

2011年8月8日

# 荣盛发展

## 销售未达预期，关注限购扩大影响

A

买入

002146.SZ - 人民币 8.50

目标价格: 人民币 10.22(↓11.25)

田世欣\*

(8621) 2032 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(%)	(19)	(18)	(13)	(4)
相对新华富时A50指数(%)	(11)	(9)	(3)	3

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	1,864
流通股(%)	17
流通股市值(人民币 百万)	2,693
3个月日均交易额(人民币 百万)	75
11年末净负债比率(%)	78
11年末每股重估净资产(人民币)	12.02
主要股东(%)	
荣盛控股股份有限公司	38.46

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

公司上半年实现营业收入 39.88 亿元, 净利润 6.13 亿元, 分别同比增长 39.53% 和 53.10%, 合每股收益 0.33 元, 符合我们的预期。限购扩大将对公司短期销售及估值产生不利影响, 而在二三线城市的广泛布局为其应对调控政策变化提供了较大的主动调整空间, 我们继续看好公司在中等城市加速城镇化中的发展潜力, 重申买入评级。由于近期板块估值下移, 我们将目标价下调至 10.22 元。

### 支撑评级的要点

- 公司上半年销售额为 41 亿元, 同比增长 20%。上半年仅完成年度销售目标的 3 成, 下半年销售压力大。
- 上半年销售均价同比上涨 24% 至 6,111 元/平米。后续新纳入限购区域的项目去化速度及价格上涨预期均将受到一定影响。
- 期末, 公司预收房款有 77.3 亿元, 预售已锁定房地产业 2011 年预测收入 100% 和 2012 年预测收入的 29%, 预售锁定表现良好。
- 期末资产负债率为 77.4%, 净负债率为 113.2%。负债上升速度较快, 短期偿债压力大, 11 年拿地谨慎。

### 评级面临的主要风险

- 限购扩大到公司销售区域的风险; 跨区域经营风险。

### 估值

- 我们基本维持 2011 年盈利预测不变, 小幅下调 2012-13 年每股盈利预测至 1.03 元、1.33 元。公司在二三线城市的广泛布局为其应对限购扩大提供了较大主动调整空间, 高铁建设也将为公司沿线项目估值提升注入长期利好, 重申买入评级。由于近期板块估值下移, 我们将公司目标价由 11.25 元下调至 10.22 元。

### 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)	3,289	6,527	8,499	11,768	14,522
变动(%)		98	30	38	23
净利润(人民币 百万)	612	1,021	1,416	1,919	2,470
全面摊薄每股收益(人民币)	0.329	0.548	0.760	1.029	1.325
变动(%)		66.7	38.7	35.5	28.8
原先预测每股收益(人民币)	-	-	0.760	1.039	1.360
调整幅度(%)	-	-	0.1	(0.9)	(2.5)
全面摊薄市盈率(倍)	25.9	15.5	11.2	8.3	6.4
每股现金流量(人民币)	0.29	(1.66)	0.02	0.58	0.33
价格/每股现金流量(倍)	29.5	(5.1)	465.1	14.5	25.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	11.3	10.3	7.8	6.2
每股股息(人民币)	0.000	0.010	0.061	0.082	0.106
股息率(%)	0.0	0.1	0.7	1.0	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 净利润同比增长达 53%

报告期内，公司较好地完成了年初制定的各项生产、经营计划，实现了经营业绩、资产规模的快速增长。上半年公司实现营业收入 39.88 亿元，同比增长 39.53%，利润总额 8.25 亿元，同比增长 54.74%，净利润 6.13 亿元，同比增长 53.10%，合每股收益 0.33 元，符合我们的预期。

上半年公司房地产业务实现结算面积 67.34 万平方米，结转收入 39.02 亿元，同比分别增长 10%和 38%，结算均价同比上涨 25%至 5,794 元/平米。

