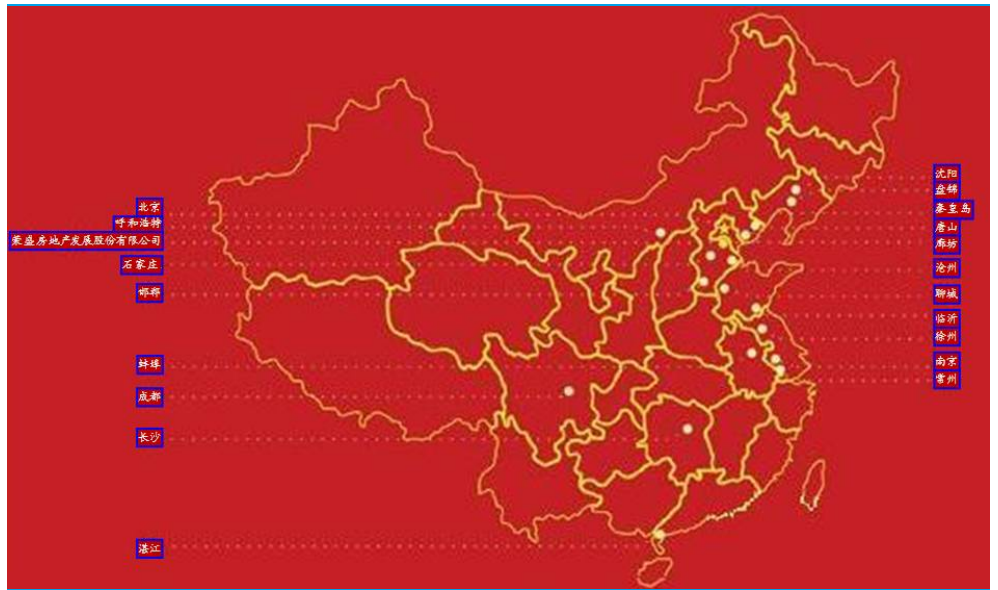
- 专注中等城市开发的民营企业。公司的前身是 1996 年成立的廊坊开发区荣盛实业有限公司，2001 年更名荣盛房地产发展有限公司，2003 年整体变更为荣盛房地产发展股份有限公司，并于 2007 在深交所上市。
- 公司一直致力于中等城市商品住宅开发，99 年在南京六合开发第一个项目至今，已形成全国 9 省 18 市的战略布局，项目储备接近 1800 万平方米，主要分布在沈阳、唐山、廊坊、沧州、临沂和南京等地。

图表1: 公司发展大事记



来源：公司数据国金证券研究所

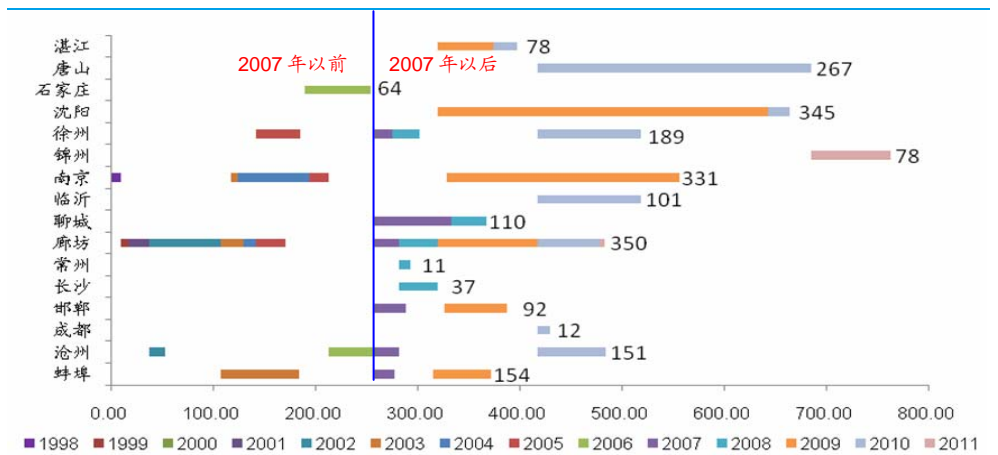
图表2: 全国项目分布



来源: 公司数据国金证券研究所

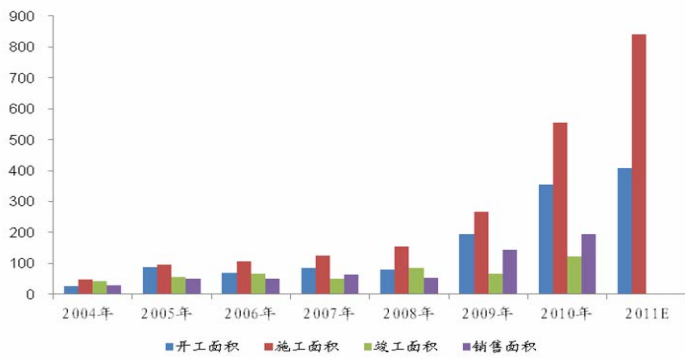
- **上市四年发展势头迅猛。**公司自 07 年上市以来, 取得了快速的发展。储备由 06 年的 300 万平米上升至 1800 万平米, 已进入城市 18 个, 项目多达 50 个。
 - 07-10 年公司营业收入和净利润复合增长率分别为 55%和 53%, 销售和开工面积复合增长 46%和 60%。
 - 09、10 年公司分别新增项目 821 万平米和 704 万平米, 使公司规模得到快速扩张, 截至目前公司有储备 1800 万平米, 是 10 年结算面积的 12.9 倍; 按年增 35%, 可供公司开发 5.2 年。

图表3: 公司各地方拿地时间与规模分布 (单位: 万平方米)

