

增长明显 高送转提升估值

——荣盛发展（002146）财报点评

2015年03月22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
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn	010-66554021

事件:

公司发布2014年年报。公司2014年度实现营业收入231.19亿元，同比增长20.59%。实现净利润32.32亿元，同比增长11.2%，每股收益1.71元。拟向全体股东每10股派发现金红利2元（含税），送红股4.5股，以资本公积金向全体股东每10股转增5.5股。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入（百万元）	5252.32	4619.9	6926.76	3205.95	6964.94	4883.32	8064.75
增长率（%）	40.89%	61.95%	37.96%	35.17%	32.61%	5.70%	16.43%
毛利率（%）	35.07%	36.23%	34.79%	34.20%	32.12%	32.79%	34.27%
期间费用率（%）	5.04%	6.11%	4.62%	9.68%	5.49%	5.27%	5.10%
营业利润率（%）	22.71%	21.33%	21.54%	16.47%	18.99%	19.73%	20.79%
净利润（百万元）	878.07	765.90	1170.01	398.31	1028.05	765.98	1263.14
增长率（%）	44.63%	63.34%	34.82%	30.18%	17.08%	00.01%	07.96%
每股盈利（季度，元）	0.44	0.34	0.61	0.20	0.53	0.36	0.62
资产负债率（%）	77.91%	78.91%	78.99%	79.86%	80.17%	80.19%	79.58%
净资产收益率（%）	8.36%	6.79%	9.37%	3.09%	7.64%	5.44%	8.16%
总资产收益率（%）	1.85%	1.43%	1.97%	0.62%	1.52%	1.08%	1.67%

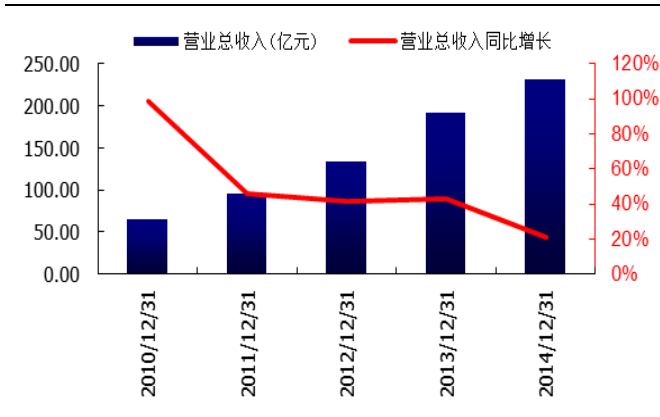
观点:

- 公司盈利增长明显，签约额保持增长。公司实现营业收入231.19亿元，同比增长20.59%，营业利润44.91亿元，同比增长10.10%，归属于母公司所有者净利润32.32亿元，同比增长11.20%。截至2014年12月31日，公司总资产757.92亿元，同比增长27.58%；归属于上市公司股东的所有者权益138.88亿元，同比增长26.73%，公司净资产收益率达到26.08%。公司签订商品房销售合同面积467万平方米，合同金额283亿元，同比分别增加6.86%和增加4.81%。结转项目面积356.29万平方米，同比增长11.59%；结算收入223.25亿元，同比增长20.07%。报告期公司销售的住宅产品中，以满足刚性需求的中小户型普通商品房占绝对地位，140平米以下户型套数占比94.35%。廊坊公司签约、回款额双超40亿元，树立了公司的新标杆。济南作为2014年新进入城市，实现当年拿地、当年开盘，单盘当年签约额9.7亿元，以4个月的销售期夺得济南市单盘销售额前五名。2014年公司签约额增速较全年行业增速快了11个百分点，