报告期内，公司利润构成、主营业务及其结构未发生重大变化。上半年公司营业毛利率比上年同期上升了 5.56 个百分点，主要原因在于一方面上半年房地产结算价格同比大幅上涨，另一方面上半年公司商品房销售收入中毛利率相对较高的南京、石家庄、邯郸、蚌埠等地区占比较大，占商品房收入的 33%。

## 上半年销售、开竣工完成比例较低

报告期，公司共销售住宅、商业等 6,190 套，实现销售面积 67.13 万平方米，同比下降 3%，销售金额 41.02 亿元，同比增长 20%。上半年销售额仅完成公司年初制定的年度销售目标 135 亿元的约 30%，完成比例较低，下半年销售任务较为艰巨。

总体来看，公司商品房销售均价稳步上扬态势十分明显，上半年销售均价同比上涨 24%至 6,111 元/平米，较 2011 年初销售均价也上涨了 16%。销售价格的提升对 2011-12 年的销售利润率将产生正面影响。

公司下半年仍将坚持尽早开盘，接下来数月推盘量的加大将使得可售更为丰富，同时对于一线销售人员的大力度奖励将给销售持续带来提振作用，这些是提升销售业绩表现的有利因素。而限购政策在三线城市的加码将对以三四线城市项目开发为主的荣盛发展造成不利影响，如公司已有项目布局的城市新进入限购名单，这些区域的项目将增加销售难度，去化速度及价格上涨预期均将受到影响，限购扩大对公司的影响程度仍需观察后续推出限购的城市范围情况而定。综上，我们认为公司全年 135 亿元销售目标的完成难度较大。

期末，公司预收房款有 77.3 亿元，较年初增加了 9%，预售已锁定房地产业务 2011 年预测收入 100% 和 2012 年预测收入的 29%，预售锁定表现良好。

**图表 2. 荣盛发展主要经营数据**

	2007	2008	2009	2010	2011 年上 半年
销售面积(万平米)	62.7	54.3	143.11	195.4	67.13
销售金额(亿元)	22.0	21.0	60.63	102.8	41.02
销售均价(元/平米)	3,506	3,873	4,237	5,261	6,111
结算面积(万平米)	52.6	55.04	77.18	139.1	67.34
结算金额(亿元)	17.2	19.94	32.41	64.5	39.02
结算均价(元/平米)	3,269	3,623	4,199	4,636	5,794
已售未结面积(万平米)	24.1	23.42	89.35	132.2	131.99
已售未结金额(亿元)	8.7	10.07	38.29	71.80	77.27
已售未结均价(元/平米)	3,589	4,300	4,285	5,431	5,854

资料来源：公司数据，中银国际研究

2011 年公司计划新开工面积 408.6 万平米，竣工 187.3 万平米，分别较 10 年实际完成数据增长 15% 和 55%，显示公司在年初制定的 2011 年开发策略非常积极。

目前 2011 年过半，公司完成新开工面积 113.56 万平方米，竣工面积 40.48 万平方米，分别相当于年初计划的 28% 和 22%，开竣工完成年度计划的比例较低。公司目前的态度仍然是尽力按计划开工，以及争取尽早开盘，因此我们预计下半年公司的开工进度将大幅加快。目前，公司在施工体量接近 1,000 万平米，未来两年可推资源均会较为丰富。

**图表 3. 荣盛发展 2011 年上半年开竣工完成情况**

	2008	2009	2010	2011 年上 半年	2011E
新开工面积(万平米)	78.6	195.4	355.5	113.6	408.6
完成年初计划比例(%)	52	169	129	28	
竣工面积(万平米)	83.8	67.1	121.3	40.5	187.3
完成年初计划比例(%)	88	64	101	22	

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 短期偿债压力大，11年拿地谨慎

全行业资金链面临压力逐步加大，公司在资金使用方面执行的总的原则是量入为出，首先是要确保现金流安全。公司2011年上半年拿地较为谨慎，仅在盘锦、廊坊共新增2块土地，占地面积17.59万平米，总建筑面积33.75万平米。至中报公布日，公司又盘锦新获得1块土地，占地面积约18.92万平方米，规划建筑面积49.95万平方米。上述新增项目总地价7.95亿元，合楼面地价为950元/平米，与去年同期相比，新增建面、拿地金额分别同比下降73%、74%。

