

荣盛发展 (002146)

推荐

行业：房地产开发

战略聚焦环北京，发展空间提升

投资要点：

◇ 公司在廊坊及河北拥有大量土地储备，今年以来战略聚焦环北京区域，通过签订合作框架协议等方式“抢占”大体量优质资源，其受益于京津冀一体化的程度不断加深，股价尚未充分反映这一变化趋势。(1)公司在河北省权益储备面积500万平，占比近1/4；廊坊204万平，占比10%。(2)今年6月以来，公司接连签订2个大体量项目的合作框架协议，分别位于廊坊新兴产业示范区和香河县，占地面积分别为3000亩、5000亩；此外还获取了霸州、沧州2幅地块。(3)我们认为，上述进展只是一个开端，作为总部位于廊坊的全国性龙头开发商，公司有能力、有动力持续在环北京区域快速拓展，且协议项目有望陆续分批转化为实际获取项目。

◇ 加大在南京江北新区的拓展力度，做大做强南京与廊坊“双中心”。南京建设重心将转向江北新区，拟升格为国家级新区。公司在南京江北拥有权益储备面积257万平，占比近13%；今年初签订了位于江北六合区的土地一级开发合作协议，总用地面积2200亩，有望通过一二级联动低成本获取二级开发用地。

◇ 短期来看，推盘促销力度加大及政策环境放松，有望在下半年推动公司销售改善。受楼市低迷影响，公司上半年目标完成率偏低。在中央政府再度全面放松绝大部分城市限购，并窗口指导个贷政策放松的背景下，公司有望通过加大推盘及促销力度，力争达成全年销售350亿元(+30%)的目标。

◇ 杠杆偏高，财务风险仍可控。凭借规模优势及股东方全力支持，今年以来信贷融资进展顺利，资金成本未见明显提高；后续销售回款能否改善是关键。

◇ 在公司项目降价10%的假设下，预计14-16年EPS1.93/2.32/3.00元，PE5.7/4.7/3.7倍，RNAV11.99元，目前股价RNAV9.1折交易。行业长期需求趋于平稳，公司力争通过把握区域性的机会，实现持续较快发展。我们认为，公司长期发展空间持续提升，且短期销售有望改善，估值有望持续纠偏，6-12个月目标价14元，对应2014年7.3倍PE，维持“推荐”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	19171	22720	31648	41122
收入同比(%)	43%	19%	39%	30%
归属母公司净利润	2906	3655	4386	5667
净利润同比(%)	36%	26%	20%	29%
毛利率(%)	35.4%	35.5%	30.0%	30.0%
ROE(%)	26.5%	25.7%	24.2%	24.4%
每股收益(元)	1.54	1.93	2.32	3.00
P/E	7.11	5.65	4.71	3.65
P/B	1.88	1.45	1.14	0.89
EV/EBITDA	9	7	6	5

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

署名：张岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

6-12个月目标价：14

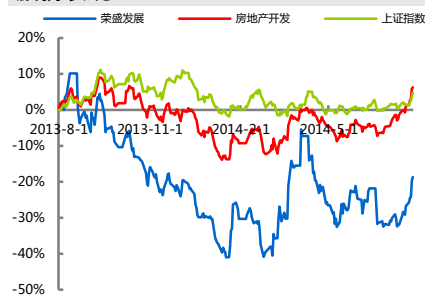
当前股价：10.92

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	1,893
流通股本(百万股)	1,655
总市值(亿元)	216
流通市值(亿元)	189
成交量(百万股)	30.24
成交额(百万元)	346.38

股价表现



相关报告

《荣盛发展-布局升级，京津冀一体化带来新机遇》2014-03-19

《荣盛发展-成长性突出，杠杆高，关注再融资进展》2013-10-23

《荣盛发展-业绩大幅增长，拓展积极，成长性突出》2013-08-14

风险提示：京津冀一体化进程低于预期；合作框架协议项目能否实际获取存在一定的不确定性；销售低于预期及高杠杆的财务风险。

目 录

一、“抢占”环北京，资源优势持续扩大.....	3
二 加力南京江北新区，做大做强“双中心”	6
三 销售完成率偏低，下半年有望改善.....	7
四 杠杆偏高，财务风险仍可控.....	8
五 投资建议：推荐.....	10
1. 盈利预测及估值.....	10
2. 投资建议	11
3. 风险提示	11

