

2012年3月20日

朱吉翔
Zhujixiang.sec@gmail.com
目标价(元) 13.00

公司基本资讯

产业别	房地产/酒店旅游		
A 股价 (12/03/19)	9.34		
深证成份指数(12/03/19)	10296.17		
股价 12 个月高/低	11.12/6.65		
总发行股数 (百万)	1863.68		
A 股数 (百万)	1624.99		
A 市值 (亿元)	151.77		
主要股东	荣盛控股股份有限公司(38.63%)		
每股净值 (元)	3.29		
股价/帐面净值	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	11.32	13.63	-5.66

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

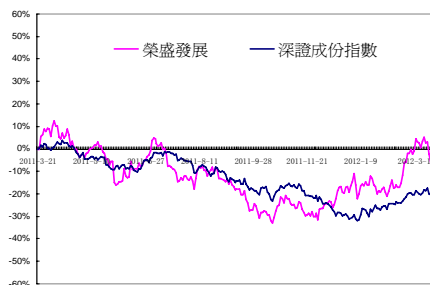
产品组合

地产销售收入	54.8%
旅游业务收入	40.8%
其他	4.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.26%
券商集合理财	0%
社保基金	1.18%
一般法人	63.41%

股价相对大盘走势



荣盛发展(002146.SZ)

BUY 买入

业绩好于预期，关注高质量经营

结论与建议：

相比公司 2011 年经营业绩的高速增长，我们更加关注公司净负债率（41.3%，低于行业 56%的平均水准）、存货周转率（0.36，高于行业 0.26 的平均水平）以及 ROE（28%，5 年来新高，高于行业 17%的平均水准）方面的表现。因为我们认为在调控持续阶段，控制负债、保持高周转是企业生存及发展的要务。基于这一逻辑，我们也将不断寻找那些高生产效率高，依靠最少资源创造最大价值的企业标的。而公司作为这方面的典型代表，目前股价对应 2012 年 PE 仅 8.9 倍，估值较低，因此我们维持买入的投资建议。

- 公司实现营业收入 95 亿元，YOY 增长 45.6%，实现净利润 15.3 亿元，YOY 增长 50%，实现 EPS0.83 元，第四季度单季公司实现营收 34 亿元，YOY 增长 74.5%，实现净利润 5.8 亿元，YOY 增长 39.2%。公司全年业绩要好于我们预期约 7%。公司业绩高于预期的主要原因在于公司结转进度要快于我们此前预估。公司 2011 年净利润较大幅度增长原因在于：1 公司地产项目结转规模增加，全年累计结转面积 164 万平米，YOY 增长 17.8%；2 二三线城市房价上涨及结转项目中南京、石家庄等 2 线城市占比提高，推动公司全年结转单价较 2010 年提升约 22.5%至 5677 元/平米，增速快于单位面积成本的增长速度，因此拉动公司 2011 年毛利率至 37.7%，较 2010 年同期提高 2.8 个百分点。
- 物业销售方面，公司 2011 年实现销售回款 116 亿元，完成年度计划的 86%，YOY 增长约 13%，与我们预期一致。销售业绩较快增长带动公司 2011 年末预收账款达 93 亿元，较年初增长 31.7%，于公司 2011 年地产结转金额相当，因此其未来业绩锁定性可见一斑。
- 从经营质量来看，受房地产调控影响，公司楼盘去化速度较 2011 年降低，导致其存货周转率较 2010 年下降 0.03 至 0.36，但仍然处于行业前列水平（行业均值 0.26）。并且由于毛利率水准的提高，和资产周转率维持高位，公司净资产收益率较 2010 年提高 4.2 个百分点至 28.3%，处于行业前列（行业均值 17%）。同时公司净负债率控制在 41.3%，要低于多数地产企业，显示出公司整体财务状况较为良好。较高的收益率与偏低的净负债率反映出公司经营质量之高。
- 展望 2012 年，由于公司过去较快的销售增长，公司 2012 年业绩锁定性较高。并且公司主要项目集中于调控压力较低的二、三线城市，综合房价水平较低，未来销售压力也较小，2012 年销售回款有望实现小幅的增长。综合考量，我们预计公司 2012 年、2013 年净利润将分别达到 19.5 亿元和 23.5 亿元，YOY 分别增长 27%和 21%，对应 EPS 分别为 1.05 元和 1.26 元，PE8.9 倍和 7.4 倍，PB2.2 倍，估值较低，上调至买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	610	1021	1532	1949	2353
同比增减	%	64.43%	67.50%	50.07%	27.19%	20.76%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	0.71	0.82	1.05	1.26
同比增减	%	46.81%	4.69%	15.44%	27.19%	20.69%
A 股市盈率(P/E)	X	13.7	13.1	11.4	8.9	7.4
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.12	0.12	0.12
股息率 (Yield)	%	1.07%	1.07%	1.28%	1.28%	1.28%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy($ER \geq 30\%$); 买入 Buy($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 StrongSell($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3289	6527	9502	11382	13689
经营成本	2120	4249	5925	6942	8407
营业税金及附加	227	518	800	973	1170
销售费用	47	100	225	297	357
管理费用	85	226	396	443	478
财务费用	4	60	164	208	242
资产减值损失	9	9	17	0	0
投资收益	0	-2	-2	0	0
营业利润	796	1364	1973	2519	3034
营业外收入	17	38	13	10	10
营业外支出	2	59	36	20	20
利润总额	811	1343	1949	2509	3024
所得税	201	321	421	534	643
少数股东损益	0	1	-4	26	27
归属于母公司所有者的净利润	610	1021	1532	1949	2353

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1922	2030	2685	2340	2796
应收账款	21	45	60	75	90
存货	8493	13258	19297	22336	26375
流动资产合计	12949	20012	26866	28630	33101
长期股权投资	0	7	16	24	33
固定资产	229	747	714	849	1091
在建工程	238	6	105	124	108
非流动资产合计	703	1243	1305	5016	5295
资产总计	13652	21254	28171	33645	38395
流动负债合计	6776	11808	17798	21149	23660
非流动负债合计	3011	4129	3293	3759	3900
负债合计	9787	15937	21091	24909	27561
少数股东权益	81	558	944	970	997
股东权益合计	3784	4703	6052	7767	9838
负债及股东权益合计	13652	21198	28086	33645	38395

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	258	-1934	-498	-260	-759
投资活动产生的现金流量净额	-1035	-618	-349	-1921	-1028
筹资活动产生的现金流量净额	2009	2661	1407	1836	2242
现金及现金等价物净增加额	1232	108	655	-345	455

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。