



东兴证券
DONGXING SECURITIES

销售单价略升，毛利下降压力减轻

——荣盛发展（002146）2013年半年报点评

2013年08月15日

强烈推荐/维持

荣盛发展

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmg@dxzq.net.cn 010-66554031	
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn 010-66554029	

事件:

公司日前发布 2013 年中报。报告期内，公司实现营业收入 76.24 亿元，同比增长 37.57%；营业利润 16.01 亿元，同比增长 47.13%；归属于上市公司股东净利润 11.19 亿元，同比增长 33.55%；基本每股收益 0.60 元，同比增长 33.33%。

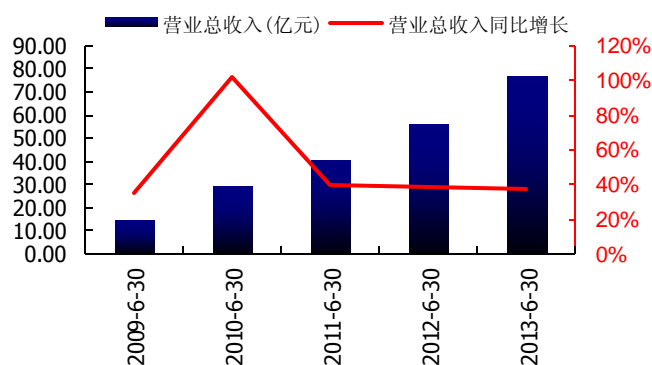
公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	3400.62	1813.83	3727.98	2852.73	5020.83	2371.8	5252.32
增长率（%）	74.56%	17.62%	52.43%	34.99%	47.64%	30.76%	40.89%
毛利率（%）	37.25%	37.20%	34.87%	38.24%	36.21%	36.47%	35.07%
期间费用率（%）	6.90%	10.11%	5.23%	7.94%	5.28%	10.66%	5.04%
营业利润率（%）	20.95%	16.45%	21.19%	21.33%	21.30%	17.23%	22.71%
净利润（百万元）	575.47	221.95	607.11	468.88	867.85	305.98	878.07
增长率（%）	38.77%	31.82%	36.50%	37.97%	50.81%	37.86%	44.63%
每股盈利（季度，元）	0.31	0.12	0.33	0.25	0.45	0.16	0.44
资产负债率（%）	74.87%	73.89%	72.84%	74.76%	76.56%	76.84%	77.91%
净资产收益率（%）	8.13%	2.92%	7.39%	5.28%	9.15%	3.05%	8.36%
总资产收益率（%）	2.04%	0.76%	2.01%	1.33%	2.14%	0.71%	1.85%

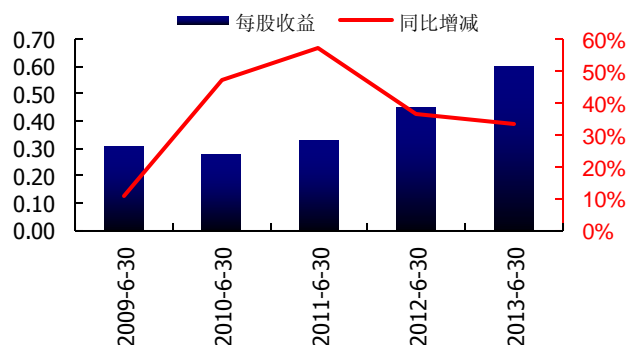
观点:

- **公司上半年销售良好。**报告期内，公司签订商品房销售合同面积 178.21 万平方米，同比增长53.15%；合同金额103.85 亿元，同比增长52.34%；销售均价为5827元/平方米，同比基本持平，较2012年全年的5769元/平米略提升。我们预计公司2013年全年可以完成销售额235亿元，同比增长30%。
- **公司结算毛利率保持平稳。**报告期内，公司实现结算毛利率为 35.5%，较 2012 年同期持平，较 2012 年全年 36.4%的水平略下降。我们判断公司毛利率下降的原因主要是本次结算的产品有部分为 2011 年销售，当时的售价较低，对本期结算的毛利率产生了负面影响。我们判断全年公司的毛利率保持平稳。主要是因为经过 2012 年和 2013 年上半年的陆续结算，公司 2011 年低毛利的项目已经基本结算完毕，未来毛利率继续下滑的可能性不大。

