



东兴证券
DONGXING SECURITIES

销售超预期 财务状况明显改善

——荣盛发展（002146）2012 年三季度报点评

2012 年 10 月 23 日

推荐/维持

荣盛发展

财报点评

郑闵钢	电话: 010-66554031	zhengmg@dxzq.net.cn	执业资格证号: S1480510120012
张鹏	电话: 010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn	执业资格证号: S1480512060003

事件:

1-9 月份, 公司实现营业总收入 83.94 亿元, 同比增长 37.59%; 归属于上市公司股东的净利润 12.98 亿元, 同比增长 35.79%; 7-9 月份实现营业收入 28.52 亿元, 同比增长 34.99%, 7-9 月份归属于上市公司股东净利润 4.6 亿元, 同比增长 34.35%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入(百万元)	1542.05	2445.76	2113.27	3400.62	1813.83	3727.98	2852.73
增长率(%)	50.31%	33.49%	22.79%	74.56%	17.62%	52.43%	34.99%
毛利率(%)	32.87%	39.94%	39.13%	37.25%	37.20%	34.87%	38.24%
期间费用率(%)	10.18%	7.85%	9.54%	6.90%	10.11%	5.23%	7.94%
营业利润率(%)	14.92%	24.16%	20.78%	20.95%	16.45%	21.19%	21.33%
净利润(百万元)	168.37	444.76	339.85	575.47	221.95	607.11	468.88
增长率(%)	25.76%	66.67%	64.14%	38.77%	31.82%	36.50%	37.97%
每股盈利(季度, 元)	0.118	0.238	0.184	0.309	0.120	0.328	0.246
资产负债率(%)	76.05%	77.36%	76.95%	74.87%	73.89%	72.84%	74.76%
净资产收益率(%)	3.03%	7.87%	5.40%	8.13%	2.92%	7.39%	5.28%
总资产收益率(%)	0.73%	1.78%	1.24%	2.04%	0.76%	2.01%	1.33%

评论:

积极因素:

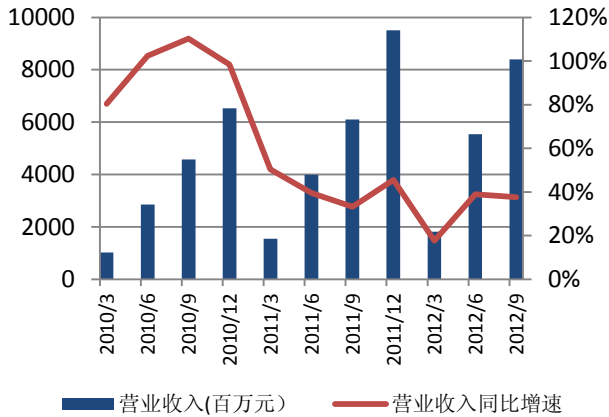
- **公司经营活动现金流大幅改善。**公司 1-9 月份销售商品、提供劳务收到的现金为 108.73 亿元, 同比增长 34.58%, 较 2012 年中期 27.21% 的增幅有所扩大。这与公司大力推盘和销售环境改善密切相关。公司全年推盘 250 亿元, 其中下半年的可售货量大概 180 亿元, 我们认为公司全年销售有望超过 160 亿元。
- **公司结算业绩大幅增长。**1-9 月份, 实现营业收入 83.94 亿元, 同比增长 37.59%, 从增幅来看, 较 2012 年中期 38.97% 的增幅略有下滑; 1-9 月份, 归属于上市公司股东净利润 12.98 亿元, 同比增长 35.79%, 较 2012 年中期 36.36% 的增幅略有提升。今年以来公司的结算毛利率有一定的下降, 其中三季度下降 1.35 个百分点, 较 2012 年中期 1.57 的降幅有所收窄。公司费用率控制得当, 1-9 月份三大费用率为 7.21%, 保持较低水平, 其中财务费用率仅为 0.6%, 较同期下降 1.02 个百分点。公司 2012 年以来销售良好, 全年业绩可以维持当前的较高增速。