图目录

图 1 公司权益储备面积分布：河北省占比 25%	3
图 2 公司在河北省各城市权益储备面积	3
图 3 河北主要城市 2014 年上半年商品住宅销售面积同比增长情况.....	3
图 4 公司今年 6 月以来在环北京区域签订合作框架协议/获取项目位置.....	4
图 5 阿尔卡迪亚·未来城项目在廊坊新兴产业示范区中的位置	5
图 6 公司可售、销售及去化情况	8
图 7 公司资产负债情况	8
图 8 公司货币资金与短期负债情况	8
图 9 公司主要资金来源情况	9
图 10 公司销售均价及结算均价情况	10
图 11 公司利润率情况	10

表目录

表 1 公司今年 6 月以来在环北京区域签订合作框架协议/获取项目情况.....	4
表 2 廊坊新兴产业示范区阿尔卡迪亚·未来城项目合作框架协议	5
表 3 廊坊香河项目合作开发协议	6
表 4 南京六合经济开发区土地综合整理投资合作协议.....	7
表 5 公司今年以来通过金融机构向关联方（股东）委托借款情况统计	9
表 6 公司为子公司提供担保融资情况	9
表 7 公司每股 RNAV 对项目售价变动的敏感性分析.....	10

一、“抢占”环北京，资源优势持续扩大

公司在廊坊及河北拥有大量土地储备，显著受益于京津冀一体化。据我们统计，公司目前权益储备面积 2034 万平，其中河北省 500 万平，占比近 1/4；廊坊 204 万平，占比 10%。京津冀一体化，作为习主席亲自强调的国家战略，其影响之重大不言而喻，发展明显落后的河北省有望加速，而环北京区域无疑是承接产业、人口转移受益最大、最直接的区域。

图 1 公司权益储备面积分布：河北省占比 25%

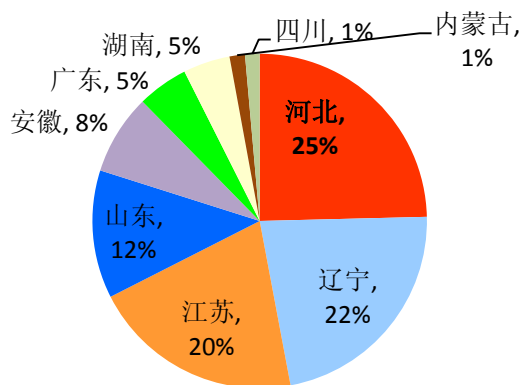
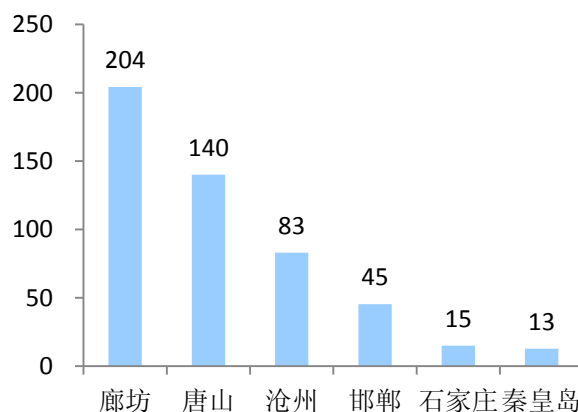


图 2 公司在河北省各城市权益储备面积

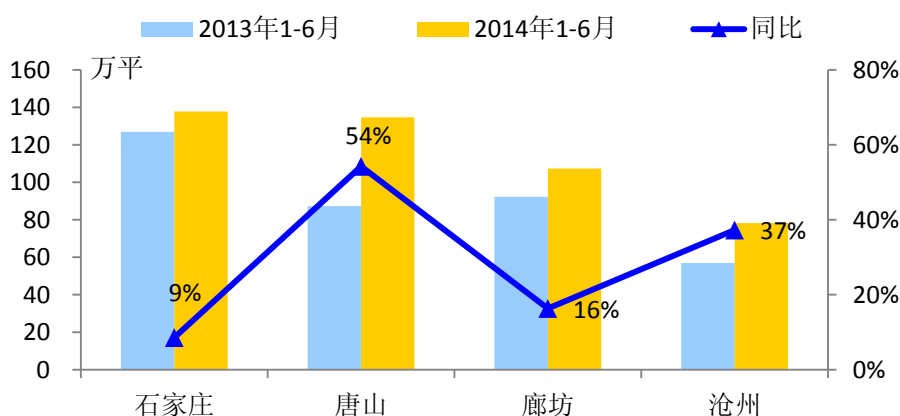


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

河北主要城市今年上半年楼市销售逆市增长，显示市场需求相对旺盛。石家庄、唐山、廊坊、沧州今年上半年商品住宅销售面积同比分别增长 9%、54%、16%、37%，而同期全国销售面积同比下滑 8%。