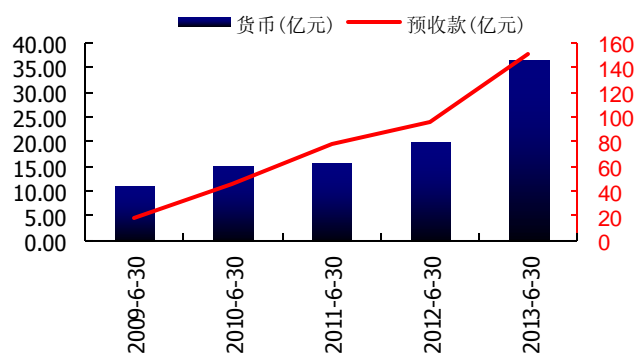
- 公司经营计划完成良好。**报告期内, 公司实际开工335.15万平方米, 完成年初开工计划535万平方米的64.55%; 实际竣工138.02万平方米, 完成年初竣工计划335.15万平方米的41.18%。新开工的加快给公司下半年的销售奠定良好基础。新增信贷融资额75.61亿元, 完成年初融资计划96.83亿元的78.09%; 获取建筑面积约147.75万平米的新项目资源, 完成年初计划获取建筑面积650万平方米的22.73%。公司上半年获取土地较少, 表明了公司一贯谨慎的经营风格, 减少了未来房地产市场低迷带来的风险。
- 公司费用控制得力。**公司已经建立了有效的费用预算、跟踪、控制流程和标准, 无论是管理费用还是销售费用的控制均非常得力。报告期内, 公司销售费用1.77亿元, 同比增长42.79%, 管理费用3.15亿元, 同比增长46.48%, 主要由于经营规模扩大, 项目增加, 费用相应增加, 但费用增长率小于销售增长率; 财务费用0.26亿元, 同比下降34.95%, 主要由于报告期费用化的借款比去年同期减少。
- 财务状况稳健, 业绩增长可期。**报告期内, 公司资产负债率为77.91%, 较年初增长1.35%, 主要由于预收账款的增加; 真实资产负债率为46.11%, 较年初增长1.50%, 主要由于公司借款的增加。短期借款新增50.68亿元, 同比增长89.43%; 长期借款77.15元, 较年初增长16.35%, 偿债压力尚在可控范围内。公司预收款项151.22亿元, 较年初增长16.91%, 公司业绩增长有保障。

图 1: 营业收入情况


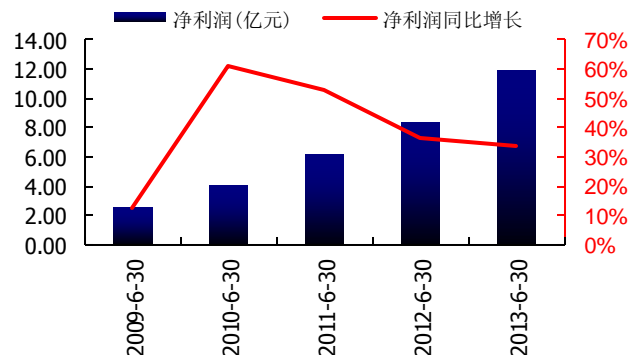
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 每股收益情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

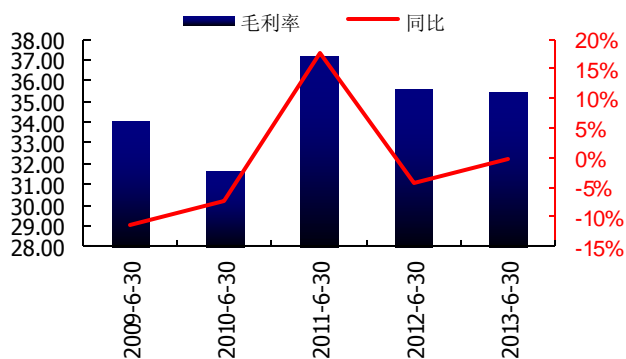
图 3: 货币和预收款情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 净利润情况


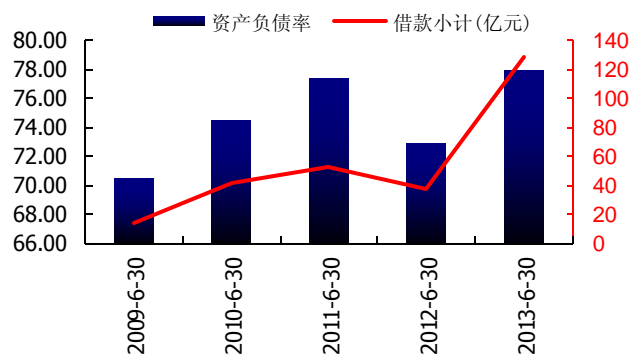
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



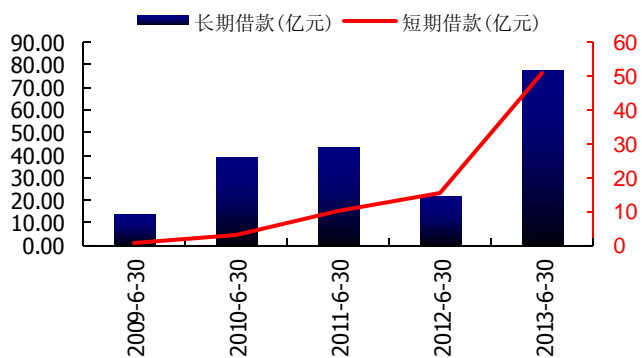
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