- **公司期末财务稳健。**报告期末公司资产负债率为74.76%，较2012年中期的72.84%提高约2个百分点，扣掉预收款项的真实资产负债率为41.22%，较2012年中期的40.94%提高约0.3个百分点。公司资产负债率的提高主要因为预收款项的增加。公司真实资产负债率的提高主要是因为公司借款增加，7-9月份，公司长期借款增加20.16亿元，占三季度负债增加的47.34%，其余大部分为预收款项的增加。我们认为，公司当前的财务情况非常稳健，一年内到期的非流动负债较年初大幅减少，长期借款大幅增加，公司负债结构长期化，有利于公司未来工程进度的顺利进行。
- **预收款项增加，业绩保障度提高。**截至报告期末，账面预收款项为118亿元，公司业绩保障程度很高。

投资建议：

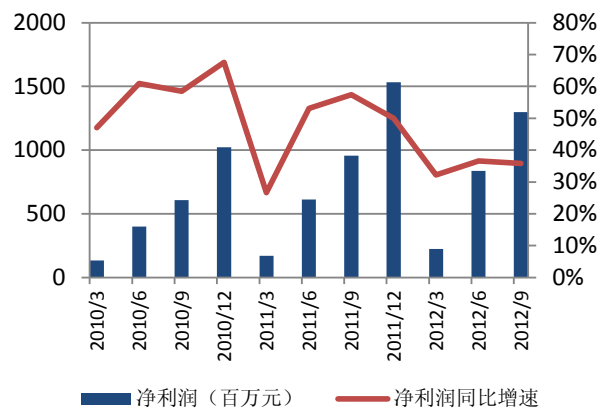
我们认为，公司是中国城镇化向纵深发展的最大受益者。目前公司布局城市的房地产市场平稳发展，房价处于合理区间，未来仍然有较大的上升空间，公司在受调控影响较大的2012年销售增长依然稳健，业绩增长保持高速，正是来源于公司合理的市场定位。公司的房地产开发和与销售已进入一新的良性循环，销售增长持续可期。我们预计公司2012-2014年的每股收益分别为1.19元、1.83元和2.79元，对应PE分别为8.34和5.44和3.56。按照公司12年业绩11倍PE，给予公司目标价13元。维持公司“推荐”评级。

图 1：公司营业收入及增速（季度累计）



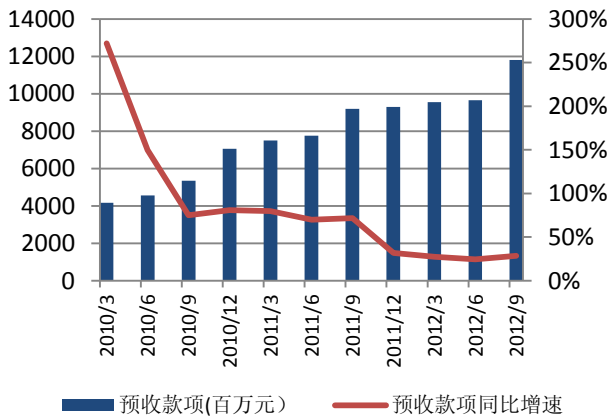
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速（季度累计）



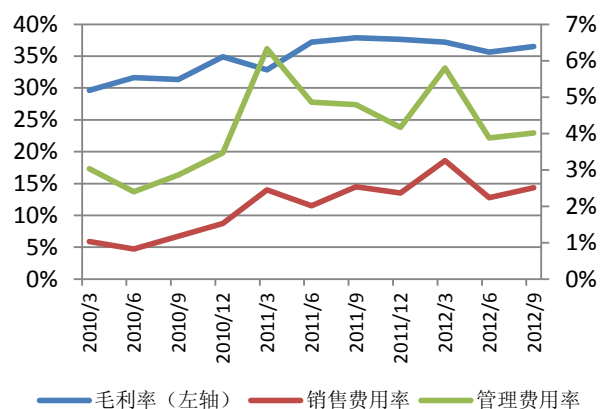
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司期末预收款项及同比增速