图 3 河北主要城市 2014 年上半年商品住宅销售面积同比增长情况



资料来源：中国指数研究院、中国中投证券研究总部

在存量资源之外，公司战略聚焦环北京区域，通过签订合作框架协议等方式“抢占”大体量优质资源，其受益于京津冀一体化的程度不断加深。今年 6 月以来，公司接连签订 2 个大体量项目的合作框架协议，分别位于廊坊新兴产业示范区和香河县，占地面积

分别为 3000 亩、5000 亩；此外还招拍挂获取了霸州（廊坊代管县级市）沧州 2 幅地块。

表 1 公司今年 6 月以来在环北京区域签订合作框架协议/获取项目情况

时间	区位	合作框架协议/获取项目	概况
2014/6/5	廊坊新兴产业示范区	阿尔卡迪亚·未来城项目合作框架协议	示范区管委会、廊坊市国开兴安引进公司对示范区内的滨湖综合商住片区进行投资开发，规划用地面积共 3000 亩 香河县城镇房地产综合开发有限公司与公司成立合资公司，对香河县北六户村等多个村址约 5000 亩土地中的商业住宅、公建及配套等综合居住项目进行合作开发，公司持股比例为 60%
2014/6/23	廊坊市香河县	北六户村等多个村址合作开发协议	
2014/6/23	廊坊市霸州市	2014-34 号地块	获取建面 12 万平的住宅用地，平均楼面价 713 元/平米
2014/7/10	沧州市	CTP-1411 号地块	获取建面 19 万平的商住用地，平均楼面价 1503 元/平米

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 公司今年 6 月以来在环北京区域签订合作框架协议/获取项目位置



资料来源：公司公告、百度地图、中国中投证券研究总部

廊坊新兴产业示范区阿尔卡迪亚·未来城合作开发项目：(1) 示范区基础设施已较完善，产业引入初具规模，发展势头良好。示范区为省级示范区，位于廊坊市区南 20 公里，距建设中的京台高速出口仅 2 公里，由廊坊市安次区政府与廊坊控股（廊坊市属企业，廊坊发展的大股东）共同出资建设，持股比例分别为 25%、75%。示范区于 2010 年下半年开工，高标准修建的连接廊坊市的市政路以及园区内主干道已完工，京台高速廊坊段也将于 2014 年竣工通车，为示范区大规模承接产业和人口流入奠定基础。示范区已达成意向项目总投资逾 300 亿元，已正式落户项目总投资 130 亿元，其中国家新材料研发与制造基地等 10 余个项目已开工建设，世界单体产能最大的 PVC 和 PE 环保

请务必阅读正文之后的免责条款部分

管材生产基地——美国 JM 高科技管材项目已建成并实现量产。今年 5 月，廊坊控股与万科签署框架协议，在示范区内合作开发物流地产项目。**(2) 合作项目地段极佳，位于示范区的“白菜心”。**合作项目位于示范区的滨湖综合商住片区，紧邻规划中的大型中心园林式人工湖，处于示范区的核心地段。**(3) 公司通过合作框架协议“锁定”大体量优质资源，并为在示范区内持续发展占得先机。**合作方为示范区管委会和廊坊市国开兴安投资有限公司（廊坊控股的子公司），负责一级开发、土地指标获取和挂牌等，公司负责项目总体规划方案设计。与政府、一级开发商合作，提前介入项目规划设计，将使公司在获取二级开发用地时具有显著优势。项目体量大，占地面积共 3000 亩，分多期开发。而且示范区内的商住用地远远不止这些，示范区规划占地面积约 73 平方公里，其中居住用地 24 平方公里，后续发展空间巨大。

表 2 廊坊新兴产业示范区阿尔卡迪亚·未来城项目合作框架协议

合作方	合作内容	合作方式
甲方：廊坊新兴产业示范区管委会； 乙方：廊坊市国开兴安投资有限公司； 丙方：荣盛发展	甲乙双方引进公司对示范区内规划的滨湖综合商住片区进行投资开发，规划用地面积为首期 1000 亩（含商业综合体用地），二期 1000 亩及远景各期约 1000 亩，拟开发为融合大型中心园林式人工湖及水系、体验式商业、学校、医疗养生机构等于一体的生态居住组团。	甲、乙双方负责项目建设外部关系的协调及解决，包括但不限于土地一级开发、指标获取和土地挂牌等； 公司负责完成项目地块总体规划方案设计，依法参与项目地块的竞买。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 阿尔卡迪亚·未来城项目在廊坊新兴产业示范区中的位置