报告期末公司土地储备建筑面积超过1,700万平米，可以满足公司未来4-5年开发需要，2011年下半年公司拿地的动力与压力仍然不大。经过多年拓展，公司业务目前已广泛布局“京津冀”和“长三角”两大区域范围内的15个城市，在二三线城市的广泛布局使得公司战略纵深加大，有效平滑区域风险，同时项目主要布局高铁沿线上对项目估值提升形成长期利好。

在银行贷款等传统融资受限情况下，作为民营企业的荣盛发展更多地依靠信托等融资渠道拓展资金来源，上半年信托融资规模已经超过了新增开发贷。短期、长期借款的较大幅度增加及现金的减少使得期末资产负债率和净负债率分别上升至77.4%和113.2%，分别较年初上升了2.4和38.1个百分点。期末短期借款也上升至36.5亿元，期末公司货币资金15.8亿元，短期偿债压力较大，进一步支持公司土地收购可能有所放缓的判断。

## 下调目标价格

我们基本维持 2011 年盈利预测不变，分别小幅下调 2012-13 年预测每股收益 0.9%、2.5% 至 1.03 元、1.33 元。由于公司新获土地储备及售价提升，我们将每股 NAV 小幅调高至 12.02 元。

公司新纳入限购区域的项目去化速度及价格上涨预期均将受到影响，进而也将影响到公司短期的销售表现。而公司在二三线城市的广泛布局对于其应对调控政策变化提供了较大的主动调整空间，高速铁路网建设也将为公司沿线布局的项目估值提升注入长期利好，我们仍维持对公司的 **买入** 评级。但在限购扩大范围真正落地之前，公司的估值仍将受到政策利空钳制。由于近期板块估值的下移，我们将公司目标价下调至 10.22 元，相当于 2011 年 13.4 倍市盈率和 2011 年末 NAV15% 的折价。

图表 4. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
营业收入	2,858	3,988	40
营业成本	1,954	2,504	28
营业税	220	308	40
毛利润	684	1176	72
其他收入	(4)	(6)	62
销售费用	24	80	239
管理费用	69	194	182
营业利润	588	896	52
投资收益	0	(0)	N/A
财务费用	25	75	195
营业外收支	(30)	4	(114)
税前利润	533	825	55
所得税	133	212	60
少数股东权益	0	(0)	(335)
归属上市公司股东净利润	401	613	53
主要比率(%)			
毛利率	24	29	
经营利润率	21	22	
净利率	14	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	3,289	6,527	8,499	11,768	14,522
销售成本	(2,348)	(4,767)	(6,058)	(8,561)	(10,417)
经营费用	(113)	(286)	(359)	(490)	(591)
息税折旧前利润	829	1,474	2,082	2,717	3,514
折旧及摊销	(20)	(41)	(74)	(63)	(62)
经营利润(息税前利润)	809	1,434	2,007	2,654	3,452
净利息收入(费用)	(3)	(59)	(90)	(96)	(101)
其他收益/(损失)	8	(32)	(30)	0	0
税前利润	814	1,343	1,888	2,558	3,350
所得税	(201)	(321)	(472)	(640)	(838)
少数股东权益	0	(1)	0	0	(43)
净利润	612	1,021	1,416	1,919	2,470
核心净利润	619	1,029	1,416	1,919	2,470
每股收益(人民币)	0.329	0.548	0.760	1.029	1.325
核心每股收益(人民币)	0.332	0.552	0.760	1.029	1.325
每股股息(人民币)	0.000	0.010	0.061	0.082	0.106
收入增长(%)	n.a.	98	30	38	23
息税前利润增长(%)	n.a.	77	40	32	30
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	78	41	31	29
每股收益增长(%)	n.a.	67	39	36	29
核心每股收益增长(%)	n.a.	66	38	36	29

