

# 高效执行力确保公司持续高增长

——荣盛发展（002146）调研快报

2011年9月3日

推荐/首次

房地产行业

调研快报

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：

近期我们走访了荣盛发展，就公司的经营与开发情况与公司有关领导进行交流并参观了公司在廊坊开发的“塞纳荣府”项目。

### 关注 1：公司房地产开发快速发展，在管理上有什么特点

公司有着与部队一样的强大战斗力，尤其是高效的执行力使得公司房地产业务快速增长。目前公司房地产开发业务以廊坊和南京二个主要城市为中心，致力于环渤海和长三角经济发达区的扩展。公司高效的执行力不但促进了房地产开发业务向新的城市有效扩张，而且也保证了开发项目的高效运转。公司高效的管理也使得公司在调控下仍保持较好增长，近几年每年新拓展城市达 2-3 个。

### 关注 2：限购加大的消息对各地项目销售影响有多大

公司开发项目已进入全国 14 个城市，其中这些城市中已实行限购的不足三分之一。公司开发项目主要立足中等城市和发展较快的小城市，开发的商品房主要面对当地的刚需购房者。公司开发的商品房销售价格绝大多数在万元之下，其中以 5000 元/平方米左右的住宅为主，这些产品在当地有很好的市场。从公司各地的开发销售情况看，目前国家加大二、三线城市限购对公司的销售没有产生较大的不利影响。公司开发战略是以中等城市作为创造利润的中心，将小城市作为控制风险和企业发展的新空间。我国中小城市房地产市场启动相对晚，而这些城市的刚性需求能力大，公司在这些城市的销售受政策调控的波动相对较小。

### 关注 3：公司各地开发项目的情况如何

目前公司在全国十多个城市有开发项目，重点在环渤海和长三角地区。沈阳的香缇澜山项目 6 月开了一个盘；盛京绿洲已销 500 多套；铁山区幸福大道已卖 1000 多套；紫提东郡将在十月开盘。盘锦(提荣府本月开盘。唐山湖畔郦舍去年十月开盘，销售情况很好。廊坊的阳光逸墅去年 5 月开盘还剩余 1-2 栋；晓廊坊 2 期下月开盘；塞纳荣府高层洋房 7 月已开盘，今年推盘 4 栋，别墅目前在做园林环境近期可实现开盘条件。石家庄项目现开到三期。聊城阿尔卡迪亚现销三期。邯郸阿尔卡迪亚目前销售价格 5000 元左右。徐州的九里峰景一期已销完，二期刚开。蚌埠香堤荣府年初已开盘，高层销售价格在 6000 元/平方米左右。南京阿尔卡迪亚只剩尾盘，目前主要开发项目是龙湖半岛。成都布鲁明顿广场 2 万平方米建面的住宅，10 万平方米建面的商业和写字楼。湛江去年进入，海湾郦都销售价格在 8000 元/平方米左右，南亚郦都 4000 元/平方米左右。目前在建项目达 1000 万平方米，今年计划开工 400 万平方米。公司已经成立了秦皇岛和呼和浩特分公司城市扩张也同时在进行。

## 结论：

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。目前公司在全国十多个城市拥有开发项目，公司布局中小城市的战略已取得很成功的经验。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。另外公司开发的塞纳荣府项目标志着公司的开发能力已上升到高档项目的开发领域，公司的盈利空间也因此将被打开。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 9.60、7.67 和 5.72。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
<b>流动资产合计</b>	20012	29317	38438	52769	<b>营业收入</b>	6527	9023	11588	15773
货币资金	2030	3609	4635	6309	<b>营业成本</b>	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
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	21254	30769	39924	54230	<b>利润总额</b>	1343	2189	2740	3673
<b>流动负债合计</b>	11808	19029	25924	37627	所得税	321	547	685	918
短期借款	400	3532	3054	4612	<b>净利润</b>	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
<b>非流动负债合计</b>	4129	5336	6773	8273	EBITDA	1610	2356	2944	3893
长期借款	3636	5136	6636	8136	<b>EPS (元)</b>	0.71	0.88	1.10	1.48
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	15937	24365	32697	45900		<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	558	559	560	561	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
<b>负债和所有者权益</b>	21254	30769	39924	54230	毛利率(%)	34.90%	36.13%	35.55%	35.12%
<b>现金流量表</b>				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%
<b>经营活动现金流</b>	-1934	132	1489	477	ROE(%)	21%	28%	31%	35%
净利润	1022	1641	2055	2755	<b>偿债能力</b>				
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	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	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	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	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	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-318	0	0	0	P/E	11.90	9.60	7.67	5.72
财务费用	0.00	-31	-44	-50	P/B	2.55	2.69	2.36	2.03
<b>现金净增加额</b>	-1934	1579	1026	1674	EV/EBITDA	10.01	8.83	7.07	5.70

## 分析师简介

---

### 郑闵钢

房地产行业研究员，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，研究报告中所引用信息均来自于公开资料，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。