资料来源：公司公告、廊坊新兴产业示范区网站、中国中投证券研究总部

廊坊香河北六百户村等多个村址合作开发项目：(1) 旧村改造项目，与当地实力开发商合作，优势互补。合作方香河县城镇房地产综合开发有限公司为香河县实力开发商，在协调旧村改造项目中涉及的村民、政府等关系方面具有优势；公司优势在于开发能力、资金实力及品牌影响力。合作方负责征地拆迁、安置补偿等，并确认各期地块用地指标均按照公司设计方案设定。(2) 双方成立合资公司进行二级开发，一二级联动增强拿地优势。公司持有合资公司 60% 的股份，并负责操盘二级开发，双方按持股比例分享收益。由于旧村改造项目涉及到与村民的复杂关系，外来开发商担心风险不敢轻易介入，因此一二级联动模式具有明显优势，能够以较低的成本获取二级开发用地。(3) 项目体量大，将为公司发展提供长期支撑。项目总占地面积约 5000 亩（合作开发内容仅为其中的商住用地），其中一期 1500 亩，计划 3 年内开发，二期 3500 亩。

表 3 廊坊香河项目合作开发协议

合作方	合作内容	合作方式
甲方：香河县城镇房地产综合开发有限公司； 乙方：荣盛发展	香河县北六百户村、大马坊村、后场村、小祁庄村等多个村址约 5000 亩土地，一期三年内开发 1500 亩，二期 3500 亩；合作内容为上述约 5000 亩连片用地中，商业住宅、公建及配套等综合居住项目开发。	成立合资公司进行开发，甲方占 40%、公司占 60%；公司以合资公司的名义负责具体实施，甲方监督但不具体参与经营管理；甲方确认各期地块用地指标均按照乙方设计方案设定，性质为商住用地，出让时已由甲方完成征地拆迁和安置补偿。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

霸州项目：项目的获取意味着公司已开始着力推进在环北京区域的纵深发展，未来布点将逐步扩大。公司此前在廊坊的布局仅限于市区（广阳区、安次区）、开发区及香河县，此次进入霸州市（廊坊代管县级市），是布局上的一次新突破。在聚焦环北京区域的战略下，我们认为廊坊市下辖的永清、固安、文安、大成、大厂、三河，以及保定市下辖的涿州等，都可能在公司未来布局的考虑范围内。在京津冀一体化的过程中，上述城市作为北京的“卫星城”，凭借地缘优势有望显著受益于北京的产业和人口转移。

我们认为，上述合作框架协议签订、项目获取只是一个开端，公司有能力和动力持续在环北京区域快速拓展，而且协议项目有望陆续分批转化为实际获取项目。公司的优势在于：(1) 作为总部位于廊坊的全国性龙头开发商，公司与本地开发商相比，开发能力、资金实力和品牌影响力更强；与全国性开发商相比，公司更熟悉当地市场，政府及社会关系更强。(2) 高效执行力带来先发优势，公司快速反应，通过签订合作框架协议“锁定”大体量优质资源，竞争对手很难再夺取。京津冀一体化的推进及公司在环北京区域资源优势的扩大，将持续提升公司发展空间，股价尚未充分反映这一变化趋势。

二、加力南京江北新区，做大做强“双中心”

南京建设重心将转向江北新区，拟升格为国家级新区，区域发展将提速。今年 7 月初，南京市发布《南京市区域城市化规划（2014 年~2020 年）》，并配套出台《关于科学有序推进区域城市化近期重点工程的意见（2014 年~2017 年）》，江北新区成为头号重点工程，未来 3 年南京建设中心将跨过长江，着力打造江北新区。江北新区范围

包括浦口区、六合区和八卦洲，面积约 2450 平方公里，占南京总面积的 40%。南京市市长缪瑞林近日表示，江北新区升格为国家级新区的计划已上报国务院待批。

南京江北是公司的传统优势区域，持续发展优势突出。南京与廊坊同为公司最早进入的两个城市，目前公司在南京拥有权益储备面积 257 万平，占比近 13%，全部位于江北的六合区。2013 年公司在南京六合区销售 39 亿元，市占率第一。公司董事长耿建明先生是南京六合人，加上公司多年深耕建立的市场熟悉度、品牌影响力和政府及社会关系优势，未来持续深耕六合并向整个江北新区发展的前景看好。

一二级联动，“锁定”南京江北大体量优质资源。今年 2 月，公司与南京六合经济开发区管委会签订了土地综合整理投资合作协议，总用地面积 2200 亩，整理后用于出让的商品房用地约 1300 亩。公司不仅可以从一级开发投资中获取较为可观的收益，而且有望通过一二级联动以较低的成本获取二级开发用地。