签约面积、签约额占全国市场份额从上年的0.335%、0.279%分别提高到0.387%、0.376%，行业地位进一步得到巩固。

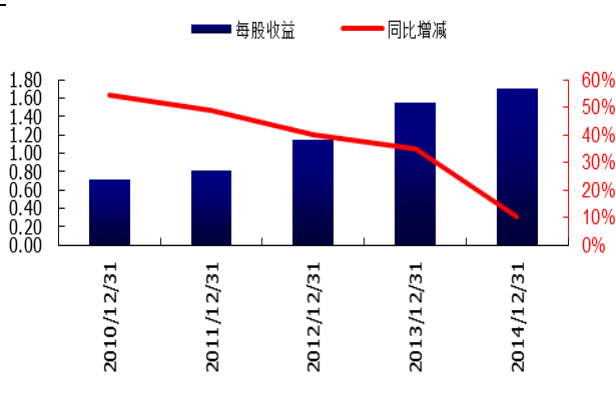
- **深耕京津冀，市场前景好。**公司在继续围绕京津冀、长三角两个战略区域，坚持二、三线市场定位、以刚需和首次改善为主的产品定位，做精做优高周转、低成本的传统优势的基础上，加大对京津冀区域市场的深耕。公司通过招拍挂方式，先后在廊坊区域的霸州市、香河县、廊坊市区等地购得土地1,539亩，通过签订合作协议等方式初步锁定廊坊新兴产业示范区、香河县、永清县的三个项目共计1.35万亩，为公司在京津冀协同发展过程中赢得更好发展奠定了坚实的基础。公司充分利用城中村改造、股权收购、一级整理、一二级联动等方式拓展新市场，先后在秦皇岛、黄山、长沙、廊坊、沧州、临沂、神农架、聊城、徐州、香河等地新取得权益土地建筑面积216.89万平米，新增项目平均楼面地价1,362元/平米。2014年公司新增土地储备权益建筑面积216.89万平方米。2014年公司实现开工面积446.23万平米、竣工面积395.16万平米。2015年公司计划新获取建筑面积约750万平米的新项目资源。
- **公司尝试转型，多元化发展有成效。**公司调整产业结构，延伸业务链，适时进军旅游地产。先后取得黄山太平湖、秦皇岛一杯澜、神农架龙降坪等项目，拓展旅游项目储备26.39万平米，有力推进了旅游地产的战略布局，为公司可持续发展奠定了基础。2014年，黄山、秦皇岛项目已经产生了2.47亿元的销售额。公司的商业经营取得积极成效。沧州荣盛国际购物广场10月25日成功试营业，开业当日客流量达到28万人次。南京时代广场热销3.03亿元，廊坊格林时代广场、石家庄荣盛城市广场、唐山未来城项目正在加快推进。另外设计公司、物业公司、实业公司、酒店公司、基金公司、商管公司在内的各项辅业也实现长足发展。设计公司顺利完成年度目标，实现产值1.85亿元，实现净利润9,200万元。物业公司在做好常规服务的基础上尝试为业主提供诸如荣盛馨家园、E路通社区综合服务平台等增值服务。基金公司完成了股份制改造并启动新三板挂牌，全年新增资产管理规模27.24亿元。酒店公司全年实现营业收入2亿元。商管公司逐步建立起荣盛特色的商管带，全年完成招商面积25.77万平米。
- **高送配提高估值。**公司拟向全体股东每10股派发现金红利2元（含税），送红股4.5股，以资本公积金向全体股东每10股转增5.5股。我们认为高送配将提高公司的估值。

图 1：营业收入情况



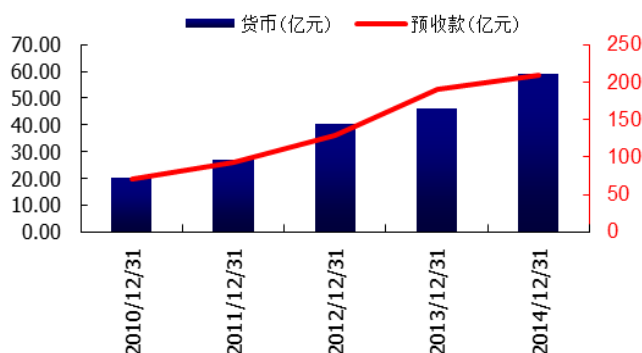
资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：每股收益情况