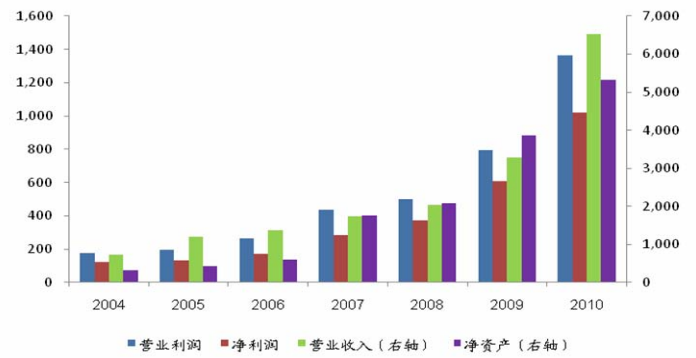


来源: 公司数据国金证券研究所 (条形图长度表示建筑面积, 数字为累积获得项目建筑面积)

图表4: 04-11年销售、竣工、开工和施工规模



图表5: 04-10年经营指标

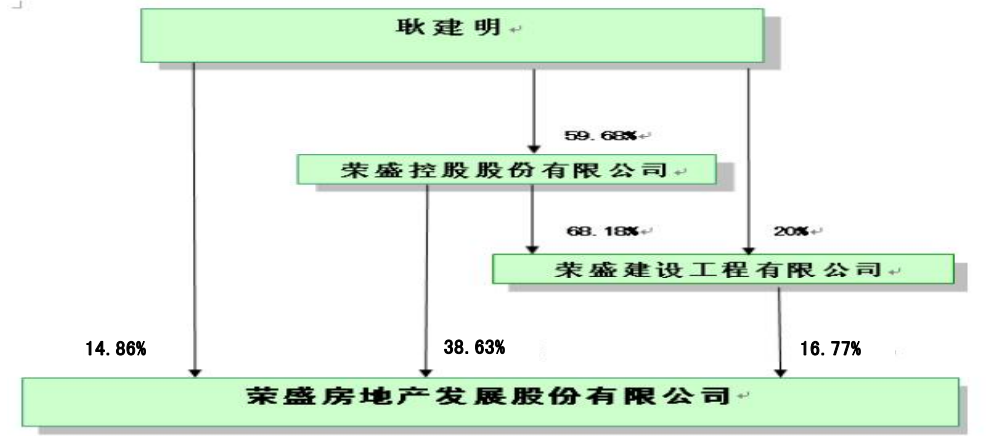


来源: 国金证券研究所, wind

高效执行成就高速成长

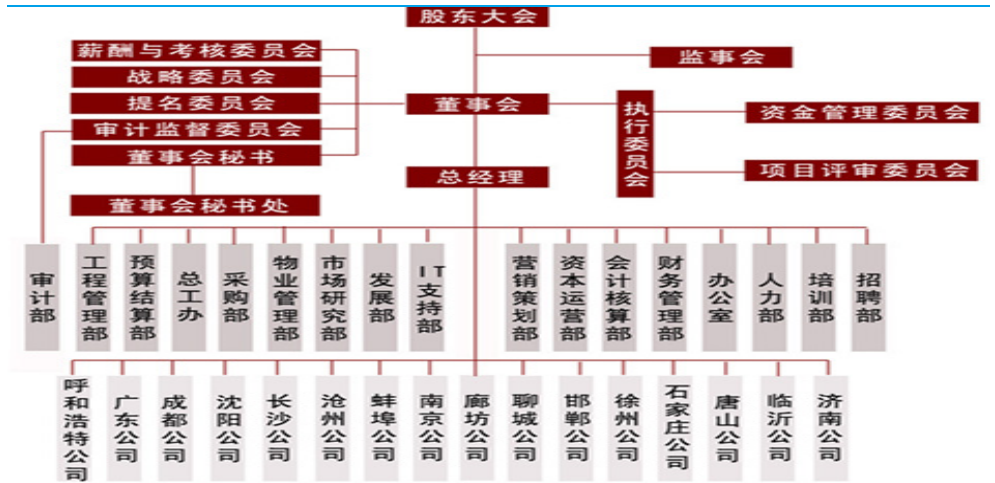
- **高速发展源自公司高效的执行力。**过去公司执行力强主要来源于三个方面: 一是公司雷厉风行的管理作风, 二是公司集中式的组织结构, 三是公司作为民营企业较为灵活的激励机制。
 - 公司董事长、实际控制人耿建明先生和监事会主席邹家立先生均有入伍经历, 这使得公司管理风格上具有军事化, 执行力高的特点。
 - 公司实际控制人可控股达到 70.22%, 而较高的股权集中度和公司两级的管理架构使得公司管理上以总部集权为主, 拿地和财务都由总部集中管理。决策权在总部集中, 分子公司更偏重执行, 总体上执行力较高。
 - 第三是公司作为民企, 在激励机制上较为灵活, 激励与业绩挂钩也是民企的主要特点。公司分层次以及分长短期的激励机制都较为完善, 分子公司管理人员和员工的激励水平与实际实现收益紧密结合。
- **规模扩张中逐步向以制度管理为主转变。**随着公司规模扩大, 市场可能会担心集中的管理模式会对公司进一步成长构成束缚。实际上公司 15 年的房地产从业历史, 已经使公司形成一套完善的业务流程。公司计划逐步下放权限, 从以人管理向以制度管理转变, 这将有利于公司长期稳定的发展, 同时也会缓解规模和集权制度不符导致的效率下降。
 - 公司在项目开发和建设上都制定了较为详细的业务规范, 对各任务的时间结点和主要内容都做了详细的规定。也因此, 公司能够在过去保持快速周转和低成本开发的特点。未来这套流程有助于公司实现权利下放, 日常经营形成制度化管理。
 - 尽管公司的激励制度能够激发员工积极性, 但整体上由于低成本策略要低于行业水平, 人员流动相对较快, 市场对此也比较担心。对此公司积极开展股权激励计划, 覆盖公司 8.37% 的员工, 基本涵盖所有中层干部, 而权限下放也有助于员工满意度提高, 提高员工忠诚度。