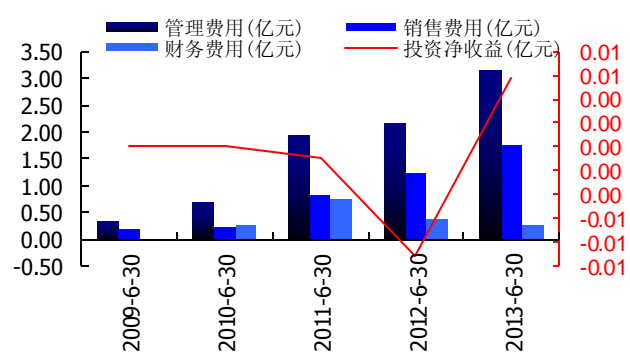
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

- 公司是布局环渤海和长三角地区中等城市的龙头地产企业。公司以其较快的周转速度和良好的费用控制水平, 布局全国地产开发, 平滑区域风险, 为公司营业收入快速成长提供条件, 公司土地储备充足, 业绩持续增长可期。我们预计公司2013年-2015年的营业收入分别为176.16亿元、224.84亿元和263.16亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为28.14亿元、40.94亿元和48.96亿元, 每股收益分别为1.50元、2.19元和2.62元, 对应PE分别为10.65、7.32和6.12倍, 维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	26866	38895	55007	70203	84766	营业收入	9502	13415	17616	22484	26316
货币资金	2685	4057	5285	6745	7895	营业成本	5925	8532	11308	13954	16414
应收账款	60	114	111	142	166	营业税金及附加	800	1202	1374	1686	1895
其他应收款	1752	2979	3911	4992	5843	营业费用	225	289	388	450	474
预付款项	2178	4110	6937	10426	14529	管理费用	396	499	705	787	842
存货	19297	26428	37178	45875	53965	财务费用	164	82	94	153	167
其他流动资产	882	1207	1585	2023	2368	资产减值损失	17.17	45.36	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1305	1587	1691	1694	1638	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	12	61	61	61	61	投资净收益	-1.65	-0.03	0.00	0.00	0.00
固定资产	714.02	776.91	#####	1170.7	1131.9	营业利润	1973	2766	3748	5455	6524
无形资产	175	173	156	138	121	营业外收入	12.57	34.06	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	36.16	10.99	2.00	2.00	2.00
资产总计	28171	40483	56698	71897	86404	利润总额	1949	2789	3754	5461	6530
流动负债合计	17798	24024	36500	46696	55491	所得税	421	624	938	1365	1632
短期借款	1330	2675	13569	16368	16661	净利润	1528	2166	2815	4096	4897
应付账款	1583	3328	2788	3441	4047	少数股东损益	-4	26	1	2	1
预收款项	9295	12935	18220	24965	32860	归属母公司净利润	1532	2140	2814	4094	4896
一年内到期的非流	3823	2496	0	0	0	EBITDA	2373	3086	4015	5805	6897
非流动负债合计	3293	6970	8289	9768	11268	BPS (元)	0.82	1.15	1.50	2.19	2.62
长期借款	3123	6631	8131	9631	11131	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	21091	30994	44788	56464	66759	成长能力					
少数股东权益	944	1317	1318	1319	1320	营业收入增长	45.57%	41.19%	31.31%	27.63%	17.04%
实收资本(或股本)	1864	1872	1872	1872	1872	营业利润增长	44.64%	40.24%	35.48%	45.56%	19.59%
资本公积	1206	1317	1317	1317	1317	归属于母公司净利润	31.50%	45.48%	31.50%	45.48%	19.59%
未分配利润	2796	4538	6058	8269	10913	获利能力					
归属母公司股东权	6137	8172	10592	14113	18324	毛利率(%)	37.65%	36.40%	35.81%	37.94%	37.63%
负债和所有者权	28171	40483	56698	71897	86404	净利率(%)	16.09%	16.14%	15.98%	18.22%	18.61%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
经营活动现金流	-498	-1203	-7690	-1912	358	偿债能力					
净利润	1528	2166	2815	4096	4897	资产负债率(%)	75%	77%	79%	79%	77%
折旧摊销	236.54	237.38	0.00	197.06	206.06	流动比率	1.51	1.62	1.51	1.50	1.53
财务费用	164	82	94	153	167	速动比率	0.43	0.52	0.49	0.52	0.56
应收账款减少	0	0	3	-31	-24	营运能力					
预收帐款增加	0	0	5285	6745	7895	总资产周转率	0.38	0.39	0.36	0.35	0.33
投资活动现金流	-349	-248	-310	-200	-150	应收账款周转率	182	155	157	178	171
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.22	5.46	5.76	7.22	7.03
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-2	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.82	1.15	1.50	2.19	2.62
筹资活动现金流	1407	2735	9228	3573	941	每股净现金流(最新)	0.30	0.69	0.66	0.78	0.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.29	4.37	5.66	7.54	9.79
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	430	8	0	0	0	P/E	19.54	13.93	10.65	7.32	6.12
资本公积增加	-155	110	0	0	0	P/B	4.87	3.67	2.83	2.12	1.64
现金净增加额	559	1284	1228	1460	1149	EV/EBITDA	14.94	12.23	11.56	8.48	7.23

资料来源: 东兴证券研究所

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。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。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。

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。

联系人简介

联系人: 杨获

财政部财政科学研究所读研究生, 在此报告工作中提供了贡献。

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。