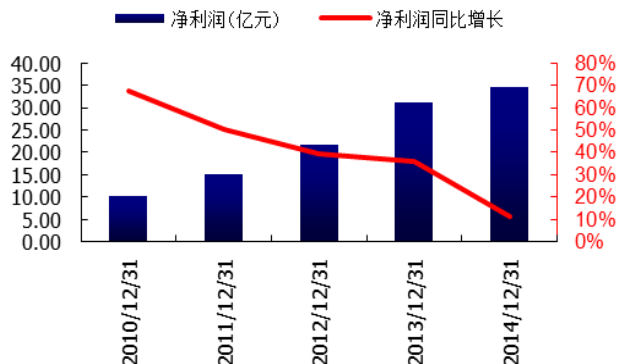
资料来源：公司公告，东兴证券

图 3: 货币和预收款情况



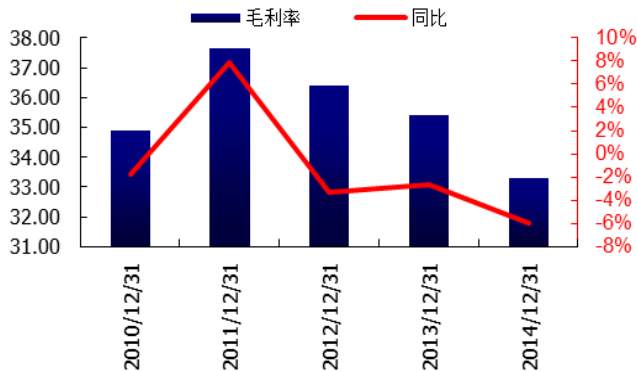
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 净利润情况



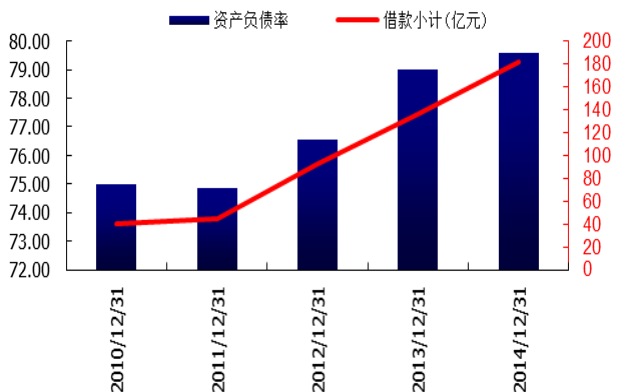
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



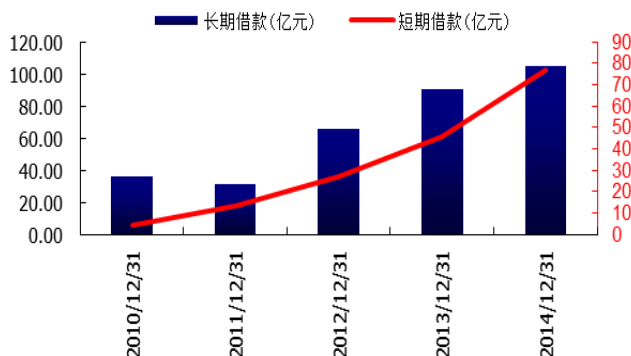
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