图表6: 公司股权结构图



来源: 公司数据国金证券研究所

图表7: 公司组织结构



来源: 公司数据国金证券研究所

图表8: 主要公司股权激励规模比较

	华业地产	万科	金地	冠城大通	荣盛发展	苏宁环球
涉及股份	800 万份 (1.24%)	11000 万份 (1.0004%)	17886 万股 (4%)	2000 万股 (2.72%)	4800 万股 (3.35%)	6693 万份 (3.93%), 其中预留 668 万份
激励范围	72 人, 6 名高管占股票期权授予总量的 41.25%	851 人 (职工比例 3.94%), 11 名高管占股票期权授予总量的 28.45%	224 人 (职工比例 4%), 1 名高管占股票期权授予总量的 26%	36 人	72 人 (职工比例 8.37%), 7 名高管占股票期权授予总量的 31.4%	164 人 (职工比例 18.51%), 5 名高管占股票期权授予总量的 12.55%

来源: 公司数据国金证券研究所

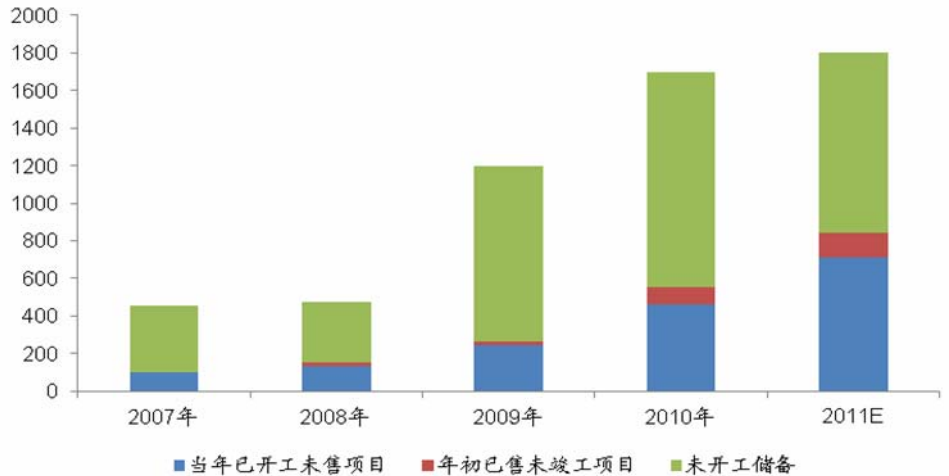
调控下积极防守 谨慎进攻

11 年可售进入高峰

- 09 年公司储备增加 821 万平米, 10 年又增加储备 704 万平米, 同时 10、11 两年公司加大开盘力度, 使大部分项目在 11 年达到可售状态。全年可售量为 300 万平米。

- 股权激励锦上添花。公司股权激励条件设定为 09-12 年扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于 35%，每年加权平均净资产收益率不低于 15%。由于每年的增长率以前一年为基期，而 09、10 年增长率都到达 65% 的水平，对 11-12 年业绩提出更高要求，公司有动力加快周转，积极销售使业绩达标。

图表9：各年已售、已开工、未开工结构



来源：公司数据国金证券研究所

图表10：股权激励内容

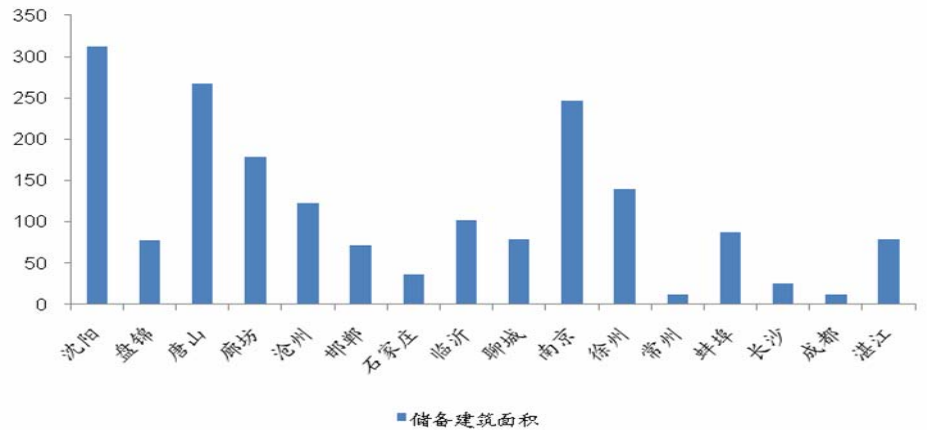
	股权激励
行权比例	第 1-4 个行权期，行权比例分别为 15%、20%、30%和 35%。
涉及股份	6420 万股 (3.35%)
股票来源	定向发行
行权价格	9.15 (利润分配调整后)
期权有效期	5 年
行权条件	09-12 年扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于 35%，每年加权平均净资产收益率不低于 15%。
激励范围	72 人 (职工比例 8.37%)，7 名高管占股票期权授予总量的 31.4%

来源：公司数据国金证券研究所

已限购比重不大

- 公司项目主要分布在中等城市，受限购影响不大。

图表11: 公司项目分布



来源: 公司数据国金证券研究所

- 目前公司项目所在的南京、徐州、石家庄和沈阳四市出台限购政策, 各地方限购细则不同。其中南京销售受限购影响较为明显, 而沈阳限购范围在二环内, 公司项目均不在限购范围, 徐州 144 平方米以下的普通商品房, 仅有九里峰景受限。

