



**买入**

**27%↑**

目标价格: 人民币 13.57

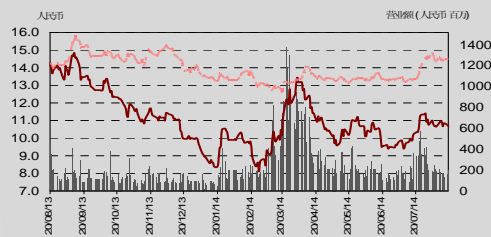
002146.CH

股价: 人民币 10.68

目标价格基础: 14年净资产折让 30%

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.8	4.7	4.3	(31.7)
相对新华富时 A50 指数	4.4	(3.8)	(6.1)	(32.7)

发行股数(百万)	1,891
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	17,793
3个月日均交易额(人民币 百万)	218
14年末净负债率(%)	104
14年末每股重估净资产值(人民币)	19.37
主要股东(%)	
荣盛控股股份有限公司	38.62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2014 年 8 月 19 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

# 荣盛发展

## 战略聚焦大廊坊、大南京

荣盛发展上半年营收和净利分别获得 33% 和 23% 的增长, 业绩稳定增长; 上半年受楼市低迷影响, 公司销售完成率较低, 预计下半年市场环境转好以及公司积极定价和加大推盘, 将推动公司下半年销售有所改善; 此外, 上半年公司拿地方面更加聚焦大廊坊和大南京区域, 并获得多个大项目, 目前公司河北和南京江北的土地储备分别达 500 万平米和 250 万平米, 将是京津冀和南京江北新城规划重要受益标的。我们维持公司 2014-15 年每股收益预测分别为 2.01 元和 2.64 元, 维持目标价 13.57 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **净利润同比增长 23%, 前 3 季度预增 0-30%。**上半年, 营业收入 102 亿元, 净利润 14 亿元, 分别同比增长 33% 和 23%; 每股收益 0.73 元, 符合预期; 毛利率和净利率分别为 32.8% 和 13.6%, 分别下降 2.7 和 1.1 个百分点, 预计随着 12-13 年销售项目进入结算, 下半年毛利率将略有回升; 加权净资产收益率 11.9%, 处于行业高位。此外, 前 3 季度业绩预增 0-30%, 合每股收益 0.93-1.21 元, 公司业绩稳定增长。
- **上半年销售 105 亿元, 下半年环境转好推动销售改善。**上半年, 销售 105 亿元, 同比增长 1%, 主要源于 2 季度市场较差, 完成我们年初 350 亿元预测的 30%; 上半年估算推盘 150 亿元, 可售货值 270 亿元, 实现去化率 39%; 展望下半年, 随着地方限购和限贷逐步放松, 以及辅以公司推盘增加和一定的促销活动, 预计下半年销售将有所回暖。报告期末, 已销未结金额 230 亿元, 分别锁定 14-15 年预测地产收入的 100% 和 29%。
- **战略聚焦大廊坊、大南京, 京津冀和江北新城重要受益标的。**上半年, 新开工和拿地放缓, 新开工 234 万平米、拿地 74 万平米, 分别同比下降 20% 和 50%, 但拿地更加聚焦大廊坊和大南京两大核心, 其中, 大廊坊新增 3 个项目 (霸州 12 万方、安次 3,000 亩和香河 5,000 亩), 而大南京新增了六合 2,200 亩的一级开发项目。报告期末, 公司土地储备 2,035 万平米, 其中河北约 500 万平米, 南京江北约 250 万平米, 分别占比 25% 和 12%, 公司将是京津冀和南京江北新城规划重要受益标的。
- **负债率较高, 融资进展顺利。**报告期末, 资产负债率为 80.2%, 较年初提高了 1.2 个百分点; 净负债率为 137.3%, 较年初提高了 19.6 个百分点, 高于行业平均水平; 上半年新增信贷融资额 108 亿元, 完成年初融资计划 170 亿元的 64%, 今年以来融资进展顺利。