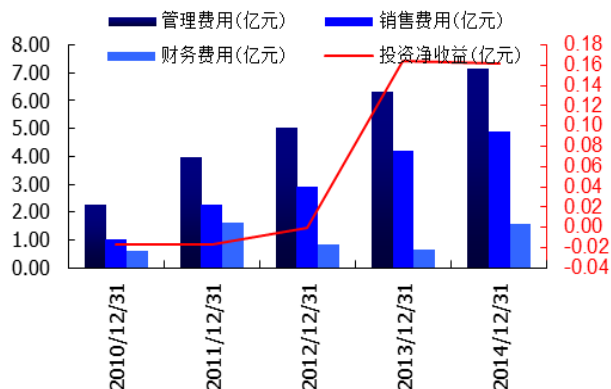
资料来源: 公司公告, 东兴证券

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：

- 公司受益于京津冀经济一体化的发展，并加大深耕这一地区。公司拟向全体股东每10股派发现金红利2元（含税），送红股4.5股，以资本公积金向全体股东每10股转增5.5股。我们认为高送配将提高公司的估值。我们预计公司2015-2017年的营业收入分别是276.16亿元、354.84亿元和463.16亿元，每股收益分别为2.02元、2.50元和3.34元，对应PE分别为8.85、7.17和5.36，维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
流动资产合计	57368	72507	86760	113703	149337	营业收入	19171	23119	27616	35484	46316
货币资金	4623	5887	7180	9226	12042	营业成本	12380	15420	18503	24129	31495
应收账款	115	266	227	292	381	营业税金及附加	1559	1781	2126	2661	3335
其他应收款	5018	8717	10413	13380	17464	营业费用	422	491	580	745	973
预付款项	6340	3561	5781	8676	12456	管理费用	631	715	851	1093	1427
存货	39424	52016	60831	79329	103544	财务费用	66	156	162	257	353
其他流动资产	1847	2058	2328	2800	3450	资产减值损失	49.94	81.45	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2037	3285	2951	2933	2857	公允价值变动收益	0.00	-0.36	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	95	18	18	18	18	投资净收益	16.41	16.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	975.52	1052.1	1302.7	1302.5	1243.4	营业利润	4079	4491	5394	6599	8734
无形资产	167	169	152	135	118	营业外收入	47.22	51.17	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	350	436	0	0	0	营业外支出	22.48	36.42	33.00	33.00	33.00
资产总计	59405	75792	89711	116636	152194	利润总额	4104	4505	5416	6621	8756
流动负债合计	37600	49583	58523	79652	108032	所得税	984	1050	1354	1655	2189
短期借款	4557	7677	20093	30686	45306	净利润	3120	3455	4062	4966	6567
应付账款	5036	8021	7908	10313	13461	少数股东损益	214	224	210	210	210
预收款项	19019	20965	27041	34847	45037	归属母公司净利润	2906	3232	3852	4756	6357
一年内到期的非流	5707	7632	0	0	0	EBITDA	4391	4916	5749	7073	9313
非流动负债合计	9321	10733	12189	13686	15186	BPS (元)	1.55	1.71	2.02	2.50	3.34
长期借款	9062	10549	12049	13549	15049	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	46921	60317	70712	93338	123218	成长能力					
少数股东权益	1525	1588	1798	2008	2218	营业收入增长	42.90%	20.59%	19.45%	28.49%	30.52%
实收资本(或股本)	1892	1905	1905	1905	1905	营业利润增长	47.44%	10.10%	20.13%	22.33%	32.36%
资本公积	1460	1547	1547	1547	1547	归属于母公司净利润	19.19%	23.45%	19.19%	23.45%	33.68%
未分配利润	6233	8838	10918	13486	16919	获利能力					
归属母公司股东权	10959	13888	17201	21291	26758	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	59405	75792	89711	116636	152194	净利率(%)	16.27%	14.95%	14.71%	13.99%	14.18%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.89%	4.26%	4.29%	4.08%	4.18%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	26.52%	23.27%	22.40%	22.34%	23.76%
经营活动现金流	-4736	-1661	-4330	-8926	-11910	偿债能力					
净利润	3120	3455	4062	4966	6567	资产负债率(%)	79%	80%	79%	80%	81%
折旧摊销	246.14	269.52	0.00	217.05	226.05	流动比率	1.53	1.46	1.48	1.43	1.38
财务费用	66	156	162	257	353	速动比率	0.48	0.41	0.44	0.43	0.42
应收账款减少	0	0	39	-65	-89	营运能力					
预收帐款增加	0	0	6076	7807	10189	总资产周转率	0.38	0.34	0.33	0.34	0.34
投资活动现金流	-611	-1299	128	-200	-150	应收账款周转率	168	121	112	137	138
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.58	3.54	3.47	3.89	3.90
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	16	16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.55	1.71	2.02	2.50	3.34
筹资活动现金流	5965	2659	5496	11171	14877	每股净现金流(最新)	0.33	-0.16	0.68	1.07	1.48
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.79	7.29	9.03	11.17	14.04
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	20	14	0	0	0	P/E	11.55	10.47	8.85	7.17	5.36
资本公积增加	143	87	0	0	0	P/B	3.09	2.46	1.98	1.60	1.27
现金净增加额	618	-301	1293	2046	2816	EV/EBITDA	11.06	11.00	10.27	9.77	8.85

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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）。2013 年度房地产行业研究金牛奖最佳分析师第五名。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。3 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

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。