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	1,922	2,030	2,550	2,354	2,904
应收帐款	272	989	1,275	1,765	2,178
库存	8,493	13,258	19,124	23,537	29,043
其他流动资产	2,261	3,735	3,935	4,537	5,336
流动资产总计	12,949	20,012	26,883	32,193	39,462
固定资产	467	754	702	646	591
无形资产	169	166	156	149	142
其他长期资产	67	323	303	401	483
长期资产总计	703	1,243	1,161	1,196	1,216
总资产	13,652	21,254	28,044	33,389	40,678
应付帐款	1,490	1,516	2,647	3,779	4,578
短期债务	907	2,388	3,244	2,815	3,987
其他流动负债	4,379	7,904	11,219	14,358	17,716
流动负债总计	6,776	11,808	17,110	20,951	26,281
长期借款	2,529	3,636	4,329	4,329	4,329
其他长期负债	482	493	193	193	193
股本	896	1,434	1,864	1,864	1,864
储备	2,888	3,326	3,991	5,495	7,415
股东权益	3,784	4,760	5,854	7,359	9,278
少数股东权益	81	558	558	558	597
总负债及权益	13,652	21,254	28,044	33,389	40,678
每股帐面价值(人民币)	4.22	3.32	3.14	3.95	4.98
每股有形资产(人民币)	4.03	3.20	3.06	3.87	4.90
每股净负债/(现金)(人民币)	1.69	2.79	2.70	2.57	2.90

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	814	1,343	1,888	2,558	3,350
折旧与摊销	20	41	74	63	62
净利息费用	3	59	90	96	101
运营资本变动	(390)	(3,064)	(2,021)	(1,628)	(2,891)
税金	(201)	(321)	(472)	(640)	(838)
其他经营现金流	13	8	471	640	838
经营活动产生的现金流	258	(1,934)	30	1,089	623
购买固定资产净值	(237)	(618)	6	6	7
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(798)	0	(130)	(354)	(527)
投资活动产生的现金流	(1,035)	(618)	(124)	(348)	(520)
净增权益	1,188	532	0	0	0
净增债务	1,114	2,588	857	(430)	1,172
支付股息	(293)	(479)	(113)	(153)	(198)
其他融资现金流	0	20	(130)	(354)	(527)
融资活动产生的现金流	2,009	2,661	614	(937)	448
现金变动	1,232	109	520	(196)	551
期初现金	690	1,922	2,030	2,550	2,354
公司自由现金流	(777)	(2,552)	(93)	741	103
权益自由现金流	336	36	763	311	1,275

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	25.2	22.6	24.5	23.1	24.2
息税前利润率	24.6	22.0	23.6	22.6	23.8
税前利润率	24.7	20.6	22.2	21.7	23.1
净利率	18.6	15.6	16.7	16.3	17.0
流动性(倍)					
流动比率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5
利息覆盖倍数	85.6	22.0	20.9	26.0	31.8
净权益负债率(%)	39.2	75.1	78.3	60.5	54.8
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	25.9	15.5	11.2	8.3	6.4
核心业务市盈率	25.6	15.4	11.2	8.3	6.4
目标价对应核心业务市盈率	30.8	18.5	13.5	9.9	7.7
市净率	2.0	2.6	2.7	2.2	1.7
价格/现金流	29.5	(5.1)	465.1	14.5	25.4
企业价值/息税折旧前利润	11.1	11.3	10.3	7.8	6.2
周转率					
存货周转天数	1,320	832.7	975.4	909.4	921.2
	5				
应收帐款周转天数	30.2	35.3	48.6	47.1	49.6
应付帐款周转天数	165.4	84.1	89.4	99.6	105.0
回报率(%)					
股息支付率	0.0	1.4	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	16.2	23.9	26.7	29.0	29.7
资产收益率	4.5	6.3	6.1	6.5	7.0
已运用资本收益率	11.2	15.4	15.9	18.3	20.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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

英国伦敦嘉嘉街 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