### 评级面临的主要风险

- 房地产市场调控影响股票市场表现; 跨区域经营风险。

### 估值

- 我们维持公司 2014-15 年每股收益分别为 2.01 元和 2.64 元, 维持目标价为 13.57 元, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	13,415	19,171	24,233	31,804	41,424
变动(%)		43	26	31	30
净利润(人民币 百万)	2,140	2,906	3,811	5,004	6,518
全面摊薄每股收益(人民币)	1.130	1.535	2.012	2.643	3.442
变动(%)		35.8	31.7	31.3	30.2
市盈率(倍)	9.5	7.0	5.3	4.0	3.1
每股现金流量(人民币)	(0.64)	(2.50)	1.06	0.52	(0.63)
价格/每股现金流量(倍)	(16.8)	(4.3)	10.1	20.7	(16.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.6	12.6	11.6	11.3	11.1
每股股息(人民币)	0.15	0.20	0.26	0.34	0.45
股息率(%)	1.40	1.87	2.45	3.22	4.19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 荣盛发展 2014 年上半年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013 年上半年	2014 年上半年	同比变动(%)
营业收入	7,624	10,171	33.4
营业成本	(4,917)	(6,837)	39.0
营业税	(591)	(783)	32.6
毛利润	2,116	2,551	20.5
其他收入	2	(9)	(519.5)
销售费用	(177)	(266)	50.3
管理费用	(315)	(379)	20.5
营业利润	1,626	1,896	16.5
投资收益	1	2	250.0
财务费用	(26)	(47)	83.1
营业外收支	5	14	186.7
税前利润	1,607	1,865	16.1
所得税	(422)	(439)	3.9
少数股东权益	(65)	(45)	(30.3)
归属上市公司股东净利润	1,119	1,381	23.4
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	27.8	25.1	(2.7)
经营利润率	21.3	18.6	(2.7)
净利率	14.7	13.6	(1.1)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 荣盛发展 2014 年上半年分业务业绩情况**

	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年同 期增减(%)	毛利率比上年同 期增减(百分点)
房地产业	99.1	32.7	33.7	(2.7)
物业服务	0.7	(9.7)	27.9	4.6
酒店经营	0.9	78.7	12.2	(1.8)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 3. 荣盛发展 2008-2014 年上半年结算情况**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014H1
结算面积(万平方米)	55.0	77.2	139.1	163.8	212.5	319.3	166.6
同比变化(%)		40.2	80.2	17.8	29.7	50.2	26.8
结算金额(亿元)	19.9	32.4	64.5	93.0	130.9	185.9	99.1
同比变化(%)		62.5	99.0	44.2	40.8	42.0	33.7
结算均价(元/平方米)	3,623	4,199	4,636	5,677	6,161	5,823	5,949
同比变化(%)		15.9	10.4	22.5	8.5	(5.5)	5.5

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 4. 荣盛发展 2013 年、2014 年上半年开发销售及 2014 年计划**

	2013 年	计划完成率(%)	同比(%)	2014 年计划	同比(%)	2014 年上半年	同比(%)	计划完成率(%)
新开工面积(万平方米)	613.0	114.6	128.8	596.8	(2.6)	234.0	(30.2)	39.2
竣工面积(万平方米)	345.5	103.1	(1.0)	462.4	33.8	154.8	12.2	33.5
拿地面积(万平方米)	574.6	88.4	14.5	745.0	29.6	74.3	(49.7)	10.0
销售面积(万平方米)	437.0	-	39.6			150.9	(15.3)	
销售金额(亿元)	270.0	110.2	49.5	350.0*	40.7	104.7	0.8	29.9
销售均价(元/平方米)	6,178	-	7.1			6,938.6	19.1	
销售回款(亿元)	245.0	104.3	47.1	345.0	40.8	113.1	18.4	32.8
新增信贷融资额(亿元)	136.2	152.5	40.7	170.0	24.8	108.2	43.1	63.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