表 4 南京六合经济开发区土地综合整理投资合作协议

合作方	合作内容	合作方式
甲方：南京六合经济开发区管理委员会； 乙方：荣盛发展	合作实施拆迁安置、整理、安置房和周边配套基础设施建设，项目区域为六合经济开发区毛许、龙池湖南侧、雄州西路北侧地块，总用地面积 2200 亩，整理后用于出让的商品房用地约 1300 亩	公司投资 20 亿元，甲方给予公司年利率 12% 的资金成本，甲方应于 2016 年底前偿清，否则按逾期金额每月 1.5% 收取违约金； 甲方在 2016 年底前一次性支付乙方投资款总额 25% 的收益回报

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

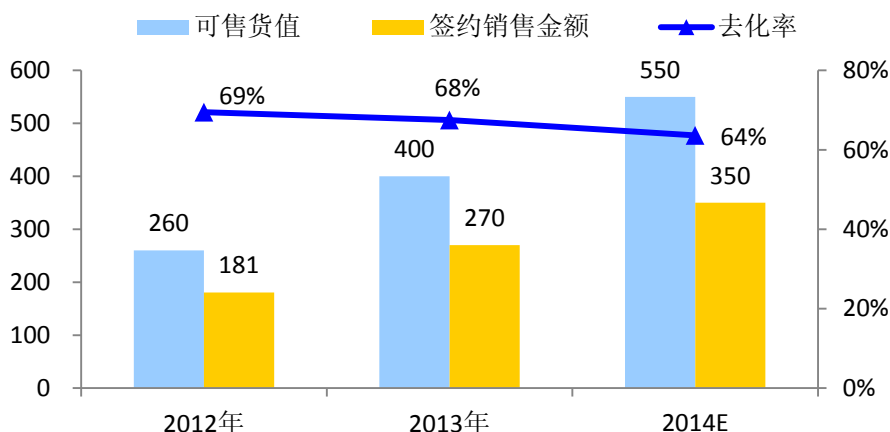
我们认为，公司将持续加大在南京江北新区的拓展力度，南京与廊坊“双中心”做大做强，将有助于公司在行业长期需求趋于平稳的背景下，通过把握区域性的机会，实现持续较快发展。

三、销售完成率偏低，下半年有望改善

受楼市低迷影响，公司上半年目标完成率偏低。根据中指院公布的 2014 年上半年房企销售业绩排行榜，公司上半年签约销售金额 104 亿元，与去年同期持平，仅完成全年销售目标的三成。

下半年公司将加大推盘及促销力度，加上政策环境的放松，下半年销售有望改善。公司今年全年可售货值约 550 亿元，其中年初存量 130 亿元，新推 420 亿元，销售目标为 350 亿元（+30%），对应 64% 的去化水平（去年的去化水平为 68%），上半年推盘、去化不达预期，增加了全年目标实现的难度。但公司一贯“目标至上”，管理执行力强，而且坚持“快周转”，以刚需及自住型产品为主，在中央政府再度全面放松绝大部分城市限购，并窗口指导个贷政策放松的背景下，公司有望通过加大推盘及促销力度，把握住一波刚需和自住性需求释放的机会，加快销售和资金回笼，力争完成全年销售目标。

