

**房地产开发**

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人: 张岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

**6-12个月目标价:** 15.50元

当前股价: 12.23元

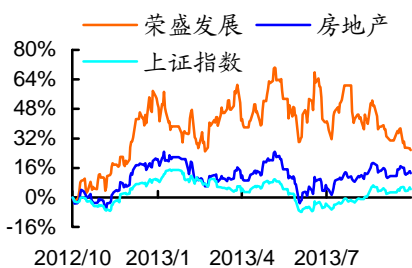
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2210.65
总股本(百万)	1882
流通股本(百万)	1647
流通市值(亿)	201
EPS	0.59
每股净资产(元)	4.84
资产负债率	77.9%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
荣盛发展	-9.14%	-10.73%	-16.95%
房地产	-1.07%	9.34%	-1.15%
上证指数	0.86%	10.27%	-1.41%



**相关报告**

《荣盛发展-业绩大幅增长, 拓展积极, 成长性突出》2013-8-14

《荣盛发展-步入新一轮高速扩张期, 成长性突出》2013-6-3

**荣盛发展**

**002146**

**推荐**

**成长性突出, 杠杆高, 关注再融资进展**

公司公布2013年3季报, 前3季度实现营业收入122亿元(+46%), 净利润17.5亿元(+35%), EPS0.93元; ROE19.56%, 同比提高0.34个百分点。

**投资要点:**

- **业绩符合预期, 持续高增长, 公司公告全年净利润预计增长30%-50%。**(1) 毛利率环比略有回升, 毛利率35.8%, 同比略降0.7个百分点, 较上半年回升0.3个百分点, 今年以来公司项目售价普遍小幅回升, 预计毛利率下滑有限, 全年将维持在35.5%左右。(2) **费用控制水平进一步提升**, 三费占比6.5%, 同比降低0.7个百分点, 公司未来发展将以深耕已进入城市和区域为主, 管理规模效应将持续凸显, 期间费用率(特别是管理费用率)仍有压缩空间。
- **销售符合预期, 同比大幅增长五成。**前3季度实现销售回笼资金163亿元, 同比增长50%, 其中Q3单季65亿元, 环比Q2增长12%; 估算前3季度签约销售金额约为170-180亿元, 已完成全年245亿元签约销售目标的70%。公司上半年开工量大, Q4可售货量充足, **维持全年签约销售260亿元(+44%)的预测。**
- **拓展积极, 已完成全年计划的8成以上, 深耕已进入优势城市, 持续发展基础进一步加强。**据我们统计, 公司年初至今新增储备建面534万方, 对应土地款100亿元, 已完成全年计划拓展面积的82%。新增项目分布在廊坊、沈阳、南京、成都、蚌埠、湛江、邯郸、长沙、聊城、临沂, 全部为已进入城市, 而且是经济相对更发达、人口集聚效应更强的城市, 城市布局进一步优化。
- **坚持“高杠杆”运作, 资金依然较紧。**净负债率132%, 较年初上升53个百分点; 现金-短债缺口64亿元, 较年初扩大54亿元。**公司拟定增募资不超过45亿元, 已取得证监会受理通知书, 若顺利完成将大大缓解资金压力。**
- **预计13-15年EPS1.53/2.04元/2.65元, 复合增速32%, PE8/6/5倍, RNAV14.70元。**公司正处于新一轮高速扩张发展期, 竞争优势明显, 长期成长性突出, 股权激励正面促进效应持续显现, 高杠杆、高增长应给予高估值, 此外公司正在推进非公开发行融资计划, 业绩释放动力足, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 高杠杆的财务风险; 经济下滑超预期导致二三线城市住宅购买力下降; 二三线结构分化可能加剧, 新进入城市选择难度相对较大; 资源过于集中于沈阳的区域风险。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13415	17887	23658	30635
收入同比(%)	41%	33%	32%	29%
归属母公司净利润	2140	2856	3824	4954
净利润同比(%)	40%	33%	34%	30%
毛利率(%)	36.4%	35.5%	35.5%	35.5%
ROE(%)	26.2%	26.6%	26.9%	26.6%
每股收益(元)	1.14	1.53	2.04	2.65
P/E	10.68	8.00	5.98	4.61
P/B	2.80	2.13	1.61	1.23
EV/EBITDA	11	8	6	5