注: \*中银国际预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	13,415	19,171	24,233	31,804	41,424
销售成本	(9,733)	(13,939)	(17,463)	(23,031)	(29,894)
经营费用	(638)	(884)	(1,324)	(1,741)	(2,271)
息税折旧前利润	3,044	4,347	5,445	7,031	9,260
折旧及摊销	(151)	(169)	(8)	(8)	(8)
经营利润(息税前利润)	2,894	4,179	5,437	7,023	9,252
净利息收入/(费用)	(82)	(66)	(129)	(174)	(296)
其他收益/(损失)	(22)	(9)	0	0	0
税前利润	2,789	4,104	5,308	6,849	8,956
所得税	(624)	(984)	(1,327)	(1,712)	(2,239)
少数股东权益	(26)	(214)	(170)	(132)	(199)
净利润	2,140	2,906	3,811	5,004	6,518
核心净利润	2,140	2,906	3,811	5,004	6,518
每股收益(人民币)	1.130	1.535	2.012	2.643	3.442
核心每股收益(人民币)	1.130	1.535	2.012	2.643	3.442
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.262	0.344	0.447
收入增长(%)	NA	43	26	31	30
息税前利润增长(%)	NA	44	30	29	32
息税折旧前利润增长(%)	NA	43	25	29	32
每股收益增长(%)	NA	36	31	31	30
核心每股收益增长(%)	NA	36	31	31	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,789	4,104	5,308	6,849	8,956
折旧与摊销	151	169	8	8	8
净利息费用	82	66	129	174	296
运营资本变动	(3,549)	(8,077)	(3,697)	(6,033)	(10,573)
税金	(624)	(984)	(1,327)	(1,712)	(2,239)
其他经营现金流	(52)	(14)	1,578	1,693	2,355
经营活动产生的现金流	(1,203)	(4,736)	2,000	979	(1,197)
购买固定资产净值	(212)	(210)	12	16	21
投资减少/增加	1	16	0	0	0
其他投资现金流	(37)	(417)	452	(972)	(1,457)
投资活动产生的现金流	(248)	(611)	465	(956)	(1,437)
净增权益	371	312	0	0	0
净增债务	3,739	7,516	(2,198)	3,115	6,862
支付股息	(1,260)	(1,863)	(495)	(651)	(847)
其他融资现金流	(18)	87	452	(972)	(1,457)
融资活动产生的现金流	2,831	6,053	(2,240)	1,492	4,557
现金变动	1,380	706	224	1,514	1,924
期初现金	NA	4,057	4,623	4,847	6,361
公司自由现金流	(1,451)	(5,347)	2,464	22	(2,633)
权益自由现金流	2,288	2,169	267	3,137	4,229

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	4,057	4,623	4,847	6,361	8,285
应收帐款	3,093	5,135	4,847	6,361	8,285
库存	26,428	39,424	46,042	59,473	77,464
其他流动资产	5,317	8,186	11,236	12,202	15,240
流动资产总计	38,895	57,368	66,971	84,397	109,273
固定资产	996	1,078	93	93	93
无形资产	220	224	219	211	203
其他长期资产	371	735	845	937	1,150
长期资产总计	1,587	2,037	1,157	1,241	1,445
总资产	40,483	59,405	68,128	85,638	110,718
应付帐款	4,763	6,785	7,220	9,572	12,427
短期债务	5,171	10,264	8,066	11,181	18,043
其他流动负债	14,090	20,551	26,171	34,348	44,738
流动负债总计	24,024	37,600	41,457	55,101	75,208
长期借款	6,631	9,062	11,889	11,889	11,889
其他长期负债	339	260	205	265	265
股本	1,872	1,892	1,894	1,894	1,894
储备	6,300	9,067	11,009	14,700	19,500
股东权益	8,172	10,959	12,902	16,593	21,393
少数股东权益	1,317	1,525	1,673	1,788	1,962
总负债及权益	40,483	59,405	68,128	85,638	110,718
每股帐面价值(人民币)	4.37	5.79	6.81	8.76	11.30
每股有形资产(人民币)	4.20	5.67	6.70	8.65	11.19
每股净负债/(现金)(人民币)	4.09	7.76	7.98	8.82	11.43

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	22.7	22.7	22.5	22.1	22.4
息税前利润率(%)	21.6	21.8	22.4	22.1	22.3
税前利润率(%)	20.8	21.4	21.9	21.5	21.6
净利率(%)	16.0	15.2	15.7	15.7	15.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
利息覆盖率(倍)	31.9	62.9	38.6	36.9	29.2
净权益负债率(%)	81.6	117.8	103.7	90.9	92.7
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.5	7.0	5.3	4.0	3.1
核心业务市盈率(倍)	9.5	7.0	5.3	4.0	3.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.0	8.8	6.7	5.1	3.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	1.8	1.6	1.2	0.9
价格/现金流(倍)	(16.8)	(4.3)	10.1	20.7	(16.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.6	12.6	11.6	11.3	11.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	991.0	862.2	893.2	836.1	836.0
应收帐款周转天数	84.2	78.3	75.2	64.3	64.5
应付帐款周转天数	129.6	109.9	105.5	96.4	96.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	13.1	13.0	13.0	13.0	13.0
净资产收益率(%)	26.2	26.5	29.5	30.2	30.5
资产收益率(%)	5.5	6.4	6.4	6.9	7.1
已运用资本收益率(%)	13.7	15.7	16.4	18.5	19.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371