图表12: 公司项目分布

	限购范围	限购种类	限购内容	限购时间
南京			户籍两套, 非户籍有一年纳税或社保一套	
沈阳	二环内	限购房屋为住宅类房屋 (包括普通住宅、公寓、别墅等)	户籍两套, 非户籍有一年纳税或社保一套	
石家庄	石家庄市内五区、高新区范围内		户籍两套, 非户籍有一年纳税或社保一套	至 11 年 12 月 31 日
徐州	主城区, 包括鼓楼区、云龙区、泉山区和新城区, 不包括经济技术开发区、铜山区和贾汪区	建筑面积 144 平方米以下 (含 144 平方米) 的普通商品住房	户籍两套, 非户籍有一年纳税或社保一套	
长沙	市辖五区: 芙蓉区、开福区、天心区、岳麓区、雨花区	90 平方米 (含) 以下新建商品住房	环长株潭户籍 (长沙、株洲、湘潭、岳阳、常德、益阳、娄底、衡阳等八个地区) 两套, 外地有居住证一套	
成都	锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区、高新区等主城区		户籍两套, 非户籍有纳税或社保一套	

来源: 公司数据国金证券研究所

调控下时间换空间

- 11 年公司拿地速度有所放缓, 仅新增储备 99.8 万平米, 金额 9.97 亿元, 仅占年初计划的 500 万平米 20%。市场可能会担心公司未来的增长陷入瓶颈, 但我们认为, 在调控下保存实力是更为明智的选择。
- 公司一向以高杠杆为特点, 也因此取得了较高的净资产收益率。但在信贷收紧的背景下, 资金成本增加, 且贷款获得难度也增加, 高杠杆的风险相对较高, 减少资本支出有助于保存实力。且目前土地价格尚未有明显回调, 未来或将有更好的拿地时机和并购机会。
- 公司目前储备丰富, 有储备 1800 万平米, 是 10 年结算面积的 12.9 倍; 按年增 35%, 可供公司开发 5.2 年, 公司扩展项目的压力不大。

图表13: 11年新增项目情况(单位: 万平米, 亿元)

项目	交易时间	交易价格	土地面积	建筑面积	容积率	楼面地价
盘锦科技街辽河南路	2011-3-25	2.94	14.00	28.01	2.0	1050
廊坊市耀华道友谊路	2011-5-25	0.83	3.59	5.74	1.6	1446
盘锦惠宾街北、海洋街南	2011-7-25	4.18	18.92	49.95	2.6	837
蚌埠经开区	2011-9-16	2.02	7.40	16.28	2.2	1240
		9.97	43.91	99.98		997

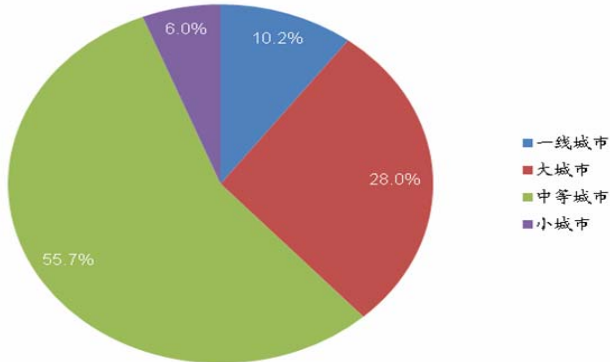
来源: 公司数据国金证券研究所

广阔天地大有作为

中等城市有大市场

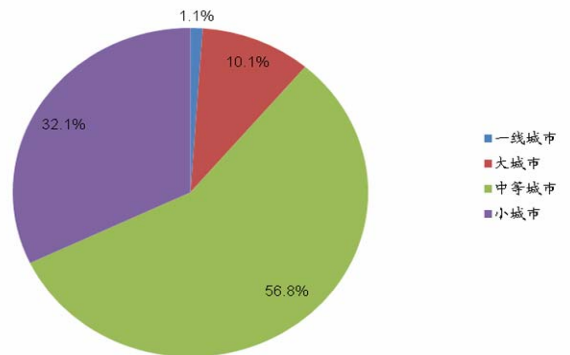
- 公司一直致力于中等城市商品住宅开发, 选择经济相对发达的中等城市作为发展中心, 我们认为这一定位给了公司较大的发展空间。
- 总体市场容量大。以我们有数据统计的 275 个城市为依据, 按照北上广深杭为一线城市、其他省会直辖市以及计划单列市为二线城市、此外市辖区人口高于 50 万的为三线城市、人口低于 50 万为四线城市的分类, 我国有中等城市 184 个, 占有全国 55.7% 的市辖区人口和 56.8% 的土地资源, 市场容量很大。

