



**买入**

**32%↑**

目标价格: 人民币 13.57

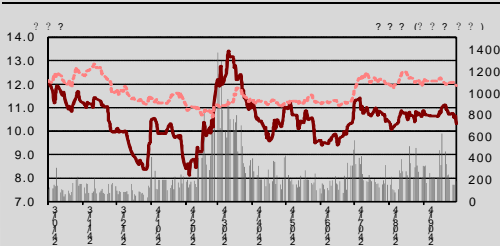
002146.CH

股价: 人民币 10.31

目标价格基础: 14年净资产折让 30%

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.1	(4.8)	(2.3)	(15.7)
相对新华富时 A50 指数	2.8	(4.3)	(6.5)	(13.1)

发行股数(百万)	1,891
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	17,176
3个月日均交易额(人民币 百万)	256
14年末净负债率(%)	106
14年末每股重估净资产值(人民币)	19.31
主要股东(%)	
荣盛控股股份有限公司	38.50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年10月23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

## 业绩平稳增长, 销售略有下滑

荣盛发展前3季度营收和净利分别为23%和17%,受结算季度分布不均和结算毛利率下滑的影响,业绩增速略有下滑,全年业绩预增0-30%;3季度市场成交仍然低迷,致使公司3季度销售同比、环比均有所下降,致使前3季度销售额同比下降11%,但随着930按揭新政以及预期其他托底政策陆续的推出,市场将逐步回暖,预计公司4季度销售将出现同比、环比的正增长,但考虑前3季度较低基数,我们将全年销售预测由350亿元下调至300亿元,同比增长11%;同时考虑到毛利率下降因素,我们将公司2014-15年每股收益预测分别由2.01、2.64和3.44元下调至1.94、2.52和3.34元,维持目标价13.57元,相当于7.0倍2014年市盈率和30%的2014年净资产折让,维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **净利润同比增长17%,全年业绩预增0-30%。**前3季度,营业收入150亿元,净利润21亿元,分别同比增长23%和17%;每股收益1.09元,位于前期预告0.93-1.12元的中等水平;毛利率和净利率分别为32.8%和13.7%,均与上半年持平,分别下降3.0和0.6个百分点,预计4季度毛利率将小幅回升,但同比仍有所下降;加权净资产收益率17%,处于行业高位。此外,全年业绩预增0-30%,合每股收益1.53-1.99元,略低于我们14年每股收益2.01元的预测,因而我们略微下降今年结算毛利率,分别向下微调14-16年每股收益预测至1.94、2.52和3.34元。
- **上半年销售158亿元,全年销售预测下调至300亿元。**根据中房信的数据,前3季度,销售158亿元,同比下降11%,销售同比由正转负显示3季度市场成交较差,完成我们年初350亿元预测的45%;展望4季度,930按揭新政的推出将推动按揭成本的下移以及改善需求的释放,同时考虑政府的托底意愿强烈,不排除后续推出其他放松政策,预计公司4季度单季度销售也将有所好转,但全年完成年初350亿元目标较有难度,我们下调全年销售预测至300亿元,同比增长11%。报告期末,预收账款210亿元,分别锁定14-15年预测地产收入的100%和46%。
- **拟发行中票缓解偿债压力,三费较低彰显精细化管理。**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147.1%,较年初提高了29.3个百分点,高于行业平均水平;公司手持货币资金约51亿元,而短债合计133亿元,短期偿债压力较大;9月公司公告拟注册和发行不超过人民币49亿元中期票据,这将缓解公司短期偿债压力,同时降低公司总体融资成本。此外,三项费用率较去年同期下降0.2个百分点至6.3%,长期处于行业领先水平,显出了其管理精细程度。

### 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

- 考虑到毛利率下降因素,我们将公司2014-15年每股收益预测分别由2.01、2.64和3.44元下调至1.94、2.52和3.34元,维持目标价13.57元,相当于7.0倍2014年市盈率和30%的2014年净资产折让,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	3,674	4,777	6,318
全面摊薄每股收益(人民币)	1.130	1.535	1.940	2.522	3.336
变动(%)		35.8	26.4	30.0	32.3
先前预测每股收益(人民币)			2.012	2.643	3.442
调整幅度(%)			(3.6)	(4.6)	(3.7)
市盈率(倍)	9.1	6.7	5.3	4.1	3.1
每股现金流量(人民币)	(0.64)	(2.50)	0.95	0.37	(0.77)
价格/每股现金流量(倍)	(16.2)	(4.1)	10.9	28.2	(13.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.4	12.6	12.0	11.8	11.4
每股股息(人民币)	0.15	0.20	0.25	0.33	0.43
股息率(%)	1.45	1.94	2.45	3.18	4.21