图 6 公司可售、销售及去化情况

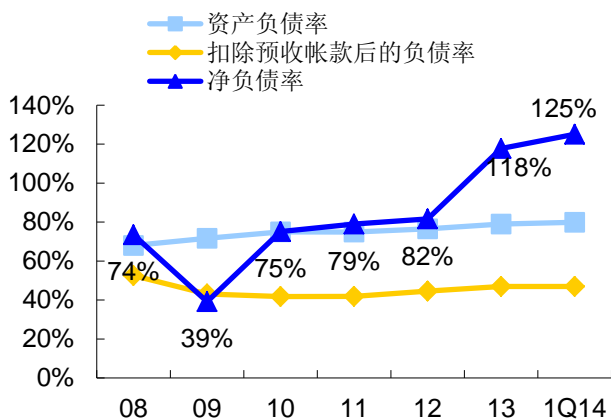


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

四、杠杆偏高，财务风险仍可控

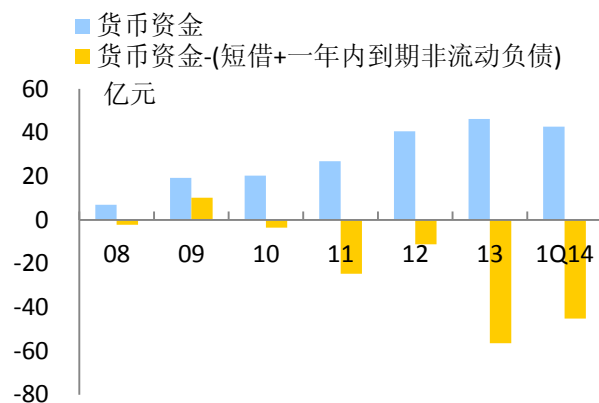
公司杠杆偏高，财务风险需要关注。2013 年以来，公司持续加杠杆，长、短期偿债压力都出现显著上升。从长期偿债指标来看，净负债率由 2012 年底的 82%，大幅上升至 2013 年底的 118%，2014 年 1 季末更是达到 125%。从短期偿债指标来看，现金-短债缺口 2012 年底为 11 亿元，2013 年底大幅升至 56 亿元，2014 年 1 季末略降至 45 亿元，仍处较高水平。

图 7 公司资产负债情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 8 公司货币资金与短期负债情况

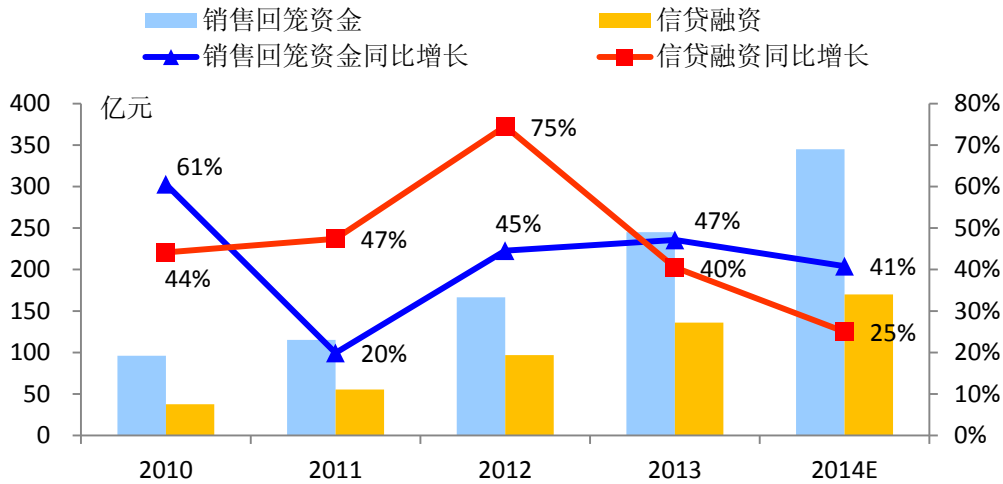


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

我们认为，考虑到公司较强的融资能力，财务风险仍在可控范围内，后续销售回笼资金能否改善是关键。(1) 公司今年以来信贷融资进展较顺利，资金成本没有明显提高。公司今年计划新增信贷融资 170 亿元，同比增长 25%。截至 7 月末，仅已公告的股东委托借款、为子公司担保融资两项金额就达到了 73.2 亿元，平均资金成本 8.9%，与去年基本持平，未见明显上升。虽然金融机构今年整体收紧了对开发商的融资额度，但却重点支持大型开发商，公司 2013 年销售金额位居行业第 23 名，属于金融机构重点支

持的范围；另外，公司大股东、二股东一直以委托借款的方式给予公司全力支持。**(2) 上半年销售低于预期，后续销售能否改善是关键，需要密切关注。**公司计划全年销售回笼资金 345 亿元，同比增长 41%。上半年仅完成签约销售约 104 亿元，同比持平。我们认为，在销售目标及资金压力下，下半年公司将加大推盘及促销力度，加上政策环境的放松，销售有望改善。即使销售略低于预期，公司也能够通过减少投资和增加债务融资来实现资金平衡。

图 9 公司主要资金来源情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 5 公司今年以来通过金融机构向关联方（股东）委托借款情况统计

关联方（股东）	借入金额上限（亿元）	期限	利率上限	说明	公告日期
荣盛建设	3.2	6 个月	9.4%	农行香河县支行	2014/3/18
荣盛建设	4.0	18 个月	8.5%	农行香河县支行	2014/4/18
荣盛控股	17.0	2 年	8.0%	交行廊坊分行	2014/4/28
荣盛控股	7.0	1 年	8.5%	交行廊坊分行	2014/7/12
荣盛建设	9.0	1 年	8.5%	农行香河县支行	2014/7/12
合计	40.2		8.4%		