图表14: 09年人口分布



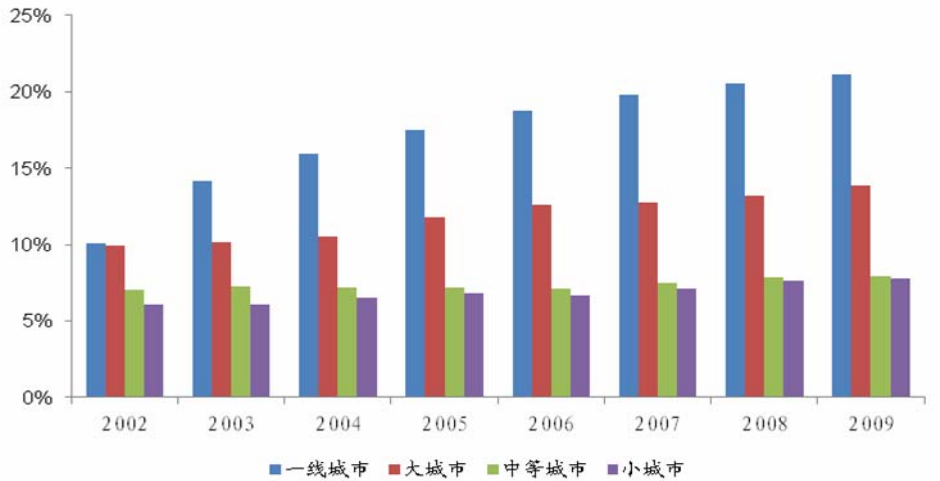
来源: 国金证券研究所, wind

图表15: 09年城市土地分布



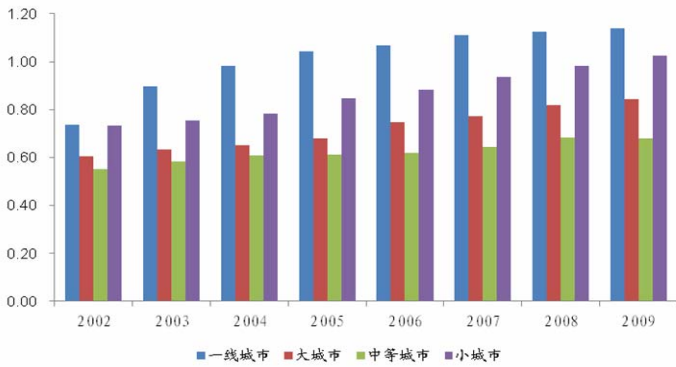
- 供给和需求均有较大空间。中等城市人口和土地资源都较为丰富, 与此同时, 土地的已建成水平以及人均建成区面积和人均住宅投资均处于较低的水平。
 - 从供给的角度, 中等城市仍有较大的可开发空间。除中等城市土地面积占比较大外, 中等城市已建成比例也较低。中等城市市辖区建成比重平均在 7.9%, 而一线城市的平均水平为 21.2%, 最高的深圳为 40.7%。
 - 从需求的角度, 中等城市的人均建成区面积、人均住宅投资也处于较低水平。09 年中等城市的人均建成区面积和人均住宅投资仅有 68 平方米和 3154 元, 而一线城市分别为 114 平方米和 7685 元。
 - 此外, 中等城市的市辖区人口占比也较低, 人口向市辖区转移也有很大空间。09 年底, 中等城市市辖区人口比重仅占 26%, 一线和二线城市分别达到 88% 和 52%。

图表16: 各年市辖区建成比例



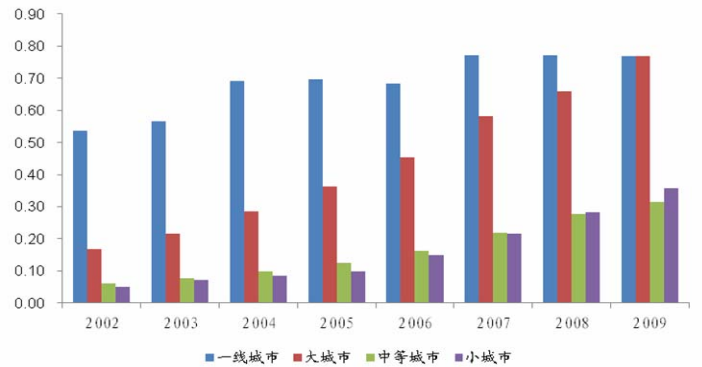
来源: 国家统计局 国金证券研究所

图表17: 市辖区人均建成区面积 (单位: 百平方米)

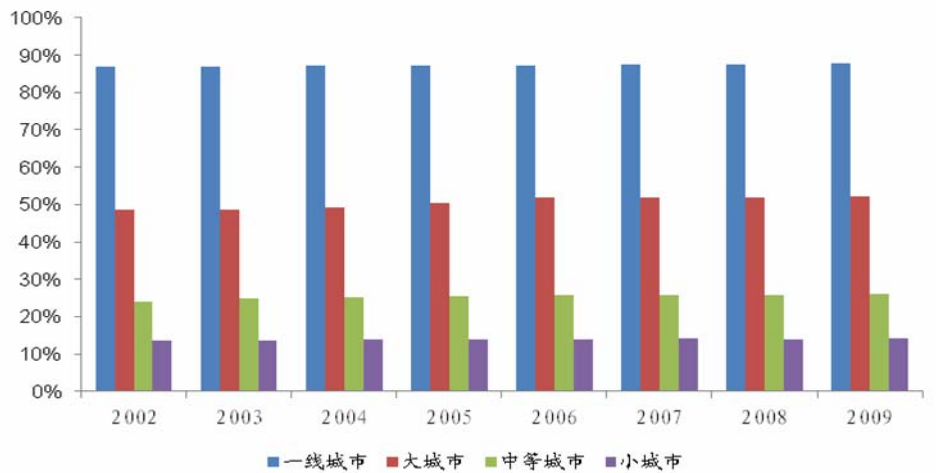


来源: 国金证券研究所, wind

图表18: 市辖区人均住宅投资 (单位: 万元)