资料来源: 中投证券研究总部

附1: 公司2013年3季报财务与经营等指标

图 1: 经营情况

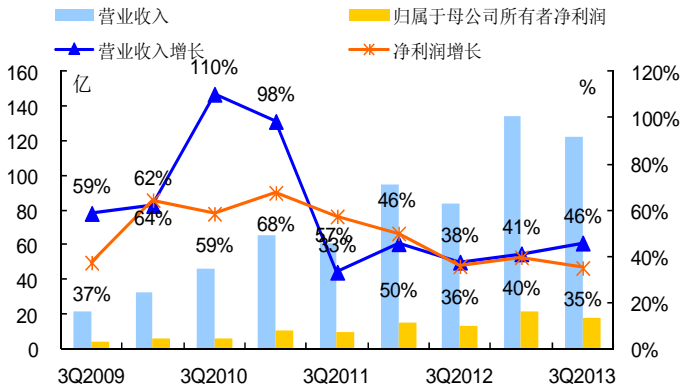


图 2: EPS 和 ROE

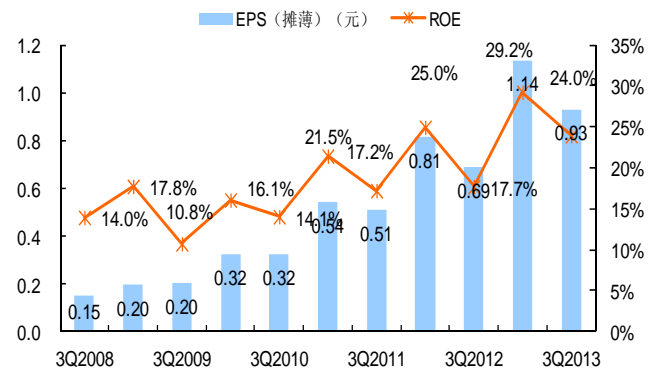


图 3: 综合毛利率和净利率

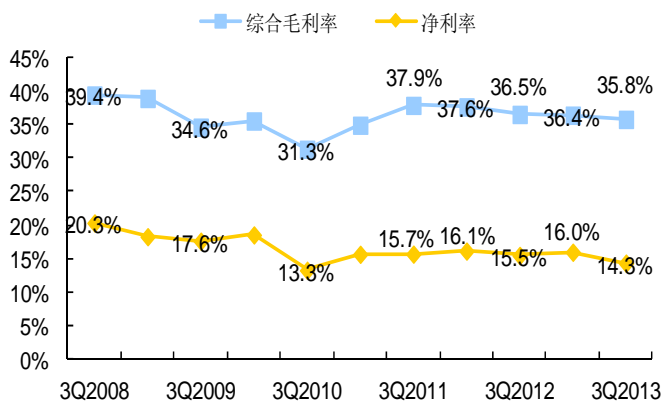


图 4: 三费水平

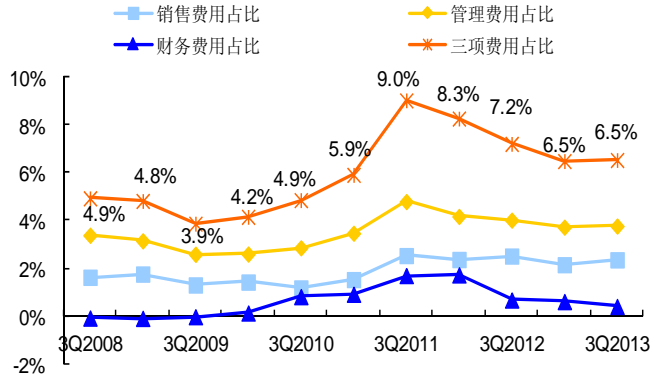


图 5: 货币资金与短期负债

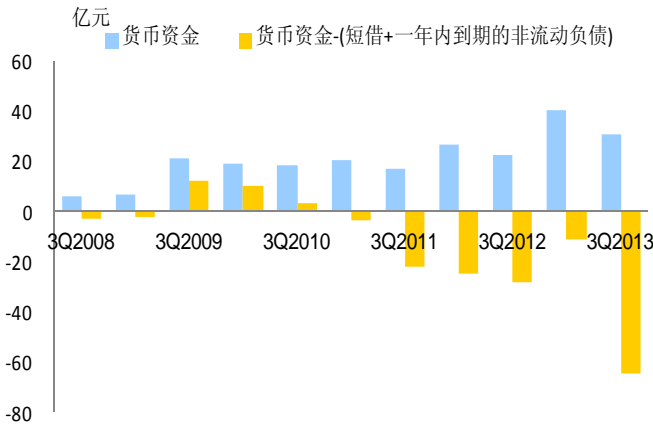
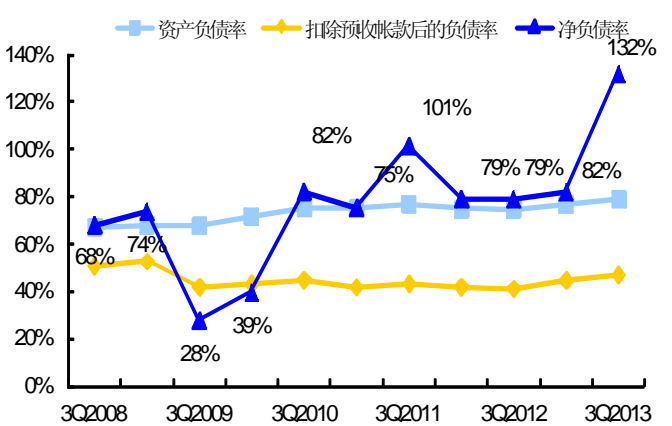
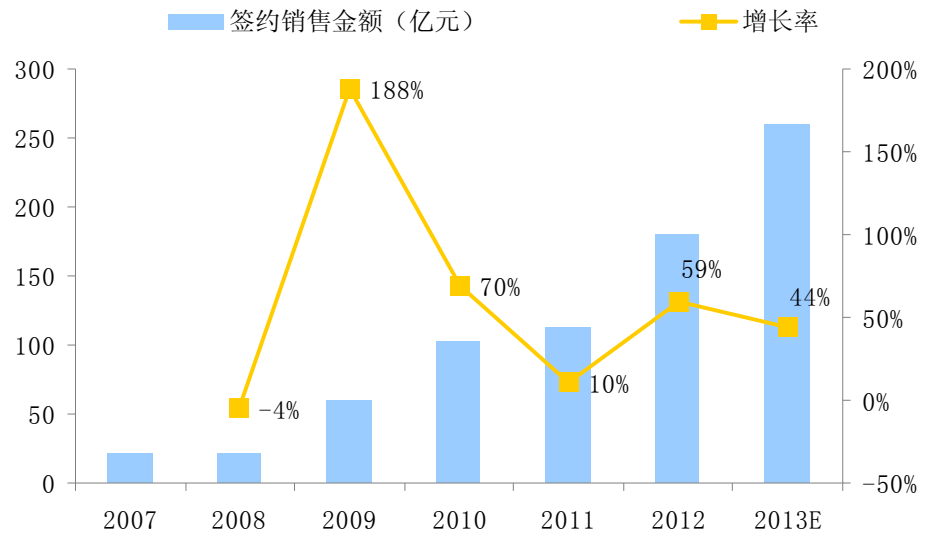


图 6: 负债水平



数据来源: 公司公告, 中投证券研究总部

图 7: 公司签约销售金额预测



资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

表 1: 公司 2013 年以来新增项目情况

项目	拿地时间	权益 (%)	规划建面 (万平方米)	总地价 (万元)	楼面价
成都市 2012-309 号地块	2013/1/9	100%	10.5	52,059	4,949
南京莉湖春晓 (NO. 2012G80)	2013/1/17	100%	11.0	21,000	1,909
南京市 NO. 2012G81 地块	2013/1/17	100%	17.5	33,000	1,886
廊坊市 2013-3 号地块	2013/3/1	100%	9.3	16,200	1,751
廊坊市 2013-4 号地块	2013/3/1	100%	7.8	13,650	1,761
廊坊市 2013-5 号地块	2013/3/1	100%	3.3	5,700	1,754