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 年前 3 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013 年前 3 季度	2014 年前 3 季度	同比变动(%)
营业收入	12,244	15,054	23.0
营业成本	(7,863)	(10,119)	28.7
营业税	(1,019)	(1,156)	13.5
毛利润	3,362	3,779	12.4
其他收入	(10)	(17)	61.7
销售费用	(289)	(340)	17.9
管理费用	(461)	(526)	14.0
营业利润	2,601	2,895	11.3
投资收益	35	3	(92.6)
财务费用	(49)	(84)	69.2
营业外收支	(10)	7	(168.4)
税前利润	2,577	2,821	9.5
所得税	(627)	(629)	0.3
少数股东权益	(197)	(133)	(32.1)
归属上市公司股东净利润	1,753	2,059	17.4
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	27.5	25.1	(2.4)
经营利润率	21.2	19.2	(2.0)
净利率	14.3	13.7	(0.6)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 荣盛发展 2014 年分季度销售情况**

累计销售金额(亿元)	2013 年	2014 年	同比增长(%)
前 1 季度	42.0	45.7	8.8
前 2 季度	108.0	104.6	(3.1)
前 3 季度	176.8	158.1	(10.6)
单季度销售金额(亿元)	2013 年	2014 年	同比增长(%)
1 季度	42.0	45.7	8.8
2 季度	66.0	58.9	(10.8)
3 季度	68.8	53.5	(22.2)

资料来源: 中房信数据, 中银国际研究

**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)	(17,645)	(23,333)	(30,155)
经营费用	(638)	(884)	(1,324)	(1,741)	(2,271)
息税折旧前利润	3,044	4,347	5,264	6,730	8,998
折旧及摊销	(151)	(169)	(8)	(8)	(8)
经营利润(息税前利润)	2,894	4,179	5,255	6,721	8,991
净利息收入/(费用)	(82)	(66)	(129)	(176)	(300)
其他收益/(损失)	(22)	(9)	0	0	0
税前利润	2,789	4,104	5,126	6,545	8,690
所得税	(624)	(984)	(1,281)	(1,636)	(2,173)
少数股东权益	(26)	(214)	(170)	(132)	(199)
净利润	2,140	2,906	3,674	4,777	6,318
核心净利润	2,140	2,906	3,674	4,777	6,318
每股收益(人民币)	1.130	1.535	1.940	2.522	3.336
核心每股收益(人民币)	1.130	1.535	1.940	2.522	3.336
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.252	0.328	0.434
收入增长(%)	NA	43	26	31	30
息税前利润增长(%)	NA	44	26	28	34
息税折旧前利润增长(%)	NA	43	21	28	34
每股收益增长(%)	NA	36	26	30	32
核心每股收益增长(%)	NA	36	26	30	32

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	5,126	6,545	8,690
折旧与摊销	151	169	8	8	8
净利息费用	82	66	129	176	300
运营资本变动	(3,549)	(8,077)	(3,720)	(6,018)	(10,571)
税金	(624)	(984)	(1,281)	(1,636)	(2,173)
其他经营现金流	(52)	(14)	1,533	1,617	2,288
经营活动产生的现金流	(1,203)	(4,736)	1,795	692	(1,457)
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)	475	(924)	(1,406)
投资活动产生的现金流	(248)	(611)	487	(908)	(1,386)
净增权益	371	312	0	0	0
净增债务	3,739	7,516	(2,055)	3,275	6,995
支付股息	(1,260)	(1,863)	(478)	(621)	(821)
其他融资现金流	(18)	87	475	(924)	(1,406)
融资活动产生的现金流	2,831	6,053	(2,058)	1,730	4,767
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)	2,282	(216)	(2,843)
权益自由现金流	2,288	2,169	226	3,059	4,152

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	11,345	12,353	15,370
流动资产总计	38,895	57,368	67,080	84,548	109,404
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	68,236	85,789	110,849
应付帐款	4,763	6,785	7,305	9,714	12,550
短期债务	5,171	10,264	8,209	11,484	18,478
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	41,685	55,545	75,767
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	10,890	14,406	19,072
股东权益	8,172	10,959	12,784	16,300	20,966
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	68,236	85,789	110,849
每股帐面价值(人民币)	4.37	5.79	6.75	8.61	11.07
每股有形资产(人民币)	4.20	5.67	6.63	8.50	10.96
每股净负债/(现金)(人民币)	4.09	7.76	8.05	8.98	11.66

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	21.7	21.2	21.7
息税前利润率(%)	21.6	21.8	21.7	21.1	21.7
税前利润率(%)	20.8	21.4	21.2	20.6	21.0
净利率(%)	16.0	15.2	15.2	15.0	15.3
<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	37.2	35.0	28.0
净权益负债率(%)	81.6	117.8	105.5	94.0	96.3
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.1	6.7	5.3	4.1	3.1
核心业务市盈率(倍)	9.1	6.7	5.3	4.1	3.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.0	8.8	7.0	5.4	4.1
市净率(倍)	2.4	1.8	1.5	1.2	0.9
价格/现金流(倍)	(16.2)	(4.1)	10.9	28.2	(13.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.4	12.6	12.0	11.8	11.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	991.0	862.2	884.0	825.3	828.7
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	106.1	97.7	98.1
<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	28.7	29.3	30.1
资产收益率(%)	5.5	6.4	6.2	6.5	6.9
已运用资本收益率(%)	13.7	15.7	15.9	17.7	19.0

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