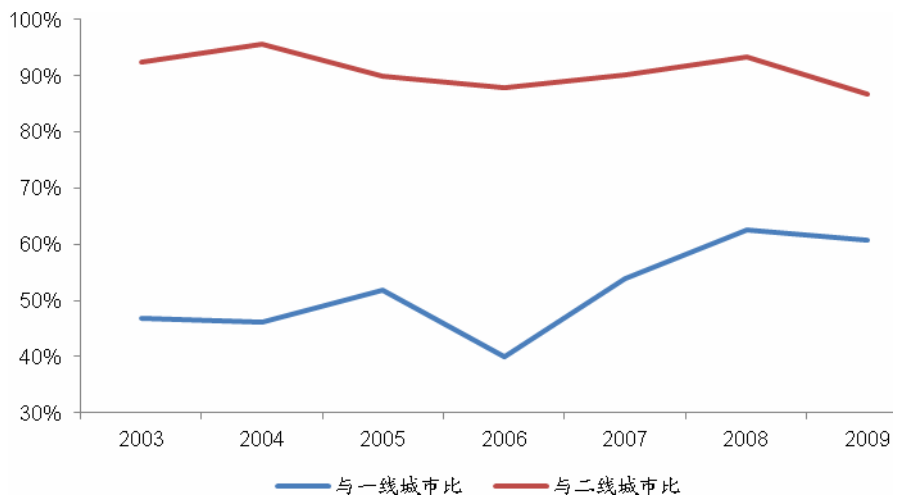
图表19: 各年市辖区人口比重



来源: 国家统计局 国金证券研究所

- **中等城市经济增长迅速。**除了在容量、供求均有增长空间外,中等城市的经济增长也较为迅速,为房地产行业发展提供基石。另一方面,中等城市的住宅购买能力相对要高,经济发展更易于带动地产业的发展。
 - **中等城市经济也进入快速发展阶段。**09年市辖区GDP增速前50中有30个是中等城市;07-09年市辖区平均增速前50名中有31个是中等城市。
 - 考虑各城市消费水平,我们以人均可支配收入与人均消费性支出的差额作为房地产购买力的衡量指标——人均年留存额,中等城市的人均年留存额与一线城市的差距自07年以来逐渐缩小,与二线城市差距不大。09年中等城市的这一指标为4544元,而一线和二线城市分别为7493和5238元。
 - 选取有房价数据的主要城市,将09人均年留存额与10年房价作比,相比较一二线城市,中等城市的住宅购买能力更强。

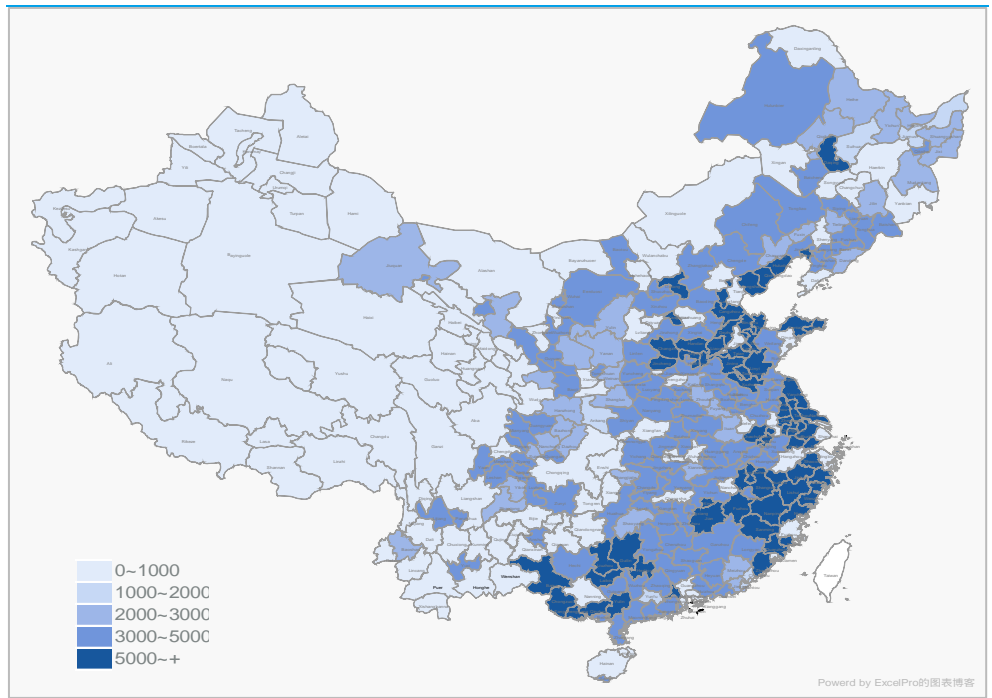
图表20: 人均年留存额与一线、二线城市比



来源: 国家统计局 国金证券研究所

- **中等城市数量较多形成防御能力之二。**按照我们的分类方法，全国有中等城市 185 个，其中有 152 个人均留存额在 3000 元以上。
 - 从地图上看，人均留存额在 5000 元以上三四线城市的主要分布在环渤海和长三角，这也是竞争较为激烈的区域。公司项目目前主要以这两个区域为主，先入优势使公司在这部分地区具有一定竞争力：一方面，较早拿地可锁定土地成本，另一方面也使公司对当地市场更为了解，并且在当地形成一定的知名度。
 - 人均留存额在 3000 以上的城市分布较广，如果一线公司以年增 5 个城市的速度扩张，也要再有 20 年才能够全部覆盖，中等城市的市场容量足够大，使得竞争加剧不会影响公司进一步增长趋势。

图表23: 人均留存情况分布



来源：国金证券研究所，wind（一二线城市以及无数据城市填色同于 0-1000 区间）

将充分受益户籍制度改革

- 国务院发布通知明确了县级市、地级市的户口迁移政策，将加速城镇化建设。市场对于行业长期发展的分歧主要在于未来房地产市场的需求是否仍然充足，而户籍改革如果能够成功，将挖掘巨大的进城置业需求。市场比较担心行业经过 04 年以来向上的长周期后，日后存在发展动力不足的情况，但本次户籍制度改革将加速城镇化进程，延长行业上升周期。
- 并且户籍制度改革会给荣盛带来更多的资源拓展空间。由于担心中小城市的人口外流，市场容量不足，而同时必须满足业绩的增长，所以目前地产上市公司仍在大中城市中竞争拿地，尤其对于二三线的地产股，在大城市中拿地是比较尴尬的，因为其自身的净资产规模往往制约其拿地的规模。但本次放开户籍管理的城市数量巨大，除了 4 个直辖市，15 个副省级城市、和 17 个厅级省会城市之外，其他城市应该都属于新户籍制度落实范围。而这些中小城市往往缺少相对规范和高品质的住宅，而这部分需求总是存在的，上市公司正可以满足当地市场的这种弥隙需求，为上市公司尤其是二三线地产公司提供新的盈利空间。
- 荣盛发展目前业务聚焦于中等城市，户籍制度改革有助于提升公司现有项目资源的去化速度，也将有利于公司的业务向规模更小的城市下沉，获得更多可开发资源，公司将是户籍制度改革最为受益的公司之一。