廊坊市 2013-6 号地块	2013/3/1	100%	5.3	8,960	1,707
廊坊市 2013-7 号地块	2013/3/1	100%	2.3	3,980	1,769
湛江市 GGC2013002 号地块	2013/4/2	100%	70.0	194,000	2,771
成都市 2013-126 号地块	2013/6/19	100%	5.7	25,592	4,490
廊坊市 2013-16 号地块	2013/6/25	100%	15.9	26,750	1,682
沈阳市 JK2012-46 号地块	2013/7/30	100%	4.5	4,024	894
沈阳市 JK2013-59 号地块	2013/7/30	100%	23.3	20,835	896
沈阳市 JK2013-60 号地块	2013/7/30	100%	47.3	41,688	882
沈阳市 2013-030 号地块	2013/7/31	100%	29.7	62,855	2,118
沈阳市 2013-031 号地块	2013/7/31	100%	39.8	99,482	2,500
沈阳市 2013-032 号地块	2013/7/31	100%	17.0	43,244	2,544
蚌埠市蚌挂 (2013) 44 号地块	2013/8/2	100%	43.9	63,652	1,451
廊坊香河县 2013-37 号地块	2013/8/7	100%	13.0	6,815	524
廊坊香河县 2013-38 号地块	2013/8/7	100%	9.0	4,680	520
邯郸市 [2013] 22-1 号地块	2013/8/16	100%	8.2	9,930	1,216
邯郸市 [2013] 22-2 号地块	2013/8/23	100%	17.7	22,870	1,293
临沂市 2013-179 号地块	2013/8/17	100%	30.2	56,684	1,875