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

注：荣盛控股、荣盛建设分别为公司的大股东、二股东，持股比例分别为 38.59%、15.84%

表 6 公司为子公司提供担保融资情况

子公司	融资金额上限（亿元）	期限	利率上限	融资金融机构	公告日期
蚌埠荣盛丰业	3.0	18 个月	11.0%	中建投信托	2014/5/27
南京华欧舜都置业	10.0	2 年	11.5%	上海财通资理	2014/7/12
荣盛实业	20.0	1 年	8.3%	平安信托	2014/7/12
合计	33.0		9.5%		

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

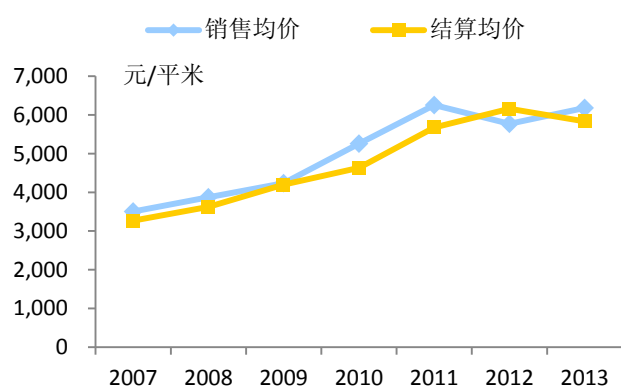
五、投资建议：推荐

1. 盈利预测及估值

根据公司项目开发进度情况，我们预计 2014-2016 年结算收入分别为 227/316/411 亿元，同比增长 19%、39%、30%，2013 年底账面预收款 190 亿元+2014 年上半年签约销售 104 亿元，已经锁定 2014 年全年业绩及 2015 年的 21%。

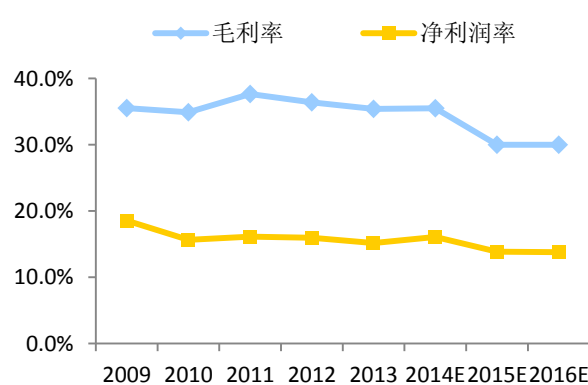
公司今年上半年销售目标完成率较低，在销售目标及资金压力下，我们认为公司下半年很可能通过以价换量来加快销售。参考上一轮行业去库存期的降价力度——2012 年公司销售均价较 2011 年下降 8%，我们保守预计此次降价的平均幅度为 10%，即公司各项目较当前售价或预期售价下降 10%，此后保持稳定，在此假设下，我们测算公司 2014-2016 年平均结算毛利率分别为 35.5%、30.0%、30.0%，由于结算相对于销售的滞后性，预计降价对结算利润率的影响将从明年开始体现。

图 10 公司销售均价及结算均价情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 11 公司利润率情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

基于以上判断，我们预计公司 2014-2016 年归属母公司净利润分别为 37/44/57 亿元，同比增速分别为 26%/20%/29%，EPS 分别为 1.93/2.32/3.00 元，PE5.7/4.7/3.7 倍。我们认为，受行业增长趋于平缓、利润率下滑，以及公司规模基数增大、财务杠杆过高难以持续的影响，公司业绩增长将较过去放缓，但公司通过聚焦优势区域及坚持高周转，仍然能够在未来 3-5 年内保持 20%-30%的业绩增速。

在公司项目售价下降 10%的假设下，我们测算公司每股 RNAV 为 11.99 元（每股净资产 5.79 元+开发项目每股 RNAV6.20 元），目前股价 RNAV9.1 折交易。

表 7 公司每股 RNAV 对项目售价变动的敏感性分析

项目售价变动	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
每股 RNAV (元)	6.38	9.22	11.99	14.16	16.39	18.32	19.94

资料来源：中国中投证券研究总部

2. 投资建议

公司在廊坊及河北拥有大量土地储备，今年以来战略聚焦环北京区域，通过签订合作框架协议等方式“抢占”大体量优质资源，其受益于京津冀一体化的程度不断加深，股价尚未充分反映这一变化趋势。此外，公司还加大在南京江北新区的拓展力度，南京与廊坊“双中心”做大做强，将有助于公司在行业长期需求趋于平稳的背景下，通过把握区域性的机会，实现持续较快发展。短期来看，推盘促销力度加大及政策环境放松，有望在下半年推动公司销售改善。