盈利预测与估值

- 预计公司 11、12 年每股收益 0.74、1.02 元，市盈率分别为 13.2 和 9.6 倍，NAV 折价幅度达到 31%。由于公司较强的执行力保证了公司快速增长，公司的估值水平相对于行业一直保持了一定的溢价水平。并且公司将是未来户籍改革中最为受益的公司之一，给予公司 12 年 12 倍市盈率，目标价格 12.7 元，建议买入。

风险提示

- 作为民营企业外部融资能力相对较弱且财务杠杆较高，资金相对紧张。

图表24：开发项目盈利预测

	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益	土地增值税		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013		2011	2012	2013
蚌埠阿尔卡迪亚	9.68	0.00		4000	4000	4120	28%	28%		100%	0	0	
蚌埠南山郦都		6.00	10.00	4900	5000	5150		35%	37%	100%		0	0
蚌埠香堤荣府	7.90	7.00	5.00	6100	6300	6489	37%	39%	41%	100%	0	24	20
沧州CTP-1012			10.00	4800	4800	4944			24%	99%			0
沧州阿尔卡迪亚	12.95	4.00	4.00	4655	4655	4795	37%	37%	39%	100%	0	0	10
沧州兰亭苑			8.00	5250	5360	5521			50%	100%			42
沧州文景苑	8.20	0.70		4000	4000	4120	31%	31%		100%	0	0	
长沙浏阳财智广场	6.64	8.00	11.00	2000	3000	3090	25%	50%	51%	90%	0	21	32
常州馨河郦舍	2.98	4.00	4.00	7500	7500	7725	45%	45%	47%	100%	17	23	26
成都布鲁明顿广场			5.00	13000	13000	13390			68%	64%			95
邯郸阿尔卡迪亚		10.00	8.00	4300	4700	4841		34%	36%	100%		0	0
邯郸锦绣花苑	9.90	0.00	0.00	5500	6000	6180	38%	43%	45%	100%	0	0	0
廊坊阿尔卡迪亚五	5.00	7.00	5.00	7000	7000	7210	22%	22%	25%	100%	0	0	0
廊坊格林郡府			8.00	7600	7600	7828			48%	100%			56
廊坊豪邸坊	5.75	6.00	0.00	7800	8500	8755	42%	47%	49%	100%	30	44	0
廊坊江南水郡	1.00	0.00		5200	5300	5459	20%	22%		100%	0	0	
廊坊塞纳荣府	2.78	5.00	8.00	9000	9000	9270	50%	50%	51%	100%	24	43	76
廊坊香河香城郦舍		8.00	9.00	6300	6300	6489		58%	59%	100%		73	89
廊坊晓廊坊盛景		5.00	8.00	8200	8200	8446		51%	53%	100%		42	75
廊坊阳光逸墅	6.11	7.00	0.00	7200	7500	7725	42%	44%	46%	100%	28	38	0
聊城阿尔卡迪亚	8.94	8.00	8.00	4850	4850	4996	45%	45%	46%	100%	33	29	33
聊城西湖馨苑	3.66	7.00	7.00	3500	3500	4300	41%	41%	52%	100%	8	15	33
临沂锦绣外滩(ACEF)			8.00	4000	4300	4429			39%	99%			19
临沂锦绣外滩(BD)			10.00	4000	4300	4429			36%	99%			0
临沂香醍荣府	5.82	0.00		5000	5000	5150	26%	26%		79%	0	0	
南京阿尔卡迪亚	14.00		0.00	6800	6800	7004	55%		56%	100%	119		0
南京八街区兰亭苑			8.00	7000	7000	7210			35%	100%			0
南京龙湖半岛	11.00	8.00	8.00	6000	6400	6592	57%	59%	60%	100%	90	78	84
南京盛棠苑	1.17	3.00	3.00	3900	3900	4017	22%	22%	24%	100%	0	0	0
沈阳爱家郦都		10.00	3.00	8200	8500	8755		43%	45%	100%		59	20
沈阳盛京绿洲		8.00	8.00	4500	4800	4944		34%	36%	100%		0	0
沈阳香缇澜山	6.00	6.00	6.00	8000	8000	8240	54%	54%	55%	100%	57	57	63
沈阳幸福大道	4.92	4.30	0.00	4800	4800	4944	27%	27%	29%	100%	0	0	0
沈阳紫提东郡			10.00	5900	5900	6077			39%	100%			32
石家庄阿尔卡迪亚	3.00	8.00	8.00	8300	8700	8961	50%	53%	54%	100%	25	78	87
唐山湖畔丽舍		8.00	8.00	5800	5800	5974		33%	35%	90%		0	0
徐州阿尔卡迪亚	6.16	3.20		6600	6600	6798	44%	44%		100%	30	16	
徐州九里峰景		5.00	5.00	6500	7500	7725		50%	52%	100%		37	41
徐州邳州文景苑	2.00	0.00		2500	2500	2575	12%	12%		100%	0	0	
湛江海湾郦都			3.00	8000	8000	8240			47%	98%			21
湛江南亚郦都		12.00		4300	4500	4635		41%		100%		32	
合计	145.56	168.20	206.00	5615	6137	6297	39%	42%	44%		461	710	955