长沙市网挂[2013]35号地块	2013/9/17	100%	30.2	27,783	919
长沙市网挂[2013]36号地块	2013/9/17	100%	12.6	11,415	909
沈阳市 2013-039号地块	2013/9/27	100%	10.9	36,643	3,350
聊城市 2013-74号地块	2013/10/11	100%	7.8	23,520	3,004
聊城市 2013-76号地块	2013/10/11	100%	6.8	20,244	2,998
廊坊市 2013-25号地块	2013/10/15	100%	4.2	8,650	2,037
廊坊市 2013-26号地块	2013/10/15	100%	19.1	36,200	1,893
<b>合计</b>			<b>533</b>	<b>1,002,105</b>	<b>1,878</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	38895	49801	66206	89180	<b>营业收入</b>	13415	17887	23658	30635
现金	4057	4472	5914	7659	营业成本	8532	11537	15259	19760
应收账款	114	114	114	114	营业税金及附加	1202	1520	2011	2604
其他应收款	2979	2979	2979	2979	营业费用	289	376	473	613
预付账款	4110	4110	4110	4110	管理费用	499	644	828	1072
存货	26428	36919	51881	73110	财务费用	82	88	103	130
其他流动资产	1208	1208	1208	1208	资产减值损失	45	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1587	1414	1302	1182	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	61	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	777	838	839	811	<b>营业利润</b>	2766	3722	4983	6456
无形资产	173	173	173	173	营业外收入	34	0	0	0
其他非流动资产	577	403	290	198	营业外支出	11	0	0	0
<b>资产总计</b>	40483	51215	67508	90362	<b>利润总额</b>	2789	3722	4983	6456
<b>流动负债</b>	24024	30147	40946	57288	所得税	624	832	1114	1443
短期借款	2675	285	541	3179	<b>净利润</b>	2166	2890	3869	5013
应付账款	3328	3328	3328	3328	少数股东损益	26	34	45	59
其他流动负债	18021	26534	37076	50781	<b>归属母公司净利润</b>	2140	2856	3824	4954
<b>非流动负债</b>	6970	8970	10970	12970	EBITDA	2954	3893	5175	6677
长期借款	6631	8631	10631	12631	<b>EPS (元)</b>	1.14	1.53	2.04	2.65
其他非流动负债	339	339	339	339					
<b>负债合计</b>	30994	39117	51916	70258					
少数股东权益	1317	1351	1396	1455	<b>主要财务比率</b>				
股本	1872	1872	1872	1872	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	1317	1317	1317	1317	<b>成长能力</b>				
留存收益	4983	7558	11007	15460	营业收入	41.2%	33.3%	32.3%	29.5%
归属母公司股东权益	8172	10747	14196	18648	营业利润	40.2%	34.5%	33.9%	29.6%
<b>负债和股东权益</b>	40483	51215	67508	90362	归属于母公司净利润	39.7%	33.4%	33.9%	29.6%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	36.4%	35.5%	35.5%	35.5%
					净利率	16.0%	16.0%	16.2%	16.2%
					ROE	26.2%	26.6%	26.9%	26.6%
					ROIC	12.8%	15.5%	16.9%	16.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	76.6%	76.4%	76.9%	77.8%
					净负债比率	38.08%	29.17%	26.33%	26.06%
					流动比率	1.62	1.65	1.62	1.56
					速动比率	0.52	0.43	0.35	0.28
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.39	0.40	0.39
					应收账款周转率	145	148	196	254
					应付账款周转率	3.47	3.47	4.59	5.94
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.14	1.53	2.04	2.65
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.64	0.61	-0.16	-1.19
					每股净资产(最新摊薄)	4.37	5.74	7.58	9.96
					<b>估值比率</b>				
					P/E	10.68	8.00	5.98	4.61
					P/B	2.80	2.13	1.61	1.23
					EV/EBITDA	11	8	6	5

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-8-14	《荣盛发展-业绩大幅增长，拓展积极，成长性突出》
2013-6-3	《荣盛发展-步入新一轮高速扩张期，成长性突出》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李少明,中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,16年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、北京城建、首开股份、泛海建设、世茂股份、苏宁环球、中南建设、荣盛发展、世联地产、中国国贸、华业地产、滨江集团、华夏幸福、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、金融街、广宇发展、中华企业、冠城大通等。

张 岩,中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学经济学院金融学专业,经济学硕士。

陈舒静,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学商学院财务与金融系,管理学硕士。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434