我们认为，公司长期发展空间持续提升，且短期销售有望改善，估值有望持续纠偏，6-12个月目标价14元，对应2014年7.3倍PE，维持“推荐”评级。

可能的催化剂：(1) 京津冀一体化规划正式出台，以及实质性利好项目落地；(2) 公司在环北京区域签订新的合作框架协议，以及协议项目转化为实际获取项目；(3) 销售改善程度超预期。

3. 风险提示

- ✓ 京津冀一体化规划出台时间晚于预期，或内容低于预期；
- ✓ 对于合作框架协议涉及的地块，实际获取仍需履行招拍挂程序，结果存在一定的不确定性；
- ✓ 市场、政策环境差于预期，或公司推盘、营销不力，可能导致公司销售低于预期；
- ✓ 公司杠杆偏高，存在一定的财务风险，后续需要密切关注销售回笼资金状况能否改善。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	57368	74688	96556	121474
现金	4623	5680	7912	10281
应收账款	115	115	115	115
其它应收款	5018	5018	5018	5018
预付账款	6340	6340	6340	6340
存货	39424	55687	75322	97871
其他	1849	1849	1849	1849
非流动资产	2037	1827	1714	1595
长期投资	95	0	0	0
固定资产	976	965	927	874
无形资产	167	167	167	167
其他	800	694	620	553
资产总计	59405	76515	98270	123068
流动负债	37600	49403	65205	82853
短期借款	4557	3699	5250	8920
应付账款	5036	5036	5036	5036
其他	28007	40668	54920	68897
非流动负债	9321	11321	13321	15321
长期借款	9062	11062	13062	15062
其他	260	260	260	260
负债合计	46921	60724	78527	98175
少数股东权益	1525	1555	1597	1651
股本	1892	1892	1892	1892
资本公积	1460	1460	1460	1460
留存收益	7607	10884	14795	19891
归属母公司股东权益	10959	14236	18146	23242
负债和股东权益	59405	76515	98270	123068

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-4736	355	-647	-2451
净利润	3120	3685	4428	5721
折旧摊销	119	95	97	98
财务费用	66	123	158	247
投资损失	-16	0	0	0
营运资金变动	-8077	-3549	-5329	-8517
其它	52	0	0	-0
投资活动现金流	-611	62	-38	-33
资本支出	151	0	0	0
长期投资	-59	-95	6	0
其他	-519	-33	-33	-33
筹资活动现金流	5965	641	2917	4852
短期借款	1882	-858	1551	3670
长期借款	2431	2000	2000	2000
普通股增加	20	0	0	0
资本公积增加	143	0	0	0
其他	1489	-501	-633	-818
现金净增加额	613	1057	2232	2369

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	19171	22720	31648	41122
营业成本	12380	14654	22154	28786
营业税金及附加	1559	1847	1931	2508
营业费用	422	500	633	822
管理费用	631	748	949	1234
财务费用	66	123	158	247
资产减值损失	50	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	0	0	0
营业利润	4079	4847	5824	7525
营业外收入	47	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	4104	4847	5824	7525
所得税	984	1162	1396	1804
净利润	3120	3685	4428	5721
少数股东损益	214	30	42	54
归属母公司净利润	2906	3655	4386	5667
EBITDA	4264	5065	6079	7870
EPS (元)	1.54	1.93	2.32	3.00

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	42.9%	18.5%	39.3%	29.9%
营业利润	47.4%	18.8%	20.1%	29.2%
归属于母公司净利润	35.8%	25.8%	20.0%	29.2%
获利能力				
毛利率	35.4%	35.5%	30.0%	30.0%
净利率	15.2%	16.1%	13.9%	13.8%
ROE	26.5%	25.7%	24.2%	24.4%
ROIC	11.7%	12.5%	12.8%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	79.0%	79.4%	79.9%	79.8%
净负债比率	41.19%	33.71%	30.59%	30.24%
流动比率	1.53	1.51	1.48	1.47
速动比率	0.48	0.38	0.33	0.28
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.33	0.36	0.37
应收账款周转率	156	182	253	329
应付账款周转率	2.96	2.91	4.40	5.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.54	1.93	2.32	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.50	0.19	-0.34	-1.30
每股净资产(最新摊薄)	5.79	7.53	9.59	12.29
估值比率				
P/E	7.11	5.65	4.71	3.65
P/B	1.88	1.45	1.14	0.89
EV/EBITDA	9	7	6	5

相关报告

报告日期	报告标题
2014-03-19	《荣盛发展-布局升级，京津冀一体化带来新机遇》
2013-10-23	《荣盛发展-成长性突出，杠杆高，关注再融资进展》
2013-08-14	《荣盛发展-业绩大幅增长，拓展积极，成长性突出》
2013-06-03	《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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434