来源：公司数据国金证券研究所

图表25: 开发物业重估净资产值

	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	增值额	公司权益	权益增值额
蚌埠阿尔卡迪亚	9.69	4000	28%	1.4265	0.660	1.787	0.361	100%	0.361
蚌埠南山郦都	57.25	5268	39%	6.6322	6.606	10.193	3.561	100%	3.561
蚌埠香堤荣府	20.38	6424	41%	4.5627	3.234	6.112	1.549	100%	1.549
沧州CTP-1012	57.15	5041	26%	8.8000	4.777	9.931	1.131	99%	1.118
沧州阿尔卡迪亚	22.99	4692	38%	2.7778	2.232	4.532	1.755	100%	1.755
沧州黄河路南新	1.03	5150	41%	0.0800	0.134	0.163	0.083	100%	0.083
沧州兰亭苑	24.00	5521	50%	0.5797	3.942	3.352	2.772	100%	2.772
沧州兰亭苑西地块	8.64	5521	34%	1.2700	0.884	1.726	0.456	99%	0.453
沧州文景苑	8.91	4000	31%	1.6910	0.636	2.093	0.402	100%	0.402
长沙浏阳财智广场	25.70	2780	46%	1.0247	1.985	2.369	1.344	90%	1.210
常州馨河郦舍	11.26	7586	46%	2.5788	2.360	4.040	1.462	100%	1.462
成都布魯明頓广场	12.05	13390	68%	0.9000	7.071	4.955	4.055	64%	2.602
邯郸阿尔卡迪亚	61.10	4860	37%	6.8895	5.722	10.793	3.903	100%	3.903
邯郸锦绣花苑	9.82	5494	38%	3.0074	1.056	3.891	0.884	100%	0.884
廊坊阿尔卡迪亚五期	17.06	7062	23%	1.1726	1.916	2.238	1.066	100%	1.066
廊坊格林郡府	42.63	7976	49%	0.0825	10.009	6.895	6.813	100%	6.813
廊坊豪邸坊	12.00	8170	45%	3.2031	2.665	4.835	1.632	100%	1.632
廊坊江南水郡	1.11	5210	20%	0.4734	0.088	0.485	0.012	100%	0.012
廊坊塞纳荣府	33.39	9207	51%	4.9130	9.342	10.753	5.840	100%	5.840
廊坊市耀华道友谊路	5.74	6695	46%	0.8300	1.056	1.423	0.593	100%	0.593
廊坊香河香城郦舍	30.00	6439	59%	2.8846	6.991	7.058	4.174	100%	4.174
廊坊晓廊坊盛景	22.68	8446	53%	1.8785	6.061	5.851	3.973	100%	3.973
廊坊阳光逸墅	13.49	7370	43%	3.8873	2.585	5.412	1.525	100%	1.525
聊城阿尔卡迪亚	53.75	3983	46%	4.4766	5.884	7.273	3.663	100%	3.663
聊城西湖馨苑	24.96	3958	48%	0.9313	2.860	2.886	1.954	100%	1.954
临沂锦绣外滩 (ACEF)	60.99	4579	41%	2.9800	7.012	6.760	3.780	99%	3.731
临沂锦绣外滩 (BD)	34.37	4429	36%	2.1400	2.921	4.591	2.451	99%	2.419
临沂香醍荣府	5.83	5000	26%	1.2108	0.482	1.436	0.225	79%	0.178
南京阿尔卡迪亚	14.37	6805	55%	3.5833	3.251	5.580	1.996	100%	1.996
南京八街区兰亭苑	15.68	7210	35%	3.3730	2.123	4.888	1.515	100%	1.515
南京龙湖半岛	219.47	6555	60%	12.5446	53.369	42.975	30.430	100%	30.430
南京盛棠苑	11.15	3973	23%	0.5675	0.704	0.954	0.387	100%	0.387
盘锦惠宾街北	49.95	4693	23%	4.1800	3.694	5.410	1.230	100%	1.230
盘锦科技街过河南路	28.01	4200	27%	2.9400	1.996	3.779	0.839	100%	0.839
沈阳沈北 2010-035	11.82	8240	55%	1.0700	3.253	2.959	1.889	100%	1.889
沈阳爱家郦都	23.00	8644	44%	6.0879	5.289	8.948	2.860	100%	2.860
沈阳盛京绿洲	99.12	4989	37%	0.0001	9.523	8.927	8.926	100%	8.926
沈阳香醍澜山	29.10	8141	54%	2.9486	7.810	7.931	4.983	100%	4.983
沈阳幸福大道	9.29	4801	27%	3.2450	0.755	3.547	0.302	100%	0.302
沈阳紫提东郡	139.43	6399	42%	12.7000	22.760	22.795	10.095	100%	10.095
石家庄阿尔卡迪亚	36.48	8877	54%	8.4576	10.488	14.321	5.863	100%	5.863
唐山湖畔丽舍	267.34	6305	39%	13.6616	37.561	35.357	21.695	90%	19.525
徐州阿尔卡迪亚	9.36	6600	44%	2.9498	1.649	3.909	0.959	100%	0.959
徐州九里峰景	26.16	7725	52%	5.1305	6.287	8.354	3.224	100%	3.224
徐州邳州文承苑	92.54	5451	60%	3.5493	18.578	10.927	7.378	99%	7.268
徐州邳州文景苑	2.19	2500	12%	0.2900	0.072	0.273	(0.017)	100%	(0.017)
徐州云龙观邸	8.98	13390	29%	0.0980	2.080	1.798	1.700	43%	0.736
湛江海湾郦都	23.73	8353	48%	7.9606	5.706	9.639	1.679	98%	1.646
湛江南亚郦都	54.75	4647	42%	2.6000	6.551	6.555	3.955	100%	3.955
合计	1859.89	6071			304.670	343.66	173.30		165.69

来源: 公司数据国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	8	18
买入	0	0	1	3	13
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.20	1.25	1.36

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B