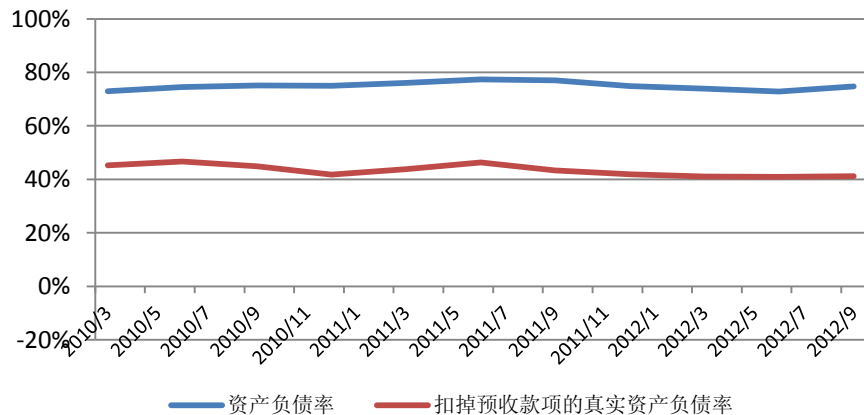
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：资产负债率及真实资产负债率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	26866	37988	61067	96491	营业收入	9502	12171	19224	29989
货币资金	2685	4868	7690	11996	营业成本	5925	7773	12391	19457
应收账款	60	77	121	189	营业税金及附加	800	852	1346	2099
其他应收款	1752	2244	3544	5529	营业费用	225	183	288	450
预付款项	2178	4121	7219	12083	管理费用	396	365	577	900
存货	19297	25556	40737	63968	财务费用	164	34	78	139
其他流动资产	882	1122	1757	2726	资产减值损失	17.17	17.17	17.17	17.17
非流动资产合计	1305	1492	1516	1481	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	12	12	12	12	投资净收益	-1.65	0.00	0.00	0.00
固定资产	714	994	1036	1018	营业利润	1973	2947	4527	6927
无形资产	175	158	140	123	营业外收入	12.57	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	36.16	2.00	2.00	2.00
资产总计	28171	39480	62583	97972	利润总额	1949	2953	4533	6933
流动负债合计	17798	26716	47001	78812	所得税	421	738	1133	1733
短期借款	1330	6656	14268	26343	净利润	1528	2215	3400	5200
应付账款	1583	1917	3055	4798	少数股东损益	-4	-4	-4	-4
预收款项	9295	16598	28132	46126	归属母公司净利润	1532	2219	3404	5203
非流动负债合计	3293	4800	6260	7760	EBITDA	2373	3133	4781	7251
长期借款	3123	4623	6123	7623	BPS (元)	0.82	1.19	1.83	2.79
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	21091	31516	53261	86572		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	944	940	936	933	成长能力				
实收资本(或股本)	1864	1864	1864	1864	营业收入增长	45.6%	28.09%	57.95%	56.00%
资本公积	1206	1206	1206	1206	营业利润增长	45.1%	49.40%	53.63%	52.99%
未分配利润	2796	2973	3245	3662	归属于母公司净利润增长	50.0%	44.79%	53.43%	52.87%
归属母公司股东权益合计	6137	7024	8386	10467	获利能力				
负债和所有者权益	28171	39480	62583	97972	毛利率(%)	37.65%	36.13%	35.55%	35.12%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	16.09%	18.20%	17.69%	17.34%
	2011A	2012E	2013E	2014E	总资产净利润(%)	5.44%	5.62%	5.44%	5.31%
经营活动现金流	-498	866	-3954	-5840	ROE(%)	25%	32%	41%	50%
净利润	1528	2215	3400	5200	偿债能力				
折旧摊销	236.54	0.00	176.07	185.07	资产负债率(%)	75%	80%	85%	88%
财务费用	164	34	78	139	流动比率	1.51	1.42	1.30	1.22
应付帐款的变化	0	333	1139	1742	速动比率	0.43	0.47	0.43	0.41
预收帐款的变化	0	7303	11534	17994	营运能力				
投资活动现金流	0	-327	-217	-167	总资产周转率	0.38	0.36	0.38	0.37
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	182.01	178.31	194.35	193.41
长期投资	12	12	12	12	应付账款周转率	7.22	6.95	7.73	7.64
投资收益	-2	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	1645	6992	10313	每股收益(最新摊薄)	0.82	1.19	1.83	2.79
短期借款	1330	6656	14268	26343	每股净现金流(最新摊薄)	0.30	1.17	1.51	2.31
长期借款	3123	4623	6123	7623	每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.77	4.50	5.62
普通股增加	430	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-155	0	0	0	P/E	12.11	8.34	5.44	3.56
财务费用	0.00	-34	-78	-139	P/B	3.02	2.63	2.21	1.77
现金净增加额	-498	2183	2821	4306	EV/EBITDA	10.15	7.95	6.53	5.58

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，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、建筑工程行业研究工作至今。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的管理和运作工作。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。

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、建筑工程行业研究工作至今。

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。